



被低估的医药商业+工业龙头

投资要点

- **推荐逻辑:** 1) 公司为医药流通未来“3+X”格局中的 3 大全国性流通企业之一, 内生与外延均将受益于“两票制”新政, 分销业务加速增长迹象明确; 2) 零售的 DTP 药房存处方外流预期, 工业领域长短期均有持续增长动力; 3) 上海市国企改革已启动, 存员工持股预期; 4) 预计未来 3 年利润复合增速 13-15%, 当前对应 2017 年 PE 仅 15 倍, 其估值被低估。
- **分销: 借“两票制”东风, 内生外延均迎来发展契机。**“两票制”实施后, 龙头公司将迎利好, 未来医药流通格局呈“3+X”。“3”为全国性公司国药控股、华润医药、上海医药, 其市占率合计约 38%, 预计 3 年后达到 50% 以上; “X”为区域性龙头, 预计 3 年后本省的市占率达 30-50%。全国性龙头尚不存在成长天花板, 公司商业将迎来内生和外延式增长。外延方面, 上海医药是为数不多的、对大标的有并购能力的公司, 外延动力充足, 未来 3 年发展目标是扩展到 26-28 个省份; 内生方面, 公司前期已进行了良好的业务布局, 目前覆盖全国三级医院比例从 2013 年的 27% 提升至 72%、覆盖医疗机构数超过 2013 年的 2 倍, 非优势区域业务迎来放量契机。预计未来 3 年公司分销板块增速为约 18%。
- **零售: “DTP+大健康云商”布局处方外流。**处方外流为零售行业未来最大增长点, 公司零售业态丰富, 包括连锁药店、合办药房、DTP 药房等, 可多方位承接处方外流。DTP 药房在公司零售板块中最具看点, 该模式已打通处方药产业链, 在新特药领域实现处方外流, 公司目前拥有国内最大的 DTP 业务, 2015 年销售额 25 亿元, 市占率约 30%, 且已与百余家医院实现 HIS 系统的对接, 有望抢占处方外流先机。公司正在通过“大健康云商”探索完整的互联网健康管理模式, 打造医院、药企、药店、患者之间互联互通的平台, 未来平台的盈利点或将从 DTP 业务向健康管理延伸, 实现互联网医疗盈利模式的落地。
- **工业: 产品策略、医保目录调整、一致性评价、研发、制剂出口等酝酿长期增长。**1) 实行产品聚焦与渠道整合, 占工业收入比重 60% 的高毛利率重点品种增速维持 10-15%, 盈利能力不断提升; 2) 重点品种双歧杆菌三联活菌、注射用二丁酰环磷腺苷钙、瓜蒌皮、多糖铁复合物、强肾片等 (合计占工业收入比约 10%) 有望在 2017 年新一轮医保目录调整中进入全国医保; 3) 2013 年提早布局一致性评价, 已启动 50 余个品种, 有望占领市场先机; 4) 重视产品研发, 研发支出占工业收入比例达 5%, 储备 1 类新药多替泊芬、7 类新药 TNF α 受体 Fc 融合蛋白、2 类新药 CD20 单抗等抗肿瘤、心血管领域的多个重磅品种; 5) 瑞舒伐他汀获 FDA 批准, 预计未来 2 年将有 10 多个品种在海外市场获批上市。
- **盈利预测与估值:** 采取相对估值, 给予 2017 年工业业务 15 倍 PE, 商业业务 25 倍 PE, 公司合理股价为 27.95 元/股。公司各业务均是细分行业翘楚, 龙头优势突出, 在行业变革中强者恒强, 布局的大健康等业务酝酿新增长点, 且存国企改革预期。现处于配置龙头好时机, 维持“买入”评级。

指标/年度	2015A	2016E	2017E	2018E
营业收入 (百万元)	105516.59	122758.67	143527.12	168077.38
增长率	14.20%	16.34%	16.92%	17.10%
归属母公司净利润 (百万元)	2876.99	3227.32	3685.27	4224.87
增长率	11.03%	12.18%	14.19%	14.64%
每股收益 EPS (元)	1.07	1.20	1.37	1.57
净资产收益率 ROE	9.95%	10.29%	10.77%	11.27%
PE	20	18	15	14
PB	1.69	1.56	1.43	1.30

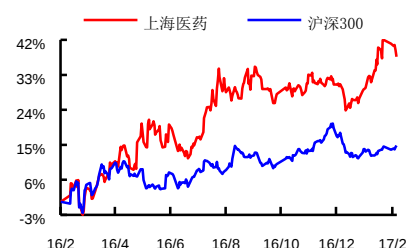
数据来源: Wind, 西南证券

西南证券研究发展中心

分析师: 朱国广
执业证号: S1250513070001
电话: 021-68413530
邮箱: zhugg@swsc.com.cn

联系人: 张肖星
电话: 021-68415020
邮箱: zxxing@swsc.com.cn

相对指数表现



数据来源: 聚源数据

基础数据

总股本(亿股)	26.89
流通 A 股(亿股)	19.23
52 周内股价区间(元)	15.15-21.91
总市值(亿元)	570.86
总资产(亿元)	808.91
每股净资产(元)	11.73

相关研究

1. 上海医药 (601607): 业绩稳健增长, 分销板块成长加速 (2016-11-03)
2. 上海医药 (601607): 商业板块增速加快, 未来将受益行业整合 (2016-08-26)
3. 上海医药 (601607): 在行业变革中强者恒强的医药工业龙头 (2016-07-18)

投资要件

关键假设

分销板块：分销行业增速与医药行业整体（10%）同步，借“两票制”契机，公司作为龙头，增速远高于行业，抗风险能力强，在小规模企业毛利率下滑的背景下仍毛利率保持稳定。

零售板块：零售行业增速与 OTC 行业（8-10%）同步，公司具备规模优势，提前布局 DTP 药房，在处方外流上抢占行业先机，未来增速将继续高于行业；由于业务结构已稳定，毛利率下滑趋势缓解，预计维持在 2016 年上半年的水平。

工业板块：未来 3 年工业板块中占工业收入比重 60% 左右的重点品种增速维持在行业增速以上（约 10-15%），非重点品种保持持平；在重点品种的带动下，毛利率呈结构性上升。

我们区别于市场的观点

市场普遍认为分销业务未来 3 年最大的看点在于“两票制”带来的行业整合，公司作为国企，外延并购执行力低于民企。我们则认为在流通市场上，国企和民企的侧重点不一样，国企并购频率低，但主要专注大型标的，民企并购频率高，但对大型标的吞并能力较弱。公司为渠道资源丰富的国企，正在进行全国布局，扩张诉求强烈，在大型标的上外延预期强烈。

市场普遍认为公司分销业务体量庞大，内生增长乏力。我们则认为尽管公司的分销业务已布局了 20 余个省份，但目前 90% 以上的收入由华东、华北贡献，非优势区域发展空间大，目前“两票制”新政的出台有望减轻医药流通的区域特色，尤其是部分小流通商的淘汰将为公司的异地业务放量提供契机，公司内生增长迎来提速契机。

市场普遍认为公司工业产品已步入成熟周期，未来增长乏力，我们则认为其在产品策略、医保目录调整、一致性评价、研发、制剂出口等酝酿方面均有亮点，具备长期增长动力。

股价上涨的催化因素

“两票制”政策在各省的落地；“医药分家”相关政策出台；外延并购兑现。

估值和目标价格

我们采取相对估值的估值结果，估计 2017 年公司工业业务利润占比 46%，商业业务利润占比 54%。工业贡献归母净利润约 17 亿元，对应 EPS 0.63 元；商业业务贡献归母净利润约 19.9 亿元，对应 EPS 0.74 元。给予 2017 年工业业务 15 倍 PE，商业业务 25 倍 PE，公司合理股价将为 27.95 元/股。若按照 14-15% 的复合增速，则公司 2020 年可达到 55 亿净利润，给予 18 倍 PE，则 3 年后公司市值将突破千亿。

投资风险

“两票制”、“医药分家”政策出台及推进或不及预期；工业业务产品降价风险；商业业务全国扩张或不及预期风险；外延并购推进及成效或不及预期风险；国企改革不及预期风险。

目 录

1 公司是国内医药工商业龙头，国企改革预期强烈	1
1.1 上实集团医药业务唯一载体，存国企改革预期	1
1.2 业务贯穿医药全产业链，各子领域均是行业翘楚	2
1.3 业绩稳健扎实，政策红利带来成长空间	3
2 分销：借“两票制”东风，内生外延均迎来发展契机	4
2.1 行业背景：“两票制”加剧整合，医药流通“3+X”格局明确	4
2.2 外延：竞争对手主要为国药、华润，公司动力充足	8
2.3 内生：前期布局有望借两票制进入业绩兑现阶段	11
3 零售：布局处方外流，打造“大健康云商”	16
3.1 行业背景：处方外流为零售行业未来最大增长点	16
3.2 多业态承接处方外流，“DTP+上药云健康”模式最具看点	18
4 工业：产品策略、医保目录调整、一致性评价、研发、制剂出口等酝酿长期增长	23
4.1 短期看点：产品聚焦+渠道整合，盈利能力不断提升	23
4.3 长期看点：新产品研发、一致性评价与新市场开拓	26
5 试水大健康业务，挖掘新增长点	29
5.1 打造高质量血透服务和中医诊疗服务	29
5.2 积极推进 VITACO 项目，发展现代保健品业务	30
6 盈利预测与估值	31
6.1 盈利预测关键假设	31
6.2 相对估值	32
6.3 绝对估值	33
7 风险提示	34

图 目 录

图 1：上海医药发展历程	1
图 2：上海医药股权结构图	1
图 3：上海医药公司业务概况	2
图 4：上海医药主要子公司/参股公司	3
图 5：上海医药 2015 年主营业务收入结构	3
图 6：上海医药 2015 年主营业务毛利结构	3
图 7：上海医药 2010-2016Q3 年营业收入及增速	4
图 8：上海医药 2010-2016Q3 年归母净利润及增速	4
图 9：医药商业步入微利时代	4
图 10：国内外医药批发市场竞争概况	4
图 11：“两票制”国家方案的内涵	5
图 12：国内医药行业集中度不断提升	7
图 13：预计国内药品批发企业数将因两票制锐减	7
图 14：“两票制”前后鹭燕医药在福建省市占率提升效应显著	8
图 15：“两票制”前后福建省医药流通企业市占率变化	8
图 16：2015 年中国医药流通市场格局	9
图 17：2015 年三家公司主营业务收入情况（亿元）	11
图 18：三家公司医疗机构覆盖情况（家）	11
图 19：上海医药目前分销业务布局	12
图 20：上海医药分销业务分布区域	13
图 21：上海医药覆盖医疗机构情况	13
图 22：上海医药分销业务收入规模及增速（2015 年由于公司统计口径调整，实际增速为 15.74%）	13
图 23：上海医药分销业务毛利率	13
图 24：流通商对医院的服务内容将随着医院诉求丰富	14
图 25：上海医药分销业务提供服务内容	14
图 26：上海医药托管医院药房情况	15
图 27：国内药品销售终端主要分布在公立医院	16
图 28：国内实体药店终端销售额及增速	18
图 29：IMS 主要渠道销售额增长率（2013-2015）	18
图 30：处方药成为零售药店增长的重要驱动因素	18
图 31：上海医药零售业务收入及增速（2015 年公司统计数据口径调整，实际同比增速为 13.68%）	19
图 32：上海医药零售业务毛利率	19
图 33：2015 年零售业务收入最多的 10 家连锁药房	19
图 34：我国现有的医药流通及支付体系	20
图 35：理想 DTP 模式下的医药流通及支付体系	20
图 36：上海医药 DTP 业务收入及增速	21
图 37：上海医药 DTP 药房门店数及增速	21
图 38：上海云健康经营层面项目	21
图 39：上海医药 DTP+云健康闭环模式	22

图 40：上海医药工业业务收入及增速	24
图 41：上海医药工业业务毛利率	24
图 42：上海医药三个销售板块职能	25
图 43：上海医药工业板块扣除两项费用后的营业利润率	25
图 44：上海医药 2010-2015 年研发投入情况	26
图 45：上海医药 2015 年研发投向	26
图 46：2015 年以来医药工业整顿政策	27
图 47：上海医药国际化进程	28
图 48：上海医药中医药全产业链发展思路	29
图 49：上海医药收购 Vitaco 全过程	30

表 目 录

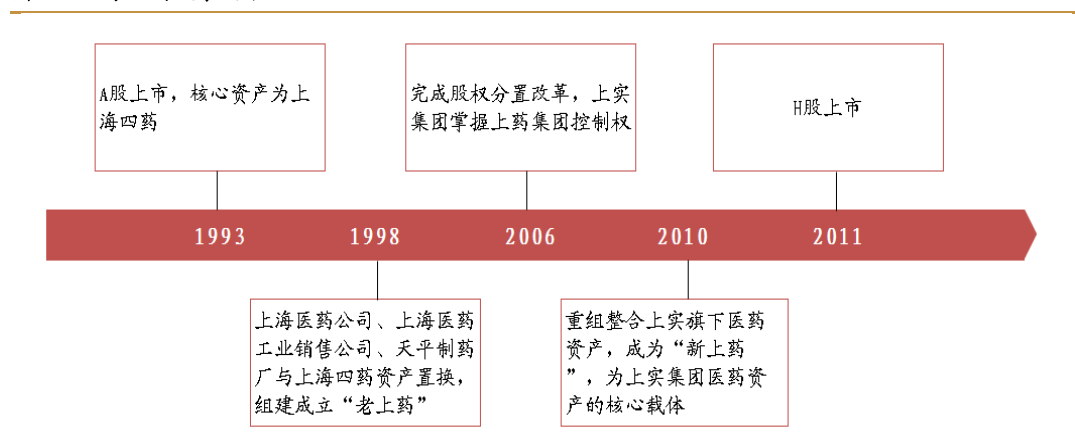
表 1：上海市地方国有控股混合所有制企业员工持股首批试点工作实施方案基本条件与上海医药概况	2
表 2：目前已出台“两票制”或已有相关政策提及“两票制”的省份	5
表 3：2015 年中国医药批发营业收入前 50 概况	9
表 4：上海医药分销板块业务布局历程（仅列示“新上药”成立以来）	11
表 5：医院诉求随医改进程发生变化	14
表 6：医药行业在取消药品加成、降低公立医院药占比的政策	16
表 7：部分处方外流相关政策及项目	17
表 8：国内 DTP 药房和普通药房的区别	20
表 9：上海医药过亿的重点制剂产品线概况	23
表 10：2010 年以来产品结构经营策略及结果	24
表 11：上海医药主要在研项目	26
表 12：2016 年上海医药获 FDA 批准品种	28
表 13：收入成本预测表	31
表 14：医药工业相对估值表	32
表 15：医药商业相对估值表	33
表 16：绝对估值假设	33
表 17：FCFE 敏感性测试	34
附表：财务预测与估值	35

1 公司是国内医药工商业龙头，国企改革预期强烈

1.1 上实集团医药业务唯一载体，存国企改革预期

公司于1993年上市，上市之初的核心资产为上海四药。1998年进行了资产置换，置出上海四药，置入上海市医药有限公司、上海医药工业销售有限公司、上海天平制药厂，组建成立“老上药”。2008年，上实集团掌握对上药集团的控制权。2010年，上药集团吸收合并上实医药、老上药和中西药业三家上市公司，形成上海医药集团股份有限公司（“新上药”），同时将上实集团（含上药集团）73.85亿元医药资产注入上海医药，实现上实集团医药业务的整体上市。

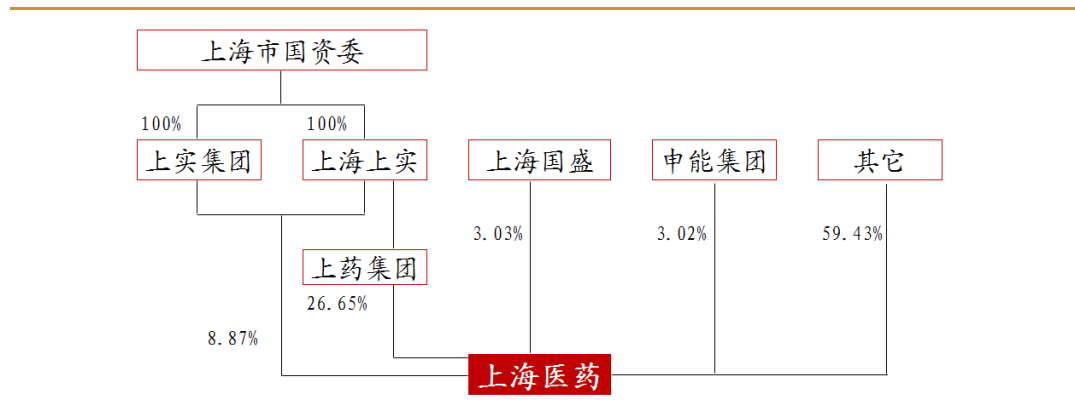
图 1：上海医药发展历程



数据来源：公司公告，西南证券整理

公司大股东为上实集团，实际控制人为上海市国资委。上实集团旗下资产主要覆盖地产、基建、消费品、医药四大领域，公司是上实集团医药业务的唯一载体。

图 2：上海医药股权结构图



数据来源：公司公告，西南证券整理

随着国企改革试点的全面铺开，2017 年全国和地方的国企改革有望加速，我们认为公司或将迎来政策红利。2017 年 1 月，上海市国资委、上海市财政局、上海市金融办、上海证监局联合发布《关于本市地方国有控股混合所有制企业员工持股首批试点工作实施方案》的通知，对上海市地方国有控股混合所有制企业开展员工持股试点，将遴选第一批 5-10 家企业开展首批试点；从试点的 4 项基本条件来看，我们认为上海医药入围试点预期强烈。

