

2019年09月04日

王睿哲

C0062@capital.com.tw

目标价(元/港元)

32/32

公司基本信息

產業別	医药生物
A 股价(2019/9/3)	27.93
上证指数(2019/9/3)	2930.15
股價 12 個月高/低	31.85/20.36
總發行股數(百萬)	2562.90
A 股數(百萬)	1910.52
A 市值(億元)	533.61
主要股東	上海复星高科技(集团)有限公司(36.60%)
每股淨值(元)	11.21
股價/賬面淨值	2.49
	一个月 三个月 一年
股价涨跌(%)	13.6 21.5 0.5

近期评等

出刊日期	前日收盘	评等
2019/06/27	25.86	买入

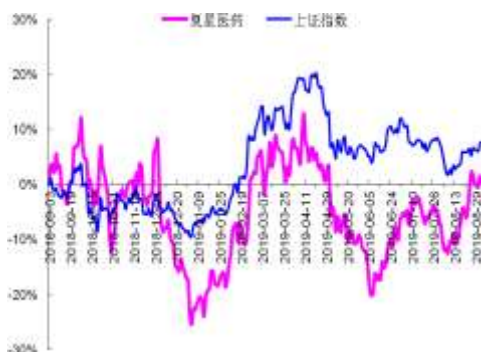
产品组合

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



复星医药(600196.SH/2196.HK)

buy 买入

2019H1 净利 YOY-2.8%,参股公司初期亏损及费用增加拖累短期业绩增速

结论与建议：

- **公司业绩：**公司 2019H1 实现营业收入 141.7 亿，同比增长 19.5%，录得净利润 15.2 亿元，同比-2.8%，扣非后净利为 11.7 亿元，YOY-2.8%，EPS 为 0.59 元，公司营收端增长符合预期，但净利端受参股公司初期亏损及费用增加影响，低于预期。分季度来看，公司 Q1、Q2 单季分别实现营收 67.3 亿元和 74.4 亿元，YOY 分别+17.7%和 21.2%，分别实现净利润 7.1 亿元和 8.0 亿元，YOY 分别+0.9%和-6.0%，扣非后 YOY 分别+0.5%和-5.3%。
- **医药制造板块快速增长，服务、器械板净利端下滑：**(1)2019H1 公司医药制造板块实现营收 109 亿元，YOY+21.7%，分部净利润 12.3 亿元，YOY+22.6%，主要是得益于核心产品非布司他、匹伐他汀钙片、富马酸喹硫平片保持高速增长，另外，公司利妥昔单抗注射液作为中国第一个获批上市的生物类似药也于 5 月上市销售并快速得到了市场的认可，预计未来将在医保的助力下逐步放量；(2)医疗服务板块实现营收 14.6 亿元，YOY+21.6%(同口径对比 YOY+16.7%)，实现分部利润 1.0 亿元，YOY-24.5%，医疗服务板块净利下滑主要是受和睦家及其他部分新建和新开业医院处于经营初期亏损较多所致，7 月底公司拟向 NF 转让和睦家股权，预计出售完成后将可贡献收益 16 亿元左右，目前还需股东大会批准；(3)医疗器械板块实现营收 18.0 亿元，YOY+6.5%(同口径对比 YOY+10.0%)，实现分部利润 2.3 亿元，YOY-8.8%，一方面是直观复星尚处于前期投入阶段，随着业务拓展亏损有所扩大，另一方面达芬奇机器人 2019H1 装机量及 Breas 新品上市时间均低于预期；(4)国药控股 2019H1 实现营收 2017 亿元，YOY+23.4%，录得净利润 30 亿元，YOY+6.3%，稳健增长。
- **毛利率提升，但费用端增长明显：**整体来看，公司 2019H1 综合毛利率为 60.5%，同比增加 2.2 个百分点，主要是医药制造板块及器械板块毛利提升所致；销售费用率为 35.3%，同比增加 3.2 个百分点，主要是随着新药上市及拓展海外销售网络使得投入增加较多；公司管理费用率为 7.9%，同比下降 0.6 个百分点；研发费用率为 6.0%，同比持平；公司财务费用率为 3.3%，同比增加 0.3 个百分点，主要是带息债务增加及新租赁准则使得利率费用增加。整体来看，公司期间费用率同比增加 2.9 个百分点至 52.5%。
- **创新药即将进入收获期：**公司利妥昔单抗生物类似药汉利康上市，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，净利增速将会恢复。此外，公司截止 2019H1 还有 3 个生物类似药和 6 个生物创新药及 3 个联合治疗方案处于或进入临床试验期，9 个小分子创新药处于临床 I 期，公司产品梯队丰富，将可保障公司长远的发展。
- **盈利预测：**为反映参股公司初期亏损增加及费用端的增长，我们下调对公司的盈利预测(和睦家出售还未完成，暂不加入相应的收益)，我们预计 2019/2020 年公司实现净利润 29.8 亿元和 35.8 亿元，YOY 分别+10.2%、+20.0%(原预计 2019/2020 年公司实现净利润 32.8 亿元/39.6 亿元，YOY 分别+21.1%/+20.7%)，EPS 分别为 1.2 元/1.4 元，对应 A 股 PE 分别为 24 倍/20 倍，对应 H 股 PE 分别为 21 倍/17 倍。公司业绩短期虽受参股公司初期亏损及费用增加等因素的影响，但公司资源优势突出，重磅生物药研发稳步推进，“创新+国际化”的模式也将保障公司未来的发展，我们维持公司 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	2984	3580
同比增减	%	14.05	11.36	-13.33	10.20	19.98
每股盈余 (EPS)	RMB 元	1.21	1.27	1.07	1.16	1.40
同比增减	%	13.08	4.96	-15.75	8.82	19.98
A 股市盈率(P/E)	X	23.08	21.99	26.10	23.99	19.99
H 股市盈率(P/E)	X	19.75	18.82	22.34	20.53	17.11
股利 (DPS)	RMB 元	0.35	0.38	0.32	0.35	0.42
GON 股息率 (Yield)	%	1.25	1.36	1.15	1.25	1.50

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	290	402
销售费用	3704	5791	8488	10712	13366
管理费用	2312	2749	2239	2506	3091
财务费用	401	555	724	1068	1352
资产减值损失	79	62	97	104	100
投资收益	2125	2307	1815	2045	2000
营业利润	3399	4075	3536	4065	4859
营业外收入	195	13	83	87	80
营业外支出	23	27	39	47	40
利润总额	3572	4062	3580	4105	4899
所得税	350	476	560	663	784
少数股东损益	416	461	312	458	535
归属于母公司所有者的净利润	2806	3124	2708	2984	3580

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

1

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,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此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①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②,或代他人之户②买卖此份报告内描述之证①。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。