

## 工商业均较快增长，业绩有望迎来向上拐点

### ——上海医药（601607）三季度点评

核心观点：

#### 1. 事件：

公司发布2019年三季度报，前三季度实现营收1406.17亿元，同比增长19.57%；实现归属上市公司股东净利润33.99亿元，同比增长0.80%；实现扣非归母净利润30.70亿元，同比增长19.62%，实现EPS 1.20元。

其中，第三季度公司实现营收480.42亿元，同比增长15.14%；实现归属上市公司股东净利润11.13亿元，同比下降16.88%；实现扣非归母净利润9.75亿元，同比增长44.82%，实现EPS 0.39元。

#### 2. 我们的分析与判断

##### （一）工业保持较快增长，继续推动创新转型

工业延续较快增长，重点品种表现优异。公司前三季度医药工业销售收入176.82亿元，较上年同期增长24.05%，毛利率57.54%，较上年同期下降0.10个百分点。其中，60个重点品种销售收入101.54亿元，同比增长31.19%，重点品种平均毛利率71.71%。

报告期内，公司继续聚焦重点产品，持续深化一品一策、因品施策，通过重点品种推动营收、利润双增长。2019年前三季度，丹参酮IIA 磺酸钠注射液继续不断提升基层市场份额，实现销售收入11.4亿，同比增长76.39%；去年通过一致性评价的卡托普利片进一步下沉渠道，撬动基层医疗机构与零售药房，实现销售收入9161万，同比增长88.45%。

继续加速创新转型，和 BIOCAD 合作引进重磅生物药。公司前三季度研发费用投入8.6亿，同比增长13.74%；完成发明专利申请73件，发明专利授权24件，实用新型授权20件，共计117件专利。9月17日，公司与俄罗斯最大的生物医药企业 BIOCAD 签署合资协议，引进包括阿达木单抗生物类似药、曲妥珠单抗生物类似药、贝伐珠单抗生物类似药、PD-1 产品等在内的6个重磅生物药在大中华区的永久、独家的研发、生产、销售及其他商业化权利，并将以合资公司作为 BIOCAD 在大中华区的唯一平台，就大分子生物药的更多研发创新项目启动全面战略合作，内生外延持续丰富公司的生物创新研发管线。

## 上海医药(601607.SH)

谨慎推荐 维持

分析师

余宇

☎: 010-83571335

✉: sheyu@chinastock.com.cn

执业证书编号: S0130519010003

特此鸣谢

刘晖

✉: liuhui\_yj@chinastock.com.cn

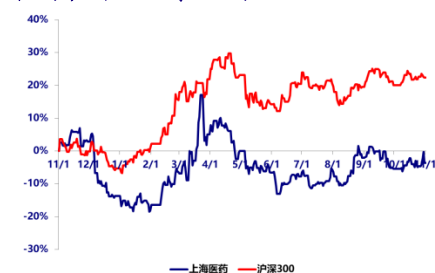
对本报告的编制提供信息。

市场数据

2019-10-31

A 股收盘价(元)	18.55
A 股一年内最高价(元)	23.11
A 股一年内最低价(元)	15.42
沪深 300	3886.75
市盈率	13.49
总股本(万股)	284208.93
实际流通 A 股(万股)	192293.50
限售的流通 A 股(万股)	8.16
流通 A 股市值(亿元)	356.70

