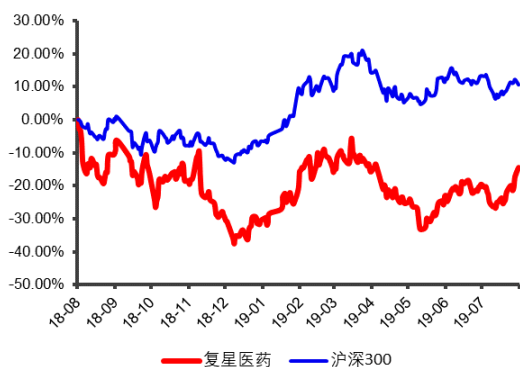


2019年8月28日 复星医药(600196):药品板块增长良好,研发投入持续加力 推荐(维持)
医药生物
当前股价: 27.80元
主要财务指标(单位:百万元)

| | 2018A | 2019E | 2020E | 2021E |
|----------|--------|--------|--------|--------|
| 营业收入 | 24,918 | 31,021 | 38,424 | 47,090 |
| (+/-) | 34.4% | 24.5% | 23.9% | 22.6% |
| 营业利润 | 3,536 | 4,304 | 5,174 | 6,240 |
| (+/-) | -13.2% | 21.7% | 20.2% | 20.6% |
| 归属母公司净利润 | 2,708 | 3,308 | 3,993 | 4,832 |
| (+/-) | -13.3% | 22.2% | 20.7% | 21.0% |
| EPS(元) | 1.06 | 1.29 | 1.56 | 1.89 |
| 市盈率 | 26.3 | 21.5 | 17.8 | 14.7 |

公司基本情况(最新)

| | |
|--------------|-----------------|
| 总股本/已流通股(万股) | 256290 / 191052 |
| 流通市值(亿元) | 531.1 |
| 每股净资产(元) | 10.89 |
| 资产负债率(%) | 53.16 |

股价表现(最近一年)

资料来源: Wind, 华鑫证券研发部

分析师: 杜永宏

执业证书编号: S1050517060001

电话: 021-54967706

 邮箱: duyh@cfsc.com.cn

华鑫证券有限责任公司

地址: 上海市徐汇区肇嘉浜路750号

邮编: 200030

电话: (8621) 64339000

 网址: <http://www.cfsc.com.cn>

投资要点:

● **收入稳定增长, 利润略有下滑。**公司2019上半年实现营业收入141.73亿元, 同比增长19.51%; 归属于上市公司股东净利润15.16亿元, 同比增长-2.84%; 扣非后归属于上市公司股东净利润11.68亿元, 同比增长-2.75%, 对应EPS 0.59元。其中Q2单季营收74.43亿元, 同比增长21.22%; 归属于上市公司股东净利润8.04亿元, 同比增长-5.95%。报告期内, 公司收入稳定增长, 利润略有下滑, 主要受部分参股子公司短期拖累影响。

● **制药板块增长良好, 服务、器械板块表现欠佳。**报告期内, 公司制药板块实现营收108.95亿元, 同比增长21.65%; 实现分部利润12.32亿元, 同比增长22.59%; 核心产品依诺肝素钠注射液、非布司他片、匹伐他汀钙片和富马酸喹硫平片等均保持了快速增长态势, 新药利妥昔单抗于今年5月上市, 并已纳入新版医保目录, 下半年有望逐渐快速放量。报告期内, 公司医疗服务板块实现营收14.59亿元, 同比增长21.56%; 实现分部利润1.01亿元, 同比增长-24.47%; 主要受部分新建和新开业医院仍处在拓展期前期亏损、经营成本上升导致, 公司拟出售和睦家医院股权, 医疗服务方面的投资有望逐渐收缩。报告期内, 公司器械诊断板块实现营收17.97亿元, 同比增长6.45%; 实现分部利润2.30亿元, 同比增长-8.78%; 主要受“达芬奇手术机器人”装机量不及预期, 合资公司直观复星前期投入较大等因素的影响。报告期内, 公司参股的国药控股实现归属净利润30亿元, 同比增长6.33%, 医药分销业务企稳向好。

● **研发投入持续加大, 生物类似药进入收获期。**公司2019上半年研发投入为13.51亿元, 同比增长13.69%; 制药业务的

研发投入为 12.05 亿元，其中研发费用为 7.24 亿元，同比增长 21.45%。报告期内，公司在研创新药、仿制药、生物类似药及仿制药一致性评价等项目共计 233 项，其中小分子创新药 16 项、生物创新药 12 项、生物类似药 20 项、国际标准的仿制药 129 项、一致性评价项目 54 项；研发进展方面，已有 9 个小分子创新药产品、9 个适应症于中国境内获临床试验批准；13 个单克隆抗体产品、3 个联合治疗方案在全球范围内开展 20 多项临床试验；曲妥珠单抗和阿达木单抗已纳入上市优先审评。

