

复星医药 (600196)

公司研究/点评报告

内生业务增长强劲，创新增量有望带来业绩拐点

—复星医药 2019 年业绩点评

点评报告/医药

2020 年 04 月 01 日

一、事件概述

2020 年 3 月 30 日，复星医药发布 2019 年业绩，实现营业收入、归母净利润和扣非后归母净利润金额 285.85、33.22 和 22.34 亿元，分别同比增长 14.72%、22.66% 和 6.9%。2019Q4 分别实现营业收入和归母净利润金额 73.58 亿元和 12.88 亿元，同比增长 8.58% 和 81.17%，Q4 归母净利润增速较快主要是 2019 年出售 HHH 资产确认投资收益导致。

二、分析与判断

► 分业务板块看，制药、器械与诊断以及医疗服务板块均保持稳健发展

三个板块收入端稳健增长：2019 年业务板块药品制造与研发、医疗器械与医学诊断、医疗服务收入分别为 217.66、37.36 和 30.40 亿元，分别同比增长 16.51%、2.66% 和 18.61%，其中医疗器械与医学诊断板块增速较慢主要是因为“达芬奇手术机器人”代理业务转入合资公司直观复星，同口径增速为 28.5%。2019 年公司销售额过亿的制剂单品或系列共计 35 个，较去年同比增加 6 个。“达芬奇手术机器人”装机量和手术量均快速增长，2019 年装机量 60 台，手术量超 4 万例。基于以上数据，我们认为公司三大业务板块仍然保持稳健发展的态势，未来新品种上市有望使公司经营状况得到进一步加强。

► 内生业务增长强劲：万邦和 Gland 盈利能力持续提升，为公司业绩主要驱动力

1) 内生业务收入端：万邦、Gland 为公司业绩主要驱动力。2019 年重庆药友、江苏万邦、Gland 和奥鸿药业收入增速分别为 7.14%、34.79%、31.05% 和 22.98%，江苏万邦和 Gland 增速明显快于公司收入增速（14.72%）。重庆药友由于谷胱甘肽销量下滑导致收入增速放缓，江苏万邦非布司他片和匹伐他汀片增速分别为 105% 和 113%，带动万邦业绩持续放量。基于以上数据可以看出公司核心利润板块的主要驱动仍然是万邦以及 Gland 两块业务，非布司他和匹伐他汀仍然保持快速增长，有望继续拉动公司未来业绩。

2) 内生业务利润端：五大内生子公司/业务合计占营业利润比例 75.3%，合计营业利润增速 15.5%。其中对联营企业和合营企业投资收益、重庆药友、江苏万邦、Gland 和奥鸿药业营业利润占比分别为 32%、11%、16%、11% 和 6%，同比增速分别为 6.11%、16.59%、30.45%、45.19% 和 -6.30%。可以看出对联营和合营企业投资收益占比最高（相比 2018 年 38% 营业利润占比有明显下降），万邦和 Gland 对公司利润拉动最为明显。其中 Gland 营业利润占比由 2018 年的 9% 上升至 2019 年的 11%。此外，公司 2019 年处置 HHH 资产也带来 13-13.5 亿元的投资收益，对公司净利润贡献也较为明显。我们认为，伴随着公司主营制药业务收入持续增长再加上后续创新药品种放量，公司对联营和合营企业投资收益占比会逐步下降，显示公司核心制药板块盈利能力在不断提升。

► 处理亏损资产 HHH 带来净利润提升，但研发投入高增长+短期资产减值+公允价值变动拖累净利润

公司 2019 年开始处理亏损的 HHH 资产（2018 年亏损 0.65 亿，2019H1 亏损 0.1 亿）预计实现投资收益 13.0 亿元（根据医疗服务分部净利润增速数据推测），极大的提升了公司净利润水平。若扣除这部分投资收益对净利润带来的影响，则归母净利润下滑 -25.3%。主要是因为：1) 公司 2019 年保持高研发费用 20.41 亿元，同比增长 37.97%，其中复宏汉霖费用化研发开支 6.08 亿元，同比增长 66.35%。创新药研发投入的大幅增长拉低公司净利润增速。2) 此外，公司还分别计提了奥鸿药业和珠海济群商誉减值 6000 万和 1500 万，计提 Amerigen、Sovereign 和 EOS Imaging 3 家长期股权投资减值准备合计 2.9763

