

日期: 2014年1月20日

行业: 医药商业



赵冰  
021-53519888-1902  
zhaobing@shzq.com  
执业证书编号: S0870511030004

# 上海本地医药产业龙头企业

## 基本数据 (2013Q3)

报告日股价 (元)	13.10
12mth A 股价格区间 (元)	9.69/17.10
总股本 (百万股)	2688.91
无限售 A 股/总股本	71.51%
流通市值 (亿元)	251.90
每股净资产 (元)	9.45
PBR (X)	1.39
DPS (2012, 元)	10 派 2.4

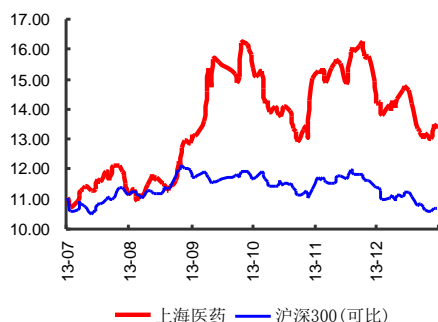
## 主要股东 (2013Q3)

HKSCC NOMINEES LIMITED	27.83%
上海医药(集团)有限公司	26.65%
上实集团及其全资附属子公司	8.85%

## 收入结构 (2013H1)

西药	68.15%
中药	18.67%
保健品	7.39%
其他	5.04%

## 最近 6 个月股价与沪深 300 指数比较



报告编号: ZB14-CR01

首次报告日期: 2014年1月20日

相关报告:

## 投资摘要

### 估值与投资建议

公司12年实现每股收益为0.76元, 预计13年为0.84元, 以1月17日收盘价13.10元计算, 静态、动态市盈率分别为17.24和15.60倍。医药商业上市公司12年、13年市盈率中值分别为38.26倍和33.00倍。公司目前的估值水平低于行业平均水平。公司是上海生物医药产业的龙头企业, 随着公司理顺内部管理体制, 以及加快实施营销变革, 公司未来的业绩增速有望逐步加快。我们给予公司合理估值区间为13.44-16.76元, 相当于13年PE16-20倍。综合考虑绝对估值和相对估值, 我们给予公司, “未来六个月内, 谨慎增持”评级。

### 主营业务涵盖医药各产业链

公司主要从事医药研发与制造、分销与零售, 生产涵盖化学制剂、生物制剂、中药和保健品、化学原料药等领域产品。公司分销规模位列华东和上海最大、全国名列前茅, 分销渠道遍布中国几十个省市。从各项费用率变化情况看, 随着分销业务的规模扩大, 公司的综合毛利率有所下滑。

### 依靠创新业务推动分销业务

近年来, 公司加快拓展新业务, 如高端药品直送业务 (DTP)、疫苗和高值耗材等。2013年上半年, 新业务占公司分销业务的收入比重为5.86%。由于创新业务目前占公司销售收入的比重较低, 对公司毛利影响较小。考虑到公司分销业务在华东地区的龙头地位, 我们预计, 未来几年公司分销业务收入增长仍能维持20%左右, 而毛利则维持稳中有降。

### 大产品聚焦战略发展工业业务

为了突出重点, 公司实施了重点产品聚焦战略, 加大重点产品营销和市场投入力度, 同时减少负毛利和低边际产品的生产和销售, 使产品毛利率得到了进一步改善和提升。公司为解决营销能力不足的问题, 在去年年底成立营销中心, 以达到产销分离的目的。如果公司渐进式的营销变革取得效果, 公司未来医药工业的将维持10-15%的增速。

### 主要风险

- 未来药品价格的变化;
- 药品安全风险;
- 新产品投产低于预期的市场风险

## ■ 数据预测与估值

至 12 月 31 日(¥.百万元)	2012A	2013E	2014E	2015E
营业收入	68078.12	78283.03	92053.01	110086.20
年增长率	24.00%	14.99%	17.59%	19.59%
归属于母公司的净利润	2052.87	2254.37	2316.35	2575.63
年增长率	0.52%	9.82%	2.75%	11.19%
每股收益 (元)	0.763	0.838	0.861	0.958
PER (X)	17.17	15.63	15.21	13.67

注：有关指标按当年股本摊薄

## 目 录

一、估值与投资建议.....	5
1.1 DCF 绝对估值：合理估值 15.86 元/股.....	5
1.2 相对估值：合理估值区间 13.44-16.76 元.....	5
二、公司概况：上海生物医药产业的龙头企业.....	6
2.1 主营业务涵盖医药各产业链.....	6
2.2 公司股权结构.....	6
三、公司业务经营状况分析.....	7
3.1 收入、利润增速保持平稳增长.....	7
3.2 以分销和工业为主的业务模式.....	8
四、工业聚焦、商业创新的发展战略.....	9
4.1 分销业务的发展战略：依靠创新业务推动.....	9
4.2 工业业务的发展战略：大产品聚焦.....	9
五、公司主营业务分析.....	10
5.1 医药分销：积极发展创新业务.....	10
5.1.1 医药商业行业龙头企业有望维持快速发展.....	11
5.1.2 发展创新业务突破困境.....	12
5.2 医药零售：收入稳定，毛利下滑.....	13
5.2.1 医药连锁经营是医药零售企业的发展趋势.....	13
5.2.2 规模是零售企业发展的重要壁垒.....	13
5.2.3 华东地区竞争激烈.....	14
5.3 医药工业：亟需解决营销短板.....	15
5.4 股权激励或提升企业竞争力.....	16
六、盈利预测.....	17
6.1 预测假设.....	17
6.2 盈利预测.....	17
七、风险提示.....	17
7.1 未来药品价格的变化.....	17
7.2 药品安全风险.....	17
7.3 新产品投产低于预期的市场风险.....	17
八、附表.....	18

**图**

图 1 公司股东结构图.....	7
图 2 公司近年来的收入、利润变化.....	8
图 3 公司近年来盈利能力变化.....	8
图 4 公司近年来的收入构成变化 (%).....	8
图 5 公司近年来的毛利率变化 (%).....	8
图 6 2011 年医药商业竞争格局.....	11
图 7 调拨业务模式示意图.....	12
图 8 2010 年中国药品零售企业竞争力百强榜.....	15

