

中国：医疗保健供货商与服务

2015年09月01日

投资建议：
买入（维持评级）

目标价隐含涨/跌幅： 38.7%

日期 2015/08/31

收盘价	RMB18.74
十二个月目标价	RMB26.00
前次目标价	RMB30.00
上海 A 股指数	3,358.8

信息更新：

- ▶ 2015 上半年每股收益同比增长 16.3%至人民币 0.57 元，符合本中心与市场预期。
- ▶ 我们将 2015/16 年每股收益预估从人民币 1.14/1.35 元微幅下调至 1.12/1.32 元。

本中心观点：

- ▶ 上海医药设立子公司切入 O2O 事业，为公司带来潜在的盈利上涨空间与未来的估值提升。

公司简介： 上海医药主要从事 1) 医药分销、仓储及物流；2) 医药产品研发、制造及销售；及 3) 零售店运营。

股价相对上海 A 股指数表现



市值	RMB46,992.5 百万元
六个月平均日成交量	RMB880.4 百万元
总股本股数 (百万股)	2,688.9
流通 A 股股数比例	68.0%
自由流通股数比例	39.4%
大股东；持股比例	上海医药集团有限公司, 26.7%
净负债比率	(2.8%)
每股净值 (2015F)	RMB10.86 元
市净率 (2015F)	1.73 倍

简明损益表(RMB 百万元)

年初至 12 月	2013A	2014A	2015F	2016F
营业收入	78,223	92,399	104,992	120,949
营业利润**	2,902	3,394	4,035	4,850
税后净利润*	2,243	2,591	3,007	3,548
每股收益(元)	0.83	0.96	1.12	1.32
每股收益同比增长率 (%)	9.3	15.5	16.0	18.0
每股股利(元)	0.26	0.30	0.35	0.41
市盈率 (倍)	22.5	19.4	16.8	14.2
股利收益率(%)	1.4	1.6	1.9	2.2
净资产收益率 (%)	8.6	9.3	10.3	10.7

* 归属母公司税后净利润

** 经分析师调整

报告分析师：
李珮菁

+886 2 35187984

Peggy.Lee@yuanta.com

以下研究人员对本报告有重大贡献：

姚欣好

+886 2 3518 7966

lily.yao@yuanta.com

上海医药 (601607 CH)

新 O2O 事业的潜在增长契机

重申买入，2015 上半年财报符合预期： 上海医药 2015 上半年每股收益同比增长 16.3%至人民币 0.57 元，符合本中心预期。目前股价人民币 18.74 元仅相当于 16.7 倍/14.2 倍 2015/16 年预估每股收益，落在公司平均市盈率 12-18 倍的低缘。本中心看好 O2O 新事业与高毛利率产品的高速增长，认为公司享有估值溢价应属合理。因此，我们重申买入建议，但目标价下调至人民币 26 元，相当于 20 倍 2016 年预估每股收益，该倍数低于前次报告 22 倍，理由是观察到市场氛围更为悲观且投资人更为谨慎。

与京东商城(JD.com)合作设立子公司切入 O2O 事业： 新设立的子公司上药云健康刚完成人民币 12.1 亿元筹资。上海医药、京东商城与 IDG Capital 分别持有 80%、12.5%、5%股权。上海云健康将建立三项网上平台：电子处方笺、药物信息与病人数据库平台，计划通过上海医药的实体平台，结合线上及线下资源，扩张至 O2O 事业。本中心认为与京东商城的合作有助于上海医药快速提升在线渗透率。

高毛利率事业持续增长： 2015 上半年高毛利率事业维持较高增长步伐：1) 药品直送(DTP)营收同比增长 23.9%至人民币 12.5 亿元；2) 医疗耗材营收同比增长 72.2%至人民币 10 亿元；3) 医院托管药房事业快速增长，托管家数自去年底的 65 家增长至 104 家，已达到公司 2015 年原定目标为 100 家。然而，上海医药的分销业务(毛利率 6.2%)仍占接近 90%的总营收，且增长速度较制造业务(毛利率 49.6%)来得快，因此公司整体毛利率表现并未有明显提升，公司平均毛利率仍维持在 11.5-12.5%之间，1H15 毛利率 12.0%符合预期。

