

**证券研究报告—动态报告**

医药保健

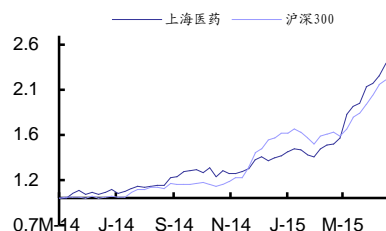
医疗器械与服务

**上海医药 (601607)**
**买入**

2015 年一季报点评

(维持评级)

2015 年 04 月 29 日

**一年该股与沪深 300 走势比较**

**股票数据**

总股本/流通 (百万股)	2,689/1,923
总市值/流通 (百万元)	70,342/50,304
上证综指/深圳成指	4,476/14,707
12 个月最高/最低价)	28.51/11.40

**相关研究报告:**

《上海医药-601607-2013 年三季报点评: 积极改善, 略超预期》——2013-10-28  
 《上海医药-601607-2013 年半年报点评: 主业增长平稳, 现金流略有改善》——2013-08-23  
 《上海医药-601607-2013 年 1 季报点评: 工商业增长平稳, 现金流有待改善》——2013-05-02  
 《上海医药-601607-2012 年年报点评: 业绩平稳增长, 估值优势突出》——2013-03-27  
 《上海医药-601607-重大事件快评: 收购正大青春宝 20% 股权, 增强控制力》——2013-03-13

**证券分析师: 林小伟**

电话: 0755-22940022

E-MAIL: linxw@guosen.com.cn

证券投资咨询执业资格证书编号: S0980514070002

**证券分析师: 邓周宇**

电话: 0755-82133263

E-MAIL: dengzy@guosen.com.cn

证券投资咨询执业资格证书编号: S0980514030001

**独立性声明:**

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道, 分析逻辑基于本人的职业理解, 通过合理判断并得出结论, 力求客观、公正, 结论不受任何第三方的授意、影响, 特此声明。

**财报点评**
**业绩略超预期, 电商核心竞争力有望增强**
**● 15Q1 业绩略超预期**

公司发布一季报, 期间实现营业收入 251.3 亿元, 同比增长 18.1%; 扣除两项费用后营业利润为 10.2 亿元, 同比增长 16.2%; 归属上市公司股东净利润 7.3 亿元, 同比增长 25.1%。同时扣非净利润 7.1 亿元, 同比增长 21.1%。净利润增速超过我们预期。

**● 医药分销稳步成长, 经营性现金流持续改善**

15Q1 公司医药分销业务营业收入为 222.7 亿元, 同比增长 20.4%。如不考虑并购的影响, 2014 年 Q1 存量业务同比增长 10.4%, 预计与医药流通行业整体增速相当。分销业务经营性现金流大幅改善, 从去年同期的净流出 5.65 亿元减少净流出 1.42 亿元, 同比增加 4.35 亿元。这与公司加强对应付账款与应收账款的账期管理相关。尤其是公司去年 Q4 更改了应收账款坏账计提政策, 使得应收账款回款时间对商业子公司的业绩考核产生很大影响。因此, 随着公司对营运资金管理的不断增强, 我们预计分销业务经营性现金流将持续改善。未来, 公司分销业务方面将采用内生与外延并重的发展模式。一方面在已有的区域 (华东、华北、华南等) 渠道不断下沉, 另一方面在业务薄弱的区域 (如西北、东北、山东等) 的省会城市逐渐建立新的配送渠道。

**● 医药工业业务受益营销改革与运营效率提高**

15Q1 公司医药工业收入 30.8 亿元, 同比增长 9.2%。毛利率与营业利润率分别为 48.59% 和 13.03%, 同比增长 2.26% 和 1.33%。收入的增长与利润率的提升得益于持续推进的营销改革和内部效率的提高。在营销改革方面, 公司将 64 个重点产品调整为 60 个 (调出 12 个, 调入 8 个; 选择市场潜力大毛利率高的为重点产品), 并为每个产品制订相应的营销策略。2015Q1 公司重点产品收入增长 10.1%, 毛利率提升 5%。在内部增效方面, 公司的 6-sigma 管理和工艺改进取得成效, 医药制造的成品率有大幅提升。并且公司对医药制剂原料采取集中采购, 降低了原料成本。

