

上海医药(601607)/医药商业

工业板块表现良好, 分销业务受政策影响短期调整

评级: 买入(维持)

市场价格: 23.45

目标价格: 29.1

分析师: 江琦

执业证书编号: S0740517010002

电话: 021-20315150

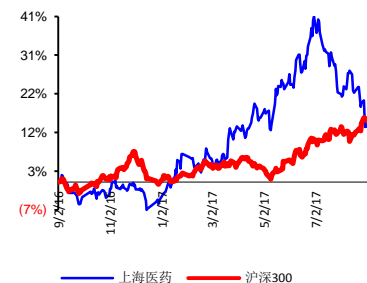
Email: jiangqi@r.qlzq.com.cn

联系人: 王超

Email: wangchao@r.qlzq.com.cn

基本状况

总股本(百万股)	2,689
流通股本(百万股)	2,689
市价(元)	23.45
市值(百万元)	63,055
流通市值(百万元)	63,053

股价与行业-市场走势对比

相关报告

- 1 医药工业板块业绩超预期, 分销网络拓展顺利 2017-4-25
- 2 低估值的医药工商业龙头, 静待国企改革落地 2017-4-18

公司盈利预测及估值

指标	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	105,516.6	120,764.7	134,587.8	153,963.7	172,862.6
增长率 yoy%	14.20%	14.45%	11.45%	14.40%	12.27%
净利润	2,877.0	3,196.4	3,640.6	4,197.7	4,788.7
增长率 yoy%	11.03%	11.10%	13.90%	15.30%	14.08%
每股收益(元)	1.07	1.19	1.35	1.56	1.78
每股现金流量	11.12	11.75	12.75	14.31	16.09
净资产收益率	0.50	0.72	1.00	0.79	1.46
P/E	18.61	16.45	17.36	15.05	13.20
PEG	1.69	1.48	1.25	0.98	0.94
P/B	1.79	1.66	1.84	1.64	1.46

备注:

