

# 上海医药 (601607)

2017年2月16日

## 医药商业乘政策之风破行业壁垒 国企改革仗上实之势除发展瓶颈 买入 (首次覆盖)

证券分析师 全铭

执业资格证书号码: S0600517010002  
010-66573567

[quanm@dwzq.com.cn](mailto:quanm@dwzq.com.cn)

证券分析师 焦德智

执业资格证书号码: S0600516120001  
[jiaodzh@dwzq.com.cn](mailto:jiaodzh@dwzq.com.cn)

特别鸣谢:  
实习生许汪洋

	2015	2016E	2017E	2018E
营业收入 (百万元)	105517	123571	145142	171311
同比	14.2%	17.1%	17.5%	18.0%
净利润 (百万元)	3364	3807	4413	5221
同比	12.4%	13.2%	15.9%	18.3%
毛利率	12.1%	12.5%	12.5%	12.5%
ROE	9.6%	10.1%	10.8%	11.7%
每股收益 (元)	1.07	1.21	1.40	1.66
P/E	19.8	17.5	15.1	12.7
P/B	1.9	1.8	1.6	1.5

资料来源: Wind 资讯, 东吴证券研究所

### 投资要点

#### ■ 管理层年轻化推动公司积极变化, 国企改革迎来转机:

上实集团总裁周军亲自接管上药, 管理层年轻化酝酿积极变化; 上海发布员工持股试点方案, 上海医药基本满足试点条件; 公司作为上海国资系统唯一医药公司, 在大环境下积极求变的策略刻不容缓。

#### ■ 政策福利带来医药商业业务爆发良机, 公司抓住机遇积极整合:

国家版“两票制”文件出台, 医药商业行业集中度不断提高。公司巩固传统强势华东、华北地域, 积极布局西南、东北业务。公司的分销板块已经呈现收入加速发展的态势, 我们认为, 公司有望在内生和外延两个方面加快增长, 从而实现跨越行业的快速增长。

#### ■ 分销模式创新多管齐下, 未来发展引擎多:

公司在国内率先开展托管药房、SPD、DTP、医药电商等创新项目, 均取得较快发展。其中, 托管药房数量达到 99 家, 数量全国领先。DTP 药房实现收入复合增速 30%以上增长。积极布局处方药电商业务, 完成上药云健康 A+轮融资, 推出“益药”项目, 打造一站式处方药零售解决方案。

#### ■ 工业毛利率逐年提升, 积极布局海外收购, 医保目录调整及药品一致性评价有望受益:

公司工业板块收入稳定增长, 毛利率逐年提高, 主要是受益于公司工业品类的不断完善。公司收购澳洲药企 Vitaco, 积极布局海外优质药企。目前医保目录调整及药品一致性评价都在紧锣密鼓的开展中, 公司作为大型的仿制药生产企业有望受益。

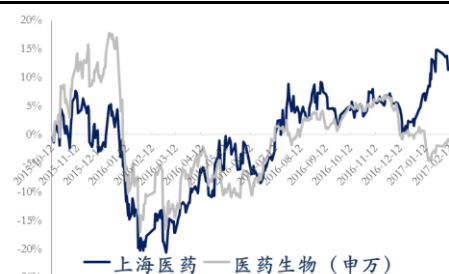
#### ■ 盈利预测与投资评级:

预计 2016-2018 年公司收入 1235.71 亿、1451.42 亿、1713.11 亿, 实现净利润 38.07 亿、44.13 亿、52.20 亿, EPS 1.21 元、1.40 元、1.66 元, 对应 2016-2018 年 PE 为 17X、15X、12X。我们认为公司现在估值对比其他医药流通龙头存在明显低估。公司质地优良, 管理层年轻化推动公司积极变化, 医药商业业务有望内生和外延两个方面加快发展, 公司未来发展加速。我们首次覆盖, 给予“买入”评级。

#### ■ 风险提示:

行业政策风险、收购渠道进度低于预期等。

### 股价走势



### 市场数据

收盘价(元)	21.19
一年最低价/最高价(元)	14.36 / 21.42
市净率	1.81
流通 A 股市值(亿元)	407

### 基础数据

每股净资产(元)	11.73
资产负债率(%)	55.63%
总股本(亿股)	26.89
流通 A 股(亿股)	19.23

### 相关报告

## 目录

<b>一、 上海医药：百年风雨铸就医药商业流通巨擘 .....</b>	<b>6</b>
(一) 公司概况：覆盖医药研发与制造、分销与零售全产业链的国内大型医药类国有控股上市公司 .....	6
(二) 公司股权结构：控股股东为上药集团，实际控制人是上海市国资委 .....	6
(三) 公司业务模块：以医药商业为主营业务板块，制药工业是公司毛利的重要组成部分 .....	7
(四) 公司盈利能力：医药商业是最主要收入来源，是带动公司增长的最重要引擎 .....	9
<b>二、 高层变动重新启航，国企改革迫在眉睫 .....</b>	<b>12</b>
(一) 四年四换帅，管理层年轻化推动公司积极变化 .....	12
(二) 上海国资系统中唯一医药企业，国企改革刻不容缓 .....	14
1. 上海市国企改革有突破，公司符合员工持股首批试点条件 .....	14
2. 上海国资体系唯一医药企业，国企改革迫在眉睫 .....	16
<b>二、 医药商业爆发良机，全线布局彰显巨头雄风 .....</b>	<b>18</b>
(一) 分销业务：市场整顿带良机，业务结构升级拓空间 .....	18
1. 医药流通市场稳定发展，行业集中度逐年提升 .....	18
2. 医改推进加速行业转型，政策背书利好巨头发展 .....	19
3. 巩固传统强势地域，西南、东北业务增添公司发展潜力，内生+外延双重拉动 .....	21
(二) 零售业务：处方外流大势所趋，“多品牌+规模化”齐头并进 .....	27
1. 处方外流助飞零售药店，连锁规模化成为趋势 .....	27
2. 多品牌战略多线布局，短平快可复制模式高速扩张 .....	28
(三) 传统方式遭遇瓶颈，模式创新与时俱进 .....	30
1. 他山之石：美国医药流通市场集中后的模式创新之路——业务创新打破格局 .....	30
2. 药房托管+SPD+DTP+上药云健康，新模式多管齐下 .....	32
<b>三、 医药工业业务：研发与重点产品聚焦并行，业绩稳步提升 .....</b>	<b>37</b>
(一) 行业洗牌加剧，集中度持续提升，优势企业受益 .....	37
(二) 收入稳定增长，毛利率持续提升 .....	38
(三) 重视药品研发，海外收购开拓新领域 .....	41
1. 公司高度重视医药研发，研发费用长期保持较大比例 .....	41
2. 在研药品品类众多，为公司未来发展提供后续力量 .....	42
3. 私有化 Vitaco 完成交割，积极引进海外优秀品种 .....	43
<b>四、 盈利预测与投资建议 .....</b>	<b>44</b>
<b>五、 风险提示 .....</b>	<b>44</b>
<b>六、 附表 .....</b>	<b>45</b>

