

2018年11月02日

王睿哲  
C0062@capital.com.tw  
目标价(元/港元)

32/29

公司基本信息

产业别	医药生物		
A 股价(2018/11/1)	25.87		
上证指数(2018/11/1)	2606.24		
股价 12 个月高/低	47.77/23.8		
总发行股数(百万)	2563.06		
A 股数(百万)	1909.81		
A 市值(亿元)	494.07		
主要股东	上海复星高科技(集团)有限公司(36.54%)		
每股净值(元)	11.13		
股价/账面净值	2.32		
	一个月	三个月	一年
股价涨跌(%)	-15.3	-20.5	-35.9

近期评等

出刊日期	前日收盘	评等
------	------	----

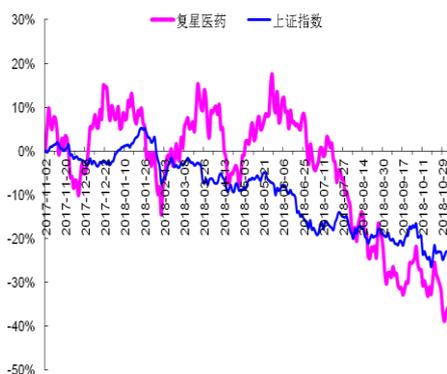
产品组合

药品制造与研发	61.4%
医疗器械及服务	15.1%
医药分销和零售	13.4%

机构投资者占流通 A 股比例

基金	10.5%
一般法人	53.5%

股价相对大盘走势



复星医药(600196.SH/2196.HK) buy 买入

研发集中投入影响利润增速,期待新药上市后推动业绩恢复

结论与建议:

■ **公司业绩:** 公司 2018Q1-Q3 实现营业收入 181.4 亿, 同比增长 40.0%, 录得净利润 20.9 亿, 同比-13.4% (扣非后 YOY-14.2%), 公司业绩低于预期。其中, 公司 Q3 单季度实现营收 62.8 亿元, YOY+36.4%, 录得净利 5.3 亿元, YOY-26.9% (扣非后 YOY-33.4%)。

■ **整体营收实现快速增长, 其中内生增长稳健:** 由于 2017 年新并入 GLAND 等企业增厚了营收, 使得公司营收实现了快速增长。剔除 2017 年新并入企业后同口径对比, 公司 2018Q1-Q3 营收同比增长 22%。制药板块同口径对比预计有 28% 左右的增长, 其中核心制药平台重庆药友、江苏万邦均同比增长 25% 以上, 奥鸿在限制辅助用药的大背景下下滑较为明显, 预计后续影响将减弱。器械与诊断板块预计同比增长 14% 左右, 其中亚能生物预计同比增长 25% 以上, 达芬奇手术机器人销售由于配额政策未下达, 短期受到了一定影响, 但最新配额已出台, 预计后续将会恢复。医疗服务板块预计同比增长 15% 左右, 禅城医院 Q2 开始已有所恢复。公司 1-9 月经营性现金流量净额为 20.9 亿元, YOY+21.2%, 公司整体经营表现良好。

**多种因素影响短期净利:** (1) 受并表以及高毛利的辅助用药销售占比下降影响, 公司 Q3 毛利率同比下降 2.3 个百分点至 58.2%; (2) 由于两票制及为生物药销售做准备使得 Q3 销售费用率同比增加 0.8 个百分点至 34.3% (3) 由于公司多个生物类似药、小分子创新药进入临床投入期, Q3 研发费用同比大幅增加 70%, 叠加复宏汉霖股权激励的股权支付, 使得公司研发+管理费用率同比增加 1.9 个百分点至 16.0%。(4) 由于新设立的复星凯特、直观复星等联合营企业尚处于投入期, 参股的微医、和睦家等项目仍有亏损, 公司投资收益同比下降 2.8%。

**即将进入收获期:** 公司利妥昔单抗生物类似药已处于审批阶段, 预计年底或明年初将可上市, 公司销售团队已搭建完毕, 推广工作已经开始, 预计明年将会逐步上量。另外, 公司对应曲妥珠单抗、阿达木单抗、贝伐珠单抗的生物类似药均已进入临床 3 期, 多款创新型单抗也均已进入临床, 可以预见公司后续将会逐步进入收获期, 净利将会恢复增长。

■ **盈利预测:** 由于公司进入研发集中投入期, 我们再次小幅下调公司盈利预测, 我们预计 2018/2019 年公司实现净利润 27.6 亿元 (YOY-11.7%) / 33.6 亿元 (YOY+21.9%) (原预计 2018/2019 年净利润分别为 32.9 亿元和 42.9 亿元, YOY+5.3% 和 +26.8%), EPS 分别为 1.1 元/1.4 元, 对应 A 股 PE 分别为 23 倍/19 倍, 对应 H 股 PE 分别为 19 倍/15 倍。公司短期业绩虽受研发支出增加有所回落, 但公司作为中国最优秀的医药综合平台, 资源优势突出, 研发实力获得再认可, 重磅药品稳步推进, 我们看好公司的长远发展, 维持公司 A/H 股“买入”建议。

..... 接续下页 .....

