

医药流通行业

超配

中性

低配

首次覆盖医药流通行业，龙头企业受益于行业整合

- 我们首次覆盖医药流通行业。
- 我们对国药控股给予买入评级（目标价：29.62 港币，上行空间：56%），对上海医药给予买入评级（H 股目标价：17.53 港币，上行空间 41%；A 股目标价：23.36 元，上行空间 33%）。
- 行业整合后龙头企业盈利能力企稳，目前该行业的估值处于近 10 年的低点。

我们与市场共识的不同：市场对医药流通行业保持中性的态度，但我们认为该行业基本面发生了巨大的变化，我们看好这个行业。从短期来看，之前受疫情抑制的终端需求将恢复，医药流通公司营收将放量。从中期来看，积极布局高毛利业务，例如 DTP 药房和医疗器械流通，能提高企业的盈利能力和估值。相比于上海医药，我们更看好国药控股是因为其：1) 更广更强大的销售网络；2) 对 DTP 药房和医疗器械流通业务更积极的探索扩张；3) 国药控股估值更有吸引力，国药控股 2020E PEG 为 0.6x，而上海医药为 1.1x (A) 和 0.8x (H)。

行业整合，龙头企业的市占率提高：自“两票制”和带量采购推行以来，中小代理商及尾部医药流通商面临清洗，龙头效应增强，市场集中度提高。体现在，近年来龙头公司营收增速高于行业平均。此外，我们认为龙头公司的运营效率也将逐渐提高。

涉足高毛利业务有望提升盈利能力和估值：DTP 药房是近年来医药流通企业在零售业务拓展的焦点，因为：1) 受益于处方外流，DTP 药房有着巨大的增长空间；2) 相比于传统的零售药店，DTP 药房有着更高的毛利率；3) 与医药流通产生协同效应。此外，流通企业也正积极涉足高毛利的医疗器械配送。当前中国医疗器械流通市场的特点为：产品种类多，业务复杂度高，集中度低。随着医疗器械带量采购的实施，我们认为医疗器械流通市场的集中度将得到提高。医疗器械流通业务增长前景广阔且毛利率较高，以后有望成为医药流通公司的盈利增长点。

估值：我们对于国药控股的 DCF (WACC 8.2%) 目标价为 29.62 港币，对应 2020 年动态 PE 为 11.2x，高于可比公司平均值 10.1x。对于上海医药，我们使用了 SOTP 估值法，A 股/H 股的目标价分别为 23.36 元和 17.53 港币，对应 2020 年动态 PE 分别为 14.6x 和 10.9x。

行业风险提示：1) 行业集中度提升不及预期；2) 企业业务拓展并购整合效果不及预期；3) 药品价格下降影响盈利；4) 政策变化风险。

评级与目标价格摘要

国药控股	首次
评级	买入
目标价	29.62 港币
上海医药	首次
评级	买入
目标价	23.36 元/17.53 港币

研究团队

赵冰，分析师

证书编号: S1680519040001

电话: +86 21 6015 6850

电邮地址: bingzhao@huajingsec.com

徐浩瀚，研究助理

证书编号: S1680119070004

电话: +86 21 6015 6853

电邮地址: hhxu@huajingsec.com

股票代码	评级	目标价	营收 (百万元)		归母净利润 (百万元)		P/E	
			2020E	2021E	2020A	2021E	2020E	2021E
1099 HK	买入	29.62 港币	483,470	584,341	6,998	8,060	7x	6x
2607 HK	买入	17.53 港币	209,936	242,578	4,550	5,274	7x	6x
601607 CH	买入	23.36 元	209,936	242,578	4,550	5,274	11x	10x

资料来源: 公司公告、华菁证券

目录

投资亮点	3
关键图表	5
1. 医药流通行业概述	8
1.1 医药流通模式	8
1.2 “两票制”后，医药分销调拨业务逐步萎缩，器械成为新利润增长点	11
2. 两票制、带量采购：利好行业龙头，改善业务结构	13
2.1 现金流承压局面有望改善	13
2.2 两票制和带量采购推行导致行业集中度提高	14
2.3 营运：高毛利业务占比增加，毛利率上升，三费上升	15
3. 上下产业链延伸	17
3.1 对物流配送环节进行投入，提高运营效率	17
3.2 向上延伸，工业商业同发展	17
3.3 向下拓展，零售服务共驱动	19
4. 行业及个股估值	22
5. 行业风险提示	24
国药控股：医药分销龙头，积极布局 DTP 和医疗器械	25
上海医药（H）：工商业协同发展，竞争格局不断优化	44
上海医药（A）：工商业协同发展，竞争格局不断优化	68

投资亮点

行业整合有助于龙头企业提升市占率提升并稳定盈利能力

我们首次覆盖医药流通行业并给予超配评级，并首次覆盖国药控股给予买入评级（1099 HK，目标价 29.62 港币），首次覆盖上海医药 A/H 股给予买入评级（2607 HK/601607 CH，A 股/H 股目标价 23.36 元/17.53 港币）。我们看好医药流通行业的主要理由为：行业的整合导致龙头盈利性企稳，高毛利业务的扩张和处于近 10 年低点的估值。

目前，国内医疗流通企业有 1.3 万家，但真正合规的不到 3,000 家。据 Wind 数据，2019 年以来，已有 200 多家医药商业企业的《药品经营质量管理规范认证证书》被收回或《药品经营许可证》被吊销。在“两票制”的冲击下，行业的整合将是大势所趋。行业龙头如国药控股、上海医药、华润医药、柳药股份其营收增速在 2017-2018 年“两票制”推行之后大幅跃升。

“两票制”实行的目的在于限制因流通环节过多导致的药品和器械价格虚高的现象，要求医药流通企业直接面对药企和医疗机构。在该制度下，医药流通企业纯销业务比例增长，分销调拨模式快速萎缩。医药流通商直接面对应付账款周转天数较长的医疗机构后，净营业周期快速拉长，应收和应付账期的不匹配使得医药流通企业现金流承压，企业增加借债用以缓解资金压力导致财务成本上升。

龙头公司能更好的应对这些政策带来的市场环境变化。2019 年，国药控股/柳药股份/瑞康医药/上海医药/九州通/华润医药的营收同比增速分别达到 23.4%/26.8%/4.0%/17.3%/14.2%/7.8%。通过行业的整合和运营效率的提高，龙头企业将能更好的稳定其盈利能力。我们认为行业将形成一超多强的局面，国药一家独大，几家全国及地方性的龙头并存。

向高毛利医疗器械和DTP药房业务拓展

从运营上来看，医药流通企业不断涉足高毛利率板块，包括医疗器械分销。在带量采购政策下，药品价格下降使药品分销业务毛利率面临一定下降压力。瑞康医药和柳州医药，作为较早进入医疗器械行业的公司，2019 年营业利润增速分别为 6.1%和 41.1%，其医疗器械业务的毛利率分别达到 31.2%和 12.2%。我们认为将会有更多的龙头企业进入医疗器械分销领域。

2018 年，国药控股通过收购中科器 60%的股权进入医学器械分销业务。高毛利率医疗器械分销业务的增加，有利于提高医药流通公司的毛利率。2018 年有 20 个省市明确执行高值耗材“两票制”，耗材领域的“两票制”推行将给龙头流通企业带来机会，提升其耗材供应业务的市占率并提升盈利能力。

在医药“消费化”趋势的推动下，医药零售逐渐成为医药流通公司的一大收入增长引擎。此外，DTP 药房市场具有高增长潜力，极有可能是医药流通行业积极布局的一大领域。我们预测到 2020 年，DTP 药房市场将达 6,100 亿元，市场空间巨大。根据中国医药商业协会的数据，目前 DTP 药房有大约 1,280 家。国药控股是该市场中最大的参与者，开设了 317 家 DTP 药房，其次是华润医药，拥有 150 家 DTP 药房。上海医药是第三大参与者，拥有 93 家 DTP 药房。柳州医药开设了 82 家 DTP 药房。

投资逻辑

我们的投资框架偏好商业网络覆盖健全及在高毛利率业务拓展的医药流通龙头。我们首次覆盖国药控股（1099 HK，买入）和上海医药（2607 HK/601607 CH，买入）。

我们的投资逻辑包括：

- 1) “两票制”下行业龙头企业市占率提升，营收增长高于行业平均。
- 2) 带量采购高配送要求使药品配送业务向头部企业聚集，长期看预付机制和回款保障机制将改善现金流，缩短现金周转周期。
- 3) 医药流通企业具有拓展上下游的空间，形成完整产业链发展，产生协同效应，提高公司盈利能力
- 4) 医药流通行业的PE估值目前处于10年来的历史低位，提供潜在的上行空间。新冠疫情以来，

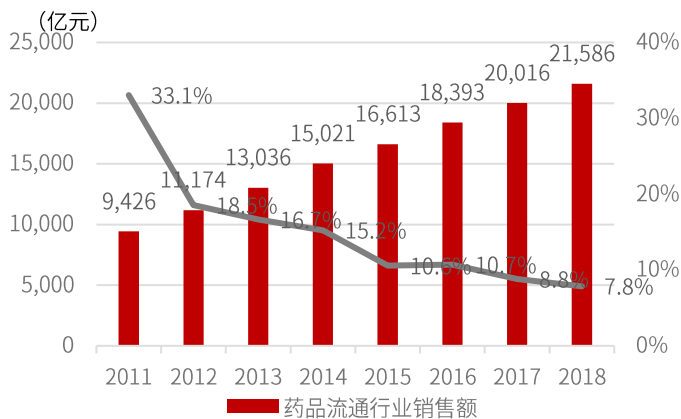
医药流通公司股价跌幅较大。根据我们的统计，2月至4月，国药控股、华润医药股价的累计跌幅已达到30-40%。上海医药A/H股累计跌幅为20%左右。因疫情期间物流受阻，医药流通企业业务受到负面影响，因此股价产生相应的下滑。然后，自4月份以来，国内新冠疫情得到控制逐渐好转，股价也有一定的反弹。因企业运营和财务状况的改善，我们预测医药流通企业的股价将在2020下半年获得修复。

国药控股（1099 HK）：行业集中度提高的主要受益者。我们首次覆盖国药控股，给予“买入”评级，目标价为29.62港币。我们DCF（WACC 8.2%）目标价对应2020年动态PE为11.2x，略高于可比公司平均值10.1x。我们认为公司合理PE倍数有望提高：1）市占率提升带来的盈利超预期；2）零售和医疗设备分销收入贡献占比提升而带来的收入结构优化。风险包括：1）政策的不确定性；2）应收帐款逾期风险；3）外汇风险；4）竞争加剧风险。

上海医药（2607 HK/601607 CH）：医药工业整合推动稳定增长。我们认为公司创新药物研发和DTP药房扩张的战略应提升其估值。我们给予上海医药“买入”评级，H股/A股的SOTP目标价分别为17.53港币（对应2020年动态PE为10.9x）/23.36元（对应2020年动态PE为14.6x）。风险包括：1）政策的不确定性；2）药价下降风险；3）研发进程不及预期；4）重磅药品经销权过程繁琐。

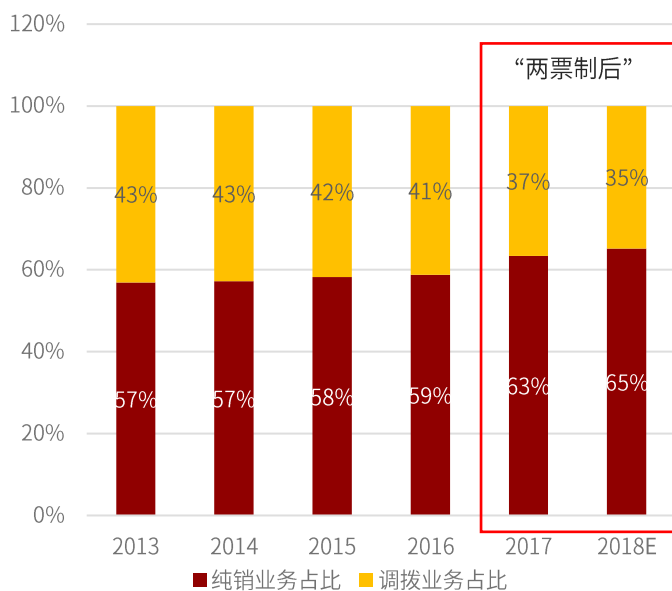
关键图表

图表 1：2011-2018 医药流通行业销售总额及增速



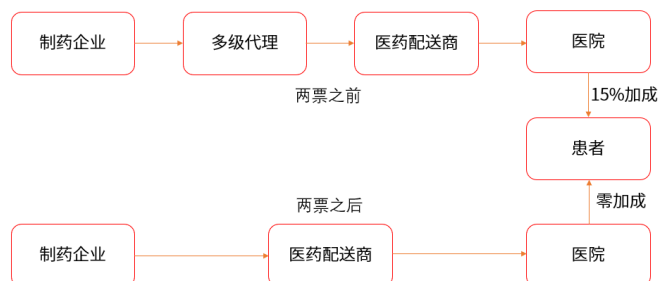
资料来源: 国医药商业协会、观研天下、华菁证券

图表 3：2013-2018 年医药流通行业纯销与调拨业务占比



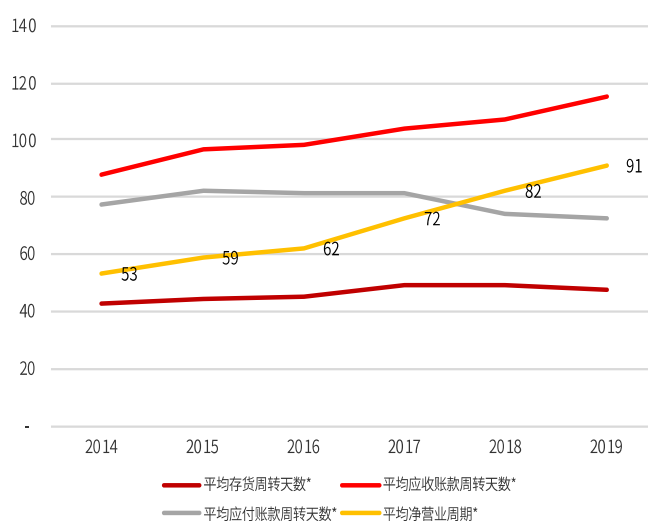
资料来源: 前瞻产业研究院、华菁证券

图表 2：两票制前后医药流通模式对比



资料来源: 前瞻产业研究院、华菁证券

图表 4：2014-2019 医药流通龙头企业净营业周期天数



资料来源: Wind、公司公告、华菁证券

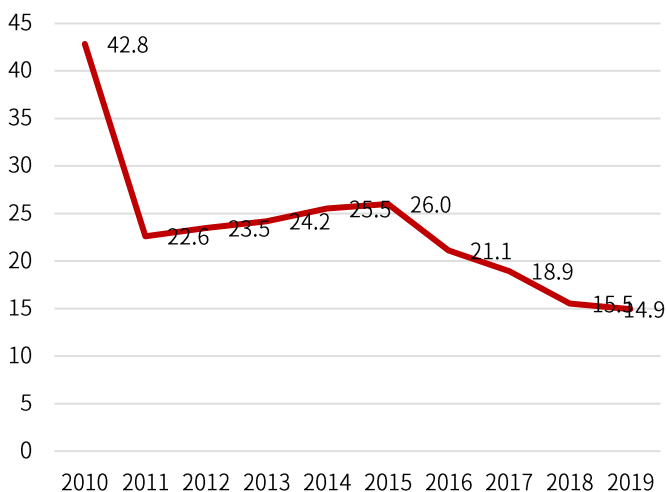
*平均值取自国药控股、上海医药、华润医药、柳药股份、九州通、瑞康医药

图表 5：医药流通行业可比公司估值

公司名称	股票代码	评级	目标价	收盘价 2020/5/27	市值 (百万元)	2019	2020E	2021E	2022E	2019	2020E	2021E	2022E	PEG
国药控股*	1099.HK	买入	HK\$29.62	HK\$18.86	86,475	2.11	2.35	2.71	2.96	7.9	7.0	6.1	5.6	0.6
上海医药*	601607.SH	买入	RMB23.36	RMB17.60	52,607	1.44	1.60	1.86	1.95	12.2	11.0	9.5	9.0	1.1
上海医药*	2607.HK	买入	HK\$17.53	HK\$12.40	52,607	1.44	1.60	1.86	1.95	8.6	7.7	6.7	6.4	0.8
柳药股份	603368.SH			RMB31.64	9,011	2.66	3.14	3.95	4.88	11.9	10.1	8.0	6.5	0.4
瑞康医药	002589.SZ			RMB5.24	10,924	-0.62	0.39	0.44	0.49	-8.5	13.3	11.8	10.7	1.2
九州通	600998.SH			RMB17.27	27,358	0.92	1.22	1.49	1.84	18.8	14.2	11.6	9.4	0.6
华润医药	3320.HK			HK\$4.34	44,809	0.47	0.52	0.56	n.a	8.2	7.4	6.8	n.a	n.a
平均值										8.4	10.1	8.7	7.9	0.8

注：已评级公司（*）采用华菁证券盈利预测，其他公司采用 Wind 一致性预期。资料来源：Wind、华菁证券预测

图表 6：医药流通行业历史 P/E



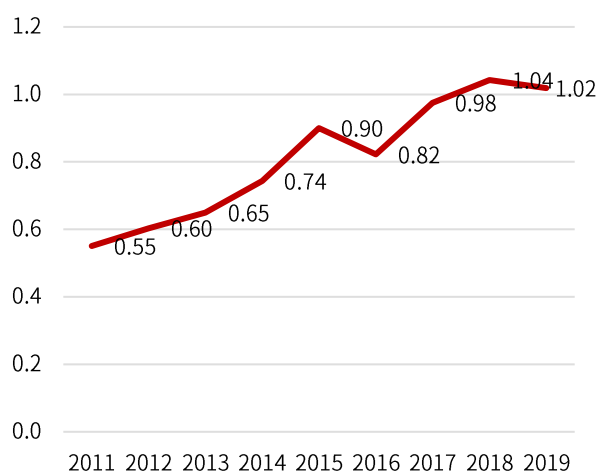
资料来源：Wind、华菁证券整理。数据由国药控股、华润医药、上海医药、柳药股份、瑞康医药、九州通数据计算而得

图表 8：上海医药-A PE



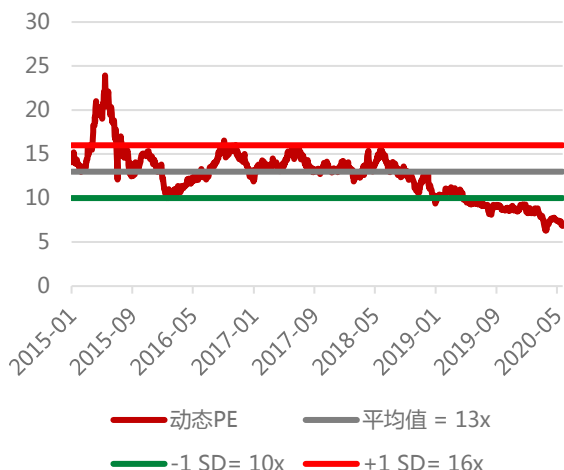
资料来源：Wind、华菁证券整理

图表 7：医药流通行业历史 EPS (RMB)



资料来源：Wind、华菁证券整理。数据由国药控股、华润医药、上海医药、柳药股份、瑞康医药、九州通数据计算而得

图表 9：上海医药-H PE



资料来源：Wind、华菁证券整理

图表 10：国药控股 PE



资料来源: Wind、华菁证券整理

1. 医药流通行业概述

1.1 医药流通模式

1.1.1 受医改政策影响，医药流通增速下滑

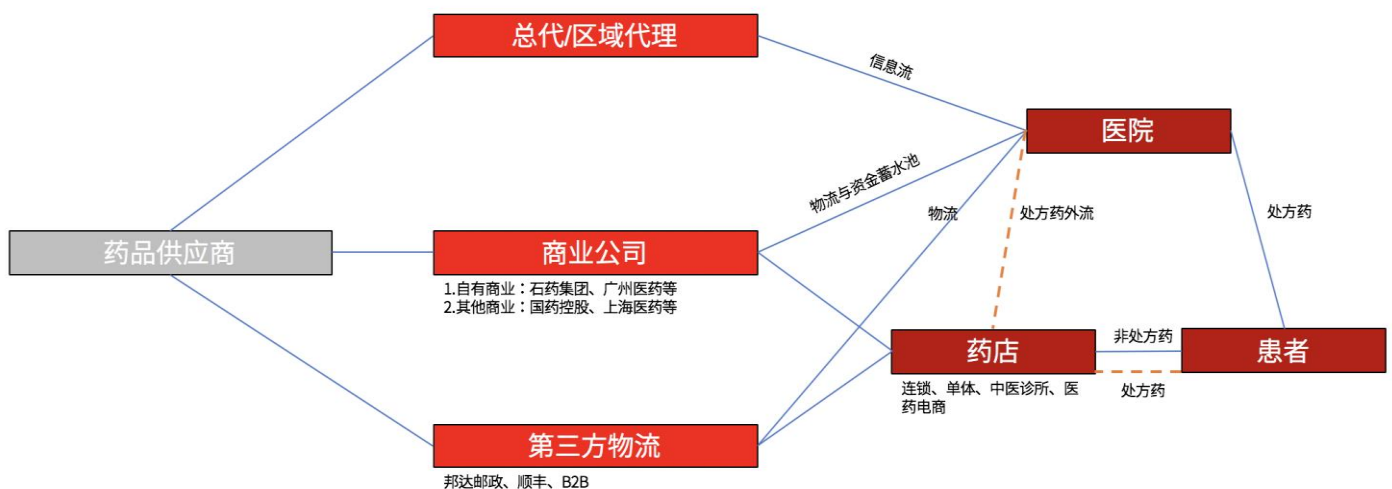
医药流通为上游医药制造和下游医疗机构和药店之间的中间销售流通环节。传统上，医药商业公司在药品交易过程中主要起到以下功能：1) 货物的集散、分配功能；2) 货物流转过程的资金垫付；3) 医院和厂家之间的信息搜集和反馈功能。目前行业主流的操作模式是“两票制”，只能允许产生两次发票在整个生产链当中，即生产企业直接开票到商业公司，商业公司开票到医院，商业负责将货款回给厂家。

在“两票制”的背景下，国家鼓励医院直接与生产企业结算货款、推进医保基金与医药企业直接结算，加上国家带量采购带来的药品降价，生产企业亟需供应链效率提升和成本优化。目前，随着顺丰、邮政为代表的第三方物流入局医药流通领域，中小医药流通企业生存空间将进一步被压缩。

第三方物流有望协助医药行业实现物流层面的“一票制”。按照“一票制”的要求，生产企业开票给医院，货物则通过商业发送。在这种模式下，货物和款项的交易只在厂家和医院之间发生，商业公司仅仅承担送货的功能，相当于快递公司。在一票制模式下，医药商业公司的传统职能仅被保留货物的集散与分配功能。一票制也可以简单的理解成是企业的直销模式。

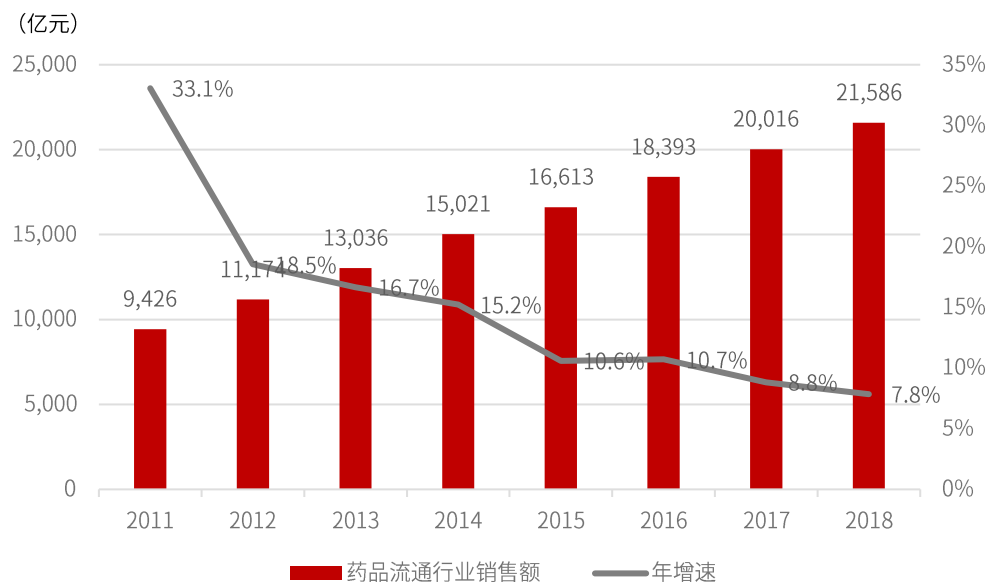
据商务部统计数据，2018 年中国医药流通市场规模为 21,586 亿元，同比增长 7.7%。从医药销售终端来看，三大医药销售终端公立医院、公立基层医疗机构、零售药店 2018 销售额占比分别为 67.4%，22.9%和 9.7%。根据医药商业协会最新数据显示，2019 年 H1 公立医院、公立基层医疗机构、零售药店收入 YoY 增速分别为：5%/9%/8%。我们认为，公立医院收入增速未来三年将维持在 5-6%的水平；受益于国家鼓励医疗资源下沉和分级诊疗的推进，公立基层医疗机构收入增速有望加快至 10%以上；而受益于处方外流和患者就医行为的改变，零售药店的收入增速有望加快至 10-15%。

图表 11: 医药行业产业链



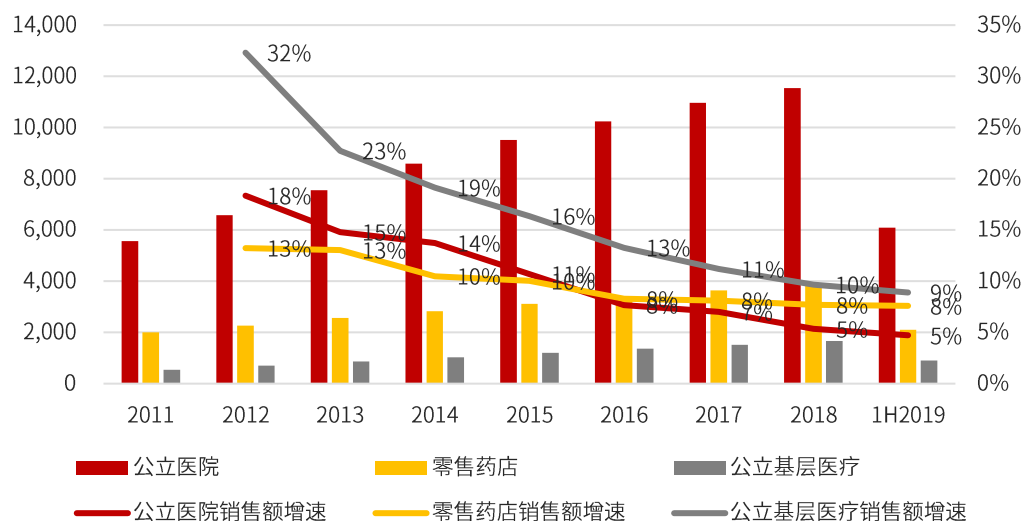
资料来源: Wind、华菁证券

图表 12: 医药流通行业销售总额及增速



资料来源: Wind、商务部、华菁证券

图表 13: 医药流通在三大医药销售终端销售额及增速 (亿元)

