

投资评级: 买入 (维持评级)

当前价格(元): 26.16
合理价格区间(元):

赵媛 执业证书编号: S0570512070067
研究员 021-28972092
zhaoyuan@htsc.com

杨烨辉 执业证书编号: S0570514060002
研究员 0755-23952805
yangyehui@htsc.com

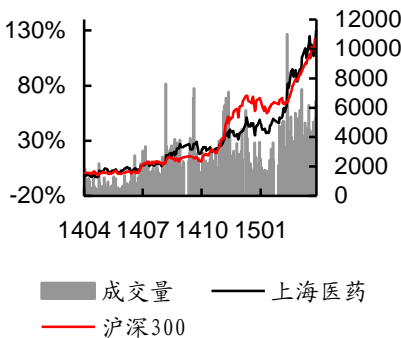
姚艺 执业证书编号: S0570513070008
研究员 0755-82125057
yaoyi@htsc.com

肖汉山 0755-83201063
联系人 xiaohanshan@htsc.com

相关研究

- 1 《上海医药 (601607): 业绩符合预期, 电商厚积薄发》2015.03
- 2 《上海医药 (601607): 商业分销发力, 增速持续提升》2014.10
- 3 《上海医药 (601607): 业绩增速显著回升, 整合效率逐步显现》2014.08

股价走势图



业绩超预期, 期待电商发力

上海医药(601607)

投资要点:

商业分销增长保持较快增长, 业绩超预期。1季度公司实现营业收入251.25亿元, 同比增长18.10%; 归属母公司净利润7.33亿元, 同比增长25.08%, 扣非净利润增长21.12%, 每股收益0.2727元, 超出市场预期。公司综合毛利率12.59%, 较同期小幅下滑0.22pp, 主要是商业增速较快所致。两项费用率下滑0.18pp, 运营效率进一步提高。经营性现金流量增长74.83%, 分销回款状况好转, 一方面加强应收账款管控, 另一方面加强供应商谈判力度。

结构优化和平台整合推升工业毛利率, 加大并购力度。医药工业收入 30.77 亿元, 增长 9.24%, 毛利率 48.59%, 上升 2.26pp。经优化调整后的 60 个重点产品销售收入 15.18 亿元, 同比上升 10.88%, 占工业销售比重 49.33%, 平均毛利率 65.92%。预计过亿品种 24 个。营销体系优化继续推进, 对全部重点产品从二次研发、产能配套以及市场销售等方面重新制定了“一品一策”, 以保障产品战略的落地和执行, 同时侧重战略协同品种方面的并购。

供应链创新服务推进, 新业务表现突出。分销业务收入 222.74 亿元, 同比增长 20.38%, 毛利率 6.11%, 下滑 0.19pp。扣除收购并表因素, 预计内生增长 10.4%。商业纯销占比 61.77%, 上升 1.21pp。公司在占据省会及一线城市基础上, 深入二三线地区医疗机构, 进一步拓展医院供应链创新服务, 目前共托管医院药房 65 家, 预计全年超过 100 家。一季度 DTP 增长 30%以上, 公司 DTP 业务已覆盖 22 个城市, DTP 定点药房 26 家, 已占据约 30%的份额, 净利润率比传统业务高 0.5~0.6pp, 未来有望在快速发展的细分市场中进一步提升市场份额。

期待电商发力, 维持买入评级。公司投资设立大健康云商, 管理团队持股 30%, 以创业制的激励安排, 3 年内进入盈利状态, 着力打造线上平台和线下网络, 定位处方药 O2O 销售、健康管理服务及贸易型电商。初期以肿瘤药为主的自费药 DTP (20 万人次) 为切入口, 并与接近 100 家医院 HIS 系统对接, 凭借线上处方、患者、药品大数据平台, 线下三层药房网络优势 (DTP 药房、托管及合办药房、超过 2000 家自营和加盟药房), 未来有望向糖尿病、帕金森慢性病管理延伸。小幅上调 15~17 年 EPS 至 1.15 元/1.36 元/1.60 元, 对应 PE 为 23 倍/19 倍/16 倍, 维持买入评级。

风险提示: 医保控费、药品降价程度超预期; 营销改革不达预期

公司基本资料

总股本(百万)	2,688.91
流通 A 股(百万)	1922.94
52 周内股价区间(元)	11.72-27.24
总市值(百万)	73,245.92
总资产(百万)	64,340.56
每股净资产(元)	10.35

资料来源: 公司公告

经营预测指标与估值

	2014	2015E	2016E	2017E
营业收入(百万)	92399	108878	124331	140033
+/-%	18%	18%	14%	13%
净利润(百万)	2591	3102	3669	4296
+/-%	17%	20%	18%	17%
EPS	0.96	1.15	1.36	1.60
PE	27.15	22.68	19.17	16.38

资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所

盈利预测

资产负债表

单位: 百万元

会计年度	2014	2015E	2016E	2017E
流动资产	48658	60679	69538	76092
现金	11608	18499	21072	22566
应收账款	19941	22708	26231	29431
其他应收账款	827	992	1136	1274
预付账款	1076	1187	1387	638
存货	13088	15443	17635	19838
其他流动资产	2118	1850	2078	2344
非流动资产	15682	14521	14662	14781
长期投资	2746	2756	2756	2756
固定投资	4361	4732	4778	4687
无形资产	1862	2214	2494	2766
其他非流动资产	6714	4820	4634	4572
资产总计	64341	75200	84200	90873
流动负债	32003	39386	43950	45772
短期借款	7932	7932	7932	7932
应付账款	17150	20512	23273	25885
其他流动负债	6920	10942	12744	11954
非流动负债	1239	1133	1333	1223
长期借款	105	105	105	105
其他非流动负债	1133	1028	1228	1118
负债合计	33241	40520	45283	46995
少数股东权益	3277	3757	4325	4989
股本	2689	2689	2689	2689
资本公积	14152	14152	14152	14152
留存公积	10968	14082	17752	22047
归属母公司股	27822	30924	34593	38889
负债和股东权益	64341	75200	84200	90873