**表**

表 1 DCF 估值.....	5
表 2 敏感性分析.....	5
表 3 公司业绩预测.....	6
表 4 2013 年 1-9 月重点产品中销售收入超过 7,500 万元的大品 种.....	10
附表 1 公司分业务增速与毛利率预测 (单位: 万元人民币).....	18
附表 2 公司财务预测与估值.....	18

## 一、估值与投资建议

### 1.1 DCF 绝对估值：合理估值 15.86 元/股

我们用两阶段 DCF 绝对估值法，假设 2013-2022 年为明确预测期，2023 年起为永续增长阶段，永续增长率为 1.5%。根据 DCF 估值模型计算的公司合理价值为 15.86 元。

表 1 DCF 估值

Rf	3.00%	永续增长率	1.50%
Rm	10.00%	预测期现值	1,151,503.73
β 系数	0.99	过渡期现值	730,512.08
Ke	9.93%	永续期现值	3,180,959.49
Kd	5.22%	企业价值	5,062,975.31
税率	20.00%	股权价值	4,265,009.32
D/(D+E)	20.00%	总股本(万股)	268,891.05
WACC	8.78%	每股价值(元)	15.86

数据来源：Wind 上海证券研究所

表 2 敏感性分析

WACC	永续增长率(g)										
	0.93%	1.02%	1.13%	1.24%	1.36%	1.50%	1.65%	1.82%	2.00%	2.20%	2.42%
5.45%	33.42	34.03	34.72	35.53	36.46	37.56	38.86	40.41	42.29	44.59	47.48
5.99%	28.64	29.09	29.61	30.21	30.90	31.70	32.65	33.76	35.09	36.71	38.69
6.59%	24.48	24.82	25.21	25.65	26.16	26.75	27.44	28.24	29.20	30.33	31.71
7.25%	20.86	21.11	21.40	21.73	22.11	22.54	23.04	23.63	24.31	25.12	26.09
7.98%	17.70	17.89	18.10	18.35	18.63	18.94	19.31	19.73	20.23	20.80	21.49
8.78%	14.94	15.08	15.24	15.42	15.63	15.86	16.13	16.44	16.79	17.20	17.69
9.65%	12.54	12.64	12.76	12.89	13.04	13.21	13.41	13.63	13.88	14.18	14.52
10.62%	10.44	10.52	10.60	10.70	10.81	10.93	11.08	11.24	11.42	11.63	11.87
11.68%	8.61	8.67	8.73	8.80	8.88	8.97	9.07	9.19	9.32	9.47	9.64
12.85%	7.03	7.07	7.11	7.16	7.22	7.28	7.36	7.44	7.53	7.64	7.76
14.13%	5.65	5.68	5.71	5.75	5.79	5.83	5.88	5.94	6.01	6.08	6.17

数据来源：上海证券研究所

### 1.2 相对估值：合理估值区间 13.44-16.76 元

公司 12 年实现每股收益为 0.76 元，预计 13 年为 0.84 元，以 1 月 17 日收盘价 13.10 元计算，静态、动态市盈率分别为 17.24 和 15.60 倍。医药商业上市公司 12 年、13 年市盈率中值分别为 38.26 倍和 33.00 倍。公司目前的估值水平低于行业平均水平。公司是上海生物医药产业的龙头企业，随着公司理顺内部管理体制，以及加快实施

营销变革，公司未来的业绩增速有望逐步加快。我们给予公司合理估值区间为 13.44-16.76 元，相当于 13 年 PE16-20 倍。综合考虑绝对估值和相对估值，我们给予公司，“未来六个月内，谨慎增持”评级。

表 3 公司业绩预测

指标	2011A	2012A	2013E	2014E	2015E
主营业务收入(百万元)	54899.87	68078.12	78283.03	92053.01	110086.20
增长率	46.75%	24.00%	14.99%	17.59%	19.59%
净利润(百万元)	2042.24	2052.87	2254.37	2316.35	2575.63
增长率	49.26%	0.52%	9.82%	2.75%	11.19%
摊薄后每股收益(元)	0.760	0.763	0.838	0.861	0.958

数据来源：上海证券研究所

## 二、公司概况：上海生物医药产业的龙头企业

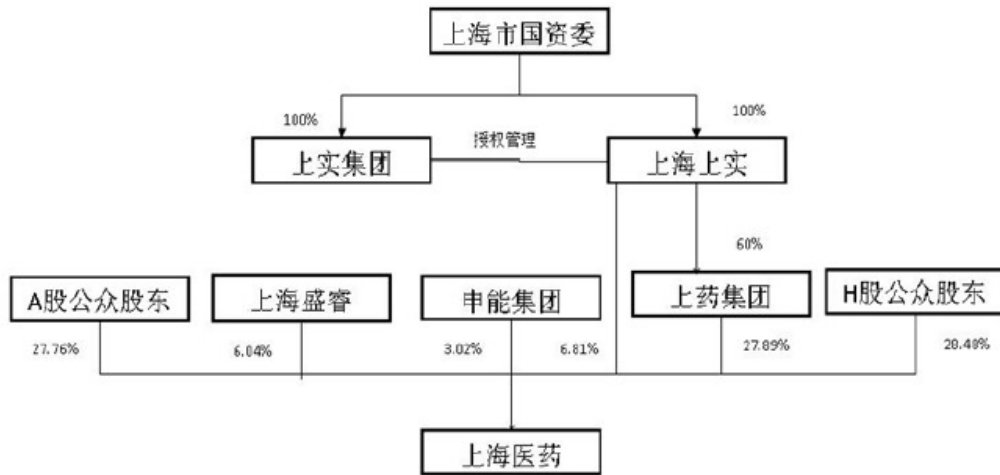
### 2.1 主营业务涵盖医药各产业链

公司是吸收合并了上实医药、中西医药，“三合一”重组而来，现为上海发展生物医药产业的龙头企业，主要从事医药研发与制造、分销与零售。公司拥有信谊、广东天普、第一生化、新亚、常药、药材、青岛国风、胡庆余堂、正大青春宝等一批核心生产制造企业，生产涵盖化学制剂、生物制剂、中药和保健品、化学原料药等领域产品。公司分销规模位列华东和上海最大、全国名列前茅，分销渠道遍布中国几十个省市。

