

内生稳健增长, 研发费用和利息增长影响业绩

投资要点

- **事件:** 公司发布2018年半年报, 实现营业收入118.6亿元, 同比增长42.0%; 实现归母净利润15.6亿元, 同比下降7.6%; 实现扣非归母净利润12.0亿元, 同比下降5.3%。
- **公司内生稳健增长, 研发费用和利息增长影响业绩。** 受益于核心产品销售增长及新并购公司并表, 公司营业收入大幅上升, 即使剔除2017年新并购企业, 公司营业收入同口径仍然增长23.4%。公司中报业绩增速下降主要是受到研发费用和利息增长的影响。报告期内公司加大对生物类似药及单抗生物创新药、小分子创新药以及一致性评价的研发投入, 研发投入达11.9亿元, 同比增加5.6亿元(+89.82%); 研发费用7.1亿元, 同比增加2.5亿(+53.7%)。同时公司通过合资企业引进新技术, 以复星凯特和直观复星为代表的研发型联合营公司处于早期投入阶段, 而联合营公司中利润贡献主体国药控股利润增速放缓, 因此报告期内联合营公司收益同比减少0.5亿元(-6.18%)。另外一个影响公司业绩的重要因素是债务利息。受到市场利率和带息债务增加影响, 报告期内公司利息费用同比增加1.7亿元。
- **单抗研发实力强劲, 有望实现国内生物类似药零的突破。** 截至报告期末, 公司有9个单抗产品、13个适应症于中国大陆获临床试验批准, 2个单抗产品、1个联合疗法于中国大陆获临床试验申请受理; 3个产品于美国、台湾地区获临床试验批准; 1个产品于澳洲获临床试验批准。其中利妥昔单抗注射液(用于非霍奇金淋巴瘤的治疗)于2017年已报国内新药上市申请并获得优先审评, 有望2018年年底获批, 实现国产单抗生物类似药零的突破。随着曲妥珠单抗、阿达木单抗和贝伐珠单抗生物类似药进入临床III期, 抗VEGFR2单抗、抗EGFR单抗、抗PD-1单抗等生物创新药进入临床阶段, 公司已建成极具深度的研发管线。
- **盈利预测与评级。** 预计2018-2020年EPS分别为1.38元、1.61元、1.87元, 对应当前股价PE分别为24倍、21倍和18倍。公司内生增长强劲, 新产品研发的持续推进有望推动公司估值提升, 维持“买入”评级。
- **风险提示:** 药品研发进度或低于预期的风险、外延并购整合或低于预期的风险, 联合营公司业绩或持续下滑的风险。

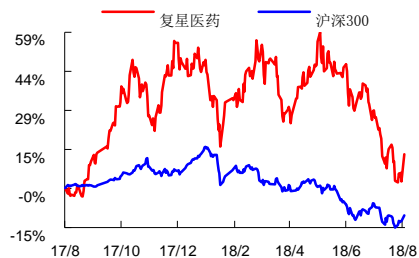
指标/年度	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入(百万元)	18533.56	22584.39	26654.80	31264.69
增长率	26.69%	21.86%	18.02%	17.29%
归属母公司净利润(百万元)	3124.50	3543.00	4128.63	4783.79
增长率	11.36%	13.39%	16.53%	15.87%
每股收益EPS(元)	1.22	1.38	1.61	1.87
净资产收益率ROE	12.05%	11.72%	12.36%	12.91%
PE	28	24	21	18
PB	2.90	2.49	2.25	2.03

数据来源: Wind, 西南证券

西南证券研究发展中心

分析师: 朱国广
执业证号: S1250513110001
电话: 021-58351962
邮箱: zhugg@swsc.com.cn
联系人: 张祝源
电话: 021-58351907
邮箱: zzy@swsc.com.cn

相对指数表现



数据来源: 聚源数据

基础数据

总股本(亿股)	25.63
流通A股(亿股)	19.10
52周内股价区间(元)	29.21-47.89
总市值(亿元)	861.96
总资产(亿元)	637.17
每股净资产(元)	10.39

