

创新研发持续高投入，短期业绩下滑明显

投资要点

- **事件：**公司发布 2018 年三季报，实现营业收入 181.4 亿元，同比增长 39.9%；实现归母净利润 20.9 亿元，同比下降 13.4%；实现扣非归母净利润 15.9 亿元，同比下降 14.2%。
- **创新研发投入、部分参股企业亏损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 21.99%。公司中报业绩增速下降主要是受到研发费用、部分参股公司亏损和利息增长的影响。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，研发费用达 11.1 亿元，同比增加 4.1 亿元 (+59.13%)，其中第三季度研发费用 4.1 亿元，同比增加 1.7 亿 (+69.65%)。同时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，因此报告期内联合营公司收益同比减少 0.3 亿元 (-2.80%)。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 2.7 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。**2018 年 9 月中国临床肿瘤学会年会 (CSCO) 上，公司第一次披露利妥昔单抗 (HLX01) 具体实验数据：公司招募了 407 名未经治疗的 CD20+弥漫性大 B 细胞淋巴瘤患者，1:1 分至 HLX01+CHOP 组及原研药美罗华+CHOP 组。两组总体响应率 (ORR) 分别为 93.5% vs 83.9%，完全响应率 (CR) 分别为 49.7%和 54.9%，该临床试验达到首要及次要临床终点。HLX01 于 2017 年已报国内新药上市申请并获得优先审评，基于有力的临床试验数据，该药有望 2018 年年底获批，成为第一个国产生物类似药。另外，公司在研品种曲妥珠单抗、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。**基于公司高强度研发投入及高利息费用，我们下调公司业绩预期，预计 2018-2020 年 EPS 分别为 1.23 元、1.46 元、1.69 元，对应当前股价 PE 分别为 21 倍、17 倍和 15 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。

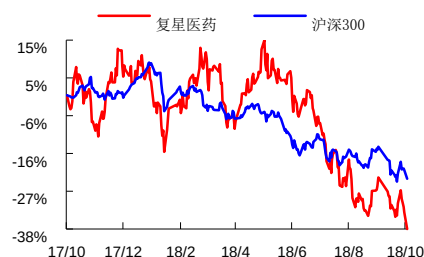
指标/年度	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入 (百万元)	18533.56	23529.09	27722.74	32470.62
增长率	26.69%	26.95%	17.82%	17.13%
归属母公司净利润 (百万元)	3124.50	3147.30	3753.86	4333.61
增长率	11.36%	0.73%	19.27%	15.44%
每股收益 EPS (元)	1.22	1.23	1.46	1.69
净资产收益率 ROE	12.05%	10.55%	11.47%	12.02%
PE	21	21	17	15
PB	2.21	1.92	1.75	1.59

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)	25.62-47.89
总市值(亿元)	656.66
总资产(亿元)	685.13
每股净资产(元)	11.13

相关研究

1. 复星医药 (600196): 内生稳健增长，研发费用和利息增长影响业绩 (2018-08-28)
2. 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)
3. 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)
4. 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)
5. 复星医药 (600196): 业绩符合预期，生物药研发稳步推进 (2017-10-31)

关键假设：

- 1) 医学诊断与医疗器械板块由于高毛利率产品的不断推出和运营改善，2018-2020 年毛利率维持为 50%。
- 2) 医疗服务板块由于规模效应的体现及核心医院佛山禅城医院的运营效率提升，2018-2020 年毛利率分别为 27%、28%、29%。
- 3) 药品板块由于高毛利产品销量的提升以及新药上市，抵消奥德金等辅助用药销量下降的负面影响，2018-2020 年毛利率维持为 66%。
- 4) 研发费用方面，公司多个单抗品种已经进入临床后期，现阶段已完成对照组昂贵的原研药物购买及病人入组，且考虑到费用基数已经较高，我们假设 2019 年开始公司研发费用增速将逐步趋缓。
- 5) 利息费用方面，三季度公司大量短期借款转为长期借款，现有债务利息有望降低。但是，公司未来仍可能借款进行小规模公司并购，基于此我们假设 2019 年后公司利息费用维持稳定。