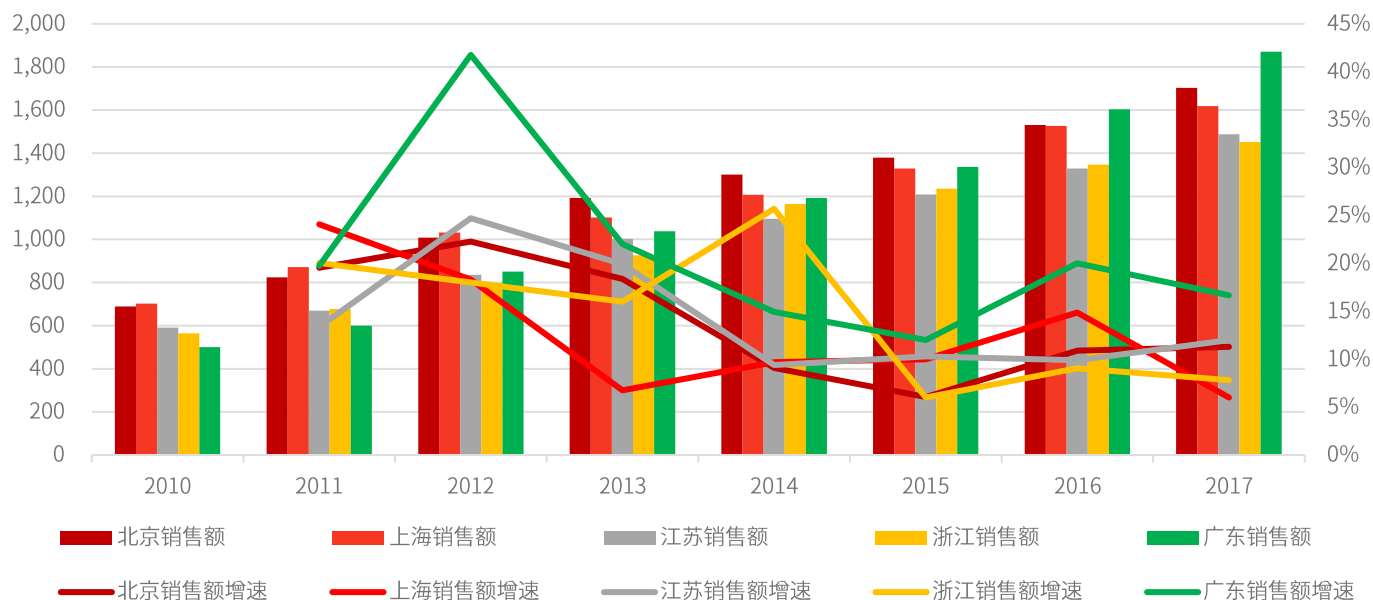


资料来源: 中国医药商业协会、观研天下、华菁证券

1.1.2 医药流通行业地域分化差异大

从地区来看, 医药流通销售额最高的五省市分别为广东、北京、上海、江苏、浙江, 这五个省市的医药流通销售额在 2017 年占总销售额的 40.6%, 其中广东省销售额增速从 2015 年起一直保持最高, 北京和江苏省医药流通销售额增速保持上升趋势。

图表 14: 2010-2017 医药流通销售额前五名省市销售额（亿元）及增速

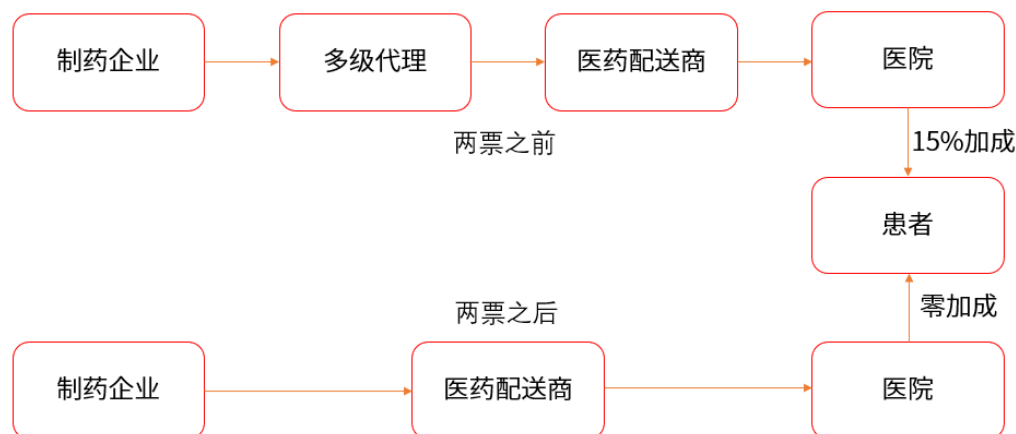


资料来源: Wind、商务部、华菁证券

1.1.3 “两票制”以后，行业结构已趋平稳

对于销售额占比最大的公立医院终端。我国目前实施“两票制”流通模式，在“两票制”实行之前从药品制造商到医院之前存在多级产品代理和医药配送商，层层流通环节使得药品价格高居不下。在 2017 年“两票制”实行之后，医药流通模式中间的多级药品代理环节被取消，由药品公司直接对接医药配送商，再由医药配送商对接公立医院，其主要目的是限制因流通环节过多导致的药品和器械价格虚高的现象。截至 2018 年底，全国各省市公立医院医药采购已经全面执行两票制。

图表 15: 两票制前后医药流通模式对比



资料来源: 前瞻产业研究院、华菁证券

根据中国医药商业协会的数据，我国有 13,000 家医药流通企业。2018 年主营业务营收规模排序前五名的分别为中国医药集团（子公司包括国药控股、国药股份、国药一致等）、上海医药、华润医药、瑞康医药和九州通。根据我们的测算，2018 年国药控股、上海医药、华润医药及九州通的在医药流通的市场占有率分别为 12.8%、6.8%、6.2%和 3.9%。

图表 16: 2018 年中国药品批发企业主营业务营收十强简介

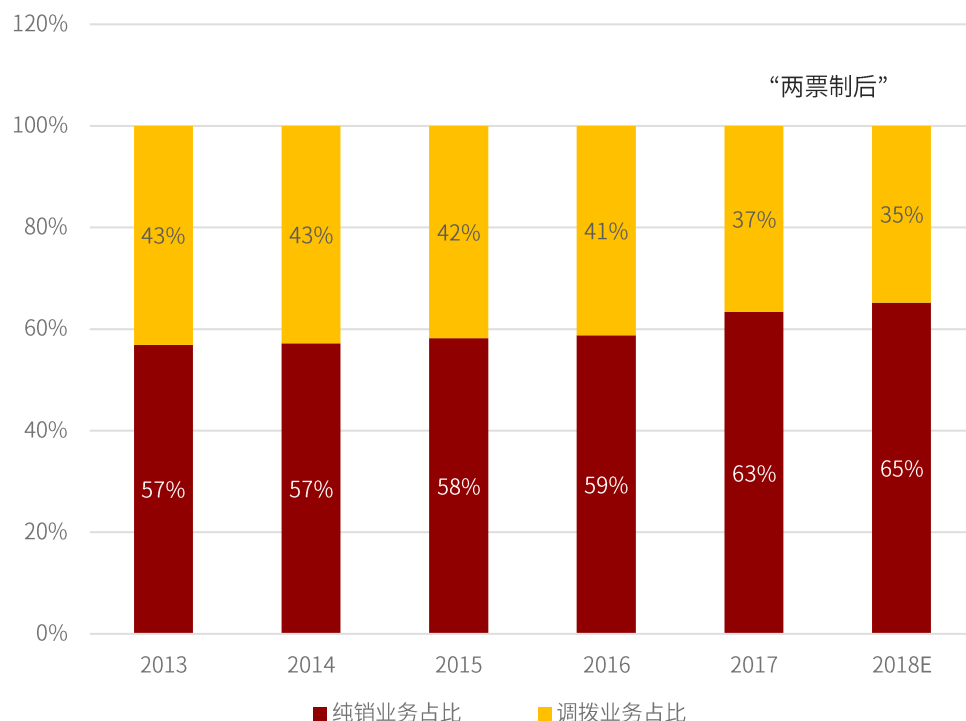
排名	企业名称	主要分布区域
1	中国医药集团有限公司	全国
2	上海医药集团有限公司	全国，华东、华北、华南为主
3	华润医药商业集团有限公司	全国，华东、华北、华南为主
4	九州通医药集团有限公司	全国，华东、华北、华中为主
5	广州医药有限公司	两广地区
6	深圳市海王银河医药投资有限公司	全国，山东为主
7	瑞康医药集团有限公司	全国（器械），药品山东为主
8	南京医药股份有限公司	江苏、福建、安徽
9	中国医药健康产业股份有限公司	北京、河南、广东
10	华东医药股份有限公司	华东

资料来源: Wind、中国医药商业协会、商务部、公司公告、华菁证券

1.2 “两票制”后，医药分销调拨业务逐步萎缩，器械成为新利润增长点

医药流通产业中有两种商业模式：纯销业务和分销调拨业务。纯销业务指的是医药流通商将药品直接供货给医疗机构，而分销调拨业务指的是医药流通商将药品销售给其他流通商和代理商。分销调拨模式在 2017 年“两票制”施行后快速萎缩，其在医药流通企业收入占比已经从 2013 年的 43.1% 下降至 2017 年的 36.6%。2017 年，医药流通商对药品批发公司的销售额首次出现负增长，但对医药的销售额的增长率达到了 17.3%。分销调拨业务的萎缩意味着以此为主的中小型医药流通公司将难以为继。行业集中度进一步提升。

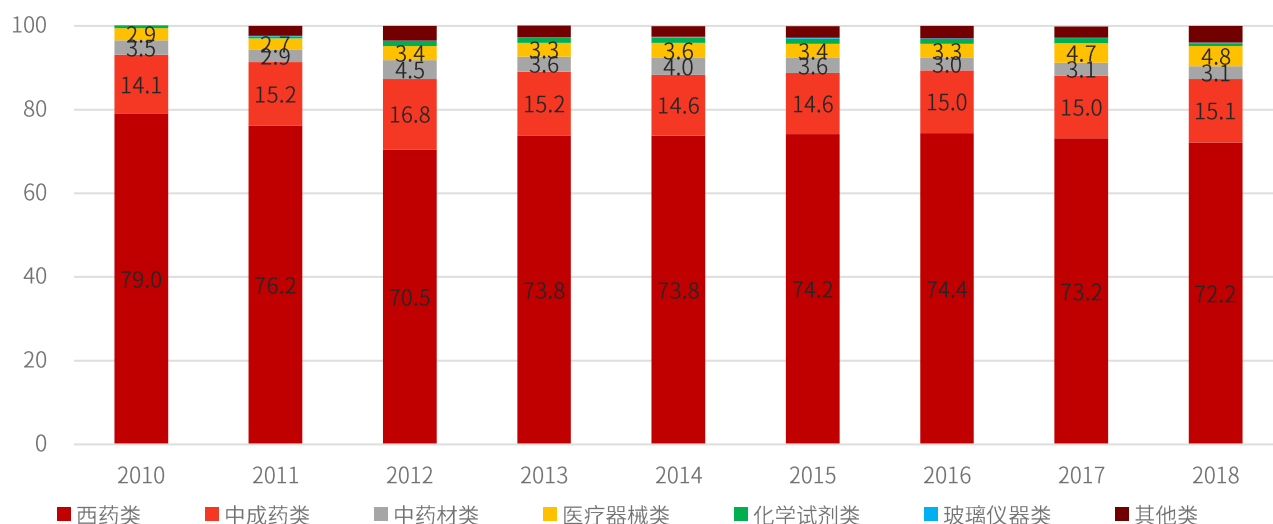
图表 17: 2013-2018 年医药流通行业纯销与调拨业务占比



资料来源: 前瞻产业研究院、华菁证券

从医药流通行业销售的品类来看, 占比最大的西药类占比 70%左右, 近两年占比有所下降。中成药类, 占比 15.1%左右, 占比有所微升可能受医保控费的影响。医疗器械类和中药材类分别占比 4.8% 和 3.1%。西药类和中成药类近年来在医药流通领域销售额增速正在下降, 西药类销售额增速从 2013 年的 15.1%下降至 2018 年的 6.4%, 2013-2018 年复合增长率为 10.1%; 中药类销售额增速从 2013 年的 10.3%下降至 2018 年的 8.8%, 降幅低于西药类, 其五年销售额年复合增长率为 10.4%。医疗器械类在医药流通领域销售额在 2013 到 2018 年间快速增长, 五年销售额年复合增长率为 19.4%, 远高于西药类和中成药类。

图表 18: 2010-2018 药品流通行业各类商品销售额占比 (%)



资料来源: Wind、商务部、华菁证券

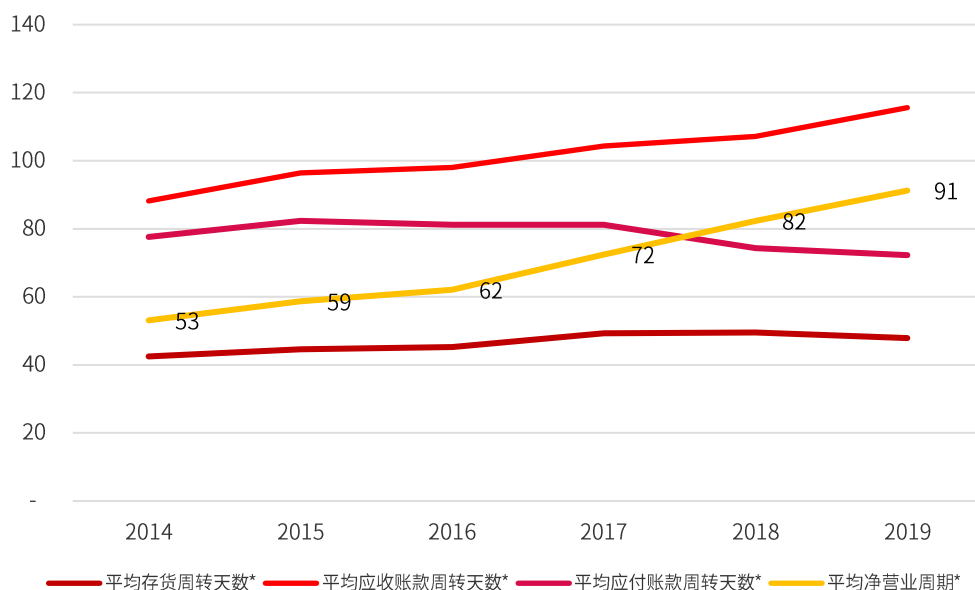
2. 两票制、带量采购：利好行业龙头，改善业务结构

2.1 现金流承压局面有望改善

“两票制”后，医药流通企业纯销业务比例上升，企业直接对接医疗机构结算的比例增加。相比于分销调拨业务中对接的中小医药批发商，医疗机构应收账款周期长，使得医药流通商的应收账款周转天数有所增加。

同时，在“两票制”前，医药流通企业可以利用多次开具发票的方式减少资金占用，延后付款的时间，降低企业自身的资金运转压力。在实施“两票制”之后，没有了下游帮忙分解资金链的多级代理商，医药流通企业在购买药品时就需要垫付大量资金，承担资金垫付的风险，所以“两票制”实施后，医药流通企业应收和应付账款周转天数的差距快速拉大，净营业周期快速拉长，应收和应付账款的不匹配使得医药流通企业现金流承压，企业增加借债用以缓解资金压力导致财务成本上升。

图表 19: 2013-2018 年医药流通行业纯销与调拨业务占比

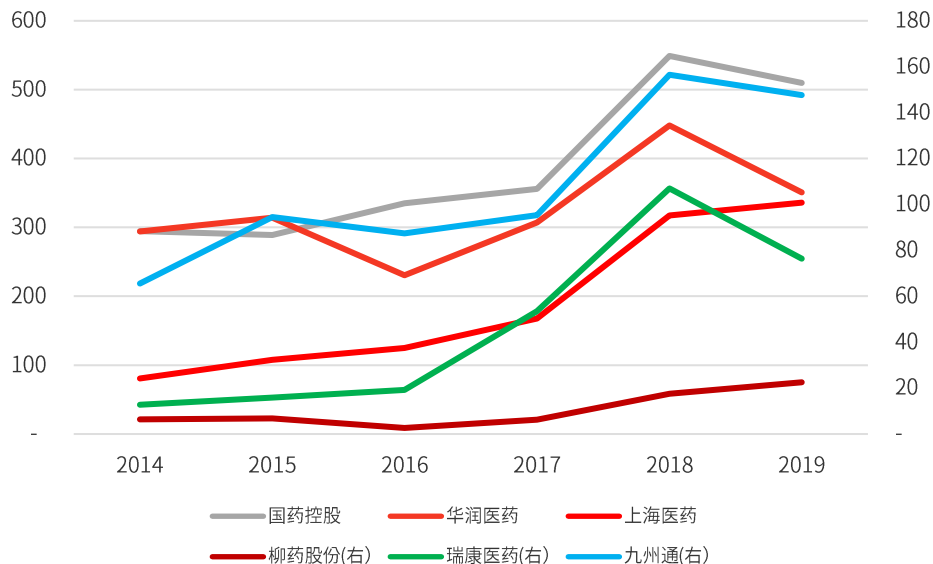


资料来源: Wind、公司公告、华菁证券

*平均值取自国药控股、上海医药、华润医药、柳药股份、九州通、瑞康医药

9 月 25 日，医保局等九部门印发的《关于国家组织药品集中采购和使用试点扩大区域范围的实施意见》提出医疗机构作为药款结算第一责任人，应按合同规定与企业及时结算，降低企业交易成本。医保局将严查医疗机构不按时结算药款问题，医保基金应及时向医疗机构支付结算款。医保基金在总额预算的基础上，按不低于采购金额的 30% 提前预付给医疗机构，在完成约定采购量后，应结合中选药品实际采购量继续予以预付，医疗机构应继续保证及时回款，鼓励有条件的地区由医保基金与企业直接结算药款。这些政策将有助于医疗机构资金回流加快，从而为医疗机构和医药流通商之间的支付结算提速，回款加快将使流通商现金流有望改善。但是目前，带量采购品种依然较少，对企业回款能力提升有限。从长远看，在带量采购品种不断分批扩充的情况下，医药流通企业的回款能力将逐步改善，现金流压力将有所缓解。

图表 20: 2014-2019 医药流通龙头企业带息债务结余 (亿元)



资料来源: Wind、华菁证券

另外由于医药流通企业应付和应收账款账期之间的差距,企业通常会有短期融资需求,因此财务费用受利率影响较大。为了运用市场化改革办法推动实际利率水平明显降低和解决“融资难”问题,贷款市场报价利率 LPR 机制在 2018 年得到完善。LPR 是指金融机构对其最优质客户执行的贷款利率,其他贷款利率可再次在此基础上加减点生成。在 11 月份,央行曾在 16 日内四次便相降息,其中在 11 月 20 号,继之前的 MLF 和公开市场 7 日逆回购的利率相继下调后,贷款市场报价利率 (LPR) 进一步降低。央行的这些操作释放了流动性宽松的信号,医药流通企业有望受益于宽松的资金流动性从而降低融资成本,改善现金流。根据我们的敏感性分析,假如国药控股/上海医药的借贷利率下降 0.5%,其归母净利润将分别提升 1.7%和 2.0%。

2.2 两票制和带量采购推行导致行业集中度提高

由于对流通企业现金流的要求变高以及带量采购对配送商的高要求,中小医药流通商因为承受不了现金流的压力以及能承接的配送业务变少,可能被迫退出或者被收购。国家多次要求医药流通行业加快重组,打破流通行业“小、散、乱”的局面。国务院办公厅 2017 年 2 月 9 日发布的《关于进一步改革完善药品生产流通使用政策的若干意见》(“2017 年国办 13 号文件”)中明确表示,打破医药产品市场分割、地方保护,推动药品流通企业跨地区、跨所有制兼并重组,培育大型现代药品流通骨干企业。同时,鼓励中小型药品流通企业专业化经营,推动部分企业向分销配送模式转型。同时,2019 年由国务院发布的《“健康中国 2030”规划纲要》也指出要推进医药流通行业转型升级,提高流通市场集中度,形成一批跨国大型药品流通企业。

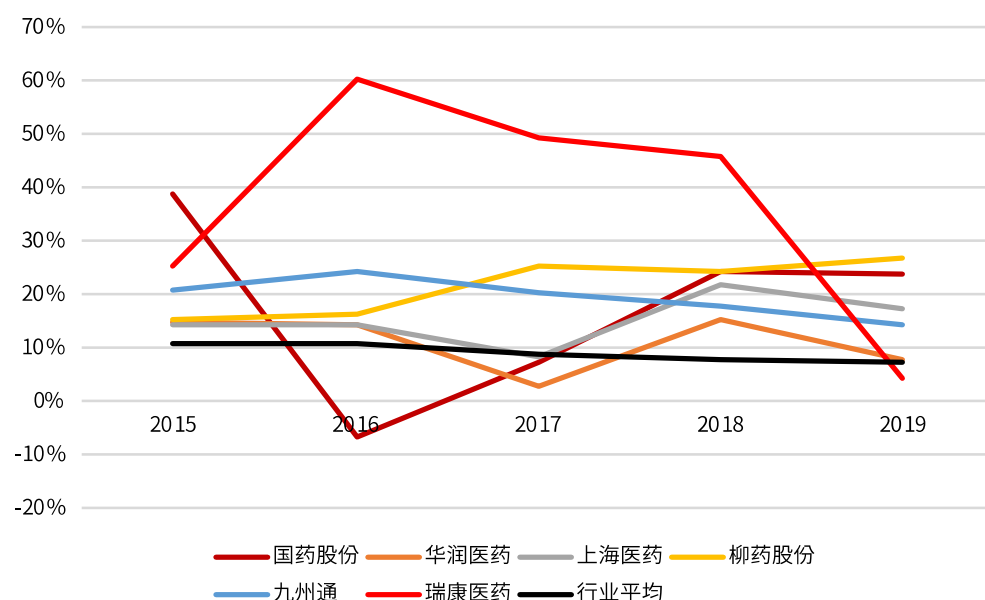
国家从 2018 年 12 月开始推行“4+7”城市药品集采试点,25 个仿制药品种中标。2019 年 9 月执行首轮带量采购扩面,25 个中标品种在“4+7”试点城市之外进行招标。集采中标产品普遍降价,在第一轮“4+7”带量采购中,中选品种药价平均降幅 52%,最高降幅达 96%。首轮集采扩面中,中选药品价格在第一轮“4+7”的基础上平均再降 25%,与该地区 2018 年最低采购价相比平均降幅 59%。通过集中采购,招标过程主要的考量为药品价格考。集中采购保证了年度采购量,占所品种药品年消费总量的 50%-70%。

第二轮扩面采购已于 2019 年 12 月启动,在该轮招标中除品种增加以外,最多中选企业上升至 6 家,最高采购量可高达全国使用量的 80%。从制药厂商的 2019 年中报来看,中选品种的销量普遍大幅增加,销量的上升一定程度上弥补了价格的下跌。由于产品销量大幅上升,中标药企会倾向选择具有全国业务覆盖的配送龙头企业进行配送,因此龙头企业获益明显。我们认为集中采购的发展将会进一步提升行业集中度和提高龙头公司的市占率。根据下图所示,我们可以看出龙头企业的增

速明显高于行业平均增速，特别是 2019 年，行业龙头企业的营收均保持高速增长，而行业平均增速仅为 7%。

在“两票制”、带量采购等政策的冲击下，行业的整合将是大势所趋，行业集中度和全国及区域性龙头企业的市场占有率将有望提升。我们看好行业龙头企业未来的发展并认为行业已经形成一超多强的局面，即国药一家独大，几家全国及地方性的龙头并存的格局。

图表 21: 2015-2019 医药流通头部企业营收增速



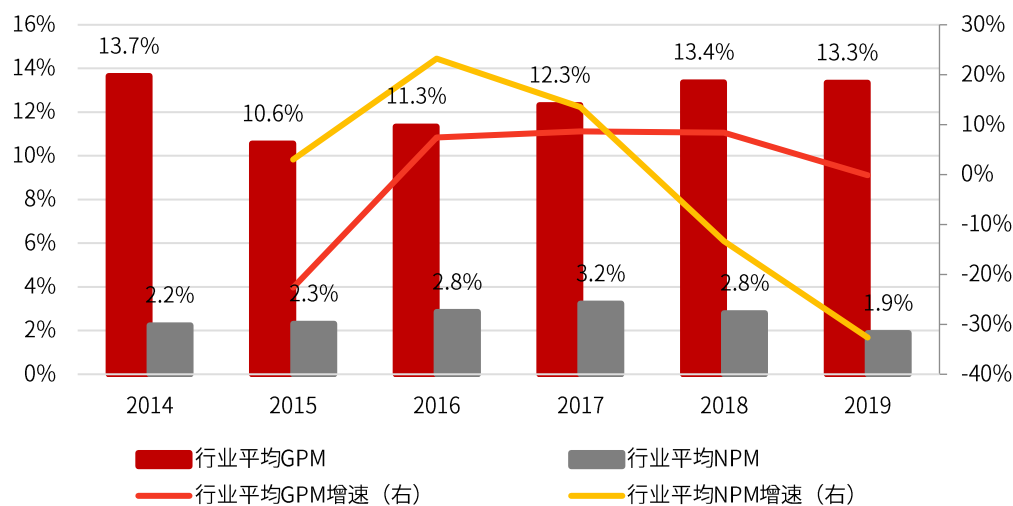
资料来源: Wind、华菁证券

2.3 营运：高毛利业务占比增加，毛利率上升，三费上升

在带量采购政策下，药品价格下降使药品分销业务毛利率面临一定下降压力。药品分销业务毛利率通常在 10% 以下。我们可以看到主营业务为医药流通的企业正积极调整业务结构，提高毛利率较高的业务的占比。例如，2018 年，国药控股通过收购中科器进入医学器械分销业务。瑞康医药和柳药股份器械分销业务营业收入在 2019 年同比上升 6.1% 和 41.2%，毛利率达到 31.2% 和 13.3%。

高毛利率医疗器械分销业务的增加，有利于提高医药流通公司的毛利率。在政策方面，目前有 25 个省市明确执行高值耗材“两票制”，耗材领域的“两票制”推行将给龙头流通企业带来机会，提升耗材供应业务的比率，提升盈利能力。