相关研究

1. 复星医药(600196): 出售HLX02部分海外权益, 生物药研发实力再获证明 (2018-06-22)
2. 复星医药(600196): 内生增长强劲, 抵消国药业绩下滑负面影响 (2018-04-29)
3. 复星医药(600196): 研发投入高速增长, 再次验证公司创新属性 (2018-03-27)
4. 复星医药(600196): 业绩符合预期, 生物药研发稳步推进 (2017-10-31)
5. 复星医药(600196): 收入稳定增长, 高强度研发推动产品创新 (2017-08-30)

附表：财务预测与估值

利润表 (百万元)	2017A	2018E	2019E	2020E	现金流量表 (百万元)	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入	18533.56	22584.39	26654.80	31264.69	净利润	3585.26	4065.47	4737.46	5489.24
营业成本	7608.95	9339.63	11074.03	13004.52	折旧与摊销	945.91	1888.36	2005.62	2095.12
营业税金及附加	222.92	246.11	298.43	351.27	财务费用	554.78	712.89	561.12	500.78
销售费用	5790.54	7114.08	8396.26	9848.38	资产减值损失	62.41	80.00	80.00	80.00
管理费用	2749.35	2823.05	3331.85	3908.09	经营营运资本变动	-1224.12	-53.89	-363.93	-287.58
财务费用	554.78	712.89	561.12	500.78	其他	-1344.02	-2427.46	-2522.96	-2724.06
资产减值损失	62.41	80.00	80.00	80.00	经营活动现金流净额	2580.23	4265.37	4497.31	5153.50
投资收益	2306.99	2300.00	2400.00	2600.00	资本支出	-7647.62	-1300.00	-1000.00	-700.00
公允价值变动损益	44.07	44.07	44.07	44.07	其他	-2856.48	2293.75	2478.52	2641.56
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	-10504.10	993.75	1478.52	1941.56
营业利润	4074.89	4612.69	5357.17	6215.73	短期借款	5888.66	-5914.87	0.00	0.00
其他非经营损益	-13.18	-13.18	-13.18	-13.18	长期借款	3396.61	0.00	0.00	0.00
利润总额	4061.72	4599.52	5344.00	6202.55	股权融资	1301.32	2244.00	0.00	0.00
所得税	476.46	534.05	606.54	713.31	支付股利	-873.30	-972.48	-1102.73	-1285.00
净利润	3585.26	4065.47	4737.46	5489.24	其他	195.34	-1872.67	-561.12	-500.78
少数股东损益	460.76	522.47	608.83	705.45	筹资活动现金流净额	9908.63	-6516.02	-1663.85	-1785.79
归属母公司股东净利润	3124.50	3543.00	4128.63	4783.79	现金流量净额	1812.28	-1256.89	4311.98	5309.27
资产负债表 (百万元)	2017A	2018E	2019E	2020E	财务分析指标	2017A	2018E	2019E	2020E
货币资金	7248.87	5991.97	10303.95	15613.23	成长能力				
应收和预付款项	4479.30	4945.45	5938.60	7026.47	销售收入增长率	26.69%	21.86%	18.02%	17.29%
存货	2750.52	3048.75	3765.46	4381.17	营业利润增长率	19.87%	13.20%	16.14%	16.03%
其他流动资产	577.81	534.44	645.96	710.02	净利润增长率	11.30%	13.39%	16.53%	15.87%
长期股权投资	18450.58	18450.58	18450.58	18450.58	EBITDA 增长率	22.82%	29.38%	9.84%	11.20%
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	获利能力				
固定资产和在建工程	8313.95	8245.58	7859.96	7084.84	毛利率	58.94%	58.65%	58.45%	58.41%
无形资产和开发支出	16738.83	16222.53	15606.23	14989.94	三费率	49.07%	47.16%	46.11%	45.60%
其他非流动资产	3411.17	3514.73	3457.60	3462.74	净利率	19.34%	18.00%	17.77%	17.56%
资产总计	61971.01	60954.04	66028.35	71718.98	ROE	12.05%	11.72%	12.36%	12.91%
短期借款	9714.87	3800.00	3800.00	3800.00	ROA	5.79%	6.67%	7.17%	7.65%
应付和预收款项	3348.05	3863.92	4620.92	5446.06	ROIC	23.40%	20.89%	23.47%	27.12%
长期借款	5579.51	5579.51	5579.51	5579.51	EBITDA/销售收入	30.08%	31.94%	29.73%	28.18%
其他负债	13587.13	13028.61	13711.19	14372.45	营运能力				
负债合计	32229.55	26272.04	27711.62	29198.02	总资产周转率	0.35	0.37	0.42	0.45
股本	2495.13	2563.13	2563.13	2563.13	固定资产周转率	3.17	3.37	3.91	4.79
资本公积	9078.27	11254.27	11254.27	11254.27	应收账款周转率	7.11	6.69	6.89	6.77
留存收益	13366.54	15937.06	18962.95	22461.74	存货周转率	3.33	3.14	3.18	3.13
归属母公司股东权益	25326.87	29744.93	32770.83	36269.61	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	107.43%	—	—	—
少数股东权益	4414.59	4937.06	5545.89	6251.34	资本结构				
股东权益合计	29741.45	34681.99	38316.72	42520.96	资产负债率	52.01%	43.10%	41.97%	40.71%
负债和股东权益合计	61971.01	60954.04	66028.35	71718.98	带息债务/总负债	60.60%	51.82%	49.13%	46.63%
					流动比率	0.91	1.36	1.71	2.04
					速动比率	0.74	1.08	1.40	1.72
					股利支付率	27.95%	27.45%	26.71%	26.86%
业绩和估值指标	2017A	2018E	2019E	2020E	每股指标				
EBITDA	5575.59	7213.95	7923.91	8811.63	每股收益	1.22	1.38	1.61	1.87
PE	27.59	24.33	20.88	18.02	每股净资产	11.60	13.53	14.95	16.59
PB	2.90	2.49	2.25	2.03	每股经营现金	1.01	1.66	1.75	2.01
PS	4.65	3.82	3.23	2.76	每股股利	0.34	0.38	0.43	0.50
EV/EBITDA	16.74	12.50	10.84	9.15					
股息率	1.01%	1.13%	1.28%	1.49%					

