

业绩符合预期，分销快速增长

——上海医药（601607）2016 年中报点评

2016 年 08 月 26 日

推荐/首次

上海医药

财报点评

张金洋	分析师	执业证书编号: S1480516080001
	zhangjy@dxzq.net.cn	010-66554035
缪牧一	联系人	
	miaomy@dxzq.net.cn	010-66554035

事件:

公司公布 2016 年中报，实现营业收入 596.95 亿元，同比增长 17.16%，实现归母净利润 17.32 亿元，同比增长 12.94%，实现扣非后净利润 16.01 亿元，同比增长 10.03%。

观点:

1、业绩稳定增长，符合市场预期

公司 H1 业绩保持稳定增长，符合市场预期，分业务来看：

- ◆ **医药工业**：公司医药工业 H1 实现营业收入 64.11 亿元，同比增长 5.34%；毛利率 51.74%，同比增加 2.55 个百分点。公司医药工业实施重点产品聚焦战略，60 个重点品种销售收入 34.80 亿元，同比增长 9.26%，占工业比重 54.28%，同比上升约 0.7 个百分点，重点品种毛利率 69.01%，同比上升 1.73 个百分点。
- ◆ **医药分销**：公司医药分销业务 H1 实现销售收入 533.74 亿元，同比增长 18.97%，实现快速增长，主要驱动是公司存量业务的增长。公司进一步拓展医院供应链创新服务，目前托管医院药房 99 家，较年初增加 15 家。
- ◆ **零售与电商**：公司药品零售业务销售收入 24.90 亿元，同比增长 7.64%。截止报告期末，公司下属品牌连锁零售药房 1,796 家（H1+27 家），其中直营店 1,157 家（H1-10 家），合办药房 39 家（H1+10 家）。

从财务指标上来看，公司整体费用率基本保持稳定，销售费用率、管理费用率、财务费用率分别为 5.10%、2.78%、0.49%，较上年同期分别增加 0.08、减少 0.19、减少 0.07 个百分点。公司营运能力基本保持稳定，净营业周期由去年的 55.74 天下降至 55.37 天。在研发支出方面，公司保持大投入，H1 支出 2.88 亿元，同比增长 8.27%，报告期内获得药品临床批文 22 个，申报临床批文 3 个，多替泊芬、SPH3127、SPH1188、TNFa 受体 Fc 融合蛋白、重组抗 CD20 人源化单克隆抗体注射液等五项主要研发项目顺利推进，同时公司积极开展一致性评价工作。

2、分销业务有望受益于两票制与营改增带来的集中度提高

我们认为，在流通行业整顿的背景下，未来流通行业集中度将进一步提高，公司作为龙头有望强者恒强。随着流通企业自查、飞行检查等政策执行，挂靠过票等业务将越来越难继续，行业规范度有望大幅提升，而两票制以及营改增的实施使流通企业盈利能力进一步被压缩，从我们观察到的情况来看，众多小型流通企业已

经开始谋求出路，未来或退出市场或被兼并收购，而公司作为全国性的医药分销龙头，目前覆盖省份已达 18 个，未来并购项目将围绕省级平台布局的战略推进，计划在未来覆盖 26-28 个省份，流通行业政策环境的变动给予公司战略执行坚实基础。同时，公司分销体系完整，管理规范，纯销比例也较高，过去在福建省的业务就因为两票制的实施发展非常顺利，具备在两票制推行下的成功经验。

公司布局全国，未来有望随着流通行业整顿抓住流通行业存量市场再分配的机遇，分销业务有望持续较高增长。

3、电商平台推进顺利，有望承接处方外流

基于对公司 DTP 业务平台整合的处方药电商业务上药云健康现已完成 A+轮融资，引入软银旗下的上海悦璞和上海慈善基金会旗下的盛大投资作为财务投资者，共计获得 1.35 亿元，推进顺利：