基于以上假设，我们预测公司 2018-2020 年分业务收入成本如下表：

表 1：分业务收入及毛利率

万元	2015A	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
合计						
营业收入	12608.7	14628.8	18533.6	23529.1	27722.7	32470.6
yoy	5%	16%	27%	27%	18%	17%
毛利率	50%	54%	59%	59%	59%	59%
营业成本	6308.0	6718.4	7609.0	9660.8	11437.1	13414.5
医学诊断与医疗器械						
收入	2254.3	2663.9	3214.1	4017.6	4821.1	5785.3
yoy	16%	18%	21%	25%	20%	20%
毛利率	51%	50%	49%	50%	50%	50%
成本	1109.6	1338.8	1631.1	2008.8	2410.5	2892.6
医疗服务						
收入	1378.8	1677.6	2088.5	2610.6	3263.2	3915.9
yoy	16%	22%	24%	25%	25%	20%
毛利率	25%	26%	28%	27%	28%	29%
成本	1029.2	1238.7	1506.1	1905.7	2349.5	2780.3
药品制造与研发						
收入	8934.9	10259.5	13195.5	16900.9	19638.4	22769.5
yoy	22%	15%	29%	28%	16%	16%
毛利率	54%	60%	66%	66%	66%	66%
成本	4137.7	4102.5	4431.1	5746.3	6677.1	7741.6

数据来源：wind，西南证券

附表：财务预测与估值

利润表（百万元）	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入	18533.56	23529.09	27722.74	32470.62
营业成本	7608.95	9660.83	11437.13	13414.53
营业税金及附加	222.92	256.41	310.39	364.81
销售费用	5790.54	7411.66	8732.66	10228.24
管理费用	2749.35	3647.01	4158.41	4870.59
财务费用	554.78	718.25	576.13	524.47
资产减值损失	62.41	80.00	80.00	80.00
投资收益	2306.99	2300.00	2400.00	2600.00
公允价值变动损益	44.07	44.07	44.07	44.07
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00
营业利润	4074.89	4099.00	4872.09	5632.04
其他非经营损益	-13.18	-13.18	-13.18	-13.18
利润总额	4061.72	4085.82	4858.91	5618.86
所得税	476.46	474.40	551.48	646.19
净利润	3585.26	3611.42	4307.43	4972.67
少数股东损益	460.76	464.12	553.57	639.06
归属母公司股东净利润	3124.50	3147.30	3753.86	4333.61
资产负债表（百万元）	2017A	2018E	2019E	2020E
货币资金	7248.87	5455.67	9446.17	14344.07
应收和预付款项	4479.30	5149.84	6173.59	7294.18
存货	2750.52	3156.17	3891.41	4521.70
其他流动资产	577.81	550.00	664.57	730.66
长期股权投资	18450.58	18450.58	18450.58	18450.58
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产和在建工程	8313.95	8245.58	7859.96	7084.84
无形资产和开发支出	16738.83	16222.53	15606.23	14989.94
其他非流动资产	3411.17	3514.73	3457.60	3462.74
资产总计	61971.01	60745.11	65550.11	70878.70
短期借款	9714.87	3800.00	3800.00	3800.00
应付和预收款项	3348.05	4006.59	4783.55	5630.33
长期借款	5579.51	5579.51	5579.51	5579.51
其他负债	13587.13	13131.06	13831.24	14508.75
负债合计	32229.55	26517.17	27994.31	29518.59
股本	2495.13	2563.13	2563.13	2563.13
资本公积	9078.27	11254.27	11254.27	11254.27
留存收益	13366.54	15541.36	18315.65	21480.90
归属母公司股东权益	25326.87	29349.23	32123.52	35288.77
少数股东权益	4414.59	4878.71	5432.28	6071.34
股东权益合计	29741.45	34227.94	37555.80	41360.11
负债和股东权益合计	61971.01	60745.11	65550.11	70878.70
业绩和估值指标	2017A	2018E	2019E	2020E
EBITDA	5575.59	6705.61	7453.84	8251.62
PE	21.02	20.86	17.49	15.15
PB	2.21	1.92	1.75	1.59
PS	3.54	2.79	2.37	2.02
EV/EBITDA	13.16	10.47	8.88	7.43
股息率	1.33%	1.48%	1.49%	1.78%