### 2.2 公司股权结构

公司系由 2009 年 6 月 18 日启动上海市医药股份有限公司（600849.SH）以换股方式吸收合并上海实业医药投资股份有限公司（600607.SH）和上海中西药业股份有限公司（600842.SH），向上海医药（集团）有限公司发行股份购买资产，向上海上实（集团）有限公司发行股份募集资金、并以该等资金向上海实业控股有限公司（0363.HK）购买医药资产的重大资产重组而来。公司的实际控制人为上海市国资委，是国资委下属最大的医药产业平台。

图1 公司股东结构图



数据来源：定期报告 上海证券研究所

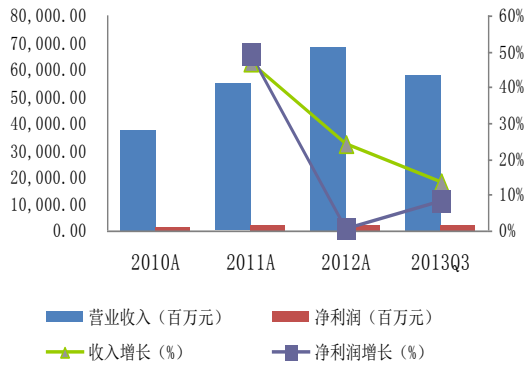
### 三、公司业务经营状况分析

#### 3.1 收入、利润增速保持平稳增长

2010-2012年，公司经营保持平稳。从收入增速看，2012年公司实现收入680.78亿元人民币，同比增长24%；实现净利润20.53亿元，较上年同期扣除因广东天普生化医药股份有限公司不再纳入合并报表范围产生的一次性特殊收益及H股上市募集资金汇兑净损失后归属于上市公司股东净利润增长13.50%。盈利增长来源主要为两个方面，一是主营业务规模扩大，使产业利润增加，对公司整体利润增长的贡献超过50%，二是尚未使用的H股募集资金产生的资金收益。

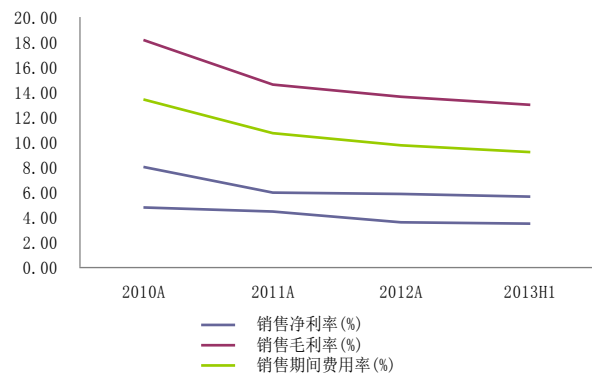
2013年1-9月，公司累计实现营业收入人民币580.58亿元，同比增长13.51%；实现归属于母公司股东的净利润人民币16.78亿元，同比增长8.46%。

图 2 公司近年来的收入、利润变化



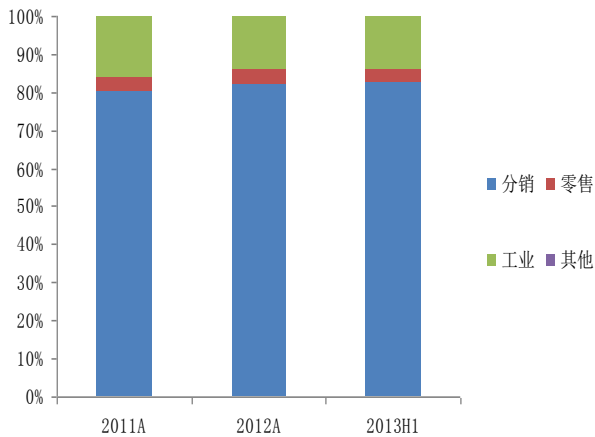
数据来源: Wind 上海证券研究所

图 3 公司近年来盈利能力变化



数据来源: Wind 上海证券研究所

图 4 公司近年来的收入构成变化 (%)



数据来源: Wind 上海证券研究所

图 5 公司近年来的毛利率变化 (%)



数据来源: Wind 上海证券研究所

### 3.2 以分销和工业为主的业务模式

2013 年 1-9 月，公司医药分销业务实现营业收入人民币 502.68 亿元，同比增长 14.43%，毛利率 6.14%；药品零售业务实现营业收入人民币 22.48 亿元，同比增长 9.83%，毛利率 19.61%。医药分销业务收入占比一直超过 80% 以上。2013 年 1-9 月，公司医药制造业务实现营业收入人民币 80.88 亿元，同比增长 10.13%，毛利率 46.90%。其中 64 个重点产品实现销售收入 46.88 亿元，同比增长 15.81%，占工业销售比重 57.96%，平均毛利率 62.76%。

从各项费用率变化情况看，随着分销业务规模扩大，公司的综合毛利率有所下滑。由于分销业务的费用率较低，导致公司的营业费用率等三费比率也有所下降。



## 四、工业聚焦、商业创新的发展战略

### 4.1 分销业务的发展战略：依靠创新业务推动

2013 年上半年，医药分销业务实现销售收入 334.36 亿元，同比增长 15.97%，毛利率 6.11%，较上年同期下降 0.37 个百分点；扣除两项费用后的营业利润率 2.53%，比上年同期下降 0.29 个百分点。而 2012 年，医药分销业务实现销售收入 589.26 元，同比增长 26.64%；毛利率 6.39%，较上年同期下降 0.50 个百分点；两项费用率 3.73%，较上年同期下降 0.26 个百分点；扣除两项费用后的营业利润率 2.66%，比上年同期下降 0.24 个百分点。从近几年的发展状况看，公司的医药分销业务利润率逐季下滑。公司依靠积极开拓市场，扩大覆盖面，发展新业务等举措，依然实现了较快增长。

