

上海医药

601607

审慎增持 (维持)

结构改善工业新星扬帆起航，深化布局流通龙头强者恒强

2018年08月01日

市场数据

市场数据日期	2018-07-31
收盘价(元)	23.13
总股本(百万股)	2842.09
流通股本(百万股)	2842.01
总市值(百万元)	65737.53
流通市值(百万元)	44477.49
净资产(百万元)	37538.03
总资产(百万元)	114021.94
每股净资产	13.21

主要财务指标

会计年度	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入(百万元)	130847	162837	179935	201557
同比增长(%)	8.3%	24.4%	10.5%	12.0%
净利润(百万元)	3521	3978	4548	5233
同比增长(%)	10.1%	13.0%	14.3%	15.1%
毛利率(%)	12.8%	13.6%	13.9%	14.2%
净利率(%)	2.7%	2.4%	2.5%	2.6%
净资产收益率(%)	10.3%	10.4%	10.7%	10.9%
每股收益(元)	1.31	1.40	1.60	1.84
每股经营现金流(元)	0.93	1.88	1.40	1.20

投资要点

- **工业板块是未来发展的主要驱动力。**公司工业板块旗下品种众多，聚焦60个重点品种近年来保持较好的发展。虽然短期内由于中药和化药品种的此消彼长会导致工业板块整体增速保持稳定，但随着结构逐渐梳理完成、营销改革进一步完善，我们认为公司工业板块将在未来2-3年内逐步发力，成为公司发展的主要驱动力。同时，外延并购亦是公司扩充现有产品线的重要方式，继天普股权收购后，我们预计公司在今明两年还将陆续落地并购项目。研发方面，公司近年来持续加大投入，2017年总研发投入为8.4亿元，是国内少数年研发费用超5亿元的上市公司。仿制药领域，公司目前一致性评价参比制剂备案数达到143个批文，位居国内前列，未来有望深度受益于一致性评价所带来红利。创新药方面领域，目前公司在研创新药项目已超过10项，其中包含较多市场空间较大的重磅品种。
- **一致性评价下，长期有望受益于工商一体化。**长期来看，一致性评价将会利好工商一体化的企业，受益品种以普药为主，上海医药为这类企业的典型。公司是文号资源众多且有投入一致性评价的普药龙头企业，可以在一致性评价这一药品的“供给侧改革”中获得持续性的改善，而不至于受到长期大幅降价带来的竞争格局恶化的影响。同时，作为工商一体化的大型医药集团，公司有望利用其成本、规模和合规优势，一方面蚕食外资药企的市场份额，完成进口替代，一方面抢占中小企业退出后的市场空白，优胜劣汰、强者恒强的竞争格局会愈加明显。
- **商业板块继续深化全国布局，龙头将强者恒强。**分销方面，公司目前稳步推进全国化布局，2017年通过康德乐中国业务等多个并购项目使公司的分销网络由20个省份扩展至24个。不考虑康德乐并表等外延因素，我们预计今年分销板块内生增速有望实现约7%-9%左右，后续随着调拨业务逐渐调整完成，分销业务增速有望进一步回升。
- **盈利预测：**考虑康德乐并表，我们调整公司盈利预测，预计2018-2020年EPS分别为1.40、1.60、1.84元，2018年7月31日股价对应PE分别为17、14和13倍，维持“审慎增持”评级。

风险提示：两票制调整进度低于预期；一致性评价进度低于预期；康德乐运营情况不及预期；联营公司运营低于预期。

相关报告

《一季度业绩保持稳健，全年经营将逐渐向好》2018-05-01
《内生增长稳定，流通龙头业绩将逐渐向好》2018-03-25
《收购康德乐尘埃落定，分销版图扩张再下一城》2017-11-15

分析师：

徐佳熹

xujiaxi@xyzq.com.cn

S0190513080003

研究助理：

黄翰漾

huanghanyang@xyzq.com.cn

目 录

1、工商业齐头并进，百年国企历久弥新	- 4 -
2、工业板块：未来发展的主要驱动力	- 6 -
2.1 现有品种结构调整，短期稳增长、长期渐发力	- 6 -
2.2 外延拓展，重磅产品线不断扩充	- 11 -
2.3 持续投入研发，不断培育新增长点	- 13 -
2.4 持续推进营销改革，打造高效销售平台	- 17 -
3、商业板块：继续深化全国布局，龙头将强者恒强	- 19 -
3.1 全国分销龙头，版图持续扩张	- 19 -
3.2 创新零售模式继续推进	- 21 -
3.3 收购康德乐，协同效应显著	- 22 -
4、联营公司将提供业绩弹性	- 23 -
5、长期有望受益于工商一体化	- 24 -
5.1 他山之石可以攻玉，美国流通巨头发展之路	- 24 -
5.2 一致性评价下，上海医药将长期受益	- 26 -
6、费用合理控制，财务指标整体稳健	- 27 -
7、盈利预测	- 30 -
8、风险提示	- 30 -
图 1、上海医药 2018Q1 股权结构	- 4 -
图 2、上海医药下设企业梳理	- 4 -
图 3、上海医药 2011-2018Q1 收入及增速	- 5 -
图 4、上海医药 2011-2018Q1 归母净利润及增速	- 5 -
图 5、上海医药 2011-2018Q1 收入结构	- 6 -
图 6、上海医药 2011-2018Q1 毛利结构	- 6 -
图 7、公司重点品种数量统计	- 6 -
图 8、公司重点品种收入情况	- 6 -
图 9、纷乐 2013-2017 年销售额及增速	- 9 -
图 10、硫酸羟氯喹 2012-2017 年市场竞争格局	- 9 -
图 11、培菲康 2013-2017 年销售额及增速	- 9 -
图 12、双歧杆菌三联活菌 2012-2017 年市场竞争格局	- 9 -
图 13、沙丁胺醇 2012-2017 年样本医院销售额及增速	- 10 -
图 14、沙丁胺醇 2012-2017 年市场竞争格局	- 10 -
图 15、度洛西汀 2012-2017 年样本医院销售额及增速	- 11 -
图 16、度洛西汀 2012-2017 年市场竞争格局	- 11 -
图 17、柳氮磺吡啶 2012-2017 年样本医院销售额及增速	- 11 -
图 18、柳氮磺吡啶 2012-2017 年市场竞争格局	- 11 -
图 19、乌司他丁样本医院 2012-2017 年销售额及增速	- 13 -
图 20、尤瑞克林样本医院 2012-2017 年销售额及增速	- 13 -
图 21、我国医药上市公司 2017 年研发投入前 8 位	- 14 -
图 22、上海医药 2011-2017 年研发投入	- 14 -
图 23、公司销售平台建设	- 18 -
图 24、我国部分药企 2017 年销售人员数量对比	- 19 -
图 25、分销业务 2013-2017 年收入及增速	- 20 -
图 26、分销业务 2013-2017 年纯销占比	- 20 -
图 27、分销两大平台 2013-2017 年收入及增速	- 20 -

图 28、分销两大平台 2013-2017 年利润及增速	- 20 -
图 29、公司分销业务区域布局情况	- 21 -
图 30、零售业务 2013-2017 年收入及增速	- 22 -
图 31、零售终端 2013-2017 年数量情况	- 22 -
图 32、主要合联营企业 2014-2017 年营业收入	- 24 -
图 33、主要合联营企业 2014-2017 年净利润	- 24 -
图 34、美国三大巨头占批发市场 96%份额	- 25 -
图 35、2009 年美国三大批发商的收入及毛利来源	- 26 -
图 36、美国三家药物批发商利润增速情况	- 26 -
图 37、工商联动一体化的优势	- 27 -
图 38、上海医药 2013-2018Q1 财务费用及财务费用率	- 28 -
图 39、三大医药分销龙头应收账款周转天数对比	- 28 -
图 40、三大医药分销龙头资产负债率对比	- 28 -
图 41、上海医药 2013-2018Q1 经营活动现金流净额	- 29 -
图 42、上海医药 2013-2018Q1 货币资金	- 29 -
图 43、上海医药 2013-2018Q1 销售费用情况	- 29 -
图 44、上海医药 2013-2018Q1 管理费用情况	- 29 -
图 45、上海医药 2013-2018Q1 毛利率情况	- 30 -
表 1、公司重点产品销售情况（万元）	- 7 -
表 2、公司一致性评价品种梳理（已备案）	- 15 -
表 3、公司创新药研发管线	- 17 -
表 4、2016 年医药流通公司主营业务收入排名	- 19 -
表 5、上海医药 2017 年应收账款账龄结构（亿元）	- 28 -
附表	- 31 -

医药工业方面，公司产品主要聚焦于消化系统和免疫代谢、心血管、全身性抗感染、精神神经和抗肿瘤五个治疗领域，药品品种超过 800 个，剂型超过 20 种，多由自营和招商代理进行销售。医药商业方面，公司分销网络遍布全国，通过控股子公司直接覆盖 24 个省、直辖市及自治区，分销品种繁多，通过多种形式物流供应各类医疗机构超过 2 万家。公司在零售领域拥有药房总数超过 1892 家，分布在全国 16 个省区市，通过医药零售连锁药房、医疗机构院边药房、DTP 药房服务消费者，拥有华氏大药房、雷允上等知名零售品牌。

经营方面，公司近年来业绩保持稳定发展，收入 2012-2017 年复合增长率约为 14.0%，归母净利润 2012-2017 年复合增长率约为 11.4%。2018 年公司延续较好发展趋势，2018Q1 实现营业收入 363.86 亿元，同比增长 9.83%，其中医药工业实现收入 49.63 亿元，同比增长 30.82%，继续保持较快增长；医药商业实现收入 314.23 亿元，同比增长 7.12%。2018Q1 实现归母净利润 10.20 亿元，同比增长 2.07%；扣非净利润 9.96 亿元，同比增长 6.08%，其中医药工业主营业务贡献净利润 4.22 亿元，同比增长 21.02%；医药商业主营业务贡献净利润 4.56 亿元，同比增长 10.61%。

图 3、上海医药 2011-2018Q1 收入及增速



图 4、上海医药 2011-2018Q1 归母净利润及增速

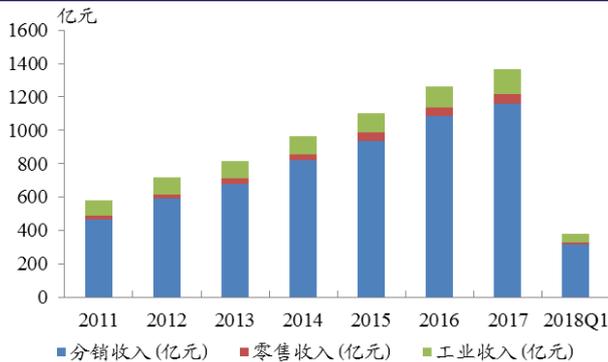


资料来源：公司年报，兴业证券经济与金融研究院整理

资料来源：公司年报，兴业证券经济与金融研究院整理

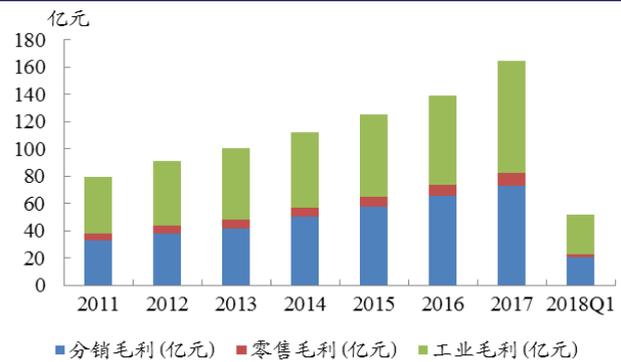
毛利方面，公司目前工业及商业板块约各贡献 50% 左右，其中商业板块主要来源于分销业务。从利润角度来看，公司工业和商业板块利润均保持良好增长，2017 年工业板块的利润占比为 40.95%，同比增长 16.10%；商业板块的利润占比为 45.78%，同比增长 15.39%；剩余部分来自参股企业所贡献的利润。

图 5、上海医药 2011-2018Q1 收入结构



资料来源：公司年报，兴业证券经济与金融研究院整理

图 6、上海医药 2011-2018Q1 毛利结构



资料来源：公司年报，兴业证券经济与金融研究院整理

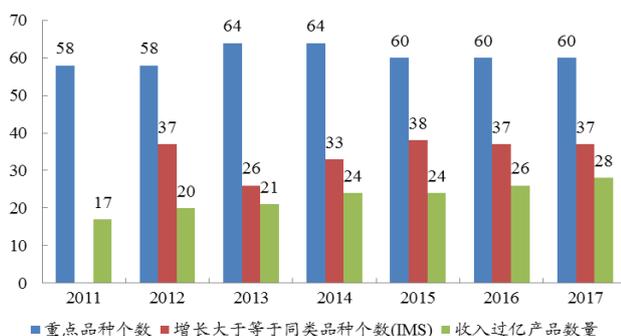
2、工业板块：未来发展的主要驱动力

2.1 现有品种结构调整，短期稳增长、长期渐发力

公司工业板块位居全国前列，2017 年销售额接近 150 亿元，产品主要聚焦消化系统和免疫代谢、心血管、全身性抗感染、精神神经以及抗肿瘤五大治疗领域，常年生产超 800 个品种、20 多种剂型，通过经销商、代理商的销售渠道基本实现对全国多数医院终端和零售终端的覆盖。

