

复星医药 (600196)

公司研究/点评报告

现金流持续上升，创新药上市有望带动净利率回升

—复星医药 2019 年第三季度报告点评

点评报告/医药

2019 年 10 月 31 日

一、事件概述

2019 年 10 月 29 日，公司发布 2019 年第三季度报告：前三季度营业收入、归母净利润、扣非后归母净利润分别为 212.28 亿、20.64 亿、17.22 亿元，同比增长 17.01%、-1.45%、8.21%；其中，第三季度实现营业收入、归母净利润和扣非后归母净利润分别为 70.55 亿、5.48 亿元和 5.55 亿元，同比增长 12.28%、2.61%、41.88%。前三季度经营性现金流净额 23.28 亿元，同比增长 11.52%。

二、分析与判断

➤ 收入端-公司收入保持稳定增长

公司 2019 年 Q3 收入 212.28 亿元，同比增长 17.01%，单季度收入 70.55 亿，同比增长 12.28%，环比下降 5.21%。我们认为公司 Q3 收入在 2018 年较高基数上保持 17.01% 的增速较为稳定，主要是考虑到 2017 年底开始将 Gland Pharma 收入进行并表，导致公司 2018 年季度收入基数较大。从 2019 年开始 Gland Pharma 并表对公司收入端影响逐渐减弱，公司未来业绩有望保持较为稳定的增长。

➤ 利润端-费用增速高于营收增速导致净利润和净利率下降，全年毛利率水平有望提升

1) 预计受益药品板块及器械板块毛利率回升，全年毛利率水平有望提升。从 2019 年 Q1-Q3 三个季度毛利率数据来看，分别比 2018 年 Q1-Q3 单季度毛利率增加 1.53、2.20 和 1.52pct，2019Q3 毛利率为 59.79%，表明公司经营水平在不断提升。从中报中公布的三大业绩板块的毛利率水平变化来看，2019Q3 毛利率水平比 2019H1 毛利率下降了 0.7pct，我们认为这可能是因为药品制造与研发板块毛利率水平下降有关，医疗服务板块毛利率水平也有所下降，医疗器械和体外诊断板块可能受达芬奇机器人安装提速的影响带动板块毛利率有所提升。从前三季度公司毛利率水平变化来看，我们认为公司整体毛利率水平全年会有所提升，药品制造与研发板块、医学诊断和医疗器械板块的全年毛利率水平应该都处于回升的趋势。

2) 费用增速大于营收增速，导致净利润仍然承压。公司前三季度销售费用、管理费用、研发费用和财务费用分别同比增长 24.23%、11.95%、15.78%和 32.27%，财务费用增加主要是受平均带息债务增加以及汇率波动导致汇兑损失增加所致。四项费用加和增速为 21.49%，总体增速高于营收增速的 17.01%。主要受费用增加的影响导致公司 2019Q3 归母净利润下降 1.45%，净利率相比 2018Q3 下降 1.32pct。

通过对比 2019 年中报公布的归母净利润和扣非后归母净利润增速可以明显看到，2019 年前三季度归母净利润同比降幅收窄 (-1.45%vs-2.86%)，扣非后归母净利润正向增长 (8.21%vs-2.75%)，我们认为这一方面可能与 2018 年 Q3 同比下降幅度较大引起的基数较小有关，另一方面报告期内公司非经常性损益金额同比下降 32.07%引起。

➤ 现金流-经营活动产生现金流持续上升，经营质量较高

公司前三季度经营活动产生的现金流净额为 23.28 亿元，同比增长 11.52%，第三季度经营活动产生的现金流净额为 8.78 亿元，同比增长 8.55%，相比与 2019Q3 和第三季度销售商品、提供劳务收到的现金增速的 7.75%和 5.70%，均表明公司具有较高的经营质量。

推荐

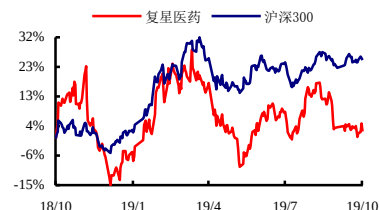
首次评级

当前价格： 24.95 元

交易数据 2019-10-30

近 12 个月最高/最低(元)	31.75/20.99
总股本(百万股)	2,563
流通股本(百万股)	1,911
流通股比例(%)	74.55
总市值(亿元)	477