- ◆ **B2C 端**：在患者层面，推出了“益药·会员”项目下的金融产品，解决患者高价自费药的资金压力痛点；在药店层面，推出了统一化的“益药·药房”，立足药店，打造了“一站式”处方药零售解决方案。
- ◆ **B2B 端**：联手京东共同打造面向零售药店、中小医疗机构的批发平台，并于 6 月正式上线。
- ◆ **医院层面**：推出“益药宝”项目，提供了“互联网+”药品供应链全程解决方案，截至报告期末，上药云健康已与仁济医院、丁香园诊所、上海沃德医疗中心、杨浦中心医院等多家机构开展合作，为消费者提供药品销售和配送到家的增值服务。

我们认为，公司同时具备分销业务与零售网点，拥有全国最大的 DTP 业务，并持续深耕医药电商，在未来承接处方外流方面具备优势。

4、与日本津村合作，布局中药配方颗粒

公司基于子公司上药药材的平台，在原有业务盖中药材、中药饮片、中成药、中药保健品的制造和分销的基础上，发展中医药全产业链。公司 2016 年 5 月 7 日公布，上药药材与日本津村成立合资公司上药津村，公司出资 3.06 亿元，占股权 51%。结合上药药材在药材资源、中药材基地、仓储物流、广泛的渠道等方面的优势，与日本津村在先进的汉方药制药技术和精细化的管理理念的优势，公司有望把握未来中药配方颗粒生产限制放开的机遇，成为公司新的利润增长点。

结论：

我们预计公司 2016-2018 年 EPS 分别为 1.19、1.37、1.52，对应 PE 分别为 17x、15x、13x。公司作为医药商业龙头受益于流通行业整顿带来的集中度提高；公司同时具备分销业务与零售网点，拥有全国最大的 DTP 业务，并持续深耕医药电商，未来有望承接外流处方；公司布局中药配方颗粒，有望成为新的利润增长点。首次覆盖，给予“推荐”评级。