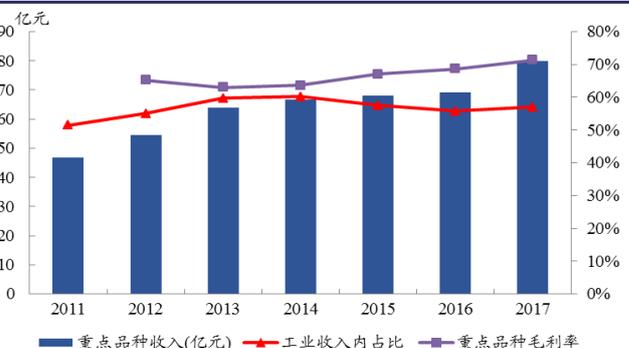
为突出重点、提升盈利水平，公司自 2009 年开始实施聚焦重点产品策略，统筹生产、营销、资金等资源重点投入到心脑血管类、全身性抗感染类、消化系统和免疫代谢类、神经精神类、抗肿瘤类五大治疗领域。通过滚动调整的形式，公司规划出 60 个重点产品（选取高毛利、高增长、空间大的产品），区分不同产品采用“一品一策”的精细化管理方式，聚焦大品种着力提升整体销售规模，同时通过精益化六西格玛管理以及集团化供应链管理等方式提升盈利能力。从数据来看，公司 60 个重点品种整体保持较好的发展，50% 以上的品种增速超过或等于同类产品，且过亿品种数量保持逐年上升的趋势。收入方面，60 个重点品种近年来整体保持稳定增长，2012-2017 年复合增长率约为 7.9%，同时毛利率持续提升。

图 7、公司重点品种数量统计



资料来源：公司年报，兴业证券经济与金融研究院整理

图 8、公司重点品种收入情况



资料来源：公司年报，兴业证券经济与金融研究院整理

目前,考虑到天普的并入,公司工业品种中年销售过亿的产品已达到30个,其中包含较多独家或类独家、具有较大市场空间的重磅品种,例如硫酸羟氯喹片、丹参酮IIA磺酸钠等;亦包含逐渐承压、产品潜力有限的一些中药品种和普药品种,例如参麦注射液、瓜蒌皮等。整体来看,公司的部分中药品种将逐渐开始承压,我们认为公司未来将逐步调整重点产品线的结构,核心化药品种将成为公司营销的重点,叠加一致性评价所带来的红利,我们预计公司主力化药品种将呈现加速放量的趋势。虽然短期内由于中药和化药品种的此消彼长会导致工业板块整体增速保持稳定,但随着结构的逐渐梳理完成、营销改革的进一步完善,我们认为公司工业板块将在未来2-3年内逐步发力,成为公司发展的主要驱动力。

表1、公司重点产品销售情况(万元)

序号	产品名称	子公司	治疗领域	2013A	2014A	2015A	2016A	2017A
1	参麦注射液 增长率	正大青春宝	心血管系统	68,614.00	67,612.00 -1.46%	72,372.00 7.04%	76,714.32 6.00%	81,317.18 6.00%
2	硫酸羟氯喹片 增长率	中西三维	抗肿瘤和免疫调节剂	28,428.00	35,629.00 25.33%	41,663.00 16.94%	48,557.32 16.55%	55,064.00 13.40%
3	双歧杆菌三联活菌 增长率	信谊	消化道和新陈代谢	35,084.00	35,560.00 1.36%	38,225.00 7.49%	34,853.00 -8.82%	47,510.00 36.32%
4	头孢替安 增长率	新亚	全身性抗感染药	23,150.00	21,765.00 -5.98%	30,244.00 38.96%	32,617.00 7.85%	41,770.00 28.06%
5	丹参酮IIA 增长率	第一生化	心血管系统	35,586.00	40,236.00 13.07%	40,112.00 -0.31%	33,001.00 -17.73%	41,180.00 24.78%
6	二丁酰环磷腺苷钙 增长率	第一生化	心血管系统	22,180.00	28,000.00 26.24%	33,043.00 18.01%	33,044.72 0.01%	28,714.51 -13.10%
7	厄痹片 增长率	辽宁好护士	骨骼肌肉系统	20,474.00	28,152.00 37.50%	30,245.00 7.43%		
8	瑞舒伐他汀原料药 增长率	常州药业	心血管系统		12,231.00	17,902.00 46.37%		
9	红源达 增长率	青岛国风	血液和造血器官		11,309.00	14,800.00 30.87%		
10	头孢曲松钠 增长率	新亚	全身性抗感染药	29,543.00	11,973.00 -59.47%	22,866.00 90.98%		
11	糜蛋白酶 增长率	第一生化	呼吸系统	16,783.00	17,243.00 2.74%	18,977.00 10.06%	21,147.43 11.44%	20,128.16 -4.82%
12	胃复春片 增长率	胡庆余堂	消化道和新陈代谢	13,750.00	13,716.00 -0.25%	12,554.00 -8.47%		
13	银杏酮酯 增长率	杏灵科技	心血管系统		10,733.00	14,348.00 33.68%		
14	顺苯磺阿曲库铵 增长率	东英	骨骼肌肉系统		12,444.00	13,614.00 9.40%	16,123.61 18.43%	14,496.34 -10.09%
15	瓜蒌皮 增长率	第一生化	心血管系统	12,730.00	18,805.00 47.72%	22,699.00 20.71%		
16	新癬片 增长率	厦门中药厂	骨骼肌肉系统	14,676.00	15,337.00 4.50%	14,857.00 -3.13%		
17	清凉油 增长率	上海中华	其他	16,148.00	10,155.00 -37.11%	12,614.00 24.21%	10,572.20 -16.19%	14,138.45 33.73%
18	阿立哌唑 增长率	中西三维	中枢神经系统	10,839.00	12,629.00 16.51%	13,622.00 7.86%	14,010.52 2.85%	15,161.69 8.22%
19	度洛西汀 增长率	中西制药	中枢神经系统			11,832.00	13,745.15 16.17%	17,086.00 23.68%
20	八宝丹 增长率	厦门中药厂	消化道和新陈代谢		12,187.00	11,017.00 -9.60%		

请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明

21	乳癖消 增长率	辽宁好护 士	泌尿生殖系统 和性激素	12,770.00	14,616.00 14.46%	15,462.00 5.79%		
22	地高辛 增长率	信谊	心血管系统			10,661.64	13,034.27 22.25%	10,634.85 -18.41%
23	养心氏 增长率	青岛国风	心血管系统	17,628.00	13,979.00 -20.70%	16,701.00 19.47%		
24	沙利度胺 增长率	常州药业	抗肿瘤和免疫 调节剂	12,612.00	15,758.00 24.94%	15,335.00 -2.68%		
25	沙丁胺醇 增长率	信谊	呼吸系统				4,966.27	11,992.00 141.63%
26	柳氮磺吡啶 增长率	信谊	抗感染				5,024.62	10,068.00 99.02%
27	乌司他丁 增长率	天普	心血管系统	8,819.97 6.47%	10,740.97 21.78%	10,640.00 -0.94%	10,980.00 3.20%	8,120.00 -26.05%
28	尤瑞克林 增长率	天普	心血管系统	2,150.08 24.06%	2,683.52 24.81%	3,100.00 15.52%	3,420.00 10.32%	2,760.00 -19.30%

注：2013-2015 年数据主要来源于公司年报，2016-2017 年数据来源于公司年报及推测值

资料来源：公司年报，兴业证券经济与金融研究院整理

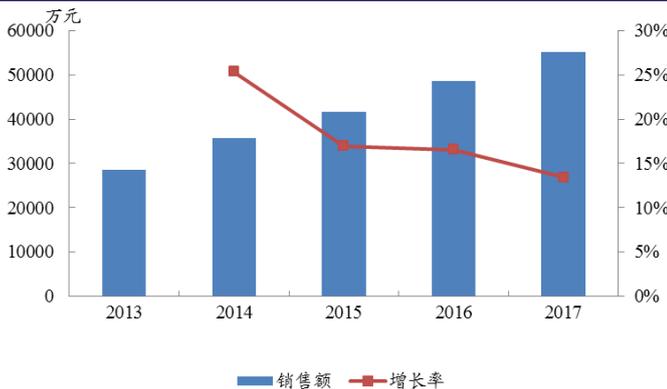
● 规模较大的品种

硫酸羟氯喹片

硫酸羟氯喹通过作用于抗原呈递环节，从而有效抑制自身免疫反应或通过减少炎症介质产生抗炎作用，其适应症为类风湿关节炎、青少年慢性关节炎、盘状红斑狼疮和系统性红斑狼疮等结缔组织病。该品种在红斑狼疮治疗领域是一线的基础用药，在关节炎领域已成为最佳联用首选用药。

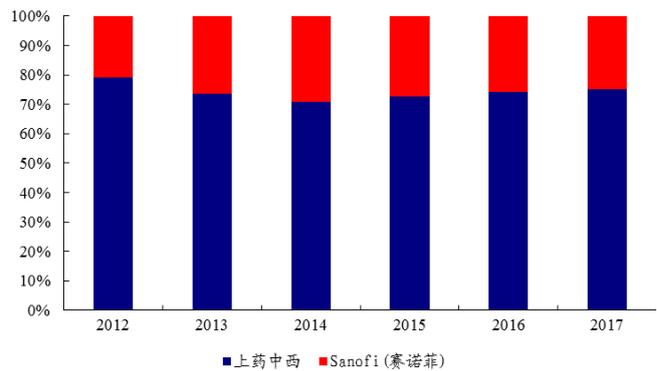
硫酸羟氯喹的原研厂家为赛诺菲，2010 年进入国内市场。根据 PDB 样本医院数据，硫酸羟氯喹市场近年来保持稳定增长，2012-2017 年销售额复合增长率约为 14.5%。纷乐上市于 1999 年，相较于原研拥有先发优势，已建立较好的市场基础，近年来市占率始终保持在 75% 以上。2017 年，纷乐销售额达到 5.51 亿元，2013-2017 年复合增长约为 18.0%。针对纷乐，公司集中销售力量，在学术营销导向下，营销一部中一支能够比肩原研产品队伍的终端营销团队将其风湿免疫的临床价值作为首要学术推广点，增强与市场竞品的对比优势。我们预计纷乐未来将有望保持 10% 以上的稳定增长。

图 9、纷乐 2013-2017 年销售额及增速



资料来源：公司年报，兴业证券经济与金融研究院整理

图 10、硫酸羟氯喹 2012-2017 年市场竞争格局



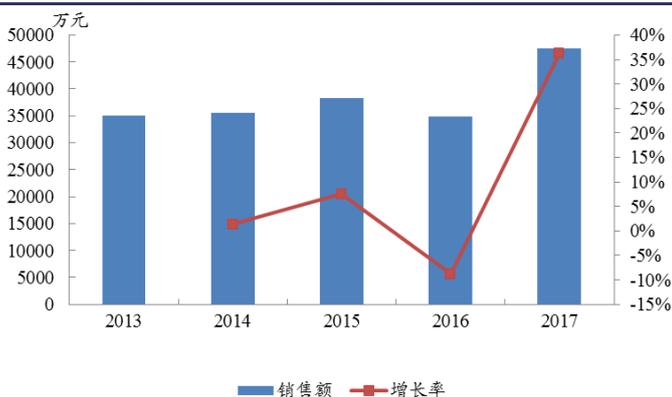
资料来源：PDB，兴业证券经济与金融研究院整理

双歧杆菌三联活菌

双歧杆菌三联活菌成分为双歧杆菌、乳杆菌和嗜热链球菌，能够直接补充人体正常生理细菌，调整肠道菌群平衡，抑制并清除肠道中致病菌，减少肠源性毒素的产生，促进机体对营养物的消化，合成机体所需的维生素，激发机体免疫力。

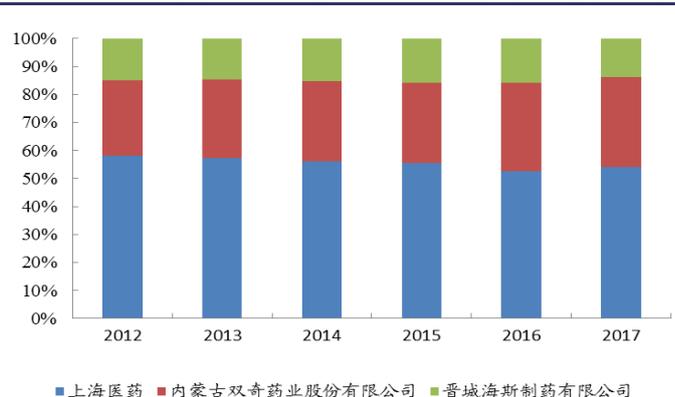
相较于单菌，三联活菌更有利于完善和平衡体内菌群，根据 PDB 数据该品种在微生态制剂子领域中拥有约 30% 的市场份额。作为公司重点发展品种，培菲康拥有多种剂型，包括胶囊剂和小儿专用散剂等，相比于另两家竞品市场覆盖人群更广，目前占据约 55% 的市场份额。根据 PDB 样本医院数据，双歧杆菌三联活菌 2012-2017 年销售额的复合增长率约为 6.6%。培菲康增长略快于行业，2013-2017 年复合增长率约为 7.9%，且近年来呈现加速增长的趋势。受益于公司营销发力，我们预计该品种今年收入增速仍有望达到 15% 以上。

