

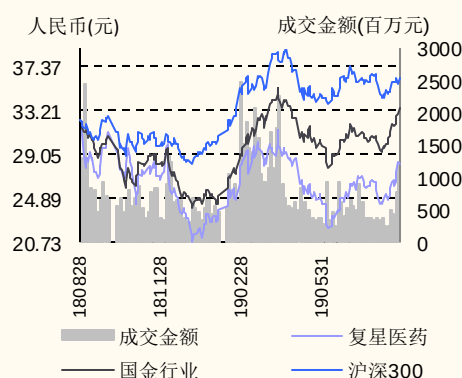
复星医药 (600196.SH) 买入 (维持评级)

公司点评

市场价格 (人民币): 28.25 元

市场数据(人民币)

已上市流通 A 股(百万股)	1,910.52
流通港股(百万股)	551.94
总市值(百万元)	72,401.88
年内股价最高最低(元)	28.41/24.32
沪深 300 指数	3816.95
上证指数	2902.19

**相关报告**

- 1.《研发投入加大, 创新收获在即-【国金医药】公司点评》, 2018.10.30
- 2.《短期费用不影响核心竞争力, 创新收获在即-【国金医药】复星医药...》, 2018.8.29

费用上升研发多投, 新药开始收获, 期待拐点**公司基本情况(人民币)**

项目	2017	2018	2019E	2020E	2021E
摊薄每股收益(元)	1.252	1.057	1.206	1.378	1.624
每股净资产(元)	10.15	10.92	11.80	12.86	14.16
每股经营性现金流(元)	1.03	1.11	2.05	1.33	1.50
市盈率(倍)	22.56	26.74	23.42	20.50	17.40
净利润增长率(%)	11.36%	-13.33%	14.16%	14.27%	17.82%
净资产收益率(%)	12.34%	9.68%	10.22%	10.72%	11.46%
总股本(百万股)	2,495.13	2,563.06	2,562.90	2,562.90	2,562.90

来源: 公司年报、国金证券研究所

业绩简评

- 8月26日, 公司发布2019年半年报, 收入约141.73亿元, 同比约19.51%; 归母约15.16亿元, 同比约-2.84%; 扣非归母约11.68亿元, 同比约-2.75%。公司收入符合预期, 利润略低于预期, 未来有望逐季改善。

经营分析

- **工业版块逐步企稳, 收入及利润整体符合预期, 期待新药上市改善业绩:** 上半年工业版块逐步企稳, 匹伐他汀、非布司他、富马酸喹硫平等品种增速较高, 拉动整体药品版块; 同时, 小牛血清等辅助用药品种基本企稳, 整体增速逐渐稳定。目前新品种利妥昔单抗生物类似物已上市, 上半年并表业绩相对较小, 预计全年将为公司贡献业绩。其次, 曲妥珠单抗已向CDE提交上市申请, 有望明年初上市, 同时该品种申报欧洲上市申请; 阿达木单抗生物类似物已申报生产, 有望明年初上市销售。
- **医疗服务及医疗器械版块业绩略低于预期, 未来有望恢复:** 医疗服务版块收入约14.6亿元, 同比增速约21.56% (同口径约16.68%); 上半年利润约1.01亿元, 同比下降24.47%, 预计主要是由于部分新建和新开业医院仍处在拓展期前期亏损、经营成本上升、去年同期的资产处置收益等影响所致。器械收入约17.97亿元, 同比约6.45% (同口径约10.1%); 上半年利润约2.3亿元, 同比下降8.78%。整体上半年预计达芬奇机器人装机进展略有放缓, 下半年及明年有望逐步恢复, 完成配额装机数量。
- **销售费用及财务费用大幅增加, 研发投入加大, 创新药进展顺利:** 上半年财务费用约4.66亿元, 同比增速约32.56%, 财务费用率同比提升约0.32%。预计与报告期内受平均带息债务增加, 以及采用新租赁准则后增加使用权负债折现费用所致, 有望逐步改善。销售费用约49.98亿元, 同比增速约31.39%, 销售费用率同比提升约3.19亿元, 预计与公司加大创新药销售有关。上半年研发投入约13.51亿元, 占收入比例约9.5%; 其中费用化研发约8.5亿元, 资本化研发投入约5.02亿元, 资本化率约37.13%。另外, 药品制造版块研发投入约12.05亿元, 同比增速约13.23%。

盈利预测及投资建议

- 我们给予2019-2021年EPS分别为1.21/1.38/1.62元, 对应PE估值分别23.4/20.5/17.4倍。(19-20预测比上次下调约27%/31%, 主要原因为配股、辅助用药业绩下调、器械达芬奇业务转入直观复星等因素影响)。

风险提示

- 辅助用药目录、医保调出品种目录、带量采购等影响对业绩的风险; 研发不达预期的风险; 创新药上市销售不及预期的风险; 财务费用下降不确定。

王麟

联系人
(8621)60230233
wang_lin@gjzq.com.cn

李敬雷

分析师 SAC 执业编号: S1130511030026
(8621)61038219
lijingl@gjzq.com.cn

附录：三张报表预测摘要
损益表 (人民币百万元)