表 1：上海市地方国有控股混合所有制企业员工持股首批试点工作实施方案基本条件与上海医药概况

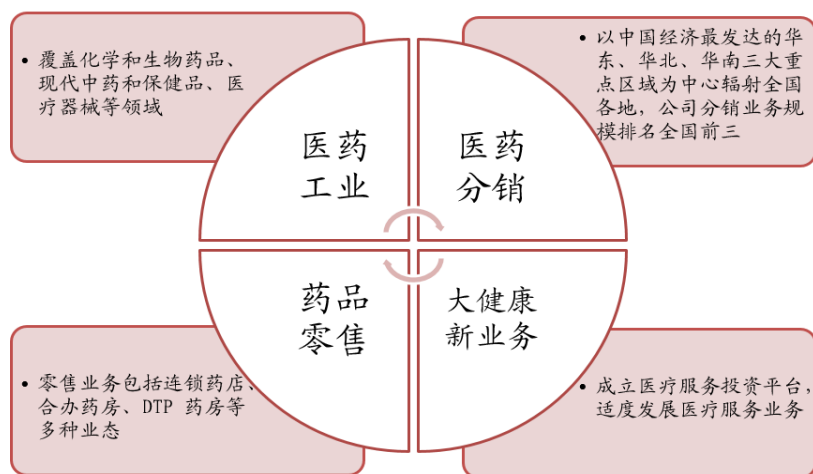
政策条件	上海医药概况
主业应处于充分竞争行业和领域的竞争类企业	主业为医药商业和工业，为充分竞争行业
股权结构合理，非公有资本股东所持股份原则上不低于 10%，且公司董事会中有非公有资本股东推荐的董事	非公有资本比例远超过 10%，董事会中有 4 位独立非执行董事，尽管是由公司董事会提名，但政策要求是非公有资本股东“推荐”
企业股东会、董事会、监事会、经理层健全，董事会运作规范高效	上市多年，治理结构健康，运作规范
企业营业收入和利润的 90%以上应来源于其所在出资监管机构一级企业的外部市场	是上实集团医药业务唯一载体，与其一级企业之间关联业务较少

数据来源：西南证券整理

1.2 业务贯穿医药全产业链，各子领域均是行业翘楚

经重组整合后的“新上药”业务涉及药品工业、药品分销和药品零售。目前，公司是中国为数不多的在医药产品和分销、零售等方面均居领先地位的医药上市公司。在商务部 2016 年 6 月 6 日发布的《2015 年药品流通行业运行统计分析报告》中，上海医药批发业务收入排名第 3 位，仅次于国药股份（中国医药集团）和华润医药；在零售业务收入排名中，上海医药排名第 5 位，下属最大的药房华氏大药房在连锁药房收入排名第 9 位。

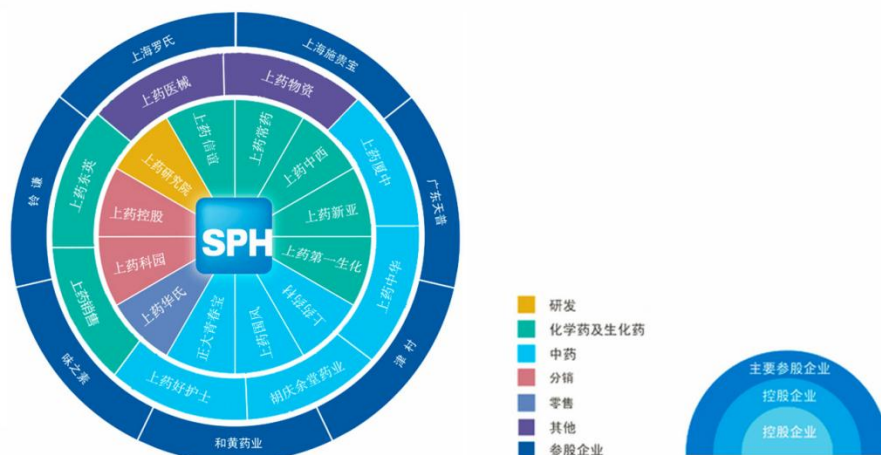
图 3：上海医药公司业务概况



数据来源：公司公告，西南证券整理

公司分销领域的核心子公司为上药控股、上药科园；零售领域的核心子公司为上海华氏；工业领域的核心子公司为上海中西、第一生化、上药常药、上海信谊、上药厦中、上海新亚等；研发领域的核心子公司为上药研究院。此外，公司还与罗氏、施贵宝、日本津村等国际制药龙头合作设立参股公司，为具备全产业链布局与全球化视野的大型医药集团。

图 4：上海医药主要子公司/参股公司

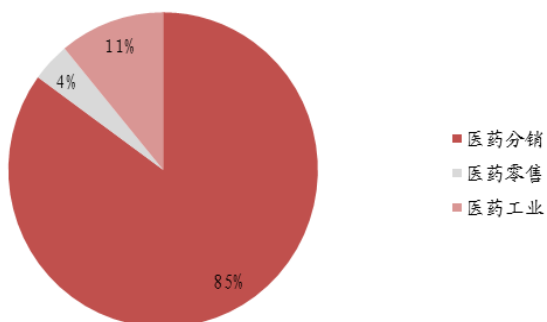


数据来源：公司官网，西南证券

1.3 业绩稳健扎实，政策红利带来成长空间

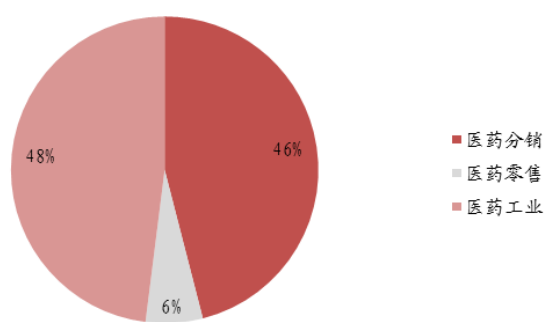
公司收入主要来自医药分销，2015 年分销占比 85%，医药工业占比 11%，医药零售占比 4%；医药分销贡献 46%毛利，医药工业贡献 48%毛利，医药零售贡献 6%毛利。

图 5：上海医药 2015 年主营业务收入结构



数据来源：公司公告，西南证券整理

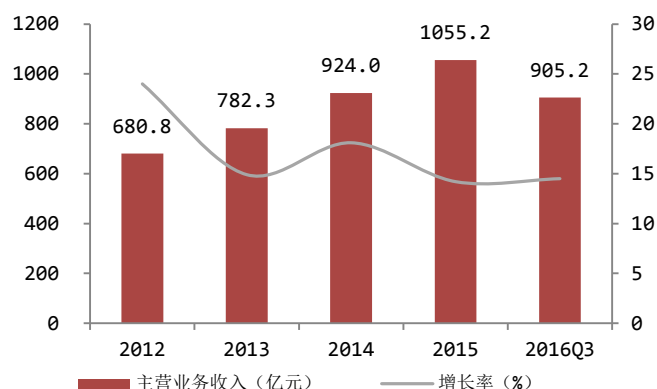
图 6：上海医药 2015 年主营业务毛利结构



数据来源：公司公告，西南证券整理

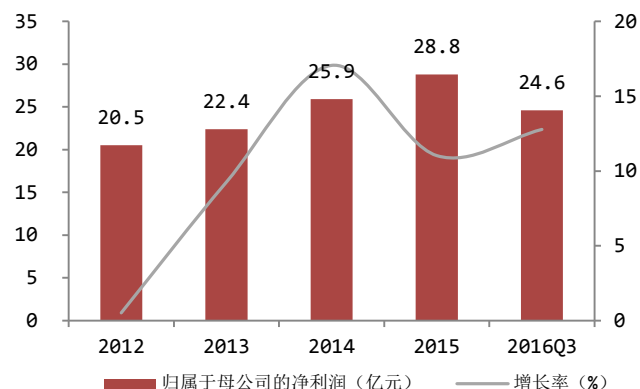
公司业绩增长稳健，营业收入保持 15%左右，2016 前三季度年营业收入增速和归母净利润增速分别达到 14.5%和 12.8%。我们认为公司旗下潜力医药工业品种众多；商业业务将显著受益于两票制带来的行业集中度提升，未来在相关政策红利之下有望获得更大的成长空间。

图 7：上海医药 2010-2016Q3 年营业收入及增速



数据来源：公司公告，西南证券整理

图 8：上海医药 2010-2016Q3 年归母净利润及增速



数据来源：公司公告，西南证券整理

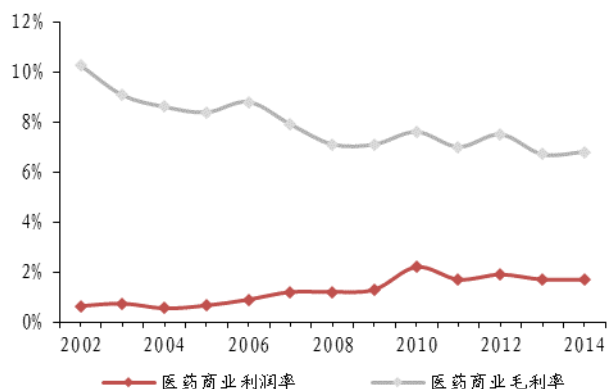
2 分销：借“两票制”东风，内生外延均迎来发展契机

2.1 行业背景：“两票制”加剧整合，医药流通“3+X”格局明确

随着医保控费的推进，近年来国内医药行业增速持续下滑，自 2015 年以来已步入个位数的增长时期。近 10 年以来医药商业利润率持续走低，毛利率持续下滑，各商业企业均在谋求规模化运营带来的规模化、集中化、高效率。

海外医药流通市场竞争格局较为集中，国内市场则由于区域市场分割、医院垫资压力大、产业链过票加价等原因，竞争格局较为分散，目前全国从事医药流通的企业有 13508 家，前十大企业的市占率约 47%。

图 9：医药商业步入微利时代



数据来源：Wind，西南证券整理

图 10：国内外医药批发市场竞争概况

	批发企业数（家）	市场份额
美国	70	90%+（前 3 家）
日本	2300	70%+（前 30 家）
德国	10	60~70%（前 3 家）
英国	20	80%+（前 3 家）
中国	13508	47%（前 10 家）

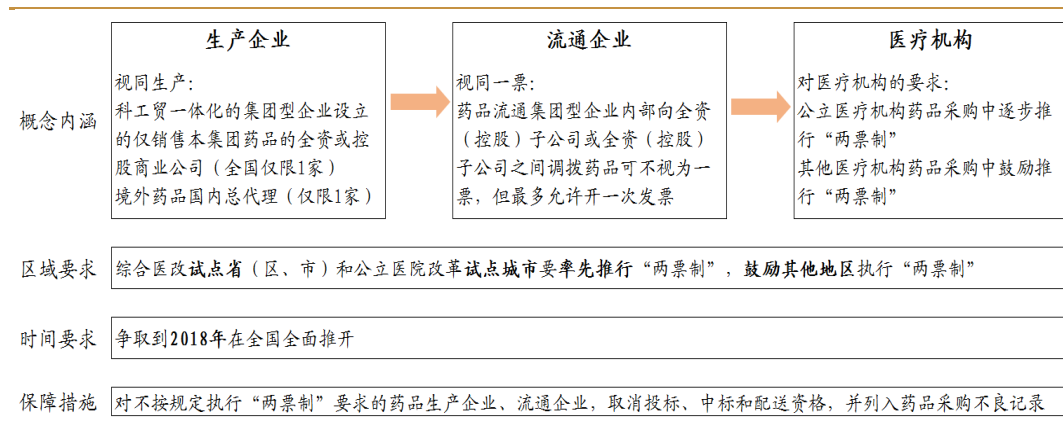
数据来源：西南证券整理

而目前，“两票制”政策有望打破以往“医院关系”主导的市场分割现象，加速行业整合。

国务院医改办会同国家卫计委等 8 部门于 2017 年 1 月 9 日联合印发《关于在公立医疗机构药品采购中推行“两票制”的实施意见（试行）》，至此，国家层面的“两票制”实施方案落地。

“两票制”国家方案对两票制的内涵及相关概念进行了界定：药品生产企业到流通企业开一次发票，流通企业到医疗机构开一次发票。此次文件对相关概念的界定明确，明确了实施两票制采购的医疗机构范围、区域要求和时间要求。并提出对不按规定执行“两票制”要求的药品生产企业、流通企业，取消投标、中标和配送资格，并列入药品采购不良记录。我们认为“两票制”的全国性推开为大势所趋。

图 11：“两票制”国家方案的内涵



数据来源：西南证券整理

截至目前，共有重庆、陕西、安徽、湖南、广东、宁夏、吉林、四川、河北、青海、福建 11 个省份出台两票制文件或已有相关政策文件提及两票制。

表 2：目前已出台“两票制”或已有相关政策提及“两票制”的省份

时间	省份	文件	发文主体	相对国家方案的特色
2015.7	浙江	《关于改革完善公立医院药品集中采购机制的意见》	药械采购平台	建立采购平台，明确 15 家医院执行“三流合一”配送政策，试点医院要求一票配送，由采购平台专用账户将货款直接回给生产企业
2016.4	江苏	“两票制”征求意见稿	药监局	——
2016.6	内蒙古	《内蒙古自治区深化医药卫生体制改革 2016 年重点工作任务》	卫计委	——
2016.6	湖南	《深化医药卫生体制综合改革试点方案的通知》	政府	鼓励各地结合实际探索县乡村一体化配送
2016.6	云南	《云南省深化医药卫生体制改革 2016 年重点工作任务》	人民政府	指导和督促昆明市、玉溪市做好城市公立医院综合改革试点工作，红河州、普洱市、曲靖市、大理州按照国家要求启动城市公立医院综合改革试点
2016.7	上海	《关于在公立医疗机构药品采购中推行 GPO 工作的建议》	29 家商业联合发布	上海“两票制”伴随 GPO 的执行，但因为牵扯到很多郊县等较小商业公司的生存问题，GPO 的“两票制”被紧急叫停，原定 2016 年底执行的时间表看来存在很大的不确定性
2016.7	广东	《广东省促进医药产业健康发展实施方案》	政府	2017 年起推行两票制，药品耗材采购院长负责制
2016.7	四川	《深化医药卫生体制综合改革试点方案》	政府	并不是在全省范围内全面推行“两票制”，四川是

时间	省份	文件	发文主体	相对国家方案的特色
				第一个明确提出无法做到全面推行“两票制”的综合医改试点省份
2016.7	江西	《2016 年全省深化医药卫生体制改革重点工作任务》	人民政府办公厅	——
2016.7	山西	《山西省深化医药卫生体制改革 2016 年重点工作任务》	人民政府办公厅	——
2016.7	辽宁	《辽宁省深化医药卫生体制改革近期重点工作任务》	人民政府办公厅	——
2016.8	河南	《河南省深化医药卫生体制改革 2016 年重点工作任务》	人民政府办公厅	——
2016.8	宁夏	《宁夏回族自治区综合医改试点工作实施方案》	-	耗材也在“两票制”之列
2016.8	河北	《河北省公立医疗机构药品采购推行“两票制”的实施意见(征求意见稿)》	-	——
2016.8	湖北	《关于进一步深化医药卫生体制改革试点工作的通知》	人民政府办公厅	——
2016.9	海南	《海南省深化医药卫生体制改革 2016 年重点工作任务》	政府	——
2016.10	陕西	《关于深化药品耗材供应保障体系改革的通知》	卫计委	——
2016.10	安徽	《安徽省公立医疗机构药品采购推行“两票制”实施意见》	食品药品监督管理局	所有公立医院自 2016 年 11 月 1 日起实施“两票制”。药品上市许可持有人委托药品生产企业或经营企业代为销售药品为视同生产企业
2016.10	福建	《关于进一步打击骗取医疗保障基金和侵害患者权益行为的通知》	医疗保障管理委员会办公室	明确药品耗材供货生产企业和配送企业一旦有不执行“两票制”或贿赂医护人员的行为，将进入“黑名单”，被取消供货或配送资格
2016.11	山东	《关于执行新一轮药品集中采购结果的通知》	卫计委	——
2016.11	吉林	《关于贯彻落实全国卫生与健康大会精神加快卫生与健康事业改革发展的实施意见》	政府	明确说明了 2017 年推行“两票制”，但有待“两票制”执行的细则发布
2016.11	甘肃	《甘肃省深化医药卫生体制改革 2016 年重点工作任务》	人民政府办公厅	推行“两票制”同时鼓励带量采购
2016.11	西藏	《西藏公立医疗卫生机构药品集中采购实施方案(2016 版)》	政府	目前处于逐步实现全区公立医疗机构参加药品集中采购阶段
2016.12	青海	《关于青海省公立医疗机构药品采购实行“两票制”的实施意见（试行）》	人民政府办公厅	基层医疗机构允许在“两票制”的基础上再开一次药品购销发票
2017.1	重庆	《关于印发重庆市公立医疗机构药品采购“两票制”实施方案（试行）的通知》	卫计委	——