分析师声明及重要披露事项请参见附录 A。

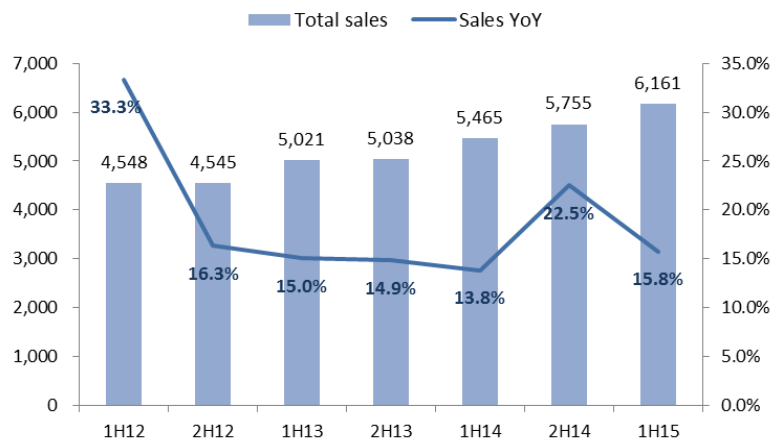
元大与其研究报告所载之公司行号可能于目前或未来有业务往来，投资人应了解本公司可能因此有利益冲突而影响本报告之客观性。投资人于做出投资决策时，应仅将本报告视为其中一项考虑因素。本报告原系以英文做成，并翻译为中文。若投资人对于中文译文之内容正确性有任何疑问，请参考原始英文版。

着重于高毛利率事业

2015 年 2 季度每股收益人民币 0.3 元、2015 上半年每股收益人民币 0.57 元均符合本中心预期

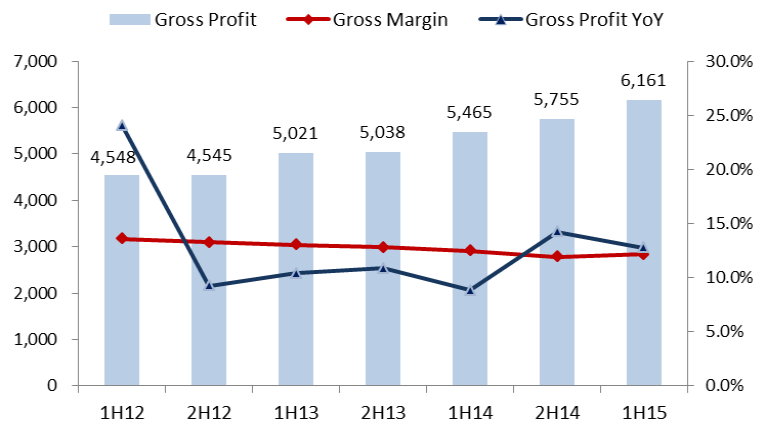
上海医药 2015 年 2 季度营收人民币 258 亿元(环比增长 2.8%/同比增长 13.6%)较本中心预期低 6.8%。该季毛利率 11.8%、营业利润率 4.1%、每股收益人民币 0.3 元大致符合本中心预估。公司 2015 上半年营业利润人民币 21 亿元(同比增长 15.3%)符合本中心预期, 每股收益则是人民币 0.57 元。上海医药 2015 上半年的分销/制造/零售业务营收为人民币 450/61/17 亿元, 分别同比增长 17.4/7.1/7.0%。上半年总营收人民币 452 亿元, 较去年同期增长 15.8%。

图 1: 总营收与营收同比增长率对照图



资料来源: 公司资料、元大整理

图 2: 营业毛利、营业毛利率、营业毛利同比增长率对照图



资料来源: 公司资料、元大整理

2015 上半年高毛利率事业维持较高增长步伐: 1) 药品直送(DTP)营收同比增长 23.9%至人民币 12.5 亿元; 2) 医疗消耗品营收同比增长 72.2%至人民币 10 亿元; 3) 医院托管药房事业快速增长, 托管店家数在上半年自 65 家增长至 104 家, 已达到公司 2015 年所设定目标, 原定 2015 年底达到 100 家。然而, 上海医药的分销业务(毛利率 6.2%)仍占近 90%的总营收, 且增长速度较制造业务(毛利率 49.6%)来得快, 上半年营收分别同比增长 17%及 7%, 因此公司平整体平均毛利率未大幅扩张, 维持在 11.5-12.5%区间。