相对沪深 300 表现图



资料来源：中国银河证券研究院

相关研究

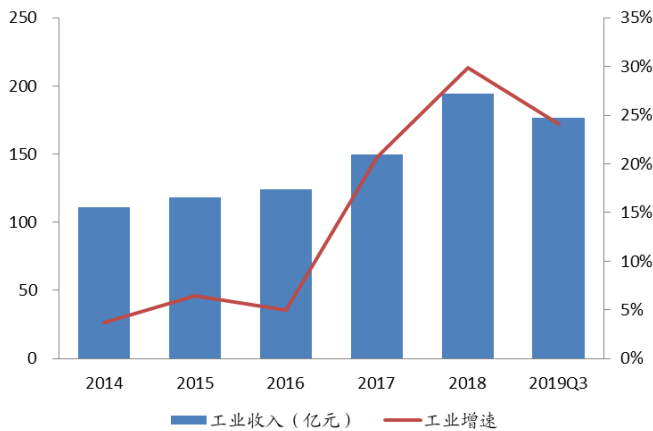
2019-09-03 上海医药中报点评：工业保持快速增长，商业龙头效应凸显

2019-04-30 上海医药一季报点评：工业保持快速增长，商业盈利有望改善

2019-04-10 上海医药年报跟踪：收入增速回暖，利润有望反弹

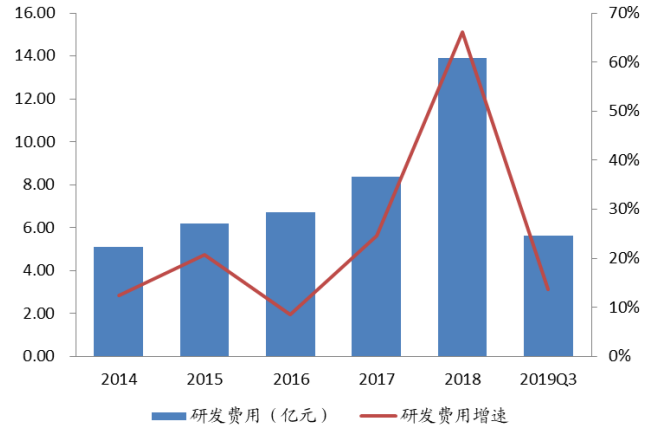
2018-10-29 上海医药三季度跟踪：工业保持快速增长，商业板块触底回暖

图 1: 公司近年来工业板块收入及增速



资料来源: 公司公告, 中国银河证券研究院

图 2: 公司近年来研发费用及增速



资料来源: 公司公告, 中国银河证券研究院

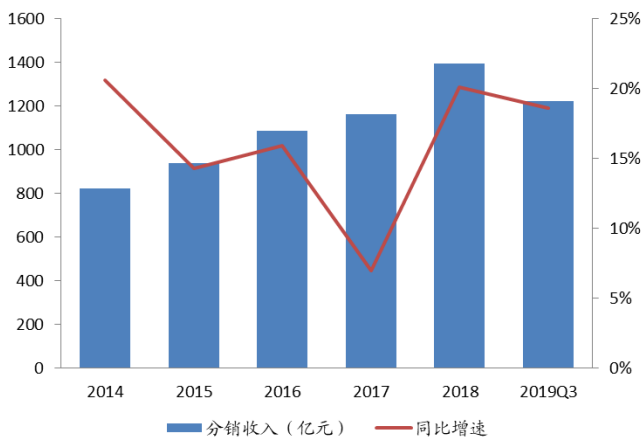
**一致性评价持续推进, 继续开发仿制药大品种。**截至 9 月底, 公司已完成了逾 40 个品规的 BE 试验及申报工作, 其中 6 个品种已通过一致性评价。公司在注射剂一致性评价工作中也已先行一步, 两个品种注射用头孢曲松钠及注射用兰索拉唑共计 6 个品规均已完成 BE 试验并申报至 CDE。此外, 公司持续推进新的仿制药大品种的开发工作, 并有望于近期带来新的利润增长点。丙酸倍氯米松吸入气雾剂已获得补充申请批件, 瑞舒伐他汀钙片 3 个规格已申报生产, 来那度胺胶囊和利伐沙班片已完成 BE 备案, 临床化疗常用药卡培他滨也已正式开始 BE 试验。