图 11、培菲康 2013-2017 年销售额及增速



资料来源：公司年报，兴业证券经济与金融研究院整理

图 12、双歧杆菌三联活菌 2012-2017 年市场竞争格局



资料来源：PDB，兴业证券经济与金融研究院整理

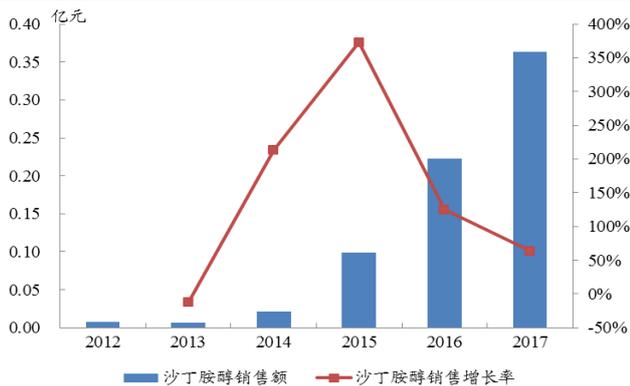
● 增速较快的品种

沙丁胺醇吸入剂

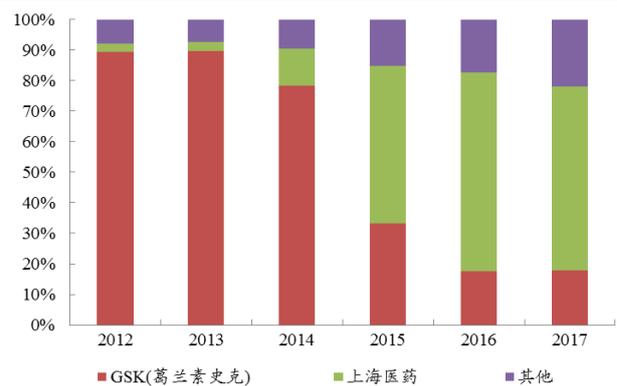
沙丁胺醇为选择性 β_2 受体激动剂，主要用于预防和治疗支气管哮喘或喘息型支气管炎等伴有支气管痉挛（喘鸣）的呼吸道疾病。根据PDB数据，目前国内平喘药市场约占据呼吸系统用药市场的30%，主要治疗用药有糖皮质激素、 β -肾上腺素受体激动剂和抗胆碱类药物，其中沙丁胺醇的市场份额快速提升，2017年已达到5%以上。

从PDB数据来看，近年来国内沙丁胺醇市场保持快速增长趋势，主要源于公司的品种（信可宁）的发力。从市场格局来看，公司近年来市占率快速提升，由2013年不足10%迅速提升至2017年的50%以上。沙丁胺醇的快速放量得益于公司构建精细化招商渠道，提高招商市场覆盖率。该品种2017年的销售额达到约1.2亿元，同比增长约140%。我们估计该品种2018Q1实现爆发式增长，预计今年全年收入仍有望实现100%以上的高速增长，成为公司重磅品种之一。

图 13、沙丁胺醇 2012-2017 年样本医院销售额及增速 图 14、沙丁胺醇 2012-2017 年市场竞争格局



资料来源：PDB，兴业证券经济与金融研究院整理



资料来源：PDB，兴业证券经济与金融研究院整理

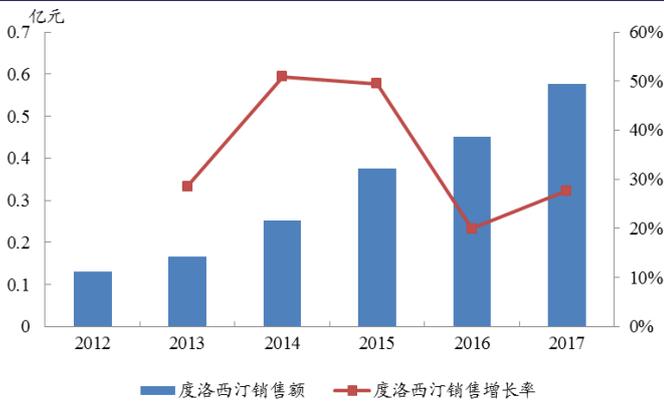
盐酸度洛西汀

盐酸度洛西汀是5-羟色胺和去甲肾上腺素再摄取抑制剂，原研为礼来的欣百达，主要用于治疗某些心理疾病如抑郁症和焦虑症，也可用于缓解中枢性疼痛如糖尿病外周神经病性疼痛和妇女纤维肌痛等。从抗抑郁市场来看，度洛西汀为目前主流用药之一，根据PDB数据目前市场份额约为10%左右，且保持持续上升。

度洛西汀市场近年来保持较快增长，根据PDB样本医院数据，2012-2017年复合增长率约达到34.7%。公司的奥思平于2006年成功首仿上市，在公司营销改革后，近年来通过配置专业化营销团队进行学术营销，使度洛西汀的临床价值不断被挖掘，销售额及市场份额保持持续较快增长。截至2017年，公司奥思平的市占率已接近30%，不断抢占礼来的市场份额。2017年，奥思平实现销售收入1.7亿元，同比增长23.68%。我们预计在公司营销团队的推广下，该品种未来仍将保持较快

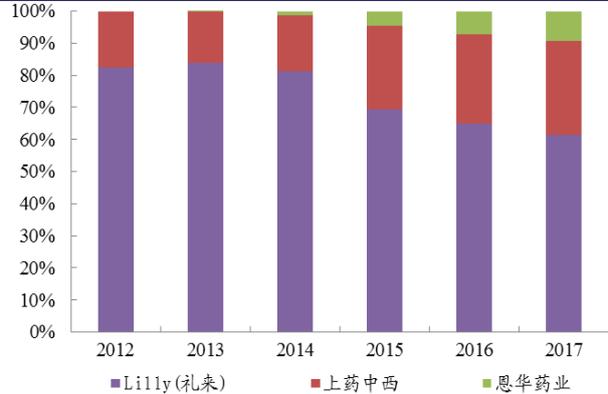
增长，近两年收入增速有望达到 20% 以上。

图 15、度洛西汀 2012-2017 年样本医院销售额及增速



资料来源：PDB，兴业证券经济与金融研究院整理

图 16、度洛西汀 2012-2017 年市场竞争格局

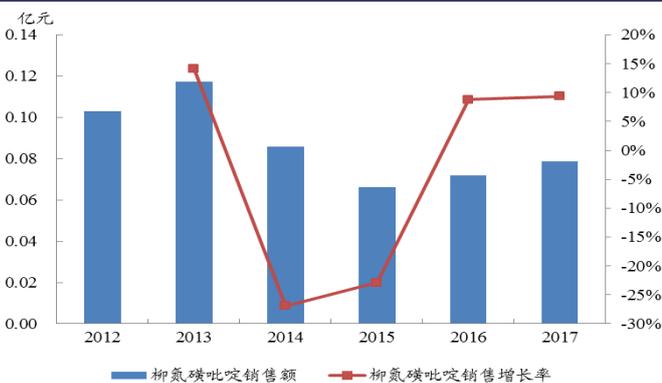


资料来源：PDB，兴业证券经济与金融研究院整理

柳氮磺吡啶肠溶片

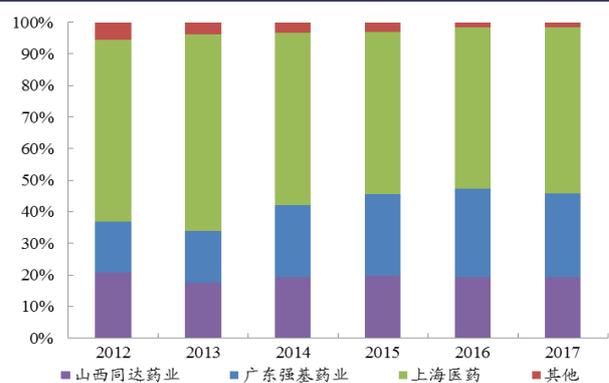
柳氮磺吡啶为磺胺类抗菌药，主要用于治疗炎症性肠病，即 Crohn 病和溃疡性结肠炎。根据 PDB 样本医院数据，柳氮磺吡啶市场 2012-2015 年呈现较大波动，2015 年后市场保持稳步增长趋势。目前，公司占据柳氮磺吡啶市场最大份额，2017 年市占率超过 50%。2017 年，公司的柳氮磺吡啶肠溶片实现销售收入约 1 亿元，同比增长 99.02%，主要得益于构建精细化招商渠道、提升招商市场覆盖率。我们预计该品种今年有望保持 10% 以上稳定增长。

图 17、柳氮磺吡啶 2012-2017 年样本医院销售额及增速



资料来源：PDB，兴业证券经济与金融研究院整理

图 18、柳氮磺吡啶 2012-2017 年市场竞争格局



资料来源：PDB，兴业证券经济与金融研究院整理

2.2 外延拓展，重磅产品线不断扩充

除了自有研发和现有品种的二次开发外，外延并购亦是公司扩充现有产品的重要方式。2016 年 12 月，公司出资 9.38 亿元完成对 Vitaco 60% 股权的收购，加大对保健品领域的布局。公司拥有丰富的国内线上和线下渠道资源，而 Vitaco 拥有优质的保健品产品线，二者结合后打造规模化的保健品产品组合及拳头产品，构建良好的资源互补和协同优势。由于澳大利亚以及新西兰人口老龄化问题日益加剧，

民众健康意识提高，加之海外市场（特别是中国）需求，Vitaco 公司迅速开发新产品，建立了良好的品牌形象，亚洲市场销售额由 41.9 万澳元（14 年 3 月）增长到 461.2 万澳元（15 年 6 月），增长势头强劲。2016 年财年，Vitaco 实现总收入 2.13 亿澳元，经调整后税后净利润 1310 万澳元。我们认为上海医药可以充分借助其强大的线下分销和零售渠道资源以及上药云健康的 B2C、B2B 平台资源，迅速提升 Vitaco 在中国市场的品牌影响力和市场份额，实现业务上的协同，同时增厚公司的业绩。

在新管理层上任后，公司外延并购的力度进一步加强。2018 年 5 月，公司以 1.44 亿美元的对价从武田手中收购天普 26.34% 的股权，将天普由联营公司转变为绝对控股，纳入公司的工业体系。天普成立于 1993 年，是一家专注于危急重症药品领域，集生物医药研发、生产、营销于一体的全球领先的人尿蛋白质生物制药企业，拥有具备国际先进水平的原料药和冻干粉针、水针、预灌针等制剂生产线，所有生产线均参照欧洲 EMEA 或美国 FDA 标准建造，为广州第一家通过新版 GMP 认证的药企。天普的两大核心产品为注射用乌司他丁（天普洛安）和注射用尤瑞克林（凯力康），2017 年的销售额分别为 8.12 亿元和 2.76 亿元，均是具备较大潜力的重磅品种，纳入公司工业体系后进一步丰富公司的核心产品线。2017 年天普实现收入 11.08 亿元，实现净利润 7964 万元，较 2016 年的收入 14.5 亿元、净利润 2.36 亿元有所下降，我们估计主要源于两票制经销商调整去库存以及股东不稳定带来的消极影响。虽然天普经营情况调整需要时间，但总体来看 2017 年可能是天普的业绩低点，随着后续公司销售体系所带来的协同效应逐步体现，天普将贡献业绩弹性。

在加强并购力度的环境下，继天普股权收购后，我们预计公司在今明两年还将陆续落地并购项目，估计将主要集中于化药领域，持续丰富公司核心产品线。

乌司他丁

乌司他丁是从新鲜人尿中提取的一种能抑制多种蛋白水解酶活力的糖蛋白，属于蛋白酶抑制剂，治疗作用主要针对严重的全身炎症反应，其适应症为急性胰腺炎、慢性复发性胰腺炎、也可作为急性循环衰竭（休克）的抢救辅助用药。乌司他丁于 1985 年首先在日本上市，天普于 1999 年开发其制剂产品“天普洛安”上市，目前仍是国内独家品种。由于乌司他丁能够明显减轻症状、降低患者住院时间、并且安全性良好，是理想的 ICU（重症加强护理病房）用药，因此已在 ICU 得到广泛运用，并被列入多份胰腺炎、脓毒症等相关适应症的临床应用指南。

目前，乌司他丁在城市三级、二级医院的覆盖率已达 60%，合计覆盖约 80% 的 ICU 床位数，2015-2017 年的销售额分别为 10.64 亿元、10.98 亿元、8.12 亿元，2017 年销售额的下降我们估计主要源于两票制经销商调整去库存以及股东不稳定带来的消极影响。根据 PDB 样本医院数据，乌司他丁 2012-2017 年的年均复合增长率约为 4.5%。值得一提的是，注射用乌司他丁 2017 年 PDB 样本医院的销售额为 5.16

亿元，和实际销售额较为接近，意味着该品种的销售主要集中于三级医院，我们估计乌司他汀目前销售额中的 70% 来自三级医院。我们预计在嫁接上药渠道后，天普洛安将逐渐从三级医院向二级甚至县级医院不断拓展，营收和市场份额会有更大发展空间。此外，天普此前的营销网络为垂直密集型，营销团队在危重病领域十分专业，曾经实现“天普洛安”人均 240 万销售额的记录，结合上药营销平台和渠道资源的强大优势，该品种有望持续稳定放量。我们预计乌司他汀未来有望保持 10% 左右的稳定增长。