● **盈利预测：**我们预测公司 2019-2021 年实现归属于母公司净利润分别为 33.08 亿元、39.93 亿元、48.32 亿元，对应 EPS 分别为 1.29 元、1.56 元、1.89 元，当前股价对应 PE 分别为 21.5/17.8/14.7 倍，维持“推荐”评级。

● **风险提示：**新药研发进度不及预期的风险；主要产品销售不及预期风险；外延整合进度不及预期的风险。

表附录：三大报表预测值（百万元）

| 资产负债表(百万元) | | | | | 利润表(百万元) | | | | |
|-------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|------------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| | 2018A | 2019E | 2020E | 2021E | | 2018A | 2019E | 2020E | 2021E |
| 流动资产： | | | | | 营业收入 | 24,918 | 31,021 | 38,424 | 47,090 |
| 货币资金 | 8,547 | 8,995 | 10,467 | 12,859 | 营业成本 | 10,365 | 12,941 | 15,826 | 19,286 |
| 应收款 | 4,784 | 5,860 | 7,151 | 8,502 | 营业税金及附加 | 256 | 256 | 256 | 256 |
| 存货 | 3,287 | 3,990 | 4,748 | 5,625 | 销售费用 | 8,488 | 10,454 | 12,987 | 15,916 |
| 其他流动资产 | 1,404 | 1,500 | 1,600 | 1,700 | 管理费用 | 2,239 | 2,730 | 3,420 | 4,144 |
| 流动资产合计 | 18,002 | 20,345 | 23,966 | 28,687 | 财务费用 | 724 | 899 | 1,008 | 1,155 |
| 非流动资产： | | | | | 费用合计 | 11,451 | 14,083 | 17,415 | 21,215 |
| 可供出售金融资产 | 0 | 0 | 0 | 0 | 资产减值损失 | 97 | 100 | 105 | 115 |
| 固定资产+在建工程 | 9,123 | 11,363 | 13,583 | 15,905 | 公允价值变动 | 204 | 212 | 221 | 230 |
| 无形资产+商誉 | 16,005 | 17,000 | 18,000 | 19,500 | 投资收益 | 1,815 | 2,000 | 2,100 | 2,300 |
| 其他非流动资产 | 24,789 | 25,000 | 25,500 | 26,000 | 营业利润 | 3,536 | 4,304 | 5,174 | 6,240 |
| 非流动资产合计 | 52,550 | 53,363 | 57,083 | 61,405 | 加：营业外收入 | 83 | 60 | 70 | 80 |
| 资产总计 | 70,551 | 73,707 | 81,049 | 90,092 | 减：营业外支出 | 39 | 40 | 45 | 50 |
| 流动负债： | | | | | 利润总额 | 3,580 | 4,324 | 5,199 | 6,270 |
| 短期借款 | 5,607 | 6,000 | 6,500 | 7,000 | 所得税费用 | 560 | 666 | 806 | 978 |
| 应付账款、票据 | 2,333 | 2,876 | 3,517 | 4,286 | 净利润 | 3,020 | 3,658 | 4,393 | 5,292 |
| 其他流动负债 | 9,577 | 9,800 | 10,400 | 10,780 | 少数股东损益 | 312 | 350 | 400 | 460 |
| 流动负债合计 | 17,923 | 18,676 | 20,417 | 22,066 | 归母净利润 | 2,708 | 3,308 | 3,993 | 4,832 |
| 非流动负债： | | | | | 主要财务指标 | | | | |
| 长期借款 | 8,631 | 10,000 | 12,000 | 15,000 | 2018A | 2019E | 2020E | 2021E | |
| 其他非流动负债 | 10,405 | 10,800 | 11,000 | 11,300 | 成长性 | | | | |
| 非流动负债合计 | 19,035 | 20,800 | 23,000 | 26,300 | 营业收入增长率 | 34.4% | 24.5% | 23.9% | 22.6% |
| 负债合计 | 36,959 | 39,476 | 43,417 | 48,366 | 营业利润增长率 | -13.2% | 21.7% | 20.2% | 20.6% |
| 所有者权益 | | | | | 归母净利润增长率 | -13.3% | 22.2% | 20.7% | 21.0% |
| 股本 | 2,563 | 2,563 | 2,563 | 2,563 | 总资产增长率 | 13.8% | 4.5% | 10.0% | 11.2% |
| 资本公积金 | 10,545 | 10,545 | 10,545 | 10,545 | 盈利能力 | | | | |
| 未分配利润 | 12,772 | 15,251 | 18,213 | 21,778 | 毛利率 | 58.4% | 58.3% | 58.8% | 59.0% |
| 少数股东权益 | 5,615 | 5,615 | 5,615 | 5,615 | 营业利润率 | 14.2% | 13.9% | 13.5% | 13.3% |
| 所有者权益合计 | 33,593 | 36,438 | 39,839 | 43,933 | 三项费用/营收 | 46.0% | 45.4% | 45.3% | 45.1% |
| 负债和所有者权益 | 70,551 | 75,914 | 83,256 | 92,299 | EBIT/销售收入 | 9.5% | 17.2% | 16.5% | 16.1% |
| 现金流量表(百万元) | 2018A | 2019E | 2020E | 2021E | 净利润率 | 12.1% | 11.8% | 11.4% | 11.2% |
| 净利润 | 3020 | 3658 | 4393 | 5292 | ROE | 9.0% | 10.0% | 11.0% | 12.0% |
| 折旧与摊销 | 1347 | 1111 | 1379 | 1678 | 营运能力 | | | | |
| 财务费用 | 922 | 899 | 1008 | 1155 | 总资产周转率 | 35.3% | 42.1% | 47.4% | 52.3% |
| 存货的减少 | -565 | -703 | -758 | -877 | 资产结构 | | | | |
| 营运资本变化 | 177 | -533 | -650 | -582 | 资产负债率 | 52.4% | 53.6% | 53.6% | 53.7% |
| 其他非现金部分 | -1951 | -754 | -1300 | -1720 | 现金流质量 | | | | |
| 经营活动现金净流量 | 2950 | 3677 | 4073 | 4945 | 经营净现金流/净利润 | 0.98 | 1.01 | 0.93 | 0.93 |
| 投资活动现金净流量 | -5245 | -3350 | -3600 | -4000 | 每股数据(元/股) | | | | |
| 筹资活动现金净流量 | 3138 | 121 | 999 | 1447 | 每股收益 | 1.06 | 1.29 | 1.56 | 1.89 |
| 现金流量净额 | 825 | 449 | 1,472 | 2,392 | 每股净资产 | 13.11 | 14.22 | 15.54 | 17.14 |