数据来源：西南证券整理

福建省于 2011 年执行两票制，安徽是 2016 年 11 月开始执行，另外，广东、陕西和西藏明确执行时间定在 2017 年，海南和四川均采取条件成熟的地方推行两票制。大部分省份出台的文件主要为鼓励两票制的施行，具体实施细则尚待完善。从各省份时间进展来看，我

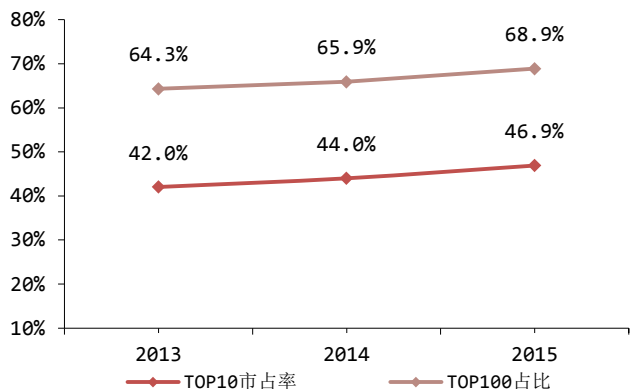
们认为 2017 年可能是各省两票制落实的关键时间，各省具体政策文件、落实详细工作安排应该会集中在 2017 年展开。

两票制对医药流通企业的终端配送能力、资金周转能力、供应链延伸能力提出了较高要求。

- 一方面考验配送企业在区域市场的分销网络及配送能力，“两票制”前，商业企业的功能为配送、垫资、过票；“两票制”后，“过票”功能受到打击，**终端配送能力为流通商存活之根本，无配送能力、终端覆盖面狭窄的商业公司将被淘汰。**
- 另一方面，两票制下医药商业公司直面下游回款压力，**资金少、融资难的商业公司将难以背负资金压力而淘汰。**
- 降低占款成本的可行方式是提高医疗机构的存货周转。根据库存持有成本计算方式测算，我国公立医疗机构药品库存周转数每增加 1 次，流通成本可降低 0.44%；回款时间每缩短 1 天，流通成本约降低 0.15%，因此，**通过供应链延伸参与医疗机构的存货周转为降低占款成本的可行方式，可提供供应链延伸服务的流通商具备竞争优势。**

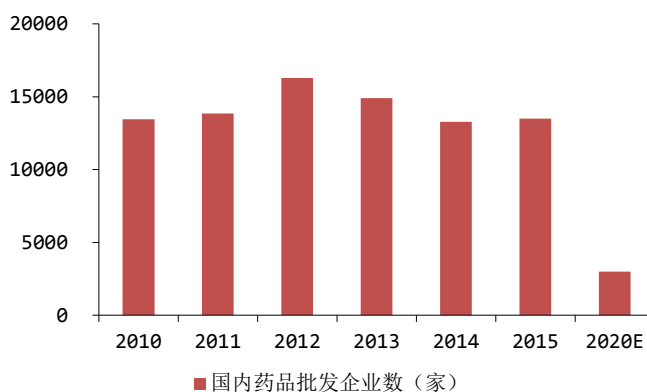
在两票制出台之前，随着医改的深入和国家对流通行业调控的加强，国内医药商业集中度已有不断提升的趋势。但过去的政策主要从 GSP、行业准入入手，提升了新进入者的门槛。而两票制的实行则是对存量市场的洗牌，我们预计 70%以上的流通商将被收购兼并/清理出局。

图 12：国内医药行业集中度不断提升



数据来源：中国医药商业协会，西南证券整理

图 13：预计国内药品批发企业数将因两票制锐减

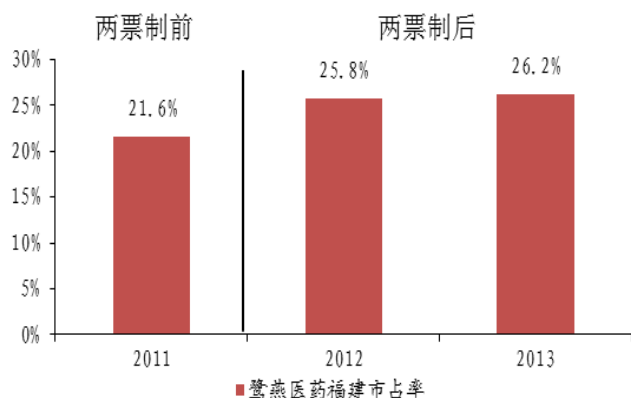


数据来源：中国医药商业协会，西南证券

参考福建经验，福建于 2011 年执行两票制，2011-2012 年其龙头公司鹭燕医药市占率加速提升。说明“两票制”政策对医药流通行业格局的调整确有加速效应。

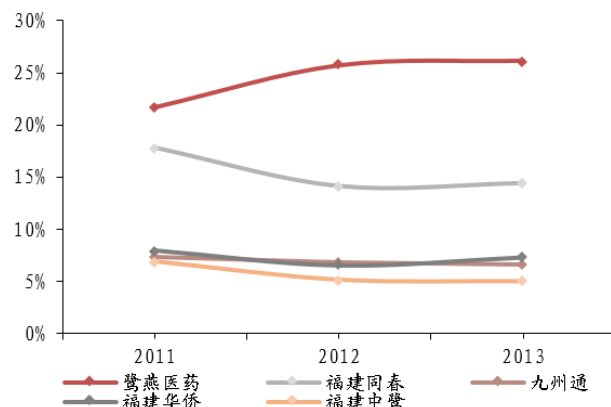
福建省的医药流通龙头主要为鹭燕医药、福建同春、国药福建、九州通、福建华侨和福建中鹭，竞争较为激烈。我们计算了几家公司 2011-2013 年的市占率变化情况（除国药福建无公开数据），发现各龙头企业的市占率提升情况不一，部分企业出现了市占率下降的现象。我们认为该现象意味着：并非所有企业在行业整合的大背景下都会获得发展机遇，市占率提升与否与企业自身的业务实施、外延扩张等方面的执行力相关。

图 14：“两票制”前后鹭燕医药在福建省市占率提升效应显著



数据来源：中国医药商业协会，西南证券

图 15：“两票制”前后福建省医药流通企业市占率变化



数据来源：中国医药商业协会，西南证券

我们认为鹭燕医药在福建省两票制执行前后获得市占率的加速提升主要有以下原因：

- **物流覆盖面广：**2010 年初开始实施渠道深耕战略，特别关注农村、社区及第三方终端市场，加大配送基础设施及资源。鹭燕医药覆盖了约 90% 的基层医疗机构，符合“两票制”对物流配送的高要求。
- **把握上下游需求，加强粘性建设：**福建省两票制的运行规则中，流通商的配送权主要由生产企业决定（如同一品种基药在一个中标区域内最多委托 1 家配送企业），因此获得更多的品种配送权是提高市占率的关键，鹭燕医药在两票制推出后通过向厂家提供市场数据分析、营销策略、渠道搭建等增值服务获得了更多的品种配送权。
- **并购整合执行力强：**鹭燕医药是福建省内率先全面实施跨区域战略布点的医药流通企业，2009-2012 年并购了福建中宏、龙岩鹭燕、福建耀升、福州三和堂、福州博研 5 家公司（此处仅仅考虑福建省内标的）。
- **高效的运营效率：**精细化管理以应对流通环节差价率的限定政策。

综合来看：我们认为“两票制”为医药流通行业带来整合契机，其中，物流覆盖广、上下游粘性大、并购执行力强、运营效率高的流通企业机会更为显著。

经历了过去几年的整合，中国医药流通已经形成了“3 家全国性龙头+X 家区域性龙头”的格局。3 家全国性龙头分别是国药控股、华润医药、上海医药，2015 年该三家公司市占率约 38%，预计 5 年后将达到 50% 以上；区域性龙头则主要以九州通（快批业务已实现全国性布局）、广州医药、南京医药、重庆医药等为主，预计 5 年后在本省的市占率在 30-50%。

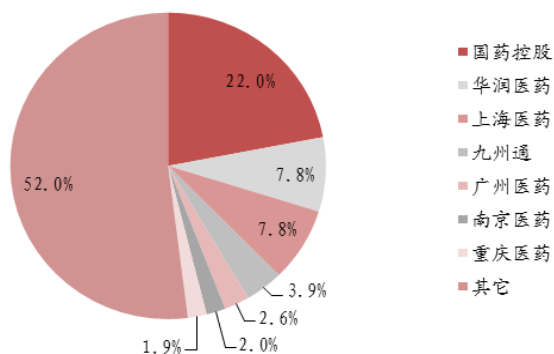
2.2 外延：竞争对手主要为国药、华润，公司动力充足

我们认为在当前“两票制”带来行业急剧整合的背景下，医药流通行业的竞争主要是外延并购方面的竞争，主要考验流通企业的并购能力。

我们梳理了 2015 年中国医药批发行业营业收入排名前 50 的企业概况，发现大部分的大规模医药商业公司均已被纳入上市公司体系/科工贸一体化集团，目前市场上收入规模在 20 亿元以上（按照净利率 2% 计算，利润规模约 4000 万）的可供收购的标的为数其实不多，且大部分为国企体制。我们认为，在大型商业标的的收购上，具备竞争优势的主要是规模较大、

渠道资源丰富、有国企背景的企业，主要为“3+X”中的“3”，即国药控股、华润医药、上海医药。

图 16：2015 年中国医药流通市场格局



数据来源：商务部，西南证券

表 3：2015 年中国医药批发营业收入前 50 概况

	资本锁定情况	主营业务收入 (商务部口径, 亿元)	体制	主要业务区域	专注市场
中国医药集团	国药控股、国药一致、国药股份	2776	国有	全国（已覆盖全国 30 余个省份）	医院市场
华润医药	华润医药	988	国有	全国（已覆盖 10 省份，优势区域为北京、湖南、山东、广东、河南等）	医院市场
上海医药	上海医药	985	国有	全国（已覆盖 20 余个省份，优势地区为华东、华北）	医院市场
九州通	九州通	496	民营	全国	快批，正在逐渐向医院渗透
广州医药	白云山	323	国有	广东	医院市场
南京医药	南京医药	247	国有	江苏、安徽、福建	医院市场
重庆医药	ST 建峰	243	国有	重庆、四川、云南、贵州	医院市场
华东医药	华东医药	217	民营	浙江	医院市场
中国医药	中国医药	206	国有	北京、广东、河南、河北、湖北、新疆、江西	医院市场
安徽华源	曾属华润医药	177	国有	安徽	医院市场
四川科伦	科伦药业（同一控制）	155	民营	四川	医院市场
英特药业	英特药业	154	国有	浙江	医院市场
天士力	天士力	132	民营	天津、北京、湖南	医院市场
云南省医药公司	云南白药	123	国有	云南	医院市场
康德乐上海	康德乐下属	117	外资	上海	医院、药店
瑞康医药	瑞康医药	98	民营	山东，借器械耗材往全国布局	医院市场
海王生物	海王生物	96	民营	山东、东北	医院市场
同仁堂	同仁堂	90	国有	北京、天津、河北	医院、药店（偏中药）

	资本锁定情况	主营业务收入 (商务部口径, 亿元)	体制	主要业务区域	专注市场
河北中诚	石药集团	82	民营	河北	医院市场
嘉事堂	嘉事堂	82	国有	北京, 借器械耗材往全国布局	医院市场(偏器械)
中新药业医药公司	中新药业(同属天津医药集团)	67	国有	天津	医院市场
鹭燕医药	鹭燕医药	66	民营	福建	医院市场
柳州医药	柳州医药	65	民营	广西	医院市场
同济堂	同济堂	55	民营	湖北	医院、零售
天津医药	中新药业(同属天津医药集团)	51	国企	天津	医院市场
桐君阁	太极集团	50	国企	重庆、四川	零售市场
江西南华	上海医药(持有 50%股份)	46	国企	江西	医院市场
江苏省医药公司		46	国企	江苏	医院市场
浙江省医药公司	海正药业	46	国企	浙江	医院市场
陕医集团派昂医药	(陕西医药集团下属)	44	国企	陕西	医院市场
汇仁医药	(汇仁集团下属)	44	民营	江西	医院、零售
长圣医药		37	民营	重庆、四川	医院市场
修正药业	(修正药业集团下属)	37	民营	吉林	医院、零售
云南东骏		35	民营	云南	基层配送占比高
创美药业	创美药业(2289.HK)	34	民营	广东	快批、分销为主
广州采芝林	白云山	31	国企	广东	中药领域流通
人福医药	人福医药	30	民营	湖北	医院
辽宁医药外贸		29	国有	辽宁	医院
湖南博瑞		28	国有	湖南	医院
河南瑞安		28	民营	河南	新药经销
罗欣医药	与罗欣药业同一集团	27	民营	山东	药品推广、经销
恒韵医药	有注入华业资本预期	27	民营	重庆	医院
安徽省医药公司		26	国有	安徽	医院
福建省医药公司	(福建省交通运输集团下属)	25	国有	福建	医院市场
康缘商业	康缘药业(同一集团控制)	25	民营	江苏	基层配送占比高
浙江震元	浙江震元	24	国有	浙江	医院市场
回音必	(回音必集团下属)	24	民营	浙江、安徽、江西	药品推广、经销

数据来源：商务部，各公司公告，各公司官网，西南证券整理

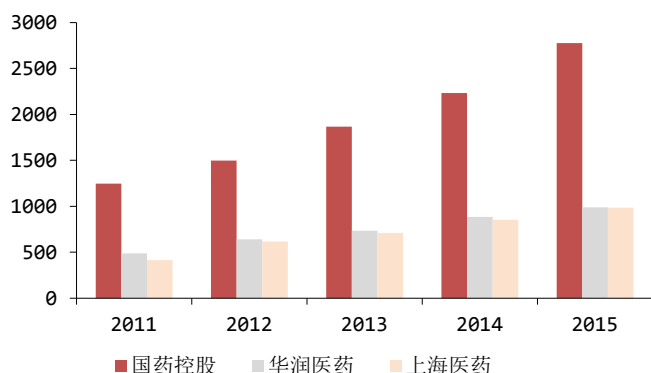
因此，上海医药在外延并购上的主要竞争对手为国药控股、华润医药。其中：

- **国药控股：**已覆盖全国 30 余个省份，收入规模已超过 2000 亿，覆盖医疗机构数 122553 家。我们认为国药控股在全国范围内布局较完善，在各省份均有在当地规模靠前的省级配送公司，未来对“外延并购式圈地”的需求相对较弱。
- **华润医药：**与上海医药规模相当，收入规模均在 1000 亿左右。华润医药已覆盖 10 余个省份，优势区域为北京、湖南、山东、广东、河南等，覆盖医疗机构数约 40000

家。我们认为华润医药全国覆盖面尚有较大扩张空间，从目前华润医药的并购动态来看，其外延式发展的主要方向为西北（如陕西）。

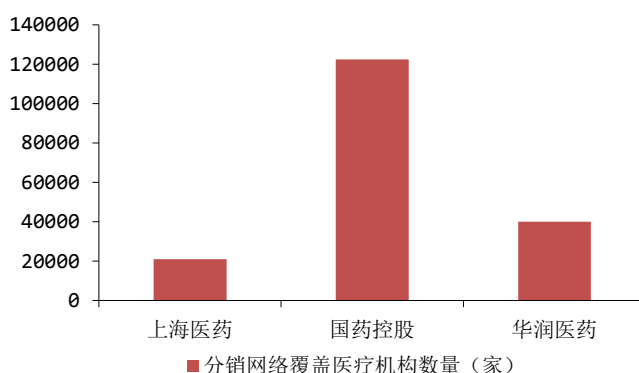
- **上海医药：**覆盖省份 20 余个，优势区域为华东、华北，覆盖医疗机构 20970 家。我们认为上海医药在覆盖面较广，在大部分省份已有业务基础，对所覆盖省份的行业状态、市场格局、各标的竞争优势上更为了解，在并购市场上对异地标的把握能力较强，并有望通过外延并购提高对非优势区域的覆盖深度，外延扩张预期强烈。