近年来，公司加快拓展新业务，如高端药品直送业务（DTP）、疫苗和高值耗材等。2013 年上半年，新业务实现销售收入 19.61 亿元，新业务占公司分销业务的收入比重为 5.86%。公司通过积极推动业务模式创新，以差异化战略定位取得战略优势，提升分销业务的盈利能力和终端控制力。

### 4.2 工业业务的发展战略：大产品聚焦

近几年，公司通过调整产品结构，提高重点产品增长，加大营销和市场投入力度，实现了制药业务的稳定增长。从产品结构看，公司的制药业务基本涵盖了生物药、化药、中药、原料药、医疗器械等医药各主要产品线，产品种类齐全、品种丰富。

为了突出重点，公司实施了重点产品聚焦战略，加大重点产品营销和市场投入力度，同时减少负毛利和低边际产品的生产和销售，使产品毛利率得到了进一步改善和提升，品种结构得到进一步优化。根据 2013 年中报显示，公司在 2012 年完成对上海新先锋药业有限公司无形资产收购后，对重点品种进行了梳理。2013 年上半年，公司确定的重点产品由 2012 年末的 58 个增加到 64 个，该 64 个重点产品实现销售收入 32.21 亿元，同比增长 17.34%，占工业销售比重 58.49%，平均毛利率 62.91%。原 58 个重点品种实现销售收入 30.42 亿元。重点产品中有 27 个品种高于或等于艾美仕公司（IMS）同类品种的增长。

通过大产品聚焦战略，2013 年 1-9 月，公司 64 个重点产品实现销售收入 46.88 亿元，同比增长 15.81%，占工业销售比重 57.96%，平均毛利率 62.76%。2013 年全年有望过亿元产品第三季度增加 2 个（为瓜蒌皮、沙利度胺）达到 21 个，其中增速前五名产品的平均

增速为 44.82%，增速后五名产品的平均增速为-13.77%。

表 4 2013 年 1-9 月重点产品中销售收入超过 7,500 万元的大品种

序号	产品名称	治疗领域	1-9 月销售收入(万元)
1	参麦注射液	心血管	50,143
2	丹参酮 IIA	心血管	27,085
3	培菲康	消化道和新陈代谢	24,458
4	神象系列	保健品	23,718
5	注射用头孢曲松钠	全身性抗感染	21,404
6	羟氯喹	免疫调节剂	21,288
7	他汀类产品	心血管	17,893
8	头孢替安	全身性抗感染	17,007
9	二丁酰环磷腺苷钙	心血管	15,390
10	尕痹片	免疫调节剂	14,829
11	养心氏	心血管	14,150
12	糜蛋白酶	呼吸系统	13,550
13	青春宝牌抗衰老	保健品	13,152
14	清凉油	其他	12,141
15	新癬片	呼吸系统	11,101
16	胃复春片	消化道和新陈代谢	10,598
17	乳癖消	消化道和新陈代谢	9,400
18	瓜蒌皮	心血管	8,576
19	注射用头孢噻肟钠	全身性抗感染	8,435
20	沙利度胺	免疫调节剂	8,125
21	阿立哌唑	神经系统	7,501

数据来源：定期报告 上海证券研究所

## 五、公司主营业务分析

### 5.1 医药分销：积极发展创新业务

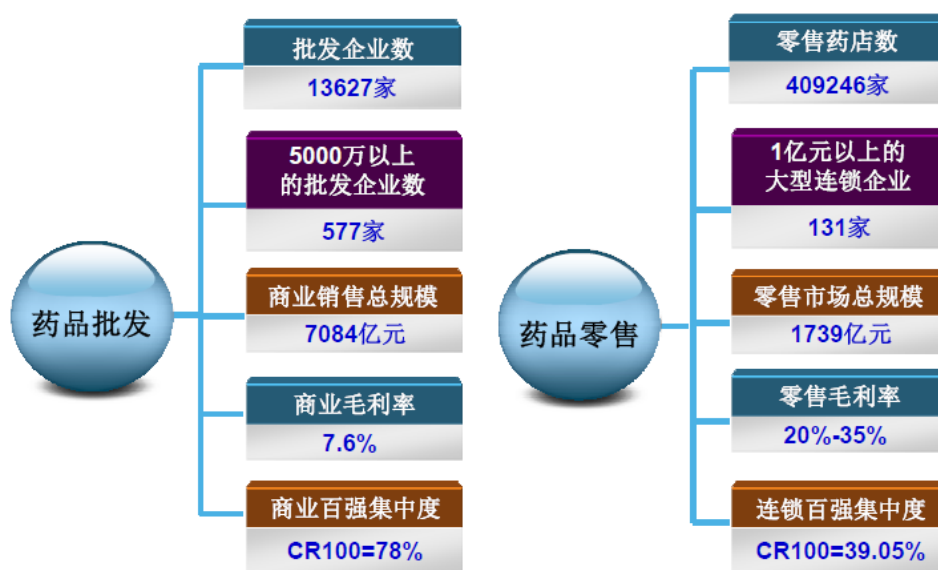
分销业务是公司第一大业务模块，收入规模近 600 亿，其收入占比历年来超过 80% 以上。从增速来看，分销业务收入同比增长接近 25%，销售增长主要源于对原有客户的销售量增加及新增客户。从利润水平看，公司的分销业务利润率约为 2.5%，保持较低水平，且逐年下滑。从销售区域看，根据 2013 年中报，公司在华东区域的销售占比为 69.26%，华北区域销售占比为 22.81%，华南区域销售占比为 5.66%。从业务结构看，2013 年上半年公司合资与进口产品的销售占比为 48.48%，比去年下降 5.17 个百分点；医院纯销的占比为 62.58%，比去年上升 2.78 个百分点。