零售业务方面, 上海医药旗下 1,696 家药店在 2015 上半年贡献营收人民币 18 亿元(同比增长 7%), 创造毛利率 18.5%。

上药云健康与京东商城合作

上药云健康刚完成第一轮的人民币 11 亿元募资，总筹资金额达到人民币 12.1 亿元。上海医药、京东商城与 IDG Capital 分别持有 80%、12.5%、5% 股权。上药云健康将建立三项在线平台：电子处方笺、药物信息与病人数据库平台，计划通过上海医药的实体通路平台，结合线上及线下的资源，扩张至 O2O 事业。线下平台方面，上海医药目前拥有 1696 家药店、104 家医院托管药店与 28 家药品直送药店。

已开发国家的在线处方笺销售额市占率已达 30%，但在中国的市占率不到 1%，因此本中心认为政府制定法规后，该区块将进入高速增长。我们也认为药品分销商与在线平台合作有助于业务快速拓展业务，且线下平台可能提升在线事业物流效率。

财务预估与股票估值

考虑政府保险报销规定日益趋紧且医保价格持续降低，本中心将 2015/16 年预估营收从人民币 1,110/1,300 亿元微幅下调 4.5%/7.6% 至人民币 1,050/1,210 亿元，但 2016 年毛利率假设值由 11.4% 调升至 12%，系因认为公司积极扩大高毛利率事业营收规模。整体而言，我们将 2015/16 年每股收益估值从人民币 1.14/1.35 元微幅调降至 1.12/1.32 元，且目标价下调至人民币 26 元，隐含 20 倍 2016 年预估每股收益，略高于平均市盈率区间为 12-18 倍，给予估值溢价理由系基于公司 O2O 新事业与高毛利率产品增长。目标倍数自前次的 22 倍调降至 20 倍，主要因观察到市场氛围更为悲观且投资人更为谨慎。

图 3：季度及年度简明损益表 (合并)

(人民币 百万)	1Q2015A	2Q2015A	3Q2015F	4Q2015F	FY2015F	1Q2016F	2Q2016F	3Q2016F	4Q2016F	FY2016F
营业收入	25,125	25,825	26,481	27,562	104,992	28,455	29,616	30,496	32,382	120,949
销货成本	(22,030)	(22,770)	(23,407)	(24,196)	(92,403)	(24,923)	(26,173)	(27,012)	(28,353)	(106,460)
营业毛利	3,095	3,055	3,073	3,366	12,589	3,532	3,443	3,484	4,030	14,489
营业费用	(2,075)	(1,990)	(2,061)	(2,428)	(8,554)	(2,369)	(2,201)	(2,261)	(2,807)	(9,639)
营业利润	1,020	1,065	1,013	938	4,035	1,162	1,242	1,223	1,223	4,850
业外利益	5	35	23	94	157	(4)	53	(35)	90	105
税前净利润	1,024	1,100	1,036	1,031	4,192	1,159	1,295	1,188	1,313	4,954
少数股东权益	(108)	(113)	(102)	(106)	(429)	(116)	(132)	(118)	(135)	(501)
所得税费用	(184)	(186)	(213)	(173)	(756)	(223)	(230)	(232)	(220)	(905)
归属母公司税后净利润	733	801	721	752	3,007	820	933	837	958	3,548
每股收益(依加权稀释股数)(人民币)	0.27	0.30	0.27	0.28	1.12	0.30	0.35	0.31	0.36	1.32
加权平均股数	2,689	2,689	2,689	2,689	2,689	2,689	2,689	2,689	2,689	2,689
重要比率										
营业毛利率	12.3%	11.8%	11.6%	12.2%	12.0%	12.4%	11.6%	11.4%	12.4%	12.0%
营业利润率	4.1%	4.1%	3.8%	3.4%	3.8%	4.1%	4.2%	4.0%	3.8%	4.0%
税前净利润率	4.1%	4.3%	3.9%	3.7%	4.0%	4.1%	4.4%	3.9%	4.1%	4.1%
有效所得税率	17.9%	16.9%	20.5%	16.8%	18.0%	19.3%	17.7%	19.6%	16.8%	18.3%
季增率(%)										
营业收入	6.1%	2.8%	2.5%	4.1%	13.6%	3.2%	4.1%	3.0%	6.2%	15.2%
营业利润	37.3%	4.4%	(4.9%)	(7.4%)	18.9%	24.0%	6.8%	(1.5%)	0.0%	20.2%
税后净利润率	8.1%	9.2%	(9.9%)	4.2%	16.0%	9.0%	13.9%	(10.3%)	14.4%	18.0%
每股收益	8.1%	9.2%	(9.9%)	4.2%	16.0%	9.0%	13.9%	(10.3%)	14.4%	18.0%

