

业绩低于预期, 创新带来希望

投资要点

- **事件:** 公司发布2018年年报, 实现营业收入249.18亿元, 同比增长34.45%; 实现归母净利润27.08亿元, 同比下降13.3%; 实现扣非归母净利润20.9亿元, 同比下降10.92%。
- **收入大幅提升, 但受研发投入、子公司及参股企业亏损和利息增长等影响, 业绩不及预期。** 在核心产品的收入增长、新并购企业贡献及医疗服务业务拓展情况下, 公司营业收入大幅上升, 剔除2017年新并购企业后, 收入同口径仍然增长20.4%。报告期内药品研发制造板块收入为189亿元, 同比增长41.6%, 增速明显; 医疗服务和器械与诊断板块收入分别为26和36亿元, 增速稍有放缓, 同比增长22.7%和13.2%。国药控股把握医疗器械利好形势并积极扩大医药分销及零售网络建设, 报告期内实现收入3445亿元, 同比增长11.7%。在研发和业务布局投入上升、利息费用增加, 子公司奥鸿药业利润减少以及Breas计提商誉减值准备等影响下公司经常性损益下降, 同时, 复宏汉霖员工股权激励计划在报告期内的列支股份支付费用也对公司业绩增长产生重要影响。报告期内资产处置收益同比下降108%, 是导致公司非经常性损益下降的主要原因。此外, 由于复星凯特、直观复星等联合营企业尚处于前期投入阶段, 和睦家医院新院建设前期投入较大等因素使得本年度公司经营亏损有所扩大。
- **单抗进入收获期, CAR-T今年有望实现实质性进展, 仿制药一致性评价加速开展, 创新孵化平台陆续运营。** 公司目前处于研发投入期, 报告期内研发费用达到15亿元, 同比增长44.1%, 研发管线内容丰富, 实力雄厚。1) 创新药: 复宏汉霖产品利妥昔单抗(汉利康)于报告期内提交上市, 为国内首例, 现已获批上市; 曲妥珠单抗、阿达木单抗和贝伐珠单抗均进入临床III期阶段, 为国内研发第一梯队, 公司已建成极具深度的单抗研发管线。复星凯特FKC876于2018年9月获得临床批件, 进行桥接试验有望2019年完成并成为国内第一个上市的CAR-T产品。小分子创新药研发投入同样增加明显, 目前已有9个产品在大陆获临床批件。2) 仿制药: 一致性评价加速开展, 报告期内有苯磺酸氨氯地平片(施力达)和阿法骨化醇片(立庆)等9个产品通过仿制药一致性评价, 为公司未来享受国家药品招标定价政策红利奠定基础。3) 创新孵化平台: 近年来公司通过设立创新孵化平台等多种方式推动创新研发, 目前复星领智、复星弘创、Novelstar等平台已陆续投入运营。
- **盈利预测与评级。** 由于2018年业绩低于预期, 我们下调盈利预测, 同时基于公司内生增长良好并且迎接创新药收获期, 预计公司2019-2021年EPS分别为1.18元、1.37元、1.61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	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	24918.27	31634.74	37273.08	43656.58
增长率	34.45%	26.95%	17.82%	17.13%
归属母公司净利润(百万元)	2707.92	3106.41	3600.94	4245.01
增长率	-13.33%	14.72%	15.92%	17.89%
每股收益EPS(元)	1.03	1.18	1.37	1.61
净资产收益率ROE	8.99%	8.75%	9.21%	9.80%
PE	28	24	21	18
PB	2.26	1.92	1.74	1.57

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

分析师: 陈铁林
执业证号: S1250516100001
电话: 023-67909731
邮箱: ctl@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)	20.99-47.89
总市值(亿元)	739.70
总资产(亿元)	705.51
每股净资产(元)	10.92

相关研究

1. 复星医药(600196): 中国首个生物类似药获批, 验证公司研发实力 (2019-02-26)
2. 复星医药(600196): 创新研发持续高投入, 短期业绩下滑明显 (2018-10-30)
3. 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)
4. 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)