公司盈利预测表

资产负债表		单位: 百万元					利润表		单位: 百万元				
	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E		2014A	2015A	2016E	2017E	2018E		
流动资产合计	48658	55585	64084	73683	84864	营业收入	92399	105517	122558	140475	161336		
货币资金	11608	12039	13983	16028	18408	营业成本	80994	92715	107851	123646	142121		
应收账款	19941	24215	28126	32238	37025	营业税金及附加	229	264	306	351	403		
其他应收款	827	1016	1180	1352	1553	营业费用	4826	5348	6250	7164	8228		
预付款项	1076	1456	1898	2404	2986	管理费用	2955	3234	3701	4102	4759		
存货	13088	15091	17554	20125	23132	财务费用	436	565	656	752	842		
其他流动资产	356	559	28	28	28	资产减值损失	283.90	350.61	350.00	350.00	350.00		
非流动资产合计	15682	18759	17968	17455	16939	公允价值变动收益	0.17	0.31	0.00	0.00	0.00		
长期股权投资	2746	3637	3637	3637	3637	投资净收益	595.23	646.61	678.94	712.89	748.53		
固定资产	4361	4952	4638	4338	4055	营业利润	3270	3687	4122	4823	5381		
无形资产	1862	1984	1786	1587	1389	营业外收入	858.44	600.90	630.94	662.49	695.61		
其他非流动资产	403	743	743	743	743	营业外支出	328.25	115.65	121.44	127.51	133.88		
资产总计	64341	74344	82053	91138	101803	利润总额	3800	4172	4631	5358	5942		
流动负债合计	32003	39427	44762	51604	59781	所得税	808	807	897	1037	1150		
短期借款	7932	10389	11986	14577	17785	净利润	2992	3364	3735	4320	4792		
应付账款	17150	20674	23720	27194	31257	少数股东损益	401	487	541	626	694		
预收款项	516	618	737	873	1029	归属母公司净利润	2591	2877	3194	3695	4098		
一年内到期的非流	21	290	290	290	290	EBITDA	6018	6739	5290	6088	6739		
非流动负债合计	1239	1110	1591	1604	1620	BPS (元)	0.96	1.07	1.19	1.37	1.52		
长期借款	105	93	93	93	93	主要财务比率							
应付债券	0	0	792	792	792		2014A	2015A	2016E	2017E	2018E		
负债合计	33241	40536	46352	53208	61401	成长能力							
少数股东权益	3277	3878	4419	5044	5738	营业收入增长	18.12%	14.20%	16.15%	14.62%	14.85%		
实收资本(或股本)	2689	2689	2689	2689	2689	营业利润增长	6.35%	12.76%	11.80%	17.00%	11.57%		
资本公积	14152	14146	14146	14146	14146	归属于母公司净利润	11.01%	15.68%	11.01%	15.68%	10.91%		
未分配利润	10009	11961	12128	12321	12535	获利能力							
归属母公司股东权	27822	29930	31281	32886	34665	毛利率(%)	12.34%	12.13%	12.00%	11.98%	11.91%		
负债和所有者权益	64341	74344	82052	91138	101803	净利率(%)	3.24%	3.19%	3.05%	3.08%	2.97%		
现金流量表		单位: 百万元					总资产净利润(%)						
	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E	ROE(%)	9.31%	9.61%	10.21%	11.24%	11.82%		
经营活动现金流	1336	1349	1363	1920	1920	偿债能力							
净利润	2992	3364	3735	4320	4792	资产负债率(%)	52%	55%	56%	58%	60%		
折旧摊销	2313	2487	512	514	516	流动比率	1.52	1.41	1.43	1.43	1.42		
财务费用	436	565	656	752	842	速动比率	1.11	1.03	1.04	1.04	1.03		
应收账款减少	0	0	-3911	-4112	-4787	营运能力							
预收账款增加	0	0	119	136	156	总资产周转率	1.53	1.52	1.57	1.62	1.67		
投资活动现金流	-1845	-1909	628	363	399	应收账款周转率	5	5	5	5	5		
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	应付账款周转率	5.90	5.58	5.52	5.52	5.52		
长期股权投资减少	0	0	278	0	0	每股指标(元)							
投资收益	595	647	679	713	749	每股收益(最新摊薄)	0.96	1.07	1.19	1.37	1.52		
筹资活动现金流	-949	636	-47	-239	62	每股净现金流(最新)	-0.54	0.03	0.72	0.76	0.89		
应付债券增加	0	0	792	0	0	每股净资产(最新摊)	10.35	11.13	11.63	12.23	12.89		
长期借款增加	0	0	0	0	0	估值比率							
普通股增加	0	0	0	0	0	P/E	21.14	19.04	17.15	14.82	13.37		
资本公积增加	-22	-6	0	0	0	P/B	1.97	1.83	1.75	1.67	1.58		
现金净增加额	-1458	77	1944	2044	2380	EV/EBITDA	8.51	7.94	7.25	8.95	8.21		

资料来源: Wind, 东兴证券研究所

分析师简介

张金洋

医药生物行业小组组长，3年证券行业研究经验，3年医药行业实业工作经验。2015年新财富第七名团队核心成员，2015年水晶球第三名团队核心成员。北京大学药剂学硕士、北京大学药学学士、北京大学经济学学士，和君商学院三届学子。曾就职于中国银河证券股份有限公司、民生证券股份有限公司、西安杨森制药有限公司。2016年7月加盟东兴证券研究所，整体负责医药行业投资研究工作。

联系人简介

缪牧一

美国罗切斯特大学会计学理学硕士，美国注册会计师，2016年6月加盟东兴证券研究所，从事医药行业研究，重点专注于医药政策下的投资机会。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。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或观点直接或间接相关。

免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我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，也可能为这些公司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。本报告版权仅为我公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和责任。

行业评级体系

公司投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率 15% 以上；

推荐：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15% 之间；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5% ~ +5% 之间；

回避：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

看好: 相对强于市场基准指数收益率 5% 以上;

中性: 相对于市场基准指数收益率介于-5% ~ +5% 之间;

看淡: 相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。