资料来源：公司资料、元大预估

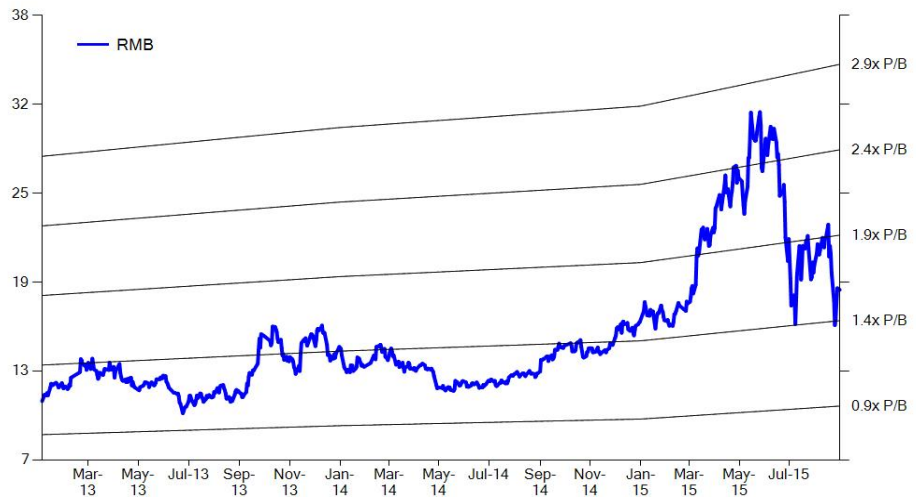
注：标“A”为元大汇整之历史数据

图 4：12 个月预期市盈率区间



资料来源：公司资料、元大预估

图 5：12 个月预期市净率区间



资料来源：公司资料、元大预估

资产负债表

年初至 12 月 (RMB 百万元)	2012A	2013A	2014A	2015F	2016F
现金与短期投资	13,304	12,646	11,191	10,602	11,856
存货	9,810	10,997	13,088	13,909	15,601
应收帐款及票据	13,651	16,567	21,408	26,411	28,604
其他流动资产	2,038	2,306	2,972	3,216	3,437
流动资产	38,802	42,515	48,658	54,138	59,497
长期投资	2,675	2,773	2,746	3,211	3,831
固定资产	3,696	3,900	4,361	4,922	5,842
什项资产	5,897	7,124	8,576	10,398	11,015
其他资产	12,267	13,797	15,682	18,531	20,688
资产总额	51,069	56,312	64,341	72,669	80,186
应付帐款及票据	14,575	16,876	20,436	24,652	26,730
短期借款	4,900	5,898	7,932	9,608	10,716
什项负债	2,623	2,925	3,634	4,372	4,581
流动负债	22,098	25,699	32,003	38,632	42,027
长期借款	41	125	105	93	93
其他负债及准备	1,229	1,486	1,133	1,272	1,331
长期负债	1,270	1,612	1,239	1,365	1,425
负债总额	23,368	27,311	33,241	39,997	43,452
股本	2,689	2,689	2,689	2,689	2,689
资本公积	14,446	14,174	14,152	14,046	14,046
保留盈余	7,520	9,110	10,968	12,460	16,509
换算调整数	(16)	(19)	13	0	13
归属母公司之权益	24,639	25,954	27,822	29,195	33,257
少数股权	3,062	3,047	3,277	3,476	3,476
股东权益总额	27,701	29,001	31,099	32,672	36,734

资料来源：公司资料、元大

现金流量表

年初至 12 月 (RMB 百万元)	2012A	2013A	2014A	2015F	2016F
本期净利润	2,461	2,627	2,992	3,436	4,049
折旧及摊提	580	601	978	0	0
本期营运资金变动	1,564	112	(160)	(1,138)	(1,819)
其他营业资产	(3,454)	(2,367)	(2,474)	(943)	1,091
营运活动之现金流量	1,151	973	1,336	1,355	3,321
资本支出	(709)	(905)	(1,291)	(1,230)	(920)
本期长期投资变动	56	98	(27)	466	620
其他资产变动	479	(86)	(526)	(628)	(470)
投资活动之现金流量	(174)	(893)	(1,845)	(1,392)	(770)
股本变动	0	0	0	0	0
本期负债变动	(786)	1,082	2,015	1,664	1,108
其他调整数	(1,467)	(1,804)	(2,963)	(2,215)	(2,405)
融资活动之现金流量	(2,253)	(722)	(949)	(551)	(1,297)
本期产生现金流量	(1,254)	(656)	(1,455)	(589)	1,253
自由现金流量	976	81	(509)	(37)	2,551