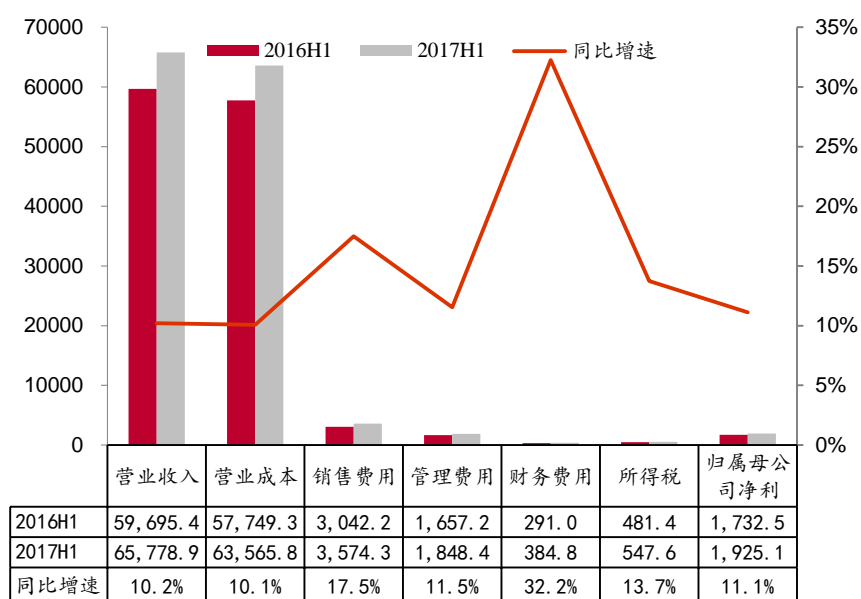
投资要点

- **事件:** 上海医药公布 2017 年半年报, 报告期内实现营业收入 657.79 亿, 同比增长 10.19%, 实现归母净利润 19.25 亿, 同比增长 11.12%, 扣非净利润 17.72 亿, 同比增长 10.62%; **点评:** 整体业绩基本复合预期, 扣非净利润增长低于预期, 主要由于医药分销板块收入增速低于预期, 和财务费用上升较快所致(同比上升 30%)。
- **医药工业内生增长良好, 经营持续改善, 低价药和中成药品种表现良好:** 报告期医药工业销售收入 75.03 亿元, 同比增长 17.03%, 远高于同期 5.34%; 毛利率 52.31%, 同比增加 0.57pp; 扣除两项费用后的营业利润率为 13.50%, 同比增加 0.37pp。其中 60 个重点品种销售收入 39.6 亿元, 同比增长 12.82%, 重点品种多数高于行业同类品种增长速度。核心子公司信谊药厂、正大青春宝、青岛国风、上海市药材、青岛国风分别实现了 66%、43%、53% 和 23% 的利润同比增长, 其中低价药和中成药的良好表现是重要驱动因素, 扣除 VITACO 并表因素, 工业内生增长约为 10%, 我们预计工业板块的增速有望保持全年。
- **医药分销受两票制等政策影响收入环比下滑, 配送网络覆盖稳步扩大:** 报告期医药分销销售收入 585.2 亿, 同比增长 9.64%, 其中 2 季度单季度实现收入 290.4 亿, 环比下降 1.5%, 进而影响半年度收入增速整体下滑; 其中核心子公司上药控股和上药科园分别实现收入 412.1 亿和 141.1 亿元, 同比增 11.8% 和 5.3%, 实现净利润 6.9 亿和 2.4 亿, 同比增 6.0% 和 20.4%; 上半年公司通过收购使得公司在徐州、温州两地的配送覆盖能力大幅提升, 收购广东中山医少数股权提升控制力并计划加强在广东地区的业务拓展。由于两票制在下半年开始密集过渡执行, 上半年工业企业提前调整配送商, 公司一部分调拨业务受到影响收入下滑; 由于下半年两票制和零差率等政策密集执行, 我们认为包括上药在内的龙头商业公司整体短期经营压力增大, 而两票制执行的中后期开始实际受益于集中度的提升, 我们认为上药分销业务全年仍有望实现两位数增长, 明年增长速度有望实现较大提升。
- **坚定走创新驱动的发展战略, 创新药已成梯队进展顺利:** 报告期内公司研发投入达 3.73 亿元, 非小细胞肺癌药物 SPH3127 的 1 期临床进展顺利, 抗类风湿性关节炎药物雷腾舒 I 期安全性和有效性得到验证, 并进一步开发抑制艾滋病慢性异常免疫激活适应症; 同时 HER2 人源化偶联抗体和雷腾舒新适应

症的临床申请获得受理。

- **一致性评价领跑行业，重点产品有望重新焕发活力：**公司聚焦资源推进仿制药一致性评价工作，所涉品种无论在数量上还是进度上均走在全国前列；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。
- **坚持走出去的发展战略，海外拓展或有重大突破：**2016 年起公司确立了走国际化的发展战略，外延收购是重要发展手段；去年底公司完成第一笔海外并购，收购新西兰保健品公司 VITACO，目前整合运行良好；2017 年中公司计划设立香港投资管理平台，持续关注海外优质资产的并购机会，相信不久的将来公司海外拓展或有重大突破。
- **盈利预测和投资建议：**我们预计 2017-2019 年公司收入分别为 1346 亿元、1540 亿元、1729 亿元，同比分别增长 11.5%、14.4%、12.3%；归属于母公司净利润分别为 36.4 亿元、41.0 亿元、47.9 亿元，同比分别增长 13.9%、15.3%、14.1%；对应 EPS 分别为 1.35 元、1.56 元、1.78 元。**维持买入评级，调整目标价至 29.1 元。**
- **风险提示：**行业政策性风险、公司分销业务经营不达预期。