尤瑞克林

尤瑞克林为人尿激肽原酶，药理作用为舒张脑血管、增加脑血液中血红蛋白含量、降低脑梗塞面积的扩展。该品种为国家一类新药，是治疗轻、中度急性血栓性脑梗塞的最新一代药物，被列入《2010 年缺血性脑卒中诊治指南》。目前，能够改善脑梗缺血区微循环的药品市场竞争相对激烈，同类竞品包括前列地尔、丁苯酞和法舒地尔等。

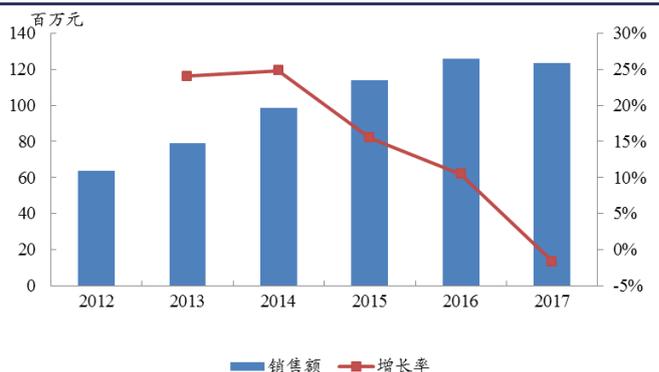
尤瑞克林 2015-2017 年的销售额分别为 3.10 亿元、3.42 亿元、2.76 亿元，2017 年销售额的下降我们估计主要源于两票制经销商调整去库存以及股东不稳定带来的消极影响。根据 PDB 样本医院数据，尤瑞克林 2012-2017 年的年均复合增长率约为 14.2%。随着该品种纳入上药工业体系，受到上药在市场准入和营销推广的协同，产品潜力有望进一步挖掘。我们预计该品种未来仍将主要集中于疾控中心销售，未来收入增速将保持 5%-10% 左右。虽然其退出上一轮谈判目录，但地方医保目前仍有保留，我们预计未来将可能进入下一轮谈判目录，进一步打开该品种的成长空间。

图 19、乌司他汀样本医院 2012-2017 年销售额及增速



资料来源：PDB，兴业证券经济与金融研究院整理

图 20、尤瑞克林样本医院 2012-2017 年销售额及增速



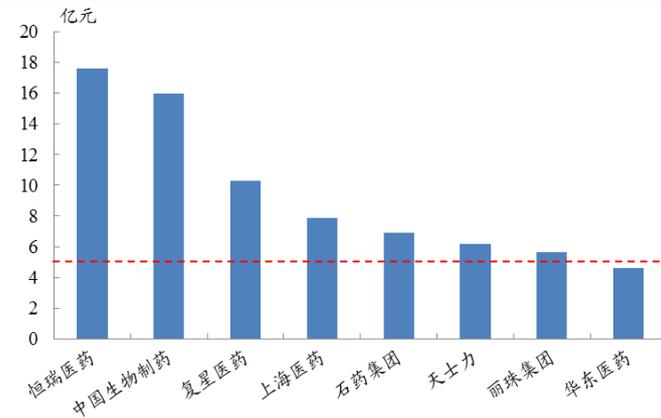
资料来源：PDB，兴业证券经济与金融研究院整理

2.3 持续投入研发，不断培育新增长点

研发方面，公司近年来始终持续加大投入，研发费用 2012-2017 年复合增长率约为 12.3%，为公司未来的长期发展奠定基础。2017 年，公司总研发投入为 8.4 亿元，位居国内前列，是国内少数年研发费用超 5 亿元的上市公司。其中，费用化

投入为 7.9 亿元，同比增长 20.79%，现有研发人员数量已达到 866 人。根据费用投入方向来分，21.14% 投向创新药研发，22.59% 投向仿制药研发，35.43% 投向现有产品的二次开发，20.84% 投向仿制药质量和疗效一致性评价，布局范围广泛。

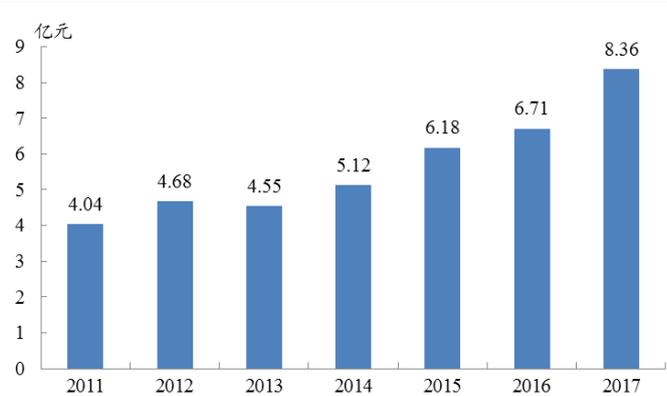
图 21、我国医药上市公司 2017 年研发投入前 8 位



注：仅考虑费用化的部分

资料来源：公司年报，兴业证券经济与金融研究院整理

图 22、上海医药 2011-2017 年研发投入



资料来源：公司年报，兴业证券经济与金融研究院整理

● 一致性评价助力弯道超车

2018 年 4 月 3 日，国务院办公厅正式印发《关于改革完善仿制药供应保障及使用政策的意见》，对促进仿制药研发、提升仿制药质量疗效和完善支持政策 3 个方面提出了 15 项具体指导要求，落实通过一致性评价品种在招标采购、临床使用和医保支付等领域的诸多利好措施，并提出临床急需品种的方向性指导，同时重视仿制药研发、生产技术的发展。从政策角度来看，拥有技术壁垒、有能力进行强制许可申请、具有临床需求未被满足品种、原辅料质量可控的仿制药生产商将享受政策红利，例如一致性评价优先审批、纳入多个关键目录（招采目录、可相互替代药品目录、医保目录）、认定高新企业减税等。我们认为，长期来看普药龙头企业将受益于一致性评价带来的集中度提高，有实力的优质普药企业将优先完成一致性评价，抢占普药类市场有限的准入名额从而提升市场份额（抢夺原研份额+替代国产竞争者份额），同时工商联动的加成效应也将逐渐显现。而上海医药为这类企业中的典型。

目前，一致性评价仍处于相对早期的阶段，289 目录内仍有较多品种尚未确定参比制剂。在这种情况下，布局时间越早、布局种类越多意味着将越有可能在这场竞争中胜出。公司作为目前一致性评价备案数位居前列的企业，拥有较强研发实力、完备在研品种线、原料制剂配套、丰富临床研究资源等优势，有望深度受益于一致性评价。公司已持续布局仿制药领域多年，2017 年的研发费用中 20.84% 投向一致性评价，对应约 1.65 亿元。随着公司更多的项目进入临床阶段，预计今年投入一致性评价的费用将进一步增长。

从研发品种线来看，公司目前参比制剂备案数达到 143 个批文，其中目录外 43

个。截止 2017 年底，公司共计开展 70 个品种（97 个批文）的一致性评价工作，其中 21 个品种（26 个批文）是 289 目录外品种，下表通过参比制剂备案情况梳理公司一致性评价品种。从一致性评价进度来看，公司亦进度较快，截至 2018Q1 盐酸氟西汀胶囊、卡托普利片和盐酸二甲双胍缓释片已完成评价并申报，约 50% 项目已进入临床研究阶段。同时，公司积极争取品种 BE 豁免和国外转国内渠道申报，评价进度方面有望后期提速，我们预计 2018 年底完成评价的批文数将有望达到 30 个。从品种类别来看，一方面公司一致性评价品种和现有的核心品种重合度较低，且较多是市场空间较大的品种，随着一致性评价的逐步完成将逐渐丰富公司的产品线，进一步促进产品结构调整。另一方面，政策鼓励仿制临床必需、疗效确切、供应短缺的药品，而公司目前正在推进的项目中有不少为临床急需短缺药，例如华法林钠片、磷酸氯喹片、地高辛片等。

表 2、公司一致性评价品种梳理（已备案）

子公司	备案编号	备案时间	通用名	剂型	规格	289 目录品种
上药信谊	2016070372	2016/7/15	地高辛片	片剂	0.25mg	是-158
	2016070373	2016/7/15	格列吡嗪片	片剂	5mg	是-70
	2016070374	2016/7/15	盐酸普罗帕酮片	片剂	150mg	否
	2016100188	2016/10/12	雷贝拉唑钠肠溶片	片剂（肠溶）	10mg	否
	2016100372	2016/10/18	甲氧蝶呤片	片剂	2.5mg	是-225
	2016100373	2016/10/18	螺内酯片	片剂	20mg	是-89
	2016100404	2016/10/19	盐酸二甲双胍缓释片	片剂（缓释片）	0.5g	否
	2016100405	2016/10/19	盐酸二甲双胍片	片剂	0.5g	是-37
	PT2016110504	2016/11/24			0.25g	
	2016100703	2016/10/31	乌苯美司片	片剂	10mg	否
	2016100704	2016/10/31	枸橼酸莫沙必利胶囊	胶囊剂	5mg	否
	2016110031	2016/11/2	华法林钠片	片剂	2.5mg	是-196
	PT2017050018	2017/5/3			1mg	
	2016110052	2016/11/3	阿普唑仑片	片剂	0.4mg	是-69
	2016110054	2016/11/3	艾司唑仑片	片剂	1mg	是-66
	PT2016110328	2016/11/14	盐酸胺碘酮片	片剂	0.2g	是-111
	PT2016110503	2016/11/24	氯氮平片	片剂	25mg	是-56
	PT2016120228	2016/12/26	盐酸乙胺丁醇片	片剂	0.25g	是-28
	PT2016120227	2016/12/26	法莫替丁片	片剂	20mg	是-102
	PT2017010021	2017/1/9	吡嗪酰胺片	片剂	0.5g	否
PT2017010020	2017/1/9	制霉素片	片剂	50 万单位	是-92	
PT2017010124	2017/1/18	氢氯噻嗪片	片剂	25mg	是-50	
PT2017060149	2017/7/6	双氯芬酸钠缓释片	缓释片	100mg	是-256	
PT2017070083	2017/7/21	硫唑嘌呤片	片剂	50mg	是-211	
常州制药	2016070127	2016/7/6	阿奇霉素胶囊	胶囊	0.25g	是-88
	2016070128	2016/7/6	布洛芬片	片剂	0.1g	是-11
	2016070129	2016/7/6			0.2g	
	2016070130	2016/7/6	多潘立酮片	片剂	10mg	是-181
	2016070131	2016/7/6	富马酸酮替芬片	片剂	1mg	否
	2016070132	2016/7/6	吉非罗齐胶囊	胶囊	0.3g	否
	2016070133	2016/7/6	卡托普利片	片剂	12.5mg	是-16
	2016070134	2016/7/6			25mg	
	2016070135	2016/7/6	氯氮平片	片剂	25mg	是-56
	2016070136	2016/7/6	马来酸依那普利片	片剂	10mg	是-140
	2016070137	2016/7/6			5mg	
	2016070138	2016/7/6	氢氯噻嗪片	片剂	25mg	是-50
	2016070139	2016/7/6	熊去氧胆酸片	片剂	50mg	是-93
	2016070140	2016/7/6	盐酸多西环素片	片剂	0.1g	是-48
	2016070141	2016/7/6	盐酸二甲双胍片	片剂	0.25g	是-37