资料来源：公司资料、元大

损益表

年初至 12 月 (RMB 百万元)	2012A	2013A	2014A	2015F	2016F
营业收入	68,078	78,223	92,399	104,992	120,949
销货成本	(58,980)	(68,186)	(81,223)	(92,403)	(106,460)
营业毛利	9,098	10,037	11,176	12,589	14,489
营业费用	(6,430)	(7,135)	(7,781)	(8,554)	(9,639)
营业利润	2,668	2,902	3,394	4,035	4,850
利息收入	0	0	0	0	0
利息费用	(199)	(233)	(436)	(534)	(524)
利息收入净额	(199)	(233)	(436)	(534)	(524)
投资利益(损失)净额	389	552	595	560	601
其他业外收入(支出)净额	230	40	246	131	27
非常项目净额	0	0	0	0	0
税前净利润	3,088	3,261	3,800	4,192	4,954
所得税费用	(627)	(634)	(808)	(756)	(905)
少数股权净利	(408)	(384)	(401)	(429)	(501)
归属母公司之净利	2,053	2,243	2,591	3,007	3,548
税前息前折旧摊销前净利	3,248	3,503	4,372	4,035	4,850
每股收益 (RMB)	0.76	0.83	0.96	1.12	1.32
每股收益 - 调整员工分 红 (RMB)	0.76	0.83	0.96	1.12	1.319

资料来源：公司资料、元大

主要财务报表分析

年初至 12 月	2012A	2013A	2014A	2015F	2016F
年成长率 (%)					
营业收入	24.0	14.9	18.1	13.6	15.2
营业利润	9.6	8.8	17.0	18.9	20.2
税前息前折旧摊销前净	10.3	7.9	24.8	(7.7)	20.2
税后净利润	0.5	9.3	15.5	16.0	18.0
每股收益	0.52	9.26	15.52	16.04	17.99
获利能力分析 (%)					
营业毛利率	13.4	12.8	12.1	12.0	12.0
营业利润率	3.9	3.7	3.7	3.8	4.0
税前息前 折旧摊销前净利率	4.8	4.5	4.7	3.8	4.0
税后净利率	3.0	2.9	2.8	2.9	2.9
资产报酬率	5.0	4.9	5.0	5.0	5.3
净资产收益率	8.3	8.6	9.3	10.3	10.7
稳定/偿债能力分析					
负债权益比 (%)	17.8	20.8	25.8	29.7	29.4
净现金(负债)权益比(%)	47.9	41.6	34.3	31.7	31.9
利息保障倍数 (倍)	16.5	15.0	9.7	8.9	10.5
利息及短期债	0.6	0.6	0.5	0.5	0.5
现金流量对利息 保障倍数 (倍)	5.8	4.2	3.1	2.5	6.3
现金流量对利息及短期 债保障倍数(倍)	0.2	0.2	0.2	0.1	0.3
流动比率 (倍)	1.8	1.7	1.5	1.4	1.4
速动比率 (倍)	1.3	1.2	1.1	1.0	1.0
净负债 (RMB 百万元)	(8,363)	(6,623)	(3,153)	(901)	(1,046)
每股净值 (RMB)	9.16	9.65	10.35	10.86	12.37
估值指标 (倍)					
市盈率	24.5	22.5	19.4	16.8	14.2
股价自由现金流量比	51.6	624.8	(99.0)	(1,369.9)	19.8
市净率	2.0	1.9	1.8	1.7	1.5
股价税前息前折旧摊销 前净利比	15.5	14.4	11.5	12.5	10.4
股价营收比	0.7	0.6	0.5	0.5	0.4

资料来源：公司资料、元大

附录 A：重要披露事项

分析师声明

主要负责撰写本研究报告全文或部分内容之分析师，兹针对本报告所载证券或证券发行机构，于此声明：(1) 文中所述观点皆准确反映其个人对各证券或证券发行机构之看法；(2) 研究部分分析师于本研究报告中所提出之特定投资建议或观点，与其过去、现在、未来薪酬的任何部份皆无直接或间接关联。