年度截止 12月 31日		2015	2016	2017E	2018E	2019E
纯利 (Net profit)	RMB 百万元	2460	2806	3124	2758	3363
同比增减	%	16.43	14.05	11.36	-11.74	21.94
每股盈余 (EPS)	RMB 元	1.07	1.21	1.27	1.11	1.35
同比增减	%	16.30	13.08	4.96	-12.98	21.94
A 股市盈率(P/E)	X	23.74	20.99	20.00	22.98	18.85
H 股市盈率(P/E)	X	19.11	16.90	16.10	18.50	15.17
股利 (DPS)	RMB 元	0.32	0.35	0.38	0.13	0.16
GON 股息率 (Yield)	%	1.26	1.38	1.50	0.52	0.64

预期报酬(Expected Return; ER)为准, 说明如下:

强力买入 Strong Buy (ER  $\geq$  30%); 买入 Buy (30% > ER  $\geq$  10%)

中性 Neutral (10% > ER > -10%)

卖出 Sell (-30% < ER  $\leq$  -10%); 强力卖出 Strong Sell (ER  $\leq$  -30%)

## 附一：合并损益表

百万元	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入	12609	14629	18534	25641	31680
经营成本	6308	6718	7609	10820	13372
营业税金及附加	106	153	223	263	329
销售费用	2815	3704	5791	8361	10613
管理费用	1906	2312	2749	2801	5227
财务费用	450	401	555	667	63
资产减值损失	70	79	62	41	80
投资收益	2347	2125	2307	1657	2200
营业利润	3297	3399	4075	3677	4195
营业外收入	107	195	13	10	120
营业外支出	32	23	27	30	20
利润总额	3372	3572	4062	3656	4295
所得税	501	350	476	537	429
少数股东损益	411	416	461	362	502
归属于母公司所有者的净利润	2460	2806	3124	2758	3363

## 附二：合并资产负债表

百万元	2015	2016	2017E	2018E	2019E
货币资金	4029	5996	7249	8336	9587
存货	1736	1965	3248	3897	4676
应收账款	1649	1671	2751	2613	2482
流动资产合计	8325	10764	15056	18068	21681
长期股权投资	13920	16176	18451	23986	31181
固定资产	4761	5140	6556	7212	7933
无形资产及其他资产合计	1001	1160	1758	2110	2531
资产总计	29876	33003	46915	53952	62044
流动负债合计	38202	43768	61971	72019	83726
长期负债合计	10939	10109	16600	19921	23905
负债合计	6593	8409	15629	16254	16904
少数股东权益	17532	18517	32230	36175	40809
股东权益合计	2488	3060	4415	10154	33507
负债及股东权益合计	18182	22190	25327	25691	9410

## 附三：合并现金流量表

百万元	2015	2016	2017E	2018E	2019E
经营活动产生的现金流量净额	1621	2110	2580	2,838	3,122
投资活动产生的现金流量净额	-1870	-2447	-10504	-1400	-1400
筹资活动产生的现金流量净额	551	1446	9909	-2000	-2000
现金及现金等价物净增加额	338	1189	1812	-562	-278

此份报告由群益证券(香港)有限公司编写,群益证券(香港)有限公司的投资和由群益证券(香港)有限公司提供的投资服务,不是个人客户而设。此份报告不能复制或再分发或印刷报告之全部或部份内容以作任何用途。群益证券(香港)有限公司相信用以编写此份报告之资料可靠,但此报告之资料没有被独立核实审计。群益证券(香港)有限公司,不在此报告之准确性及完整性作任何保证,或代表或作出任何书面保证,而且不会对此报告之准确性及完整性负任何责任或义务。群益证券(香港)有限公司,及其分公司及其联营公司或许在阁下收到此份报告前使用或根据此份报告之资料或研究推荐作出任何行动。群益证券(香港)有限公司及其任何一位董事或其代表或雇员不会对使用此份报告后招致之任何损失负任何责任。此份报告内容之数据和意见可能会或会在没有事前通知前变更。群益证券(香港)有限公司及其任何一位董事或其代表或雇员或会对此份报告内描述之证; @持意见或立场, 或会买入, 沽出或提供销售或出价此份报告内描述之证券。群益证券(香港)有限公司及其分公司及其联营公司可能以其户口, 或代他人之户口买卖此份报告内描述之证; @。此份报告, 不是用作推销或促使客人交易此报告内所提及之证券。