图表 22: 2014-2019 行业毛利率净利率及增速



资料来源: Wind、公司公告、华菁证券。

注：行业平均毛利率和净利率数据由国药控股、华润医药、上海医药、柳药股份、瑞康医药、九州通数据计算得出。

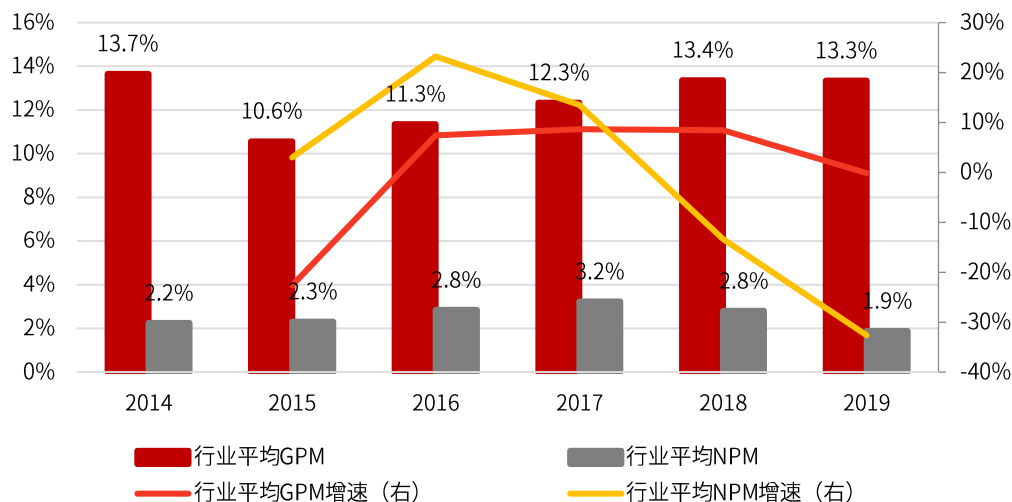
3. 上下产业链延伸

3.1 对物流配送环节进行投入，提高运营效率

随着“两票制”的推行，药品出厂经过最多一个医药物流平台企业的服务即直达销售终端（医疗机构）将成常态。同时，行业整合在即，企业兼并重组增加也带来了资源的整合。2017 年国办第十三号文件提到“整合药品仓储和运输资源，实现多仓协同，支持药品流通企业跨区域配送，加快形成以大型骨干企业为主体、中小型企业为补充的城乡药品流通网络。”

供需两端的增长、人力成本的上升和两票制后管理的复杂性供需两端的增长带动了医药物流费用较快增长。据中物联医药物流分会统计，2016 到 2018 年间，我国医药物流总费用加速增长，费用率从 2016 年的 2.6% 上升至 2018 年的 2.8%。在市场和政策的大环境下和医药分销毛利率增长空间有限的情况下，医药物流配送效率亟待提升，以往医药层层配送的医药流通模式将不再符合政策和市场要求，医药供应链扁平化将指日可待。

图表 23: 2016-2018 中国医药流通公司平均 GPM 及 NPM



资料来源: 中物联医药物流分会、华菁证券

据中国物流与采购联合会的不完全统计，2018 年我国医药物流自有医药运输车辆 29,511 辆，相比 2017 年增长 17.9%，其中冷藏车 5,060 辆，相比 2017 年增长 30.1%。医药物流自有运输车辆的高速增长反映出医药流通企业正加速拓展自有药物物流业务。除此之外，现代网络技术的发展也为医疗流通企业的服务伸展带来更多可能性。基于现代网络技术如云计算、大数据、物流网，医药流通企业和医院得以实现供给信息共享，使得药品供应链整合开启新篇章。

根据全国药品三方物流联盟的调研，很多龙头医药商业公司已经开始研发或使用医院院内信息系统、针对工业药企的供应链管理系统工具，打通上下游产业链的信息高效共享，提高订单配送效率。我们预测，未来医药流通龙头企业将继续为医疗机构和医药工业企业提供药品智能化供应链解决方案，积极整合供应链上下游各环节资源，建立多元协同的医药供应链体系，推动医药供应链扁平化，提升配送效率。

3.2 向上延伸，工业商业同发展

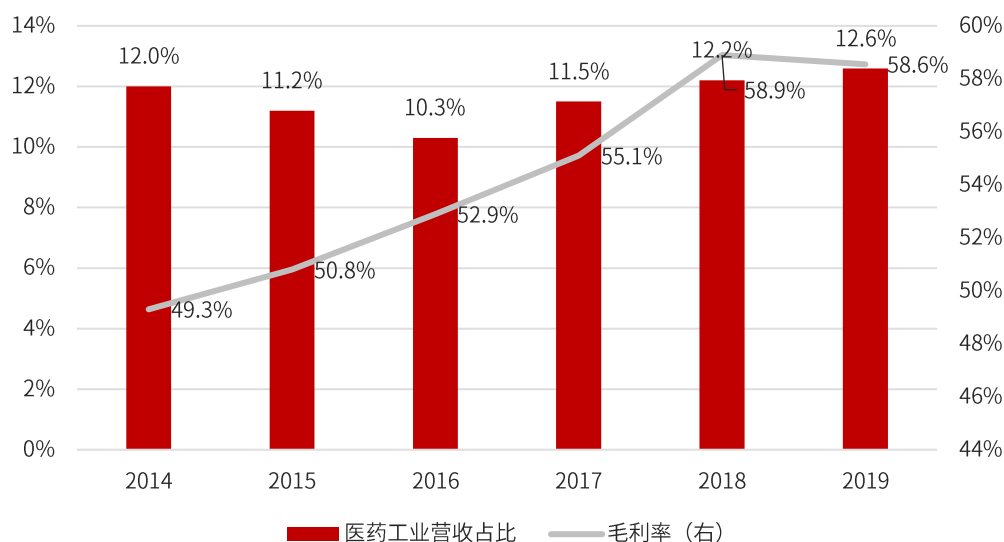
随着中国医疗体制改革进入深水区，各项政策的颁布正影响医药商业增速的放缓，为对冲医药流通增速下降的风险，医药流通企业的全产业链布局将有望达到此目的。医药工业长期来看，毛利率一直高于医药商业，医药流通企业向上游医药工业延伸将有助于流通企业业务结构调整，提高盈利能力，并有效拓展终端市场，实现制药和分销的协同配合。

以工商一体化的代表企业上海医药和华润医药为例，上海医药 2019 年医药工业业务增速达到 20.7%，高于总体营收增速 17.3%。上海医药 2019 年的医药工业营收占比为 12.6%，上海医药的医药工业业务主要包括肿瘤、自身免疫、心脑血管、消化等领域的药品，年销售额过亿元的产品品种达到 35

个。另外，上海医药已经拥有 6 个通过一致性评价的仿制药品种和 36 个已经完成生物等效性实验的品种。

而华润医药则将重点巩固现有品牌产品并拓展心脑血管、抗肿瘤、中枢神经、呼吸系统等治疗领域，并推动中药全产业链布局。华润医药目前拥有两个通过一致性评价的品种，有 64 个正在进行中的一致性评价项目，有 8 个已经完成生物等效性实验。

图表 24: 上海医药医药工业业务营收占比及其毛利率 (%)



资料来源: Wind、公司公告、华菁证券

除了内部的制药工业，医药流通巨头同样也在通过外延并购的方式向上拓展。我们看到，如九州通、中国医药、华东医药、柳药股份等流通企业，在中成药，中药材与西药制药板块均有并购举措。通过向上游制药企业的收购行为，医药流通企业能够快速获得被收购企业的核心产品，医药工业板块的高利润率将带动医药流通企业的利润率的提升。

图表 25: 2017-2019 医药流通行业对医药工业收购事件

买方公司	收购企业	收购企业主要业务
九州通	太极集团 4.21%股权	原料药、中成药、中药材
柳药股份	万通制药 60%股权	骨科外用产品
	佐力药业 18.6%股权	中成药
	Sinclair 100% 股权	医美玻尿酸
华东医药	百令片新药技术	中成药
	利拉鲁肽新药技术	生物类似药
	长城制药 51%股权	中成药
中国医药健康产业股份有限公司	铸盈药业 60%股权	中成药和化学药
	吉林嘉禾 51%股权	中成药、中药材

资料来源: Wind、华菁证券

3.3 向下拓展，零售服务共驱动

在医药“消费化”趋势的推动下，我国非处方药销售保持较高增长，零售药店市场的销售增长显著。此外零售药房有望受益于处方外流。2016-2018 年间，多个政策文件中均提及处方外流。如今，已有广东、江苏、浙江、四川、山东、辽宁、福建等 18 个省份出台政策落地文件，积极布局“互联网+医疗”，推动处方外流，零售药店有望承接处方外流的红利。另一方面，如上文所提，在医药流通零附加值和低毛利的情形下，专业化服务将成为医药商业企业的重要增长驱动力。我们认为未来医药流通企业的核心竞争力将是配送能力、专业服务以及终端覆盖。

图表 26: 医药流通核心竞争力



资料来源: 华菁证券

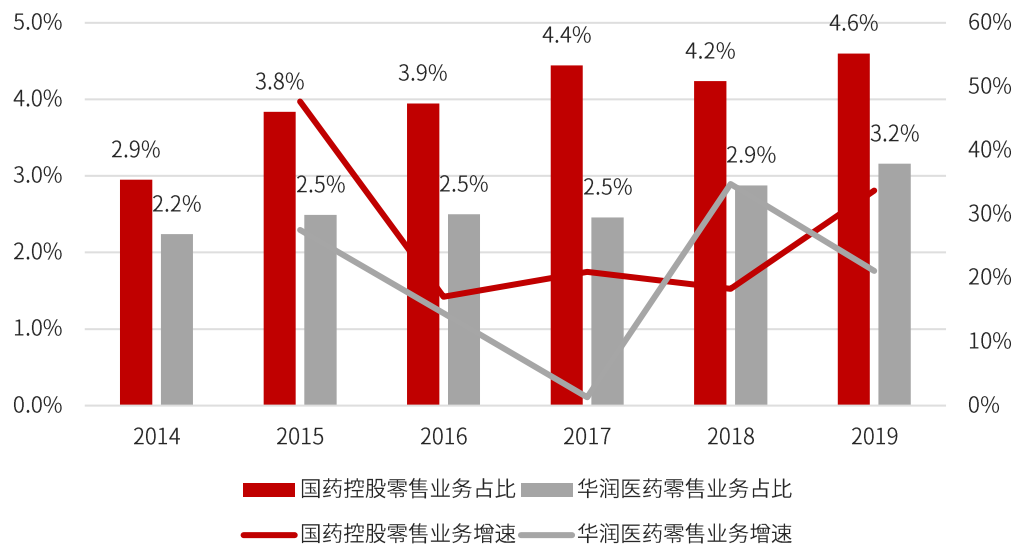
3.3.1 零售新业态，服务专业化

4 月 16 日在零售药店经营特殊疾病药品服务规范贯标发布会上，中国医药商业协会副秘书长叶真曾指出，目前 DTP 药房有大约 1,280 家，销售过百亿元。我们预测至 2020 年，中国特药药房市场将达 6,100 亿元，市场空间巨大。DTP 全称为“Direct to Patient”，意为直接面向病人的药房，与普通药房相比，普通药房主要销售非处方药药物，经营品种有限，DTP 药房获得生产制造企业的药品经销权，患者在医疗机构获得处方后，可从 DTP 药房直接购买药品。DTP 药房也被称为高值新特药直送平台，因为其提供的药品主要为高附加值的特药，如肿瘤药品、慢性病用药等。

DTP 药房承接处方外流的红利，从各方面服务患者医院以及药企。例如，在带量采购的体系下，大量流标弃标药企品种将转向院外销售终端，加速处方外流。同时，国际创新药品种引进加快，DTP 药房成为新特药销售的重要渠道，带动 DTP 药房的销售增长。DTP 药房的另一大特点是专业化的服务，患者在购买药品的同时，获得专业的用药指导与服务。

2019 年 5 月 10 日，由中国医药物资协会主办的“2019 中国 DTP 及处方药零售大会”上发布了“2019 年度 10 大 DTP 药房”，其中国药控股旗下的“SPS+专业药房”和上海医药旗下的“上药云健康大药房”均榜上有名。国药控股医药零售业务在 2019 年增速达 33.7%，远高于医药分销业务增速 19.9%。华润医药 2019 年零售收入增速达 21.1%。上海医药在 2018 年完成 DTP 药房-康德乐的收购。医药流通巨头正在加速布局零售药房尤其是 DTP 药房市场，以应对市场格局的变化。

图表 27: 2014-2019 国药控股和华润医药零售业务占比及增速（右）

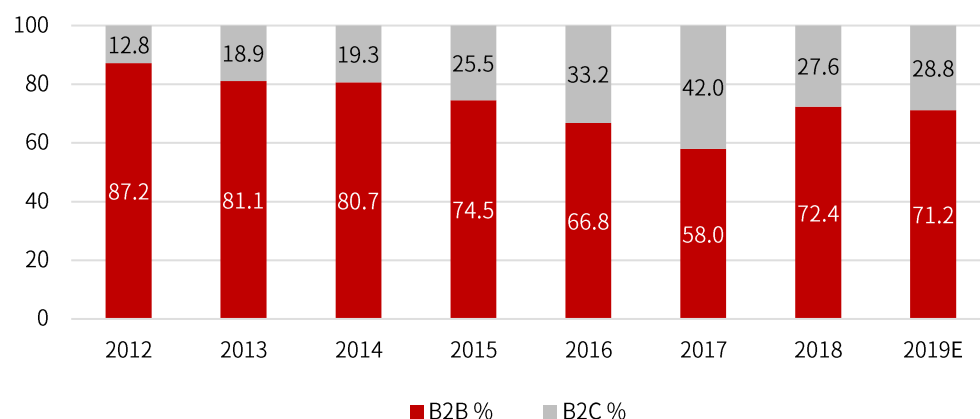


资料来源: Wind、华菁证券

3.3.2 政策东风起，互联网医疗市场崛起

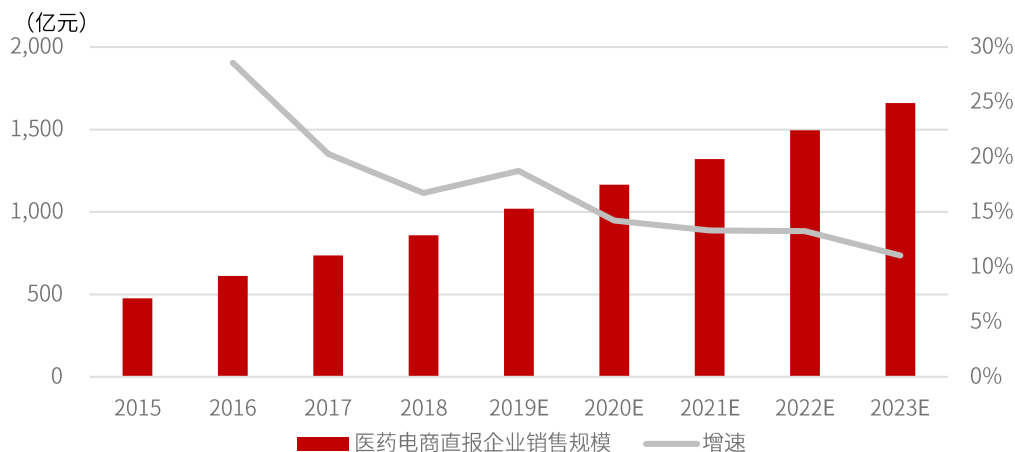
8 月 26 日，十三届全国人大常委会第十二次会议举行了闭幕会，会议表决通过修订后的《中华人民共和国药品管理法》，该法将于 2019 年 12 月 1 日起施行。新药品管理法明确，对于一些常规处方药，公众可以凭处方在网络平台上购买。同时，8 月 30 日，国家医保局印发《关于完善“互联网+”医疗服务价格和医保支付政策的指导意见》，符合条件的“互联网+”医疗服务可以纳入医保报销范围。在政策的驱动下，“互联网+药品流通”将改变医药流通行业的格局，各种“互联网+”医药模式如 B2B、B2C 正在快速崛起。B2B 平台主要为机构买家服务，如医疗机构和零售药店，B2C 平台则主要服务个人消费者。目前 B2C 销售额在医药电商市场销售占比正在逐年增长。根据医药电商竞争力报告显示，中国药品网购市场渗透率仅为 7.4%，而美国已达 33.3%，中国医药电商市场还有很大的上升空间。在处方外流、政策松绑、医药分开等红利下，医药电商将乘风而起。据前瞻研究院统计预测，2015-2018 年中国医药电商市场年复合增长率为 24.4%，2019-2023 年中国医药电商市场年增长率将在 13.0% 左右。

图表 28: 2012-2019E 中国医药电商行业 B2B 和 B2C 业务占比 (%)



资料来源: 前瞻产业研究院、华菁证券

图表 29: 2015-2023E 中国医药电商直报企业销售规模及增速



资料来源: Wind、华菁证券

医药流通行业正在积极布局互联网医疗市场，九州通在 2018 年与腾讯、华东医药达成战略合作框架协议，参与的各方将依托其在相关领域的独特优势以及业务能力，结合医疗机构信息化需求，共同构建“互联网+医药”生态链。在此之前，九州已经拥有多个医疗电商平台，如医药器械 B2B 电商平台“九州通医药网”、中药材 B2B 电商平台“珍药材”、医药 B2C 电商平台“好药师”、医药 O2O 平台“去买药”。同时我们看到瑞康医药的移动诊疗业务也正在高速增长，2018 年增速达到 43.2%，而 2015-2018 年的年复合增长率达到 62.7%。互联网医疗的巨大市场潜力将为医疗流通行业带来新的业绩增长点。

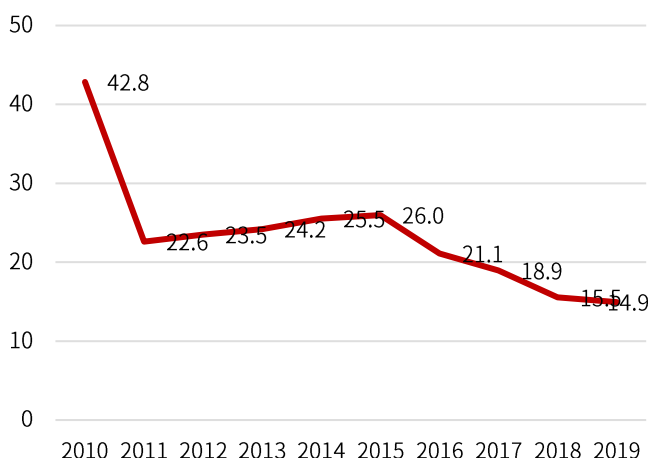
4. 行业及个股估值

我们的投资框架偏好商业网络覆盖健全及在高毛利率业务拓展的医药流通龙头。我们首次覆盖国药控股(1099 HK, 买入) 和上海医药(2607 HK/601607 CH, 买入)。

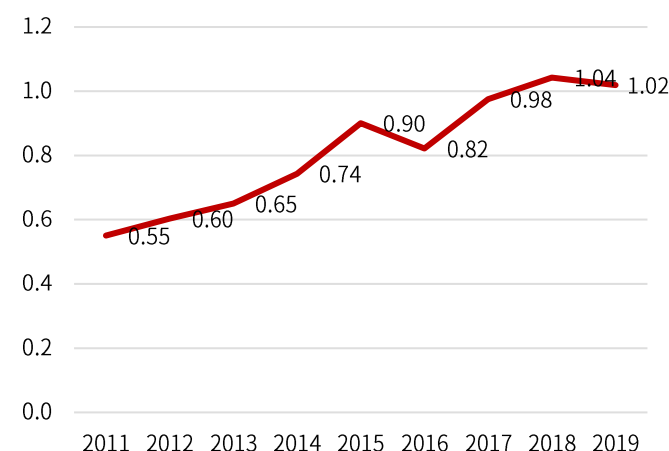
我们的投资逻辑包括：

- 1) “两票制”下行业龙头企业市占率提升，营收增长高于行业平均。
- 2) 带量采购高配送要求使药品配送业务向头部企业聚集，长期看预付机制和回款保障机制将改善现金流，缩短现金周转周期。
- 3) 医药流通企业具有拓展上下游的空间，形成完整产业链发展，产生协同效应，提高公司盈利能力
- 4) 医药流通行业的PE估值目前处于10年来的历史低位，提供潜在的上行空间。新冠疫情以来，医药流通公司股价跌幅较大。根据我们的统计，2月至4月，国药控股、华润医药股份的累计跌幅已达到30-40%。上海医药A/H股累计跌幅为20%左右。因疫情期间物流受阻，医药流通企业业务受到负面影响，因此股价产生相应的下滑。然后，自4月份以来，国内新冠疫情得到控制逐渐好转，股价也有一定的反弹。因企业运营和财务状况的改善，我们预测医药流通企业的股价将在2020下半年获得修复。

图表 30: 医药流通行业历史 P/E



图表 31: 医药流通行业历史 EPS (RMB)



资料来源: Wind、华菁证券整理、数据由国药控股、华润医药、上海医药、柳药股份、瑞康医药、九州通数据计算而得

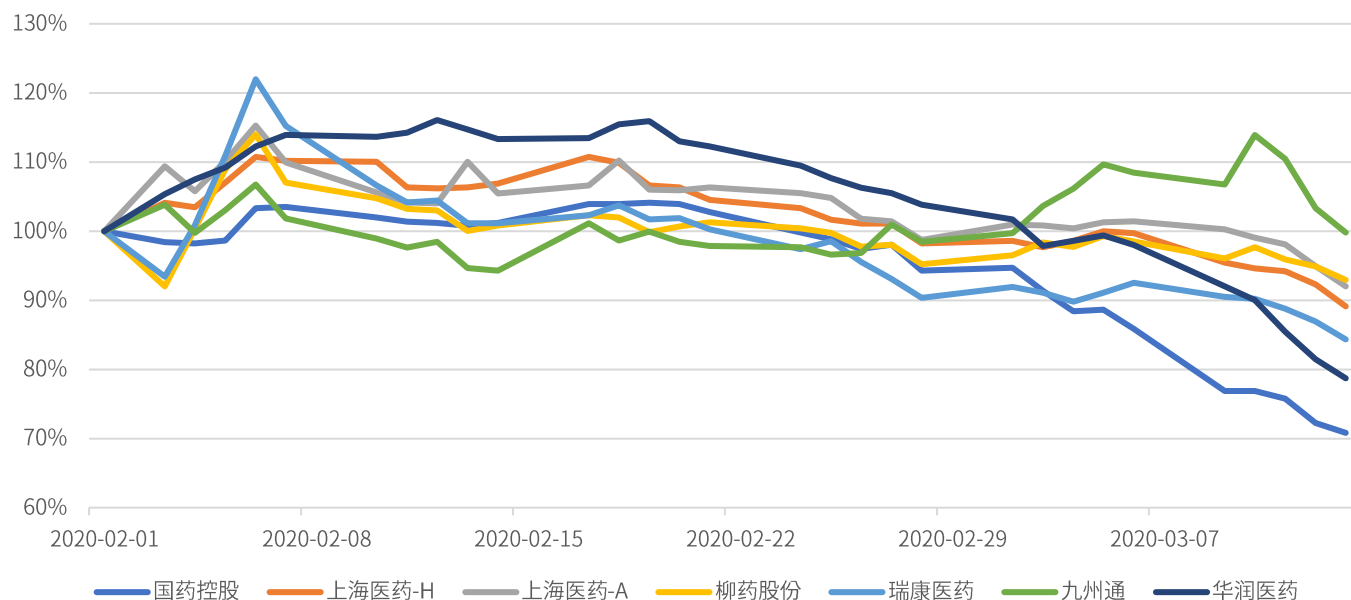
资料来源: Wind、华菁证券整理、数据由国药控股、华润医药、上海医药、柳药股份、瑞康医药、九州通数据计算而得

图表 32: 医药流通行业可比公司估值

公司名称	股票代码	评级	目标价	收盘价	市值	2019	EPS (元)				PE			PEG
				2020/5/27	(百万元)		2020E	2021E	2022E	2019	2020E	2021E	2022E	2020
国药控股*	1099.HK	买入	HK\$29.62	HK\$18.86	86,475	2.11	2.35	2.71	2.96	7.9	7.0	6.1	5.6	0.6
上海医药*	601607.SH	买入	RMB23.36	RMB17.60	52,607	1.44	1.60	1.86	1.95	12.2	11.0	9.5	9.0	1.1
上海医药*	2607.HK	买入	HK\$17.53	HK\$12.40	52,607	1.44	1.60	1.86	1.95	8.6	7.7	6.7	6.4	0.8
柳药股份	603368.SH			RMB31.64	9,011	2.66	3.14	3.95	4.88	11.9	10.1	8.0	6.5	0.4
瑞康医药	002589.SZ			RMB5.24	10,924	-0.62	0.39	0.44	0.49	-8.5	13.3	11.8	10.7	1.2
九州通	600998.SH			RMB17.27	27,358	0.92	1.22	1.49	1.84	18.8	14.2	11.6	9.4	0.6
华润医药	3320.HK			HK\$4.34	44,809	0.47	0.52	0.56	n.a	8.2	7.4	6.8	n.a	n.a
平均值										8.4	10.1	8.7	7.9	0.8

注：已评级公司（*）采用华菁证券盈利预测，其他公司采用 Wind 一致性预期。资料来源: Wind、华菁证券预测

图表 33: 新冠疫情以来医药流通公司的股价表现



资料来源: Wind、华菁证券

5. 行业风险提示

行业集中度提升不及预期：中小型流通商的整合和国家/地区医药流通龙头企业竞争的加强会导致行业集中度提升的进展不及预期。

企业业务拓展并购整合效果不及预期：医药流通商会在上下产业链积极布局和拓展，或通过外部并购的方式，或通过自身业务拓展的方式，所以企业业务拓展或是并购失败的情况是有可能存在的。

药品价格下降影响盈利：为了减轻患者付费压力，政府正在对医疗保险的支出进行管理控制，公开招标的集中采购制度正在实行。中标者的价格通常比其之前的价格要低很多。药品价格可能会进一步下调，公司毛利空间可能会持续受到挤压。

政策变化风险：现阶段国家对医药行业的改革正在进一步深化，医药流通行业的增长主要受政策驱动。这些政策和市场的不确定性，将有可能导致公司的收入增长及盈利低于预期。

国药控股 (1099 HK)

买入

持有

卖出

国药控股

代码: 1099 HK

最新收盘价: HK\$18.86

目标价: HK\$29.62

评级: 买入

根据 2020 年 5 月 27 日收盘价

国药控股：医药分销龙头，积极布局 DTP 和医疗器械

- 公司受益于医药流通行业集中度提升。
- 零售业务和医疗器械有望成为未来的盈利增长点。
- 首次覆盖给予买入评级，DCF 目标价 29.62 港币。

医药流通龙头，持续优化商业结构：公司为医药商业龙头企业，分销业务覆盖全国 31 个省/直辖市，零售网络覆盖全国 30 个省及 229 个城市。公司零售药房总数 2014-2019 年复合增长率为 24.2%，远高于国内同期中国零售药店增速 3.0%（根据 Wind 数据计算得出）。公司以后将继续推进分销网络下沉，巩固其行业龙头地位。继续推动零售业务发展，贯彻批零协同战略。此外继续大力发展医疗器械业务。我们认为，公司未来战略将帮助打造新的收入引擎。并且较高毛利率的医疗器械板块增长潜力巨大，随着收入占比提高，公司毛利率将得到改善。根据公司公告，国药控股已在 2020 年第二季度全面复工。随着中国疫情的好转，疫情给公司带来的负面影响将会逐渐消失。