该股与沪深 300 走势比较



资料来源：Wind，民生证券研究院

分析师：孙建

执业证号： S0100519020002

电话： 021-60876703

邮箱： sunjian@mszq.com

相关研究

➤ 创新药管线步入收获期，高毛利生物类似药贡献收入后净利率水平有望得到提升

公司 2019 前三季度研发投入 22.53 亿元，同比增长 20.70%，环比增长 32.98%，预计大部分仍然是投入到复宏汉霖的管线临床中，按照 2019 年中报数据计算，复宏汉霖研发投入占复星医药整体研发投入的 39%，因此估算前三季度中约有 8.8 亿投入到复宏汉霖。伴随着公司前期高研发投入，复宏汉霖生物类似药管线终迎收获期，我们预计未来 2-3 年公司利妥昔单抗、曲妥珠单抗和阿达木单抗 3 大生物类似药相继上市后会对公司的净利率水平带来明显的提升。

三、投资建议

我们认为公司创新药管线步入收获期，对净利润的贡献将会逐步体现，创新药管线逐步兑现将提升公司估值水平。再加上目前公司药品制造与研发板块、医疗服务板块和医学诊断与医疗器械板块与细分领域平均估值相比存在低估，前期高研发投入导致净利润承压，2019 年前三季度公司盈利水平也出现明显改善。预计 2019-2021 年 EPS 分别为 1.07、1.32、1.72 元，按 2019 年 10 月 30 日收盘价对应 PE 为 23、19、15 倍。参考可比公司估值已经公司在生物类似药领域的领先地位给予“推荐”评级。

四、风险提示：

产品销售不及预期；市场竞争风险；临床结果不及预期。

盈利预测与财务指标

项目/年度	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入（百万元）	24,918	29,587	36,925	46,149
增长率（%）	34.4%	18.7%	24.8%	25.0%
归属母公司股东净利润（百万元）	2,708	2,754	3,393	4,406
增长率（%）	-13.3%	1.7%	23.2%	29.9%
每股收益（元）	1.07	1.07	1.32	1.72
PE（现价）	23.3	23.2	18.8	14.5
PB	2.3	2.1	2.0	1.8

资料来源：公司公告、民生证券研究院

公司财务报表数据预测汇总

	2018	2019E	2020E	2021E
营业总收入	24,918	29,587	36,925	46,149
营业成本	10,365	11,995	14,320	17,257
营业税金及附加	256	304	379	474
销售费用	8,488	11,243	14,216	17,998
管理费用	2,239	2,659	3,318	4,147
研发费用	1,480	1,757	2,400	2,769
EBIT	2,091	1,630	2,291	3,503
财务费用	724	11	38	43
资产减值损失	97	90	90	90
投资收益	1,815	2,000	2,200	2,400
营业利润	3,536	3,853	4,686	6,094
营业外收支	44	75	85	100
利润总额	3,580	3,879	4,712	6,120
所得税	560	621	754	979
净利润	3,020	3,258	3,958	5,140
归属于母公司净利润	2,708	2,754	3,393	4,406
EBITDA	3,437	3,147	3,899	5,235

资产负债表 (百万元)	2018	2019E	2020E	2021E
货币资金	8547	7433	7247	7910
应收账款及票据	4336	5149	6425	8031
预付款项	472	546	652	786
存货	3287	3700	4642	5411
其他流动资产	296	296	296	296
流动资产合计	18002	18376	20683	24109
长期股权投资	21428	23478	25728	28178
固定资产	7083	7610	8138	8665
无形资产	7151	8596	8951	9781
非流动资产合计	52550	55927	58347	61377
资产合计	70551	74303	79030	85485
短期借款	5607	5607	5607	5607
应付账款及票据	2333	2700	3224	3885
其他流动负债	227	227	227	227
流动负债合计	17923	19314	20980	23192
长期借款	8631	8631	8631	8631
其他长期负债	9988	9988	9988	9988
非流动负债合计	19035	19035	19035	19035
负债合计	36959	38349	40015	42227
股本	2563	2563	2563	2563
少数股东权益	5615	6119	6685	7419
股东权益合计	33593	35954	39015	43258
负债和股东权益合计	70551	74303	79030	85485