### 5.1.1 医药商业行业龙头企业有望维持快速发展

2011年，我国医药商品销售额为9426亿元，同比增长23%；平均利润率2.01%，毛利率8.5%。从南方所发布的2011年医药商业百强结构看，药品批发百强集中度为78%；连锁百强集中度为39%。由于近几年医药商业领域的兼并重组风起云涌，所以百强集中度出现一定程度的上升。而随着行业集中度的提升，前期的兼并逐渐产生规模效应，加上管理效益的提升，费用率回落的趋势应该逐年显现。根据医药流通十二五发展规划提出的目标，未来我国医药商业的发展趋势是：1) 药品流通市场规模将持续增加，预计未来几年医药商品总销售额仍在20%左右，保持较高增速。2) 结构调整步伐将进一步加快，集中度将显著上升。根据规划，到2015年将形成1-3家年销售额过千亿元的全国性大型医药商业集团，20家年销售额过百亿的区域性药品流通企业；药品批发百强企业年销售额占药品批发总额85%以上，药品零售连锁百强企业年销售额占药品零售企业销售总额60%以上；连锁药店占全部零售门店的比重提高到2/3以上。3) 行业管理制度和药品流通秩序将更加规范管理。4) 行业的现代化水平将有所提升。

预计到2015年，我国医药商业百强总体上将保持25%的复合增长率。随着医药商业对企业软硬件要求的大幅提升，商业行业的洗牌将加速，一部分不合格的、质量监管较差的商业企业将倒闭，这将有助于提升全行业的集中度、整体质量监控和经营管理水平。

图6 2011年医药商业竞争格局



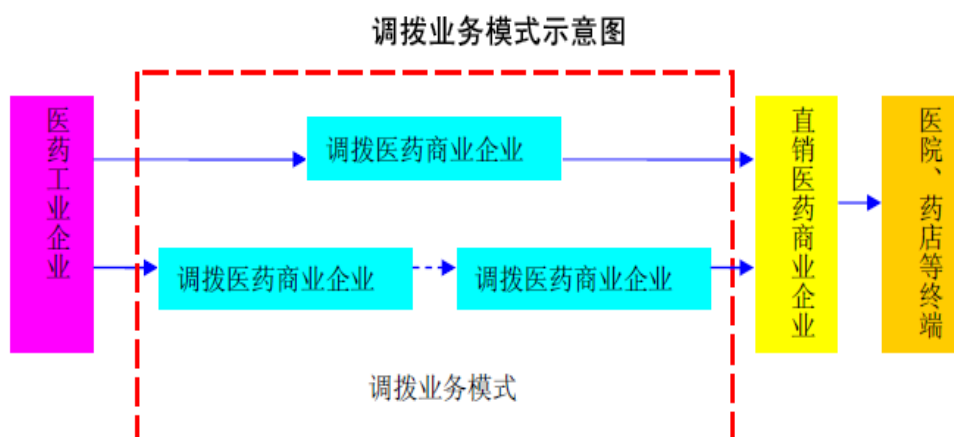
数据来源：南方所，上海证券研究所

### 5.1.2 发展创新业务突破困境

根据经营特点不同，我国医药商业的主要经营模式可分为：直销业务模式、调拨（分销）业务模式、快批业务模式、代理业务模式、第三方物流业务模式。公司的主要业务模式属于分销模式，主要指医药商业企业将自己采购的医药产品销售给另外一个医药商业企业而非终端使用客户的商业模式。该业务模式可以进行较大范围的市场覆盖；因避免了终端资金占压问题，资金周转速度较快，坏账风险较低；因不进行大量的终端开发，渠道建设成本较低且速度快。分销业务模式的发展趋势是，毛利率水平持续下降；随着省统一招标采购制度的实施，此种商业模式将成为非主流商业模式。

公司目前发展的创新业务主要有，高端药品直送业务（DTP）、疫苗和高值耗材继续快速拓展。2013 年实现销售收入 19.61 亿元。其中：DTP：销售收入 7.29 亿元，同比增长 48.54%。报告期内，公司加快网络布局，推进管控一体化，形成以服务为中心的商业模式，截至报告期末，公司 DTP 业务覆盖 6 个省市，共有 9 家 DTP 定点药房。疫苗业务，销售收入 9.12 亿元，同比增长 54.73%，新增品种数 3 个，新增疾病预防控制中心（CDC）直接覆盖客户 29 家，总数达到 257 家，疫苗产品的分销业务居于全国领先地位。高值耗材业务，销售收入 3.20 亿元，同比增长 25.87%。然而，由于创新业务目前占公司销售收入的比重较低，对公司毛利影响较小。考虑到公司分销业务在华东地区的龙头地位，我们预计，未来几年公司分销业务收入增长仍能维持 20% 左右，而毛利则稳中有降。

图 7 调拨业务模式示意图



注：虚线表示多家医药商业企业

数据来源：上海证券研究所

## 5.2 医药零售：收入稳定，毛利下滑

公司医药零售业务规模约为 30 亿左右，占公司收入比重为 3-4%。2013 年上半年，公司药品零售业务实现销售收入 14.81 亿元，同比增长 12.59%；毛利率 19.67%。扣除两项费用后的营业利润率 1.33%。2013 年 1-9 月，公司药品零售业务实现营业收入人民币 22.48 亿元，同比增长 9.83%，毛利率 19.61%。近几年，公司的零售业务维持稳步增长，且毛利率基本保持稳定。2013 年中报显示，公司下属品牌连锁零售药房 1,887 家，其中直营店 1,082 家。

### 5.2.1 医药连锁经营是医药零售企业的发展趋势

医药连锁经营作为医药零售企业的一种经营形式，凭借规模化优势，成为目前的医药零售发展趋势。医药连锁经营一般是指经营同类商品或服务的若干个店铺，以一定的形式组成联合体，在整体规划下进行专业化分工，并在分工的基础上实施集中化管理，使复杂的医药商业活动简单化，以获取规模效益。