**● 国际医药电商有序推进, 核心竞争力不断增强**

公司大健康云电商公司于 3 月 19 日成立, 采用混合所有制对管理层进行股权激励 (电商公司管理层占 30% 股份)。目前线上线团队已经到位, 将首先在上海、宁波、青岛试点电商解决方案。短期内将以 DTP 业务为切入点, 根据医院外流的处方配送高端肿瘤自费药。未来将利用医院供应链服务 (SPD) 与药房托管业务中与医院 HIS 系统连接的先发优势, 开展自费药品甚至医保药品的处方导流和线上线下配送。其中公司现有的 1900 多家药店能够与线上的处方导流形成良好协同效应。目前公司 DTP

**盈利预测和财务指标**

	2013	2014	2015E	2016E	2017E
营业收入 (百万元)	78,223	92,399	105,519	119,637	134,647
(+/-%)	14.9%	18.1%	14.2%	13.4%	12.5%
净利润 (百万元)	2,243	2,591	2,941	3,213	3,452
(+/-%)	9.3%	15.5%	13.5%	9.3%	7.4%
摊薄每股收益 (元)	0.83	0.96	1.09	1.19	1.28
EBIT Margin	4.5%	4.6%	3.5%	3.4%	3.2%
净资产收益率 (ROE)	8.6%	9.3%	9.8%	10.0%	10.0%
市盈率 (PE)	31.4	27.1	23.9	21.9	20.4
EV/EBITDA	23.8	21.2	23.1	22.1	21.2
市净率 (PB)	2.7	2.5	2.4	2.2	2.0

资料来源: Wind, 国信证券经济研究所预测

注: 摊薄每股收益按最新总股本计算

业务年均增长超过 30% (2015 年 Q1 增长 30% 以上), 已经积累了 20 万人份的肿瘤患者数据。SPD 与药房托管业务与 62 家医院 HIS 系统对接, 15 年底有望增加到 100 家医院以上。公司电商具备多方位资源, 其核心竞争力将随着 DTP、SPD 与药房托管业务的增长而增强, 值得投资者关注。

● **医药工商业趋势向好, 电商转型值得期待, 维持“买入”评级**

我们预计公司 2015-17 年的 EPS 分别为 1.09 元、1.19 元和 1.28 元, 目前对应的估值为 24x、22x 和 20x。考虑到公司医药商业布局逐渐完善规模优势明显, 医药工业生产营销改革初见成效以及电商转型的核心竞争不断增强, 我们给予公司 2015 年 PE 25-28 倍估值, 对应合理估值 27.3-30.5 元, 维持“买入”评级。