## 图表目录

图表 1: 上海医药发展大事件.....	6
图表 2: 上海医药股权结构.....	7
图表 3: 上海医药主要业务板块.....	7
图表 4: 2007 年以来公司并购案例.....	8
图表 5: 上海医药主要子公司情况.....	9
图表 6: 公司下属企业品牌.....	9
图表 7: 公司 2011-2016Q1-Q3 营业收入 (亿) 及增速.....	10
图表 8: 公司 2011-2016Q1-Q3 归属母公司净利润及增速.....	10
图表 9: 公司各业务营收情况占比.....	10
图表 10: 公司各业务毛利占比.....	10
图表 11: 公司研发经费及占营收比例.....	10
图表 12: 公司各业务毛利率比较.....	10
图表 13: 上药历史融资情况.....	11
图表 14: 2012 年以来公司董事长变更情况.....	12
图表 15: 上海医药历任董事长介绍.....	12
图表 16: 公司现任管理层情况.....	13
图表 17: 三轮国企改革介绍.....	14
图表 18: 上海国企改革重要文件事件.....	14
图表 19: 上海国企改革五大改革重点任务.....	15
图表 20: 上海市地方国有控股混合所有制企业员工持股首批试点条件&公司情况.....	16
图表 21: 上实集团部分成员企业.....	16
图表 22 公司国改潜在的实施措施.....	17
图表 23: 全球药品流通销售额.....	18
图表 24: 全国药品流通销售额.....	18
图表 25: 全国药品流通行业市场集中度情况.....	18
图表 26: 全国药品流通企业营收情况.....	18
图表 27: 2012 部分国家医药流通企业数及前三名市占率.....	19
图表 28: 2011 年美国医药流通行业市场格局.....	19
图表 29: 2015 年中国十大医药流通企业主营业务收入 (亿元).....	20
图表 30: 医药流通相关重要政策列表.....	20
图表 31: 鹭燕医药营收情况.....	21
图表 32: 上海医药医药商业板块.....	22
图表 33: 2011-2016H1 上海医药区域分销营收占比.....	22
图表 34: 2010-2015 全国各区域医药流通销售额占比.....	22
图表 35: 上海医药在各区域市场份额估算.....	23
图表 36: 上海医药分销业务区域布局.....	23
图表 37: 2012-2015 公司分销业务覆盖医院数.....	24
图表 38: 2011-2015 公司覆盖医院及疾控中心数.....	24
图表 39: 上药两大分销子公司营收情况 (亿元) 及分销业务占比.....	24
图表 40: 上海医药分销业务中医院纯销占比.....	24
图表 41: 公司分销业务合资进口产品与国产品种营收占比.....	25
图表 42: 公司新进品种情况.....	25

图表 43: 医药流通上市公司医药商业毛利率及行业平均毛利率 .....	25
图表 44: 中国疫苗市场规模 .....	26
图表 45: 大型医药流通企业将成为配送商首选 .....	26
图表 46: 公司疫苗业务营收及新增品种数 .....	26
图表 47: 公司高值耗材营收 .....	26
图表 48: 国内终端药品销售额 (亿元) .....	27
图表 49: 2013-2015 年零售药店处方药市场规模 (亿元) .....	28
图表 50: 零售药品种营收占比 .....	28
图表 51: 全国药店总数 .....	28
图表 52: 全国百强连锁药店情况 .....	28
图表 53: 2015 年全国各大连锁药店年销售总额 (亿元) .....	29
图表 54: 上海医药零售店构成情况 .....	29
图表 55: 国内主要医药零售药店构成情况 .....	29
图表 56: 公司连锁零售药房品牌主要分布 .....	30
图表 57: 公司零售药店营业收入 .....	30
图表 58: 美国前三大医药批发商情况 .....	31
图表 59: 药品批发商面对各方的不同需求 .....	31
图表 60: 近十年麦克森毛利率变化 .....	31
图表 61: 美国三大零售药店多元化创新措施 .....	32
图表 62: 药房托管模式介绍 .....	32
图表 63: 公司医院药房托管数量 .....	32
图表 64: SPD 模式介绍 .....	33
图表 65: 国内 DTP 发展历程 .....	34
图表 66: 公司 DTP 模式示意图 .....	35
图表 67: 上海医药 DTP 营业收入 (亿元) .....	35
图表 68: 上海医药 DTP 覆盖城市及定点医院数目 .....	35
图表 69: 公司上药云健康运营模式示意图 .....	36
图表 70: 2000-2015 医药工业营收总额 .....	37
图表 71: 2000-2015 医药工业利润总额及销售利润率 .....	37
图表 72: 医药工业百强企业营收集中度 .....	38
图表 73: 上海医药工业营收及整体占比情况 .....	38
图表 74: 按主要治疗领域划分的工业制造业务基本情况 .....	38
图表 75: 2015 年上海医药销售过亿产品列表 .....	39
图表 76: 公司重点品种营收占比及毛利率情况 .....	40
图表 77: 重点产品同比增速 .....	40
图表 78: 重点城市公立医院参麦年销售额 .....	40
图表 79: 重点城市公立医院参麦企业份额格局 .....	40
图表 80: 重点城市公立医院双歧杆菌三联活菌销量 .....	41
图表 81: 重点城市公立医院双歧杆菌三联活菌企业份额格局 .....	41
图表 82: 公司研发体系 .....	41
图表 83: 研发费用占公司销售比例 .....	42
图表 84: 2015 年国内医药研发投入前五名 (万元) .....	42
图表 85: 公司临床试验阶段药品 .....	42
图表 86: 新产品销售情况 .....	43