在我国，医药连锁经营模式常见两种形式：医药直营连锁和医药特许经营连锁。医药直营连锁是指连锁门店均由公司总部全资或控股开设，在总部的直接领导下统一经营，总部对各店铺实施人、财、物及物流、信息流等方面的统一经营。直营连锁作为大资本动作，利用连锁组织集中管理、分散销售的特点，充分发挥了规模效应。由同一资本直接投资和直接控制是直营连锁的主要特征。医药特许经营，即连锁加盟，是指特许者将自己所拥有的商标（包括服务商标）、商号、产品、专利和专有技术、经营模式等以特许经营合同的形式授予被特许者使用，被特许者按合同规定，在特许者统一的业务模式下从事经营活动，并向特许者支付相应的费用。运用统一形象、统一品牌进行运营，实现低风险资本扩张和规模经营是特许经营的主要特征。

### 5.2.2 规模是零售企业发展的重要壁垒

由于医药流通行业业务模式同质性极高，因此行业的壁垒最主要表现为规模。从美国等发达国家医药流通行业的发展历史看，我国医药流通市场目前仍处于比较初级的发展阶段，众多医药流通企业并存。过去十余年，我国医药流通行业快速发展，涌现了一批医药零售连锁企业，行业集中度日益提升，行业发展逐步进入正轨。

但是，目前我国医药流通企业仍然存在数量较多、规模较小等问题，市场竞争激烈，行业利润率较低。根据商务部统计数据，2009年底，全国药品零售企业门店总数共38.8万多家，其中，药品零售连锁企业2,149家，连锁企业门店13.5万多家，众多企业在市场上形成竞争格局。

根据发达国家发展经验，随着医药流通行业的发展，行业集中度逐渐提高，行业均衡的结果是几家大型医药流通企业处于寡头地位。从我国目前医药流通行业的政策导向上看，国家鼓励医药流通企业以连锁业态发展，行业集中度提升，减少流通环节，倡导第三方配送业务。

### 5.2.3 华东地区竞争激烈

根据MDC“2010年中国药品零售企业竞争力百强榜”显示，从各区域竞争力前三在百强中的位次看，东北、华北、西南地区三强位次接近，华东、华中、华南、西北地区三强位次相距较远。同时，在东北、华东、华中、华南、西南地区区域龙头均进入百强前十位，在各自区域内发展优势明显。

医药流通企业的发展与区域经济发展水平相关，同时受当地医药流通上下游行业发展的影响，比如医药工业较为发达的华东地区，医药流通企业的发展生机勃勃。竞争力百强榜显示，公司所处的华东地区拥有国大药房、华氏大药房、开心人等三家大型连锁企业，其在零售百强位次排序上均位居前列，而华东地区也是医药零售连锁企业的必争之地。由于面对激烈竞争，我们预计公司的零售业务将维持20%左右的行业平均增速，毛利率则维持缓慢下降趋势。



**图 8 2010 年中国药品零售企业竞争力百强榜**

区域	连锁药店	百强名次	地区名次
东北	辽宁成大方圆医药连锁有限公司	9	1
	哈尔滨人民同泰医药连锁店	10	2
	哈尔滨宝丰医药连锁有限公司	15	3
华北	北京金象大药房医药连锁有限责任公司	17	1
	北京同仁堂股份有限公司同仁堂药店	19	2
	北京嘉事堂连锁药店有限责任公司	26	3
华东	国药控股国大药房有限公司	5	1
	上海华氏大药房有限公司	6	2
	江西开心人(集团)控股股份有限公司	16	3
华中	湖南老百姓大药房连锁有限公司	1	1
	湖南益丰大药房连锁有限公司	8	2
	武汉马应龙大药房连锁有限公司	20	3
华南	广东大参林连锁药店有限公司	3	1
	中国海王星辰连锁药店有限公司	4	2
	中联大药房有限公司	13	3
西南	云南鸿翔一心堂药业(集团)股份有限公司	2	1
	重庆桐君阁大药房连锁有限公司	7	2
	重庆和平药房连锁有限责任公司	11	3
西北	西安怡康医药连锁有限责任公司	24	1
	甘肃众友医药连锁有限公司	29	2
	甘肃德生堂医药连锁有限公司	65	3

数据来源：公司招股意向书

### 5.3 医药工业：亟需解决营销短板

根据公司 2013 年三季报披露的重点产品销售情况看,公司的主要产品集中于心血管、消化道、全身抗感染等领域。前 5 大品种主要为:参麦注射液、丹参酮 IIA、培菲康、神象系列、注射用头孢曲松钠。

公司在医药工业上拥有的国内独家大品种为:

- 1) 心血管类：丹参酮 IIA、养心氏、二丁酰环磷腺苷钙
- 2) 消化系统类：培菲康、胃复春、八宝丹
- 3) 抗肿瘤药和免疫调节剂：尕痹片
- 4) 呼吸系统：新癆片
- 5) 神经系统：盐酸度洛西汀

公司还拥有 8 种国家保密中药产品：新癆片、八宝丹胶囊、六神丸、清凉油（棕色）、清凉油（白色）、海可素 I（原料药）、海可素 II（原料药）、麝香保心丸。

虽然从公司的产品结构看，较为良好，且主要品种均集中于大病种领域。然而，公司医药工业的增速近年来一直保持 10% 左右的较低增长。我们认为，营销能力不足是公司医药工业发展面临的主要问题。

公司为解决营销能力不足的问题，在去年年底成立营销中心，欲渐进式推动营销变革，以达到产销分离的目的。营销中心按照渠道进行划分，分为营销一部、二部及三部，分别负责终端产品、代理、OTC 产品的推广。营销中心未来的发展方向就是产销分离，同时对产品的品牌做调整，建立全国统一品牌。如果公司渐进式的营销变革取得效果，公司未来医药工业的增长将维持 10-15% 的增速。

## 5.4 股权激励或提升企业竞争力

2013 年 12 月 17 日，《关于进一步深化上海国资改革促进企业发展的意见》（即“上海国资国企改革 20 条”）发布。“二十条”将国有企业按市场属性、股权结构等分为竞争类、功能类和公共服务类。其中，竞争类企业将以市场为导向，以企业经济效益最大化为主要目标，兼顾社会效益，努力成为国际国内行业中最具活力和影响力的企业。公司董事长楼定波表示，上海医药符合“二十条”提倡的积极发展混合所有制经济的要求，将明显受益于本轮国企改革。