图 17：2015 年三家公司主营业务收入情况（亿元）



数据来源：商务部，西南证券整理

图 18：三家公司医疗机构覆盖情况（家）



数据来源：各公司公告，西南证券整理

2.3 内生：前期布局有望借两票制进入业绩兑现阶段

内生方面，公司在业务覆盖面与服务能力方面均进行了良好的前期布局，随着“两票制”政策对小流通商的冲击，公司内生增长有望提速。

2.3.1 业务覆盖面：华东收入占比逐渐降低，已覆盖全国 70%以上三级医院

2010 年刚重组完成“新上药”时，公司分销板块的业务主要集中在华东地区。随后，公司通过并购、合作等方式不断巩固华东地区的市场地位，并进军华南市场与华北市场。

表 4：上海医药分销板块业务布局历程（仅列示“新上药”成立以来）

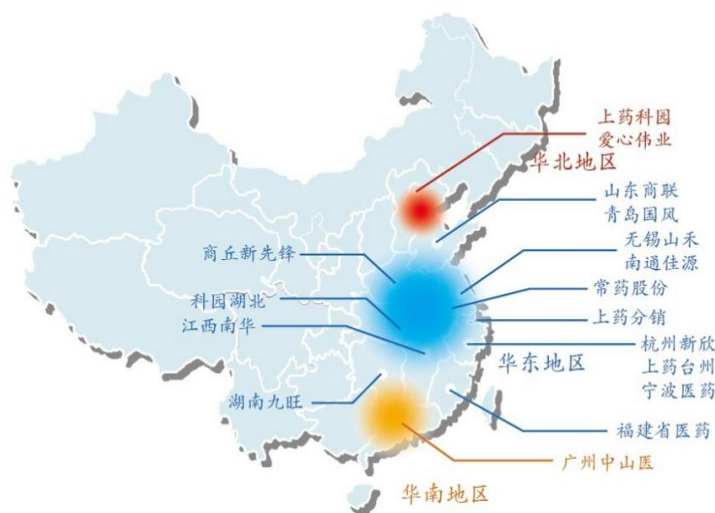
时间	事件	意义
2010 年	与福建省华侨实业集团签署全面战略合作框架协议	完成华东六省一市范围分销网络全面布局
2010 年	与广州中大控股有限公司举行重组广州中山医医药有限公司的签约仪式	进驻华南地区医药分销市场
2011 年	与台州医药有限公司举行台州医药有限公司揭牌仪式	巩固在浙江地区医药分销市场的地位
2011 年	收购中国健康系统有限公司（China Health System Ltd., CHS）100%股权	大举进军华北市场
2011 年	与 69 家跨国医药企业就高端药品、高质耗材及疫苗三大业务领域开展战略合作	丰富产业链上游
2011 年	出资 3.44 亿元与江苏无锡山禾集团强强联合成立上药山禾无锡医药股份有限公司	提升和巩固公司在江苏地区的竞争空间
2014 年	上海医药药品销售有限公司正式成立	上海医药营销中心正式进入实质运行
2014 年	与江苏柯菲平医药签署合作协议，继而成立上海上柯医药有限公司	提升上海医药市场营销能力， 拉动工业产品销售规模
2014 年	上药科园信海医药有限公司收购北京信海丰园生物医药科技发展有限公司、陕西	拓展在华北地区的医药分销业务网络布局，

时间	事件	意义
	华信医药有限公司、鄂尔多斯市亿利医药有限责任公司	提升市场竞争能力
2014 年	上药控股以现金出资人民币 4.07 亿元收购山东上药医药有限公司 75%股权；以现金出资人民币 3045 万元增持山东上药商联药业有限公司 35%股权	拓展山东地区医药分销业务的网络布局
2015 年	出资 1.5 亿元增资辽宁省医药对外贸易有限公司，	拓展东北地区医药分销业务的网络布局，并与公司现有北方平台形成较强的业务协同效应
2016 年	收购江西上饶医药有限公司	拓展山西地区医药分销业务的网络布局
2016 年	收购哈尔滨洋浦瑜华医药经销有限责任公司 60%股权	拓展东北地区医药分销业务的网络布局，
2016 年	收购云南上药医药有限公司 70%股权	实现西南市场商业网络布局的落地

数据来源：公司官网，西南证券整理

在物流方面，上海医药坚持完善全国商业网络布局，除做深做强已覆盖的华东、华北、华南优势区域外，加速拓展战略区域，特别是西南、东北等省份市。目前，公司分销网络已覆盖全国 21 个省市，运营多个物流中心，为国内外多家药企提供现代物流配送、信息化支持、终端分销代理等供应链解决方案。

图 19：上海医药目前分销业务布局

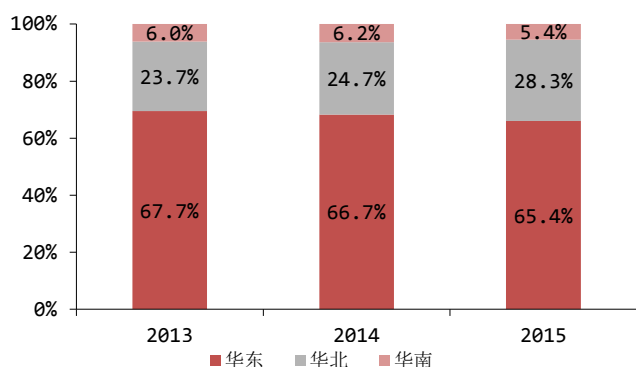


数据来源：公司官网，西南证券整理

截至 2015 年末，公司分销业务所覆盖的医疗机构为 20970 家，其中医院 20630 家，医院中三级医院 1271 家，占全国三级医院比例 72.4%，疾病预防控制中心（CDC）340 家。

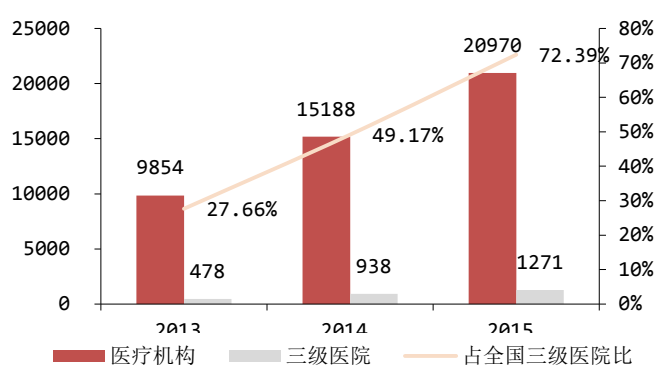
目前，上海医药的全国性布局战略已取得了切实的成效。从业务区域来看，公司来自华东区域的分销收入占比正逐渐下降；从终端布局来看，公司 2015 年覆盖医疗机构数是 2013 年的 2 倍多，覆盖三级医院占全国三级医院的比重由 27.7%提升到 72.4%。

图 20：上海医药分销业务分布区域



数据来源：西南证券整理

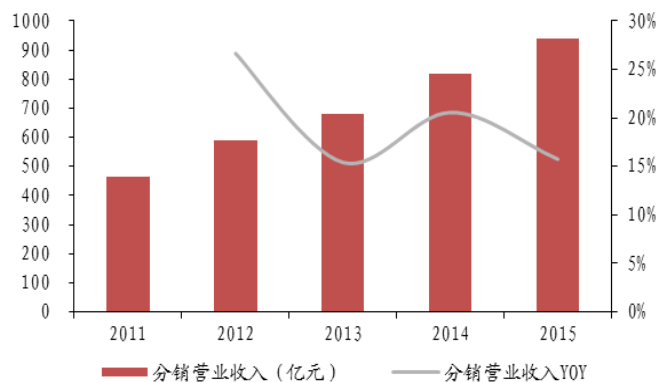
图 21：上海医药覆盖医疗机构情况



数据来源：公司公告，西南证券整理

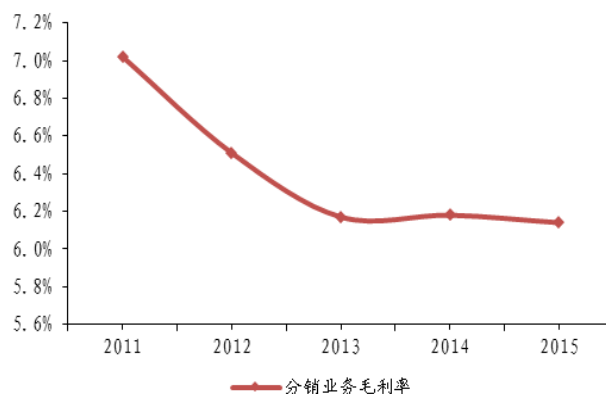
但相对急剧增长的终端覆盖数，公司的收入并未体现出同步增长，我们认为主要原因在于中国医药流通呈区域性分布，异地扩张较难，公司在新开拓客户的配送比例相对优势区域的成熟客户较低，因此业绩放量速度慢于终端增长速度。而目前“两票制”新政的出台有望减轻医药流通的区域特色，尤其是部分小流通商的淘汰将为公司异地业务放量提供契机，公司内生增长有望提速。

图 22：上海医药分销业务收入规模及增速（2015 年由于公司统计口径调整，实际增速为 15.74%）



数据来源：公司公告，西南证券整理

图 23：上海医药分销业务毛利率



数据来源：公司公告，西南证券整理

2.3.2 契合下游医院诉求，提供供应链延伸等服务，增强客户粘性

我们认为流通商作为医院上游，其产业升级方向将密切契合下游医院的需求。随着医改推进，医院产业环境发生变化，医药流通行业的运行模式也将随之变化。

对医院来说：短期来看，取消药品加成、降低药占比等带来控费压力，需要上游提供“高附加值”服务；长期来看，医疗服务走向“市场化”，其上游的竞争将是服务质量的竞争。

表 5：医院诉求随医改进程发生变化

	短期	长期
政策演进	医保控费、控制药占比、取消药品加成	分级诊疗、医药分家
公立医院诉求	追求以降低成本为主的效率提升	运营模式市场化

数据来源：西南证券

流通商的角色也将发生较大变化。过去，流通商对医院的功能主要体现为配送、垫资；现在，随着医保控费的进行，医院面临经营压力，部分流通商借机通过集中采购、供应链延伸的模式参与医院议价、承担部分医院成本，以获取更大的市场份额；未来，随着医药分家、分级诊疗的发酵，我们认为流通商将迎来科室共建、第三方服务、承接医院非核心业务等业务契机。

图 24：流通商对医院的服务内容将随着医院诉求丰富

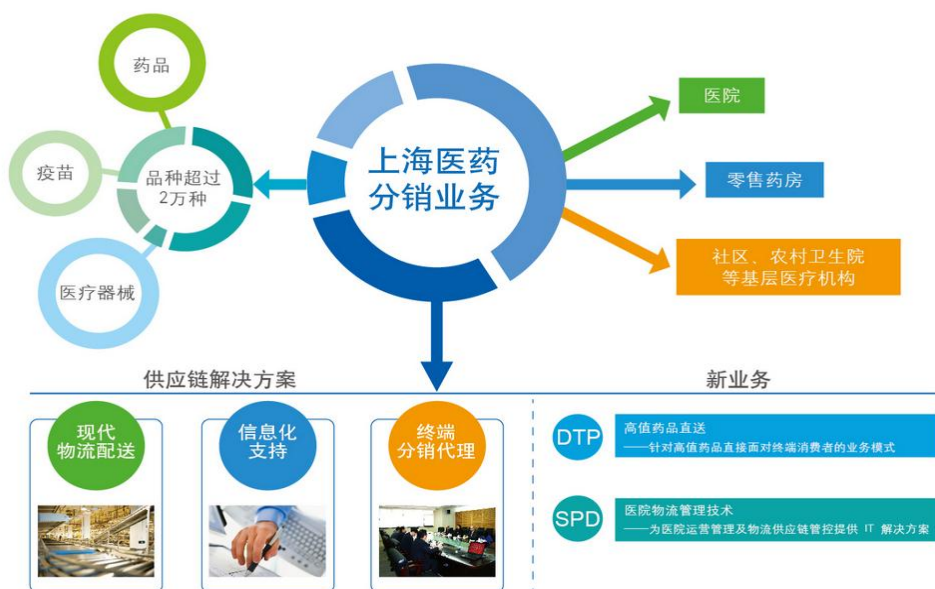


数据来源：西南证券

公司上下游覆盖面广。目前分销的品种超过 2 万种，品种涵盖药品、疫苗、医疗器械，终端覆盖包括医院、零售药房、基层医疗机构。业态以纯销为主，纯销占比 60%左右。

公司对上下游提供供应链整体解决方案，包括传统的现代物流配送、信息化支持、终端分销代理，也包括高值药品直送、医院物流延伸等高附加值业务，服务体系完善。

图 25：上海医药分销业务提供服务内容



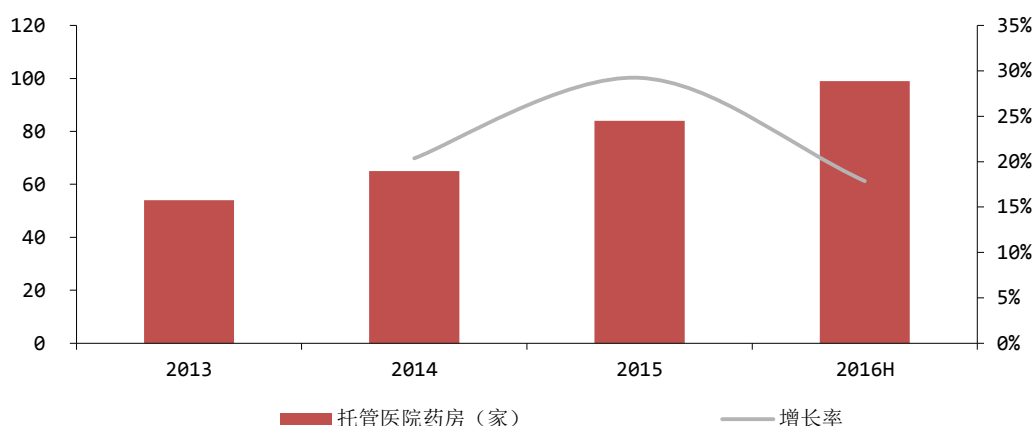
数据来源：公司公告，西南证券整理

与公司建立了高粘性的服务关系的医院数量正在不断增加。以供应链延伸中的药房托管为例：

作为医药分开管理的一种过渡形式，药房托管将改变流通企业的产业竞争格局。对于托管的流通商而言，占领托管药房意味着掌握了通向这家医院的独家销售渠道，对分销业务的巩固意义非常大；同时，通过药房托管可增强议价能力，倒逼上级代理商或厂商让利。

早在 2013 年，上海医药紧扣“扩大销售、降本增效、整合协同”三大主题，力求变革创新，全力推进以上海“5+3+1”医院药房供应链外包服务项目为代表的药房托管业务。截止 2016 年 6 月 30 日，公司实行药房托管的医院数接近 100 家，近年来增速维持在 20% 左右。

图 26：上海医药托管医院药房情况



数据来源：公司公告，西南证券整理

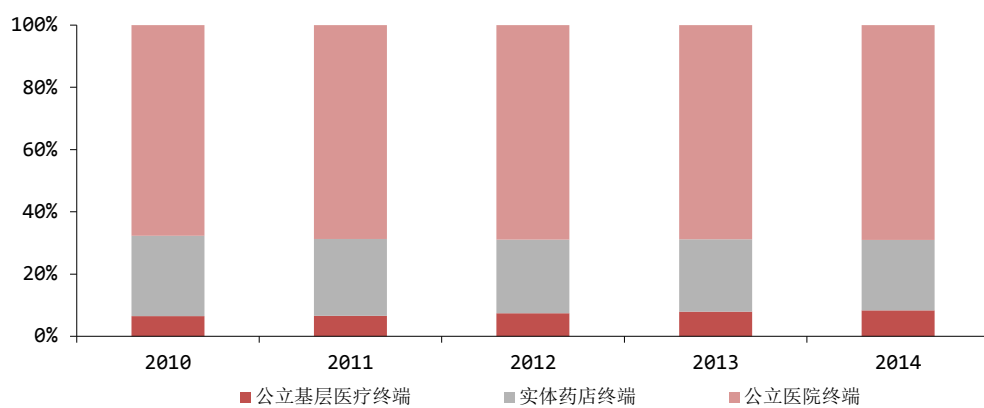
综合来看，我们认为：在区域覆盖面与服务质量两个方面，公司均做了完善的前期布局。随着目前“两票制”新政的执行，尤其是部分小流通商的淘汰将为公司异地业务放量提供契机，公司将凭借优质的服务快速占据前期已布局的非优势区域市场，内生增长有望提速。我们预计公司未来 3 年分销业务的收入增速维持在 16-18%；在小规模企业毛利率下滑的背景下仍毛利率保持稳定，但公司作为龙头，抗风险能力强，我们预计公司未来 3 年分销业务的毛利率维持在 6% 以上。

3 零售：布局处方外流，打造“大健康云商”