	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E
主营业务收入	14,629	18,534	24,918	29,732	35,085	40,854
增长率		26.7%	34.4%	19.3%	18.0%	16.4%
主营业务成本	-6,718	-7,609	-10,365	-12,161	-14,223	-16,395
%销售收入	45.9%	41.1%	41.6%	40.9%	40.5%	40.1%
毛利	7,910	10,925	14,553	17,572	20,862	24,459
%销售收入	54.1%	58.9%	58.4%	59.1%	59.5%	59.9%
营业税金及附加	-153	-223	-256	-89	-105	-123
%销售收入	1.0%	1.2%	1.0%	0.3%	0.3%	0.3%
销售费用	-3,704	-5,791	-8,488	-10,638	-12,711	-14,748
%销售收入	25.3%	31.2%	34.1%	35.8%	36.2%	36.1%
管理费用	-2,312	-2,749	-2,239	-2,349	-2,807	-3,268
%销售收入	15.8%	14.8%	9.0%	7.9%	8.0%	8.0%
研发费用	0	0	-1,480	-1,695	-2,140	-2,574
%销售收入	0.0%	0.0%	5.9%	5.7%	6.1%	6.3%
息税前利润 (EBIT)	1,742	2,162	2,091	2,801	3,098	3,746
%销售收入	11.9%	11.7%	8.4%	9.4%	8.8%	9.2%
财务费用	-401	-555	-724	-800	-662	-538
%销售收入	2.7%	3.0%	2.9%	2.7%	1.9%	1.3%
资产减值损失	-79	-62	-97	-37	-6	-7
公允价值变动收益	12	44	204	0	0	0
投资收益	2,125	2,307	1,815	2,178	2,306	2,381
%税前利润	59.5%	56.8%	50.7%	52.4%	48.5%	42.5%
营业利润	3,399	4,075	3,536	4,161	4,754	5,602
营业利润率	23.2%	22.0%	14.2%	14.0%	13.6%	13.7%
营业外收支	172	-13	44	0	0	0
税前利润	3,572	4,062	3,580	4,161	4,754	5,602
利润率	24.4%	21.9%	14.4%	14.0%	13.6%	13.7%
所得税	-350	-476	-560	-713	-815	-960
所得税率	9.8%	11.7%	15.6%	17.1%	17.1%	17.1%
净利润	3,221	3,585	3,020	3,447	3,939	4,641
少数股东损益	416	461	312	356	407	479
归属于母公司的净利润	2,806	3,124	2,708	3,091	3,532	4,162
净利率	19.2%	16.9%	10.9%	10.4%	10.1%	10.2%

现金流量表 (人民币百万元)

	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E
净利润	3,221	3,585	3,020	3,447	3,939	4,641
少数股东损益	416	461	312	356	407	479
非现金支出	819	1,008	1,444	1,278	1,309	1,346
非经营收益	-1,677	-1,884	-1,226	-1,026	-1,423	-1,576
营运资金变动	-253	-139	-387	1,561	-428	-554
经营活动现金净流	2,110	2,570	2,851	5,261	3,398	3,857
资本开支	-1,860	-2,070	-3,146	-324	-612	-342
投资	-575	-9,333	-2,053	0	0	0
其他	-12	899	-46	2,178	2,306	2,381
投资活动现金净流	-2,447	-10,504	-5,245	1,855	1,695	2,040
股权募资	2,728	3,018	4,851	0	0	0
债权募资	571	8,929	2,391	-3,283	-1,332	-1,773
其他	-1,773	-2,210	-4,122	-1,818	-1,722	-1,644
筹资活动现金净流	1,526	9,736	3,119	-5,101	-3,054	-3,417
现金净流量	1,189	1,802	725	2,015	2,038	2,480

来源：公司年报、国金证券研究所

资产负债表 (人民币百万元)

	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E
货币资金	5,996	7,249	8,547	10,561	12,600	15,079
应收款项	2,706	4,249	4,784	5,511	6,503	7,572
存货	1,671	2,751	3,287	3,661	4,282	4,936
其他流动资产	392	808	1,384	1,579	1,682	1,791
流动资产	10,764	15,056	18,002	21,312	25,067	29,378
%总资产	24.6%	24.3%	25.5%	29.3%	33.0%	37.1%
长期投资	18,850	21,124	24,060	24,060	24,060	24,060
固定资产	6,305	8,316	9,123	8,929	8,280	7,538
%总资产	14.4%	13.4%	12.9%	12.3%	10.9%	9.5%
无形资产	7,144	16,776	18,141	18,489	18,465	18,228
非流动资产	33,003	46,915	52,550	51,477	50,804	49,825
%总资产	75.4%	75.7%	74.5%	70.7%	67.0%	62.9%
资产总计	43,768	61,971	70,551	72,789	75,871	79,203
短期借款	5,650	10,478	10,537	8,034	6,703	4,930
应付款项	2,977	5,006	5,571	7,139	8,113	9,020
其他流动负债	1,482	1,116	1,816	3,141	3,461	3,838
流动负债	10,109	16,600	17,923	18,314	18,277	17,788
长期贷款	2,183	5,580	8,631	8,631	8,631	8,631
其他长期负债	6,226	10,050	10,405	9,624	9,624	9,624
负债	18,517	32,230	36,959	36,569	36,532	36,043
普通股股东权益	22,190	25,327	27,978	30,249	32,961	36,303
其中：股本	2,415	2,495	2,563	2,563	2,563	2,563
未分配利润	8,994	11,112	12,772	15,043	17,755	21,096
少数股东权益	3,060	4,415	5,615	5,971	6,378	6,857
负债股东权益合计	43,768	61,971	70,551	72,789	75,871	79,203