请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明

	2016070142	2016/7/6	盐酸哌唑嗪片	片剂	1mg	是-107	
	2016070143	2016/7/6	盐酸特拉唑嗪片	片剂	2mg	是-159	
	2016070144	2016/7/6	叶酸片	片剂	0.4mg	是-99	
	2016070145	2016/7/6			5mg		
	2016070146	2016/7/6	异烟肼片	片剂	100mg	是-6	
	2016100035	2016/10/8	复方利血平片	片剂	复方	是-68	
	2016100428	2016/10/20	卡托普利片	片剂	25mg	是-16	
	2016100429	2016/10/20			12.5mg		
	2016100439	2016/10/20	盐酸多西环素片	片剂	100mg	是-48	
	2016100440	2016/10/20	叶酸片	片剂	5mg	是-99	
	2016100441	2016/10/20			0.4mg		
	PT2016110224	2016/11/11	替米沙坦胶囊	胶囊剂	40mg	否	
	PT2017040117	2017/4/17	氢氯噻嗪片	片剂	25mg	是-50	
新亚药业	2016090001	2016/9/1	注射用兰索拉唑	冻干粉针剂	30mg	否	
	2016090280	2016/9/23	盐酸贝那普利片	片剂	10mg	否	
	2016090281	2016/9/23			10mg		
	2016100520	2016/10/21	马来酸依那普利片	片剂	10mg	是-140	
	2016100521	2016/10/21			5mg		
	2016100567	2016/10/24	盐酸贝那普利片	片剂	10mg	否	
	2016100568	2016/10/24	头孢拉定胶囊	胶囊	0.25g	是-19	
	2016100569	2016/10/24	阿莫西林胶囊	胶囊	0.25g	是-21	
	2016100570	2016/10/24	复方磺胺甲噁唑片	片剂	400mg:80mg (磺胺甲噁唑:甲氧苄啶)	是-1	
	2016100571	2016/10/24	头孢氨苄胶囊	胶囊	0.25g	是-13	
	2016100572	2016/10/24			0.125g		
	2016100573	2016/10/24	盐酸克林霉素胶囊	胶囊	0.15g	是-46	
	2016100574	2016/10/24			75mg	否	
	2016100575	2016/10/24			300mg	否	
	2016100647	2016/10/27	注射用兰索拉唑	冻干粉针剂	30mg	否	
	2016100665	2016/10/28	盐酸洛哌丁胺胶囊	胶囊	2mg	否	
	2016100666	2016/10/28	阿奇霉素片	片剂	0.25g (25万单位)	是-78	
		PT2016110030	2016/11/8	甲钴胺片	片剂	0.5mg	否
		PT20161100604	2016/11/8	西尼地平片	片剂	5mg	否
		PT2016110114	2016/12/15	兰索拉唑肠溶片	片剂(肠溶片)	15mg	否
	PT2016110113	2016/12/15	头孢克肟分散片	片剂	50mg	否	
	PT2016110112	2016/12/15	头孢丙烯胶囊	胶囊剂	0.25g	否	
	PT2016110111	2016/12/15			0.125g		
中西三维	2016080224	2016/8/15	溴吡斯的明片	片剂	60mg	是-258	
	2016080226	2016/8/15	柳氮磺吡啶肠溶片	片剂	250mg	是-170	
	2016080227	2016/8/15	氟康唑胶囊	胶囊剂	50mg	是-81	
	2016080228	2016/8/15	熊去氧胆酸片	片剂	50mg	是-93	
	2016080229	2016/8/15	盐酸倍他司汀片	片剂	4mg	是-166	
	2016080232	2016/8/15	卡马西平片	片剂	0.1g	是-35	
	PT2017060083	2017/6/14	盐酸倍他司汀片	片剂	4mg	是-166	

资料来源: 药智网, 兴业证券经济与金融研究院整理

● 布局创新药, 为长期发展提供增长点

研发能力、产品梯队一直以来都是医药工业企业的核心竞争力之一, 在现有品种众多的基础上, 公司也十分重视创新药的研发, 持续布局多年, 2017年的研发费用中 21.14%投向创新药研发, 对应约 1.67 亿元。公司通过上海医药中央研究院与分院、国家级企业技术中心以及 10 个省市级企业技术中心、海外研发中心建立起互动一体化的研发体系。同时, 公司采用开放式的研发模式, 在自主研发的基础上, 与中国科学院、国内诸多高校、日本田边三菱制药株式会社、复旦张江等机

请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明

构建立紧密合作关系，持续构建具有前瞻性的创新药物研发产品链与具有临床价值和技术特色的改良创新药产品链。

目前,公司在研创新药项目已超过 10 项,其中包含较多市场空间较大的重磅品种。现阶段处于二期临床的项目有多替泊芬、雷腾舒(类风关适应症)和 SPH3127(肾素抑制剂),其中 SPH3127 有望成为 best-in-class 的药物。处于一期临床的包括注射用重组抗 HER2 人源化单抗-MCC-DM1 偶联剂、重组抗 CD20 人源化单抗和 SPH1188(EGFR 抑制剂)等重磅品种。随着这些品种未来的逐步上市,将为公司长期发展提供增长点。

从布局创新药的策略上来,公司倾向于布局热门靶点但存在差异化的品种,例如双特异抗体和 ADC 药物,在具备较大市场空间的同时避免过度激烈的竞争。在现有研发管线的基础上,我们预计公司将会布局 PDL-1 和 Car-T 等品种,同时公司将在自有溶瘤病毒的基础上开发新一代的溶瘤病毒。

表 3、公司创新药研发管线

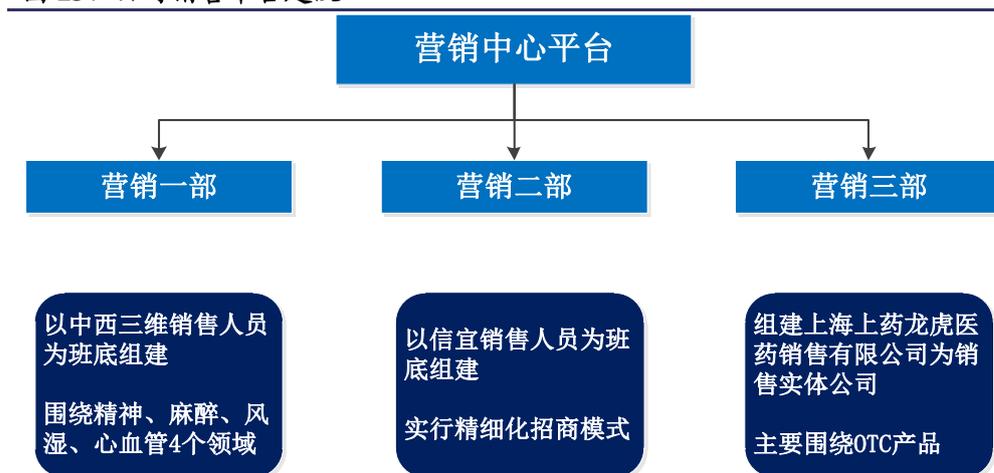
进展情况	研发项目	基本信息	适应症
临床 II 期	多替泊芬	化学药 1 类	肿瘤
	雷腾舒	化药 1.1 类	类风关
	SPH3127 (肾素抑制剂)	化学药 1 类	高血压
临床 I 期	SPH1188 (EGFR 抑制剂)	化学药 1 类	非小细胞肺癌
	HER2 复方抗体	生物药 1 类	Her2 阳性的乳腺癌
	重组抗 CD20 人源化单抗	生物药 2 类	CD20 阳性的非霍奇淋巴瘤
	TNF α 受体 Fc 融合蛋白	生物药 7 类	类风关
	注射用重组抗 HER2 人源化单抗-MCC-DM1 偶联剂 (T-DM1)	生物药 2 类	HER2 阳性的局部晚期或转移性乳腺癌
申报临床	雷腾舒	化药 1 类	艾滋病慢性异常免疫激活
	SPH3348	化药 1 类	肺癌、肝癌、胃癌
	SPH4480		

资料来源: 公司年报, 兴业证券经济与金融研究院整理

2.4 持续推进营销改革, 打造高效销售平台

由于上药特殊的发展历史, 子公司普遍具有独立的生产、销售体系, 营销体系较为分散, 销售环节一直以来都是制约公司工业业务发展的瓶颈之一, 阻碍公司潜力品种的充分成长。针对这一情况, 公司于 2013 年开始启动营销改革, 成立营销中心平台, 打造终端自营、精细化代理和 OTC 三个销售模块。其中, 营销一部主要以中西三维销售人员为班底组建, 围绕精神、麻醉、风湿、心血管 4 个领域打造队伍; 营销二部以信宜为班底, 实行精细化招商模式; 营销三部设立上海上药龙虎医药销售有限公司作为销售实体公司。

图 23、公司销售平台建设

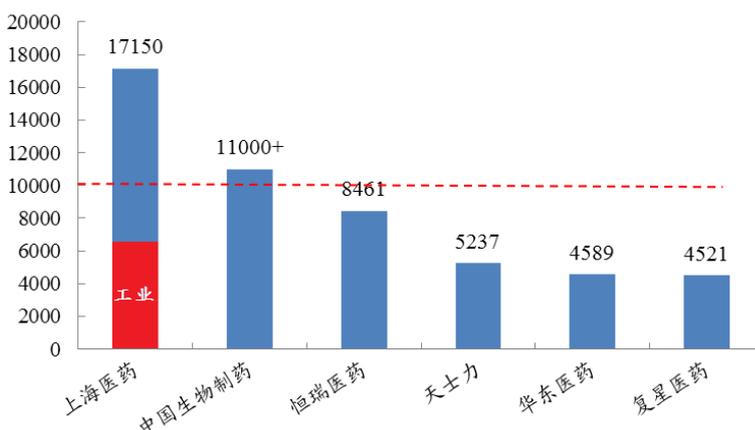


数据来源：公司资料，兴业证券经济与金融研究院整理

营销改革后，营销中心平台无论在销售业绩、内部管理、团队建设等方面都取得了显著提升，重点产品实现了集团领先、高于市场平均水平的良好增长。营销一部以学术营销为导向，形成了一支能与原研产品队伍比肩的专业终端营销团队，其负责的硫酸羟氯喹片，通过与竞品在学术推广的差异化分析，确立核心学术推广点，突显临床核心价值，2017年实现销售收入5.51亿元，同比增长13.4%，市场占有率80%，增长超过原研产品；盐酸度洛西汀肠溶片和肠溶胶囊在治疗抑郁症方面挖掘学术价值，提高成为专科用药的认知度，2017年实现销售收入1.71亿元，同比增长23.7%，增长超过原研产品。营销二部以构建精细化渠道网络为导向，推动招商市场覆盖率提升，其负责的甲氨蝶呤片，加强渠道库存、销售团队管理，同时加强信息化建设，2017年销售收入1.18亿元，同比增长16.9%；柳氮磺吡啶肠溶片在精细化渠道管理的同时，带动临床应用，2017年的销售收入1.01亿元，同比增长99.0%；沙丁胺醇吸入剂的终端销量提升，2017年销售收入1.2亿元，同比增长141.6%。

在营销一二三部逐渐完善的情况下，我们预计公司未来将可能进行新一轮的营销改革，将可能把现有主要子公司的销售团队都纳入到集团营销体系下，实行统一管理，再通过事业部制或分线管理的方式划分现有产品线，提升运营效率。比较来看，公司2017年销售人员数量超过1.7万人，其中约6000多人负责工业板块，位居国内前列，但营销体系的分散促使营销人员没有实现效率最大化。若未来公司营销体系能进一步统筹管理，我们认为将对核心品种放量以及销售费用控制产生较强推动作用。

图 24、我国部分药企 2017 年销售人员数量对比



数据来源：公司资料，兴业证券经济与金融研究院整理

3、商业板块：继续深化全国布局，龙头将强者恒强

3.1 全国分销龙头，版图持续扩张

上海医药一直是全国医药分销领域的龙头企业，根据商务部数据，公司始终位于全国流通行业收入规模排名第三位，仅次于中国医药集团总公司及华润医药商业集团。

表 4、2016 年医药流通公司主营业务收入排名

序号	企业名称	主营业务收入（万元）
1	中国医药集团总公司	29880975
2	华润医药商业集团有限公司	11459337
3	上海医药集团有限公司	11377099
4	九州通医药集团有限公司	6155684
5	广州医药有限公司	3628497
6	南京医药股份有限公司	2662436
7	中国医药健康产业股份有限公司	2573999
8	康德乐股份（香港）有限公司	2540286
9	华东医药股份有限公司	2537967
10	安徽华源医药股份有限公司	2096004

数据来源：商务部，兴业证券经济与金融研究院整理

作为国内医药商业龙头公司，公司分销业务 2017 年实现收入 1161.5 亿元，同比增长 6.93%，主要来源于存量业务的内生增长。根据收入结构来看，公司医院纯销占比由去年同期的 60.79% 提升至 2017 年末的 62.35%，我们预计随着两票制的推进这个比例将有望继续上升，调拨业务的逐步减少亦是公司商业板块收入端增速下降的主要原因。我们预计公司今年仍将调整超过 100 亿收入体量的调拨业务，对分销业务总体收入增速产生一定的拖累。不考虑康德乐并表等外延因素，我们

预计今年分销板块内生增速有望实现约 7%-9% 左右，后续随着调拨业务逐渐调整完成，分销业务增速有望进一步回升。

图 25、分销业务 2013-2017 年收入及增速

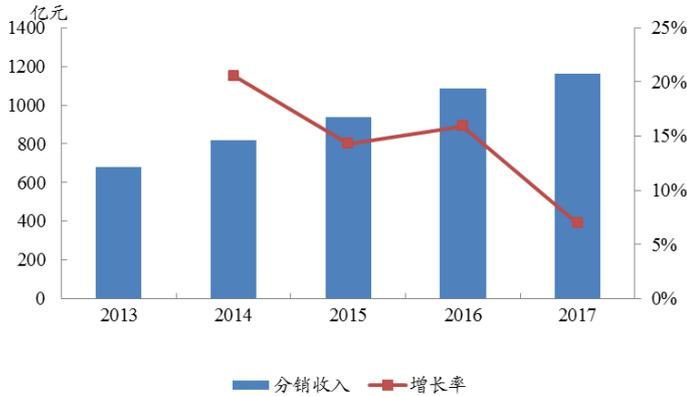
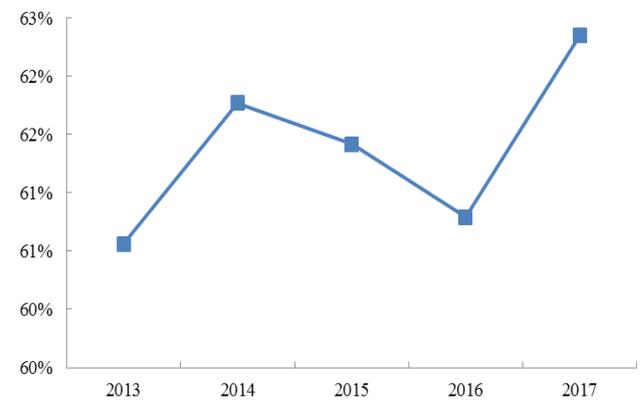