图表 87: 跨境网购用户跨境网购过的品类 Top10.....	43
图表 88: 跨境网购用户跨境网购过的国家 Top8.....	43
图表 89: Vitaco 营收情况 .....	44
图表 90: Vitaco 净利润情况 .....	44
图表 91: 可比上市公司估值.....	44

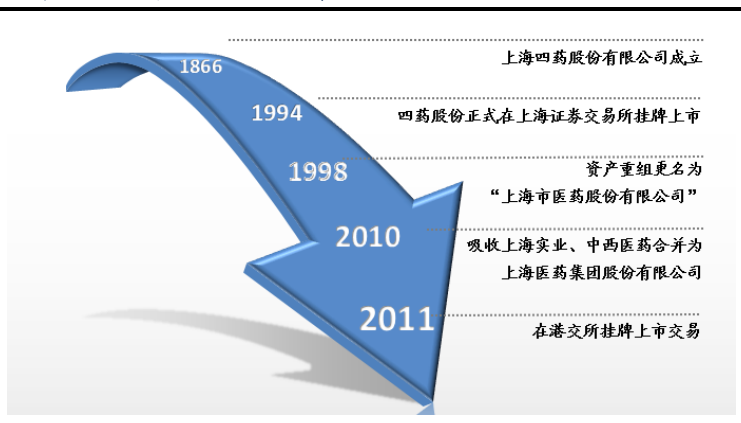
## 一、上海医药：百年风雨铸就医药商业流通巨擘

### (一) 公司概况：覆盖医药研发与制造、分销与零售全产业链的国内大型医药类国有控股上市公司

上海医药集团股份有限公司是一家覆盖医药研发与制造、分销与零售全产业链的国内大型医药类国有控股上市公司，是上海发展生物医药产业的龙头企业。

上海医药前身系原上海四药股份有限公司（“四药股份”），四药股份创建于 1866 年，至今已有 129 年的历史。1993 年 10 月，由上海医药（集团）总公司（现为“上药集团”）发起，原上海四药股份首次向社会公众发行人民币普通股 1,500 万股，正式改制为“上海四药股份有限公司”，**1994 年 3 月，四药股份正式在上海证券交易所挂牌上市**。1998 年，原上海四药股份有限公司进行了资产重组更名为“上海市医药股份有限公司”。2010 年，公司吸收合并了原上海实业医药投资股份有限公司（上海实业）和上海中西药业股份有限公司（中西医药），合并后更名为今天的“上海医药集团股份有限公司”。**2011 年 6 月 17 日，公司完成向境外投资者发行境外上市股票(H 股)**，并于**2011 年 5 月在香港联合交易所有限公司挂牌上市交易**。