比率分析

	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E
每股指标						
每股收益	1.162	1.252	1.057	1.206	1.378	1.624
每股净资产	9.190	10.151	10.916	11.802	12.860	14.164
每股经营现金净流	0.874	1.030	1.112	2.053	1.326	1.505
每股股利	0.280	0.350	0.380	0.320	0.320	0.320
回报率						
净资产收益率	12.64%	12.34%	9.68%	10.22%	10.72%	11.46%
总资产收益率	6.41%	5.04%	3.84%	4.25%	4.66%	5.25%
投入资本收益率	4.11%	3.60%	2.95%	3.88%	4.17%	4.88%
增长率						
主营业务收入增长率	16.02%	26.69%	34.45%	19.32%	18.00%	16.44%
EBIT增长率	18.23%	24.10%	-3.30%	33.97%	10.61%	20.93%
净利润增长率	14.05%	11.36%	-13.33%	14.16%	14.27%	17.82%
总资产增长率	14.57%	41.59%	13.85%	3.17%	4.23%	4.39%
资产管理能力						
应收账款周转天数	46.2	51.3	50.3	56.0	56.0	56.0
存货周转天数	90.2	106.0	106.3	111.0	111.0	111.0
应付账款周转天数	54.3	64.2	67.5	70.0	70.0	70.0
固定资产周转天数	128.2	129.1	103.8	82.1	63.9	48.7
偿债能力						
净负债/股东权益	20.50%	43.12%	41.81%	26.30%	15.65%	4.41%
EBIT利息保障倍数	4.3	3.9	2.9	3.5	4.7	7.0
资产负债率	42.31%	52.01%	52.39%	50.24%	48.15%	45.51%

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	1	2	6	7	20
增持	1	2	3	5	10
中性	0	0	1	1	1
减持	0	0	0	0	0
评分	1.50	1.50	1.50	1.54	1.39

来源：朝阳永续

历史推荐和目标定价(人民币)

序号	日期	评级	市价	目标价
1	2018-05-02	买入	38.46	N/A
2	2018-05-15	买入	42.12	N/A
3	2018-05-22	买入	43.59	N/A
4	2018-05-25	买入	44.16	N/A
5	2018-06-08	买入	44.43	57.00~66.00
6	2018-06-12	买入	42.89	N/A
7	2018-08-29	买入	32.69	N/A
8	2018-10-30	买入	25.62	N/A

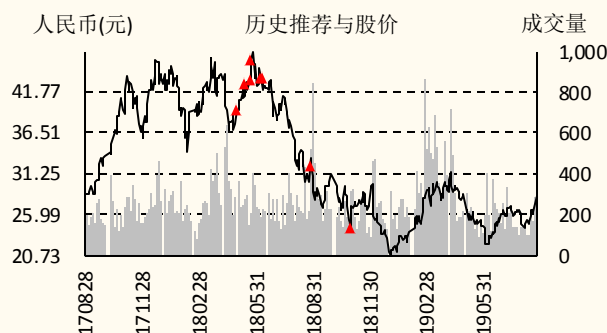
来源：国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得 1 分，为“增持”得 2 分，为“中性”得 3 分，为“减持”得 4 分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 = 买入； 1.01~2.0 = 增持； 2.01~3.0 = 中性
 3.01~4.0 = 减持


投资评级的说明：

买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 15% 以上；
 增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—15%；
 中性：预期未来 6—12 个月内变动幅度在 -5%—5%；
 减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5% 以上。

特别声明：

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

本报告中的信息、意见等均仅供参考，不作为或被视为出售及购买证券或其他投资标的邀请或要约。客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于 C3 级（含 C3 级）的投资者使用；非国金证券 C3 级以上（含 C3 级）的投资者擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

此报告仅限于中国大陆使用。

上海

电话：021-60753903

传真：021-61038200

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：201204

地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号

紫竹国际大厦 7 楼

北京

电话：010-66216979

传真：010-66216793

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100053

地址：中国北京西城区长椿街 3 号 4 层

深圳

电话：0755-83831378

传真：0755-83830558

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：中国深圳福田区深南大道 4001 号

时代金融中心 7GH