## (二) 继续完善全国分销网络, 有望持续收益于进口代理业务

**商业保持较快增长, 继续完善全国分销网络。**公司医药商业实现收入 1,229.35 亿元, 同比增长 18.95%。其中, 医药分销业务实现销售收入 1,221.88 亿元, 同比增长 18.56%; 医药零售业务实现销售收入 59.08 亿元, 同比增长 15.94%。公司商业板块继续保持高于行业整体的增速, 公司全国商业龙头优势进一步凸显。报告期内, 公司继续推进新分销和新零售发展战略落地, 推动优势业务和创新业务的快速发展, 明确重点省份区域发展策略, 持续推动广东、山东、黑龙江、吉林、辽宁等重点省份省级平台建设, 利用两票制及带量采购带来的政策机遇, 整合市场资源, 在严控应收账款的同时, 快速抢占纯销终端市场。

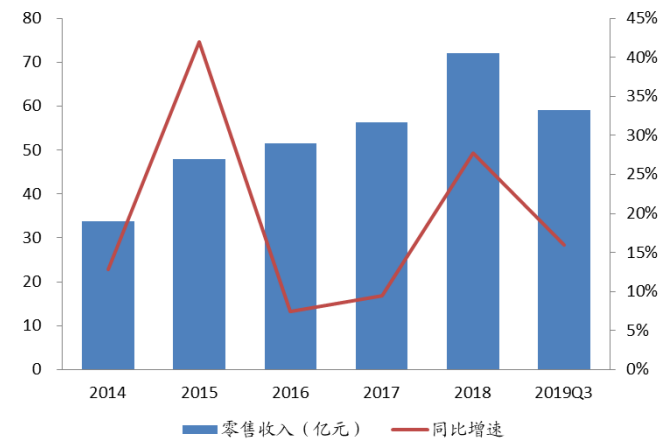
**公司具有全国最大的进口药代理业务, 有望持续受益于大品种引进。**随着中国药政进一步深化改革, 陆续出台了多项鼓励医药创新、加速引进境外创新药的政策, 公司进口药代理业务增长势头良好。公司依托由 93 家 DTP 药房组成的强大网络, 为未进医保的进口药、新特药提供高效合规的销售渠道, 助其快速打开全国市场, 并在相应品种进入医保后由公司分销网络承接入院服务, 二者联动形成对跨国药企、创新药企的一站式服务链条, 合力拿下新药大品种总经销权。

图 3: 公司近年来分销收入及增速



资料来源: 公司公告, 中国银河证券研究院

图 4: 公司近年来零售收入及增速



资料来源: 公司公告, 中国银河证券研究院

### (三) 扣非归母净利润已有起色, 业绩有望迎来向上拐点

公司目前工业商业板块均保持良好增长势头, 业绩有望迎来向上拐点。公司第三季度扣非归母净利润同比增长 44.82%, 不过由于去年同期广东天普并购产生了两个多亿的一次性投资收益, 第三季度归母净利润仍然下滑 16.88%。若公司未来能够保持较为稳定的非经常性损益规模, 则公司利润增长有望加速增长。

目前公司新增长点增量, 利润增长仍具有加速潜力。一方面, 公司工业板块重点品种表现优异, 并且公司持续引进和开发新品种, 有望带来新增长点。另一方面, 公司商业板块继续保持全国领先地位, 持续完善全国网络, 龙头优势进一步凸显。随着国家持续鼓励引进国外大品种创新药, 公司作为全国最大的医药进口代理商, 该部分业务有望迎来更多增量。

### (四) 公司估值合理, 未来盈利有望改善

截至 10 月 31 日, 公司市盈率(TTM)为 13.49, 申万三级行业医药商业市盈率(TTM)中位数为 16.01, 公司市盈率低于行业中位数。考虑到公司目前扣非归母净利润增长已开始加速, 业绩有望迎来向上拐点, 我们认为公司当前估值具有投资价值。

## 3. 投资建议

我们看好公司商业龙头优势和工业增长的潜力。一方面, 我们看好公司工业板块增长潜力。公司工业板块重点品种增长强劲, 且持续引进和开发新品种, 公司工业板块有望延续快速增长趋势。另一方面, 我们看好公司分销龙头的优势。在医药流通行业集中度不断提升的趋势下, 公司市占率有望进一步提升, 并且具有领先优势的进口代理业务有望迎来更多增量。我们看好公司增长前景, 预测 2019-2021 年归母净利润为 40.95/45.28/48.87 亿元, 对应 EPS 为 1.44/1.59/1.72 元, 对应 PE 为 13/12/11 倍。维持“谨慎推荐”评级。

