

复星医药（600196）：各项业务发展良好，研发投入持续加大

推荐（首次）

医药生物

当前股价：32.53 元

报告日期：2018 年 8 月 29 日

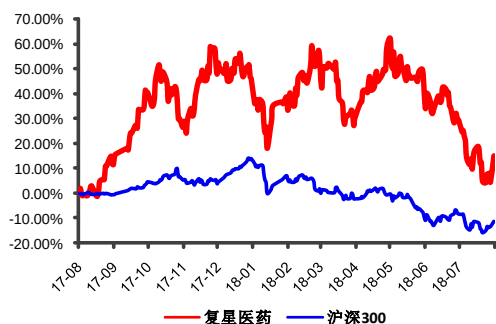
主要财务指标（单位：百万元）

	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入	18,534	22,101	26,590	32,055
(+/-)	26.7%	19.2%	20.3%	20.6%
营业利润	4,075	4,376	5,158	6,067
(+/-)	19.9%	7.4%	17.9%	17.6%
归属母公司 净利润	3,124	3,377	4,039	4,804
(+/-)	11.4%	8.1%	19.6%	18.9%
EPS（元）	1.25	1.35	1.62	1.93
市盈率	26.1	24.2	20.2	17.0

公司基本情况（最新）

总股本/已流通股（万股）	256306 / 190981
流通市值（亿元）	624.3
每股净资产（元）	9.99
资产负债率（%）	46.7

股价表现（最近一年）



资料来源：wind，华鑫证券研发部

分析师：杜永宏

执业证书编号：S1050517060001

电话：021-54967706

邮箱：duyh@cfsc.com.cn

投资要点：

- **研发投入影响表观利润。**公司 2017 年上半年实现营业收入 118.59 亿元，同比增长 41.97%；剔除新并购公司影响后营业收入同比增长 23.44%。实现归属于母公司净利润 15.60 亿元，同比下降 7.61%；扣非后归母净利润 12.01 亿元，同比下降 5.32%，对应 EPS 为 0.63 元。报告期内，公司营业收入保持稳定增长，净利润受到公司研发投入加大的影响，出现一定程度下滑。
- **各项业务发展良好。**报告期内，公司医药制造板块实现营业收入 89.56 亿元，同比增长 55.06%；剔除新并购公司 Gland Pharma 的贡献后，收入较 2017 年同口径增长 31.37%。公司产品涵盖六大疾病领域，形成了较为完善的产品布局，报告期内，非布司他片、匹伐他汀钙片、富马酸喹硫平片、还原型谷胱甘肽系列等核心产品继续保持较快增长。

报告期内，公司医疗服务板块实现营收 12.01 亿元，同比增长 18.62%；剔除 2017 年新并购企业的贡献的可比因素等影响后，收入较 2017 年同期同口径增长 1.48%。禅城医院于今年年初通过国际医院 JCI 认证，报告期内实现净利润 8775 万元，同比下降 24.28%，影响医疗服务板块的整体业绩。利润的减少预计主要受到认证相关事宜影响，下半年盈利状况有望回升。

报告期内，公司医疗器械板块实现营收 16.88 亿元，同比增长 9.23%。其中，HPV 诊断试剂营业收入较上年同期增长



29.9%；T-SPOT 试剂盒营业收入较上年同期增长 19.1%；“达芬奇手术机器人”手术量增长约 24%，由于设备配额较预期延迟，设备销售台数同比下降。

- **海外收入占比提高。**公司于 2017 年陆续完成对 Gland Pharma、Breas 及 Tridem Pharma 的收购。报告期内，Gland Pharma 运营良好，营业收入和净利润分别较 2017 年同期增长 36.42%和 35.45%，对公司营收贡献较大。上半年，公司海外区域实现营收 30.30 亿元，同比增长 106.29%，占比达到 25.55%，较 2017 年同期提高了 7.97 个百分点。
- **研发投入持续加大，在研产品进展顺利。**上半年，公司研发投入共计 11.88 亿元，同比增长 89.82%。其中，制药业务的研发投入达 10.64 亿元，同比增长 100.90%，占医药制造板块营业收入的 11.88%。公司坚持“仿创结合”的研发体系，报告期内，苯磺酸氨氯地平片、草酸艾司西酞普兰片和阿法骨化醇片通过仿制药一致性评价；Gland Pharma 公司 2 个仿制药产品获得美国 FDA 上市批准；在研单抗产品进展顺利，HER2 等 5 个产品已经进入临床 III 期，利妥昔单抗注射液已申报生产并纳入优先审评，有望年底获批。
- **盈利预测与投资评级：**我们预测公司 2018-2020 年实现归属于母公司净利润分别为 33.77 亿元、40.39 亿元、48.04 亿元，对应 EPS 分别为 1.35 元、1.62 元、1.93 元，当前股价对应 PE 分别为 24.2/20.2/17.0 倍，首次覆盖，给予“推荐”评级。
- **风险提示：**新药研发进度不及预期的风险；主要产品销售不及预期的风险；外延整合进度不及预期的风险。