推荐

维持评级

当前价格： 32.9 元

交易数据

2020-3-31

近 12 个月最高/最低(元)	34.0/22.45
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)	842
流通市值(亿元)	661

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

研究助理：郭双喜

执业证号： S0100119100011

电话： 010-85127728

邮箱： guoshuangxi@mszq.com

相关研究

1. 复星医药 (600196)：与 BioNTech 开展合作，布局 mRNA 疫苗领域
2. 复星医药：国内首个 CAR-T 报产，先发优势奠定龙头地位

亿元。此次计提导致公司归母净利润以及归属上市公司所有者权益均减少 3.724 亿元。³⁾ 公司公允价值变动带来损失 3.53 亿元。如果扣除短期因出售 HHH 带来的收益以及减值计提对公司净利润的影响，公司 2019 年归母净利润增速约为 -11.58%，主要还是研发投入大幅增加以及公允价值变动造成的，我们认为伴随着公司创新增量陆续上市，盈利水平也有望迎来持续改善。

► 复宏汉霖预登陆科创板，丰富融资渠道强化公司管线

复宏汉霖拟公开发行股票数量不高于建议复宏汉霖上市完成后其总股本的 20%，且不低于发行后其总股本的 10%，预计紧随建议复宏汉霖上市完成后，复星医药及复星国际将继续间接持有复宏汉霖不低于其已发行股本的约 41.42% 的股份。本次发行的募集资金扣除发行费用后，初步考虑用于生物类似药及创新药研发项目、生物医药产业化基地项目以及补充营运资金。我们认为公司登陆科创板上市有望为公司补充公司研发资金，缓解公司高研发投入期对业绩带来的压力。此外公司也有望通过融资快速强化创新生物药 PD-1 临床管线，为 PD-1 抗体商业化做准备。

► 我们强调关注公司内生板块成长性，创新增量有望为公司业绩带来弹性，2020 年有望迎来业绩拐点

基于公司目前核心利润板块经营上的可持续性，我们认为未来 3 年这种内生增长的持续性比较好，公司基本面即将进入一个持续向好的阶段。2020 年，公司创新药管线迎来收获期，创新增量对业绩贡献也将越发显著。公司重磅品种曲妥珠单抗有望于 2020Q2 获批上市，CAR-T 产品也已于 2020 年 3 月份报产，预计最快将于年底获批上市，2019 年引进的治疗血小板减少症的阿伐曲泊帕也有望最快于年底获批并成为又一重磅品种。我们认为公司创新药管线进入业绩兑现期，创新增量有望为公司利润实现稳定增长带来较大的弹性。

三、投资建议

由于公司各业务板块收入略低于我们前次预期，我们对公司收入端略微下调。净利润受到计提减值以及公允价值变动等因素影响导致低于我们前次预期，因此我们对 2019 年净利润进行下调。我们预计公司 2020-2022 年 EPS 分别为 1.37、1.54、1.94 元，按 2020 年 3 月 31 日收盘价对应 2020 年 24 倍 PE，参考可比公司估值及公司行业龙头地位，维持“推荐”评级。

四、风险提示：

审评进度不及预期风险；产品销售不及预期；市场竞争风险；临床结果不及预期风险。

盈利预测与财务指标

项目/年度	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入（百万元）	28,585	34,387	40,986	48,669
增长率（%）	14.7%	20.3%	19.2%	18.7%
归属母公司股东净利润（百万元）	3,322	3,502	3,955	4,972
增长率（%）	22.7%	5.4%	12.9%	25.7%
每股收益（元）	1.30	1.37	1.54	1.94
PE（现价）	25.3	24.0	21.3	16.9
PB	2.6	2.4	2.2	2.0