“二十条”明确指出：“建立健全企业核心骨干长效激励约束机制、与市场机制相适应的分配机制。符合法定条件、发展目标明确、具备再融资能力的国有控股上市公司，可实施股权激励或激励基金计划。”我们认为，一旦公司落实股权激励机制，公司必将迎来新一轮发展。



## 六、盈利预测

### 6.1 预测假设

- 1、主导产品受降价影响小；
- 2、主导产品毛利率稳定；
- 3、公司营销变革推动顺利，医药工业恢复增长；
- 4、医药分销新业务推进顺利。

### 6.2 盈利预测

我们预计 2013 年~2015 年公司的收入增长分别为 14.99%、17.59%和 19.59%；净利润增长分别为 9.82%、2.75%和 11.19%；摊薄后每股收益分别为 0.84 元，0.86 元和 0.96 元。

## 七、风险提示

### 7.1 未来药品价格的变化

近年来，为治理药价虚高、降低群众医疗成本，政府加强了对药价的管理工作，2006 年以来国家发改委多次调低相关药品的最高零售价，对药品生产企业的收入和利润有不同程度的影响。

### 7.2 药品安全风险

公司所处的医药流通行业对药品安全的要求非常高，如果质量控制的某个环节出现疏忽，影响药品安全，公司将要承担相应的责任。同时，药品安全事故的发生将对公司的品牌和经营产生不利影响。因此，公司在经营中存在药品安全的风险。

### 7.3 新产品投产低于预期的市场风险

由于产品生产销售涉及到工程建设、试生产、GMP 认证、药品注册审核、市场推广等诸多环节，存在新产品生产核准进度滞后、目标市场增长有限、产品市场销售低于预期等风险，并相应影响到公司经济效益。

## 八、附表

附表 1 公司分业务增速与毛利率预测 (单位: 万元人民币)

分业务收入测算	2012A	2013E	2014E	2015E
商业	<b>61675.46</b>	<b>76956.87</b>	<b>92348.25</b>	<b>110817.90</b>
分销	58,926.44	73658.05	88389.66	106067.59
零售	2,749.02	3298.82	3958.59	4750.31
工业	<b>9,911.82</b>	10903.00	11993.30	13192.63
其他	<b>18.98</b>	9.49	9.49	9.49
抵消	-3,875.90	-4,263.49	-4,689.84	-5,158.82
合计	68078.12	83605.88	99661.20	118861.20
分业务成本测算	2012A	2013E	2014E	2015E
商业	<b>57269.30</b>	<b>71476.35</b>	<b>85683.23</b>	<b>102713.81</b>
分销	55,091.73	68870.28	82555.94	98961.06
零售	2,177.57	2606.07	3127.29	3752.74
工业	<b>5,221.78</b>	5887.62	6356.45	6860.17
其他	11.98	5.88	5.79	5.69
抵消	-3,865.69	-4263.49	-4689.84	-5158.82
合计	58792.60	73106.36	87355.63	104420.85
分业务增速	2012A	2013E	2014E	2015E
商业	<b>26.37%</b>	<b>24.78%</b>	<b>20.00%</b>	<b>20.00%</b>
分销	<b>26.64%</b>	25.00%	20.00%	20.00%
零售	<b>20.74%</b>	20.00%	20.00%	20.00%
工业	<b>9.06%</b>	<b>10.00%</b>	<b>10.00%</b>	<b>10.00%</b>
其他	<b>-7.91%</b>	-50.00%	0.00%	0.00%
抵消	<b>15.32%</b>	10.00%	10.00%	10.00%
分业务毛利率	2012A	2013E	2014E	2015E
商业	7.14%	7.12%	7.22%	7.31%
分销	6.51%	6.50%	6.60%	6.70%
零售	20.79%	21.00%	21.00%	21.00%
工业	47.32%	46.00%	47.00%	48.00%
其他	36.92%	38.00%	39.00%	40.00%
抵消	0.26%	0.00%	0.00%	0.00%

数据来源: Wind 上海证券研究所

附表 2 公司财务预测与估值

财务和估值数据摘要

单位:百万元	2010A	2011A	2012A	2013E	2014E	2015E
营业收入	37411.07	54899.87	68078.12	78283.03	92053.01	110086.20
增长率(%)	91.18%	46.75%	24.00%	14.99%	17.59%	19.59%
归属母公司股东净利润	1368.25	2042.24	2052.87	2254.37	2316.35	2575.63
增长率(%)	689.38%	49.26%	0.52%	9.82%	2.75%	11.19%
每股收益(EPS)	0.509	0.760	0.763	0.838	0.861	0.958

每股股利 (DPS)	0.153	0.104	0.160	0.181	0.186	0.206
每股经营现金流	0.015	0.102	0.012	0.371	0.519	0.060
销售毛利率	18.15%	14.60%	13.64%	12.56%	12.35%	12.15%
销售净利率	4.76%	4.46%	3.61%	3.54%	3.10%	2.88%
净资产收益率 (ROE)	14.98%	8.85%	8.33%	8.54%	8.21%	8.52%
投入资本回报率 (ROIC)	59.63%	21.96%	12.98%	10.84%	10.89%	11.18%
市盈率 (P/E)	26.51	17.76	17.67	16.09	15.66	14.08
市净率 (P/B)	3.97	1.57	1.47	1.37	1.29	1.20
股息率 (分红/股价)	0.011	0.008	0.012	0.013	0.014	0.015