图表 1: 上海医药发展大事件

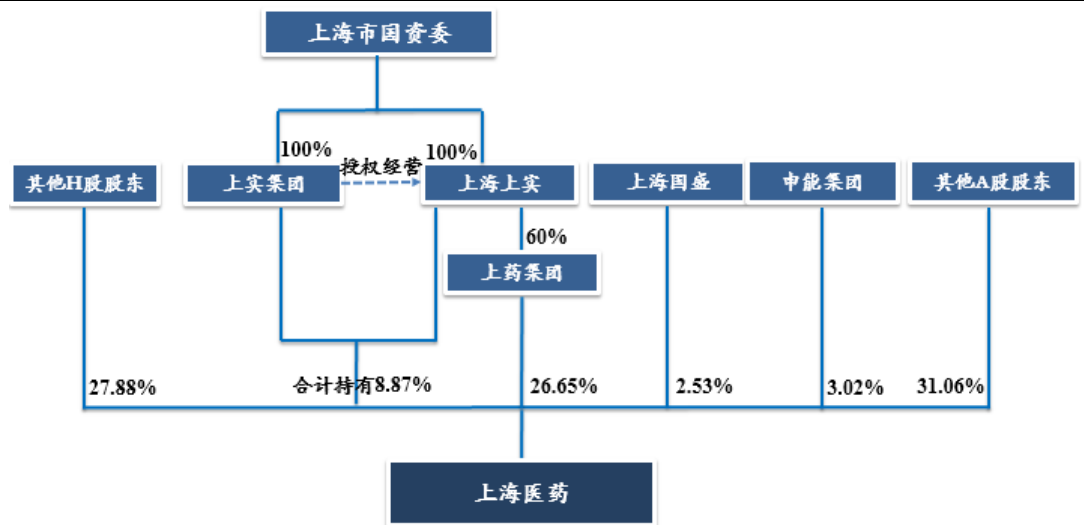


资料来源：公司公告，东吴证券研究所

### (二) 公司股权结构：控股股东为上药集团，实际控制人是上海市国资委

上海医药的控股股东为上药集团，实际控制人是上海市国资委，同时，上海医药先后在上海证券交易所和港交所上市，是 A+H 上市公司。

图表 2: 上海医药股权结构



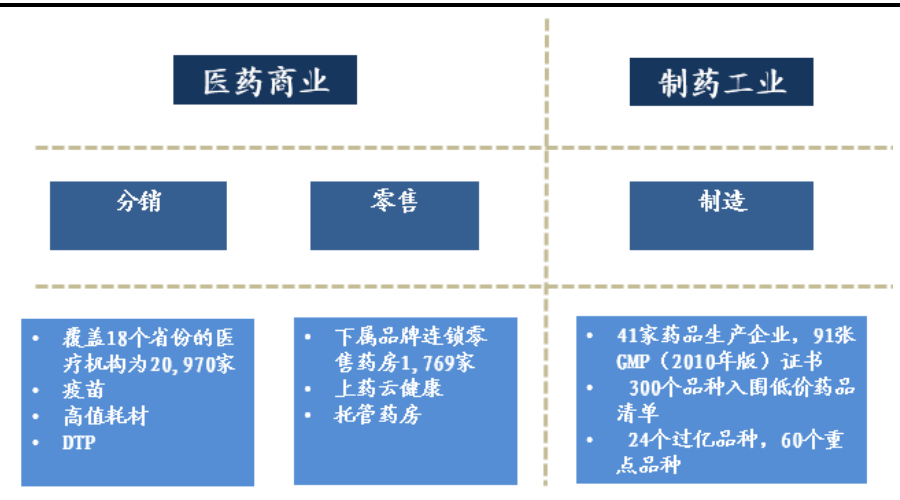
资料来源: 公司公告, 东吴证券研究所

### (三) 公司业务模块: 以医药商业为主营业务板块, 制药工业是公司毛利的重要组成部分

公司主营业务覆盖医药研发与制造、分销与零售, 新的发展时期, 公司积极融入国家战略, 顺应行业发展趋势, 以“互联网+”与健康产业为主线, 以推进智能制造和智慧服务为主攻方向, 聚合资源、创新驱动、内生外延同步推进, 在化学与生物制药、中药、医疗器械、分销服务、零售电商以及大健康方面实现战略突破, 保持上海医药可持续健康发展。

公司以医药商业为主营业务板块, 通过分销渠道的布局、品类的提升以及零售终端的模式升级提升竞争力, 而制药工业是公司毛利的重要组成部分, 加大研发投入以实现制药工业全产业链升级。

图表 3: 上海医药主要业务板块



资料来源: 公司公告, 东吴证券研究所

为了加快公司各版块整体布局，公司大举收购或者投资成立子公司，提升业务、品种丰富度以及地域分布广度。目前旗下已经有一系列知名品牌，极大地提升了公司的知名度。

图表 4: 2007 年以来公司并购案例

日期	标的名称	收购价格(万元)	购买股权比例	标的分类	标的净利润(万元)
2005.6	浙江新欣	10,274	67%	药品销售	1,468.30
2005.7	常州康丽	21,000	70%	药品生产	1,928.07
2005.12	上海医药商务网络有限公司	192	40%	医药电子商务	42.03
2010-	商丘市新先锋药业有限公司	1801.34+1125.84 (现金增资)	40%+12% (增资)	药品销售	-
2010.7	上海农药厂有限公司	21,890	80.44%	药品制造	-
2010.11	广州中山医医药有限公司	14,102	51%	药品销售	327.73
2010.12	福建省医药有限责任公司	7,846	49%	药品销售	19.86
2010.12	北京上药爱心伟业医药有限公司	20,583	52.24%	药品销售	98.94
2011.4	上海余天成医药有限公司	6,984	51%	药品销售	-
2011.7	浙江台州医药有限公司	15,000	53%	药品销售	-
2011.9	China Health System Ltd	267,355	100%	医药分销	14,255.78
2011.9	上药山禾无锡医药股份有限公司	34,400	80%	药品销售	527.15
2012.3	上海新亚药业有限公司	113,202	96.90%	药品生产与销售	-
2012.5	上海新先锋华康医药有限公司	35,576	100%	药品销售	-
2013.6	Big Global Limited (Hong Kong)	44,511	0.79	药品生产与销售	2,026.59
2014.5	山东上药医药有限公司	40,729	0.75		1,835.32
2014.6	信海丰园,科园陕西及科园内蒙古	79,547	信海丰园 (100%),科园陕 西(85%)及科 园内蒙古 (100%)		1,352.39
2015.1	星泉环球	22,950	51%	医疗器械生 产销售维修	2,435.59
2015.3	上药凯仑	21,385	72.9%	药品销售	694.26
2015.3	科园吉林	11,900	70%	药品销售	1,339.28
2016	云南上药及哈尔滨洋浦瑜华		云南上药 (70%) 及哈 尔滨洋浦瑜 华 (60%)	药品销售	-
2016.12	Vitaco Holdings Limited(VIT.AX)	31300 万澳元	100%	医疗保健用 品	1310 万澳元



资料来源：公司公告，东吴证券研究所整理

图表 5：上海医药主要子公司情况



资料来源：公司官网，东吴证券研究所

图表 6：公司下属企业品牌



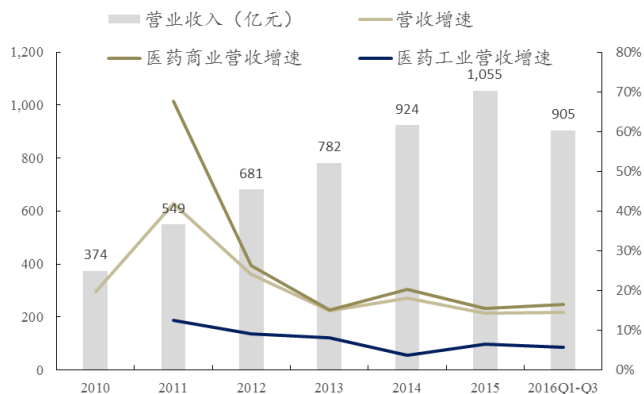
资料来源：公司官网，东吴证券研究所

#### (四) 公司盈利能力：医药商业是最主要收入来源，是带动公司增长的最重要引擎

从公司历史业绩来看，2010 年，公司吸收合并了原上海实业医药投资股份有限公司（上海实业）和上海中西药业股份有限公司（中西医药），整体营收业绩大幅提升，但随着公司业务及管理层的调整，营收增速有所回落，但仍然保持在 **15%** 左右，呈稳定增长状态。