图 26、分销业务 2013-2017 年纯销占比



资料来源：公司年报，兴业证券经济与金融研究院整理

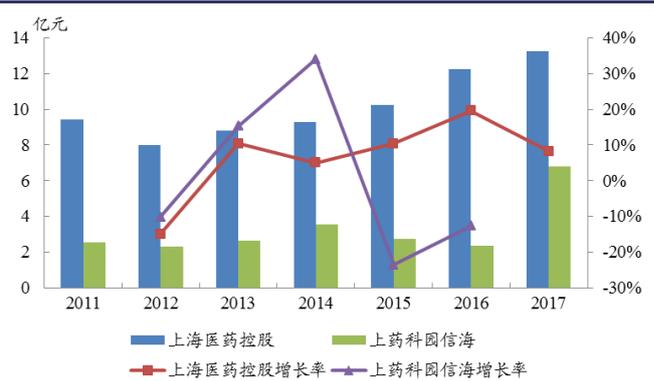
资料来源：公司年报，兴业证券经济与金融研究院整理

从架构来看，公司商业板块主要依托于两个业务平台——上海医药控股有限公司和上药科园信海医药有限公司。上海医药控股有限公司主要覆盖华南、华东等地区，旗下包含华氏大药房，目前已在全国建立覆盖 13200 多家的医疗机构终端网络，完成华东地区所有三甲医院覆盖。上药科园信海医药有限公司主要覆盖华中、华北地区（省级平台覆盖北京、湖北、陕西、河南、大连、吉林、河北、内蒙等）。两大平台近年来收入和利润均保持相对平稳的增长，上药科园 2017 年利润呈现较大幅度的提升，我们估计可能源于北方地区纯销比例提升相对较快，促使利润率获得提升。

图 27、分销两大平台 2013-2017 年收入及增速



图 28、分销两大平台 2013-2017 年利润及增速



资料来源：公司年报，兴业证券经济与金融研究院整理

资料来源：公司年报，兴业证券经济与金融研究院整理

我们认为随着“两票制”、营改增、流通自查等系列重磅政策相继出台后，医药商业原有业务模式、竞争格局面临重新洗牌，行业并购整合明显提速，商业批发企业可能由现有的 13000 家减少至 3000 家，上海医药、华润医药、国药控股三家的市占率将达到 50% 以上，最终形成“3+N”的 3 家全国龙头和 N (N<20) 家区域龙头的局面，公司作为全国 3 家龙头之一，将显著受益于行业集中度的提升。目前，

请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明

公司稳步推进全国化布局，2017 年通过康德乐中国业务、上药控股四川、上药控股徐州等多个并购项目，在四川、重庆、贵州和天津实现突破，使公司的分销网络由 20 个省份扩展至 24 个，加速了到 2020 年覆盖全国 28 个省份的发展步伐。从区域份额来看，华东区是公司传统的优势区域，公司在上海的市场占有率近 50%，在浙江、江苏等省份亦拥有超过 10% 的市场份额，华南、华北市场占有率也保持全国领先地位。在此基础上，公司进一步拓展在华北、中原、西部等业务空白区域的医药分销业务网络布局，去年以来四川省的收入规模快速增长，同时贵州、海南、辽宁、内蒙等省份的网络亦在快速完善。

图 29、公司分销业务区域布局情况

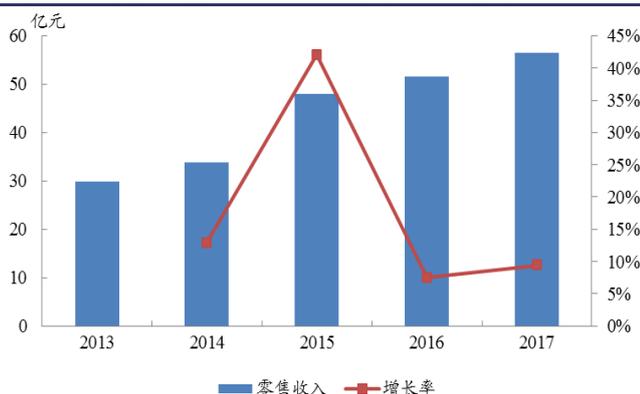


数据来源：公司官网，兴业证券经济与金融研究院整理

3.2 创新零售模式继续推进

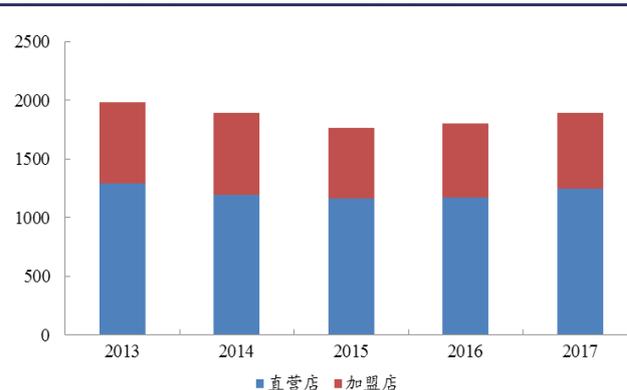
公司零售业务历史悠久，旗下有多家知名药房品牌，拥有较好的口碑和市场占有率。从经营情况来看，公司零售业务 2017 年实现收入 56.40 亿元，同比增长 9.44%；毛利率 16.36%，同比上升 0.84 个百分点。从规模来看，公司规模居全国药品零售行业前列，截至 2017 年分布在全国 16 个省区市的零售药房总数超过 1892 家，其中直营店 1247 家，旗下上海华氏大药房是华东地区拥有药房最多的医药零售公司之一。

图 30、零售业务 2013-2017 年收入及增速



资料来源：公司年报，兴业证券经济与金融研究院整理

图 31、零售终端 2013-2017 年数量情况



资料来源：公司年报，兴业证券经济与金融研究院整理

整体来看，公司零售业务分为传统零售药房和创新业务。近年来，零售行业逐渐进入“跑马圈地”的阶段，促使传统药房的估值水涨船高，且国企运营机制相对于民企并不具备优势，因此我们预计短期内公司将不会对传统零售药房进行全国性扩张，而是深耕华东地区。短期来看，我们认为公司对零售业务的发展重心将集中于创新业务，包括医院供应链管理（SPD）、药房托管、高端药品直送（DTP）、疫苗和高值耗材配送等。

公司以上药云健康为发展处方药新零售“互联网+”业务平台，已初步形成从处方获取与管理、实现与配送及处方增值服务的处方药新零售价值链闭环。电子处方流转端，2017 年实现对接各级医疗机构 214 家，处理超 200 万张电子处方。处方配送端，公司是较早布局 DTP 业务的分销龙头之一，目前 DTP 业务规模位居国内前列，在华东、华北地区拥有 40 余家 DTP 药房。康德乐中国在 22 个城市拥有 30 家 DTP 药房，并入后进一步确立了国内第一大 DTP 专业品牌连锁药房地位，门店总数增长至超 70 家。未来公司将继续布局 DTP 药房，我们预计门店数有望快速扩张到 150 家。

3.3 收购康德乐，协同效应显著

2017 年 11 月，上海医药下属全资子公司 Shanghai Pharma Century Global Limited 以约 5.57 亿美元的对价收购 Cardinal Health, Inc.（“康德乐”）的下属子公司 Cardinal Health (L) Co., Ltd.（“康德乐马来西亚”）100% 的股权。康德乐马来西亚的核心资产是其直接或间接持有的于香港及中国大陆境内设立的全部中国业务实体（“康德乐中国”），主要分为五大板块：药品分销、医疗器械分销、医院直销、特质药以及特质药房与商业技术板块。公司通过收购康德乐马来西亚，间接获得其于香港及中国境内设立的全部中国业务实体。康德乐中国作为国内第八大分销企业，拥有 14 个直销公司、17 个分销运营中心，分销商网络覆盖 322 座城市，服务近 11000 家医疗机构等下游客户，同时拥有 30 家 DTP 药房。从康德乐中国的经营情况来看，2016Q3-2017Q2 财年实现营业收入 255.2 亿元，同比增长 12.8%，其分销业务规模位居国内第八位；2016Q3-2017Q2 财年实现净利润 1.31 亿元，同比下降

13.8%，主要源于资产减值、重组费用等因素的影响。

考虑到康德乐中国的市场稀缺性（从未出现过分销规模达到 200 亿元企业的并购）；和公司较强的协同效应；以及其在进口产品代理、国际供应链管理、专业药房等领域的优势，此次收购后公司的分销板块实力将得到较大的增强，为公司发展带来较强的促进作用。一方面，康德乐中国是国内最大的进口医药品代理商之一，其产品结构中 80% 以上是跨国企业的品种。而上药的产品结构中约 60-65% 的品种是国产产品，因此由于品种的互补性，将可以使公司提供更全面的分销服务。同时，此次收购将提升公司的国际医药供应链服务能力，丰富公司代理的药品和非药产品种类（康德乐中国代理医药产品 16000 余种、非药产品 24000 种），进口药品的总代理品种数跃升至行业第一，成为国内最大的进口药品代理商和分销商。另一方面，创新业务协同效应显著，为公司扩增 30 家 DTP 药房。同时，康德乐中国是国内领先的医疗器械分销商、特质药代理商和第三方物流商之一，创新性地为客户提供技术驱动的解决方案和端到端的供应链管理，该业务的注入将有助于扩大上药在医疗器械和特质药的业务规模和特色。

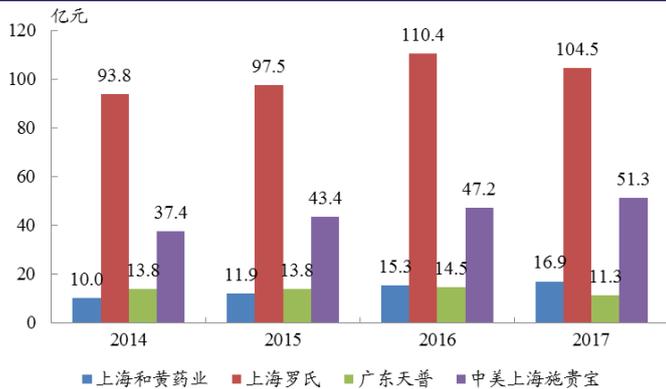
目前，康德乐整合顺利。考虑到资本支出以及财务费用的影响，预计短期内康德乐将仅贡献收入，对利润贡献有限。但随着康德乐的步入正轨，协同效应的显现，预计未来将为公司医药商业板块加速增长提供动力。

4、联营公司将提供业绩弹性

公司 2017 年扣非归母净利润增速表现较弱，主要源于合联营企业所带来的影响，当期权益法核算的长期股权投资（计入投资收益）为 5.52 亿元，同比下降约 42.1%，拖累公司 2017 年业绩增速。

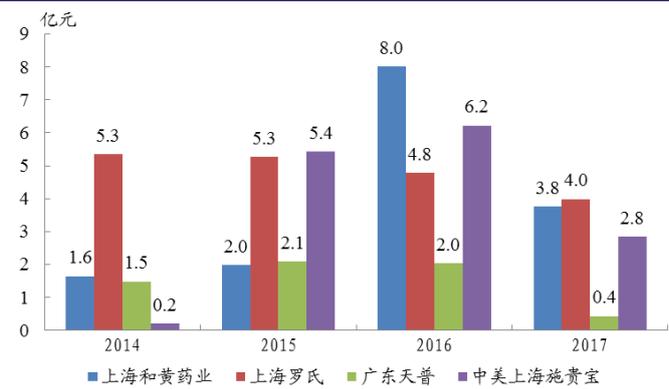
公司贡献业绩较多的合联营企业主要有和黄药业、上海罗氏、中美上海施贵宝和广东天普，广州天普已于 2018 年并表，核心品种纳入公司工业体系。从业绩角度来看，我们认为 2017 年是这些合联营公司低谷的一年，均受到不同原因的影响。和黄药业的利润波动主要源于 2016 年确认非经常性损益的一次性影响，剔除 2016 年来看和黄的净利润水平保持稳步上升趋势。上海罗氏业绩受到冲击，主要源于谈判降价导致其核心单抗品种短期销售收入出现萎缩，但随着进入全国医保所带来的放量，以价换量之下预计今年收入将有所恢复。中美上海施贵宝主要源于经营调整，对各个板块事业部重组进而组建新的市场推广队伍，预计在重组完成后有望在今年逐渐显现效益。因此，整体来看，虽然 2018Q1 合联营企业的贡献仅基本持平去年，但我们预计在低基数情况下一季度之后联营公司的经营情况将逐渐改善，有望为公司贡献较强的业绩弹性。