表附录：三大报表预测值（百万元）

资产负债表					利润表				
(百万元)	2017A	2018E	2019E	2020E	(百万元)	2017A	2018E	2019E	2020E
流动资产：					营业收入	18,534	22,101	26,590	32,055
货币资金	7,249	8,199	9,497	10,999	营业成本	7,609	9,170	10,226	11,594
应收款	4,206	4,543	5,096	5,788	营业税金及附加	223	223	223	223
存货	2,751	2,802	2,982	3,221	销售费用	5,791	6,851	8,642	10,739
其他流动资产	851	1,000	1,200	1,400	管理费用	2,749	3,094	3,856	4,808
流动资产合计	15,056	16,544	18,776	21,408	财务费用	555	663	748	867
非流动资产：					费用合计	9,095	10,609	13,245	16,414
可供出售金融资产	2,673	2,673	2,673	2,673	资产减值损失	62	74	90	108
固定资产+在建工程	8,314	10,021	12,019	14,365	公允价值变动	44	44	44	44
无形资产+商誉	15,712	15,712	15,712	15,712	投资收益	2,307	2,307	2,307	2,307
其他非流动资产	20,215	23,070	26,500	30,500	营业利润	4,075	4,376	5,158	6,067
非流动资产合计	46,915	51,477	56,904	63,250	加：营业外收入	13	15	15	15
资产总计	61,971	68,021	75,680	84,658	减：营业外支出	27	30	30	30
流动负债：					利润总额	4,062	4,361	5,143	6,052
短期借款	9,715	12,000	15,000	18,700	所得税费用	476	523	643	787
应付账款、票据	1,782	1,987	2,159	2,383	净利润	3,585	3,838	4,500	5,265
其他流动负债	5,104	5,763	6,763	7,763	少数股东损益	461	461	461	461
流动负债合计	16,600	19,750	23,922	28,847	归母净利润	3,124	3,377	4,039	4,804
非流动负债：					主要财务指标				
长期借款	5,580	5,580	5,580	5,580		2017A	2018E	2019E	2020E
其他非流动负债	10,050	10,050	10,050	10,050	成长性				
非流动负债合计	15,629	15,629	15,629	15,629	营业收入增长率	26.7%	19.2%	20.3%	20.6%
负债合计	32,230	35,379	39,551	44,476	营业利润增长率	19.9%	7.4%	17.9%	17.6%
所有者权益					归母净利润增长率	11.4%	8.1%	19.6%	18.9%
股本	2,495	2,495	2,495	2,495	总资产增长率	41.6%	9.8%	11.3%	11.9%
资本公积金	9,078	9,078	9,078	9,078	盈利能力				
未分配利润	11,112	13,628	16,665	20,192	毛利率	58.9%	58.5%	61.5%	63.8%
少数股东权益	4,415	4,415	4,415	4,415	营业利润率	22.0%	19.8%	19.4%	18.9%
所有者权益合计	29,741	32,642	36,129	40,182	三项费用/营收	49.1%	48.0%	49.8%	51.2%
负债和所有者权益	61,971	68,021	75,680	84,658	EBIT/销售收入	11.4%	22.7%	22.2%	21.6%
现金流量表					净利润率	19.3%	17.4%	16.9%	16.4%
(百万元)	2017A	2018E	2019E	2020E	ROE	12.1%	11.8%	12.5%	13.1%
净利润	3585	3838	4500	5265	营运能力				
折旧与摊销	946	893	1103	1354	总资产周转率	29.9%	32.5%	35.1%	37.9%
财务费用	573	663	748	867	资产结构				
存货的减少	-491	-51	-181	-238	资产负债率	52.0%	52.0%	52.3%	52.5%
营运资本变化	352	-132	-381	-467	现金流质量				
其他非现金部分	-2385	-2344	-2630	-3200	经营净现金流/净利润	0.72	0.75	0.70	0.68
经营活动现金净流量	2580	2866	3159	3581	每股数据（元/股）				
投资活动现金净流量	-10504	-2600	-3100	-3700	每股收益	1.25	1.35	1.62	1.93
筹资活动现金净流量	9909	684	1239	1621	每股净资产	11.92	13.08	14.48	16.10
现金流量净额	1,812	950	1,298	1,502					

资料来源：公司公告，华鑫证券研发部



分析师简介

杜永宏：华鑫证券分析师，2017年6月加入华鑫证券研发部，主要研究和跟踪领域：医药生物行业。

华鑫证券有限公司投资评级说明

股票的投资评级说明:

	投资建议	预期个股相对沪深 300 指数涨幅
1	推荐	>15%
2	审慎推荐	5%---15%
3	中性	(-) 5%--- (+) 5%
4	减持	(-) 15%--- (-) 5%
5	回避	< (-) 15%

以报告日后的6个月内，证券相对于沪深300指数的涨跌幅为标准。

行业的投资评级说明:

	投资建议	预期行业相对沪深 300 指数涨幅
1	增持	明显强于沪深 300 指数
2	中性	基本与沪深 300 指数持平
3	减持	明显弱于沪深 300 指数

以报告日后的6个月内，行业相对于沪深300指数的涨跌幅为标准。



免责条款

华鑫证券有限责任公司（以下简称“华鑫证券”）具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。本报告由华鑫证券制作，仅供华鑫证券的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告中的信息均来源于公开资料，华鑫证券研究发展部及相关研究人员力求准确可靠，但对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。我们已力求报告内容客观、公正，但报告中的信息与所表达的观点不构成所述证券买卖的出价或询价的依据，该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时结合各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就财务、法律、商业、税收等方面咨询专业顾问的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，华鑫证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告中的资料、意见、预测均只反映报告初次发布时的判断，可能会随时调整。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。在不同时期，华鑫证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。华鑫证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告版权仅为华鑫证券所有，未经华鑫证券书面授权，任何机构和个人不得以任何形式刊载、翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若华鑫证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，华鑫证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成华鑫证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。如未经华鑫证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。华鑫证券将保留随时追究其法律责任的权利。请投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的华鑫证券研究报告。

华鑫证券有限责任公司

研究发展部

地址：上海市徐汇区肇嘉浜路 750 号

邮编：200030

电话：(+86 21) 64339000

网址：<http://www.cfsc.com.cn>