3.1 行业背景：处方外流为零售行业未来最大增长点

南方所数据显示：2016 年医院终端占比约 68.6%、零售终端占比 22.3%、基层医疗、占比约 9.1%。与海外的零售药房和基层终端 70%、医疗机构 30%形成鲜明对比。形成该销售格局的重要原因是我国的公立医院占有绝对的产业链垄断地位，以往补偿机制的不均衡又让药品承担了“养医”的责任，药企和代理商均专注医院渠道，院外药店的角色被弱化。

图 27：国内药品销售终端主要分布在公立医院



数据来源：卫计委，西南证券整理

2015 年以来医改政策频出，改革力度之强前所未有，致力于破除“以药养医”，招标降价和降低药占比成为政策导向的重中之重。从政策导向来看，国内药品销售体系发生了重大变革：

➤ 降低医院药占比：势必有部分药品流向院外市场

由于国家严控药占比，处方药进入公立医院的门槛明显提高。2015 年以来，国务院、卫计委屡次发文提出要取消药品加成、降低公立医院药占比，更提出了 2017 年试点城市公立医院药占比（不含中药饮片）总体下降到 30%。

表 6：医药行业在取消药品加成、降低公立医院药占比的政策

时间	发文部门	文件	政策内容
2017.2	国务院办公厅	关于进一步改革完善药品流通使用政策的若干意见	医疗机构应按药品通用名开具处方，并主动向患者提供处方。门诊患者可以自主选择在医疗机构或零售药店购药，医疗机构不得限制门诊患者凭处方到零售药店购药。
2016.4.6	国务院常务会议	确定 2016 年深化医药卫生体制改革重点	将城市公立医院综合改革试点城市由 100 个扩大到 200 个，新增试点城市公立医院取消药品加成
2015.11.6	卫计委	《关于印发控制公立医院医疗费用不合理增长的若干意见的通知》	公立医院药品收入占医疗收入比重逐年下降，力争到 2017 年试点城市公立医院药占比（不含中药饮片）总体下降到 30%左右
2015.5.17	国务院办公厅	《国务院办公厅关于城市公立医院综合改革试点的指导意见》	取消药品加成，力争到 2017 年试点城市公立医院药占比（不含中药饮片）总体降到 30%左右，改革试点城市增加到 100 个

时间	发文部门	文件	政策内容
2012.4.18	国务院办公厅	《深化医药卫生体制改革 2012 年主要工作安排》	加快推进县级公立医院改革试点，调整医药价格，取消药品加成政策
2009.4.6	国务院办公厅	《中共中央国务院关于深化医药卫生体制改革的意见》	通过实行药品购销差别加价、设立药事服务费等多种方式逐步改革或取消药品加成政策
2006.5.19	发改委	《关于进一步整顿药品和医疗服务市场价格秩序的意见》	降低药品价格。县及县以上医疗机构销售药品，要严格执行以实际购进价为基础，顺加不超过 15% 的加价率作价的规定

数据来源：西南证券整理

我们认为，在药占比 30% 的要求下，处方外流亦将获得来自医院的推动力。而目前尚处于政策推动前期，医院更倾向于通过“可控渠道”实现其处方的外流，流通商与医院存在牢固的供应链关系，有望参与处方外流的洪流中。

➤ 区域性试点陆续开启，“处方外流”呼声大起

处方外流的区域性探索正如火如荼，更有部分地区通过政策强制性“处方外流”将医院终端药品分流至院外市场。“网络医院”等新业务模式亦在尝试处方外流的可行途径。

表 7：部分处方外流相关政策及项目

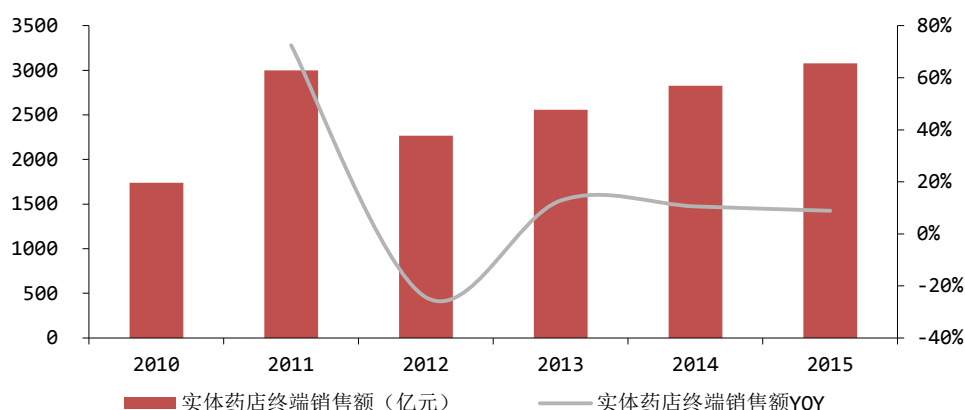
时间	地区	参与主体	主要内容
2016.3	山东淄博	京东、淄博市人民政府、新华制药	三方将在淄博市公立医院范围内，建设“淄博市医疗处方流转信息平台”，处方将以电子化的方式流向医院外指定的零售药房，患者可以通过该电子处方方的信息向指定实体药房及电商平台处购买到包括处方药在内的相关医药商品
2016.3	北京	北京市人民政府	市政府印发《北京市城市公立医院综合改革实施方案》，提出北京市公立医院“医药分开”方案将年内出台，破除“以药补医”机制，患者可自主选择凭处方到药房购药
2016.2	湖北武汉	武汉市中心医院、阿里健康、好药师	武汉市中心医院、阿里健康和好药师达成合作，患者通过在天猫医药馆的网络医院入口，挂号、就诊，电子处方获得后，由其指定在其平台上的好药师，再经线下配送到患者手中
2015.12	浙江	乌镇市人民政府、国药等	患者通过乌镇互联网医院远程问诊后，根据开出的电子处方，可以到乌镇互联网医院合作的国药下属的一些药房或其他合作药房自取，也可以通过国药完成相关远程配送，坐等到家
2015.1	江苏盐城	盐城市人民政府、苏好大药房等	政府在苏好大药房等特定药房安装终端机，预约全市所有医院医生，并可在药房现场用支付宝缴费，消费者在药房店员指导下，与执业医师远程连线讲述病情，执业医师远程开方，随后把处方交给门店执业药师，经审核后取药，并以拍照方式上传给执业医师进行再确认
2014.10	广东	广东省网络医院、友德医	广东省网络医院通过友德医搭建的远程医疗平台，在药房落地，通过安装在连锁药房的网络就诊点的视频终端，患者可向在线医生求医问诊，网络医生的处方通过打印机打印出来后，患者持处方去药房买药

数据来源：西南证券整理

➤ 从数据来看，处方药已经成为零售市场的新增长点

从 CFDA 的统计数据来看，国内零售市场已经连续几年维持 10% 以下左右的增速，我们认为该增速主要是 OTC 产品为主驱动的增长。

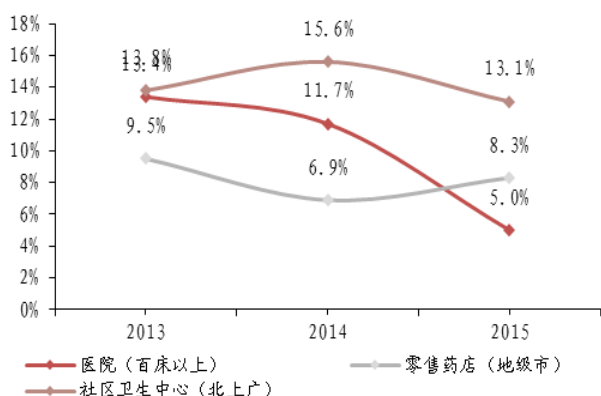
图 28：国内实体药店终端销售额及增速



数据来源：CFDA，西南证券

从 IMS 的统计数据来看，在具备代表性的区域里（如百床以上医院、地级市零售药房、一线省市社区），2015 年一系列医改政策的影响下，医院增速显著减慢，而社区和零售药店仍维持相对较高增长。根据 IMS 对零售药店增长驱动因素的分析，处方药对零售药店增长贡献 43%，已成为零售药店增长的重要驱动因素。

图 29：IMS 主要渠道销售额增长率（2013-2015）



数据来源：IMS，西南证券整理

图 30：处方药成为零售药店增长的重要驱动因素



数据来源：IMS，西南证券整理

我们认为：终端格局的变动为院外终端的崛起提供了契机，随着处方外流和医药分家的推进，对处方外流的把握成为医药零售行业的未来竞争关键之一。

3.2 多业态承接处方外流，“DTP+上药云健康”模式最具看点

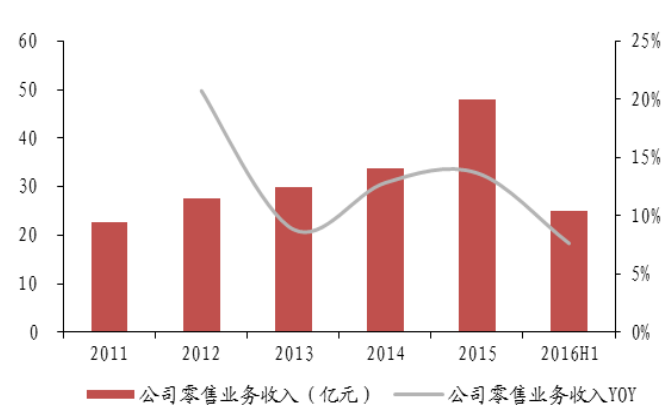
3.2.1 DTP 模式已打通处方药产业链，为处方外流的理想承接者

在药品零售方面，公司覆盖全国 18 个省、直辖市及自治区，在华东地区名列前茅。下属品牌连锁零售药房 1796 家，其中直营店 1157 家，合办药房 39 家。公司的零售业态丰富，包括传统连锁药店、医院合办药房、DTP 药房等。

由于 DTP 业务的快速放量，公司零售业务保持远高于行业的增速，2015 年，DTP 业务占零售业务比重约 50%。但由于 DTP 业务的“低毛利率、高毛利”属性，公司零售业务的

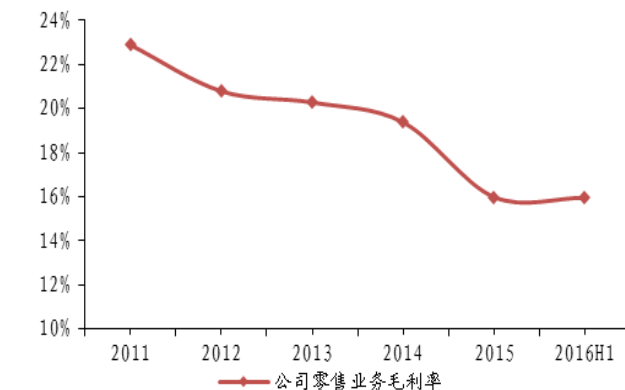
毛利率被结构性拉低，2016 年以来，公司各业态的收入占比基本稳定，预计未来毛利率稳定在 16% 左右。

图 31：上海医药零售业务收入及增速（2015 年公司统计数据口径调整，实际同比增速为 13.68%）



数据来源：公司公告，西南证券整理

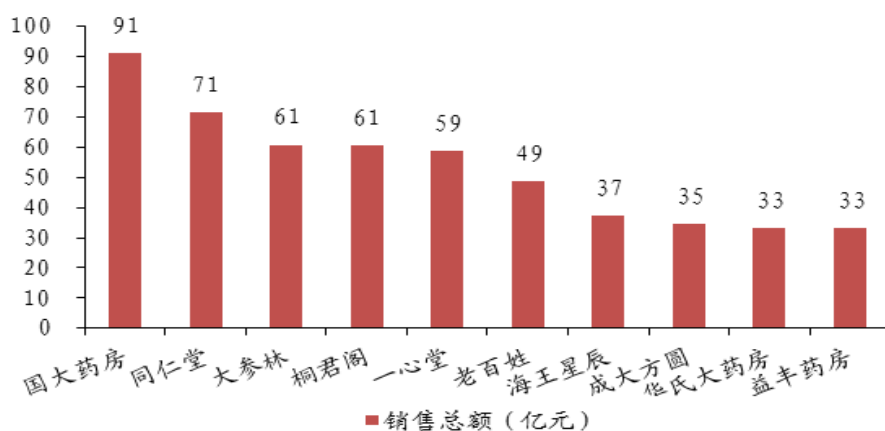
图 32：上海医药零售业务毛利率



数据来源：公司公告，西南证券整理

公司传统零售药店的销售重心仍在 OTC 品种，旗下华氏大药房在 2015 年全国医药零售行业中营业收入规模排名第 9，具备规模优势。我们认为未来将继续稳健的发展趋势。

图 33：2015 年零售业务收入最多的 10 家连锁药房



数据来源：商务部，西南证券整理

DTP 药房为公司零售板块中最具看点的业务。DTP 在中国是一个比较新的概念，意为“高值药品直送”，是美国为了应对分销业务毛利率不断下降的现象而诞生的一种新式药品营销模式。近几年来，DTP 业务已经悄然在一些药房运作开来，DTP 药房的产品结构、服务内容、客户结构、地理位置等都与普通药房存在较大差别。尤其是产品结构，主要以高端新特的处方药为主。

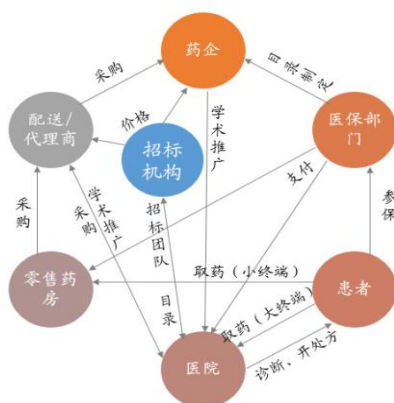
表 8：国内 DTP 药房和普通药房的区别

	DTP 药房	普通药房
产品	高端新特药：集中在抗肿瘤、艾滋病、罕见病、神经系统疾病等领域，处方药附加值高	OTC 及少部分处方药，附加值较低
服务	服务属性更突出，提供一对一药事服务、健康管理、患者俱乐部服务等	交易属性更突出
客户	客户多来自于医院推荐，粘性大； 吸引客户的因素主要是产品品种	客户多为自发，粘性较小； 吸引客户的因素主要是距离、促销
选址	多为靠近医院的“院边店”，分布密度小，通常一个店可辐射一个区域	多为辐射社区的“社区店”，分布密集

数据来源：西南证券

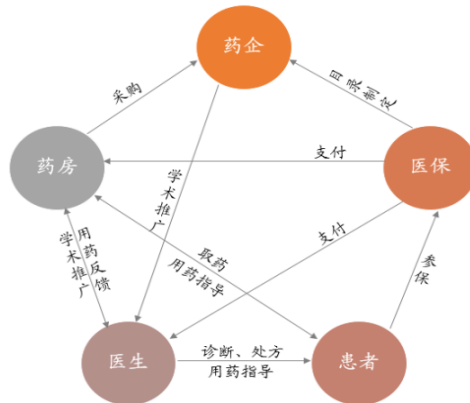
在 DTP 模式下，药企将产品直接授权给药房做经销代理，省却代理商，患者在拿到医院处方后就可以在药房买到药物并获得专业的用药指导。此时患者取药的终端已经变成了药房，药品放量也不再走医院招标，省却了中间环节，已经实现了医药分家。更重要的是，这个模式运作下来，药房将医院和上游药企的关系都打通了。我们认为 DTP 模式是实现承接处方外流的可行路径。

图 34：我国现有的医药流通及支付体系



数据来源：西南证券

图 35：理想 DTP 模式下的医药流通及支付体系



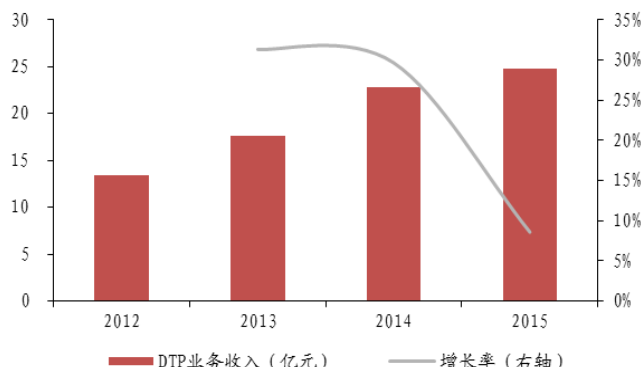
数据来源：西南证券

3.2.2 DTP 携手云健康，形成药企+医院+药房闭环

目前，国内 DTP 药房还处于发展初期，对于市场中的企业来说，该行业的市场壁垒高，来自替代者和新进对手的竞争压力较小；而来自现有竞争者的压力会逐渐增大，与上游企业之间的议价能力有望通过规模效应提升。我们认为，DTP 药房的竞争考验的是公司“软实力”，即资源之争，拥有医院资源、库存物流能力突出及药事服务能力强的 DTP 药房更容易脱颖而出。因此，上海医药 DTP 业务应运而生。