图 32、主要合联营企业 2014-2017 年营业收入



资料来源：公司年报，兴业证券经济与金融研究院整理

图 33、主要合联营企业 2014-2017 年净利润



资料来源：PDB，兴业证券经济与金融研究院整理

此外，上药作为国内进口药经销商龙头或将受益于市场发展趋势。2017 年以来，海外品种申报提速、进口原研药谈判降价、抗癌药零关税等政策促使进口优质品种在国内的加速上市以及放量。上海医药作为国内进口药品经销商龙头，有望受益于市场发展趋势，不仅可以提升自身分销业务业绩，还有利于联营公司的加速发展。目前，公司是国内最大的进口药品代理商和分销商，代理进口药品达到 223 个品规，我们估计公司 2017 年进口合资品种销售收入约为 300 亿元左右，主要供应商超过 50 家，基本覆盖全球 500 强制药企业（包括葛兰素史克、默克、默沙东、辉瑞、罗氏、诺和诺德等），其中独家合作的企业超过 30 家。从品种来看，公司经销较多重磅品种与新特药品种，重磅品种包括依西美坦（辉瑞）、达沙替尼（BMS）、盐酸伊达比星（辉瑞）等；新特药品种包括奥希替尼、维莫非尼、尼洛替尼、西妥昔单抗等，其中抗肿瘤药超过 10 个。

2018 年 6 月，BMS 的重磅 PD-1 品种 Opdivo 与上药控股达成战略合作协议，我们猜测协议内容可能涵盖策略制定、营销推广、渠道管理等多项环节。成功成为 Opdivo 的国内代理商，彰显了公司作为国内最大的进口药品代理商和分销商，其获得进口药品代理权的能力，以及公司完善的分销配送系统。

5、长期有望受益于工商一体化

5.1 他山之石可以攻玉，美国流通巨头发展之路

自 1984 年《Hatch-Waxman 法案》（《药品价格竞争和专利期保护法》，俗称《仿制药法》）通过后，美国仿制药行业进入了高速发展阶段，仿制药销售量占总处方量的比例不断上升，仿制药占处方药的比例从 1980 年代早期的 10% 增加到 2016 年的 90%。仿制药的快速发展不仅带动了制药企业的繁荣，也促使医药流通企业获益。

美国的药品批发商经过十年的淘汰，从 200 多家少至 50 家，前三家已占有 96% 以上批发业务，批发业务呈高度集中态势。在美国药品流通领域主要有三大巨头：

McKesson、AmerisourceBergen 和 Cardinal，已度过了通过上下游整合兼并扩大市场份额的阶段，由纯粹的药品分销、配送向服务转型：对上游生产企业提供全方位方案解决服务，例如在当地的招标、物价、报销及医生教育工作；对下游医疗机构不仅保证药品配送品种齐全、即时到位及药品质量，同时提供提升医院收益、药品治疗、药房管理体系方案及药剂人员知识和技能提升方案、患者信息收集运用方案；针对零售药店，还提供药店低成本运作方案、药店信息集成运用方案、患者用药教育方案，并最终提供社区及家庭的健康管理方案。

图 34、美国三大巨头占批发市场 96% 份额



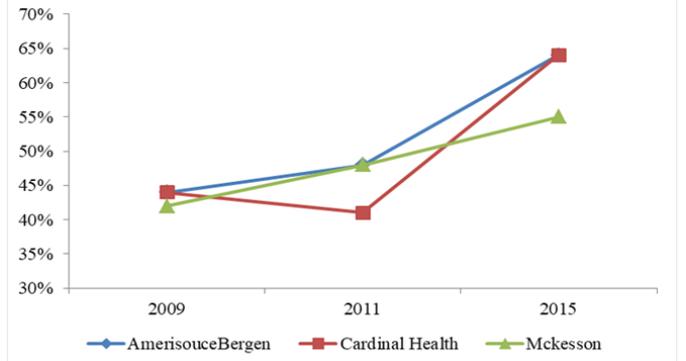
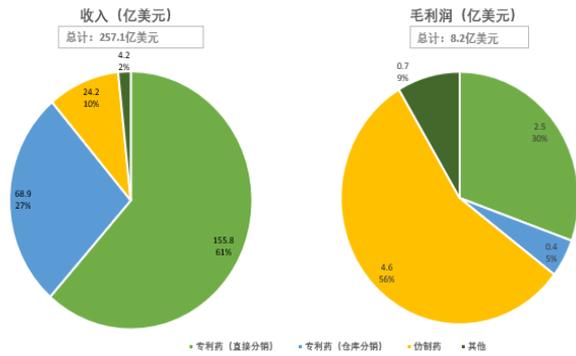
数据来源：兴业证券经济与金融研究院整理

美国药品从生产商到达销售终端主要由批发企业提供第三方外包物流服务。已发展完善的医药分家与药品分类管理制度使得零售终端占据了药品消费的主导地位，零售药店通常选择与批发商形成稳定同盟，主要通过批发商采购药品。因此，药品批发商在药品定价中具备一定的话语权，能够通过衡量市场容量与竞争程度与生产商谈判协商。

与创新药相比，仿制药由于存在多个供应商，存在更大的议价空间。而越是垄断的批发商，上游议价能力就越强，仿制药价格越低，进而利润越高。美国在鼓励销售仿制药的同时，也把仿制药的利润割让给了分销商。因此，仿制药逐步成为医药流通企业利润的重要来源，2009年美国三大批发商的收入10%来源于仿制药，而毛利润56%来源于仿制药。三大药物批发商的利润增速也从2009年以来实现持续提升。

图 35、2009 年美国三大批发商的收入及毛利润来源

图 36、美国三家药物批发商利润增速情况



资料来源：Pembroke Consulting, 药智网, 兴业证券经济与金融研究院整理

资料来源：Pembroke Consulting, 兴业证券经济与金融研究院整理

5.2 一致性评价下，上海医药将长期受益

长期来看，一致性评价将会利好工商一体化的企业，受益品种以普药为主，上海医药为这类企业的典型。公司是文号资源众多且有能力投入一致性评价的普药龙头企业，可以在一致性评价这一药品的“供给侧改革”中获得持续性的改善，而不至于受到长期大幅降价带来的竞争格局恶化的影响。其工商一体化的特征又可以帮助公司借助规模效应来降低成本，同时快速推广药品，加速挤占被“洗盘”的小公司的份额，一举多得。

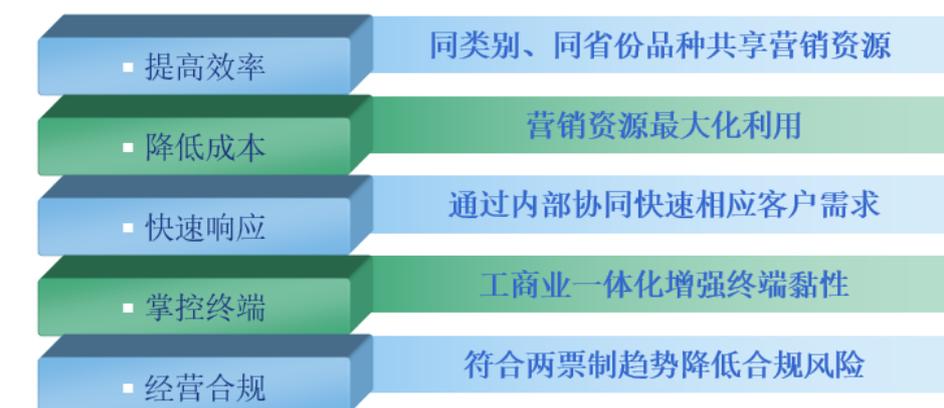
一方面，工商一体的集团化公司在普药生产和营销上具备成本和规模化优势。目前和创新药以及品牌仿制药相比，大多数普药品种由于上市时间已久、市场竞争激烈，导致其毛利率较低，因此生产端往往需要分摊固定成本和折旧，这就使得一条生产线生产的普药品种越多，规模效应越强。流通环节同样如此，商业端往往承担着回款的角色，低毛利率的特征使得大多数普药企业不太可能进行大额投资建设自有销售推广团队，因此渠道招商和终端拉动成为重要的市场推广策略。基于这一特点，工商一体化的企业可以利用同一营销团队推广多个品种，有利于发挥渠道和营销资源价值最大化，提高资源利用效率，形成规模效应。借鉴海外的发展趋势，流通行业的发展最终将促使行业集中度大幅提升，在通用名药物等制度的推动下流通商的渠道优势将逐渐显现，在分销的同时不断加强自身营销推广能力和终端控制能力，利好自身工业体系。

因此，长期来看，普药生产企业的集中度将会提升，大型普药集团具备规模化的竞争优势。并且，原来诸多进行普药招商和代理的商业企业逐步消失，对于没有自身营销资源的普药生产企业带来了新的挑战。而像上海医药这类工商业一体的普药商业企业，则有望借助于原有的商业营销资源，填补此前厂家留下的市场空白，发挥渠道资源的最大化以扩大市场份额。

另一方面，工商协同推动内部经营整合，延伸价值链，加快市场推广。工商业巨头通过内部协作或内部联合实现工商业一体化协同无疑是个双赢的局面。特别是

在一致性评价进程中，部分小型药企会放弃竞争较为激烈、营收占比不大的品种，转而集中精力保护主力产品，因此具备规模效应的大型工商一体化集团可以利用其市场和渠道优势，快速抢占小企业的退出市场份额，完成替代。从效果来看，工商业协同一体化首先通过同类别、同省份的品种共享营销资源减少了以前各自为战的局面，提高了营销的效率也降低了成本，实现在对客户的更加快速的响应，增加了客户的黏性，同时也带来了产业链向上/下游的延伸。

图 37、工商联动一体化的优势



资料来源：兴业证券经济与金融研究院整理

我们认为一致性评价对于行业来讲，最大的利好便是提高仿制药领域的行业集中度，大幅改善国内药企的竞争格局，加快对外资原研的进口替代进程。工商一体化大型医药集团有望利用其成本、规模和合规优势，一方面蚕食外资药企的市场份额，完成进口替代，一方面抢占中小企业退出后的市场空白，优胜劣汰、强者恒强的竞争格局会愈加明显。从公司目前的一致性评价布局来看，公司备案品规规模为全国最大，并且其中以普药品种居多，未来有望借助工商一体化奠定优势。

6、费用合理控制，财务指标整体稳健

● 财务费用

两票制的全国推广，虽然减少了流通环节，但也导致了流通商的结算对象由过去弱势的中小经销商变成强势的医院，叠加目前药占比控制等因素对医院造成较大压力，导致流通商回款周期变长、资金压力增大。

从公司财务费用来看，近年来财务费用保持稳定小幅增长的趋势，财务费用率基本维持稳定，仅在 2018Q1 有一定幅度的增长（2018Q1 财务费用为 2.91 亿元，同比增长 65.83%，财务费用率同比增长 0.27 个百分点至 0.80%），我们认为主要源于收购康德乐所导致的利息支出增长以及回款周期增加所带来资金压力。

图 38、上海医药 2013-2018Q1 财务费用及财务费用率



资料来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

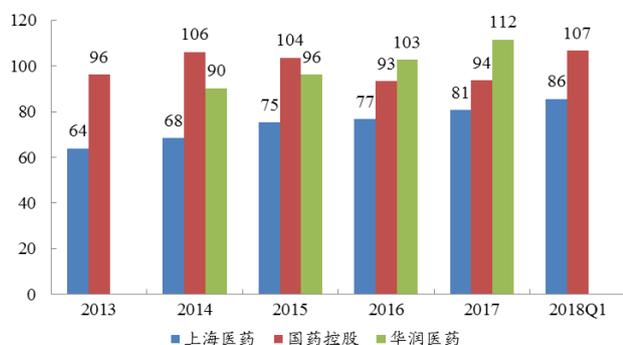
由于华东地区是公司传统的优势区域，亦是公司商业收入的核心来源之一，华东地区医院较好的回款能力促使公司仍能保持较好的账龄结构。从账龄结构来看，除了需要开拓的地区会采用相对激进的措施，公司目前把应收账款主要控制在 1 年以内，2017 年 1 年以内应收账款占总应收款比例达到 90.2%。从应收账款回款天数来看，公司自 2017 年以来呈现加速增长的趋势，2018Q1 增长至 85.6 天。但相较于另两家龙头，公司的应收转款回款周期相对较短。整体来看，公司目前受账期冲击不大。

表 5、上海医药 2017 年应收账款账龄结构 (亿元)

账龄	应收账款金额	占总应收款比例(%)	提取的坏账准备
单项金额重大	13.2	4.04	2.19
1 年以内	293.5	90.17	1.47
单项金额不重大	15.9	4.88	6.14
1-2 年	2.0	0.62	1.01
2-3 年	0.9	0.29	0.95

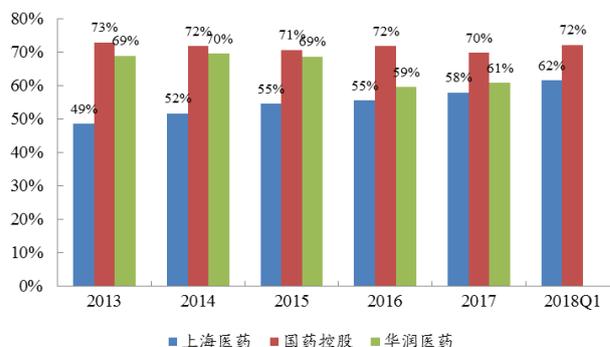
资料来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