#### 4. 风险提示

研发失败的风险，药品招标降价的风险，商誉减值的风险等。

**附表 1. 主要财务指标**

指标	2016A	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入 (百万元)	120764.66	130847.18	159084.40	182860.49	204889.52	225613.89
营业收入增长率	14.45%	8.35%	21.58%	14.95%	12.05%	10.11%
净利润 (百万元)	3196.39	3352.09	3627.21	4094.89	4527.64	4886.66
净利润增长率	11.10%	4.87%	8.21%	12.89%	10.57%	7.93%
EPS (元)	1.125	1.179	1.276	1.441	1.593	1.719
P/E	16.49	15.73	14.53	12.87	11.64	10.79
P/B	1.67	1.55	1.35	1.26	1.17	1.08
EV/EBITDA	11.33	11.01	12.18	8.65	9.31	8.06

资料来源: 中国银河证券研究院

**附表 2: 公司财务报表 (百万元)**

报表预测 (百万元)						
利润表	2016A	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入	120764.66	130847.18	159084.40	182860.49	204889.52	225613.89
减: 营业成本	106530.89	114122.68	136521.47	156927.94	175875.95	193752.72
营业税金及附加	336.86	392.36	509.03	585.10	655.59	721.90
营业费用	6067.50	7411.26	11058.10	12710.80	14242.05	15682.62
管理费用	3567.95	4123.86	4075.11	6034.40	6863.80	7670.87
财务费用	586.74	676.66	1230.46	1150.00	1212.33	1266.94
资产减值损失	446.34	81.19	995.52	0.00	0.00	0.00
加: 投资收益	978.79	892.51	1263.09	506.00	566.72	623.39
公允价值变动损益	-0.08	-4.90	15.89	0.00	0.00	0.00
其他经营损益	0.00	0.00	-1145.41	0.00	0.00	0.00
营业利润	4207.10	4926.76	4828.29	5958.26	6606.52	7142.22
加: 其他非经营损益	431.90	-23.35	135.05	198.75	198.75	198.75
利润总额	4639.00	4903.42	4963.34	6157.01	6805.27	7340.97
减: 所得税	809.28	1014.19	760.93	1412.75	1559.64	1679.40
净利润	3829.71	3889.23	4202.41	4744.26	5245.63	5661.58
减: 少数股东损益	633.32	537.13	575.20	649.36	717.99	774.92
归属母公司股东净利润	3196.39	3352.09	3627.21	4094.89	4527.64	4886.66
资产负债表	2016A	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
货币资金	9919.29	12370.85	16419.82	18286.05	20488.95	22561.39
应收和预付款项	30976.97	35314.80	46021.49	44565.81	56935.48	54834.64
存货	16415.76	17269.96	25024.01	22068.35	30710.10	27432.97
其他流动资产	902.21	1114.77	1234.48	1234.48	1234.48	1234.48
长期股权投资	4227.21	4694.17	4366.60	4872.60	5439.32	6062.71
投资性房地产	328.97	321.90	305.83	254.20	202.58	150.95
固定资产和在建工程	6966.03	9100.44	10604.38	10251.87	10209.93	10531.63