现金流量表

单位: 百万元

会计年度	2014	2015E	2016E	2017E
经营活动现金	1336	5483	2516	1352
净利润	2992	3582	4237	4960
折旧摊销	0	245	265	278
财务费用	436	357	333	323
投资损失	-595	-655	-720	-792
营运资金变动	0	1967	-2088	-3604
其他经营现金	-1497	-13	489	187
投资活动现金	-1845	1871	390	465
资本支出	1291	499	50	50
长期投资	5	-314	-0	0
其他投资现金	-548	2056	440	515
筹资活动现金	-949	-463	-333	-323
短期借款	2034	0	0	0
长期借款	-20	0	0	0
普通股增加	0	0	0	0
资本公积增加	-41	0	0	0
其他筹资现金	-2923	-463	-333	-323
现金净增加额	-1455	6890	2573	1495

利润表

单位: 百万元

会计年度	2014	2015E	2016E	2017E
营业收入	92399	108878	124331	140033
营业成本	80994	95536	109108	122734
营业税金及附加	229	270	308	347
营业费用	4826	5633	6368	7086
管理费用	2955	3447	3897	4336
财务费用	436	357	333	323
资产减值损失	284	100	100	100
公允价值变动收	0	0	0	0
投资净收益	595	655	720	792
营业利润	3270	4190	4937	5898
营业外收入	858	564	711	637
营业外支出	328	205	267	236
利润总额	3800	4548	5381	6299
所得税	808	967	1144	1339
净利润	2992	3582	4237	4960
少数股东损益	401	480	568	665
归属母公司净利	2591	3102	3669	4296
EBITDA	3706	4792	5535	6499
EPS	0.96	1.15	1.36	1.60

主要财务比率

单位: 百万元

会计年度	2014	2015E	2016E	2017E
成长能力				
营业收入	18.1%	17.8%	14.2%	12.6%
营业利润	7.6%	28.2%	17.8%	19.5%
归属母公司净利	17.1%	19.7%	18.3%	17.1%
获利能力				
毛利率(%)	12.3%	12.3%	12.2%	12.4%
净利率(%)	2.8%	2.8%	3.0%	3.1%
ROE(%)	9.3%	10.0%	10.6%	11.0%
ROIC(%)	12.0%	16.4%	17.6%	18.2%
偿债能力				
资产负债率(%)	51.7%	53.9%	53.8%	51.7%
净负债比率(%)	24.24%	19.84%	17.75%	17.10%
流动比率	1.52	1.54	1.58	1.66
速动比率	1.10	1.14	1.17	1.22
营运能力				
总资产周转率	1.53	1.56	1.56	1.60
应收账款周转率	5	5	5	5
应付账款周转率	5.17	5.07	4.98	4.99
每股指标(元)				
每股收益(最新摊)	0.96	1.15	1.36	1.60
每股经营现金流	0.50	2.04	0.94	0.50
每股净资产(最新)	10.35	11.50	12.87	14.46
估值比率				
PE	27.15	22.68	19.17	16.38
PB	2.53	2.27	2.03	1.81
EV EBITDA	18	14	12	10

免责声明

本报告仅供华泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）客户使用。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的意见、评估及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期，本公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。同时，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考，不构成所述证券的买卖出价或征价。该等观点、建议并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对客户私人投资建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

本公司及作者在自身所知情的范围内，与本报告所指的证券或投资标的的存在法律禁止的利益关系。在法律许可的情况下，本公司及其所属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，也可能为之提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华泰证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权力。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

本公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格，经营许可证编号为：Z23032000。

© 版权所有 2015 年 华泰证券股份有限公司

评级说明

行业评级体系

- 报告发布日后的 6 个月内的行业涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅为基准；

- 投资建议的评级标准

增 持	行业股票指数超越基准
中 性	行业股票指数基本与基准持平
减 持	行业股票指数明显弱于基准

公司评级体系

- 报告发布日后的 6 个月内的公司涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅为基准；

- 投资建议的评级标准

买 入	股价超越基准 20%以上
增 持	股价超越基准 5%-20%
中 性	股价相对基准波动在-5%~5%之间
减 持	股价弱于基准 5%-20%
卖 出	股价弱于基准 20%以上

华泰证券研究

南京

南京市白下区中山东路 90 号华泰证券大厦/邮政编码：210000

电话：8625 84457777/传真：8625 84579778

电子邮件：ht-rd@mail.htsc.com.cn

深圳

深圳市福田区深南大道 4011 号香港中旅大厦 25 层/邮政编码：518048

电话：86755 82493932/传真：86755 82492062

电子邮件：ht-rd@mail.htsc.com.cn

北京

北京市西城区月坛北街 2 号月坛大厦 5 楼/邮政编码：100034

电话：8610 68085588/传真：8610 68085588

电子邮件：ht-rd@mail.htsc.com.cn

上海

上海市浦东银城中路 68 号时代金融中心 45 层/ 邮政编码：200120

电话：8621 50106028/传真：8621 68498501

电子邮件：ht-rd@mail.htsc.com.cn