药品分销受益于行业大趋势：带量采购后，医药流通行业集中度提升。在 2019 年，公司医药分销板块营收同比增长从 2018 年的 5.9%（两票制前）上升至 2019 年的 22%。我们认为未来越来越多的药品会进入带量采购名单，公司的市场占有率将会持续提升。并且带量采购的预付款机制和公司下游议价能力的加强将会提高公司的运营效率。

零售业务和医疗器械有望成为未来的盈利增长点：零售医药板块受益于医药消费化趋势及医药分家等行业改革。2014-2019 期间，公司通过渠道下沉新增零售药店，带动了医药零售板块高速发展。CAGR 达到 27%。同时公司管理层计划每年新增 10-15%零售药店。近年来，公司积极布局 DTP 药房市场以承接处方外流所带来的行业红利。2019 年，国药控股医疗器械板块营业收入达到 690 亿元，同比增长 40.8%。医疗器械流通为高增长且高毛利业务，我们预测医疗器械业务的毛利率为 25%，而医药分销业务的毛利率仅约为 8%。未来医疗器械有望成为公司的收入增长点。

盈利预测与估值：我们 DCF（WACC 8.2%）目标价为 29.62 港币，对应 2020 年动态 PE 为 11.2x，略高于可比公司平均值 10.1x。我们预测公司的估值略高于行业平均其原因为：1) 市场份额增加带来的收益上行；2) 大力发展零售和医疗设备分销等高收入业务，从而进行业务优化。

风险提示：1) 政策和市场不确定性；2) 应收帐款逾期风险；3) 外汇风险；4) 市场竞争日趋激烈。

研究团队

赵冰，分析师

证书编号: S1680519040001

电话: +86 21 6015 6850

电邮地址: bingzhao@huajingsec.com

徐浩瀚，研究助理

证书编号: S1680119070004

电话: +86 21 6015 6853

电邮地址: hhxu@huajingsec.com

财务数据摘要

百万元，除 EPS 外	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
收入	344,526	425,272	483,470	584,341	679,515
经营利润	15,397	16,137	17,350	20,142	22,615
归母净利润	5,836	6,253	6,998	8,060	8,807
EPS	1.97	2.11	2.35	2.71	2.96

资料来源: Wind、华菁证券预测

国药控股：持续优化业务布局的医药商业龙头企业

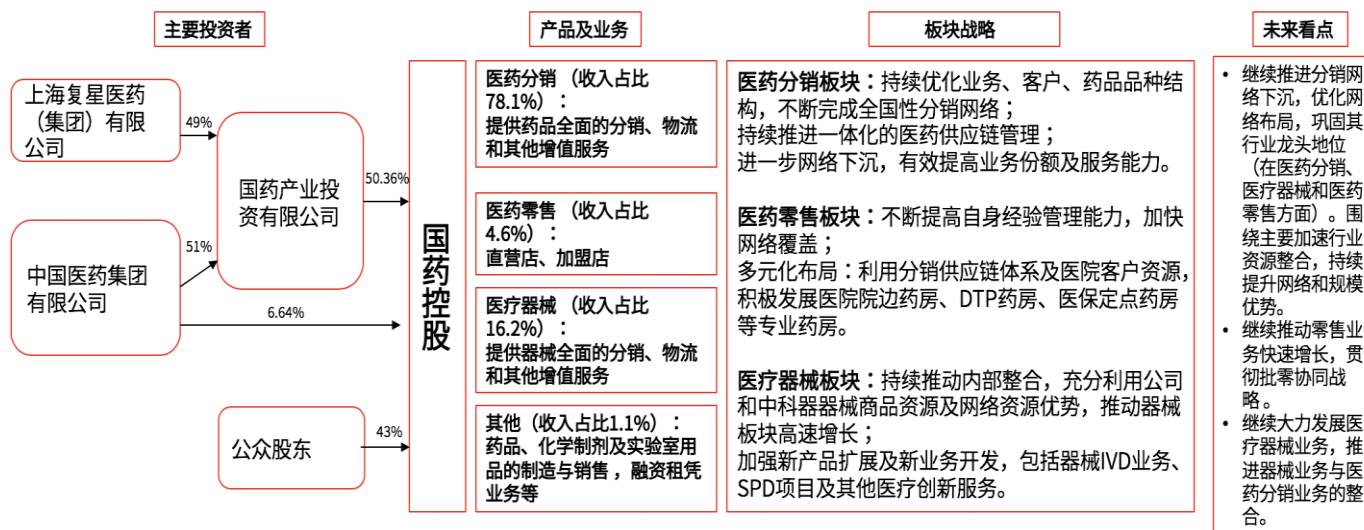
国药控股股份有限公司（国药控股）是中国医药集团总公司（国药集团）所属核心企业，成立于 2003 年 1 月，于 2009 年 9 月在香港联交所上市（股票代码：01099. HK），为中国最大的药品、医疗保健产品批发商和零售商，及领先的供应链服务提供商。公司主营业务包括：

- 1) 医药分销（2019 营收占比为 78.1%）：为国内外药品及其他医疗保健产品的制造商和供货商，及下游的医院、其他分销商、零售药店、基层医疗机构等客户提供全面的分销、物流和其他增值服务。
- 2) 医药零售（2019 营收占比为 4.6%）：本集团在中国主要城市以直接经营和特许经营方式管理零售连锁药店网络，向终端消费者销售药品及大健康产品，现已在中国医药零售行业居于领先地位。
- 3) 医疗器械（2019 营收占比为 16.2%）：为国内外医疗器械及耗材的制造商和供货商，及下游的医院、其他分销商、零售药店、基层医疗机构等客户提供全面的分销、物流和其他增值服务。
- 4) 其他（2019 营收占比为 1.1%）：包括药品、化学制剂及实验室用品的制造与销售，融资租赁业务等。

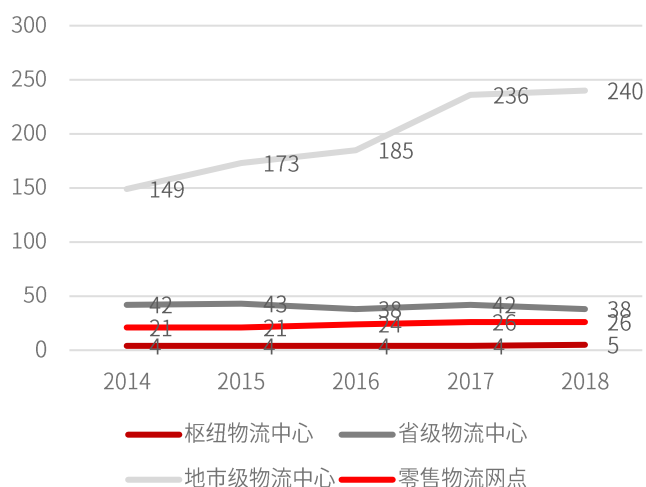
公司医药分销业务已覆盖中国 31 个省、直辖市及自治区。地级行政区覆盖率达到 97%，县级行政区覆盖率达到 98%。公司全国医药分销物流网络总网点数 309 个，包括 5 个枢纽物流中心、38 个省级物流中心、240 个地市级物流网点、26 个零售物流网点。5 个枢纽物流中心分别在北京、上海、广州、天津及太原。地市级物流中心增长很快，分销渠道持续下沉。公司零售网络覆盖全国 30 个省、直辖市和自治区及超过 229 个城市。零售药房总数 2014-2019 年复合增长率为 24.4%，远高于同期中国零售药店增速 3.0%（根据 Wind 数据计算得出）。

公司未来的发展规划包括：1) 继续推进分销网络下沉，优化网络布局，巩固其行业龙头地位（在医药分销、医疗器械和医药零售方面）。围绕主要加速行业资源整合，持续提升网络和规模优势。2) 继续推动零售业务快速增长，贯彻批零协同战略。3) 继续大力发展医疗器械业务，推进器械业务与医药分销业务的整合。

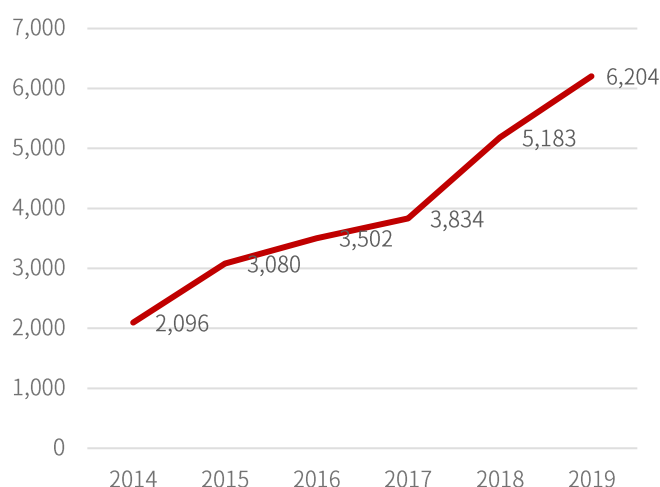
图表 34：一张图了解国药控股



资料来源: 公司公告、Wind、华菁证券

图表 35: 国药控股分销物流网点分布 (个)


资料来源: 公司公告、华菁证券

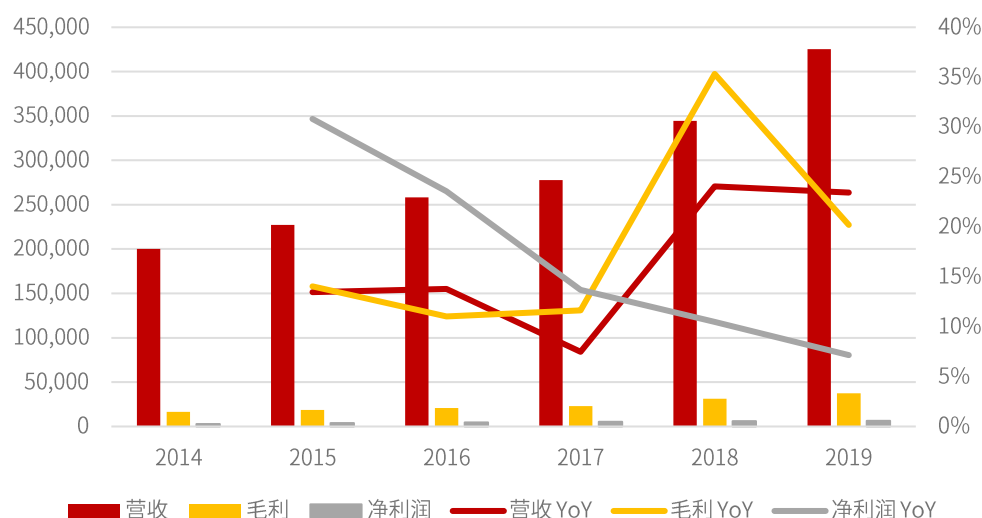
图表 36: 2014-2019 年国药控股零售药房总数 (个)


资料来源: 公司公告、华菁证券

2019 年公司年收入规模 4,252 亿元, 2014-2019 年复合增长率为 16.3%。近年公司营收增长主要由医药分销业务营收增长驱动。2019 年公司毛利 375 亿元, 2014-2019 年复合增长率 18.1%；2018 年公司净利润 62.5 亿元, 2014-2019 年复合增长率 16.8%。在 2014-2017 年期间, 公司营收和毛利增长均有所放缓, 2017 年营收增速比 2015 年下降 6.0ppts, 2017 年毛利增速比 2015 年下降 2.3ppts, 我们认为这是两票制等新医改政策的实施和 2016 年公司内部重组导致的。两票制的实施短时间内促使末端医药分销企业直接向药品生产企业采购, 医保控费等政策促使药品价格和药品用量下降, 这使部分医药分销企业承受巨大压力, 加速行业整合。

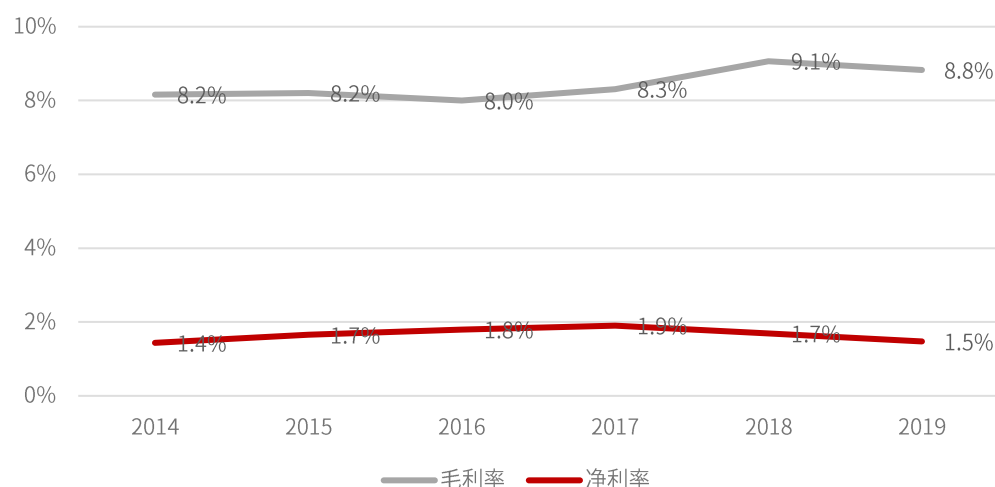
国药控股, 作为医药流通行业龙头且管控优良的企业, 通过扩展线上和线下分销或零售渠道, 发展新业务-医疗器械分销业务, 2018 年公司的营收 YoY 和毛利 YoY 回升, 分别达到 24.1%和 35.3%。由于公司规模大、积极扩展分销网络覆盖面、拓展新业务、进行融资、需在下层的渠道和零售业务上增加了的人力和店铺租赁投入, 从而导致销售及分销成本、行政开支、财务费用增加, 所以公司净利润增速呈下降趋势。虽然 2019 年营收 YoY 为 23.4%, 但毛利 YoY 下滑至 20.2%, 净利润 YoY 持续下降至 7.1%。2014 到 2019 年期间, 公司毛利率和净利率分别维持在 8%-9%和 1.4%-2%。2020 年第一季度, 疫情的爆发对公司有严重的负面影响, 公司实现营业收入 944 亿元, 同比下降 1.1%；实现归母净利润 8.1 亿元, 同比下降 29%。我们认为随着中国疫情的好转, 疫情给公司带来的负面影响将会逐渐消失。

图表 37: 近年营收、毛利、净利润(百万元)及其增长情况



资料来源: 公司公告、Wind、华菁证券

图表 38: 2014 年至今公司毛利率及净利率变化



资料来源: 公司公告、Wind、华菁证券

医药分销：2019 公司医药分销业务营业收入 3,321 亿元，占总营收的 78.1%，同比增长 19.9%。该板块业务增长主要受分销网络进一步扩展驱动。两票制和集中采购等制度给公司运营带来了可控的负面影响，自 2017 年开始分销业务结构调整后，公司聚焦直销业务，深挖终端客户。2019 公司直销业务占分销收入的 91.1%，同比增长 1.6ppts，带动了该板块业务毛利率的增长。

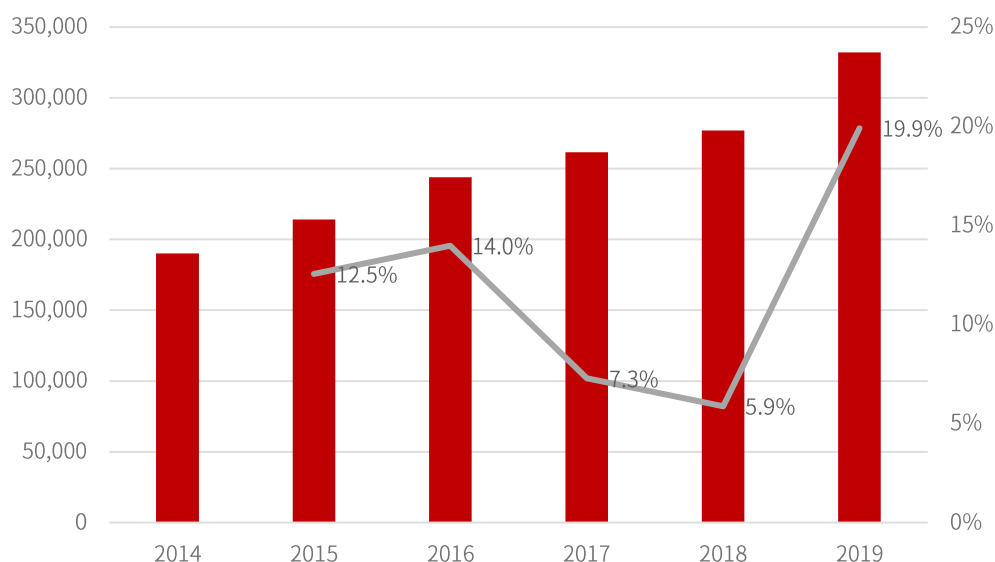
医药零售：2019 公司医药零售业务营业收入 195 亿元，占总营收的 4.6%，同比增长 33.7%。公司一直以打造批零一体化医药流通业态结构为目的，通过积极设立直营店和加盟店，推动医药零售板块发展。公司还会与沃博联（WBA US）合作，逐步形成有别于国内其他医药零售连锁系统的商业化模式，学习先进的品牌管理经验和零售技术。

医疗器械：2019 年公司医药器械业务营业收入 690 亿元，占总营收的 16.2%。2018 年，公司顺利完成对中国最大医疗分销公司中国科学器材有限公司（中科器）60%股权的收购，将中科器的业务与公司强大的分销网络和服务能力进行深度融合。2019 年，国药控股加强与上下游公司以及全球领先医疗器械公司合作，减轻政策的实行（例如两票制和带量采购）带来的负面影响。作为高毛利和结构调整的战略性板块，公司着重发展医疗器械业务。

药品分销业务受益于行业大趋势，公司运营效率大幅提高

2015-2016 年公司医药分销板块营收保持高于 10% 的高速增长。2017-2018 年受行业两票制政策影响有所下滑，同比增速分别为 7.3%（略低于同期行业增速 8.4%）及 6.3%。2019 年，受带量采购带来的市场集中度提升，公司医药分销板块营收同比增长 19.9%。

图表 39: 2014-2019 国药控股医药分销板块营收（百万元）及增速



资料来源: 公司公告、Wind、华菁证券

由于龙头企业有更高的财务能力，龙头公司将会受益于两票制的实施。两票制减少了中间环节，只能允许产生两次发票在整个生产链当中，即生产企业直接开票到商业公司，商业公司开票到医院。这意味着医药配送商将直接对接应付账款天数较长的医院终端，配送商的应收账款天数不断攀升。最终，资金能力薄弱的中小型企业被清出局。而像国药控股这般融资能力强、融资成本较低的公司影响则较弱。

两票制推动后，医药流通行业营收构成发生改变，表现为分销比例不断下降，直销比例不断提升。国药控股公司趋势与行业趋同，分销业务板块里分销比例下降，2019 年为 8.9%，同比减少 1.6 个百分点。医疗终端直销比例为 77.2%，同比增加 0.5 个百分点；零售终端直销比例为 13.9%，同比增加 1.1 个百分点。

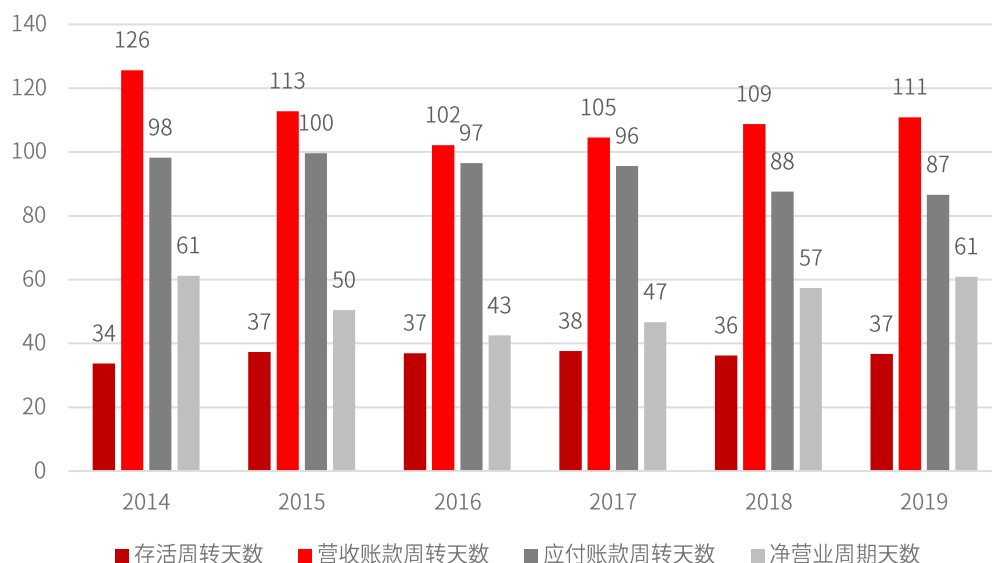
带量采购使行业加速整合，有助于国药控股提高其市场占有率。带量采购推行以来，下游药企倾向于选择拥有全国配送能力的公司。因此行业集中度有所提高，像国药控股这种龙头是政策的最大受益者。带量采购进一步提高了市场的集中度，有利于国药控股提升规模效益。此外，带量采购规定医保基金在总额预算的基础上，按不低于采购金额的 30% 提前预付给医疗机构，因此从一定程度上能够缓解医药流通公司的现金流需求。由于医药流通公司的商业模式为赚取上游和下游差价，因此下游药品降价对流通公司的毛利率冲击较小。

综合来看，两票制和带量采购对国药控股的正面影响要多于其负面影响。随着带量采购向全国推行，我们看好公司药品分销业务保持高速增长。此外，公司作为行业龙头有望收益于行业整合。

从公司运营周转效率来看，自 2014 年以来公司的净营业周期天数改善较为明显，由 2014-2017 年分别为 61/50/43/47 天。2018 年受应付账款天数的提升，公司的净营业周期天数回升至 57 天。2019 年以来公司运营的医药分销业务规模持续提升，周转效率略微下降。2019 净营业周期为 61 天，同比增加 4 天，主要来自于应收账款天数的同比增加两天。

我们认为随着行业集中度不断提高，公司作为龙头对下游议价能力提高，将增加其应付账款周转天数。同时，带量采购带来的预付款制度将会进一步降低其应收账款天数。公司有望在未来的 3-5 年中提高运营周转效率，降低净营业周期天数。

图表 40: 2014-2019 国药控股周转天数分析

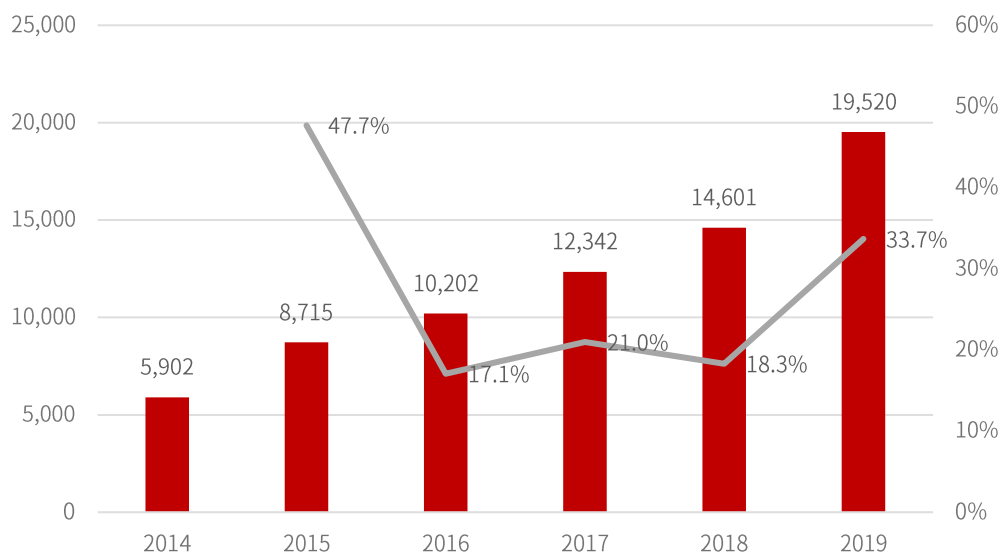


资料来源: 公司公告、Wind、华菁证券

零售业务，受 DTP 和社区药房业务增长推动

医药分家以处方药外流的形式给零售行业带来巨大机遇，医药电商获政府大力支持。我们认为公司的零售业务将受益于其强大线上平台和线下资源优势。2016-2019 年公司零售业务营收增长的 CAGR 达到 24.1%。在 2019 年，受益于对专业药房等多元化布局及加速网络覆盖，公司零售业务营收 195 亿元，同比增长 33.7%。

图表 41: 2014-2019 国药控股医药零售板块营收（百万元）及增速



资料来源: 公司公告、Wind、华菁证券

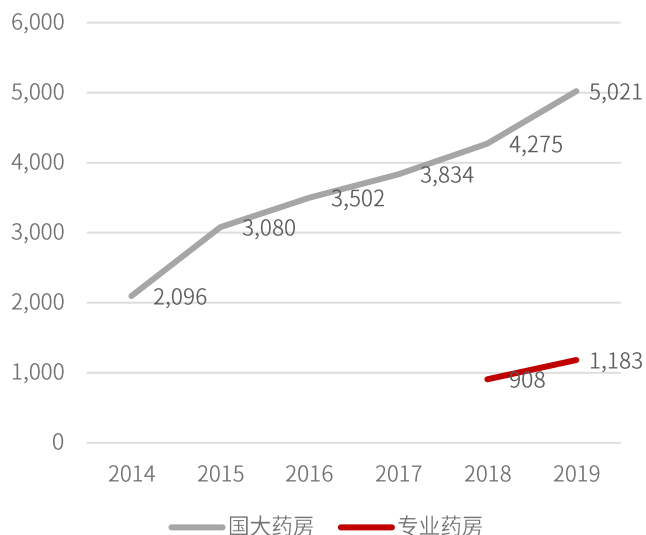
在医药分家、药占比控制和医药零加成的环境下，处方外流为大势所趋。我们认为承接处方外流的主要方式为 DTP 药房、院边店、托管药房、处方共享平台、互联网+医药等。其中 DTP 药房以其上游药品品种资源、下游医院资源、专业服务、新特药供应保障能力尤其值得关注，有望成为处方外流的最显著受益者。

目前国内 DTP 药房主要分为三类，一类是医药分销公司如国药控股、上海医药等开设的。第二类是传统连锁药店开设的，如老百姓、一心堂等。第三类则是电商企业开设的，例如京东。我们认为 DTP 药房的几个运营关键点为：

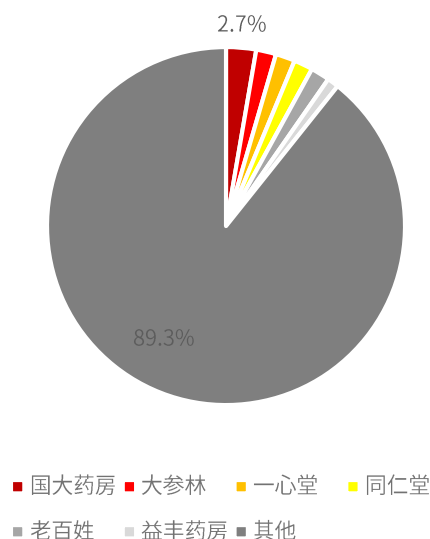
- 1) 核心供应链：患者，人特别是重病、罕见病患者到 DTP 定点药房购买的是一个病种的解决方案，而不光是某种单个药品。因此，供应链的集成服务非常重要。
- 2) 物理位置或物流配送能力：院边店因为毗邻医院具有地理上的天然优势。O2O 和后续通过患者专业服务提供。