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

利润表 (百万元)	2019	2020E	2021E	2022E
营业总收入	28,585	34,387	40,986	48,669
营业成本	11,543	13,584	15,759	18,302
营业税金及附加	260	344	410	487
销售费用	9,847	12,207	14,345	17,034
管理费用	2,591	3,439	3,689	4,380
研发费用	2,041	2,751	3,074	3,650
EBIT	2,303	2,062	3,710	4,816
财务费用	865	585	585	585
资产减值损失	(390)	(20)	(20)	20
投资收益	3,565	2,100	2,300	2,500
营业利润	4,494	4,977	5,664	7,180
营业外收支	32	75	90	105
利润总额	4,526	5,003	5,690	7,206
所得税	782	900	1,053	1,369
净利润	3,744	4,102	4,638	5,837
归属于母公司净利润	3,322	3,502	3,955	4,972
EBITDA	3,684	3,453	5,145	6,288
资产负债表 (百万元)	2019	2020E	2021E	2022E
货币资金	9533	9810	10278	11592
应收账款及票据	4608	5543	6607	7845
预付款项	416	489	567	659
存货	3941	4589	5302	6182
其他流动资产	599	599	599	599
流动资产合计	19958	22158	24512	28334
长期股权投资	20930	23080	25430	27980
固定资产	7410	7737	8065	8392
无形资产	7916	7776	7848	7813
非流动资产合计	55751	58281	61183	64139
资产合计	75709	80440	85695	92473
短期借款	6358	6358	6358	6358
应付账款及票据	2397	2821	3273	3801
其他流动负债	249	249	249	249
流动负债合计	17434	18959	20473	22311
长期借款	7293	7293	7293	7293
其他长期负债	11527	11527	11527	11527
非流动负债合计	19071	19071	19071	19071
负债合计	36505	38030	39545	41383
股本	2563	2563	2563	2563
少数股东权益	7316	7916	8599	9464
股东权益合计	39204	42409	46150	51090
负债和股东权益合计	75709	80440	85695	92473

资料来源：公司公告、民生证券研究院

主要财务指标	2019	2020E	2021E	2022E
成长能力				
营业收入增长率	14.7	20.3	19.2	18.7
EBIT 增长率	10.2	-10.5	79.9	29.8
净利润增长率	22.7	5.4	12.9	25.7
盈利能力				
毛利率	59.6	60.5	61.6	62.4
净利率	11.6	10.2	9.6	10.2
总资产收益率 ROA	4.4	4.4	4.6	5.4
净资产收益率 ROE	10.4	10.2	10.5	11.9
偿债能力				
流动比率	1.1	1.2	1.2	1.3
速动比率	0.9	0.9	0.9	1.0
现金比率	0.6	0.5	0.5	0.5
资产负债率	0.5	0.5	0.5	0.4
经营效率				
应收账款周转天数	50.3	50.3	50.3	50.3
存货周转天数	112.7	112.7	112.7	112.7
总资产周转率	0.4	0.4	0.5	0.5
每股指标 (元)				
每股收益	1.3	1.4	1.5	1.9
每股净资产	12.4	13.5	14.7	16.2
每股经营现金流	1.2	1.5	1.6	1.8
每股股利	0.4	0.4	0.4	0.4
估值分析				
PE	25.3	24.0	21.3	16.9
PB	2.6	2.4	2.2	2.0
EV/EBITDA	16.8	15.5	11.6	9.5
股息收益率	1.2	1.1	1.1	1.1

现金流量表 (百万元)	2019	2020E	2021E	2022E
净利润	3,744	4,102	4,638	5,837
折旧和摊销	1,771	1,371	1,415	1,493
营运资金变动	(376)	(348)	(321)	(620)
经营活动现金流	2,986	3,785	4,040	4,619
资本开支	3,928	1,725	1,940	1,873
投资	3,011	(100)	(100)	(100)
投资活动现金流	(172)	(2,025)	(2,090)	(1,823)
股权募资	3,190	0	0	0
债务募资	(2,441)	0	0	0
筹资活动现金流	(1,936)	(1,482)	(1,482)	(1,482)
现金净流量	878	277	468	1,314

分析师与研究助理简介

孙建，博士，研究院院长助理，医药行业首席分析师，毕业于北京大学医学部生药学专业，7年医药行行业研究从业经验，2019年1月加入民生证券。

郭双喜，博士，研究助理，毕业于清华大学生命科学学院，曾在清华大学药学院从事博士后研究，2019年7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。