图表 1: 上海医药 2017 年半年报主要财务数据



来源: wind, 中泰证券研究所

图表 2: 上海医药分季度财务数据

	2015-1Q	2015-2Q	2015-3Q	2015-4Q	2016-1Q	2016-2Q	2016-3Q	2016-4Q	2017-1Q	2017-2Q
营业收入	25,125.0	25,825.1	28,090.3	26,476.2	29,275.6	30,419.7	30,821.5	30,247.8	33,129.5	32,649.4
营收同比增长	18.1%	13.6%	13.7%	11.8%	16.5%	17.8%	9.7%	14.2%	13.2%	7.3%
营收环比增长	6.1%	2.8%	8.8%	-5.7%	10.6%	3.9%	1.3%	-1.9%	9.5%	-1.4%
营业成本	21,961.5	22,704.3	24,875.3	23,174.2	25,731.9	26,751.8	27,260.8	26,786.4	31,991.1	28,493.0
营业费用	1,311.8	1,246.3	1,330.3	1,460.0	1,505.1	1,537.1	1,529.4	1,495.9	1,761.4	1,812.9
管理费用	763.0	743.9	838.7	888.6	822.9	834.3	905.8	1,005.0	920.9	927.5
财务费用	152.3	139.1	154.2	119.3	144.3	146.6	137.6	158.2	175.4	209.4
营业利润	997.5	1,018.4	894.2	776.5	1,124.7	1,182.9	1,004.1	895.4	1,375.6	1,256.7
利润总额	1,024.4	1,100.2	956.2	1,091.0	1,359.4	1,222.2	1,066.9	990.5	1,413.1	1,341.6
所得税	183.6	186.3	202.7	234.9	256.0	225.4	215.1	112.8	272.3	275.3
归母净利润	733.3	800.7	644.8	698.2	889.4	843.1	724.7	739.2	999.4	925.7

来源: wind, 中泰证券研究所

图表3: 上海医药财务预测模型

损益表 (人民币亿元)						
	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业总收入	924	1,055	1,208	1,346	1,540	1,729
增长率	18.12%	14.2%	14.5%	11.4%	14.4%	12.3%
营业成本	-810	-927	-1,065	-1,185	-1,357	-1,524
%销售收入	87.7%	87.9%	88.2%	88.0%	88.2%	88.1%
毛利	114	128	142	161	182	205
%销售收入	12.3%	12.1%	11.8%	12.0%	11.8%	11.9%
营业税金及附加	-2	-3	-3	-3	-4	-4
%销售收入	0.2%	0.2%	0.3%	0.3%	0.2%	0.2%
营业费用	-48	-53	-61	-70	-78	-87
%销售收入	5.2%	5.1%	5.0%	5.2%	5.1%	5.0%
管理费用	-30	-32	-36	-38	-44	-50
%销售收入	3.2%	3.1%	3.0%	2.9%	2.9%	2.9%
息税前利润 (EBIT)	34	40	43	50	57	64
%销售收入	3.7%	3.7%	3.5%	3.7%	3.7%	3.7%
财务费用	-4	-6	-6	-6	-7	-7
%销售收入	0.5%	0.5%	0.5%	0.4%	0.4%	0.4%
资产减值损失	-3	-4	-4	-3	-4	-4
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0
投资收益	6	6	10	8	9	10
%税前利润	15.7%	15.5%	21.1%	15.8%	15.5%	15.2%
营业利润	33	37	42	49	56	64
营业利润率	3.5%	3.5%	3.5%	3.6%	3.6%	3.7%
营业外收支	5	5	4	4	4	5
税前利润	38	42	46	53	60	68
利润率	4.1%	4.0%	3.8%	3.9%	3.9%	4.0%
所得税	-8	-8	-8	-9	-11	-12
所得税率	21.3%	19.4%	17.4%	17.5%	17.5%	17.5%
净利润	29.9	33.6	38.3	43.4	49.6	56.4
少数股东损益	4	5	6	7	8	9
归属于母公司的净利润	25.9	28.8	32.0	36.4	42.0	47.9
净利率	2.8%	2.7%	2.6%	2.7%	2.7%	2.8%