截止 2018 年，DTP 药房市场的规模为百亿元。受处方药外流影响，2020 年处方药将有 60% 出现在零售端，而根据 Global Data 的预测，2020 年处方药市场将达到 18,900 亿元，其中零售端处方药市场规模预计达到 11,300 亿元。此外 DTP 药房的主营药品占 TOP100 治疗领域药品中的 54%，所以据推算，DTP 药房市场将在 2020 年达到 6,100 亿元，市场空间巨大。近年来，公司逐步布局 DTP 药房市场。截至 2019 年，公司专业药房（包括院边店、DTP 药房及医保定点药房等）数量达到 1,183 家，网络覆盖全国 30 个省、直辖市和自治区。同时国大药房（国药控股旗下零售药店）的数量也在持续增长，截止 2019 年达到 5,021 家。

我国零售药店市场比较分散，零售药店前六大龙头企业的市占率总和仅约为 10%，相比于美国前四强医药零售公司市占率为 83%，日本前十强市占率达到 68%，集中度远低于美国、日本等发达国家。公司作为中国规模最大的医药零售企业，市占率仅为 2.7%，因此公司零售业务拥有巨大的提升空间。公司表示在零售店数量方面，每年药店总数将新增 10%-15%。

图表 42: 2014-2019 国药控股药店布局 (个)


资料来源: 公司公告、Wind、华菁证券

图表 43: 中国零售药店市场竞争格局


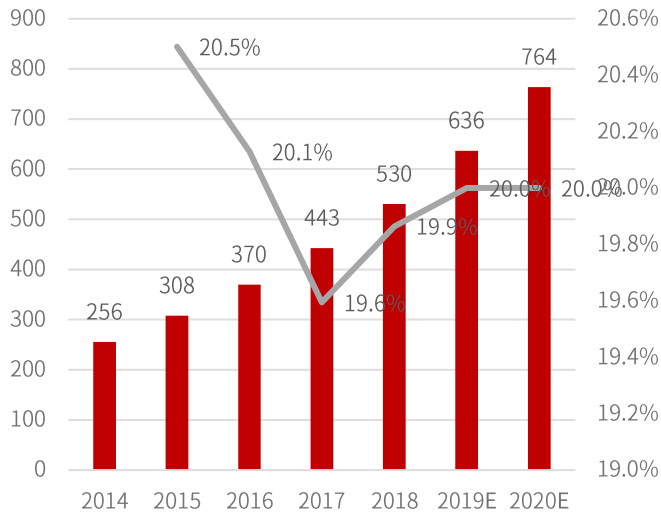
资料来源: 公司公告、Wind、华菁证券

随着分级诊疗的推进,“强基层”为医改重点之一,医疗资源下沉,社区药房获得发展机遇。公司作为医药零售龙头企业,加强社区药房领域建设,可以 1) 增加社区药房运营规模,运用公司上游药品品种资源丰富、全国配送能力高等优势,改变社区药房药品单一、可选择性不大的现状,满足患者需求;2) 减少社区药房运营成本压力,作为拥有完整的物流配送体系和专业的药师团队的零售药房企业,在社区药房领域的布局可减少社区药房不仅在药品的运送、贮存和销售方面,在药师等人力方面的资金投入。在基础医疗市场,公司具有巨大的发展空间。

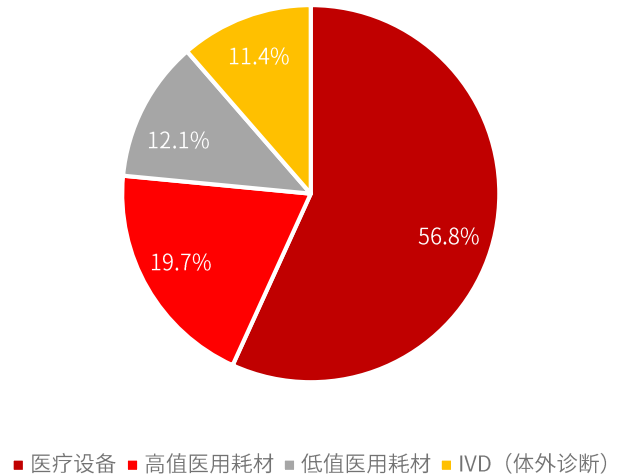
布局医疗器械,有望成为未来增长动力

近年来,我国医疗器械行业高速发展,根据医械研究院数据显示,中国医疗器械市场规模从 2014 年的 2,556 亿元增长到 2018 年的 5,304 亿元,复合增长率为 20%。中国医疗器械市场可以分成:高值医用耗材、低值医用耗材、医疗设备、IVD (体外诊断) 四个子行业。规模最大的为医疗设备市场,占比 56.8%。

我国医疗器械渗透率仍处于低位,药品与器械销售比为 1:0.25,相对于其他发达国家则达到 1:0.7,由此可见,我国医疗器械市场有较大的发展空间。在国家政策的支持和我国居民医疗需求不断提高的影响下,我国总计卫生费用 2012-2018 年的 CAGR 达到 13.2%。同理,我们认为医疗器械行业也会持续高速发展,按照 20% 的增速计算,我们推测 2020 年中国医疗器械市场规模将达到 7,638 亿元。

图表 44: 2014-2020E 中国医疗器械市场规模（十亿元）与增速


资料来源: 医械研究院、华菁证券预测

图表 45: 2018 年中国医疗器械市场结构


资料来源: 医械研究院、华菁证券

当前中国医疗器械流通市场供应的产品种类多，业务复杂度高，集中度低。医疗器械流通市场准入门槛较高，但是我们认为国药控股将利用收购中国科学器材有限公司（中科器）和强大的分销网络所带来的优势，成为一个竞争力较强的市场参与者。

1) **产品种类多**：器械品规超过 10 万个，几乎为药品品规的两倍，并且器械行业没有统一的标准，导致同类产品的医疗器械不仅在不同厂家有明显差异，甚至在同一厂家都有多种型号；2) **业务复杂度高**：医疗器械流通企业业务包括器械配送、调试、故障维修、后期维护、对使用人员培训等需要专业技术的服务，并且鉴于中国医疗器械品种繁多，医疗器械流通企业需要较强的专业性；3) **集中度低**：根据 2018 年度药品监管统计年报显示，2018 年医疗器械生产企业数量创新高，共约 1.7 万家，持有医疗器械经营许可证的企业达到 18.6 万家，而药品生产（原料药和制剂生产）企业仅有 4441 家，药品批发企业 1.4 万家。而“两票制”的实施缩短流通环节，压低终端价格，加快行业整合。对于中小经销商来说，直接面对具有较长账期的终端医疗机构会导致资金较难回笼，很多中小渠道商退出市场；而对于像国药控股这样的大渠道商来说，铺开终端降价竞争，是提升市场占有率的机会。因此“两票制”后，医疗器械流通行业将呈现行业集中度提高、产业链逐渐透明化的趋势，进入严格控费和规范化的阶段。

国药控股大力发展医疗器械分销业务。2018 年公司完成对中国最大医疗分销公司中国科学器材有限公司（中科器）60%股权的收购，此后中科器作为公司全资子公司进行并表。国药控股凭借公司自己遍布全国的分销网络和较高的配送能力，并且利用中科器商品资源等优势，持续进行内部整合，推动器械业务高速增长。2019 年，国药控股医疗器械板块营业收入达到 6,900 万元，同比增长 40.8%。医疗器械流通为高增长且高毛利业务，一方面医疗器械有望成为公司的收入增长点。另一方面，随着医疗器械收入占比不断提高，公司的毛利率也将提高。

估值与盈利预测

我们 DCF 目标价为 29.62 港币，给予买入评级。我们采用了两阶段 DCF 估值法。我们认为这是最合理的估值方法的原因有：1) 公司有可预见的现金流去盈利；2) DCF 能体现出公司融资能力的提升。第一阶段为 2020-2028E，第二阶段的永续增长年份为 2029 年（永续增长率为 1%）。我们的 WACC 假设为：2.6% 的无风险利率、7.0% 的股权风险溢价、1.21 的贝塔系数、4.7% 的债务成本、25% 的边际税率、38.4% 的债务/总资本比率，得出 8.2% 的 WACC。根据 DCF 估值法，我们首次覆盖给予“买入”评级，目标价格为 29.62 港币，蕴含 56% 的上行空间。

图表 46: DCF 估值表

百万元，除每股外	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E
税前利润	12,208	13,760	15,402	17,740	19,384	22,098	24,604	24,306	27,370	31,003	35,257
财务费用	4,114	3,144	3,012	3,466	4,295	4,999	5,649	6,294	6,558	6,576	6,579
EBIT	16,322	16,904	18,414	21,206	23,679	27,097	30,254	30,600	33,929	37,579	41,836
EBIT*(1-t)	13,518	13,764	14,899	17,158	19,255	22,055	24,639	25,054	27,683	30,504	33,791
固定资产折旧	977	1,313	1,323	1,487	1,670	1,876	2,108	2,368	2,660	2,988	3,357
无形资产摊销	260	458	110	116	122	128	134	141	148	155	163
营运资本变动	-10,665	-7,381	-10,740	-23,379	-20,220	-17,351	-18,259	-14,918	-14,156	-14,811	-16,308
资本开支	-3,404	-4,868	-3,213	-3,544	-3,911	-4,320	-4,776	-5,283	-5,849	-6,479	-7,183
自由现金流	686	3,286	2,380	-8,162	-3,084	2,388	3,845	7,361	10,486	12,357	13,819
贴现因子	-	-	-	1	2	3	4	5	6	7	8
自由现金流现值	-	-	2,380	-7,547	-2,636	1,887	2,810	4,973	6,550	7,136	7,379

估值简介	2020年底
自由现金流现值 (2020E-28E)	22,932
永续现金流现值	104,112
企业价值	127,044
(-) 净负债	19,344
(-) 少数股东权益	29,517
股权价值	78,183
总股本(百万)	2,972
目标价(元)	HKD29.62
最新收盘价	HKD18.86
上行/下行空间 %	56%

WACC 计算	
无风险利率	2.6%
股权风险溢价	7.0%
贝塔系数	1.21
权益成本	11.1%
债务成本	4.7%
边际税率	25.0%
税后债务成本	3.5%
债务/总资本比例	38.4%
WACC	8.2%

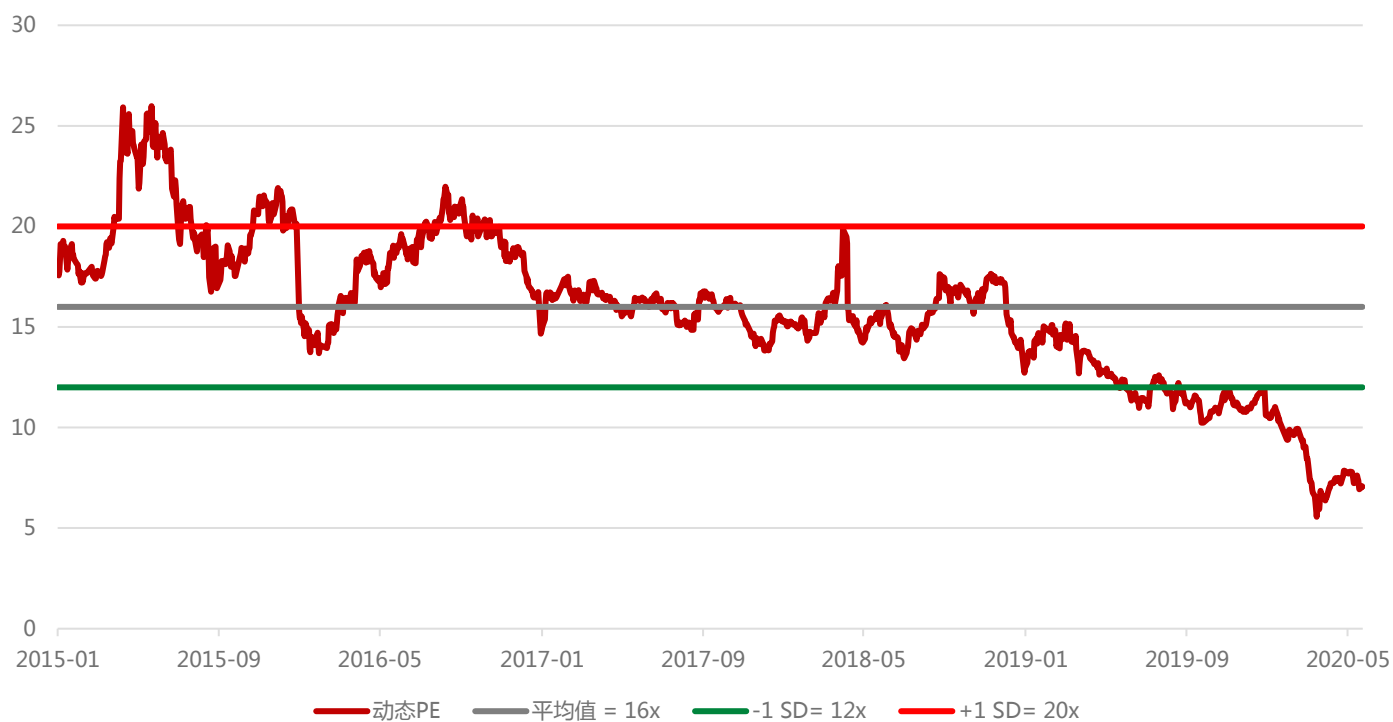
永续增长率	1.0%
港币/人民币 汇率	0.88

目标价 (港币) 敏感性分析对应永续增长率和 WACC					
	6.2%	7.2%	8.2%	9.2%	10.2%
0.0%	44.35	32.91	24.39	17.82	12.63
0.5%	49.34	36.33	26.83	19.63	14.00
1.0%	55.30	40.30	29.62	21.65	15.51
1.5%	62.54	44.97	32.82	23.94	17.21
2.0%	71.51	50.55	36.54	26.55	19.11

资料来源: Wind、华菁证券预测

截至 5 月 27 日，国药控股的动态 PE 为 7.1x，低于公司过去 5 年动态 PE 均值 16.0x，也低于-1 SD 12.0x。我们认为公司估值正处于历史低位，未来有上涨空间。

图表 47: 国药控股动态市盈率



资料来源: Wind、华菁证券

财务分析

3月9日，国药控股发布盈利预警公告，预测公司2020年前两个月归母净利润较去年同期下降约为50%。归母净利润同比下滑主要受新冠疫情影响。我们认为，随着新冠疫情控制趋势良好，公司下半年业绩将会反弹。我们预计2020年公司营业总收入同比增速为13%，较2019年同比下滑。由于2020年的低基数，2021年之后将恢复较高增长。

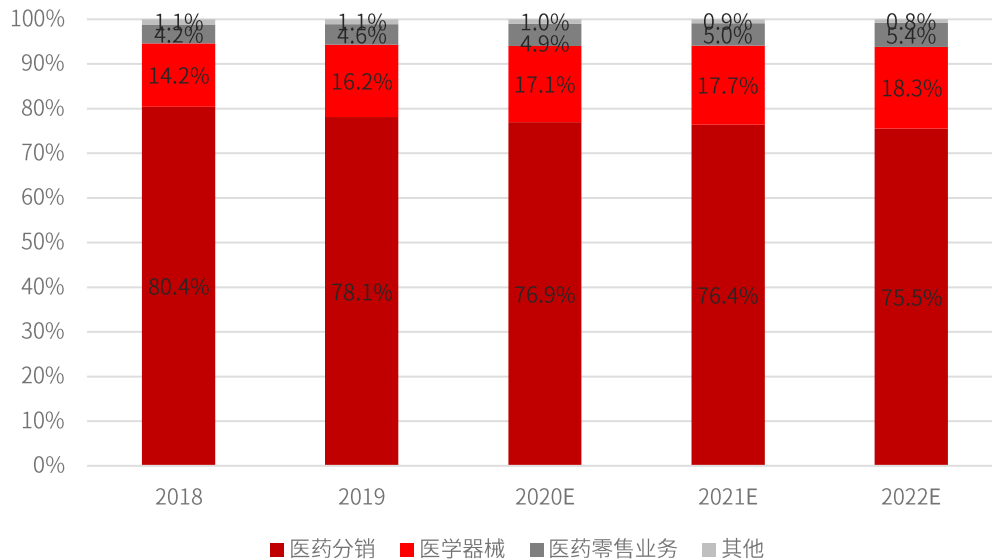
营业收入方面：我们预测，医疗器械分销业务和零售业务的加速增长将一定程度上抵消医药分销业务的波动，在2020-2022E期间国药控股营业总收入增速分别为20.9%/16.3%/12.9%。

从各个分部业务来看，在2020-2022E期间，我们预测公司医学器械业务板块增速分别为20.0%/25.0%/20.0%，医药分销板块收入增速分别为12.0%/20.0%/15.0%。我们认为受2020年第一季度疫情爆发的影响，医药分销业务在2020年的增速将下滑至12.0%（下降10个百分点），基于2020年的低基础，2021年的增速将有所回升。我们预测2020-2022E医药零售业务板块将受益于DTP药房业务的扩张，收入增速分别为22.1%/23.2%/24.7%，其他业务板块收入增速保持5%/年。

图表 48: 国药控股收入增速假设

收入增速	2019	2020E	2021E	2022E
营业总收入 YoY	13.7%	20.9%	16.3%	12.9%
医药分销	22.0%	12.0%	20.0%	15.0%
医学器械	25.0%	20.0%	25.0%	20.0%
医药零售业务	20.0%	22.1%	23.2%	24.7%
其他业务	5.0%	5.0%	5.0%	5.0%

资料来源: Wind、华菁证券预测

图表 49: 国药控股收入拆分预测 (%)


资料来源: Wind、华菁证券预测

毛利率方面, 我们预测, 在 2020-2022E 期间国药控股总毛利率分别为 8.7%/8.6%/8.6%。我们认为在医药零售业务将对提升毛利率产生积极影响和医药分销、医学器械业务产生负面影响的共同作用下, 公司未来的毛利将会成略微下降趋势。

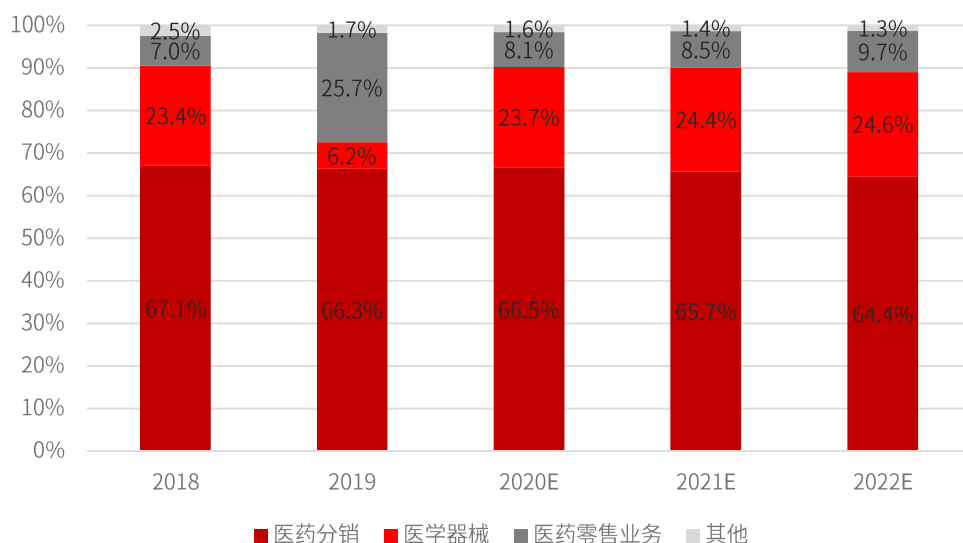
从各个分部业务来看, 我们预测公司医药分销毛利率 2020-21E 维持在 7.5%, 在 2022E 因龙头公司之间的价格战略微下滑至 7.3%; 医学器械板块业务毛利率 2020-21E 维持在 12%, 在 2022E 因龙头公司之间的价格战略微下滑至 11.5%。同时我们预测, 考虑到高毛利 DTP 业务所带来的积极影响, 医药零售业务 2020-22E 毛利率分别为 14.3%/14.8%/15.4%。我们预测其他业务 2020-22E 毛利率保持在 14% 的水平。

图表 50: 国药控股各分部毛利率预测

毛利率	2019	2020E	2021E	2022E
公司总体毛利率	8.7%	8.7%	8.6%	8.6%
医药分销	7.5%	7.5%	7.5%	7.3%
医学器械	12.0%	12.0%	12.0%	11.5%
医药零售业务	14.0%	14.3%	14.8%	15.4%
其他业务	14.0%	14.0%	14.0%	14.0%

资料来源: Wind、华菁证券预测

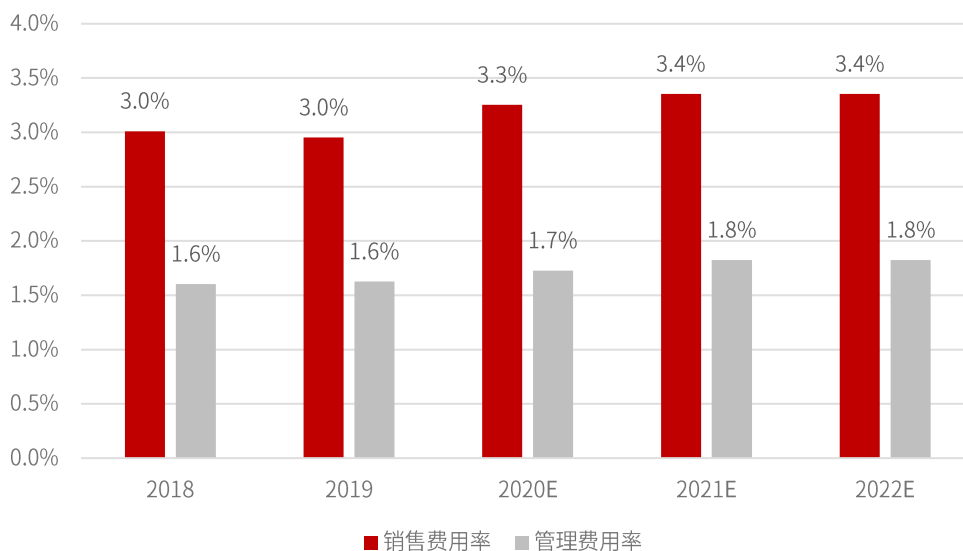
图表 51: 国药控股毛利拆分预测 (%)



资料来源: 公司公告、Wind、华菁证券预测

费用率方面, 作为医药流通企业, 公司运营成本费用主要包括销售及分销成本 (销售费用) 及行政开支 (管理费用率)。考虑到进一步的网络下沉和继续扩大分销零售网络, 人力成本、房租成本等的增加, 我们预测销售费用率和管理费用率将继续提高。我们预测, 2020-22E 销售费用率分别为 3.3%/3.4%/3.4%; 管理费用率分别为 1.7%/1.8%/1.8%。

图表 52: 国药控股费用率预测



资料来源: Wind、华菁证券预测

财务报表

图表 53: 国药控股利润表

百万元	2015	2016	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入	227,069	258,388	277,717	344,526	425,272	483,470	584,341	679,515
销售成本	208,452	237,717	254,640	313,298	387,741	441,540	533,381	621,374
毛利	18,618	20,671	23,077	31,228	37,531	41,930	50,960	58,141
其他收入	244	272	399	414	441	501	606	705
减：销售及分销成本	5,998	6,619	7,383	10,370	12,557	15,726	19,591	22,782
减：行政开支	3,695	4,110	4,187	5,518	6,912	8,341	10,666	12,403
减：信用减值准备	-	-	-	357	416	-	-	-
减：出售以摊除成本计量之金融资	-	-	-	-	1,950	-	-	-
经营溢利	9,169	10,214	11,906	15,397	16,137	17,350	20,142	22,615
其他收益-净额	62	411	359	82	53	53	53	53
其他开支	-	-	-	-	174	-	-	-
加：财务收入	241	291	321	495	513	506	409	284
减：财务费用	2,228	2,223	2,855	4,609	3,657	3,518	3,875	4,579
财务费用-净额	1,987	1,932	2,534	4,114	3,144	3,012	3,466	4,295
联营公司	165	232	431	833	876	1,000	1,000	1,000
合营公司	-	-	10	10	11	11	11	11
除税前溢利	7,410	8,925	10,173	12,208	13,760	15,402	17,740	19,384
所得税开支	1,713	2,033	2,305	2,804	3,140	3,515	4,048	4,423
本年溢利	5,696	6,892	7,868	9,404	10,620	11,887	13,692	14,961
归母净利润	3,761	4,647	5,283	5,836	6,253	6,998	8,060	8,807
少数股东净利润	1,936	2,244	2,585	3,569	4,368	4,889	5,631	6,153
EPS	1.36	1.68	1.91	1.97	2.11	2.35	2.71	2.96

资料来源: Wind、公司公告、华菁证券

图表 54: 国药控股资产负债表

资产负债表	2015	2016	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
流动资产：								
现金及现金等价物	19,919	25,573	29,011	40,299	39,192	31,666	22,009	22,013
交易性金融资产				41	-	-	-	-
其他短期投资	352	1,486	1	379	8	8	8	8
应收账款及票据	64,624	69,245	75,529	106,424	122,267	131,318	160,317	188,290
其他应收账款	5,059	5,678	8,675	14,684	14,931	16,834	20,346	23,660
应收款项合计	69,683	74,923	84,204	121,108	137,198	148,152	180,663	211,950
存货	22,349	25,760	26,769	35,389	42,594	46,821	59,483	69,296
其他流动资产	4,450	5,018	4,858	7,439	11,007	11,007	11,007	11,007
流动资产合计	116,752	132,760	144,843	204,655	230,000	237,655	273,170	314,274
非流动资产：								
固定资产净值	7,641	6,752	7,796	11,025	11,713	12,635	13,673	14,838
权益性投资	1,133	3,331	5,064	6,382	7,052	7,052	7,052	7,052
可供出售投资	322	462	553			-	-	-
其他长期投资	1,944	4,196	596	1,276	1,486	1,486	1,486	1,486
商誉及无形资产	6,720	6,283	6,674	7,477	15,339	16,195	17,099	18,053
土地使用权	1,490	1,329	1,349	1,688				
其他非流动资产	2,264	2,600	2,664	3,268	4,299	4,299	4,299	4,299
非流动资产合计	21,515	24,952	24,696	31,117	39,889	41,667	43,608	45,728
总资产	138,267	157,712	169,539	235,771	269,888	279,322	316,778	360,002
流动负债：								
应付账款及票据	59,038	66,746	66,613	83,683	100,334	104,775	126,568	147,448
应交税金	961	1,276	1,328	2,061	1,325	1,325	1,325	1,325
短期借贷及长期借贷当期到期部分	28,204	22,363	30,163	50,085	42,477	42,611	52,759	62,922
其他流动负债	6,480	9,353	12,773	24,245	34,289	34,289	34,289	34,289
流动负债合计	94,682	99,737	110,876	160,074	178,425	183,000	214,941	245,984
非流动负债：								
长期借贷	608	11,135	5,525	4,951	8,373	8,399	8,428	8,461
其他非流动负债	2,321	2,307	1,868	2,470	6,152	6,152	6,152	6,152
非流动负债合计	2,929	13,442	7,393	7,421	14,524	14,551	14,580	14,612
总负债	97,611	113,179	118,269	167,495	192,949	197,550	229,521	260,596
股东权益：								
普通股股本	2,767	2,767	2,767	2,972	2,972	2,972	2,972	2,972
储备	27,285	29,044	32,684	39,985	44,511	49,344	54,830	60,824
库存股			193	135	60	60	60	60
其他综合性收益			35,644					
归属母公司股东权益	30,052	31,811	35,258	42,822	47,422	52,255	57,741	63,736
少数股东权益	10,604	12,722	16,012	25,454	29,517	29,517	29,517	35,671
股东权益合计	40,656	44,532	51,270	68,276	76,939	81,772	87,258	99,406
总负债及总权益	138,267	157,712	169,539	235,771	269,888	279,323	316,779	360,003

