

上海医药 (601607.SH)

医药流通行业

评级：增持 维持评级

公司点评

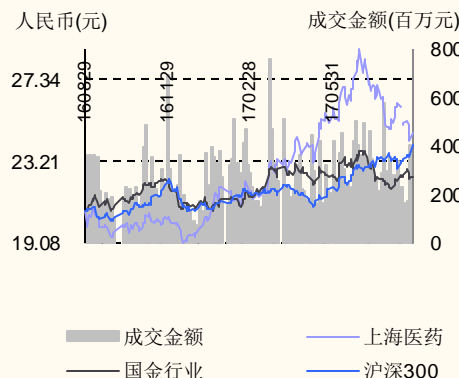
市场价格 (人民币): 24.63 元

商业基本符合预期，工业改善明显

长期竞争力评级：高于行业均值

市场数据(人民币)

已上市流通 A 股(百万股)	1,922.94
流通港股(百万股)	765.89
总市值(百万元)	66,227.87
年内股价最高最低(元)	28.88/19.08
沪深 300 指数	3842.71
上证指数	3362.65



相关报告

1. 《流通乘势而上，工业因地制宜》，2017.6.13

孙炜 联系人
weisun@gjzq.com.cn

李敬雷 分析师 SAC 执业编号: S1130511030026
(8621)60230221
lijingl@gjzq.com.cn

公司基本情况(人民币)

项目	2015	2016	2017E	2018E	2019E
摊薄每股收益(元)	1.070	1.189	1.357	1.541	1.750
每股净资产(元)	11.13	11.76	12.72	13.81	15.06
每股经营性现金流(元)	0.49	0.70	1.30	1.44	1.35
市盈率(倍)	18.61	16.45	19.86	17.48	15.40
行业优化市盈率(倍)	17.92	17.92	17.92	17.92	17.92
净利润增长率(%)	11.03%	11.10%	14.14%	13.57%	13.55%
净资产收益率(%)	9.61%	10.11%	10.67%	11.16%	11.62%
总股本(百万股)	2,688.91	2,688.91	2,688.91	2,688.91	2,688.91

来源：公司年报、国金证券研究所

业绩简评

■ 公司 2017 年上半年实现收入 657.79 亿，同比增长 10.19%，归母净利润 19.25 亿，同比增长 11.12%，扣非归母净利润 17.72 亿，同比增长 10.62%。

经营分析

- 分销板块收入方面，由于两票制初期调拨收入负面影响，纯销份额提升还未体现，因此存量增速下滑，新进入省份和外延还未产生明显贡献；利润方面，上药控股平台利润被市场拓展和财务费用拖累，科园信海平台因器械业务带动净利增速超 20%。公司分销主要集中在上药控股和科园信海两大平台。上药控股收入增速 11.8%，内生增速 9.6%（剔除徐州医药并表），利润增速 6%，我们认为内生增速符合预期，利润增速被费用拖累，主要由于新进入省份还处于培育期以及财务成本有所上升。科园信海平台收入增速 5.3%，利润增速 20.4%，收入增速放缓主要由于科园信海调拨占比较大，受两票制影响，通过公司积极拓展器械配送业务，开展近两年，16 年就实现 7 亿收入，近 1,400 万利润，预计该业务对科园信海上半年业绩有较大贡献。
- 零售业务整体经营不佳，营业利润仅贡献 3,930 万，同比下滑 11.4%。零售业务今年上半年收入增速 9%，毛利率 16%，提升 0.04%，管理费用率 5.2%，维持稳定，销售费用率上升 0.7%，拖累营业利润。
- 工业板块营销改革成效开始体现，Vitaco 并表亦有贡献，整体营业利润贡献超过 11 亿，增速 20.6%。60 个重点品种上半年收入 39.58 亿，同比增速 12.82%，较 16 年 3.67% 明显提升，毛利率也达到历史新高 70.2%；其他部分收入增速 22.1%，Vitaco 16 年底开始并表，今年上半年预计贡献收入超过 4 亿。工业销售费用率 26.5%，相比去年同期提升 0.4%，与核心产品增加学术推广相符。管理费用率 12.3%，相比去年同期下降 0.2%，考虑到研发支出增速超过 30%，今年上半年其他部分管理效率提升较大。
- 研发支出增长较多，一致性评价推进顺利，最快品种 9 月份申报。公司研发支出从去年上半年的 2.88 亿增加到当前的 3.73。公司选定 20 余家药学研究机构以及 44 个产品临床合作基地开展一致性评价工作，目前已完成所有一致性评价范围内品种的梳理和立项，第一、二批共立项 99 个品种，125 个