附表：财务预测与估值

利润表 (百万元)					现金流量表 (百万元)				
	2018A	2019E	2020E	2021E		2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入	24918.27	31634.74	37273.08	43656.58	净利润	3019.88	3464.27	4015.78	4734.05
营业成本	10365.31	12988.94	15377.17	18035.77	折旧与摊销	1346.92	1478.79	1606.05	1700.56
营业税金及附加	255.84	344.21	405.07	470.27	财务费用	724.19	1178.58	1156.90	1110.10
销售费用	8487.53	10439.46	12300.12	14406.67	资产减值损失	97.19	80.00	80.00	80.00
管理费用	2239.44	4903.38	5590.96	6548.49	经营营运资本变动	-37.34	-1174.36	-472.42	-504.58
财务费用	724.19	1178.58	1156.90	1110.10	其他	-2200.74	-2331.19	-2334.70	-2534.72
资产减值损失	97.19	80.00	80.00	80.00	经营活动现金流净额	2950.11	2696.09	4051.62	4585.40
投资收益	1815.45	2050.00	2050.00	2250.00	资本支出	-6625.35	-1300.00	-1000.00	-700.00
公允价值变动损益	204.36	204.36	204.36	204.36	其他	1380.44	1049.80	2433.14	2580.43
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	-5244.91	-250.20	1433.14	1880.43
营业利润	3535.53	3954.53	4617.23	5459.64	短期借款	-4107.67	-1807.19	0.00	0.00
其他非经营损益	44.06	44.06	44.06	44.06	长期借款	3051.15	0.00	0.00	0.00
利润总额	3579.59	3998.58	4661.29	5503.70	股权融资	1534.31	2244.00	0.00	0.00
所得税	559.71	534.31	645.51	769.66	支付股利	0.00	0.00	0.00	0.00
净利润	3019.88	3464.27	4015.78	4734.05	其他	2659.75	-5833.40	-1156.90	-1110.10
少数股东损益	311.96	357.87	414.84	489.03	筹资活动现金流净额	3137.53	-5396.59	-1156.90	-1110.10
归属母公司股东净利润	2707.92	3106.41	3600.94	4245.01	现金流量净额	824.69	-2950.70	4327.86	5355.73
资产负债表 (百万元)					财务分析指标				
	2018A	2019E	2020E	2021E		2018A	2019E	2020E	2021E
货币资金	8546.52	5595.82	9923.68	15279.40	成长能力				
应收和预付款项	5224.34	6892.90	8167.02	9480.26	销售收入增长率	34.45%	26.95%	17.82%	17.13%
存货	3287.39	4341.11	5071.57	5993.40	营业利润增长率	-13.24%	11.85%	16.76%	18.24%
其他流动资产	943.47	964.88	1069.00	1157.00	净利润增长率	-15.77%	14.72%	15.92%	17.89%
长期股权投资	21427.53	21427.53	21427.53	21427.53	EBITDA 增长率	0.56%	17.93%	11.62%	12.06%
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	9122.11	9376.48	9303.60	8836.20	毛利率	58.40%	58.94%	58.74%	58.69%
无形资产和开发支出	18046.03	17622.39	17098.74	16575.10	三费率	45.95%	52.23%	51.10%	50.54%
其他非流动资产	3953.97	5281.27	5048.88	4927.99	净利率	12.12%	10.95%	10.77%	10.84%
资产总计	70551.36	71502.38	77110.02	83676.89	ROE	8.99%	8.75%	9.21%	9.80%
短期借款	5607.19	3800.00	3800.00	3800.00	ROA	4.28%	4.84%	5.21%	5.66%
应付和预收款项	3390.89	4697.14	5434.35	6399.26	ROIC	15.15%	17.32%	18.61%	20.90%
长期借款	8630.66	8630.66	8630.66	8630.66	EBITDA/销售收入	22.50%	20.90%	19.80%	18.94%
其他负债	19329.90	14798.80	15653.45	16521.38	营运能力				
负债合计	36958.65	31926.61	33518.47	35351.30	总资产周转率	0.38	0.45	0.50	0.54
股本	2563.06	2631.06	2631.06	2631.06	固定资产周转率	3.65	4.23	4.66	5.41
资本公积	10544.65	12720.65	12720.65	12720.65	应收账款周转率	7.25	7.46	7.02	7.03
留存收益	15146.52	18252.93	21853.87	26098.88	存货周转率	3.35	3.34	3.22	3.22
归属母公司股东权益	27977.74	33602.93	37203.87	41448.88	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	109.01%	—	—	—
少数股东权益	5614.98	5972.84	6387.68	6876.71	资本结构				
股东权益合计	33592.71	39575.77	43591.55	48325.59	资产负债率	52.39%	44.65%	43.47%	42.25%
负债和股东权益合计	70551.36	71502.38	77110.02	83676.89	带息债务/总负债	49.45%	51.59%	49.14%	46.59%
					流动比率	1.00	1.38	1.67	1.96
					速动比率	0.82	1.04	1.32	1.59
					股利支付率	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
					每股指标				
					每股收益	1.03	1.18	1.37	1.61
					每股净资产	12.77	15.04	16.57	18.37
					每股经营现金	1.12	1.02	1.54	1.74
					每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00
业绩和估值指标									
EBITDA	5606.64	6611.89	7380.18	8270.30					
PE	28.04	24.44	21.09	17.89					
PB	2.26	1.92	1.74	1.57					
PS	3.05	2.40	2.04	1.74					
EV/EBITDA	15.01	12.27	10.43	8.68					
股息率	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%					

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

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。

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
	杨博睿	销售经理	021-68415861	13166156063	ybz@swsc.com.cn
	丁可莎	销售经理	021-68416017	13122661803	dks@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
	张岚	高级销售经理	18601241803	18601241803	zhanglan@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
	花洁	销售经理	0755-26673231	18620838809	huaj@swsc.com.cn
	孙瑶瑶	销售经理	0755-26833581	13480870918	sunyaoyao@swsc.com.cn
	陈霄（广州）	销售经理	15521010968	15521010968	chenxiao@swsc.com.cn