资料来源: Wind、公司公告、华菁证券

图表 55: 国药控股现金流量表

现金流量表	2015	2016	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
将净利润调整为经营活动的现金流量：								
净利润	3,761	4,647	5,283	5,836	6,253	6,998	8,060	14,961
加：折旧与摊销	1,005	1,068	1,015	1,395	1,771	1,434	1,603	1,792
营运资本变动	4,992	-128	-8,844	-10,665	-7,381	-10,740	-23,379	-20,220
其他非现金调整	3,803	3,671	4,213	7,089	18,134	-	-	-
经营活动产生的现金流量净额	13,560	9,258	1,667	3,654	18,777	-2,308	-13,716	-3,467
投资活动：								
出售固定资产收到的现金	68	324	117	170	-	-	-	-
减：资本性支出	1,292	1,364	1,895	3,404	4,868	3,213	3,544	3,911
投资减少	121	5	43	62	-	-	-	-
减：投资增加	117	289	348	558	-	-	-	-
其他投资活动产生的现金流量净额	-375	-283	-464	-2,177	-	-	-	-
投资活动产生的现金流量净额	-1,596	-1,606	-2,547	-5,908	-6,796	-3,213	-3,544	-3,911
筹资活动：								
债务增加	43,090	42,578	46,904	81,046	45,898	42,637	52,788	62,955
减：债务减少	46,964	40,252	39,076	66,763	50,085	42,477	42,611	52,759
股本增加	-	-	-	3	-	-	-	-
支付的股利合计	858	1,135	1,580	1,577	1,872	2,165	2,574	2,813
其他筹资活动产生的现金流量净额	-2,596	-3,218	-1,946	-2,390	-8,898	-	-	-
筹资活动产生的现金流量净额	-7,328	-2,027	4,302	10,319	-13,085	-2,004	7,603	7,383
现金净流量：								
汇率变动影响	51	-18	16	-6	-4	-	-	-
现金及现金等价物净增加额	4,687	5,607	3,439	8,058	-1,103	-7,526	-9,657	4
现金及现金等价物期初余额	15,232	19,966	25,573	32,241	40,299	39,192	31,666	22,009
现金及现金等价物期末余额	19,919	25,573	29,011	40,299	39,192	31,666	22,009	22,013

资料来源: Wind、公司公告、华菁证券

图表 56: 国药控股核心财务指标

	2015	2016	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
增速：								
营收增长率	13.5%	13.8%	7.5%	24.1%	23.4%	13.7%	20.9%	16.3%
毛利增长率	14.0%	11.0%	11.6%	35.3%	20.2%	11.7%	21.5%	14.1%
EPS 增长率	22.5%	23.5%	13.7%	3.1%	7.1%	11.6%	15.2%	9.3%
盈利水平：								
毛利率	8.2%	8.0%	8.3%	9.1%	8.8%	8.7%	8.7%	8.6%
营业利润率	4.0%	4.0%	4.3%	4.5%	3.8%	3.6%	3.4%	3.3%
净利率	1.7%	1.8%	1.9%	1.7%	1.5%	1.4%	1.4%	1.3%
销售费用率	2.6%	2.6%	2.7%	3.0%	3.0%	3.3%	3.4%	3.4%
管理费用率	1.6%	1.6%	1.5%	1.6%	1.6%	1.7%	1.8%	1.8%
负债：								
净负债/股权	29.6%	24.9%	18.9%	34.4%	24.6%	37.0%	67.9%	77.5%
净负债/总资本	15.1%	12.1%	9.4%	15.1%	11.9%	18.7%	32.9%	36.5%
盈利能力：								
净资产收益率	13.1%	15.0%	15.8%	14.9%	13.9%	14.0%	14.7%	14.5%
投入资产回报率	19.1%	22.4%	25.5%	27.2%	23.6%	22.8%	20.4%	18.3%

资料来源: Wind、公司公告、华菁证券

风险提示

政策和市场不确定性: 国家对医药行业的改革正在进一步深化。医药集采以量换价等政策和医疗器械两票制的趋势使公司相关业务受到挑战，这些政策和市场的不确定性，将有可能导致公司的收入增长及盈利低于预期。

外汇风险：公司大部分交易以人民币计值结算，但有若干现金及现金等价物、预付账款及其他预收账款等以外币（主要以美元、港币和欧元为主）计值。汇率的波动将会对公司运营产生负面影响。

应收帐款逾期风险：两票制后，医药流通商直接面对具有极强议价能力的医院等医疗机构，存在应收帐款延误或拖欠风险。

市场竞争日趋激烈: 目前健康产业吸引国内外企业加速进入，尤其是公司零售业务（众多公司纷纷进入专业药店市场包括院边店、DTP 药房和医保定点药房）和医药器械业务，市场竞争日趋激烈，公司需要提升竞争力去维持稳定业绩。

上海医药 (2607 HK)

买入

持有

卖出

上海医药

代码: 2607HK

最新收盘价: HK\$12.40

目标价: HK\$17.53

评级: 买入

根据 2020 年 5 月 27 日收盘价

上海医药 (H)：工商业协同发展，竞争格局不断优化

- 工商一体化将继续推动业绩稳健增长。
- 我们相信公司在医药工业向创新药转型和积极拓展 DTP 药房业务商业模式下，公司的 PE 估值将会更高。
- 首次覆盖给予买入评级，H 股 SOTP 目标价为 17.53 港币。

打造工商一体化龙头：上海医药是一家以医药分销为主营业务的国企。为了应对行业发展变革，公司致力于打造工商一体化龙头。目前主要业务包括医药分销、医药零售和医药工业三大板块，医药工业是公司最大的业务板块（占公司 2019 年营收的 90.8%），同时公司也在积极地扩张其余的两个业务板块。我们看好公司未来的发展，主要原因：1) 医药工业板块由高端仿制药向创新药转型，有望提高其毛利率；2) 行业变革利好医药分销龙头，公司集中度有望提高；3) 公司在 DTP 药房及其他业务领域不断拓展，打造新的盈利增长点。

重新整合资源向创新药倾斜：随着集中采购政策的不断推进，许多药物制造商的产品价格遭受大幅下降，尤其是仿制药。不过我们认为上海医药产品价格受政策的影响不大，主要由于：1) 公司重点品种受集中采购政策影响小；2) 改善了医药分销和医药零售的渠道来提高其市场影响力；3) 由高端仿制药向创新药的战略进一步优化布局。

DTP 药房业务将成为公司业绩新的增长引擎：随着进口药品竞争的白热化，我们相信上海医药能在中国打造一个差异化的 DTP 药房市场，尤其是创新要和特新药。我们预计 DTP 药房将受益于处方药外流，上海 DTP 药房将迎来高速增长，对 DTP 药房未来能否成为潜在的增长引擎和高利润持积极态度。

首次给予买入评级，SOTP 目标价为 17.53 港币：由于公司受集中带量采购政策影响较小以及其医药工业和医药零售潜在的增长，因此我们对公司未来业绩持积极态度。基于 SOTP 的目标价为 17.53 港币，对应 10.9x 的 2020 E 的 PE，略高于行业平均值 10.1x 的 PE。考虑到其在药品分销和零售领域的市场份额不断增长，以及其药品制造业务的持续发展，我们认为溢价是合理的。

风险提示：1) 政策和市场不确定性；2) 创新药研发周期；3) 市场竞争激烈；4) 重磅药品经销权过程繁琐。

研究团队

赵冰，分析师

证书编号: S1680519040001

电话: +86 21 6015 6850

电邮地址: bingzhao@huajingsec.com

徐浩瀚，研究助理

证书编号: S1680119070004

电话: +86 21 6015 6853

电邮地址: hhxu@huajingsec.com

财务数据摘要

百万元，除 EPS 外	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
收入	159,084	186,566	209,936	242,578	279,405
归母净利润	5,208	6,214	6,928	8,031	8,412
同比增长 (%)	3,881	4,081	4,550	5,274	5,529
EPS	1.37	1.44	1.60	1.86	1.95

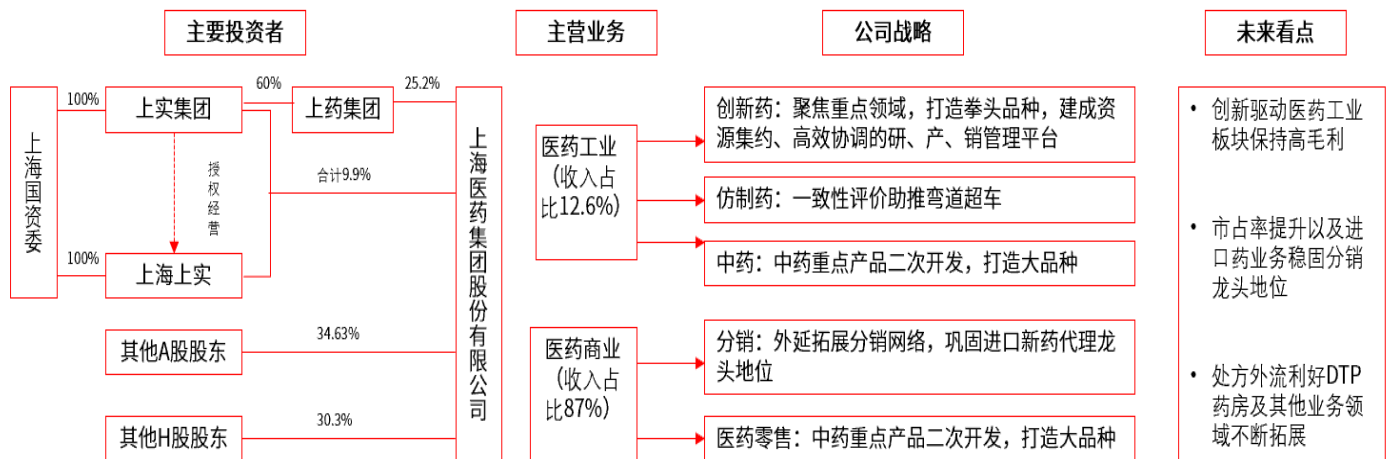
资料来源: Wind、华菁证券预测

工商一体化，打造医药龙头

上海医药集团股份有限公司成立于 1994 年，是沪港两地上市的大型医药产业集团，公司实际控制人为上海市国资委。主营业务覆盖医药工业（研发与制造）、医药商业（分销与零售）。

- 1) **医药工业**：2019，医药工业收入占比仅为 12.6%。但由于其毛利率高达 57.52%，毛利占比达到 58.6%。该部门包括研发、药品生产和销售。其产品主要集中在五大治疗领域：消化系统和代谢、心血管、全身抗感染、神经系统、抗肿瘤药物和免疫调节剂。常年生产近 700 个药品品种，20 多种剂型。
- 2) **医药分销**：医药分销是公司主要业务，2019 收入占比达 87%。根据中国医药商业会发布的消息显示，上海医药医药分销的商业网络直接覆盖全国 24 个省、直辖市及自治区，规模位居全国第二。同时，根据公司公告，他们是中国最大的进口药国内代理商。
- 3) **医药零售**：2019 收入占比约为 4.5%。公司医药零售店铺包括连锁药房、院边店、DTP 药房三类。截至 2019，公司零售药房总数超过 2,000 家。

图表 57: 一图读懂上海医药

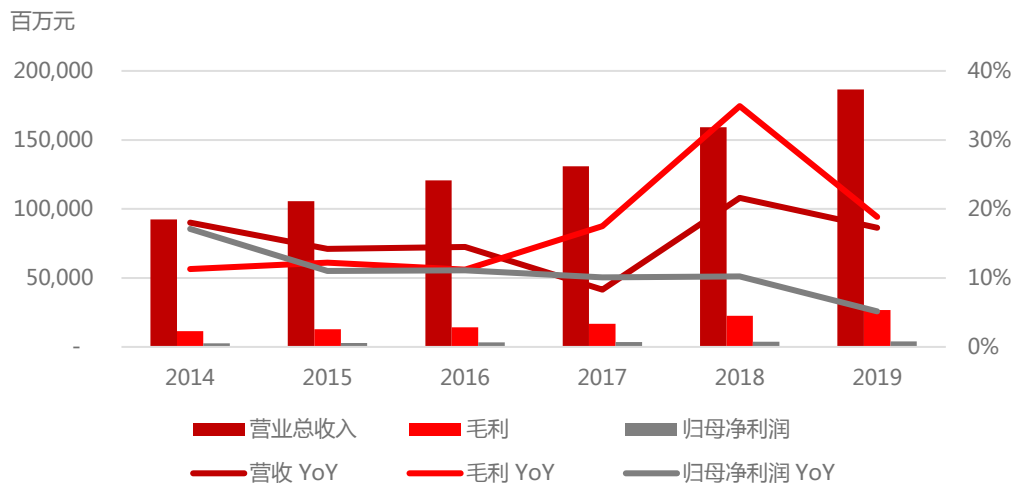


资料来源: Wind、华菁证券

2017 是医疗改革之年，“三医”联动改革持续深化，分级诊疗、医联体建设和取消药品加成等政策逐步落地。医药控费提速，两票制改革的深化，大幅缩减了分销商的利润空间。因此公司 2017 总营收同比增速下滑至 8.3%（2016 年同比为 14.5%）。对此，上海医药积极开展“三三三+一”发展规划，推动工业产品结构进一步优化，以及加速布局医药商业板块的全国网络。积极的扩张策略使得 2018 总营收增速升至 21.6%。同时，公司 2018 综合毛利率为 14.2%，同比增加 1.4pps，主要因为医药工业板块毛利率同比增加 3.8 pps。

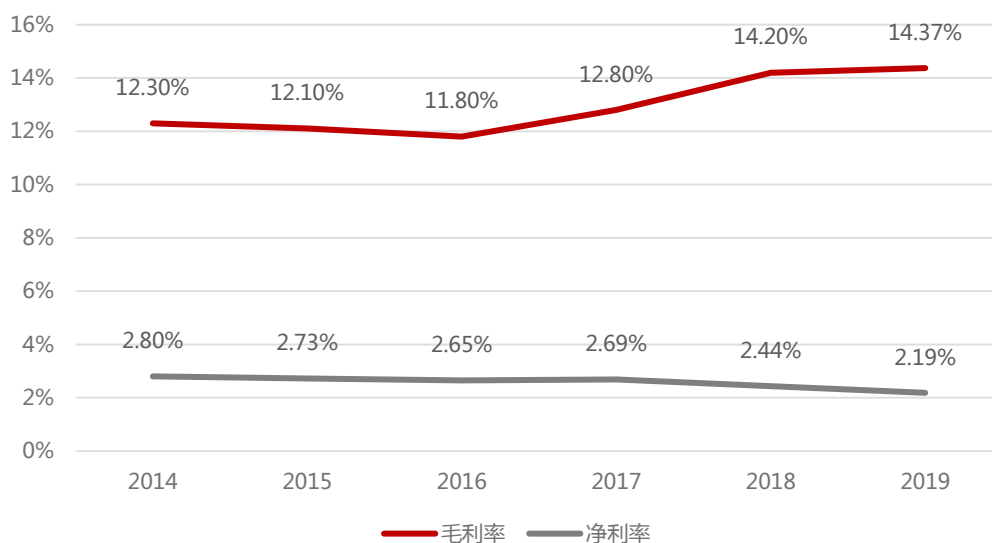
2019 年公司实现营业收入 1,866 亿元，同比增长 17.3%；其中医药工业实现收入 235 亿元，同比增长 20.7%；医药分销实现收入 1,624 亿元，同比增长 16.5%；医药零售实现收入 83 亿元，同比增长 15.8%，公司其他业务和抵消为 -80 亿元。公司 2019 年归母净利润为 40.8 亿元，同比增长 5.15%。公司 2019 年总体毛利率为 14.4%，同比增加 17ppts。

图表 58: 上海医药 2014-2019 营收、毛利及净利润



资料来源: 公司公告、Wind、华菁证券

图表 59: 上海医药 2014-2019 毛利率及净利率



资料来源: 公司公告、Wind、华菁证券

医药工业：根据公司 2014 年至 2019 的年报显示，医药工业板块的营收占比保持在 12% 左右。同时，由于公司实施聚焦重点领域，生产优质产品的战略，公司该板块一直保持着较高的毛利率且优于同行。根据我们的分析，2019 年公司医药工业板块毛利率为 57.52%，高于同期制药公司的平均毛利率 49.19%。同时，根据公司 2019 年年报，公司各细分药品品类毛利率也要优于同行同领域公司。

图表 60: 2019 年上海医药细分品类毛利率与同行比较

	营收占比	毛利率	同行业同领域产品毛利率比较
心血管系统	23.9%	72.73%	58.9%
消化道和新陈代谢	8%	59.53%	38.94%
全身性抗感染	11.1%	46.05%	29.69%
中枢神经系统	4.1%	70.50%	75.91%
抗肿瘤和免疫调节剂	5.3%	81.50%	58%
骨骼肌肉系统	4.3%	78.25%	
呼吸系统	6.8%	70.70%	

资料来源: 公司公告、Wind、华菁证券

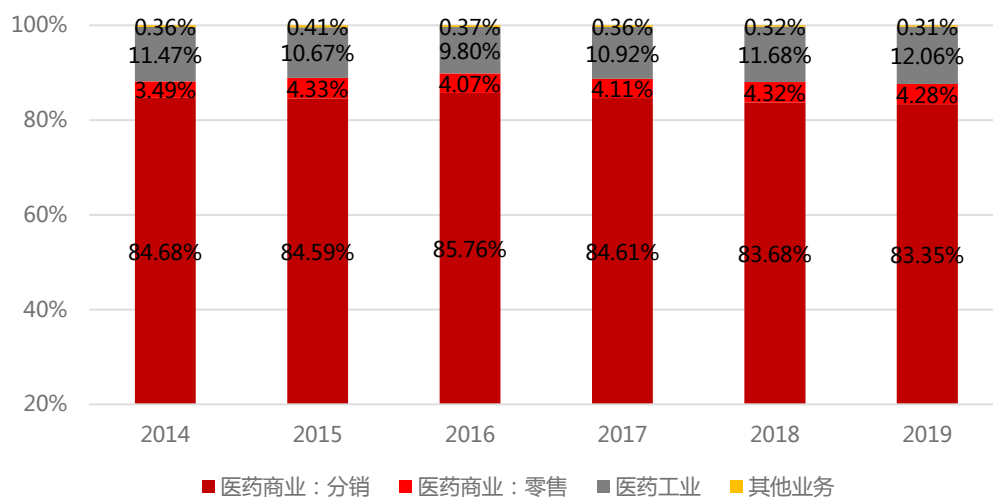
医药商业：自上市以来，医药商业板块作为主要收入来源，其收入占比一直超过 90%。医药商业营收中，分销占比超过 95%，零售业务为 5% 以下。公司积极发展 DTP 药房作为新特药的销售渠道。公司于 2018 年完成对康德乐中国业务的收购之后获得其 30 余家 DTP 药房。截至 2019 年 11 月，公司已拥 93 家 DTP 药房，拥有国内最大的 DTP 药房网络。

图表 61: 2019 年上海医药细分品类毛利率与同行比较

	营收占比	毛利率	同行业同领域产品毛利率比较
心血管系统	23.9%	72.73%	58.9%
消化道和新陈代谢	8%	59.53%	38.94%
全身性抗感染	11.1%	46.05%	29.69%
中枢神经系统	4.1%	70.50%	75.91%
抗肿瘤和免疫调节剂	5.3%	81.50%	58%
骨骼肌肉系统	4.3%	78.25%	
呼吸系统	6.8%	70.70%	

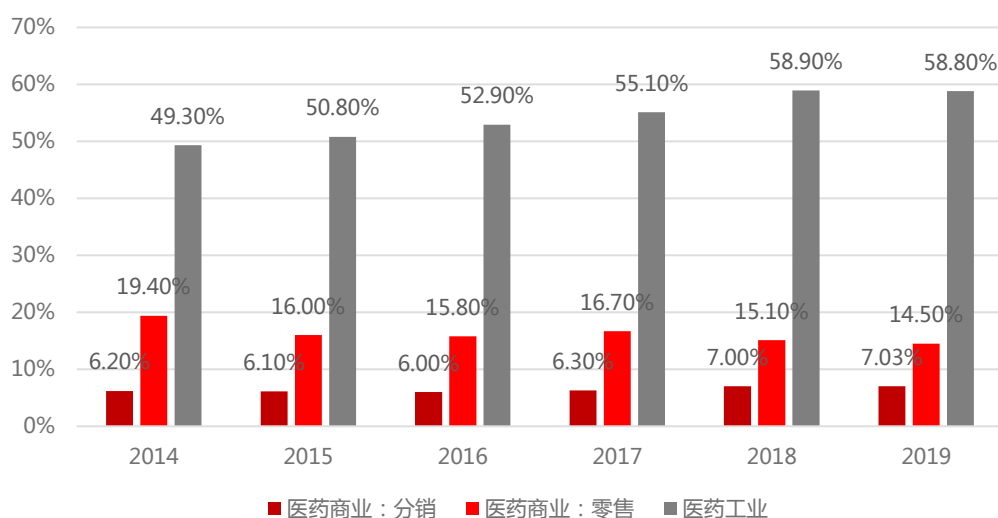
资料来源: 公司公告、Wind、华菁证券

图表 62: 2014-2019 上海医药各板块业务营收占比



资料来源: 公司公告、Wind、华菁证券

图表 63: 2014-2019 上海医药各板块毛利率



资料来源: 公司公告、Wind、华菁证券

医药工业由高端仿制药向创新药过渡，集中资源打造拳头品种

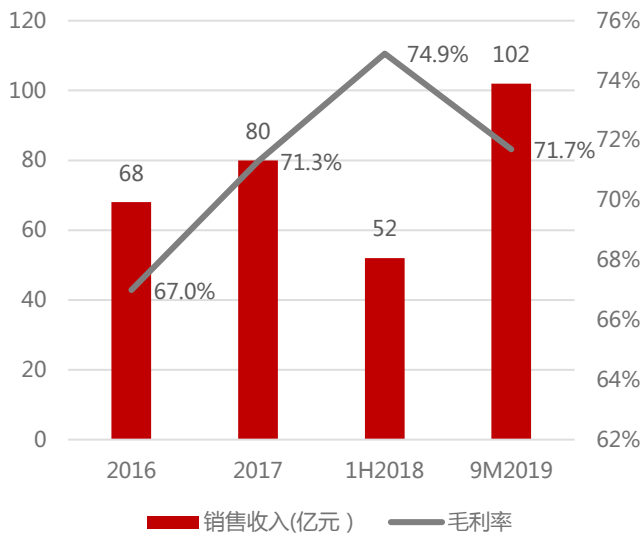
我们认为公司医药工业整体布局良好，主要由于：

- 1) 公司重点品种处于市场领先地位，受集采影响小；
- 2) 公司注重营销以提升终端销量；
- 3) 由高端仿制药向创新药的战略进一步优化布局。

公司重点品种销售状况良好：

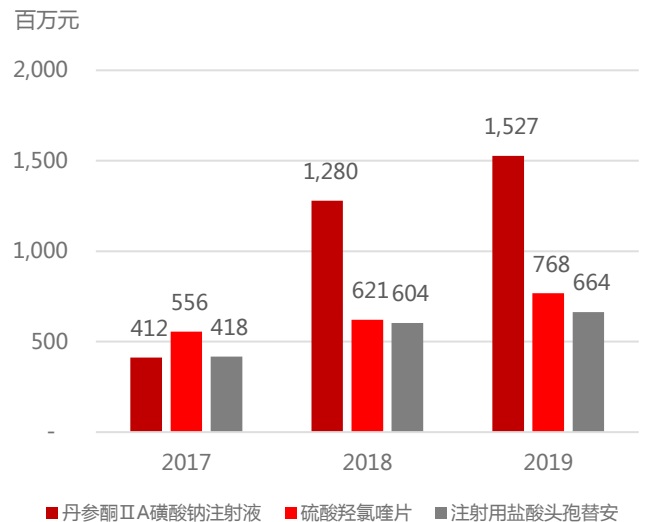
公司医药板块聚焦重点治疗领域，打造拳头品种。2019 年，公司医药工业在心血管领域总收入 56 亿元，同比增长 16.43%；在全身性抗感染领域收入 26 亿元，同比增加 28.82%；在骨骼肌肉系统收入 10 亿元，同比增长 6.96%；在呼吸系统收入 16 亿元，同比增长 39.46%。更重要的是，上海医药重点品种的平均毛利率为 71.7%，远高于行业平均毛利率的 40%-50%。此外，该公司药品均未纳入集中带量采购，药品降价压力有限。

图表 64: 60 个重点品种销售收入及毛利率变化情况



资料来源: 中商产业研究院、华菁证券

图表 65: 公司主要品种 2017-2019 销售变化

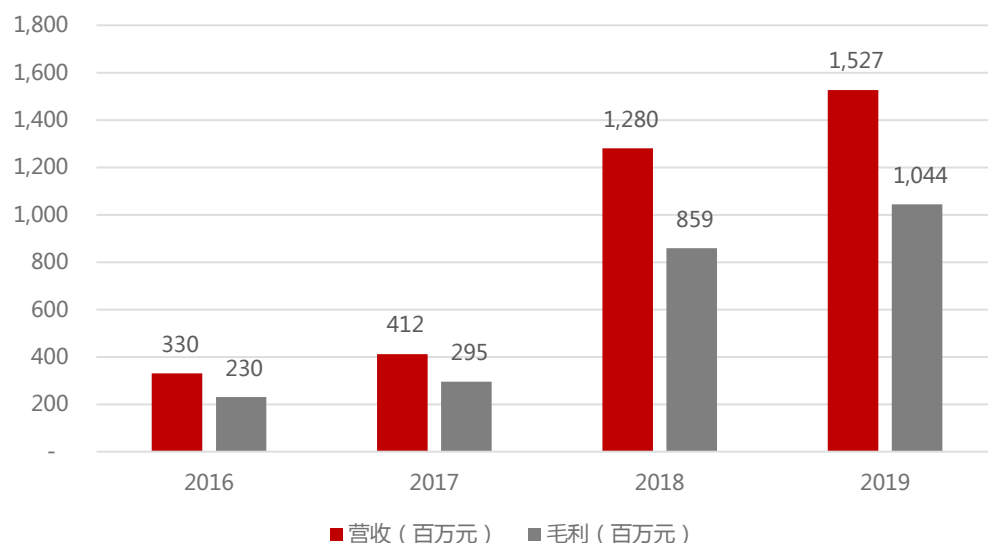


资料来源: 中商产业研究院、华菁证券

根据公司 2019 年年报，公司工业板块主要 3 款产品为：硫酸羟氯喹片，丹参酮 II A 磺酸钠注射液，注射用盐酸头孢替安。这三款产品在 2019 年的贡献了 1.6% 的总营收，7.9% 的总毛利。具体来看：