数据来源：Wind，西南证券

现金流量表（百万元）	2017A	2018E	2019E	2020E
净利润	3585.26	3611.42	4307.43	4972.67
折旧与摊销	945.91	1888.36	2005.62	2095.12
财务费用	554.78	718.25	576.13	524.47
资产减值损失	62.41	80.00	80.00	80.00
经营营运资本变动	-1224.12	-136.14	-378.55	-299.02
其他	-1344.02	-2427.46	-2522.96	-2724.06
经营活动现金流净额	2580.23	3734.43	4067.67	4649.18
资本支出	-7647.62	-1300.00	-1000.00	-700.00
其他	-2856.48	2293.75	2478.52	2641.56
投资活动现金流净额	-10504.10	993.75	1478.52	1941.56
短期借款	5888.66	-5914.87	0.00	0.00
长期借款	3396.61	0.00	0.00	0.00
股权融资	1301.32	2244.00	0.00	0.00
支付股利	-873.30	-972.48	-979.57	-1168.36
其他	195.34	-1878.04	-576.13	-524.47
筹资活动现金流净额	9908.63	-6521.38	-1555.70	-1692.83
现金流量净额	1812.28	-1793.19	3990.49	4897.91
财务分析指标	2017A	2018E	2019E	2020E
成长能力				
销售收入增长率	26.69%	26.95%	17.82%	17.13%
营业利润增长率	19.87%	0.59%	18.86%	15.60%
净利润增长率	11.30%	0.73%	19.27%	15.44%
EBITDA 增长率	22.82%	20.27%	11.16%	10.70%
获利能力				
毛利率	58.94%	58.94%	58.74%	58.69%
三费率	49.07%	50.05%	48.58%	48.12%
净利率	19.34%	15.35%	15.54%	15.31%
ROE	12.05%	10.55%	11.47%	12.02%
ROA	5.79%	5.95%	6.57%	7.02%
ROIC	23.40%	18.82%	21.42%	24.61%
EBITDA/销售收入	30.08%	28.50%	26.89%	25.41%
营运能力				
总资产周转率	0.35	0.38	0.44	0.48
固定资产周转率	3.17	3.51	4.07	4.97
应收账款周转率	7.11	6.82	6.89	6.77
存货周转率	3.33	3.19	3.18	3.13
销售商品提供劳务收到现金/营业收入	107.43%	—	—	—
资本结构				
资产负债率	52.01%	43.65%	42.71%	41.65%
带息债务/总负债	60.60%	51.34%	48.63%	46.12%
流动比率	0.91	1.31	1.63	1.94
速动比率	0.74	1.02	1.32	1.61
股利支付率	27.95%	30.90%	26.10%	26.96%
每股指标				
每股收益	1.22	1.23	1.46	1.69
每股净资产	11.60	13.35	14.65	16.14
每股经营现金	1.01	1.46	1.59	1.81
每股股利	0.34	0.38	0.38	0.46

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	地区销售副总监	021-68411030	15900516330	hlj@swsc.com.cn
	张方毅	高级销售经理	021-68413959	15821376156	zfyi@swsc.com.cn
	汪文沁	高级销售经理	021-68415380	15201796002	wwq@swsc.com.cn
	王慧芳	高级销售经理	021-68415861	17321300873	whf@swsc.com.cn
	涂诗佳	销售经理	021-68415296	18221919508	tsj@swsc.com.cn
北京	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	路剑	高级销售经理	010-57758566	18500869149	lujian@swsc.com.cn
	刘致莹	销售经理	010-57758619	17710335169	liuzy@swsc.com.cn
广深	王湘杰	销售经理	0755-26671517	13480920685	wxj@swsc.com.cn
	余燕伶	销售经理	0755-26820395	13510223581	yyi@swsc.com.cn
	陈霄（广州）	销售经理	15521010968	15521010968	chenxiao@swsc.com.cn