品规（其中 36 个品种 43 个品规在 289 目录外），目前已有 15 个产品进入临床阶段，最快的产品预计 2017 年 9 月可以完成申报。

- 今年上半年资产减值损失大幅减少，投资收益保持稳健（下半年高基数），非经常性损益增速超过净利增速，财务成本增加对上半年业绩影响较大，趋势需持续观察。今年上半年资产减值损失仅 4,115 万，远低于去年同期 1.25 亿；投资收益上半年 4.14 亿，同比增长 14.4%，但是由于去年下半年上海和黄药业的影响，16 年下半年达到 6.17 亿，下半年增速难以保证。财务成本方面，价款利息增速 36.7%，一方面由于长期借款增加 8.4 亿，另一方面依据存续的短期贷款金额测算，利息成本略有上升，约 0.4%，趋势需继续观察。

盈利预测与投资建议

- 收入端：基于上药在分销业务的积极布局和两票制下行业的趋势，我们认为分销业务未来三年复合增速有望达到 14%；工业板块借助 Vitaco 并表（短期）、核心品种营销梳理（中期）、普药受益一致性评价和工商协同（长期）收入增速有望回升至 15-20%；零售业务重点在处方外流，短期预计有望保持 10%左右平稳增速。利润端：16 年因为合营企业投资收益增长 50%，短期影响较大。
- 综上，我们预计 2017/2018/2019 年归母净利润为 3,648/4,143/4,705 百万人民币，对应增速 14.14%/13.57%/13.55%。
- 我们认为上药不论在流通还是工业都已跨入第一梯队，在当前医改政策频出的背景下有望保持稳健增长，给予“增持”评级。

风险提示

分销业务拓展不畅、核心品种营销改善低预期、财务成本上升、非经常性收益波动较大。

附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)

	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
主营业务收入	92,399	105,517	120,765	136,766	155,249	176,194
增长率		14.2%	14.5%	13.2%	13.5%	13.5%
主营业务成本	-80,994	-92,715	-106,531	-120,623	-136,900	-155,557
%销售收入	87.7%	87.9%	88.2%	88.2%	88.2%	88.3%
毛利	11,405	12,801	14,234	16,143	18,349	20,637
%销售收入	12.3%	12.1%	11.8%	11.8%	11.8%	11.7%
营业税金及附加	-229	-264	-337	-356	-388	-440
%销售收入	0.2%	0.2%	0.3%	0.3%	0.3%	0.3%
营业费用	-4,826	-5,348	-6,067	-6,948	-7,911	-8,933
%销售收入	5.2%	5.1%	5.0%	5.1%	5.1%	5.1%
管理费用	-2,955	-3,234	-3,568	-4,021	-4,549	-5,171
%销售收入	3.2%	3.1%	3.0%	2.9%	2.9%	2.9%
息税前利润 (EBIT)	3,394	3,955	4,261	4,819	5,501	6,092
%销售收入	3.7%	3.7%	3.5%	3.5%	3.5%	3.5%
财务费用	-436	-565	-587	-674	-700	-742
%销售收入	0.5%	0.5%	0.5%	0.5%	0.5%	0.4%
资产减值损失	-284	-351	-446	-278	-339	-239
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0
投资收益	595	647	979	720	780	830
%税前利润	15.7%	15.5%	21.1%	14.3%	13.6%	12.9%
营业利润	3,270	3,687	4,207	4,587	5,242	5,941
营业利润率	3.5%	3.5%	3.5%	3.4%	3.4%	3.4%
营业外收支	530	485	432	460	480	500
税前利润	3,800	4,172	4,639	5,047	5,722	6,441
利润率	4.1%	4.0%	3.8%	3.7%	3.7%	3.7%
所得税	-808	-807	-809	-898	-1,019	-1,147
所得税率	21.3%	19.4%	17.4%	17.8%	17.8%	17.8%
净利润	2,992	3,364	3,830	4,148	4,703	5,295
少数股东损益	401	487	633	500	560	590
归属于母公司的净利润	2,591	2,877	3,196	3,648	4,143	4,705
净利率	2.8%	2.7%	2.6%	2.7%	2.7%	2.7%

现金流量表 (人民币百万元)

	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
净利润	2,992	3,364	3,830	4,148	4,703	5,295
非现金支出	869	1,022	1,191	959	1,063	989
非经营收益	-275	-389	-651	-891	-434	-437
营运资金变动	-2,198	-2,673	-2,498	-726	-1,471	-2,208
经营活动现金净流	1,388	1,324	1,872	3,491	3,861	3,638
资本开支	-1,139	-1,332	-1,808	-1,012	-28	47
投资	-1,078	-669	-1,730	-1,050	-840	-630
其他	373	92	649	720	780	830
投资活动现金净流	-1,845	-1,909	-2,890	-1,342	-88	247
股权募资	17	301	906	0	0	0
债权募资	1,258	2,163	1,691	1,806	762	1,852
其他	-2,221	-1,817	-1,952	-1,922	-2,036	-2,237
筹资活动现金净流	-946	647	645	-116	-1,274	-385
现金净流量	-1,402	62	-373	2,033	2,500	3,500

来源：公司年报、国金证券研究所

资产负债表 (人民币百万元)