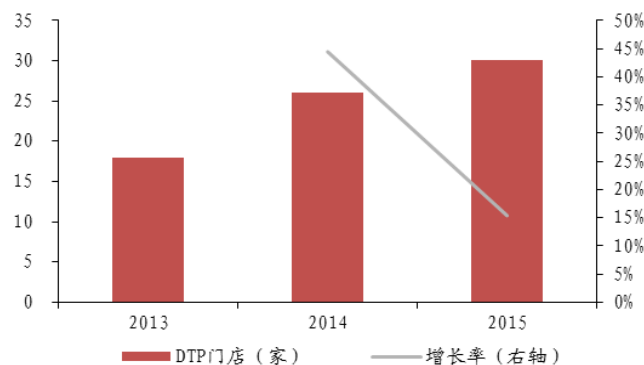
上海医药目前拥有国内最大的 DTP 业务。2014 年全国 DTP 药房市场规模约 80 亿，门店数在 120 家以上，上海医药的 DTP 业务收入 22.82 亿，约占 28.5% 的市场份额。2013-2015 年间，上海医药的 DTP 业务进行了快速扩张，DTP 业务覆盖 24 个城市，共计 30 家 DTP 定点药房，业务收入从 17.6 亿增至 24.78 亿，CAGR 为 18.6%；门店数从 18 家增至 30 家，CAGR 为 29.0%。

图 36：上海医药 DTP 业务收入及增速



数据来源：公司公告，西南证券整理

图 37：上海医药 DTP 药房门店数及增速

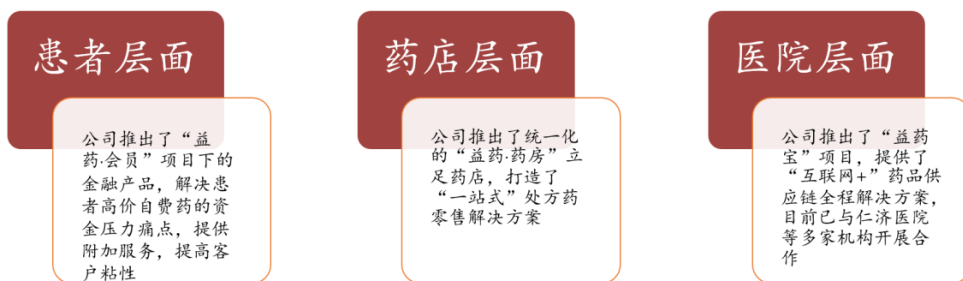


数据来源：公司公告，西南证券整理

上海医药在 C 端的探索不仅局限于 DTP 业务，公司目前正在通过“大健康云商”探索完整的互联网健康管理模式，打造医院、药企、药店、患者之间互联互通的平台，未来平台的盈利点或将从 DTP 业务向健康管理延伸，实现互联网医疗盈利模式的落地。

2015 年 3 月，上海医药投资设立上药云健康。作为融通线上解决方案和线下零售资源的处方药电商，上药云健康致力于为患者提供专业、安全、便捷的处方药购买和全面的长期健康管理服务。在战略与资本层面，上药云健康先后与京东、万达、丁香园等开展战略合作，推动电商战略布局的落地和深化。在经营层面，上药云健康全面推进 B2C 和 B2B 两大业务板块，为患者、药店和医院提供优质服务。

图 38：上海云健康经营层面项目



数据来源：公司公告，西南证券

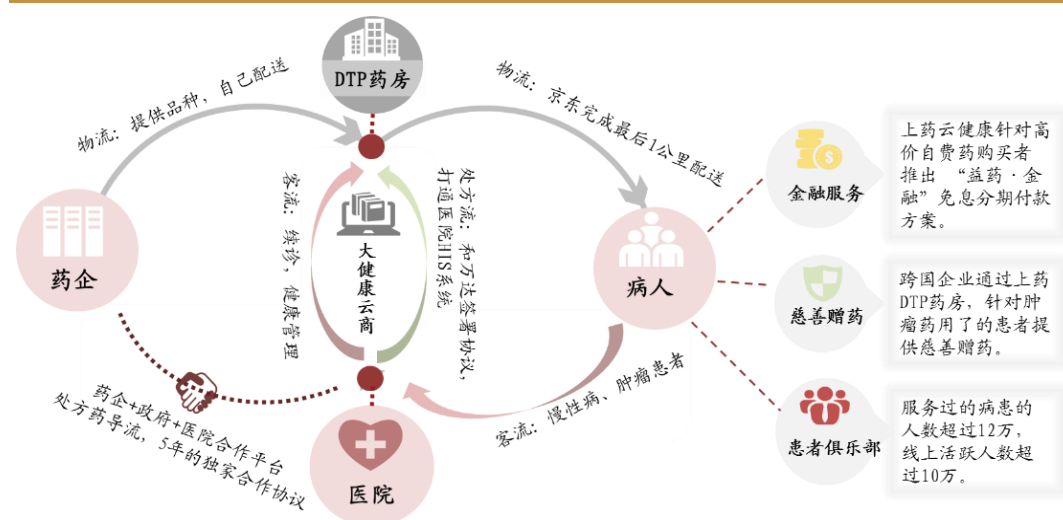
DTP 药房能够承接高价自费药处方外流，上海医药通过上药云健康对 DTP 业务平台进行整合，有效的将药企+医院+药房形成闭环，达到品种+处方+实体有效运行。

- **物流上：**药企自有销售网络将药品送往 DTP 药房，云商大健康“药品数据”平台对接、管理上海医药及其合作伙伴的零售网点药品库存、配送等信息，京东完成最后 1 公里的配送到达患者手上。
- **处方流上：**一方面，公司已与 2 万多家医疗机构合作，未来有望通过提供全药品供应链管理解决方案，协助医院降低运营成本，从而优先获得医院内的处方，构成处方导流的医院“墙内”与“墙外”的差别；另一方面，和万达签署协议，打通医院 HIS 系统，已和百余家医院的 HIS 对接；此外，云商大健康“电子处方”平台对接 HIS 系统或自建自费药处方系统。

- **客流上：**和肿瘤科室医生保持关系，当慢性病和肿瘤的患者首诊完成后，由医生从医院推荐出来，续诊时通过医生填写的病人信息由 DTP 药房进行健康管理；此外，云商大健康“患者数据”平台则将对患者的就诊、用药、诊断等健康大数据进行长期跟踪记录。

同时，针对患者的切实需要，提供附加服务，提高客户粘性。DTP 的金融服务与上药云健康针对高价自费药购买者推出“益药·金融”免息分期付款方案；一些慈善基金、跨国企业通过上药提供慈善赠药，针对久用肿瘤药的患者在 DTP 药房享受这个服务；提供患者俱乐部，目前服务过的病患的人数超过 12 万，线上活跃的人数超过 10 万。

图 39：上海医药 DTP+云健康闭环模式



数据来源：西南证券

我们认为：公司通过提前布局 DTP 药房，并率先探索整合处方药产业链上下游资源，有望在处方外流带来的医药零售行业机会中占领先机，预计未来 3 年公司零售业务增速将继续高于行业增速，毛利率维持在 16%左右。

4 工业：产品策略、医保目录调整、一致性评价、研发、制剂出口等酝酿长期增长

4.1 短期看点：产品聚焦+渠道整合，盈利能力不断提升

4.1.1 实行产品聚焦战略，重点品种增速维持在 10%以上

公司医药工业的整体思路为重点发展毛利率高、市场增长率高、市场容量大的产品，结合每个产品的内部指标如销售规模、毛利率、营销能力、中标情况、价格等，外部指标如市场规模、未来增长潜力、市场份额和排名等，择优挑选并发展重点产品。

公司重点产品覆盖全面，集中于中枢神经系统、消化道和新陈代谢、全身性抗感染药、抗肿瘤和免疫调节、心血管系统五大领域，在对应专科的医院市场均保持较大份额。

表 9：上海医药过亿的重点制剂产品线概况

药品名称	治疗领域	15 年收入 (亿元)	15 年收入 增速	样本医院市 场占有率	生产 企业	国家医保 状态	增长点
参麦注射液	心血管系统	7.24	7.0%	33%	>5	乙类	竞争激烈的中药注射剂，预计增速 0-10%
硫酸羟氯喹片	抗肿瘤和免疫调节剂	4.17	16.9%	71%	2	乙类	进口替代，预计增速 10%左右
丹参酮 II A 磺酸钠注射液	心血管系统	4.01	-0.3%	100%	1	乙类	市场成熟的中药注射剂，预计增速 0-10%
双歧杆菌三联活菌	消化道和新陈代谢	3.82	7.5%	57%	2		已进 20 个省医保增补，存进入新医保目录预期，预计增速 10%左右
注射用二丁酰环磷腺苷钙	心血管系统	3.30	18.0%		1		已进 17 个省医保增补，存进入新医保目录预期，预计增速 15-20%
头孢替安	全身性抗感染药	3.02	39.0%	26%	>5	乙类	市占率提升，预计增速 20%以上
尕痹片	骨骼肌肉系统	3.02	7.4%	100%	1	甲类	预计增速 0-10%
注射用头孢曲松钠	全身性抗感染药	2.29	91.0%		>5	甲类	市占率提升，预计增速 20%以上
瓜蒌皮	心血管系统	2.27	20.7%	100%	1		已经 14 个省医保增补，存进入新医保目录预期，预计增速 15-20%
糜蛋白酶	呼吸系统	1.90	10.1%	34%	5	乙类	市占率提升，预计增速 10%左右
瑞舒伐他汀原料药	心血管系统	1.79	46.4%			-	-
养心氏	心血管系统	1.67	19.5%	100%	1	乙类	大病种，预计增速 10%以上
乳癖消	泌尿生殖系统和性激素	1.55	5.8%		>5	甲类	预计增速 0-10%
沙利度胺	抗肿瘤和免疫调节剂	1.53	-2.7%	99%	3	乙类	预计增速 0-10%
新癬片	骨骼肌肉系统	1.49	-3.1%	100%	1	乙类	预计增速 0-10%
红源达	血液和造血器官	1.48	30.9%		1	-	推广力度加大，预计增速 20%以上
银杏酮酯	心血管系统	1.43	33.7%		5	乙类	推广力度加大，预计增速 20%以上
阿立哌唑	中枢神经系统	1.36	7.9%	13%	>5	乙类	预计增速 0-10%
苯磺顺阿曲库铵	骨骼肌肉系统	1.36	9.4%	100%	4	乙类	预计增速 0-10%
胃复春片	消化道和新陈代谢	1.26	-8.5%	100%	1	乙类	预计增速 0-10%

药品名称	治疗领域	15 年收入 (亿元)	15 年收入 增速	样本医院市 场占有率	生产 企业	国家医保 状态	增长点
清凉油	其它	1.26	24.2%	34%	>5	-	预计增速 10%以上
度洛西汀	中枢神经系统	1.18		21%	3	乙类	推广力度加大, 预计增速 20%以上, 为口服化药, 有望通过一致性评价重塑格局
八宝丹	消化道和新陈代谢	1.10	-9.6%	100%	1	乙类	预计增速 0-10%
注射用头孢噻肟钠	全身性抗感染药	1.09		9%	>5	甲类	预计增速 0-10%

数据来源：公司公告，PDB，西南证券

2010 年以来，公司重点产品销售收入除了 2014 年以外，增幅均在 10%以上；平均毛利率达到 60%以上；至 2015 年，销售规模过亿的产品有 24 个。

表 10：2010 年以来产品结构经营策略及结果

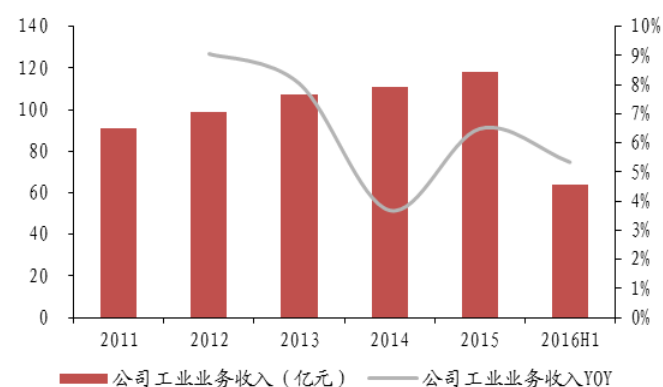
时间	重点产品数	重点产品销售收入 (亿元)，同比增长	占工业销售比重	平均毛利率	过亿产品数
2010	60	--	--	--	19
2011	58	46.81, 10.25%	50%	--	17
2012	58	54.5, 16.43%	55%	65.22%	20
2013	64	63.92, 15.71%	59.69%	62.99%	24
2014	64	66.78, 2.98%	60.15%	63.64%	24
2015	60	67.90, 12.52%	57.43%	67.04%	24

数据来源：公司公告，西南证券

此外，重点品种中，双歧杆菌三联活菌、注射用二丁酰环磷腺苷钙、瓜蒌皮、多糖铁复合物、强肾片等已进入超过 8 个省份的医保增补，有望在 2017 年新一轮医保目录调整中进入全国医保。几个品种合计收入在公司工业板块占比约 10%，若能进入新版医保目录，有望为工业板块贡献业绩弹性。

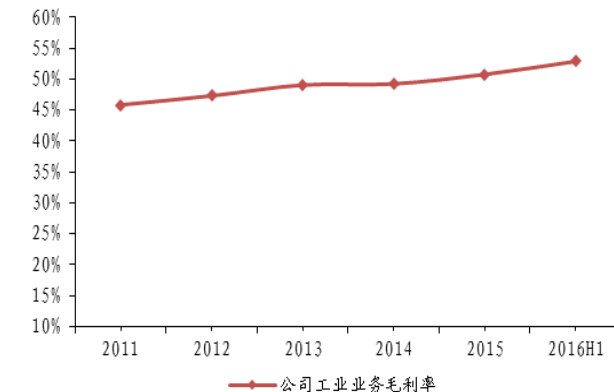
目前，公司工业板块增长主要由重点品种贡献，我们预计未来 3 年工业板块中重点品种增速维持在 10%以上，非重点品种保持持平，则工业板块整体增速维持在 5-10%，且在高毛利品种的带动下，毛利率呈结构性上升趋势。

图 40：上海医药工业业务收入及增速



数据来源：公司公告，西南证券整理

图 41：上海医药工业业务毛利率

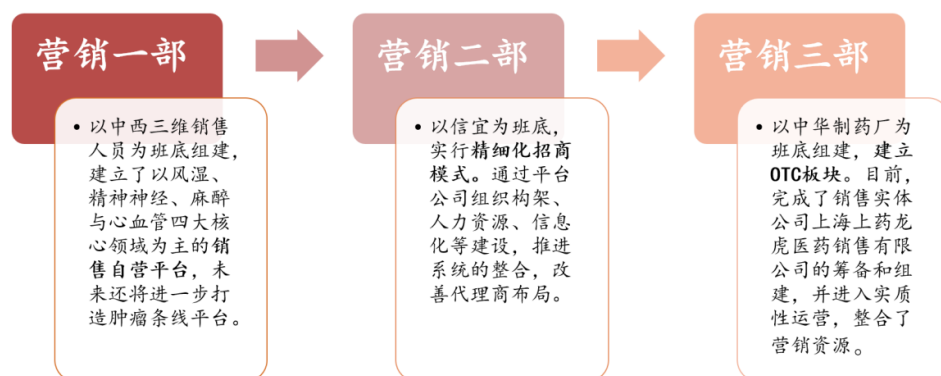


数据来源：公司公告，西南证券整理

4.1.2 集团层面整合营销体系，提高营销效率

自 2013 年起，公司启动集团营销模式改革，着力打造终端自营、精细化代理和 OTC 三个销售模块。2014 年，公司营销中心正式运营，进一步聚焦治疗领域和重点品种，推进“一品一策”产品战略落地，全面打造集团核心营销能力，从而促进工业销售增长。目前，上海医药继续深化营销体系建设，依托各省当地控股商业企业，以工业企业为基础的市场准入网络从 4 区 8 办扩张到 4 区 10 办，同时，公司新增了江西省和吉林省两个市场准入办事处，有力拓展了市场准入体系的覆盖范围，创造了良好的市场环境，提升产品中标率，拉动工业销售增长。