1) 丹参酮 II A 磺酸钠注射液，商标名“诺新康”：市占率高，收入强劲增长。

根据公司介绍，这款产品主要用于心血管领域冠心病、心绞痛、心肌梗死的辅助治疗。根据药智数据库，目前该药品为上海医药旗下第一生化药业有限公司的独家品种，而从 2017 年至今的省级集采中，第一生化药业 100% 中标。同时，2ml:10mg 剂型的注射液中标价最高为 16.93 元，最低为 15.6 元。在我们看来，缩小的价格差距体现了该产品在市场上的价格优势。

图表 66: 2016-2019 年“诺新康”营收及毛利


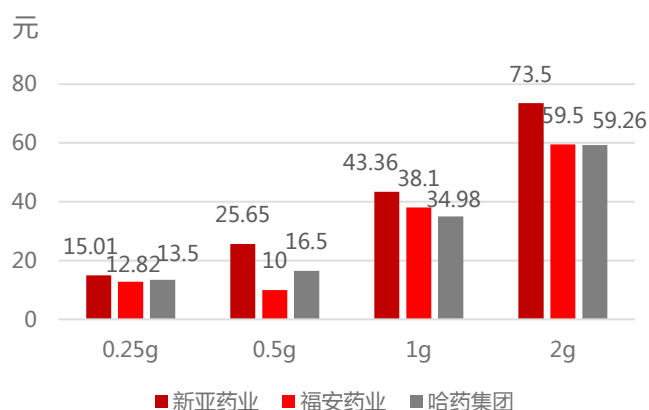
资料来源: 公司公告、华菁证券

2) 硫酸羟氯喹片：国内首仿，市占率高且销量增长迅速。

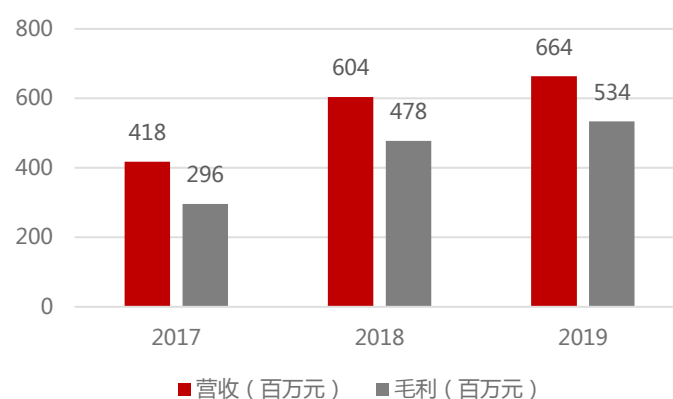
根据公司介绍，该药品用于治疗肿瘤及免疫系统疾病，为原研药赛能的首款仿制药，现已通过一致性评价。由于国内尚无竞争者，该产品主要的竞争对手为原研药厂商。根据公司 2019 年中报，虽然 2016 年原研药获批上市导致其市场份额有所下降，但是降幅较小。根据公司年报，硫酸羟氯喹片在 2018 和 2019 年的在中国的市占率分别为 79% 和 80%。从 2017 到 2019 年，硫酸羟氯喹片销量以 33.22% 的年复合率持续增长。基于这是中国市场唯一一款首仿，我们相信其销量能保持稳定增长。

3) 注射用盐酸头孢替安：仿制门槛低，竞争较为激烈。

该药品为抗感染药品，仿制技术壁垒低，竞争激烈。根据药智数据显示，在中国有超过 10 家企业在生产该药品。

图表 67: 2020 年 4 月 湖北省基层医疗机构集中采购中标价格 (元)


资料来源: 药智数据、华菁证券

图表 68: 2017-2019 年公司注射用盐酸头孢替安营收及毛利


资料来源: wind、公司年报、华菁证券

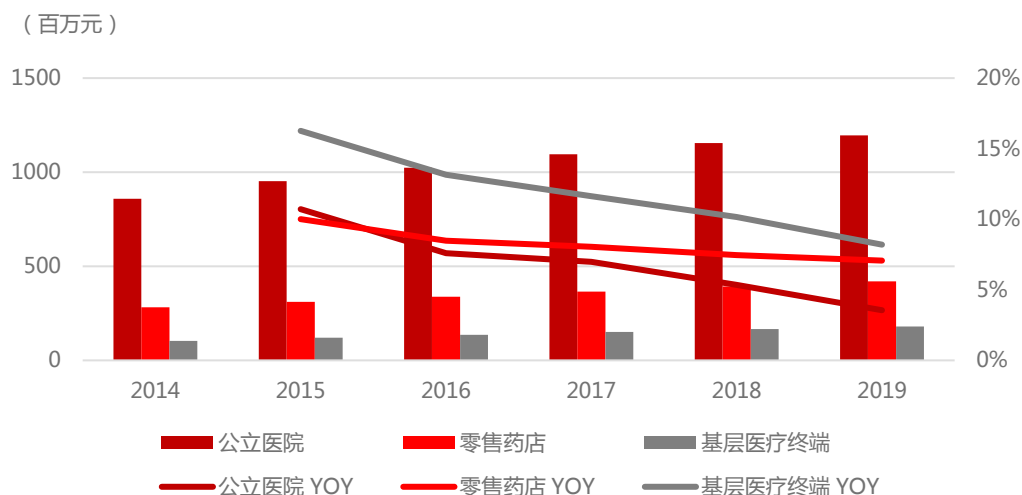
营销助力产品的市场推广：

面对行业变革，公司统筹调配资源，加大公司营销力度，持续深化一品一策。具体看，公司的营销策略主要集中在两方面：多元终端推广+学术推广。

在多元终端推广方面，基层市场成为了公司多元化终端的主要探索方向。通过有效的促销活动，让市场进一步了解产品的特性，从而增加更多来自基层医疗机构的带量采购。在基层市场，丹参酮 IIA 磺酸钠注射液继续发挥安全性高、成分明确及价格亲民等特色优势，不断提升市场份额，在 2019 年实现销售收入 15.2 亿元，同比增长 23.71%。同时，公司的另一款产品卡托普利片也在不断扩张其在医院和药店的份额，2019 营收 0.92 亿元，同比增长 88.5%。

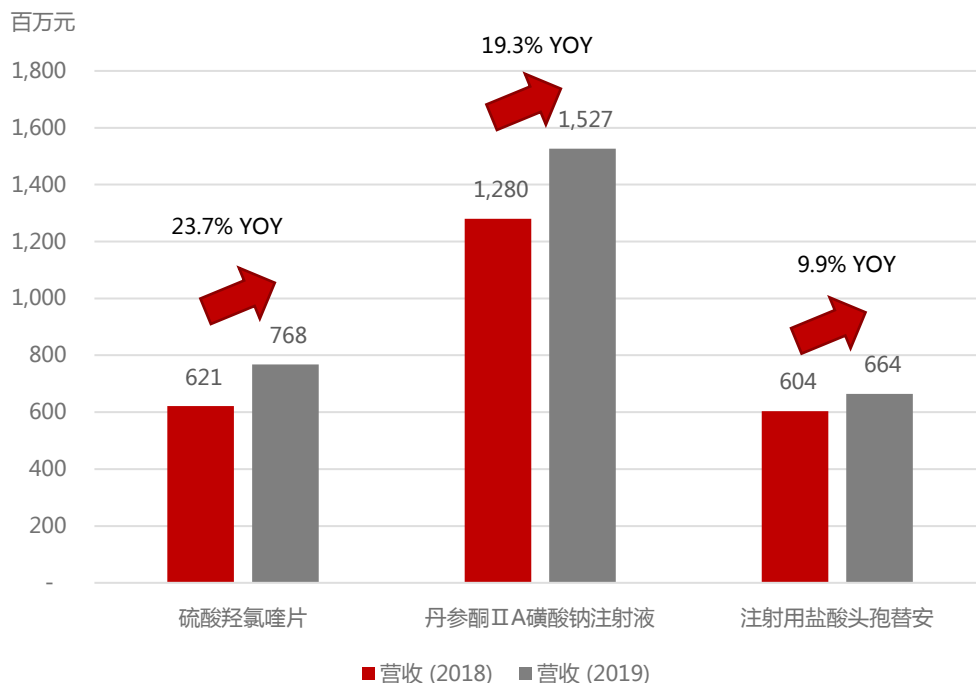
在学术推广方面，公司为了能执行一品一策的战略方案，上海医药组建了多只专业团队。我们相信学术推广能使医生更加熟悉产品的特性，从而增加处方销量。因此，2019 年公司在学术平台组织了多种药物培训。在市场营销的努力下，注射用乌司他丁/硫酸羟氯喹片/红原达（铁多糖复合胶囊）/注射用尤瑞克林在 19 年 9 月实现销售收入 6 亿元/5 亿元/3 亿元/2 亿元，同比增长分别为 33.0%/20.6%/31.8%/20.9%。

图表 69: 2014-2019 年中国药品两大终端销售额及增长



资料来源: 米内网、华菁证券

图表 70: 2018 和 2019 年公司重点学术推广药品销售额及其增速

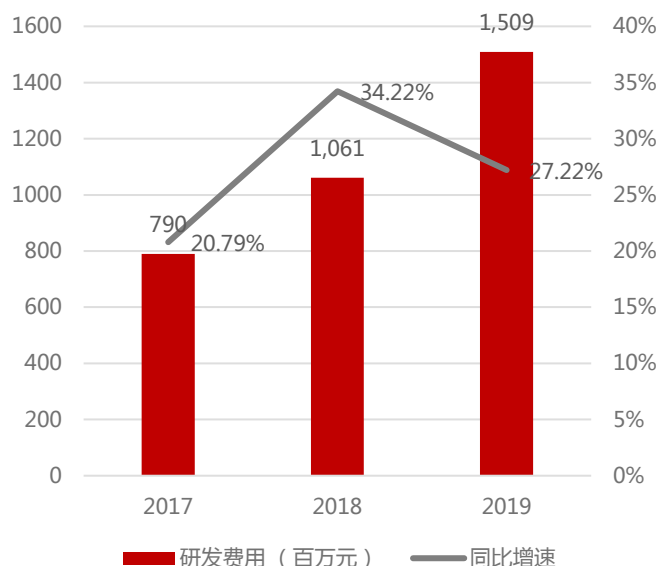


资料来源: 公司公告、华菁证券

由高端仿制药向创新药过渡：

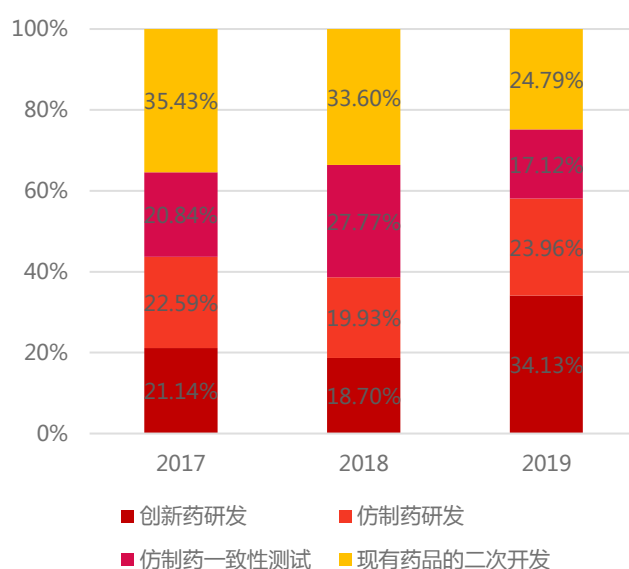
在研发方面，公司实行仿创结合战略，由高端仿制药向创新药过渡。短期内，公司积极进行仿制药一致性评价以调高竞争地位。中长期，公司聚焦其主要治疗领域下的创新药。因此，公司研发费用不断增长，2019 年研发支出为 13.5 亿元，同比增加 27.22%。具体来看，公司研发支出由四个方面组成：创新药研发，仿制药研发，仿制药一致性评价，现有产品的二次开发。从图表 72 可以看出，公司研发支出情况中创新药研发支出占比从 2018 年的 18.7% 增长到 34.13%。

图表 71: 2017-2019 上海医药研发支出（百万元）及增速



资料来源: 药智数据、华菁证券

图表 72: 2017-2019 上海医药研发支出情况 (%)



资料来源: 公司公告、华菁证券

上海医药研发的高端仿制药在市场上竞争状况良好, 可以避免集采导致的过度降价的药品。例如公司的主要药品硫酸羟氯喹片, 是国内独家仿制药, 近年来销量大幅上涨。而随着竞争的激烈化, 公司抢先通过了药品一致性的认证, 通过仿制药一致性评价将有效的提升药品在市场上的竞争力。

以 2018 年通过一致性评价的盐酸氟西汀 (共两家获批) 为例, 公司该产品在 2019 年 12 月的集采中, 重庆、甘肃、北京、云南这些省份皆未中标。而在已经出台政策以保证通过一致性评价的药品优先采购的贵州省, 公司该产品独家中标。目前, 公司已有 7 个产品获批一致性评价, 超过 40 个产品进入申报程序。我们相信通过一致性评价仿制药将成为市场主流, 上海医药也将更加注重这一领域来提升自身产品的竞争力。

图表 73: 公司 2018 通过一致性评价的药品增长潜力

品种	涉及子公司	同类产品厂家数	一致性评价获批厂家数	销量规模	公司该药品销量	目前市占率	未来市占率
头孢氨苄	福达制药	233	2	2018 医院采购 1462 万元	2018 年销售收入 686 万元		50%
盐酸氟西汀	中西制药	7	2	2017 公立医院采购 67.77 亿元		2%	50%
氢氯噻嗪片	常州制药	74	1	2017 医院采购 776 万元	2017 医院采购收入 117 万元	15%	100%
布洛芬缓释胶囊	上海信谊	22	2	2018 医院采购金额 为 6107.73 万元	2018 销售收入 1185.79 万元	19%	50%

资料来源: 公司公告、米内网、IQVIA、药智数据、华菁证券

在创新药方面, 公司通过自研+并购不断丰富自身的产品管线。自研方面, 虽然创新药占总研发支出比例变动较小, 但是研发支出的总额大幅上涨使得创新药研发支出的绝对额也逐步升高。同时, 公司通过并购获得进口创新药。2018 年公司完成收购广东天普 26.3% 股权后, 实现对其绝对控股, 其两大核心产品注射用乌司他丁 (天普洛安) 及注射用尤瑞克林 (凯力康) 填补了公司产品线在尿蛋白领域的空白。2019 年公司与俄罗斯 BIOCAD 生物制药公司合资建立 BIOCAD, 目前拥有 6 个生物产品的中国独家永久销售权和生产权。

图表 74: 收购广东天普及 BIOCAD 带来的创新药收入估算

广东天普：名称		主要成分	适应症	中国销量	竞争状况	产品年收入		
注射用乌司他丁		蛋白酶抑制剂	胰腺炎	2018年8.12亿元	广东天普独家国内首仿，100%中标	10亿元		
注射用尤瑞克林		人尿激肽原酶	轻、中度急性血栓性脑梗死	2018年2.96亿元	全球首创一类新药，100%中标	5亿元		
BIOCAD：	名称	类型	适应症	对标品种全球销量	中国销量	竞争状况	未来市占率	未来产品年收入
	贝伐珠单抗生物类似药-BCD-021	重组人源化单克隆抗体	转移性结肠癌、非小细胞肺癌	原研药（贝伐珠单抗）201870亿美元	2018年中国销售收入27.31亿元	原研药，1家仿制药获批上市	10%	1亿元
	曲妥珠单抗生物类似药-BCD-022	重组DNA衍生的人源化单克隆抗体	HER2 过度表达的转移性乳腺癌	原研药2018：71亿美元	2017年中国销售收入8.9亿元	原研药上市，三生国健和复宏汉霖申报上市	10%	1亿元
	阿达木单抗生物类似药BCD-057	重组全人源化肿瘤坏死因子（TNF-α）单克隆抗体	类风湿性关节炎、银屑病	原研药2018：199亿美元	2015年中国销售收入1亿元，此后呈下降趋势	原研药上市，2家仿制药获批上市	10%	1亿元
	BCD-085（Netakimab）	重组人源抗白介素-17（IL-17）单克隆抗体	重度斑块性银屑病，强直性脊柱炎，非小细胞肺癌，黑色素瘤，霍奇金淋巴瘤	诺华Cosentyx2018：28.37亿美元，礼来Talt:2018：9.38亿美元，BMS的Opdivo（2019：欧狄沃®）73亿美元，默沙东的Keytruda（可瑞达®）2019：98亿美元		全球2款已上市		10亿美元
	BCD-100（Prolgolimab）	重组人抗PD-1单克隆抗体				国内5款PD-1抗体上市		10亿美元
	BCD-166	糖皮质激素诱导的TNF受体（GITR）的激动性抗体				全球无GITR同靶点上市		

资料来源: 公司公告、IQVIA、华菁证券预测

医药分销：受益于行业集中度提升与进口药业务

上海医药通过业务调整和收购，不断拓展网络布局，形成了对 24 个省分销网络的直接覆盖。2017 年公司通过收购 Cardinal Health (L) Co., Ltd（康德乐），实现了对四川、重庆、贵州和天津的业务覆盖突破。2018 年，公司先后收购了辽宁省医药对外贸易有限公司、上药控股贵州有限公司等，迅速拓展辽宁省、贵州省、海南省的业务。目前根据上海医药公司官网的公告显示，公司已跻身成为全国收入第二大药品流通商。

随着全国药品集采逐渐扩大品种范围，中小流通商将加速出局，利好头部配送商。以上海为例，2020 年 1 月 17 日，第二批全国药品集采拟中选结果公布。公布的 32 个品种中，上海医药及其子公司配送 19 个品种，占比高达 59%，位居第一。且中标的配送企业只有上海医药，国药控股，九州通及华润医药四家，中小配送商已然出局。同时，《上海地区补充文件》中规定：一个中选药品仅委托一家药品配送企业负责配送。同时，指定配送企业应符合以下条件：指定配送企业 2019 年配送药品范围覆盖上海市所有地区；指定配送企业具备 24 小时内向全市医保定点医疗机构配送中选药品的能力和条件。这表明物流效率低，覆盖范围小的中小厂商的完全出局，而公司作为流通商巨头有望在未来进一步提升市场占有率。

同时，集采所实施的总额预付机制改善了公司的现金流状况。以上海为例，上海市药品集中招标采购事务管理所作为货款直接支付方，分三批向医药配送企业支付医保药品“带量采购”货款，第一批预付全货款的 50%，于三方协议签订后 5 个工作日内支付；第二批预付全货款的 45%，在首批预付款对应采购量完成 90%前支付，最晚于“带量采购”执行之后半年支付；第三批预付全货款 5%，于合同供货末期完成清算后予以支付。这样的明文规定有助于改善流通企业以往的垫付货款现象，提升资金流动性。

除了受益于行业集中度的提升，上海医药也积极发展进口药板块。随着越来越多的药品被纳入集中采购，药价大幅下跌，流通企业的利润空间也不断被压缩。而对于一些全球销量高，临床效果好但

未进入中国市场的新药，从刚刚进入中国到仿制药出现带动价格下降有一定的红利期。而上海医药在进口药分销业务上具有先发优势。

2018 年在合并康德乐后，上海医药在品种种类和营收方面成为全中国最大的进口药总代理商和分销商，进口药分销收入占医药分销总收入的 55%。在 2018 年中国批准上市的进口新药中，通过商业分销公司进口代理的品种共计 20 个，其中上海医药拿到 15 个品种的总经销权，占比 75%。以 2018 年公司拿到的 15 个进口代理权的药品为例，其中 80% 以上为肿瘤药物，其价格高昂，国内需求高。2019 年，上海医药获得了 17 款重磅产品的经销权。

2019 年，药品分销收入占药品总销售收入的 55%。该业务板块从 2016 年到 2019 年以年复合利率 14.1% 的速度增长，因此我们预计公司未来的分销收入至 2021 年将保持每年 15% 稳定增长。

其中，公司 2019 年获得进口代理权的四款明星产品如下：

图表 75: 2019 年公司获得分销权的明星药物

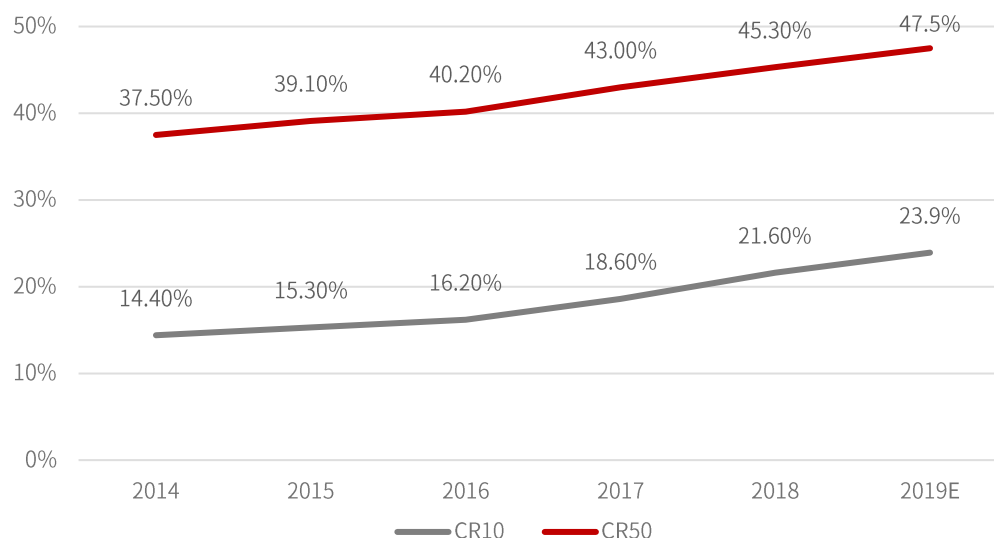
药品名称	适应症	销售收入	医保
甲磺酸仑伐替尼胶囊（乐卫玛）	多靶点激酶抑制剂，最出色的适应症是肝癌，适用于经一线治疗失败的不可切除或转移性黑色素瘤的治疗	2018.11-2019.3，中国销售额 3300 万美元。	未纳入
博利珠单抗（可瑞达）	中国首个免疫肿瘤药物，适用于治疗接受含铂类方案治疗期间或复发或转移性头颈部鳞癌（SCCHN）患者	2019 年全球销售收入 98.01 亿美元	未纳入
纳武利尤单抗注射液（欧狄沃）	新一代激酶抑制剂，用于非小细胞肺癌患者的治疗	2019 年全球销售收入 73.41 亿美元	未纳入
塞瑞替尼（赞可达）		2017 年全球销售 8276.9 万美元	未纳入

资料来源: Wind、华菁证券

医药零售：处方外流利好 DTP 药房

随着药品零加成等政策的落地，药房成为医院的成本中心而非利润来源。而零售终端就成为了处方外流的主要承担者。我们假设医院药品收入中来自住院收入和门诊收入的比例分别是 50%，而门诊药品收入中难以外流的输液，注射液药占比 50%。根据 Wind 数据，2018 年公立医院药品收入 8,145 亿元，我们假设其中 25% 未来会通过处方外流进入零售端，估算得出零售市场大约 2,000 亿元。在连锁药店，院边药店和 DTP 药房中，我们更看好公司的 DTP 药房业务。

我们认为大部分消费者都会选择有较高知名度，实力较强的连锁药房。而店铺数量的增多又为其自身打响知名度，带来更多的业务，导致强者恒强，新进入者盈利能力低。据中国产业信息网统计，2014-18 年期间，中国前十大/前五大连锁药店的市场份额合计稳步增长。

图表 76: 2014-2019E 中国连锁药店前 10/50 公司市占率


资料来源: 公开资料整理、中国产业信息网、华菁证券

院边店面临着政策的不确定性。我们认为院边医院可能面临不利政策带来越来越多的不确定性。2018 年 6 月 1 日, 上海市卫计委发布《关于本市医疗机构进一步加强药事管理推动药学服务转型发展的通知》, 正式表态, 禁止公立医院开展药房托管。《通知》要求, 医疗机构要加强对直接经营药店的管理, 要对由第三方经营、与医院有合作关系或租用医院场地的药店进行清查, 避免发生损害群众利益的情形。由此, “院边药店”的概念从依靠医院的位置和合作弱化为地理位置上的优势。随着连锁药店和 DTP 药房的地理位置向医院周边延伸, 仅将院边药店作为一个战略方向不合时宜。

比较之下, 我们更加看好公司的 DTP 药房业务。目前发展 DTP 药房的主要有依靠药品渠道优势的流通企业和依靠零售渠道优势的连锁药店。我们认为公司在 DTP 药房板块具有以下优势:

- 1) **电子处方平台:** 上药旗下上药云健康 (上海医药旗下“互联网+”医药平台) 以电子处方为业务核心, 与腾讯和多家医院合作, 打造一个公共电子处方平台, 可直接接入处方药平台。据公司 PPT 显示, 从收入方面来看, 目前这是中国最大的电子处方平台。
- 2) **新特药 DTP 网络:** 在上海医药完成收购康德乐后, 拥有全中国最多的新特药 DTP 药房, 也成为了全国最大的进口药总代理商和分销商。同时, DTP 药房平台也提供许多不包括在医疗保险里的特新药。

图表 77: 2014-2019 中国连锁药店 DTP 药房数量

行业	公司	截止时间	DTP 药房数量
传统流通企业	国药	9M19	317
	华润医药	1H19	150
	柳州医药	1H19	82
	上海医药	9M2019	93
传统连锁药店	老百姓	10M19	23
	大参林	2019	56

资料来源: 公司公告、华菁证券

估值与盈利预测

首次覆盖给予买入评级，目标价为17.53港币。我们看好上海医药未来业绩，主要因为：1) 公司发展重心从仿制药转向创新药，毛利率不断提高；2) 医药分销市占率不断提高；3) DTP药房扩张。我们首次覆盖上海医药，给予买入评级。

考虑到上海医药的医药商业和医药工业板块的估值体系不同，我们对上海医药采用了SOTP估值法。我们通过预测两个板块的2020年净利润及可比公司的PE估值来计算各板块和公司总体股权价值。我们认为SOTP估值法的合理性为：1) 上海医药的工业收入和商业收入业务相对成熟，盈利稳定；2) 市场拥有大量业务可比公司。