上海医药 (601607 CH) – 投资建议与目标价三年历史趋势



#	日期	收盘价 (A)	目标价 (B)	调整后目标价 (C)	评级	分析师
1	2014/10/26	14.03	18.20	18.20	买入	吴永泰
2	2015/04/20	24.52	30.00	30.00	买入	李珮菁

资料来源：Bloomberg，元大

注：A = 依据股票股利与现金股利调整后之股价；B = 未调整之目标价；C = 依据股票股利与现金股利调整后之目标价。员工分红稀释影响未反映于A、B或C。

目前元大研究分析个股评级分布

评级	追踪个股数	%
买入	179	43%
持有-超越同业	108	26%
持有-落后同业	58	14%
卖出	12	3%
评估中	55	13%
限制评级	5	1%
总计：	417	100%

资料来源：元大

投资评级说明

买入：根据本中心对该档个股投资期间绝对或相对报酬率之预测，我们对该股持正面观点。此一观点系基于本中心对该股之发展前景、财务表现、利多题材、评价信息以及风险概况之分析。建议投资人于投资部位中增持该股。

持有-超越同业：本中心认为根据目前股价，该档个股基本面吸引力高于同业。此一观点系基于本中心对该股发展前景、财务表现、利多题材、评价信息以及风险概况之分析。

持有-落后同业：本中心认为根据目前股价，该档个股基本面吸引力低于同业。此一观点系基于本中心对该股发展前景、财务表现、利多题材、评价信息以及风险概况之分析。

卖出：根据本中心对该档个股投资期间绝对或相对报酬率之预测，我们对该股持负面观点。此一观点系基于本中心对该股之发展前景、财务表现、利多题材、评价信息以及风险概况之分析。建议投资人于投资部位中减持该股。

评估中：本中心之预估、评级、目标价尚在评估中，但仍积极追踪该个股。

限制评级：为遵循相关法令规章及/或元大之政策，暂不给予评级及目标价。

注：元大给予个股之目标价系依 12 个月投资期间计算。大中华探索系列报告并无正式之 12 个月目标价，其投资建议乃根据分析师报告中之指定期间分析而得。

总声明

© 2015 元大版权所有。本报告之内容取材自本公司认可之资料来源，但并不保证其完整性或正确性。报告内容并非任何证券之销售要约或邀购。报告中所有的意见及预估，皆基于本公司于特定日期所做之判断，如有变更恕不另行通知。

本报告仅提供一般信息，文中所载信息或任何意见，并不构成任何买卖证券或其他投资目标之要约或要约之引诱。报告数据之刊发仅供客户一般传阅用途，并非意欲提供专属之投资建议，亦无考虑任何可能收取本报告之人士的个别财务状况与目标。对于投资本报告所讨论或建议之任何证券、投资目标，或文中所讨论或建议之投资策略，投资人应就其是否适合本身而咨询财务顾问的意见。本报告之内容取材自据信为可靠之资料来源，但概不以明示或默示的方式，对数据之准确性、完整性或正确性作出任何陈述或保证。本报告并非（且不应解释为）在任何司法管辖区内，任何非依法从事证券经纪或交易之人士或公司，为于该管辖区内从事证券经纪或交易之游说。

元大研究报告于美国仅发送予美国主要投资法人（依据 1934 年《证券交易法》15a-6 号规则及其修正条文与美国证券交易委员会诠释定义）。美国投资人若欲进行与本报告所载证券相关之交易，皆必须透过依照 1934 年《证券交易法》第 15 条及其修正条文登记注册之券商为之。元大研究报告在台湾由元大证券投资顾问股份有限公司发布，在香港则由元大证券(香港)有限公司发布。元大证券(香港)系获香港证券及期货事务监察委员会核准注册之券商，并获许从事受规管活动，包括第 4 类规管活动（就证券提供意见）。非经元大证券(香港)有限公司书面明示同意，本研究报告全文或部份，不得以任何形式或方式转载、转寄或披露。

欲取得任何本报告所载证券详细数据之台湾人士，应透过下列方式联络元大证券投资顾问股份有限公司：

致：联络人姓名
元大证券投资顾问股份有限公司
台湾台北市 104 南京东路三段
225 号 4 楼

欲取得任何本报告所载证券详细数据之香港人士，应透过下列方式联络元大证券(香港)有限公司：

致：研究部
元大证券(香港)有限公司
香港夏慤道 18 号
海富中心 1 座 23 楼