资产负债表 (人民币亿元)						
	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
货币资金	116	120	120	165	171	211
应收账款	222	264	298	337	391	433
存货	131	151	164	169	193	217
其他流动资产	17	20	21	25	25	28
流动资产	486	555	603	696	781	889
%总资产	75.6%	74.7%	72.8%	75.2%	76.9%	79.0%
长期投资	35	46	53	53	53	53
固定资产	50	61	70	71	72	68
%总资产	7.8%	8.2%	8.4%	7.7%	7.1%	6.0%
无形资产	65	70	88	92	97	102
非流动资产	157	188	225	230	235	236
%总资产	24.4%	25.3%	27.2%	24.8%	23.1%	21.0%
资产总计	643	743	827	925	1,016	1,126
短期借款	80	107	96	126	131	136
应付账款	229	275	300	325	370	417
其他流动负债	12	13	14	25	17	19
流动负债	320	394	411	477	519	573
长期贷款	1	1	8	8	8	8
其他长期负债	11	10	40	40	40	40
负债	332	405	459	525	567	621
普通股股东权益	278	299	316	341	383	431
少数股东权益	33	39	52	59	67	74
负债股东权益合计	643	743	827	925	1,016	1,126

比率分析						
	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
每股指标						
每股收益(元)	0.964	1.070	1.189	1.354	1.561	1.781
每股净资产(元)	10.342	11.118	11.752	12.746	14.307	16.088
每股经营现金净流(元)	0.497	0.502	0.724	0.997	0.789	1.462
每股股利(元)	0.000	0.000	0.360	0.360	0.000	0.000
回报率						
净资产收益率	9.32%	9.62%	10.11%	10.62%	10.91%	11.07%
总资产收益率	4.03%	3.87%	3.86%	3.93%	4.12%	4.24%
投入资本收益率	10.94%	11.26%	10.80%	11.89%	12.01%	12.80%
增长率						
营业总收入增长率	18.12%	14.20%	14.45%	11.45%	14.40%	12.27%
EBIT增长率	16.98%	16.52%	7.74%	16.35%	15.19%	12.64%
净利润增长率	17.06%	11.03%	11.10%	13.90%	15.30%	14.08%
总资产增长率	16.44%	15.48%	11.38%	11.83%	9.78%	10.80%
资产管理能力						
应收账款周转天数	69.4	78.8	82.7	84.0	85.0	84.0
存货周转天数	54.3	55.5	54.0	52.0	52.0	52.0
应付账款周转天数	70.5	74.5	73.6	74.0	73.8	73.9
固定资产周转天数	16.3	16.8	16.6	15.2	13.1	11.4
偿债能力						
净负债/股东权益	-11.42%	-3.75%	1.39%	-2.53%	-2.56%	-9.01%
EBIT利息保障倍数	7.8	7.0	7.3	8.4	8.4	9.2
资产负债率	51.68%	54.54%	55.51%	56.64%	55.66%	55.00%

现金流量表 (人民币亿元)						
	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
净利润	30	34	38	43	50	56
少数股东损益	0	0	0	7	8	9
非现金支出	9	11	13	11	12	13
非经营收益	-3	-4	-7	-5	-6	-7
营运资金变动	-23	-27	-25	-23	-35	-23
经营活动现金净流	13	13	19	34	29	48
资本开支	11	13	18	9	10	5
投资	-11	-7	-17	0	0	0
其他	4	1	6	8	9	10
投资活动现金净流	-18	-19	-29	-1	-1	5
股权募资	0	3	9	0	0	0
债权募资	13	22	17	30	5	5
其他	-22	-18	-20	-22	-17	-21
筹资活动现金净流	-9	6	6	8	-12	-16
现金净流量	-15	1	-3	40	16	37

来源: 中泰证券研究所

投资评级说明：

	评级	说明
股票评级	买入	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 15%以上
	增持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
	持有	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 -10%~+5%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数跌幅在 10%以上
行业评级	增持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在 10%以上
	中性	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在 -10%~+10%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数跌幅在 10%以上

备注：评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准（另有说明的除外）。

重要声明：

中泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响。但本公司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，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，可能会随时调整。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。

市场有风险，投资需谨慎。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

投资者应注意，在法律允许的情况下，本公司及其本公司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投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“中泰证券股份有限公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“中泰证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。