我们预测上海医药的商业板块2020年将贡献归母净利润24.5亿元，根据可比公司8x的平均PE，我们计算得出医药商业板块股权价值为166亿元。我们预计2020年医药工业将贡献净利润24.5亿元，根据可比公司11x的平均PE，我们计算得出医药工业板块股权价值为273亿元。由上得出上海医药总股权价值为438亿元。基于总股本28.42亿股，以及港币/人民币0.88的汇率，我们得出目标价17.53港币，对应5月27号收盘价蕴含41%的上行空间。

图表 78: SOTP 估值 (H 股)

业务板块	2020年净利润(百万元)	行业PE均值	权益价值 (截止2020年底)
医药商业	2,100	8	16,573
医药工业	2,450	11	27,262
股权价值 (百万元)			43,835
总股本 (百万)			2,842
H股目标价 (HK\$)			HKD17.53
最新收盘价			HKD12.40
上行/(下跌) 空间%			41%

医药商业 (H)	股票代码	最新收盘价	2020E EPS	2020 PE
华润医药	3320.HK	RMB4.34	RMB0.67	6
李氏大药厂	0950.HK	RMB3.87	RMB0.34	10
国药控股	1099.HK	RMB18.86	RMB2.18	8
白云山	0874.HK	RMB18.88	RMB2.23	7
平均值				8
医药工业 (H)				
绿叶制药	2186.HK	RMB3.80	RMB0.52	6
复星医药	2196.HK	RMB24.85	RMB1.41	16
康哲药业	0867.HK	RMB8.76	RMB0.97	8
三生制药	1530.HK	RMB8.98	RMB0.54	15
平均值				11

资料来源: Wind、华菁证券预测



图表 79: 上海医药 (H 股) 动态 PE



资料来源: Wind、华菁证券

财务分析

我们预测上海医药 2020E/21E/22E 的营业收入分别为 2,099/2,426/2,794 亿元，同比增长分别是 12.5%/15.5%/15.2%。

我们预测公司 2020 年-2022 年药品分销和零售业务板块总营收增长为 12.1%/15.5%/15.3%。但是相比于药品分销在 2020-2022 年以 12.0%/15.0%/15.0%的预测增长，零售板块在 2020 年-2022 年 15%/15.0%/15.0%的预测增长更快。

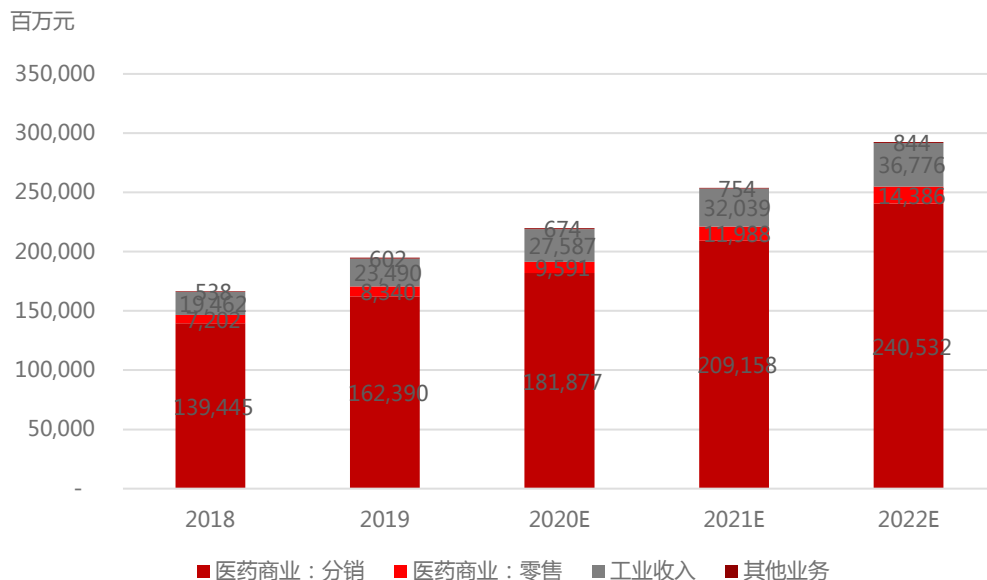
我们预测医药工业 2020 年到 2022 年的营收增长分别是 17.4%/16.1%/14.8%。

我们预测上海医药分销板块的营收占比将逐年减少，从 2019 年的 83.4%到 2022 年的 82.2%。相反，医药工业的收入占比将从 2019 年的 12.1%上涨到 2022 年的 12.6%，医药零售也将不断上涨，从 2018 年的 4.3%到 2022 年的 4.9%。

图表 80: 公司各板块营收增速预测

	2019	2020E	2021E	2022E
公司整体	17.3%	12.5%	15.5%	15.2%
医药商业	16.4%	12.1%	15.5%	15.3%
- 分销	16.5%	12.0%	15.0%	15.0%
- 零售	15.8%	15.0%	25.0%	20.0%
医药工业	20.7%	17.4%	16.1%	14.8%
其他业务	11.9%	11.9%	11.9%	11.9%

资料来源: Wind、华菁证券预测

图表 81: 各业务板块收入占比


资料来源: Wind、华菁证券预测

毛利率：我们预计医药商业板块在 2020 年到 2022 年的毛利率为 7.2%/7.2%/7.1%。医药工业在 2020 到 2022 的毛利率预测分别为 58.0%/58.2%/58.4%。更好的产品组合能提高毛利率，我们预计 2020 年到 2022 年公司总毛利率为 14.4%/14.5%/14.4%。

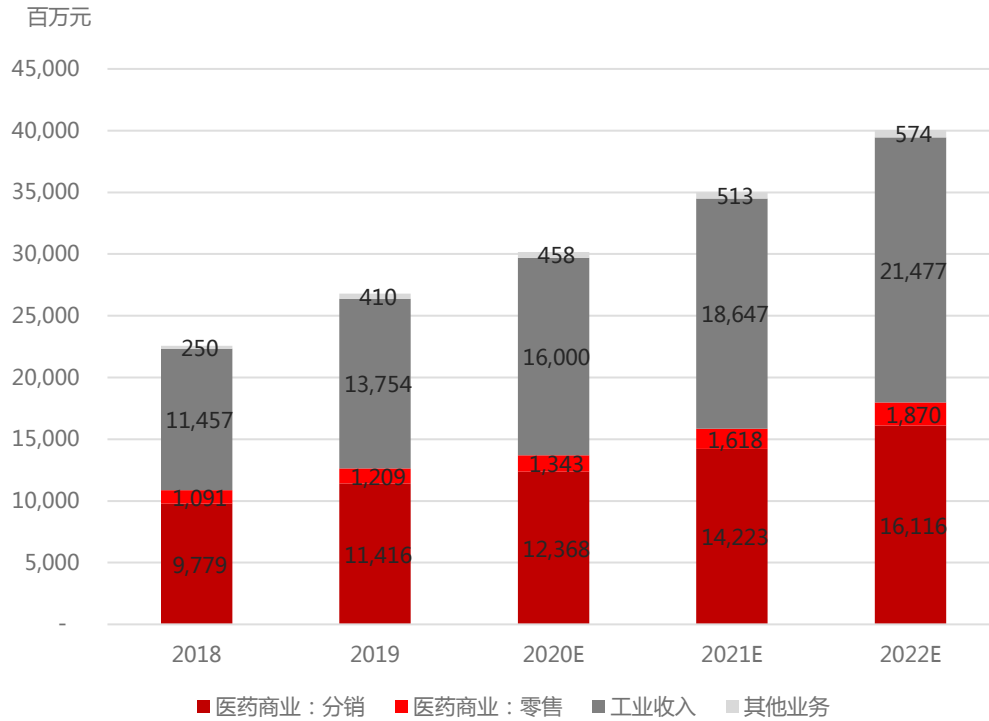
我们预测，受贡献率和毛利率下降的影响，上海医药医药分销的毛利率将逐年递减，从 2019 年的 42.6%到 2020 年的 40.3%。医药工业受高收入占比和毛利率不断改善的影响下，我们预测医药工业的毛利率将从 2019 年的 51.3%上升达到到 2022 年的 53.6%。零售受高收入占比和今年一次性抵消的影响下，我们预计公司零售板块的毛利率从 2019 年的 4.5%提高到 2022 年的 4.7%。

图表 82: 公司各板块毛利率预测

	2019	2020E	2021E	2022E
公司整体	14.4%	14.4%	14.5%	14.4%
医药商业	7.4%	7.2%	7.2%	7.1%
- 分销	7.0%	6.8%	6.8%	6.7%
- 零售	14.5%	14.0%	13.5%	13.0%
医药工业	58.6%	58.0%	58.2%	58.4%
其他业务	68.1%	68.0%	68.0%	68.0%

资料来源: Wind、华菁证券预测

图表 83: 公司各板块毛利



资料来源: Wind、华菁证券预测

财务报表

图表 84: 上海医药-核心财务数据

百万元	2015	2016	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
增速：								
营收增长	14.2%	14.5%	8.3%	21.6%	17.3%	12.5%	15.5%	15.2%
毛利增长	12.2%	11.2%	17.5%	34.9%	19.1%	12.6%	16.0%	14.3%
EPS 增长	11.0%	11.1%	10.1%	4.3%	5.5%	11.2%	15.9%	4.8%
利率：								
毛利率	12.1%	11.8%	12.8%	14.2%	14.4%	14.4%	14.5%	14.4%
营业毛利率	3.5%	3.5%	4.0%	3.3%	3.3%	3.3%	3.3%	3.0%
净利率	3.2%	3.2%	3.1%	2.8%	2.6%	2.6%	2.6%	2.3%
销售费用/营收	5.1%	5.0%	5.7%	7.0%	6.9%	7.1%	7.2%	7.3%
管理费用/营收	3.1%	3.0%	3.2%	3.2%	3.2%	3.3%	3.4%	3.5%
负债：								
净负债/权益	-5.2%	-4.7%	-0.4%	18.6%	26.7%	45.1%	60.3%	77.4%
净负债/总资本	-3.9%	-3.6%	-0.3%	11.2%	15.7%	26.7%	36.2%	45.1%
盈利能力：								
净资产收益率	10.0%	10.4%	10.7%	10.6%	10.1%	10.8%	12.1%	12.3%
投入资产回报率	14.9%	15.1%	14.8%	14.2%	12.3%	11.6%	11.4%	10.7%

资料来源: Wind、华菁证券预测

图表 85: 上海医药-利润表

百万元	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业总收入	159,084	186,566	209,936	242,578	279,405
营业总成本	155,535	180,412	203,008	234,848	271,293
减：营业成本	136,521	159,752	179,754	207,577	239,382
税金及附加	509	545	613	708	816
销售费用	11,058	12,856	14,905	17,466	20,397
管理费用	4,075	4,652	5,458	6,307	7,265
研发费用	1,061	1,350	1,519	1,997	2,580
财务费用	1,230	1,259	1,259	1,371	1,548
资产减值损失	996	-1,093	-	-	-
信用减值损失	85	-211	-500	-578	-694
加：公允价值变动净收	16	122	-	-	-
投资净收益	1,263	654	-	300	300
资产处置收益	3	71	-	-	-
其他收益	-	517	-	-	-
营业利润	5,208	6,214	6,928	8,031	8,412
加：营业外收入	259	153	172	199	229
减：营业外支出	124	104	117	136	156
利润总额	5,343	6,262	6,982	8,094	8,485
减：所得税	887	1,432	1,596	1,850	1,940
净利润	4,456	4,831	5,386	6,243	6,545
减：少数股东损益	575	750	836	969	1,016
归母净利润	3,881	4,081	4,550	5,274	5,529
扣非后归母净利润	2,652	4,081	4,550	5,274	5,529
基本每股收益	1.37	1.44	1.60	1.86	1.95

资料来源: Wind、华菁证券预测

图表 86: 上海医药-资产负债表

百万元	2018	2019E	2020E	2021E	2022E
流动资产：					
货币资金	18,695	18,153	10,107	2,893	-2,614
衍生金融资产	5	3	3	3	3
应收票据及账款（合计）	43,972	49,801	54,959	66,163	79,269
预付款项	2,049	1,937	2,180	2,519	2,902
其他应收（合计）：	2,292	2,203	2,529	2,922	3,366
存货	25,024	24,877	29,660	35,388	42,122
划分为持有待售的资产	6	-	-	-	-
一年内到期的非流动资产	212	23	23	23	23
其他流动资产	1,023	1,094	1,094	1,094	1,094
流动资产合计	93,278	98,092	100,555	111,006	126,165
非流动资产：					
非流动资产合计：	33,601	38,935	37,010	36,681	36,333
资产总计：	126,879	137,026	137,565	147,687	162,498
流动负债：					
短期借款	19,340	23,139	23,257	23,381	26,511
衍生金融负债	0	2	2	2	2
应付票据及账款（合计）	35,148	36,872	41,504	49,065	57,895
合同负债	1	1,534	1,534	1,534	1,534
应付职工薪酬	900	1,091	1,228	1,419	1,634
应交税费	1,042	1,216	1,216	1,216	1,216
其他应付（合计）：	8,223	9,566	10,008	11,557	13,328
一年内到期的非流动负债	2,698	1,189	1,189	1,189	1,189
流动负债合计：	68,710	74,608	79,938	89,363	103,309
非流动负债：					
长期借款	6,623	6,136	6,167	6,200	6,235
应付债券	2,997	2,998	2,998	2,998	2,998
长期应付款	-	416	416	416	416
长期应付职工薪酬	52	48	48	48	48
预计负债	99	71	71	71	71
递延所得税负债	867	810	810	810	810
递延收益-非流动负债	503	1,279	1,279	1,279	1,279
其他非流动负债	123	120	-5,510	-6,994	-8,414
非流动负债合计	11,736	13,033	7,051	6,369	5,788
负债合计	80,446	87,641	86,988	95,732	109,097
所有者权益(或股东权益)：					
实收资本(或股本)	2,842	2,842	2,842	2,824	2,842
资本公积金	15,845	15,721	15,721	15,721	15,721
其它综合收益	-493	-542	-542	-542	-542
盈余公积金	1,488	1,668	1,668	1,668	1,668
未分配利润	19,331	21,971	23,310	24,837	26,438
归属于母公司所有者权益合计	39,014	41,659	42,999	44,526	46,127
少数股东权益	7,420	7,727	7,727	7,727	7,727
所有者权益合计：	46,433	49,386	50,576	51,955	53,400
负债和所有者权益总计：	126,879	137,026	137,565	147,687	162,498

资料来源: Wind、华菁证券预测

图表 87: 上海医药-现金流量表

百万元	2018	2019	2020E	2021E	2022E
净利润	4,456	4,831	5,386	6,243	6,545
加：资产减值准备	996	1,093	-	-	-
固定资产折旧、油气资产折耗、生产性生物资产折旧	805	903	989	1,053	1,119
无形资产摊销	364	427	446	450	455
长期待摊费用摊销	133	135	135	132	130
处置固定资产、无形资产和其他长期资产的损失	-3	-71	1	2	3
公允价值变动损失	-16	-122	-	-	-
财务费用	1,290	1,286	1,259	1,371	1,548
投资损失	-1,263	-654	-	-300	-300
递延所得税资产减少	-173	-149	-	-	-
递延所得税负债增加	-230	-69	-	-	-
存货的减少	-2,843	63	-4,783	-5,728	-6,734
经营性应收项目的减少	-2,183	-5,084	-5,727	-11,936	-13,932
经营性应付项目的增加	1,717	2,667	5,074	9,111	10,600
间接法-经营活动产生的现金流量净额	3,135	6,022	2,780	397	-566
投资活动产生的现金流量：					
收回投资收到的现金	908	905	-	-	-
取得投资收益收到的现金	423	366	-	-	-
处置固定资产、无形资产和其他长期资产收回的现金净额	64	142	-	-	-
处置子公司及其他营业单位收到的现金净额	105	66	-	-	-
收到其他与投资活动有关的现金	55	1,269	-	-	-
投资活动现金流入小计	1,555	2,749	-	-	-
购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金	1,943	2,753	2,988	3,141	3,291
投资支付的现金	1,048	1,041	-	-	-
取得子公司及其他营业单位支付的现金净额	5,302	760	760	760	760
支付其他与投资活动有关的现金	955	2,779	-	-	-
投资活动现金流出小计	9,248	7,333	3,758	3,901	4,050
投资活动产生的现金流量净额	-7,693	-4,584	-3,758	-3,901	-4,050
筹资活动产生的现金流量：					
吸收投资收到的现金	2,625	29	29	29	29
其中：子公司吸收少数股东投资收到的现金	95	29	-	-	-
取得借款收到的现金	60,607	40,047	23,289	23,414	26,546
收到其他与筹资活动有关的现金	536	403	-	-	-
发行债券收到的现金	2,997	-	-	-	-
筹资活动现金流入小计	66,765	40,479	23,317	23,443	26,574
偿还债务支付的现金	53,207	38,340	23,139	23,257	23,381
分配股利、利润或偿付利息支付的现金	2,678	3,014	3,361	3,896	4,084
其中：子公司支付给少数股东的股利、利润	320	430			
支付其他与筹资活动有关的现金	3,354	1450	1450		
筹资活动现金流出小计	59,239	42,804	27,949	27,153	27,465
筹资活动产生的现金流量净额	7,526	-2,326	-4,632	-3,710	-891
汇率变动对现金的影响	67	-2	-2	-2	-2
现金及现金等价物净增加额	3,036	-889	-5,609	-7,214	-5,507
期初现金及现金等价物余额	13,569	16,606	15,716	10,107	2,893
期末现金及现金等价物余额	16,606	15,716	10,107	2,893	-2,614

资料来源: Wind、华菁证券预测

风险提示

行业政策不确定性风险: 随着国家医疗改革工作不断深入，医保控费、新一轮招投标、仿制药一致性评价等一系列政策和法规相继出台，为整个医药行业的未来发展带来重大影响，使公司面临行业政策变化的风险。

药价下降风险: 部分药品面临新一轮各省市政策性降价、招标降价、失标、二次议价和带量采购的风险，药品价格可能会进一步下调，使得公司毛利空间受到挤压

创新药研发不达预期: 新药研发是公司可持续发展的重要手段。由于新药研发具有高科技、高风险、高附加值的特点，从前期研发、临床试验报批到投产的周期长、环节多，容易受到一些不确定性因素的影响，导致研发项目可能失败。

重磅药品经销权进展缓慢: 鉴于中国医疗行业的增长潜力，我们预计有更多的外国制药公司进入中国市场。如果这些公司在中国市场上建立自己的销售团队，上海医药就有可能无法获得一些畅销药的经销权，这可能会对其经销和 DTP 业务产生负面影响。

上海医药 (601607 CH)

买入

持有

卖出

上海医药

代码: 601607 CH

最新收盘价: RMB17.60

目标价: RMB23.36

评级: 买入

根据 2020 年 5 月 27 日收盘价

上海医药 (A)：工商业协同发展，竞争格局不断优化

- 工商一体化将继续推动业绩稳健增长。
- 我们相信公司在医药工业向创新药转型和积极拓展 DTP 药房业务商业模式下，公司的 PE 估值将会更高。
- 首次覆盖给予买入评级，A 股 SOTP 目标价为 23.36 元。

打造工商一体化龙头：上海医药是一家以医药分销为主营业务的国企。为了应对行业发展变革，公司致力于打造工商一体化龙头。目前主要业务包括医药分销、医药零售和医药工业三大板块，医药工业是公司最大的业务板块（占公司 2019 年营收的 90.8%），同时公司也在积极地扩张其余的两个业务板块。我们看好公司未来的发展，主要原因：1) 医药工业板块由高端仿制药向创新药转型，有望提高其毛利率；2) 行业变革利好医药分销龙头，公司集中度有望提高；3) 公司在 DTP 药房及其他业务领域不断拓展，打造新的盈利增长点。

重新整合资源向创新药倾斜：随着集中采购政策的不断推进，许多药物制造商的产品价格遭受大幅下降，尤其是仿制药。不过我们认为上海医药产品价格受政策的影响不大，主要由于：1) 公司重点品种受集中采购政策影响小；2) 改善了医药分销和医药零售的渠道来提高其市场影响力；3) 由高端仿制药向创新药的战略进一步优化布局。

DTP 药房业务将成为公司业绩新的增长引擎：随着进口药品竞争的白热化，我们相信上海医药能在中国打造一个差异化的 DTP 药房市场，尤其是创新要和特新药。我们预计 DTP 药房将受益于处方药外流，上海 DTP 药房将迎来高速增长，对 DTP 药房未来能否成为潜在的增长引擎和高利润持积极态度。

首次给予买入评级，SOTP 目标价为 23.36 元：由于公司受集中带量采购政策影响较小以及其医药工业和医药零售潜在的增长，因此我们对公司未来业绩持积极态度。基于 SOTP 的目标价为 23.36 元，对应 14.6x 的 2020 E 的 PE，略高于行业平均值 10.1x 的 PE。考虑到其在药品分销和零售领域的市场份额不断增长，以及其药品制造业务的持续发展，我们认为溢价是合理的。

风险提示：1) 政策和市场不确定性；2) 创新药研发周期；3) 市场竞争激烈；4) 重磅药品经销权过程繁琐。

研究团队

赵冰，分析师

证书编号: S1680519040001

电话: +86 21 6015 6850

电邮地址: bingzhao@huajingsec.com

徐浩瀚，研究助理

证书编号: S1680119070004

电话: +86 21 6015 6853

电邮地址: hhxu@huajingsec.com

财务数据摘要

百万元，除 EPS 外	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
收入	159,084	186,566	209,936	242,578	279,405
归母净利润	5,208	6,214	6,928	8,031	8,412
同比增长 (%)	3,881	4,081	4,550	5,274	5,529
EPS	1.37	1.44	1.60	1.86	1.95

资料来源: Wind、华菁证券预测

估值与盈利预测

首次覆盖给予买入评级，目标价为23.36元。我们看好上海医药未来业绩，主要因为：1)公司发展重心从仿制药转向创新药，毛利率不断提高；2) 医药分销市占率不断提高；3) DTP药房扩张。我们首次覆盖上海医药，给予买入评级。

考虑到上海医药的医药商业和医药工业板块的估值体系不同，我们对上海医药采用了SOTP估值法。我们通过预测两个板块的2020年净利润及可比公司的PE估值来计算各板块和公司总体股权价值。我们认为SOTP估值法的合理性为：1) 上海医药的工业收入和商业收入业务相对成熟，盈利稳定；2) 市场拥有大量业务可比公司。

我们预测上海医药的商业板块2020年将贡献归母净利润24.5亿元，根据可比公司12x的平均PE，我们计算得出医药商业板块股权价值为260亿元。我们预计2020年医药工业将贡献净利润24.5亿元，根据可比公司17x的平均PE，我们计算得出医药工业板块股权价值为404亿元。由上得出上海医药总股权价值为664亿元。基于总股本28.42亿股，我们得出目标价23.36元，对应5月27号收盘价蕴含33%的上行空间。

图表 88: SOTP 估值 (A 股)

业务板块	2020年净利润(百万元)	行业PE均值	权益价值 (截止2020年底)
医药商业	2,100	12	26,008
医药工业	2,450	17	40,376
股权价值 (百万元)			66,384
总股本 (百万)			2,842
A股目标价 (RMB)			RMB23.36
最新收盘价			RMB17.60
上行/(下跌) 空间%			33%

医药商业 (A)	股票代码	最新收盘价	2020E EPS	2020E PE
柳药股份	603368.SH	RMB31.64	RMB3.14	10
瑞康医药	002589.SZ	RMB5.24	RMB0.39	13
国药一致	000028.SZ	RMB39.49	RMB3.30	12
九州通	600998.SH	RMB17.27	RMB1.22	14
			平均值	12
医药工业 (A)				
复星医药	600196.SH	RMB31.02	RMB1.41	22
天士力	600535.SH	RMB14.70	RMB0.81	18
华东医药	000963.SZ	RMB23.07	RMB1.62	14
浙江医药	600216.SH	RMB16.38	RMB1.36	12
			平均值	17

资料来源: Wind、华菁证券预测

图表 89: 上海医药 (A 股) 动态 PE



资料来源: Wind、华菁证券

风险提示

行业政策不确定性风险：随着国家医疗改革工作不断深入，医保控费、新一轮招投标、仿制药一致性评价等一系列政策和法规相继出台，为整个医药行业的未来发展带来重大影响，使公司面临行业政策变化的风险。

药价下降风险：部分药品面临新一轮各省市政策性降价、招标降价、失标、二次议价和带量采购的风险，药品价格可能会进一步下调，使得公司毛利空间受到挤压

创新药研发不达预期：新药研发是公司可持续发展的重要手段。由于新药研发具有高科技、高风险、高附加值的特点，从前期研发、临床试验报批到投产的周期长、环节多，容易受到一些不确定性因素的影响，导致研发项目可能失败。

重磅药品经销权进展缓慢：鉴于中国医疗行业的增长潜力，我们预计有更多的外国制药公司进入中国市场。如果这些公司在中国市场上建立自己的销售团队，上海医药就有可能无法获得一些畅销药的经销权，这可能会对其经销和 DTP 业务产生负面影响。

附录

【分析师声明】

负责撰写此报告的分析师（一人或多人）就本研究报告确认，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。

【法律声明】

一般声明

本报告由华菁证券有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有由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特定客户及其他专业人士使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本公司并不对其他网站和各类媒体转载、摘编的本公司报告负责。

本公司研究报告的信息均来源于公开资料，但本公司对该等信息的准确性和完整性不作任何保证。我们力求报告内容的客观、公正，但该等信息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，仅供投资者参考之用，在任何情况下，报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，本报告的接收人须保持自身的独立判断。在任何情况下，本公司及其雇员不对任何人因使用报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告所在的意见、评估及预测仅为本报告出具日的分析师观点和判断，可在不发出通知的情况下作出更改，在不同时期，本公司可发出与该报告所载资料、意见及推测不一致的报告。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的假设和标准、采取不同的分析方法而口头或书面发表于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受者进行更新的义务。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。

特别声明

在法律许可的情况下，华菁证券有限公司可能会持有或交易报告中提及公司所发行的证券或投资标的，也可能为这些公司提供或争取建立业务关系或服务关系（包括但不限于提供投资银行业务或财务顾问服务等）。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在影响本报告观点客观性的利益冲突。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。

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。未经本公司书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制或转载，否则，本公司将保留追究其法律责任的权利。

【评级说明】

公司评级体系以报告发布日后 6-12 个月的公司股价涨跌幅相对同期公司所在证券市场大盘指数（A 股市场为沪深 300 指数、H 股市场为恒生指数、台股市场为台湾加权指数、美股市场为纳斯达克指数、欧洲市场为 MSCI 欧洲指数）涨跌幅为基准：分析师估测“买入”公司股票相对大盘涨幅在 10% 以上；“持有”公司股票相对大盘涨幅介于 -10% 到 10% 之间；“卖出”公司股票相对大盘涨幅低于 -10%。

行业评级体系以报告发布日后 6-12 个月的行业指数涨跌幅相对同期相关证券市场（A 股市场为沪深 300 指数、H 股市场为恒生指数、台股市场为台湾加权指数、美股市场为纳斯达克指数、欧洲市场为 MSCI 欧洲指数）大盘指数涨跌幅为基准：分析师估测“超配”行业相对大盘涨幅在 10%以上；“中性”行业相对大盘涨幅介于-10%到 10%之间；“低配”行业相对大盘涨幅低于-10%。