主要财务指标	2018	2019E	2020E	2021E
成长能力				
营业收入增长率	34.4%	18.7%	24.8%	25.0%
EBIT 增长率	-3.3%	-22.0%	40.6%	52.9%
净利润增长率	-13.3%	1.7%	23.2%	29.9%
盈利能力				
毛利率	58.4%	59.5%	61.2%	62.6%
净利率	10.9%	9.3%	9.2%	9.5%
总资产收益率 ROA	3.8%	3.7%	4.3%	5.2%
净资产收益率 ROE	9.7%	9.2%	10.5%	12.3%
偿债能力				
流动比率	1.0	1.0	1.0	1.0
速动比率	0.8	0.8	0.8	0.8
现金比率	0.5	0.4	0.4	0.4
资产负债率	0.5	0.5	0.5	0.5
经营效率				
应收账款周转天数	49.6	49.6	49.6	49.6
存货周转天数	104.9	104.9	104.9	104.9
总资产周转率	0.4	0.4	0.5	0.6
每股指标 (元)				
每股收益	1.1	1.1	1.3	1.7
每股净资产	10.9	11.6	12.6	14.0
每股经营现金流	1.2	1.2	1.1	1.6
每股股利	0.3	0.4	0.4	0.4
估值分析				
PE	23.3	23.2	18.8	14.5
PB	2.3	2.1	2.0	1.8
EV/EBITDA	16.0	16.3	12.7	9.9
股息收益率	1.3%	1.4%	1.4%	1.4%

现金流量表 (百万元)	2018	2019E	2020E	2021E
净利润	3,020	3,258	3,958	5,140
折旧和摊销	1,471	1,607	1,698	1,822
营运资金变动	(315)	(48)	(776)	(501)
经营活动现金流	2,950	2,966	2,828	4,210
资本开支	3,146	2,909	1,842	2,376
投资	(2,053)	(100)	(100)	(100)
投资活动现金流	(5,245)	(2,959)	(1,892)	(2,426)
股权募资	4,851	0	0	0
债务募资	2,391	0	0	0
筹资活动现金流	3,138	(1,121)	(1,121)	(1,121)
现金净流量	843	(1,114)	(185)	663

资料来源：公司公告、民生证券研究院

分析师简介

孙建，博士，医药行业首席分析师，毕业于北京大学医学部生药学，6年医药行研从业经验，2019年1月加入民生证券。

分析师承诺

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测未来股价涨幅 15%以上
	谨慎推荐	分析师预测未来股价涨幅 5%~15%之间
	中性	分析师预测未来股价涨幅-5%~5%之间
	回避	分析师预测未来股价跌幅 5%以上
行业评级标准		
以报告发布日后的 12 个月内行业指数的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测未来行业指数涨幅 5%以上
	中性	分析师预测未来行业指数涨幅-5%~5%之间
	回避	分析师预测未来行业指数跌幅 5%以上

民生证券研究院：

北京：北京市东城区建国门内大街28号民生金融中心A座17层； 100005

上海：上海市浦东新区世纪大道1239号世纪大都会1201A-C单元； 200122

深圳：广东省深圳市深南东路 5016 号京基一百大厦 A 座 6701-01 单元； 518001

免责声明

本报告仅供民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）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。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。本公司也不对因客户使用本报告而导致的任何可能的损失负任何责任。

本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户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。

本公司在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或参与本报告所提及的公司的金融交易，亦可向有关公司提供或获取服务。本公司的一位或多位董事、高级职员或/和员工可能担任本报告所提及的公司的董事。

本公司及公司员工在当地法律允许的条件下可以向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务以及顾问、咨询业务在内的服务或业务支持。本公司可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。

未经本公司事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播本报告。本公司版权所有并保留一切权利。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。