	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
107,856	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
货币资金	11,608	12,039	11,967	14,000	16,500	20,000
应收款项	22,235	26,363	29,828	31,804	34,779	38,777
存货	13,088	15,091	16,416	17,082	18,899	21,032
其他流动资产	1,727	2,092	2,056	2,355	2,550	2,774
流动资产	48,658	55,585	60,267	65,240	72,728	82,583
%总资产	75.6%	74.8%	72.8%	72.8%	74.5%	76.6%
长期投资	3,481	4,582	5,251	6,301	7,141	7,771
固定资产	4,994	6,091	6,966	6,875	6,689	6,475
%总资产	7.8%	8.2%	8.4%	7.7%	6.8%	6.0%
无形资产	6,539	7,027	8,850	9,731	9,701	9,618
非流动资产	15,682	18,759	22,476	24,317	24,940	25,273
%总资产	24.4%	25.2%	27.2%	27.2%	25.5%	23.4%
资产总计	64,341	74,344	82,743	89,556	97,668	107,856
短期借款	7,953	10,679	9,647	10,162	10,924	12,776
应付款项	22,894	27,488	30,027	32,358	36,040	40,170
其他流动负债	1,156	1,260	1,440	1,408	1,567	1,804
流动负债	32,003	39,427	41,113	43,927	48,531	54,750
长期贷款	105	93	838	838	838	838
其他长期负债	1,133	1,016	3,957	4,884	4,900	4,917
负债	33,241	40,536	45,908	49,649	54,268	60,505
普通股股东权益	27,822	29,930	31,623	34,195	37,129	40,489
少数股东权益	3,277	3,878	5,212	5,712	6,272	6,862
负债股东权益合计	64,341	74,344	82,743	89,556	97,668	107,856

比率分析

	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
每股指标						
每股收益	0.964	1.070	1.189	1.357	1.541	1.750
每股净资产	10.347	11.131	11.760	12.717	13.808	15.058
每股经营现金净流	0.516	0.492	0.696	1.298	1.436	1.353
每股股利	0.060	0.060	0.060	0.400	0.450	0.500
回报率						
净资产收益率	9.31%	9.61%	10.11%	10.67%	11.16%	11.62%
总资产收益率	4.03%	3.87%	3.86%	4.07%	4.24%	4.36%
投入资本收益率	6.76%	7.09%	7.06%	7.21%	7.64%	7.71%
增长率						
主营业务收入增长率	18.12%	14.20%	14.45%	13.25%	13.51%	13.49%
EBIT增长率	16.98%	16.52%	7.74%	13.08%	14.15%	10.75%
净利润增长率	15.52%	11.03%	11.10%	14.14%	13.57%	13.55%
总资产增长率	14.26%	15.55%	11.30%	8.23%	9.06%	10.43%
资产管理能力						
应收账款周转天数	69.4	76.4	77.8	78.0	76.0	75.0
存货周转天数	54.3	55.5	54.0	52.0	51.0	50.0
应付账款周转天数	70.5	74.5	73.6	73.0	72.5	72.0
固定资产周转天数	17.2	18.5	17.1	15.5	13.7	11.9
偿债能力						
净负债/股东权益	-11.42%	-3.75%	1.39%	2.49%	-1.72%	-5.05%
EBIT利息保障倍数	7.8	7.0	7.3	7.2	7.9	8.2
资产负债率	51.66%	54.52%	55.48%	55.44%	55.56%	56.10%

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	1	1	1	1	3
增持	0	0	1	1	1
中性	0	0	1	1	2
减持	0	0	0	0	0
评分	1.00	1.00	2.00	2.00	1.83

来源：朝阳永续

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得 1 分，为“增持”得 2 分，为“中性”得 3 分，为“减持”得 4 分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性
3.01~4.0=减持

长期竞争力评级的说明：

长期竞争力评级着重于企业基本面，评判未来两年后公司综合竞争力与所属行业上市公司均值比较结果。

优化市盈率计算的说明：

行业优化市盈率中，在扣除行业内所有亏损股票后，过往年度计算方法为当年年末收盘总市值与当年股票净利润总和相除，预期年度为报告提供日前一交易日收盘总市值与前一年度股票净利润总和相除。

投资评级的说明：

买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 15%以上；
 增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—15%；
 中性：预期未来 6—12 个月内变动幅度在 -5%—5%；
 减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以上。

特别声明:

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。本报告亦非作为或被视作出售或购买证券或其他投资标的邀请。

证券研究报告是用于服务机构投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券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。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

本报告仅供国金证券股份有限公司的机构客户使用；非国金证券客户擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

上海

电话：021-60753903

传真：021-61038200

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：201204

地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号

紫竹国际大厦 7 楼

北京

电话：010-66216979

传真：010-66216793

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100053

地址：中国北京西城区长椿街 3 号 4 层

深圳

电话：0755-83831378

传真：0755-83830558

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：中国深圳福田区深南大道 4001 号

时代金融中心 7BD