图 39、三大医药分销龙头应收账款周转天数对比



资料来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

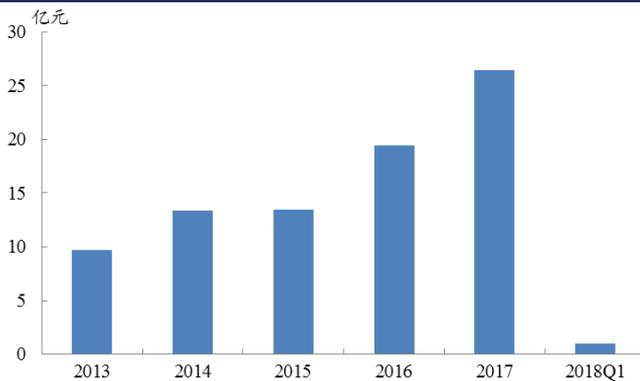
图 40、三大医药分销龙头资产负债率对比



资料来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

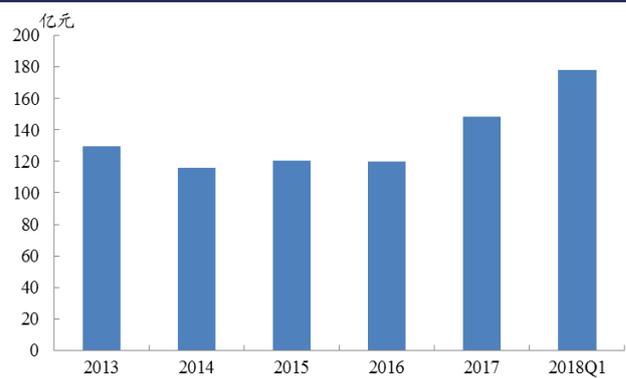
账期延长导致流通商“垫款”量随之增长，进而产生资金压力，而加息周期的冲击导致资金成本上升，进而促使流通商财务费用增长。从公司的资产负债率来看，2017及2018Q1公司资产负债率呈现上升趋势，但目前仍处于合理水平。同时，一方面公司作为国企在资金成本方面具备优势，财务费用压力相对不大。另一方面，公司资金储备良好，虽然2018Q1由于应收账款回笼量减少导致经营活动现金流净额出现波动，但公司货币资金储备始终保持上升趋势，2018Q1已经达到178.3亿元。因此，整体来看，公司资金压力相对不大。

图 41、上海医药 2013-2018Q1 经营活动现金流净额



资料来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

图 42、上海医药 2013-2018Q1 货币资金



资料来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

● 销售费用、管理费用

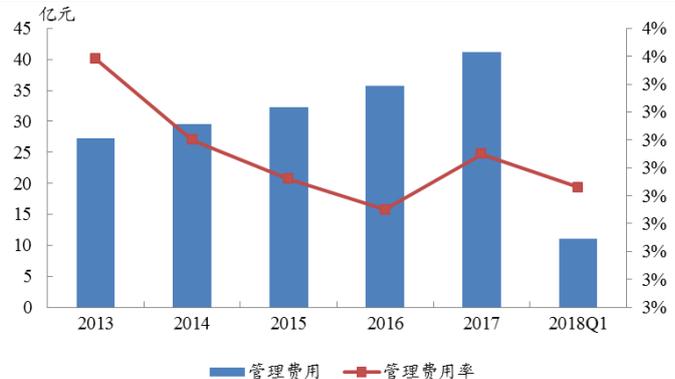
随着公司经营规模扩大，销售费用和管理费用保持稳步增长的趋势。2018Q1公司销售费用率呈现较大幅度提升，当期销售费用约为26.80亿元，同比增长52.14%，销售费用率同比增长2.05个百分点至7.37%，我们认为主要源于工业板块部分品种“底价转高开”所致。管理费用率方面，近年来整体保持稳步下降的趋势，2018Q1管理费用约为11.01亿元，同比增长19.54%，管理费用率同比增长0.25个百分点至3.03%，但较2017年全年有所下降。整体来看，公司销售费用和管理费用控制较好。

图 43、上海医药 2013-2018Q1 销售费用情况



资料来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

图 44、上海医药 2013-2018Q1 管理费用情况

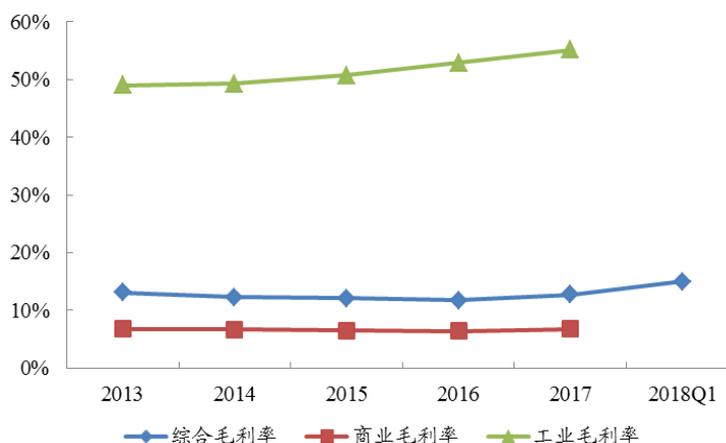


资料来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

● 毛利率

毛利率方面，公司综合毛利率始终保持稳步上升趋势，2018Q1 公司实现综合毛利率约 15.00%，同比上升约 2.62 个百分点。分拆来看，商业毛利率基本保持稳定，近年来随着两票制调整，毛利率较低的调拨业务逐渐被毛利率相对较高的纯销业务替代，商业毛利率呈现小幅上升。2017 年，公司商业板块实现毛利率约 6.75%，同比上升 0.28 个百分点。工业板块的毛利率相对提升较快，主要源于产品结构调整，高毛利率品种占比逐渐提升所致。2017 年，公司工业板块实现毛利率约 55.14%，同比上升 2.26 个百分点。2018Q1 公司综合毛利率的快速提升，我们估计主要源于工业板块毛利率的提升，除了高毛利率品种的贡献外，我们认为工业板块部分品种的高开也产生一定的影响。

图 45、上海医药 2013-2018Q1 毛利率情况



资料来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

7、盈利预测

上海医药是工商一体的全国龙头企业。工业方面，产品结构逐渐调整、营销系统进一步完善，促使内生增速逐渐上升；一致性评价逐渐落地，叠加研发管线日益丰富，为公司未来发展源源不断提供动力。商业方面，公司继续扩张分销版图，创新零售业务快速发展，收购康德乐进一步完善公司现有体系，并将为 2018 年业绩贡献少量弹性。此外，在低基数情况下，联营企业的经营情况亦有望触底反弹，为公司今年业绩提供增量。考虑康德乐并表，我们调整公司盈利预测，预计 2018-2020 年收入为 1628.4/1799.4/2015.6 亿元，归母净利润为 39.8/45.5/52.3 亿元，EPS 分别为 1.40、1.60、1.84 元，2018 年 7 月 31 日股价对应 PE 分别为 17、14 和 13 倍，维持“审慎增持”评级。

8、风险提示

两票制调整进度低于预期；一致性评价进度低于预期；康德乐运营情况不及预期；联营公司运营低于预期。

附表

会计年度	2017	2018E	2019E	2020E
流动资产	68642	100372	103858	108393
货币资金	14842	40246	37283	33762
交易性金融资产	1	1	1	1
应收账款	31377	34648	38320	42965
其他应收款	1438	1931	2195	2531
存货	17270	19364	21514	24223
非流动资产	25702	25778	25967	26396
可供出售金融资产	109	102	105	103
长期股权投资	4694	4722	4722	4722
投资性房地产	322	322	322	322
固定资产	7154	7476	7545	7566
在建工程	1537	870	585	493
油气资产	0	0	0	0
无形资产	2641	2320	2000	1680
资产总计	94344	126150	129824	134789
流动负债	49632	66632	67522	69392
短期借款	13746	23746	20746	17746
应付票据	3949	4863	5359	5979
应付账款	23346	28784	31698	35379
其他	8591	9239	9719	10288
非流动负债	5037	14365	11790	8714
长期借款	960	10960	7960	4960
其他	4077	3405	3830	3755
负债合计	54669	81637	79952	78746
股本	2689	2842	2842	2842
资本公积	13507	13507	13507	13507
未分配利润	16578	20371	24783	29859
少数股东权益	5645	6357	7173	8116
股东权益合计	39676	44513	49872	54297
负债及权益合计	94344	126150	129824	134789

会计年度	2017	2018E	2019E	2020E
净利润	3521	3978	4548	5233
折旧和摊销	934	1059	1120	1175
资产减值准备	-58	3	-4	2
无形资产摊销	304	304	304	304
公允价值变动损失	-5	-5	-6	-6
财务费用	677	747	714	465
投资损失	-893	-1071	-1103	-1136
少数股东损益	537	711	817	943
营运资金的变动	1083	-614	2556	3188
经营活动产生现金流量	3777	5352	3971	3404
投资活动产生现金流量	-2685	-7	-227	-467
融资活动产生现金流量	2605	19419	-6707	-6458
现金净变动	3698	24764	-2963	-3521
现金的期初余额	11967	15665	39606	37283
现金的期末余额	15665	39606	37283	33762

会计年度	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入	130847	162837	179935	201557
营业成本	114123	140704	154949	172941
营业税金及附加	392	477	522	605
销售费用	7411	11399	12955	15157
管理费用	4124	4559	5002	5583
财务费用	677	747	714	465
资产减值损失	81	89	94	98
公允价值变动	-5	-5	-6	-6
投资收益	893	1071	1103	1136
营业利润	5228	5927	6796	7838
营业外收入	166	174	183	192
营业外支出	189	165	171	172
利润总额	5205	5936	6808	7858
所得税	1147	1247	1443	1682
净利润	4058	4690	5365	6176
少数股东损益	537	711	817	943
归属母公司净利润	3521	3978	4548	5233
EPS(元)	1.31	1.40	1.60	1.84

主要财务比率

会计年度	2017	2018E	2019E	2020E
成长性(%)				
营业收入增长率	8.3%	24.4%	10.5%	12.0%
营业利润增长率	19.2%	13.4%	14.7%	15.3%
净利润增长率	10.1%	13.0%	14.3%	15.1%
盈利能力(%)				
毛利率	12.8%	13.6%	13.9%	14.2%
净利率	2.7%	2.4%	2.5%	2.6%
ROE	10.3%	10.4%	10.7%	10.9%
偿债能力(%)				
资产负债率	57.9%	64.5%	61.4%	58.2%
流动比率	1.38	1.51	1.54	1.56
速动比率	1.03	1.21	1.21	1.21
营运能力(次)				
资产周转率	1.48	1.48	1.41	1.52
应收帐款周转率	4.29	4.76	4.78	4.82
每股资料(元)				
每股收益	1.31	1.40	1.60	1.84
每股经营现金	0.93	1.88	1.40	1.20
每股净资产	11.97	13.43	15.02	16.86
估值比率(倍)				
PE	18.73	16.52	14.46	12.57
PB	1.94	1.72	1.54	1.37

分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

投资评级说明

投资建议的评级标准	类别	评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级(另有说明的除外)。评级标准为报告发布日后的12个月内公司股价(或行业指数)相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅。其中:A股市场以上证综指或深圳成指为基准,香港市场以恒生指数为基准;美国市场以标普500或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于15%
		审慎增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在5%~15%之间
		中性	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-5%~5%之间
		减持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅小于-5%
		无评级	由于我们无法获取必要的资料,或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件,或者其他原因,致使我们无法给出明确的投资评级
	行业评级	推荐	相对表现优于同期相关证券市场代表性指数
		中性	相对表现与同期相关证券市场代表性指数持平
		回避	相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数

信息披露

本公司在知晓的范围内履行信息披露义务。客户可登录 www.xyzq.com.cn 内幕交易防控栏内查询静默期安排和关联公司持股情况。

使用本研究报告的风险提示及法律声明

兴业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。

本报告仅供兴业证券股份有限公司(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。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考,不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求,在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估,并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求,必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果,本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的,但本公司不保证其准确性或完整性,也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。本公司并不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此相关的其他任何损失承担任何责任。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断,本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌,过往表现不应作为日后的表现依据;在不同时期,本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告;本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时,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。

除非另行说明,本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现。过往的业绩表现亦不应作为日后回报的预示。我们不承诺也不保证,任何所预示的回报会得以实现。分析中所做的回报预测可能是基于相应的假设。任何假设的变化可能会显著地影响所预测的回报。

本公司的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告并非针对或意图发送予或为任何就送、发布、可得到或使用此报告而使兴业证券股份有限公司及其关联子公司等违反当地的法律或法规或可致使兴业证券股份有限公司受制于相关法律或法规的任何地区、国家或其他管辖区域的公民或居民,包括但不限于美国及美国公民(1934年美国《证券交易所》第15a-6条例定义为本「主要美国机构投资者」除外)。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示,否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权,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、复印件或复制品,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。未经授权的转载,本公司不承担任何转载责任。

特别声明

在法律许可的情况下,兴业证券股份有限公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易,也可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。因此,投资者应当考虑到兴业证券股份有限公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。

兴业证券研究

上海	北京	深圳
地址: 上海浦东新区长柳路36号兴业证券大厦15层	地址: 北京西城区锦什坊街35号北楼601-605	地址: 深圳福田区中心四路一号嘉里建设广场第一座701
邮编: 200135	邮编: 100033	邮编: 518035
邮箱: research@xyzq.com.cn	邮箱: research@xyzq.com.cn	邮箱: research@xyzq.com.cn