## 附表: 财务预测与估值

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2014	2015E	2016E	2017E		2014	2015E	2016E	2017E
现金及现金等价物	11608	5371	5832	6425	营业收入	92399	105519	119637	134647
应收款项	22235	25151	28516	32094	营业成本	80994	92743	105369	118770
存货净额	13088	14697	16697	18822	营业税金及附加	229	262	297	334
其他流动资产	1727	1738	1971	2218	销售费用	4826	5487	6221	7002
<b>流动资产合计</b>	<b>48658</b>	<b>46958</b>	<b>53016</b>	<b>59560</b>	管理费用	2955	3296	3727	4185
固定资产	4994	5332	5627	5859	财务费用	436	(23)	(125)	(139)
无形资产及其他	1862	1788	1715	1641	投资收益	595	600	600	600
投资性房地产	6081	6081	6081	6081	资产减值及公允价值变动	(284)	(100)	(100)	(100)
长期股权投资	2746	2746	2746	2746	其他收入	0	0	0	0
<b>资产总计</b>	<b>64341</b>	<b>62906</b>	<b>69185</b>	<b>75888</b>	营业利润	3270	4255	4649	4995
短期借款及交易性金融负债	7953	200	200	200	营业外净收支	530	0	0	0
应付款项	20436	24073	27348	30829	<b>利润总额</b>	<b>3800</b>	<b>4255</b>	<b>4649</b>	<b>4995</b>
其他流动负债	3614	4048	4598	5182	所得税费用	808	865	946	1016
<b>流动负债合计</b>	<b>32003</b>	<b>28321</b>	<b>32146</b>	<b>36212</b>	少数股东损益	401	449	491	527
长期借款及应付债券	105	105	105	105	<b>归属于母公司净利润</b>	<b>2591</b>	<b>2941</b>	<b>3213</b>	<b>3452</b>
其他长期负债	1133	1133	1133	1133					
<b>长期负债合计</b>	<b>1239</b>	<b>1239</b>	<b>1239</b>	<b>1239</b>					
<b>负债合计</b>	<b>33241</b>	<b>29560</b>	<b>33385</b>	<b>37451</b>					
少数股东权益	3277	3465	3670	3891					
股东权益	27822	29881	32130	34546					
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>64341</b>	<b>62906</b>	<b>69185</b>	<b>75888</b>					

现金流量表 (百万元)				
	2014	2015E	2016E	2017E
净利润	2591	2941	3213	3452
资产减值准备	140	50	15	14
折旧摊销	585	586	665	728
公允价值变动损失	284	100	100	100
财务费用	436	(23)	(125)	(139)
营运资本变动	(4859)	(415)	(1758)	(1871)
其它	17	138	191	207
<b>经营活动现金流</b>	<b>(1242)</b>	<b>3399</b>	<b>2425</b>	<b>2631</b>
资本开支	(492)	(1001)	(1001)	(1001)
其它投资现金流	0	0	0	0
<b>投资活动现金流</b>	<b>(465)</b>	<b>(1001)</b>	<b>(1001)</b>	<b>(1001)</b>
权益性融资	17	0	0	0
负债净变化	(20)	0	0	0
支付股利、利息	(1576)	(882)	(964)	(1036)
其它融资现金流	3511	(7753)	0	0
<b>融资活动现金流</b>	<b>336</b>	<b>(8635)</b>	<b>(964)</b>	<b>(1036)</b>
<b>现金净变动</b>	<b>(1370)</b>	<b>(6237)</b>	<b>460</b>	<b>594</b>
货币资金的期初余额	12978	11608	5371	5832
货币资金的期末余额	11608	5371	5832	6425
企业自由现金流	(2093)	2143	1111	1327
权益自由现金流	1398	(5592)	1211	1438

关键财务与估值指标				
	2014	2015E	2016E	2017E
每股收益	0.96	1.09	1.19	1.28
每股红利	0.59	0.33	0.36	0.39
每股净资产	10.35	11.11	11.95	12.85
ROIC	8%	10%	12%	12%
ROE	9%	10%	10%	10%
毛利率	12%	12%	12%	12%
EBIT Margin	4%	4%	3%	3%
EBITDA Margin	4%	4%	4%	4%
收入增长	18%	14%	13%	13%
净利润增长率	16%	13%	9%	7%
资产负债率	57%	52%	54%	54%
息率	2%	1%	1%	1%
P/E	27.1	23.9	21.9	20.4
P/B	2.5	2.4	2.2	2.0
EV/EBITDA	26.0	23.1	22.1	21.2

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

## 国信证券投资评级

类别	级别	定义
股票 投资评级	买入	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	预计 6 个月内，股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	卖出	预计 6 个月内，股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	超配	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	预计 6 个月内，行业指数表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	低配	预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 10%以上

## 分析师承诺

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

## 风险提示

本报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有，仅供我公司客户使用。未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司或关联机构可能会持有本报告中所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业务服务。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