图 42：上海医药三个销售板块职能

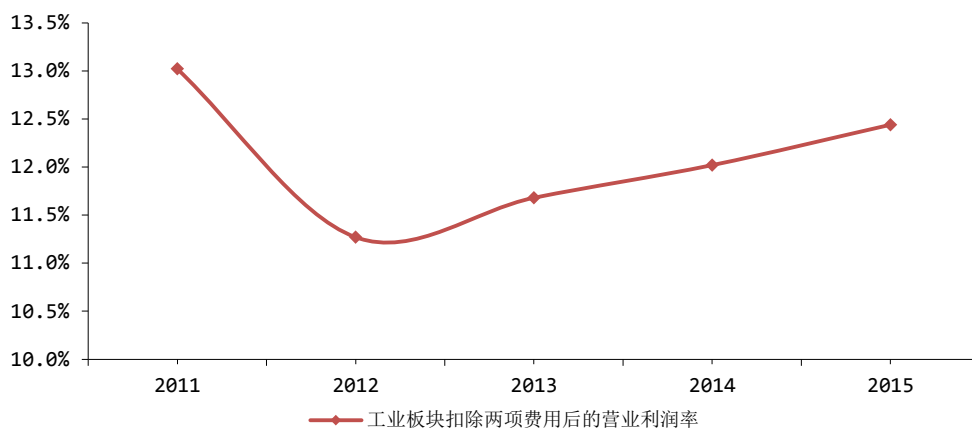


数据来源：公司公告，西南证券

截止 2016 年底，营销一部有 23 个重点品种在此分部销售，其中羟氯喹、银杏酮酯、阿立哌唑、度洛西汀、阿曲库铵、丹参酮 II a 等产品都将保持快速增长，预计能够实现两位数的增长。而营销二部有 34 个重点品种在此分部销售，其中环磷腺苷钙、瓜蒌皮、尕痹片等品种增速将较为突出，预计该分部整体仍将保持较快增长。

此外，在重点品种战略提升毛利率和集团层面营销整合降低费用率的共同作用下，公司工业板块扣除两项费用后的营业利润率已由 2012 年的 11.3% 提高至 2015 年的 12.4%，盈利能力不断提升。

图 43：上海医药工业板块扣除两项费用后的营业利润率



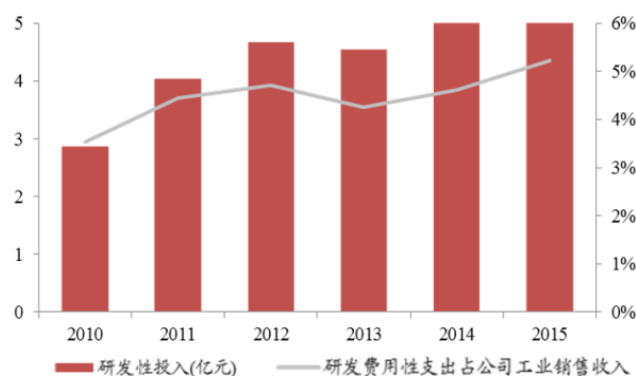
数据来源：公司公告，西南证券整理

4.3 长期看点：新产品研发、一致性评价与新市场开拓

4.3.1 加强研发投入，长期增长可期

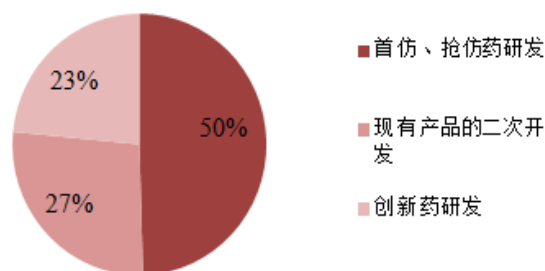
公司一直非常重视药物研发，从投入资金来看，一直不断加大力度，2015 年研发投入 6.18 亿元，占医药工业销售的 5.22%，高于行业平均水平，其中 50%投向首仿、抢仿药研发，27%投向现有产品的开发，23%投向创新药研发。我们认为研发力度的加大亦为公司的工业板块注入持续的生命力，长期增长可期。

图 44：上海医药 2010-2015 年研发投入情况



数据来源：公司公告，西南证券整理

图 45：上海医药 2015 年研发投向



数据来源：公司公告，西南证券整理

表 11：上海医药主要在研项目

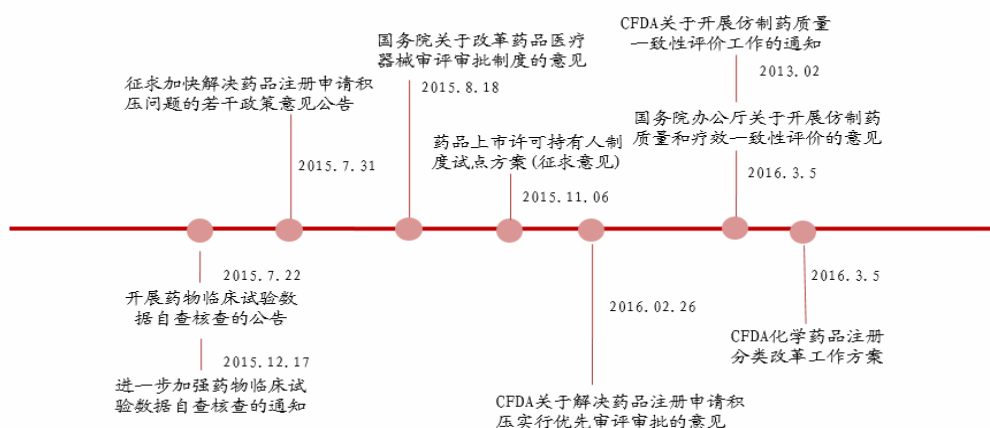
研发项目	药品基本信息	研发所处阶段	进展情况	累计研发投入	已申报的厂家数量	已批准的国产仿制厂家数量
多替泊芬	化学药 1 类, 适应症: 肿瘤	临床 II 期	临床 II 期	3470	无	无
SPH3127	化学药 1 类, 适应症: 高血压	CDE 审评	已申报临床 CDE 审评中	8108	无	无
SPH1188	化学药 1 类, 适应症: 非小细胞肺癌	CDE 审评	已申报临床 CDE 审评中	1932	无	无
TNFα 受体 Fc 融合蛋白	生物药 7 类, 适应症: 类风湿	临床 I 期	临床 I 期	5016	无	无
重组 CD20 人源化单克隆抗体注射液	生物药 2 类, 适应症: CD20 阳性的非霍奇金淋巴瘤	临床前研究	临床 I 期	7495	无	无

数据来源：公司公告，西南证券

4.3.2 有望通过一致性评价提升品种的市占率

2015 年以来医疗行业改革政策频出，尤其是医药工业领域，药物临床数据自查、一致性评价等政策的出台给行业运营增加了诸多不确定性。

图 46：2015 年以来医药工业整顿政策



数据来源：政府网站，西南证券整理

作为国内医药工业龙头，公司拥有较强防范政策风险的能力：

- **广泛的药品品种，具有很强的调控空间。**公司常年生产 800 多种药品，涵盖了生物药品、化学药品、中药和原料药等多领域。
- **在行业政策方面更具有敏感性、前瞻性。**公司作为医药行业全产业链的龙头企业，对国家实施的政策更有把握度，更是部分行业规则、流程的制定者、参与者。
- **市场把控度好。**公司招标、终端覆盖、销售网络等营销体系模式构建完善，对市场保持高度敏锐。

我们认为医药工业企业在未来 3 年内最大的挑战当属“一致性评价”。按照规定，化学药品新注册分类实施前批准上市的仿制药，包括国产仿制药、进口仿制药和原研药品地产化品种，均须开展一致性评价，凡 2007 年 10 月 1 日前批准上市的列入国家基本药物目录（2012 年版）中的化学药品仿制药口服固体制剂，原则上应在 2018 年底前完成一致性评价。而从时间截点、临床试验基地等现实情况来看，大部分企业 2018 年年底前完成一致性评价的时间和成本压力都较大。

公司在政策应对上具备前瞻性，早在 2013 年年报便披露“为提高仿制药内在质量，公司对现有仿制药品种进行了梳理，制定了相应的工作计划，分期分批启动了仿制药质量一致性评价研究工作，部分重点品种的一致性评价工作已基本完成，待相关政策出台即可按要求申报”。截至目前为止，公司产品中牵涉到一致性评价的产品共 156 个，早期开始进行的已经有 50 余个品种，有望占领相关领域市场先机。

4.3.3 开拓海外市场与新业务领域，培育新增长点

作为国内医药工业龙头，公司在巩固国内市场的同时，亦将目光投向全球，寻求并培育新增长点。

2016 年以来，公司的多个产品获得 FDA 认证，意味着公司在制剂出口方面的潜力。下属控股子公司常州制药厂生产的瑞舒伐他汀钙片 ANDA 申请获美国 FDA 审评批准。该药物原研厂为阿斯利康，IMS 数据显示，该药物 2015 年全球销售额为 96.60 亿美元，其中，美

国销售额为 62.35 亿美元，国内医院采购额为 22.21 亿元人民币。未来，公司可以生产并在美国市场销售该产品，意味着公司能分享到国际制剂市场的大蛋糕。此外，公司全资子公司上药康丽生产的盐酸伐昔洛韦原料药及更昔洛韦原料药也在 11 月通过了美国 FDA 认证，这将对公司拓展国际原料药市场带来积极的影响。

我们认为：瑞舒伐他汀在 FDA 的获批意味着公司在制剂出口领域的突破，公司研发实力强，未来或有更多品种获批进入海外市场。

表 12：2016 年上海医药获 FDA 批准品种

药品名称	所属公司	所属类别
瑞舒伐他汀钙片 5mg	常州制药有限公司	仿制药
瑞舒伐他汀钙片 10mg		
瑞舒伐他汀钙片 20mg		
瑞舒伐他汀钙片 40mg		
盐酸伐昔洛韦	上药康丽(常州)药业有限公司	原料药
更昔洛韦		

数据来源：公司公告，西南证券整理

此外，公司秉承外部并购与内部资源整合发展战略，对外将公司业务推向国际市场，在境外医药工业和医药商业领域的收购兼并工作也从来没有停止过。

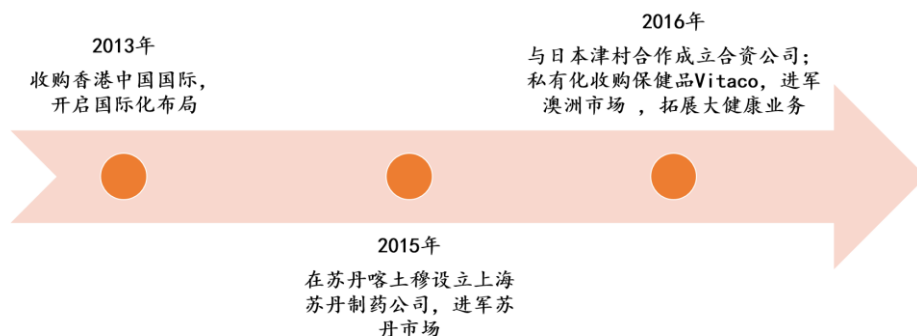
2013 年 10 月，公司收购了香港中国国际，这次收购利于公司进出口业务统一、集中，并可充分利用境内外两栖优势，同时也意味着公司布局国际化业务的开端。

2015 年，通过子公司上海苏丹制药深耕苏丹喀土穆市场，完成了从原料到多剂型制造以及自营销售产业链的延伸。

2016 年，公司与日本津村合作成立合资公司，引入先进的汉方药制药技术和精细化管理理念，进军中药配方颗粒市场。

2016 年 11 月，公司收购澳洲保健品公司 Vitaco，进军保健品市场。

图 47：上海医药国际化进程



数据来源：公司公告，西南证券

我们认为，公司在工业板块的国际化步伐从未停歇，且正在不断加快迈出海外并购的实质性步伐，有望打破在国内市场现有业务的成长天花板。

5 试水大健康业务，挖掘新增增长点

目前，“健康中国”规划已正式升级至国家战略，与“大健康”相关的产业即将进入蓬勃发展期。因此，除了通过内生增长和外延并购开展传统业务外，公司还积极挖掘大健康业务新增增长点。

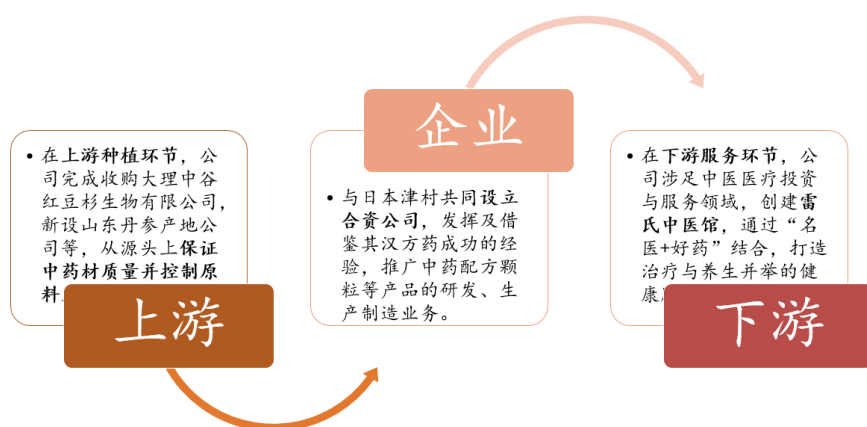
5.1 打造高质量血透服务和中医诊疗服务

目前，我国血液透析中心多集中在公立二级以上医院，总体供给不足、分布不均。从需求来看，按理论发病率计算，中国中末期病人数量近 200 万，按年透析费用 7 万元计算，血透市场规模逾千亿。而目前规律透析的存量病人仅有 30 万左右，治疗率不足 15%，这为行业成长提供了广阔空间。与此同时，尿毒症已全面纳入我国大病医保范畴，2015 年底实现全覆盖，市场需求有望进一步释放。由此可知，我国的血透市场存在严重的供不应求现象。

2016 年 2 月，上海医药成立上海上药依升医疗投资管理有限公司，将其作为投资平台从事肾脏病血透服务投资并购和经营管理。上药依升通过推进与医院合作模式建立血透中心，搭建体系平台，这不仅能缓解供不应求的窘境，且未来上药依升能够通过进一步利用上海医药在资金和经营管理上的资源，发挥渠道分销、产品生产研发等优势，打通服务、设备、耗材、药品等产业链，产生增值效应。

另外，在中医诊疗服务方面，上海医药提出中医药全产业链发展的思路。公司利用现有中药材板块的业务基础，充分发挥中医高度相关的行业特点，全面打通上游种植业与下游服务领域。其中，上海医药涉足下游中医医疗投资与服务领域，创建雷氏中医馆，馆内设有中医内科、妇科、皮肤科、骨伤科、针灸科、推拿科等 6 个专业中医诊室，集中医诊疗、中医养生、健康管理等服务于一体。医馆采用“医-药-养”三位一体的“全健康管理”方式，将“中医治未病”及“大健康”理念充分融入到医疗服务之中，打造治疗与养生并举的健康服务新模式。

图 48：上海医药中医药全产业链发展思路



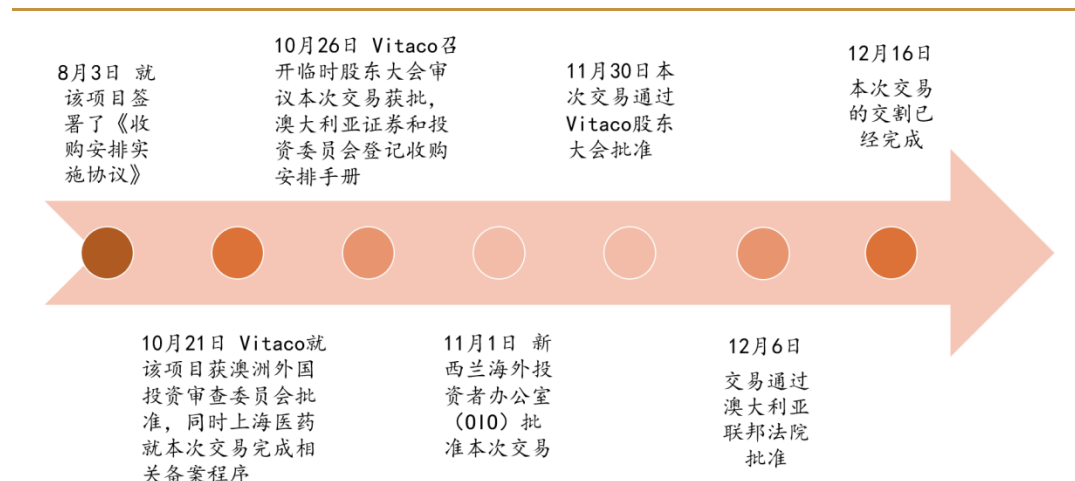
数据来源：公司公告，西南证券

5.2 积极推进 VITACO 项目，发展现代保健品业务

2016 年 8 月 3 日，上海医药、SIIC、春华、Zeus、Vitaco 五方共同签署协议，拟私有化澳大利亚上市公司 Vitaco。Vitaco 是一家开发、生产和销售一系列营养、健康及保健类品牌产品的营养品公司，主要市场是澳大利亚和新西兰。2015 年 7 月 1 日至 2016 年 6 月 30 日（即 2016 年财年）期间内实现总收入 2.13 亿澳元（折人民币 10.96 亿元），增长 23.5%。经调整后税后净利润 1310 万澳元（人民币 6738 万元）。Vitaco 的中国业务包含通过电商渠道“直接销售”品牌为 Healtheries（中文名称“贺寿利”）和 Musashi（中文名称“武藏”）的产品，以及在澳大利亚和新西兰通过当地的中国经销商进行“间接销售”。2016 上半财年，Vitaco 中国地区的直接和间接销售收入近 1152 万澳元（人民币 5760 万元），占同期收入的比重 10.5%。我们认为上海医药的这次跨国收购标志着其布局大健康产业的决心，公司将拓展国际化视野，享受该行业未来增长带来的收益。