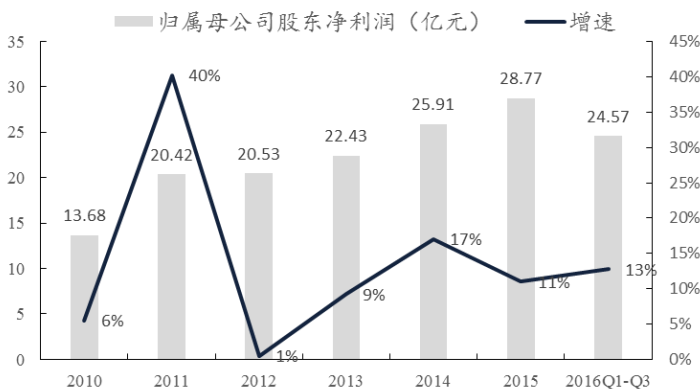
从**公司业务**看，医药商业仍然是公司最主要的收入来源，2016 年的前三季度公司医药分销业务实现营业收入 813.02 亿元，同比增长 16.44%，毛利率 6.00%，较上年同期上升 0.08 个百分点，占总体营收的 89.82%，同时也带动公司整体营收增长。制药工业方面，2016 年前三季度营收 93.96 亿元，同比增长 5.76%，毛利率 52.21%，较上年同期上升 2.48 个百分点，占整体营收 10.38%，其中 60 个重点产品实现销售收入 51.85 亿元，同比增长 6.98%，占工业销售收入的 55.18%，重点产品平均毛利率 **69.11%**，较上年同期上升 1.72 个百分点。医药工业毛利逐渐成为公司业绩的重要支撑。

图表 7: 公司 2011-2016Q1-Q3 营业收入 (亿) 及增速



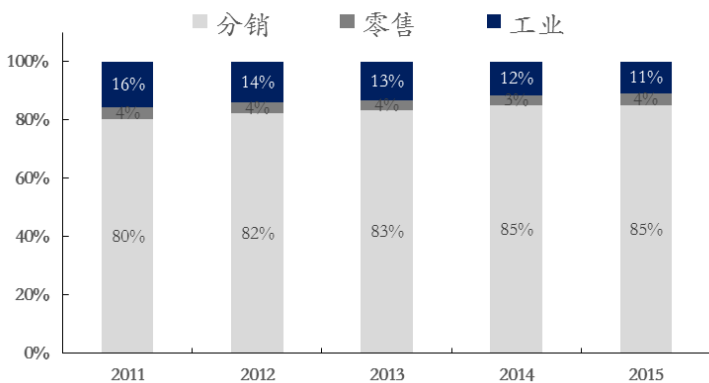
资料来源: Wind 资讯, 东吴证券研究所

图表 8: 公司 2011-2016Q1-Q3 归属母公司净利润及增速



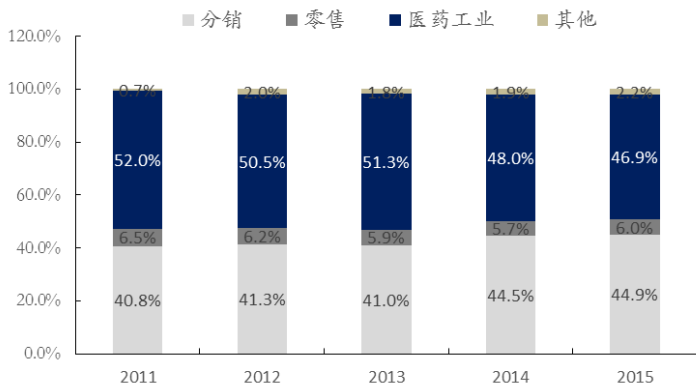
资料来源: Wind 资讯, 东吴证券研究所

图表 9: 公司各业务营收情况占比



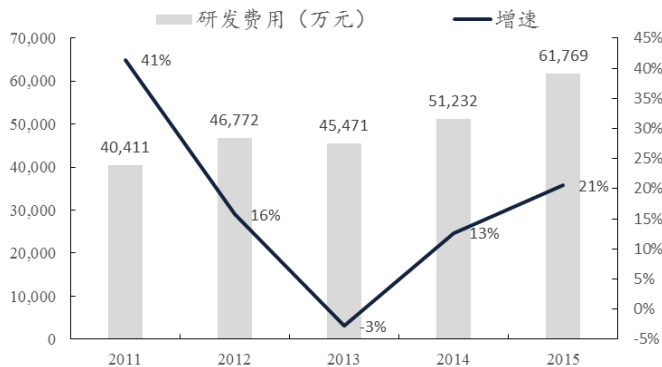
资料来源: Wind 资讯, 东吴证券研究所

图表 10: 公司各业务毛利占比



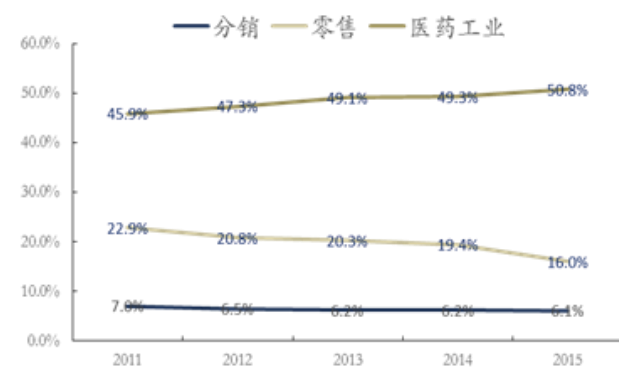
资料来源: Wind 资讯, 东吴证券研究所

图表 11: 公司研发经费及占营收比例



资料来源: Wind 资讯, 东吴证券研究所

图表 12: 公司各业务毛利率比较



资料来源: 公司公告, 东吴证券研究所

从公司融资能力看, 公司上市以来极少通过股权再融资以及债权融资等直接融资方式进行融资, 而是基于优良的公司资质, 更多地采用银

行长期、短期借款等间接融资方式缓解医药流通过程中贷款积压造成的资金压力，同时也为公司外延并购提供了更大的操作空间。

图表 13: 上药历史融资情况

	金额 (万元)	占比 (%)
上市以来累计募资	13703248.38	100.00
<b>直接融资</b>	1,989,611.29	14.52
<b>首发</b>	6,750.00	0.05
<b>股权再融资</b>	1,782,861.29	13.01
配股 (1996 年)	72,112.27	0.53
定向增发 (2010 年)	1,683,869.01	12.29
公开增发 (1998 年)	26,880.00	0.19
<b>发债券融资 (2016 年)</b>	200,000.00	1.46
<b>间接融资(按筹资现金流入)</b>	11,713,637.09	85.48
累计取得借款收到的现金	11,713,637.09	85.48

