

上海医药 (601607.SH)

一季报业绩符合预期，工商业龙头受益于医药行业集中度提高的趋势

核心观点:

● 公司公告 17 年 1 季度净利润实现 12% 的增长，业绩符合预期

公司公告称 17 年 1 季度实现收入 331 亿元，净利润 9.99 亿元，扣非净利润 9.39 亿元，分别同比增长 13%，12%，21%，实现基本 EPS 0.37 元。整体收入毛利率为 12.38%，稳中有升，销售费用、管理费用分别为 17.6 亿元，9.21 亿元，财务费用为 1.75 亿元，分别同比增长 17%，12% 和 21%。经营活动产生的现金流量净额 3.76 亿元，同比增长 19%。

● 工业板块收入实现 20% 的增长，商业受益于两票制政策的执行

工业板块收入实现 20% 的增长，内生增速在 11% 左右。公司医药制造业实现营业收入 37.94 亿元，同比增长 19.94%，毛利率 50.61%，较上年同期下降 0.34 个百分点，扣除两项费用后的营业利润率为 14.14%，较上年同期上升 1.33 个百分点。医药工业的高增速一方面来自于新收购的澳洲上市公司 Vitaco 公司的并表（大概贡献 9% 的增速），一方面来自公司系列低价药产品销售快速增长。60 个重点产品实现销售收入 18.93 亿元，同比增长 15.07%，占工业销售收入的比重为 49.90%。重点产品中，预计全年销售收入超过 1 亿元的大品种有 26 个。

商业板块收入增速在 13%，受益于两票制整合。公司医药分销业务实现营业收入 294.85 亿元，同比增长 12.93%，毛利率 6.15%，较上年同期上升 0.16 个百分点，扣除两项费用后的营业利润率为 2.64%，较上年同期上升 0.02 个百分点。公司医药零售业务实现营业收入 12.80 亿元，同比增长 4.30%。报告期内，公司完成徐州医药、徐州淮海药业、广东中山医药的股权并购，有力支持了公司在苏北和广东地区的商业业务。

● 盈利预测与投资评级

公司作为国内医药行业的工商业龙头，2016 年度收入超过千亿元，未来受益于医药行业集中度提高的趋势，我们预计公司 17-19 年 EPS 分别为 1.34 元/1.52 元/1.75 元，对应 EPS 分别为 18/16/14 倍，给予“买入”评级。

● 风险提示

两票制政策执行力度不够；海外业务扩展不利；国企改革进度缓慢。

盈利预测:

| | 2015A | 2016A | 2017E | 2018E | 2019E |
|-------------|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|
| 营业收入(百万元) | 105,516.6 | 120,764.7 | 143,972.4 | 164,852.5 | 188,941.2 |
| 增长率(%) | 14.20% | 14.45% | 19.22% | 14.50% | 14.61% |
| EBITDA(百万元) | 4,701.01 | 5,085.51 | 6,210.55 | 7,122.40 | 8,225.91 |
| 净利润(百万元) | 2,876.99 | 3,196.39 | 3,603.11 | 4,093.21 | 4,712.53 |
| 增长率(%) | 11.03% | 11.10% | 12.72% | 13.60% | 15.13% |
| EPS(元/股) | 1.070 | 1.189 | 1.340 | 1.522 | 1.753 |
| 市盈率(P/E) | 18.61 | 16.45 | 17.72 | 15.60 | 13.55 |
| 市净率(P/B) | 1.79 | 1.66 | 1.81 | 1.62 | 1.45 |
| EV/EBITDA | 11.12 | 10.44 | 10.32 | 8.81 | 7.40 |

数据来源：公司财务报表，广发证券发展研究中心

公司评级

当前价格 23.74 元

前次评级 买入

报告日期 2017-05-02

相对市场表现



分析师: 罗佳荣 S0260516090004

021-60750612

luojiarong@gf.com.cn

分析师: 冯鹏 S0260516090002

010-59136673

fengpeng@gf.com.cn

相关研究:

上海医药 (601607.SH): 内 2013-01-22

部波动逐步消除,重新聚焦主

业经营

上海医药 (601607.sh): 良 2012-08-22

好的防御性品种,估值安全,

有补涨空间

上海医药 (601607.sh): 估 2011-10-28

值安全,经营平稳增长

资产负债表

单位: 百万元

| 至12月31日 | 2015A | 2016A | 2017E | 2018E | 2019E |
|----------------|-------|-------|-------|--------|--------|
| 流动资产 | 55529 | 60267 | 70218 | 79716 | 92234 |
| 货币资金 | 12039 | 11967 | 15325 | 17030 | 20525 |
| 应收及预付 | 27819 | 30977 | 35061 | 40174 | 46032 |
| 存货 | 15091 | 16416 | 18924 | 21604 | 24769 |
| 其他流动资产 | 580 | 907 | 907 | 907 | 907 |
| 非流动资产 | 18759 | 22476 | 22960 | 23951 | 24716 |
| 长期股权投资 | 3637 | 4227 | 4227 | 4227 | 4227 |
| 固定资产 | 5349 | 5658 | 5596 | 5414 | 5209 |
| 在建工程 | 742 | 1308 | 1722 | 2187 | 2635 |
| 无形资产 | 7027 | 8850 | 8791 | 9249 | 9501 |
| 其他长期资产 | 2005 | 2433 | 2624 | 2874 | 3144 |
| 资产总计 | 74288 | 82743 | 93178 | 103667 | 116949 |
| 流动负债 | 39427 | 41113 | 49164 | 54775 | 62447 |
| 短期借款 | 10389 | 9628 | 12723 | 13105 | 14699 |
| 应付及预收 | 28707 | 31371 | 36440 | 41670 | 47749 |
| 其他流动负债 | 331 | 114 | 0 | 0 | 0 |
| 非流动负债 | 1045 | 4734 | 2836 | 2836 | 2836 |
| 长期借款 | 93 | 838 | 838 | 838 | 838 |
| 应付债券 | 0 | 1999 | 1999 | 1999 | 1999 |
| 其他非流动负债 | 952 | 1897 | 0 | 0 | 0 |
| 负债合计 | 40472 | 45847 | 52000 | 57611 | 65284 |
| 股本 | 2689 | 2689 | 2689 | 2689 | 2689 |
| 资本公积 | 14146 | 13558 | 13558 | 13558 | 13558 |
| 留存收益 | 13060 | 15354 | 18957 | 23051 | 27763 |
| 归属母公司股东权 | 29895 | 31601 | 35204 | 39298 | 44010 |
| 少数股东权益 | 3878 | 5212 | 5891 | 6675 | 7573 |
| 负债和股东权益 | 74288 | 82743 | 93178 | 103667 | 116949 |

现金流量表

单位: 百万元

| | 2015A | 2016A | 2017E | 2018E | 2019E |
|----------------|--------|--------|-------|-------|-------|
| 经营活动现金流 | 1349 | 1947 | 2338 | 2533 | 2966 |
| 净利润 | 3364 | 3830 | 4282 | 4878 | 5611 |
| 折旧摊销 | 746 | 824 | 851 | 921 | 996 |
| 营运资金变动 | -2722 | -2503 | -2076 | -3251 | -3809 |
| 其它 | -39 | -204 | -719 | -14 | 169 |
| 投资活动现金流 | -1909 | -2890 | -126 | -691 | -511 |
| 资本支出 | -1332 | -1808 | -759 | -1372 | -1218 |
| 投资变动 | -435 | -1240 | 632 | 681 | 707 |
| 其他 | -142 | 158 | 0 | 0 | 0 |
| 筹资活动现金流 | 647 | 645 | 1147 | -137 | 1040 |
| 银行借款 | 20530 | 17874 | 3095 | 382 | 1594 |
| 债券融资 | -18367 | -16183 | -1425 | 0 | 0 |
| 股权融资 | 301 | 906 | 0 | 0 | 0 |
| 其他 | -1817 | -1952 | -523 | -519 | -554 |
| 现金净增加额 | 87 | -298 | 3359 | 1705 | 3495 |
| 期初现金余额 | 11608 | 12039 | 11967 | 15325 | 17030 |
| 期末现金余额 | 11695 | 11741 | 15325 | 17030 | 20525 |

主要财务比率

| 至12月31日 | 2015A | 2016A | 2017E | 2018E | 2019E |
|----------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 成长能力(%) | | | | | |
| 营业收入增长 | 14.2 | 14.5 | 19.2 | 14.5 | 14.6 |
| 营业利润增长 | 12.8 | 14.1 | 13.6 | 15.0 | 16.3 |
| 归属母公司净利润增长 | 11.0 | 11.1 | 12.7 | 13.6 | 15.1 |
| 获利能力(%) | | | | | |
| 毛利率 | 12.1 | 11.8 | 11.9 | 11.9 | 12.0 |
| 净利率 | 3.2 | 3.2 | 3.0 | 3.0 | 3.0 |
| ROE | 9.6 | 10.1 | 10.2 | 10.4 | 10.7 |
| ROIC | 11.3 | 10.8 | 12.2 | 12.9 | 13.7 |
| 偿债能力 | | | | | |
| 资产负债率(%) | 54.5 | 55.5 | 55.9 | 55.6 | 55.9 |
| 净负债比率 | - | - | - | - | -0.1 |
| 流动比率 | 1.41 | 1.47 | 1.43 | 1.46 | 1.48 |
| 速动比率 | 0.99 | 1.04 | 1.01 | 1.03 | 1.05 |
| 营运能力 | | | | | |
| 总资产周转率 | 1.52 | 1.54 | 1.64 | 1.67 | 1.71 |
| 应收账款周转率 | 4.78 | 4.69 | 4.72 | 4.71 | 4.71 |
| 存货周转率 | 6.58 | 6.76 | 6.70 | 6.72 | 6.71 |
| 每股指标(元) | | | | | |
| 每股收益 | 1.07 | 1.19 | 1.34 | 1.52 | 1.75 |
| 每股经营现金流 | 0.50 | 0.72 | 0.87 | 0.94 | 1.10 |
| 每股净资产 | 11.12 | 11.75 | 13.09 | 14.61 | 16.37 |
| 估值比率 | | | | | |
| P/E | 18.6 | 16.5 | 17.7 | 15.6 | 13.5 |
| P/B | 1.8 | 1.7 | 1.8 | 1.6 | 1.5 |
| EV/EBITDA | 11.1 | 10.4 | 10.3 | 8.8 | 7.4 |