资料来源：公司公告、华鑫证券研发部

分析师简介

杜永宏：华鑫证券分析师，2017年6月加入华鑫证券研发部，主要研究和跟踪领域：医药生物行业。

华鑫证券有限责任公司投资评级说明

股票的投资评级说明：

| | 投资建议 | 预期个股相对沪深 300 指数涨幅 |
|---|------|-------------------|
| 1 | 推荐 | >15% |
| 2 | 审慎推荐 | 5%—15% |
| 3 | 中性 | (-)5%— (+)5% |
| 4 | 减持 | (-)15%— (-)5% |
| 5 | 回避 | <(-)15% |

以报告日后的6个月内，证券相对于沪深300指数的涨跌幅为标准。

行业的投资评级说明：

| | 投资建议 | 预期行业相对沪深 300 指数涨幅 |
|---|------|-------------------|
| 1 | 增持 | 明显强于沪深 300 指数 |
| 2 | 中性 | 基本与沪深 300 指数持平 |
| 3 | 减持 | 明显弱于沪深 300 指数 |

以报告日后的6个月内，行业相对于沪深300指数的涨跌幅为标准。

免责声明

华鑫证券有限责任公司（以下简称“华鑫证券”）具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。本报告由华鑫证券制作，仅供华鑫证券的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告中的信息均来源于公开资料，华鑫证券研究发展部及相关研究人员力求准确可靠，但对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。我们已力求报告内容客观、公正，但报告中的信息与所表达的观点不构成所述证券买卖的出价或询价的依据，该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时结合各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就财务、法律、商业、税收等方面咨询专业顾问的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，华鑫证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告中的资料、意见、预测均只反映报告初次发布时的判断，可能会随时调整。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。在不同时期，华鑫证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。华鑫证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告版权仅为华鑫证券所有，未经华鑫证券书面授权，任何机构和个人不得以任何形式刊载、翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若华鑫证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，华鑫证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成华鑫证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。如未经华鑫证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。华鑫证券将保留随时追究其法律责任的权利。请投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的华鑫证券研究报告。

华鑫证券有限责任公司
研究发展部
地址：上海市徐汇区肇嘉浜路 750 号
邮编：200030
电话：(+86 21) 64339000
网址：<http://www.cfsc.com.cn>