资料来源: Wind 资讯, 东吴证券研究所整理

## 二、高层变动重新启航，国企改革迫在眉睫

### (一) 四年四换帅，管理层年轻化推动公司积极变化

2016 年 10 月，上实集团执行董事、总裁周军先生正式出任上海医药董事长，显示出上级公司（上实集团）对于上海医药发展的重视。同时，作为 4 年以来的第 4 位董事长，周军先生凭借上实总裁的身份，以及在金融投资、收购兼并、房地产、企业管理等方面积累的丰富经验，有望使未来公司大刀阔斧的发展过程中更加顺畅、科学。在上海实业的 20 年来，周军先生组织、领导和参与了近 20 起大型收购兼并，以及 10 多起股权与项目投资，其中包括 4 家上市公司。

图表 14: 2012 年以来公司董事长变更情况



资料来源：公司公告，东吴证券研究所

火车跑得快，全靠车头带。近年来医药流通领域发展迅速，其中上海医药发展稳健，但始终没有大幅度的飞跃，这与近年来公司高层的频繁变动密不可分。2012 年前，公司吸收合并了原上海实业医药投资股份有限公司（上海实业）和上海中西药业股份有限公司（中西医药），并成功在港交所上市，同时收购高价收购中信医药（更名“上药科园信海医药有限公司”），高调进军华北市场尤其是北京医药流通市场，**目前该市场的营收占总流通营收比例的 25.83%**。近几年公司稳扎稳打，但在当前上海国企改革沸沸扬扬的背景下，相比于国药、华润医药、九州通等同行，仍略显沉寂。

图表 15: 上海医药历任董事长介绍

姓名	履历
吕明方	曾任上海实业联合集团股份有限公司董事总经理，上海实业（集团）有限公司助理总裁兼计划财务部总经理、副总裁
周杰	上海实业（集团）有限公司总裁、执行董事，上海实业控股有限公司副董事长兼行政总裁、执行董事。
楼定波	曾任宝山钢铁股份有限公司副总经理，上海实业（集团）有限公司执行董事
周军	曾任上实集团执行董事、副总裁

资料来源：公司公告，东吴证券研究所

1997 年，周军先生进入上实集团不久即执行收购了上海联合实业(A

股上市公司，代码 600607，现合并成为上海医药)，并担任副总经理兼董秘，时年 28 岁，该收购是中国证券市场最早获得成功的收购重组案例之一。此后，周军先生又主持编制了上海联合实业发展战略，由传统纺织业转向医药和地产，推动了配股融资。

目前的上海医药拥有从上药内部成长起来的年轻化的管理团队。除原有管理层，上海医药于今年 8 月新任命的 4 位年轻高管平均年龄为 45 岁。更年轻的团队，更强化的行政职能，更国际化的视野以及丰富的金融投资、收购兼并经验，周军先生带领的新一届领导班子有望实现跨越式的发展。

图表 16: 公司现任管理层情况

姓名	职务	年龄	任职日期	个人履历
左敏	总裁	55	2013/6	曾任永发印务有限公司副董事长,行政总裁,华润医药集团副总裁,三九企业集团副总经理,三九经贸公司总经理,董事长,九星印刷包装有限公司总经理,董事长,深圳南方制药厂销售部长,副厂长等职
任健	副总裁	51	2010/3	曾任上海医药(集团)有限公司人力资源部部长,组织干部部部长,领导人员管理部部长,上海医药(集团)有限公司副总裁等职。
舒畅	副总裁	58	2012/10	曾任瑞士 CibaGeigy 药业公司董事长助理,美国摩根投资银行经理,美国 Landsat 国际卫星公司亚太副总裁,上海汽车股份有限公司董事,锦江国际(集团)有限公司董事,投资发展部总监,金融事业部副总经理,上海实业控股有限公司,助理行政总裁,上海实业城市开发集团有限公司副总裁等职。
刘彦君	副总裁	51	2013/6	曾任上海复旦张江生物医药股份有限公司(香港联交所上市,股票代码 08231)副总经理,第二军医大学肿瘤研究所分子生物学研究室主任,副研究员,美国加州圣地亚哥 Sidney Kimmel 肿瘤中心访问学者,第二军医大学东方肝胆外科医院主治医师,讲师等。
茅建医	副总裁	48	2013/11	曾任上海医药(集团)有限公司处方药事业部副总裁,上海医药(集团)有限公司处方药事业部第一生化药业有限公司总经理,上海中西药业股份有限公司总经理,上海中西三维药业有限公司总经理,深圳市康达尔(集团)股份有限公司董事等职。
顾浩亮	副总裁	54	2016/8	曾任上海医药(集团)有限公司处方药事业部财务总监,上海信谊天一药业有限公司总经理,上海鸿联电器有限公司副总经理,上菱天安电冰箱有限公司副总经理,恒泰纺织品有限公司副总经理,上海航天局 802 研究所财务处处长等职。
李永忠	副总裁	46	2016/8	曾任上海市医药股份有限公司新药分公司副经理,医药分销事业部副总经理,总经理,上海市医药股份有限公司总经理助理,副总经理,上海医药集团股份有限公司副总裁等职。
刘大伟	副总裁	36	2016/8	曾任本公司投资发展部副总经理,上海医药分销控股有限公司财务总监,财务总部总经理,上海市医药股份有限公司财务总部总经理,部长助理,财务管理主任等职。
沈波	副总裁	43	2016/8	自 2012 年 6 月起至今担任上海复旦张江生物股份有限公司非执行董事。曾任上海金陵股份有限公司财务部副经理,上海实业医药投资股份有限公司财务总监,上海医药(集团)有限公司财务部总经理等职。

资料来源:公司公告,东吴证券研究所

## (二) 上海国资系统中唯一医药企业，国企改革刻不容缓

### 1. 上海市国企改革有突破，公司符合员工持股首批试点条件

国有企业是国家经济的重要支撑，自 1949 年中华人民共和国成立以来，国有企业占据主导或主体甚至垄断地位，这导致其他经济成分的企业逐渐萎缩。改革开放以来，国家开始了第一轮国有企业改革，从而打开了 30 多年 3 轮国企改革的篇章。