上海医药拥有丰富的国内线上和线下渠道资源，在 2015 年 3 月投资设立电商公司“上药云健康”，融通线上解决方案和线下零售资源，打造“线上电商平台，线下三层网络”的新型商业模式布局，有利于提升流通效率、提供更好的消费体验、更便捷的服务。而 Vitaco 拥有优质的保健品产品线，二者结合可打造规模化的保健品产品组合及拳头产品，构建良好的资源互补和协同优势。”

图 49：上海医药收购 Vitaco 全过程



数据来源：公司公告，西南证券

6 盈利预测与估值

6.1 盈利预测关键假设

分销板块：行业增速与医药行业整体（10%）同步，借“两票制”契机，公司作为龙头，增速远高于行业，抗风险能力强，在小规模企业毛利率下滑的背景下仍毛利率保持稳定。

零售板块：行业增速与 OTC 行业（8-10%）同步，公司具备规模优势，提前布局 DTP 药房，在处方外流上抢占行业先机，未来增速将继续高于行业；由于业务结构已稳定，毛利率下滑趋势缓解，预计维持在 2016 年上半年的水平。

工业板块：未来 3 年工业板块中占工业收入比重 60%左右的重点品种增速维持在行业增速以上（约 10%-15%），非重点品种保持持平；在重点品种的带动下，毛利率呈结构性上升。

表 13：收入成本预测表

百万元	2015A	2016E	2017E	2018E
合计				
营业收入	105517	122759	143527	168077
yoy	14.20%	16.34%	16.92%	17.10%
营业成本	92715	108306	126976	149017
毛利率	12.13%	11.77%	11.53%	11.34%
分销				
收入	93717	110586	130491	153980
yoy	15.74%	18.00%	18.00%	18.00%
成本	87965	103785	122440	144433
毛利率	6.14%	6.15%	6.17%	6.20%
零售				
收入	4795	5275	6066	6976
yoy	42.02%	10.00%	15.00%	15.00%
成本	4,028.46	4,430.77	5,095.39	5,859.70
毛利率	13.68%	16.00%	16.00%	16.00%
工业				
收入	11824	12415	13284	14347
yoy	6.49%	5.00%	7.00%	8.00%
成本	5819	5959	6177	6456
毛利率	50.78%	52.00%	53.50%	55.00%
内部抵消				
收入	(5324)	(6122)	(7041)	(8097)
yoy	29.08%	15.00%	15.00%	15.00%
成本	(5308)	(6122)	(7041)	(8097)
毛利率	0.29%	0.00%	0.00%	0.00%

百万元	2015A	2016E	2017E	2018E
其它				
收入	505	606	727	872
成本	211	253	304	365

数据来源：公司公告，西南证券

预计公司 2016-2018 年 EPS 分别为 1.20 元、1.37 元和 1.57 元，对应 PE 分别为 18 倍、15 倍、14 倍。

6.2 相对估值

我们采取分部估值对公司进行相对估值。由于 A 股上市公司中大多数医药商业公司为“流通+零售”布局，因此，我们对上海医药主要分工业、商业（分销+零售）两块业务进行估值。

我们估计 2017 年公司工业业务利润占比 46%，商业业务利润占比 54%。工业贡献归母净利润约 17 亿元，对应 EPS 0.63 元；商业业务贡献归母净利润约 19.9 亿元，对应 EPS 0.74 元。

在医药工业领域，我们选取了增速在 10-20%、具备龙头属性的 9 家公司作为可比公司，9 家公司 2017 年 PE 均值为 21 倍，由于公司工业板块中占收入 40%比重的非重点品种增长缓慢，我们认为给予其一定的估值折价较为合理，其合理 PE 为 15 倍。

表 14：医药工业相对估值表

代码	简称	股价（元）	每股收益（元）				市盈率			
		2017/2/9	15A	16E	17E	18E	15A	16E	17E	18E
行业均值（整体法）							32	25	21	18
行业中值							28	25	21	16
002422	科伦药业	17.01	0.45	0.48	0.57	0.7	38	35	30	24
600535	天士力	38.50	1.37	1.22	1.45	1.78	28	32	27	22
600594	益佰制药	16.66	0.24	0.57	0.66	0.75	69	29	25	22
000538	云南白药	76.21	2.66	2.99	3.29	3.62	29	25	23	21
002294	信立泰	28.80	1.21	1.35	1.55	1.79	24	21	19	16
000963	华东医药	76.64	2.26	2.85	3.69	4.82	34	27	21	16
000423	东阿阿胶	55.24	2.48	2.93	3.46	3.96	22	19	16	14
000999	华润三九	25.38	1.28	1.37	1.63	1.84	20	19	16	14
600062	华润双鹤	23.64	0.91	1.31	1.62	2.09	26	18	15	11

数据来源：wind，西南证券

我们选取了 6 家商业公司作为公司在商业领域的可比公司，6 家公司 2017 年 PE 均值为 29 倍，由于公司商业板块体量较大（规模已过千亿），相对 6 家可比公司来说业绩弹性相对较低，我们认为给予其一定的估值折价较为合理，其合理 PE 为 25 倍。

表 15：医药商业相对估值表

代码	简称	股价（元） 2017/2/9	每股收益（元）				市盈率			
			15A	16E	17E	18E	15A	16E	17E	18E
行业均值（整体法）							48	37	29	24
行业中值							51	37	28	23
002462	嘉事堂	38.40	0.69	0.87	1.08	1.38	56	44	36	28
600998	九州通	21.29	0.42	0.54	0.69	0.85	51	39	31	25
603368	柳州医药	75.35	1.46	2.14	2.76	3.56	52	35	27	21
600511	国药股份	32.64	1.07	1.21	1.36	1.51	31	27	24	22
000028	国药一致	68.84	1.78	2.27	2.71	3.13	39	30	25	22
600713	南京医药	8.17	0.13	0.17	0.28	0.34	63	48	29	24

数据来源：wind，西南证券

综合计算，公司 2017 年合理股价为 27.95 元。若按照 14-15% 的复合增速，则公司 2020 年底可达到 55 亿净利润，给予 18 倍 PE，则 3 年后公司市值将突破千亿。

6.3 绝对估值

我们采用 FCFE 估值法进行绝对估值，关键假设如下：

- 1) 永续增长率为 2.5%；
- 2) 无风险利率为 10 年期国债收益率；
- 3) β 值采用上海医药 β （最近 3 年，标的指数沪深 300）作为公司无杠杆 β 的近似值；
- 4) 市场收益率的选取：采用沪深 300 最近 5 年的平均收益率作为市场收益率；
- 5) 目标资本结构采用上海医药的历史平均资本结构；
- 6) 税率：假设实际税率稳定，为 20.00%。

表 16：绝对估值假设

估值假设	数值
过渡期年数	5
永续期增长率	2.5%
无风险利率 Rf	3.5%
市场组合报酬率 Rm	11.02%
有效税率 Tx	20.00%
过渡期增长率	12.00%
β 系数	0.94
债务资本成本 Kd	5.00%
债务资本比重 Wd	25.00%
股权资本成本 Ke	10.57%

数据来源：Wind，西南证券

从绝对估值 FCFE 模型的运算结果来看，公司股价为 19.06 元/股。

表 17：FCFE 敏感性测试

Ke \ g	9.07%	9.57%	10.07%	10.57%	11.07%	11.57%	12.07%
1.0%	20.76	19.35	18.09	16.98	15.97	15.07	14.25
1.5%	21.73	20.17	18.81	17.60	16.51	15.54	14.67
2.0%	22.83	21.11	19.61	18.29	17.11	16.07	15.13
2.5%	24.11	22.18	20.52	19.06	17.78	16.65	15.63
3.0%	25.59	23.42	21.55	19.94	18.54	17.30	16.20
3.5%	27.34	24.85	22.75	20.95	19.39	18.03	16.83
4.0%	29.43	26.55	24.14	22.10	20.36	18.85	17.53

数据来源：西南证券

由于绝对估值对各系数的敏感性太大，估值结果易受主观影响。为了提高估值结果的客观性，我们采取相对估值法的估值结果，公司合理股价将为 27.95 元/股。

7 风险提示

- **“两票制”、“医药分家”政策出台及推进速度或不及预期：**尽管我们认为公司的工商业龙头地位将在“两票制”、“医药分家”等政策的作用下不断巩固，但仍存在政策出台及推进进度不及预期的风险。
- **工业业务产品降价风险：**尽管我们判断在重点品种的带动下工业收入增速维持在 5-10%；在高毛利品种的带动下，毛利率呈结构性上升趋势。但在当前医保控费的背景下，药价下降可能存在超预期的现象。
- **商业业务全国扩张或不及预期风险：**尽管我们判断“两票制”政策对公司的外延和内生均有积极的影响，但国内医药商业区域割据现象突出，异地扩张难度较大，公司仍存在全国扩张不及预期的风险。
- **外延并购推进及成效或不及预期风险：**尽管我们判断在行业整合大趋势及公司业务扩张需求的背景下公司外延动力充足，但由于大型优质并购标的具备稀缺性，仍存在外延并购推进及成效不及预期的风险。
- **国企改革不及预期风险：**尽管我们认为上海市国企改革已经启动，公司在员工激励方面改革预期强烈，但公司体量庞大、员工数众多，或存在改革不及预期的风险。

附表：财务预测与估值

利润表（百万元）	2015A	2016E	2017E	2018E	现金流量表（百万元）	2015A	2016E	2017E	2018E
营业收入	105516.59	122758.67	143527.12	168077.38	净利润	3364.37	3774.04	4309.58	4940.59
营业成本	92715.33	108305.78	126975.76	149016.74	折旧与摊销	745.83	527.38	575.49	617.52
营业税金及附加	263.72	308.74	359.42	421.37	财务费用	564.89	567.63	625.03	743.51
销售费用	5348.23	6137.93	7075.89	8235.79	资产减值损失	350.61	200.00	200.00	200.00
管理费用	3234.12	3682.76	4162.29	4622.13	经营营运资本变动	-1662.72	-2214.81	-3363.49	-3711.33
财务费用	564.89	567.63	625.03	743.51	其他	-2013.81	-442.06	-699.49	-708.31
资产减值损失	350.61	200.00	200.00	200.00	经营活动现金流净额	1349.16	2412.18	1647.11	2081.98
投资收益	646.61	711.27	782.40	860.64	资本支出	-1466.57	-830.00	-830.00	-830.00
公允价值变动损益	0.31	0.31	0.31	0.31	其他	-442.35	711.59	782.71	860.95
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	-1908.91	-118.41	-47.29	30.95
营业利润	3686.61	4267.42	4911.46	5698.80	短期借款	2456.86	-297.96	2073.29	2194.66
其他非经营损益	485.24	450.44	475.33	468.69	长期借款	-12.00	0.00	0.00	0.00
利润总额	4171.85	4717.86	5386.79	6167.49	股权融资	-6.15	0.00	0.00	0.00
所得税	807.49	943.81	1077.21	1226.90	支付股利	-779.78	-865.81	-971.24	-1109.06
净利润	3364.37	3774.04	4309.58	4940.59	其他	-1022.50	-893.13	-625.03	-743.51
少数股东损益	487.38	546.73	624.31	715.72	筹资活动现金流净额	636.44	-2056.90	477.02	342.09
归属母公司股东净利润	2876.99	3227.32	3685.27	4224.87	现金流量净额	87.43	236.87	2076.85	2455.03
资产负债表（百万元）	2015A	2016E	2017E	2018E	财务分析指标	2015A	2016E	2017E	2018E
货币资金	12039.00	12275.87	14352.71	16807.74	成长能力				
应收和预付款项	27819.30	31002.68	36695.72	43017.93	销售收入增长率	14.20%	16.34%	16.92%	17.10%
存货	15090.62	17767.48	20872.12	24551.05	营业利润增长率	12.76%	15.75%	15.09%	16.03%
其他流动资产	636.31	674.76	788.78	923.56	净利润增长率	12.44%	12.18%	14.19%	14.64%
长期股权投资	3636.91	3636.91	3636.91	3636.91	EBITDA 增长率	14.82%	7.31%	13.98%	15.51%
投资性房地产	334.00	334.00	334.00	334.00	获利能力				
固定资产和在建工程	5693.11	6075.34	6409.45	6701.53	毛利率	12.13%	11.77%	11.53%	11.34%
无形资产和开发支出	6799.82	6742.92	6686.02	6629.11	三费率	8.67%	8.46%	8.27%	8.09%
其他非流动资产	2295.13	2272.43	2249.73	2227.04	净利率	3.19%	3.07%	3.00%	2.94%
资产总计	74344.21	80782.39	92025.44	104828.87	ROE	9.95%	10.29%	10.77%	11.27%
短期借款	10389.26	10091.29	12164.58	14359.24	ROA	4.53%	4.67%	4.68%	4.71%
应付和预收款项	26198.32	29923.12	35241.27	41412.57	ROIC	9.84%	9.93%	10.17%	10.47%
长期借款	93.41	93.41	93.41	93.41	EBITDA/销售收入	4.74%	4.37%	4.26%	4.20%
其他负债	3855.18	3993.72	4506.99	5112.93	营运能力				
负债合计	40536.17	44101.54	52006.25	60978.16	总资产周转率	1.52	1.58	1.66	1.71
股本	2688.91	2688.91	2688.91	2688.91	固定资产周转率	22.66	23.24	24.64	27.14
资本公积	14146.31	14146.31	14146.31	14146.31	应收账款周转率	4.60	4.63	4.70	4.67
留存收益	13059.67	15421.17	18135.20	21251.02	存货周转率	6.42	6.45	6.46	6.46
归属母公司股东权益	29930.31	32256.39	34970.42	38086.23	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	110.71%	—	—	—
少数股东权益	3877.73	4424.46	5048.76	5764.48	资本结构				
股东权益合计	33808.04	36680.85	40019.18	43850.71	资产负债率	54.52%	54.59%	56.51%	58.17%
负债和股东权益合计	74344.21	80782.39	92025.44	104828.87	带息债务/总负债	25.86%	23.09%	23.57%	23.70%
					流动比率	1.41	1.44	1.43	1.42
					速动比率	1.03	1.02	1.02	1.01
					股利支付率	27.10%	26.83%	26.35%	26.25%
业绩和估值指标	2015A	2016E	2017E	2018E	每股指标				
EBITDA	4997.33	5362.43	6111.98	7059.83	每股收益	1.07	1.20	1.37	1.57
PE	19.84	17.69	15.49	13.51	每股净资产	12.57	13.64	14.88	16.31
PB	1.69	1.56	1.43	1.30	每股经营现金	0.50	0.90	0.61	0.77
PS	0.54	0.47	0.40	0.34	每股股利	0.29	0.32	0.36	0.41
EV/EBITDA	10.56	9.68	8.49	7.32					
股息率	1.37%	1.52%	1.70%	1.94%					

数据来源：Wind，西南证券

分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接获取任何形式的补偿。

投资评级说明

公司评级

买入：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 20%以上
增持：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 10%与 20%之间
中性：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-10%与 10%之间
回避：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-10%以下

行业评级

强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上
跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间
弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数-5%以下

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

本报告仅供本公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本公司或关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，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。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，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。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，本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。

本报告版权为西南证券所有，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。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

西南证券研究发展中心

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路 166 号中国保险大厦 15 楼

邮编：200120

北京

地址：北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 B 座 16 楼

邮编：100033

重庆

地址：重庆市江北区桥北苑 8 号西南证券大厦 3 楼

邮编：400023

深圳

地址：深圳市福田区深南大道 6023 号创建大厦 4 楼

邮编：518040

西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	张方毅	机构销售	021-68413959	15821376156	zfyi@swsc.com.cn
	邵亚杰	机构销售	02168416206	15067116612	syj@swsc.com.cn
	沈怡蓉	机构销售	021-68415897	18351306226	syrong@swsc.com.cn
	郎珈艺	机构销售	021-68416921	18801762801	langjiayi@swsc.com.cn
	赵晨阳	机构销售	021-68416922	15821921712	zcy@swsc.com.cn
	黄丽娟	机构销售	021-68411030	15900516330	hlj@swsc.com.cn
北京	赵佳	地区销售总监	010-57631179	18611796242	zjia@swsc.com.cn
	王雨珩	机构销售	010-88091748	18811181031	wyheng@swsc.com.cn
	徐也	机构销售	010-57758595	18612694479	xye@swsc.com.cn
	任晓	机构销售	010-57758566	18682101747	rxiao@swsc.com.cn
广深	张婷	机构销售	0755-26673231	13530267171	zhangt@swsc.com.cn
	刘宁	机构销售	0755-26676257	18688956684	liun@swsc.com.cn
	罗聪	机构销售	0755-26892557	15219509150	luoc@swsc.com.cn
	刘予鑫	机构销售	0755-26833581	13720220576	lyxin@swsc.com.cn