## 报表预测

利润表	2010A	2011A	2012A	2013E	2014E	2015E
营业收入	37411.07	54899.87	68078.12	78283.03	92053.01	110086.20
减: 营业成本	30619.95	46882.19	58792.60	68451.98	80686.85	96711.91
营业税金及附加	103.37	161.21	187.72	220.68	259.50	310.34
营业费用	3006.09	3288.69	3972.61	4383.85	5201.00	6274.91
管理费用	1799.94	2134.39	2457.31	2739.91	3221.86	3853.02
财务费用	206.63	472.93	198.86	62.14	250.27	197.28
资产减值损失	30.84	19.67	62.40	37.64	37.64	37.64
加: 投资收益	431.93	933.91	389.01	420.00	441.00	463.05
公允价值变动损益	0.41	-0.99	0.26	0.00	0.00	0.00
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
<b>营业利润</b>	<b>2076.57</b>	<b>2873.73</b>	<b>2795.88</b>	<b>2806.83</b>	<b>2836.90</b>	<b>3164.15</b>
加: 其他非经营损益	95.97	161.37	291.85	555.23	615.23	681.23
<b>利润总额</b>	<b>2172.54</b>	<b>3035.10</b>	<b>3087.73</b>	<b>3362.06</b>	<b>3452.13</b>	<b>3845.38</b>
减: 所得税	393.55	589.07	627.14	588.41	602.23	676.47
<b>净利润</b>	<b>1778.98</b>	<b>2446.03</b>	<b>2460.59</b>	<b>2773.65</b>	<b>2849.91</b>	<b>3168.91</b>
减: 少数股东损益	410.73	403.79	407.72	519.28	533.56	593.28
<b>归属母公司股东净利润</b>	<b>1368.25</b>	<b>2042.24</b>	<b>2052.87</b>	<b>2254.37</b>	<b>2316.35</b>	<b>2575.63</b>
资产负债表	2010A	2011A	2012A	2013E	2014E	2015E
货币资金	5723.38	13993.60	12610.73	13675.57	15015.07	15208.34
应收和预付款项	9312.78	12654.51	14972.16	16811.75	20566.62	24138.31
存货	5040.73	8297.48	9809.70	11111.33	13362.06	15751.19
其他流动资产	5.97	147.14	458.31	458.31	458.31	458.31
长期股权投资	1484.24	2618.84	2674.55	2674.55	2674.55	2674.55
投资性房地产	261.06	384.55	312.74	268.26	223.78	179.30
固定资产和在建工程	3979.18	4040.31	4260.12	3455.18	2650.24	1845.31
无形资产和开发支出	1298.71	4265.13	4579.54	4390.63	4201.72	4012.80
其他非流动资产	288.44	184.55	248.41	186.79	125.18	125.18
<b>资产总计</b>	<b>27394.49</b>	<b>46586.10</b>	<b>49926.26</b>	<b>53032.39</b>	<b>59277.54</b>	<b>64393.30</b>
短期借款	4790.65	5674.73	4900.04	4900.04	4900.04	4900.04
应付和预收款项	10368.15	14365.01	16336.86	17575.22	21910.70	24875.72
长期借款	66.10	52.31	40.77	40.77	40.77	40.77
其他负债	285.32	512.58	947.71	947.71	947.71	947.71
<b>负债合计</b>	<b>15510.22</b>	<b>20604.63</b>	<b>22225.39</b>	<b>23463.75</b>	<b>27799.23</b>	<b>30764.25</b>

股本	1992.64	2688.91	2688.91	2688.91	2688.91	2688.91
资本公积	3432.76	14490.12	14445.89	14445.89	14445.89	14445.89
留存收益	3709.15	5899.44	7504.50	9272.99	11090.09	13110.60
<b>归属母公司股东权益</b>	<b>9134.56</b>	<b>23078.47</b>	<b>24639.30</b>	<b>26407.79</b>	<b>28224.89</b>	<b>30245.40</b>
少数股东权益	2749.70	2902.99	3061.58	3580.86	4114.42	4707.70
<b>股东权益合计</b>	<b>11884.26</b>	<b>25981.47</b>	<b>27700.88</b>	<b>29988.64</b>	<b>32339.31</b>	<b>34953.10</b>
负债和股东权益合计	27394.49	46586.10	49926.26	53452.39	60138.54	65717.35
<b>现金流量表</b>	<b>2010A</b>	<b>2011A</b>	<b>2012A</b>	<b>2013E</b>	<b>2014E</b>	<b>2015E</b>
经营性现金净流量	40.40	274.05	30.93	998.39	1396.58	161.22
投资性现金净流量	0.00	0.00	0.00	444.18	492.18	544.98
筹资性现金净流量	0.00	0.00	0.00	-377.73	-549.26	-512.93
<b>现金流量净额</b>	<b>40.40</b>	<b>274.05</b>	<b>30.93</b>	<b>1064.84</b>	<b>1339.50</b>	<b>193.27</b>

数据来源: Wind 上海证券研究所

## 分析师承诺

分析师 赵冰

本人以勤勉尽责的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师的研究观点。此外，本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接相关。

## 公司业务资格说明

本公司具备证券投资咨询业务资格。

## 投资评级体系与评级定义

股票投资评级：

分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据公司基本面及（或）估值预期以报告日起6个月内公司股价相对于同期市场基准沪深300指数表现的看法。

投资评级	定义
增持	股价表现将强于基准指数 20%以上
谨慎增持	股价表现将强于基准指数 10%以上
中性	股价表现将介于基准指数±10%之间
减持	股价表现将弱于基准指数 10%以上

行业投资评级：

分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据行业历史基本面及（或）估值对所研究行业以报告日起 12 个月内的基本面和行业指数相对于同期市场基准沪深 300 指数表现的看法。

投资评级	定义
增持	行业基本面看好，行业指数将强于基准指数 5%
中性	行业基本面稳定，行业指数将介于基准指数±5%
减持	行业基本面看淡，行业指数将弱于基准指数 5%

投资评级说明：

不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准，投资者应区分不同机构在相同评级名称下的定义差异。本评级体系采用的是相对评级体系。投资者买卖证券的决定取决于个人的实际情况。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，投资者不应以分析师的投资评级取代个人的分析与判断。

## 免责条款

本报告中的信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性及完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对任何人使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

在法律允许的情况下，我公司或其关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告仅向特定客户传送，版权归上海证券有限责任公司所有。未获得上海证券有限责任公司事先书面授权，任何机构和人均不得对本报告进行任何形式的发布、复制、引用或转载。

上海证券有限责任公司对于上述投资评级体系与评级定义和免责条款具有修改权和最终解释权。