数据来源: Wind, 西南证券

分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接获取任何形式的补偿。

投资评级说明

公司评级	买入：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 20%以上
	增持：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 10%与 20%之间
	中性：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-10%与 10%之间
	回避：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-10%以下
行业评级	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上
	跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间
	弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数-5%以下

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司客户中的专业投资者使用，若您并非本公司客户中的专业投资者，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告版权为西南证券所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

西南证券研究发展中心

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路 166 号中国保险大厦 20 楼

邮编：200120

北京

地址：北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 B 座 16 楼

邮编：100033

重庆

地址：重庆市江北区桥北苑 8 号西南证券大厦 3 楼

邮编：400023

深圳

地址：深圳市福田区深南大道 6023 号创建大厦 4 楼

邮编：518040

西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	黄丽娟	机构销售	021-68411030	15900516330	hlj@swsc.com.cn
	邵亚杰	机构销售	02168416206	15067116612	syj@swsc.com.cn
	张方毅	机构销售	021-68413959	15821376156	zfyi@swsc.com.cn
	汪文沁	机构销售	021-68415380	15201796002	wwq@swsc.com.cn
	王慧芳	机构销售	021-68415861	17321300873	whf@swsc.com.cn
北京	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	路剑	机构销售	010-57758566	18500869149	lujian@swsc.com.cn
	陈乔楚	机构销售	18610030717	18610030717	cqc@swsc.com.cn
	刘致莹	机构销售	010-57758619	17710335169	liuzy@swsc.com.cn
	贾乔真	机构销售	18911542702	18911542702	jqz@swsc.com.cn
广深	张婷	地区销售总监	0755-26673231	13530267171	zhangt@swsc.com.cn
	王湘杰	机构销售	0755-26671517	13480920685	wxj@swsc.com.cn
	余燕伶	机构销售	0755-26820395	13510223581	yyi@swsc.com.cn
	陈霄 (广州)	机构销售	15521010968	15521010968	chenxiao@swsc.com.cn