无形资产和开发支出	8615.10	9309.14	15628.45	15199.49	14861.43	14605.19
其他非流动资产	1870.19	1710.30	1376.30	1174.68	973.05	973.05
资产总计	80221.74	91206.33	120981.36	117907.52	141055.34	138387.02
短期借款	9627.80	13745.93	19340.30	16657.04	18943.53	21388.05
应付和预收款项	30026.52	33803.71	35147.97	37815.63	43957.51	46126.73
长期借款	2836.28	2958.80	9620.30	2997.31	13775.27	2239.22
其他负债	835.47	970.19	2920.51	2920.51	2920.51	2920.51
负债合计	43326.07	51478.61	67029.07	60390.49	79596.83	72674.51
股本	2688.91	2688.91	2842.09	2842.09	2842.09	2842.09
资本公积	13558.19	13507.30	15845.03	15845.03	15845.03	15845.03
留存收益	15375.46	17834.63	20326.45	23241.83	26465.32	29944.40
归属母公司股东权益	31622.55	34030.84	39013.57	41928.96	45152.44	48631.53
少数股东权益	5211.91	5645.01	7419.70	8069.06	8787.05	9561.97
股东权益合计	36834.47	39675.85	46433.27	49998.02	53939.49	58193.49
负债和股东权益合计	80160.53	91154.46	113462.34	110388.50	133536.32	130868.00
<b>现金流量表</b>	<b>2016A</b>	<b>2017A</b>	<b>2018A</b>	<b>2019E</b>	<b>2020E</b>	<b>2021E</b>
经营性现金净流量	2060.34	2611.12	3358.54	14313.23	-7024.12	15759.42
投资性现金净流量	-2889.54	-2355.04	-7692.74	-1041.25	-1550.94	-2150.94
筹资性现金净流量	647.40	2314.68	7526.32	-11405.76	10777.96	-11536.05
现金流量净额	-184.43	2551.98	3259.56	1866.23	2202.90	2072.44

资料来源：中国银河证券研究院



## 评级标准

### 银河证券行业评级体系：推荐、谨慎推荐、中性、回避

**推荐：**是指未来 6-12 个月，行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）超越交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报 20% 及以上。该评级由分析师给出。

**谨慎推荐：**行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）超越交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报。该评级由分析师给出。

**中性：**行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）与交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报相当。该评级由分析师给出。

**回避：**行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）低于交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报 10% 及以上。该评级由分析师给出。

### 银河证券公司评级体系：推荐、谨慎推荐、中性、回避

**推荐：**是指未来 6-12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 20% 及以上。该评级由分析师给出。

**谨慎推荐：**是指未来 6-12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10% - 20%。该评级由分析师给出。

**中性：**是指未来 6-12 个月，公司股价与分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报相当。该评级由分析师给出。

**回避：**是指未来 6-12 个月，公司股价低于分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10% 及以上。该评级由分析师给出。

**余宇，医药行业分析师。**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，本人承诺，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰地反映本人的研究观点。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受到任何形式的补偿。本人承诺不利用自己的身份、地位和执业过程中所掌握的信息为自己或他人谋取私利。

## 免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券，银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，无意针对或打算违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播或复印本报告。

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。银河证券认为本报告所载内容及观点客观公正，但不担保其内容的准确性或完整性。客户不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

银河证券不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于客户。银河证券建议客户如有任何疑问应当咨询证券投资顾问并独自进行投资判断。本报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何内容适合客户，本报告不构成给予客户个人咨询建议。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部份，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河证券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进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。银河证券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。

银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给银河证券客户的，属于机密材料，只有银河证券客户才能参考或使用，如接收人并非银河证券客户，请及时退回并删除。除银河证券官方网站外，银河证券并未授权任何公众媒体及其他机构刊载或者转发公司发布的证券研究报告。特提醒公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告。

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，均为银河证券的商标、服务标识及标记。

银河证券版权所有并保留一切权利。

## 联系

**中国银河证券股份有限公司 研究院**

深圳市福田区金田路 3088 号中洲大厦 20 层

上海浦东新区富城路 99 号震旦大厦 31 层

北京市西城区金融街 35 号国际企业大厦 C 座

公司网址：[www.chinastock.com.cn](http://www.chinastock.com.cn)

**机构请致电：**

深广地区：翠香兰 0755-83471963 [cuixianglan@chinastock.com.cn](mailto:cuixianglan@chinastock.com.cn)

上海地区：何婷婷 021-20252612 [hetingting@chinastock.com.cn](mailto:hetingting@chinastock.com.cn)

北京地区：耿尤繇 010-66568479 [wangting@chinastock.com.cn](mailto:wangting@chinastock.com.cn)