图表 17: 三轮国企改革介绍

国企改革	时间	重要节点	意义
第一轮	1978-1992	1978 年十一届三中全会；1984 年承包经营责任制、股份制试点等	政资分开
第二轮	1993-2013	1993 十四届三中全会提出建立现代企业制度；1996 年对 1000 个重点企业指导	“国资委”时代
第三轮	2014-	十八届三中全会提出混合所有制，2015 年明确其分类标准，提高国有资产证券化、实现整体上市、引入各类资源。	全面推动市场化改革

资料来源：中华人民共和国中央人民政府网站，发改委，东吴证券研究所

当前随着市场化程度越来越高，国有企业的缺陷也越发突出，而当前国企运营杠杆率不断提升（1-5 月国企负债增加 17.7%，资产增加 15.2%）、资源错配现象恶化（投资效率低），民营企业生存空间不断被挤压（部分行业对民企有苛刻的准入要求），推进国企改革脚步不断加快。

2013 年 12 月，上海成为国内首个推出地方国企改革方案（即“上海国改 20 条”）的省市，拉开了上海国有企业改革的序幕。

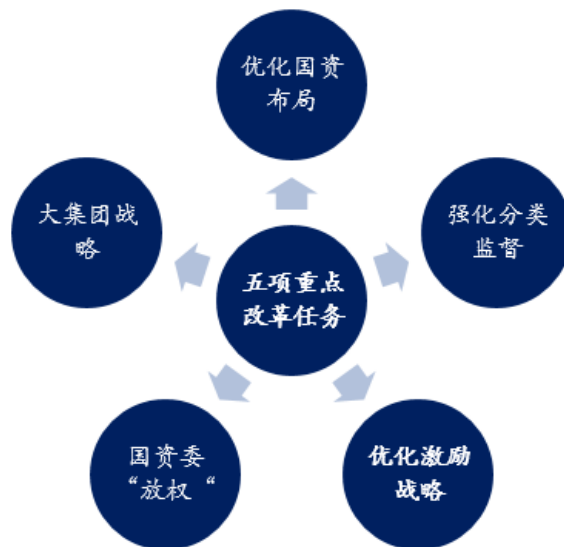
图表 18: 上海国企改革重要文件事件

时间	具体内容
2013.12	关于进一步深化上海国资改革促进企业发展的意见
2014.1	关于进一步加快培育上海国有跨国公司的实施意见
2014.7	关于推进本市国有企业积极发展混合所有制经济的若干意见(试行)
2015.2	上海市国资工作会议召开:国资在战略性新兴产业、先进制造业、现代服务业以及基础设施与民生保障等 4 大领域的集中度达到 70%
2015.6	上海浦东新区发布《关于进一步深化浦东新区国资改革促进企业发展的意见》
2016.1	上海市国资委印发《本市国有企业混合所有制改制操作指引（试行）》
2016.2	2016 年市国资委工作会议召开，加快推进整体上，重点领域集中度达到 75%
2016.7	上海市国资委三季度工作会议召开，奋力推进国资国企改革创新

资料来源：上海市国资委，东吴证券研究所

上海浦东新区于 2015 年 6 月 11 日召开深化国资改革促进企业发展工作会议，正式发布《关于进一步深化浦东新区国资改革促进企业发展的意见》（“浦东国资 18 条”），确定五大改革重点任务。

图表 19: 上海国企改革五大改革重点任务。



资料来源：上海国资委，东吴证券研究所

其中，优化国资布局即自贸区以及科创中心的建设；强化分类监管即实施分类改革，进一步推动企业契约化、市场化、去行政化；大集团战略即打造一批主业优势明显、组织架构合理、管控体系健全的战略集团公司；国资委“放权”即转变监管方式，优化出资人职能，构建、权责明确的国资监管体系；最后的优化激励机制，主要以出台《浦东新区直属企业领导人员管理办法》等四个配套文件的形式，完善企业内部激励方式，促进企业发展。

目前，包括光明乳业，上海梅林、上港集团、华谊集团等知名上海国企均已开展或接近完成具体国企改革进程，主要包括混合所有制推进、资产重组以及员工激励等。

2017 年 1 月，上海国资委印发《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》，将遴选 5-10 户企业开展首批试点，试点企业条件主要有 4 条，结合上海医药自身条件及实际情况，基本满足企业员工持股计划首批试点的条件。

图表 20:上海市地方国有控股混合所有制企业员工持股首批试点条件&amp;公司情况

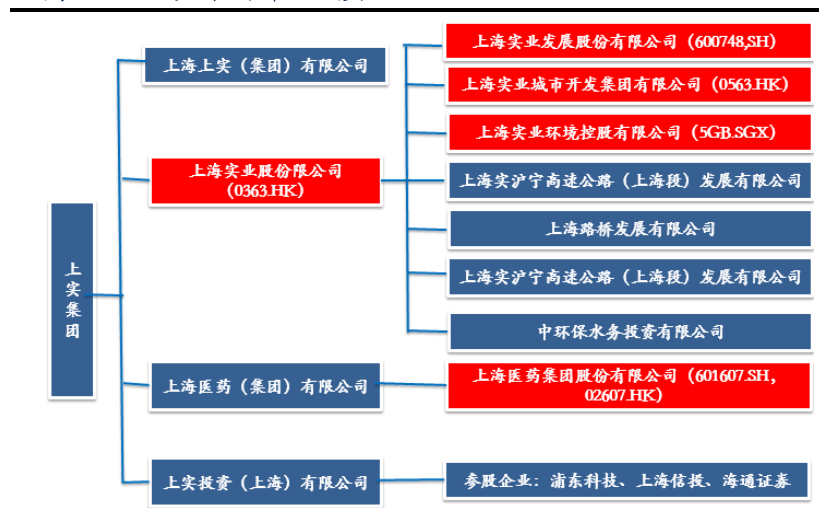
	必备条件&其他考虑条件		公司情况说明
1	主业应处于充分竞争行业和领域的竞争类企业	符合	公司所处医药流通板块，华润、国药、九州通以及各区域龙头竞争激烈
2	股权结构合理，非公有资本所持股份原则上不低于 10% 且公司董事会中有非公有资本股东推荐的董事	基本符合	公司 A+H 股上市，上海国资委直接或间接控股 35%，非公有资本股东持股超 10%；4 个独董，“非公有资本股东推荐的董事”有待商榷，但该条件实施难度较小。
3	企业股东会、董事会、监事会、经理层健全,董事会运作规范高效	符合	公司运转高效，年增长超 10%
4	营收和利润 90% 以上应来源于其所在出资监管机构一级企业的外部市场	符合	公司业务不仅仅局限在上海地区，业务范围覆盖全国；同时自身业务与上实集团（城建、环保等）关联少，不依赖大集团“内循环”业务
其他	上海明确优先支持人才资产和技术要素贡献占比较高的转制科研院所、高新技术企业、科技服务型企业开展员工持股试点	符合	公司工业方面研发投入超 6 亿元，研发能力强
	上海市属一级企业原则上暂不开展员工持股试点	符合	公司非市属一级企业（上实集团）

