

2019年05月08日

王睿哲
C0062@capital.com.tw
目标价(元/港元)

32/32

复星医药(600196.SH/2196.HK)

buy 买入

业绩企稳，期待新药上市推动业绩增长

结论与建议：

公司基本信息

产业别	医药生物		
A 股价(2019/5/7)	26.99		
上证指数(2019/5/7)	2926.39		
股价 12 个月高/低	47.77/20.61		
总发行股数(百万)	2562.90		
A 股数(百万)	1910.52		
A 市值(亿元)	515.65		
主要股东	上海复星高科技(集团)有限公司(36.60%)		
每股净值(元)	11.21		
股价/账面净值	2.41		
	一个月	三个月	一年
股价涨跌(%)	-10.0	9.9	-34.6

近期评等

出刊日期	前日收盘	评等
2019/03/26	28.28	买入

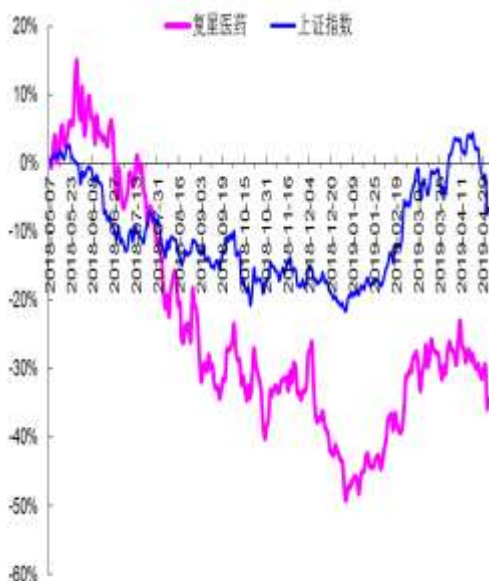
产品组合

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



■ **公司业绩：**公司 2019Q1 实现营业收入 67.3 亿，同比增长 17.7%，录得净利润 7.1 亿元，同比+0.9%（扣非后净利为 5.3 亿元，YOY+0.5%），EPS 为 0.28 元，公司业绩基本符合我们的预期。从季度数据来看，公司 2018Q1/Q2/Q3/Q4 以及 2019Q1 净利增速分别为 YOY-4.3%/-10.2%/-26.9%/-13.0%/+0.9%，过去一年受研发支出大增影响，单季净利增速有所回落，但目前已经企稳，考虑到 2018Q2 开始的低基期的因素及今年 2Q 新品汉利康上市的因素，增速预计将会回升。

■ **研发费用等增长较快拖累短期利润端表现：**公司 2019Q1 营收端增长相对稳健，主要由内生增长推动，其中医药工业估计延续 2 成左右的增速，器械估计受到达芬奇手术配额的影响有所回落，医疗服务业务在各医院增长的推动下也有 2 成左右的增长。公司 Q1 综合毛利率为 59.1%，同比增加 1.5 个百分点，估计主要受“两票制”高开影响；销售费用率为 33.6%，同比增加 2.2 个百分点，另外随着新药上市，公司销售投入也有所增加；公司管理+研发费用率为 13.9%，同比增加 1.5 个百分点，其中主要是由于研发费用大幅增长 42%至 3.9 亿元所致，随着新药进入临床期投入增加，我们预计研发费用仍将维持一个较大的规模；公司财务费用率为 3.8%，同比增加 0.4 个百分点；整体来看，公司期间费用率同比增加 4 个百分点至 51.4%。公司投资收入同比增加 32.6%至 3.3 亿元，主要是联营企业国药产投下的国药控股 2019Q1 净利同比增长 28.4%至 11.4 亿元所致。总体来看，毛利率及投资收益虽有增加，但是受到研发及销售费用率的增加，公司 Q1 实际营业利润率同比下降 2.2 个百分点至 14.7%，影响了利润端的表现。

■ **即将进入收获期：**公司利妥昔单抗类似药汉利康上市，阿达木、曲妥珠单抗上市申请也已受理，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。此外，多个适应症及其他产品也处于临床期，产品梯队已较为丰富，将可保障公司长远的发展。

■ **盈利预测：**我们预计 2019/2020 年公司实现净利润 32.8 亿元(YOY+21.1%)/39.6 亿元(YOY+20.7%)，EPS 分别为 1.3 元/1.6 元，对应 A 股 PE 分别为 21 倍/17 倍，对应 H 股 PE 分别为 17 倍/14 倍。公司短期业绩虽受研发投入增加等因素影响有所回落，但公司作为中国最优秀的医药综合平台，资源优势突出，重磅生物药研发稳步推进，研发实力获得再认可，我们看好公司的长远发展，维持公司 A/H 股“买入”建议。

■ **风险提示：**研发进度不及预期，销售不及预期，并购企业业绩不达预期

..... 接续下页

年度截止 12月 31日		2016	2017	2018	2019E	2020E
纯利 (Net profit)	RMB 百万元	2806	3124	2708	3280	3957
同比增减	%	14.05	11.36	-13.33	21.11	20.66
每股盈余 (EPS)	RMB 元	1.21	1.27	1.07	1.31	1.59
同比增减	%	13.08	4.96	-15.75	22.84	20.66
A 股市盈率(P/E)	X	22.31	21.25	25.22	20.53	17.02
H 股市盈率(P/E)	X	17.96	17.12	20.32	16.54	13.71
股利 (DPS)	RMB 元	0.35	0.38	0.32	0.39	0.48
GON 股息率 (Yield)	%	1.30	1.41	1.19	1.46	1.76

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	2016	2017	2018	2019E	2020E
营业收入	14629	18534	24918	30880	38631
经营成本	6718	7609	10365	12497	15066
营业税金及附加	153	223	256	321	402
销售费用	3704	5791	8488	10499	13289
管理费用	2312	2749	2239	2748	3438
财务费用	401	555	724	618	773
资产减值损失	79	62	97	100	100
投资收益	2125	2307	1815	2100	2200
营业利润	3399	4075	3536	4375	5291
营业外收入	195	13	83	80	80
营业外支出	23	27	39	20	20
利润总额	3572	4062	3580	4435	5351
所得税	350	476	560	665	803
少数股东损益	416	461	312	490	591
归属于母公司所有者的净利润	2806	3124	2708	3280	3957

附二：合并资产负债表

百万元	2016	2017	2018	2019E	2020E
货币资金	5996	7249	8547	9829	11303
存货	1965	3248	3624	4058	4545
应收账款	1671	2751	3287	3781	4348
流动资产合计	10764	15056	18002	21602	25922
长期股权投资	16176	18451	21428	24856	28833
固定资产	5140	6556	7083	7437	7809
无形资产及其他资产合计	1160	1758	2040	2325	2651
资产总计	33003	46915	52550	59381	67101
流动负债合计	43768	61971	70551	80983	93023
长期负债合计	10109	16600	17923	19357	20906
负债合计	8409	15629	19035	23223	28332
少数股东权益	18517	32230	36959	42580	49238
股东权益合计	3060	4415	5615	7412	9784
负债及股东权益合计	22190	25327	27978	30991	34002

附三：合并现金流量表

百万元	2016	2017	2018	2019E	2020E
经营活动产生的现金流量净额	2110	2580	2950	3,245	3,570
投资活动产生的现金流量净额	-2447	-10504	-5245	-5500	-5600
筹资活动产生的现金流量净额	1446	9909	3138	3000	3000
现金及现金等价物净增加额	1189	1812	825	745	970

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。