## 证券投资咨询业务的说明

证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。

证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

**国信证券经济研究所团队成员**

<b>宏观</b>		<b>策略</b>		<b>技术分析</b>	
董德志	021-60933158	郇彬	021-6093 3155	闫莉	010-88005316
林虎	010-88005302	朱俊春	0755-22940141		
陶川	010-88005317	孔令超	021-60933159		
燕翔	021-60875174				
李智能	0755-22940456				
<b>固定收益</b>		<b>纺织/日化零售</b>		<b>互联网</b>	
董德志	021-60933158	郭陈杰	021-60875168	王学恒	010-88005382
赵婧	021-60875174	朱元	021-60933162	郑剑	010-88005307
魏玉敏	021-60933161			李树国	010-88005305
柯聪伟	021-60933152			何立中	010-88005322
<b>医药生物</b>		<b>社会服务(酒店、餐饮和休闲)</b>		<b>家电</b>	
邓周宇	0755-82133263	曾光	0755-82150809	王念春	0755-82130407
林小伟	0755-22940022	钟潇	0755-82132098		
<b>通信服务</b>		<b>电子</b>		<b>环保与公共事业</b>	
程成	0755-22940300	刘翔	021-60875160	陈青青	0755-22940855
李亚军	0755-22940077	刘洵	021-60933151	徐强	010-88005329
		蓝逸翔	021-60933164		
<b>军工</b>		<b>机械</b>		<b>非金属及建材</b>	
梁铮	010-88005381	成尚汶	010-88005315	黄道立	0755-82130685
王东	010-88005309			刘宏	0755-22940109
<b>房地产</b>		<b>食品饮料</b>		<b>银行</b>	
区瑞明	0755-82130678	刘鹏	021-60933167	李关政	010-88005326
朱宏磊	0755-82130513				
<b>电力设备新能源</b>		<b>化工</b>		<b>建筑工程</b>	
杨敬梅	021-60933160	李云鑫	021-60933142	邱波	0755-82133390
		苏淼	021-60933150	刘萍	0755-22940678
<b>金融工程</b>		<b>轻工造纸</b>			
林晓明	021-60875168	邵达	0755-82130706		
吴子昱	0755-22940607				
周琦	0755-82133568				
黄志文	0755-82133928				
李忠谦	010-88005325				
邹璐	0755-82130833-701418				

**国信证券机构销售团队**

华北区 (机构销售一部)		华东区 (机构销售二部)		华南区 (机构销售三部)		海外销售交易部	
李文英	010-88005334 13910793700	叶琳菲	021-60875178 13817758288	邵燕芳	0755-82133148 13480668226	赵冰童	0755-82134282 13693633573
liuying@guosen.com.cn		yelf@guosen.com.cn		shaoyf@guosen.com.cn		zhaobt@guosen.com.cn	
赵海英	010-66025249 13810917275	李佩	021-60875173 13651693363	郑灿	0755-82133043 13421837630	梁佳	0755-25472670 13602596740
zhaohy@guosen.com.cn		lipei@guosen.com.cn		zhengcan@guosen.com.cn		liangjia@guosen.com.cn	
原玮	010-88005332 15910551936	汤静文	021-60875164 13636399097	颜小燕	0755-82133147 13590436977	程可欣	886-0975503529(台湾)
yuanyi@guosen.com.cn		tangjingwen@guosen.com.cn		yanxy@guosen.com.cn		chengkx@guosen.com.cn	
许婧	18600319171	梁轶聪	021-60873149 18601679992	赵晓曦	0755-82134356 15999667170	刘研	0755-82136081 18610557448
		liangyc@guosen.com.cn		zhaoxxi@guosen.com.cn		liuyan3@guosen.com.cn	
		唐泓翼	13818243512	刘紫微	13828854899	夏雪	1
		吴国	15800476582	黄明燕	18507558226		
		储贻波	18930809296				
		倪婧	18616741177				