利润表

单位: 百万元

| 至12月31日 | 2015A | 2016A | 2017E | 2018E | 2019E |
|-----------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 营业收入 | 105517 | 120765 | 143972 | 164853 | 188941 |
| 营业成本 | 92715 | 106531 | 126802 | 145207 | 166305 |
| 营业税金及附加 | 264 | 337 | 381 | 448 | 506 |
| 销售费用 | 5348 | 6067 | 7255 | 8299 | 9515 |
| 管理费用 | 3234 | 3568 | 4175 | 4698 | 5385 |
| 财务费用 | 565 | 587 | 685 | 695 | 678 |
| 资产减值损失 | 351 | 446 | 529 | 691 | 867 |
| 公允价值变动收益 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 投资净收益 | 647 | 979 | 632 | 681 | 707 |
| 营业利润 | 3687 | 4207 | 4777 | 5495 | 6391 |
| 营业外收入 | 601 | 637 | 625 | 629 | 628 |
| 营业外支出 | 116 | 205 | 175 | 185 | 182 |
| 利润总额 | 4172 | 4639 | 5227 | 5939 | 6837 |
| 所得税 | 807 | 809 | 945 | 1061 | 1227 |
| 净利润 | 3364 | 3830 | 4282 | 4878 | 5611 |
| 少数股东损益 | 487 | 633 | 679 | 784 | 898 |
| 归属母公司净利润 | 2877 | 3196 | 3603 | 4093 | 4713 |
| EBITDA | 4701 | 5086 | 6211 | 7122 | 8226 |
| EPS(元) | 1.07 | 1.19 | 1.34 | 1.52 | 1.75 |

广发医药行业研究小组

- 罗佳荣：首席分析师，上海财经大学管理学硕士，2016年进入广发证券发展研究中心。
吴文华：分析师，华东师范大学金融硕士，2014年进入广发证券发展研究中心。
冯 鹏：分析师，北京大学化学生物学硕士，2015年进入广发证券发展研究中心。
马 帅：研究助理，上海交通大学医学硕士，2015年进入广发证券发展研究中心。
蔡 强：联系人，中南大学基础医学硕士，2015年进入广发证券发展研究中心。
葛媛媛：联系人，香港科技大学生物化学硕士，2017年进入广发证券发展研究中心。

广发证券—行业投资评级说明

- 买入：预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 10%以上。
持有：预期未来 12 个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10%~+10%。
卖出：预期未来 12 个月内，股价表现弱于大盘 10%以上。

广发证券—公司投资评级说明

- 买入：预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 15%以上。
谨慎增持：预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 5%-15%。
持有：预期未来 12 个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-5%~+5%。
卖出：预期未来 12 个月内，股价表现弱于大盘 5%以上。

联系我们

| | 广州市 | 深圳市 | 北京市 | 上海市 |
|------|------------------------|------------------------|---------------------|----------------------|
| 地址 | 广州市天河区林和西路9号耀中广场A座1401 | 深圳福田区益田路6001号太平金融大厦31楼 | 北京市西城区月坛北街2号月坛大厦18层 | 上海市浦东新区富城路99号震旦大厦18楼 |
| 邮政编码 | 510620 | 518000 | 100045 | 200120 |
| 客服邮箱 | gfyf@gf.com.cn | | | |
| 服务热线 | | | | |

免责声明

广发证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本报告只发送给广发证券重点客户，不对外公开发布。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券股份有限公司认为可靠，但广发证券不对其准确性或完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券或其附属机构的立场。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且不予通告。

本报告旨在发送给广发证券的特定客户及其它专业人士。未经广发证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。