信息来源：上海市国资委、上海市财政局等，东吴证券研究所整理

## 2. 上海国资体系唯一医药企业，国企改革迫在眉睫

上海实业有限公司于 1981 年 7 月在香港注册成立，是上海市政府在香港的窗口企业，目前由上海市国资委全资控股，后更名为上海实业（集团）有限公司（简称“上实集团”）。上实集团明确了“融产结合”发展战略，综合运用多种投融资平台、通道和工具，通过资本运作来发现、培育、持有、退出产业，形成了“1+4+X”的产业布局，即以金融投资为先导，医药、基建、房地产、消费品四大产业为主体，运用新理念、新机制、新模式不断拓展和丰富新兴产业 X，包括新能源、环保、养老等。

图表 21: 上实集团部分成员企业





资料来源：上实集团官网，东吴证券研究所

2014 年，上海颁布国资企业改革 20 条，上海国企被分为竞争类、功能类以及保障类三种类别，其中，上海医药实际控制人上海实业（集团）有限公司被列为竞争类企业中的投资类企业。上海国资国企目前正在加大改革步伐，竞争类企业已经基本完成公司制改革，混合所有制企业已经占到系统企业总数的 64%，预计“十三五”末能完成五成以上竞争类企业的整体上市。

上实集团作为上海国资委旗下重要成员，在目前上海其他国有企业轰轰烈烈进行国企改革的情况下，预计未来还将会有更多的改革措施，随后也将带动旗下各个板块业务子公司的快速发展。

上海医药作为上海国资系统中唯一医药企业，在国有企业多元化不断加强的过程中，将成为上海国有企业改革的重要里程碑。鉴于其他几家大型国有企业国改的进程及经验，我们认为上海医药在未来的发展中将通过以下方式多方位推动公司的发展。

图表 22 公司国改潜在的实施措施

方式	作用
公司股份制度改革	促进投资主体多元化、经营机制市场化，在目前渠道并购竞争下，吸引更多优良资本注入加强自身资金实力以及资本运作能力
加快开放性市场化联合重组	通过合资合作或者战略联盟等方式，针对产业链与各类所有制企业实施联合重组，增强市场联动，市场整合提高自身竞争力
股权激励及员工持股	通过对公司高管、技术核心实施股权激励的方式，目前上海国资系统常见激励机制主要为现金激励（70%）和股权激励两种，增强全体员工动力

资料来源：上海市国资委，东吴证券研究所

## 二、医药商业爆发良机，全线布局彰显巨头雄风

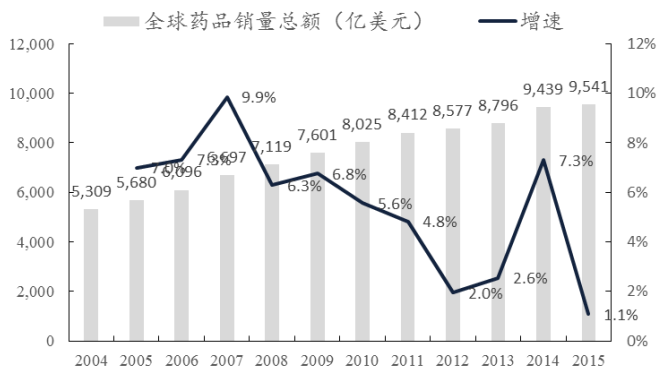
### (一) 分销业务：市场整顿带良机，业务结构升级拓空间

#### 1. 医药流通市场稳定发展，行业集中度逐年提升

当前全球医药流通市场呈现低速增长的态势，作为全球医药市场的重要组成部分，随着2015年全国药品流通行业实施“十二五”行业规划纲要收官，复杂多变的国内外经济形势以及日趋激烈的市场竞争为国内医药流通行业带来巨大的挑战与机会。规模化、集约化成为中国医药流通行业最主要的两大特征。

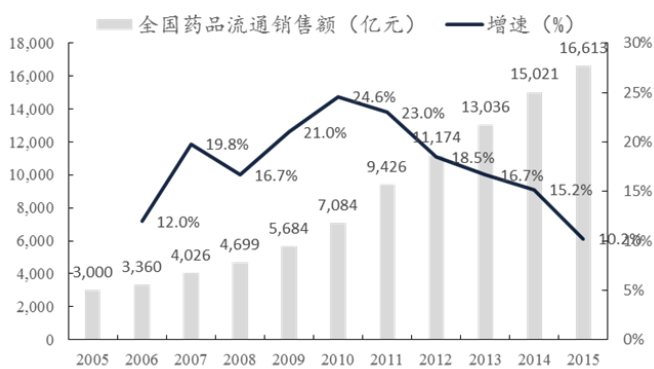
随着国内医改步伐不断加快，我国医药流通市场迎来一个重大节点，数据显示，目前我国医药流通市场规模仍以15%的速度增长。

图表 23: 全球药品流通销售额



资料来源: IMS, 东吴证券研究所

图表 24: 全国药品流通销售额



资料来源: 商务部, 东吴证券研究所

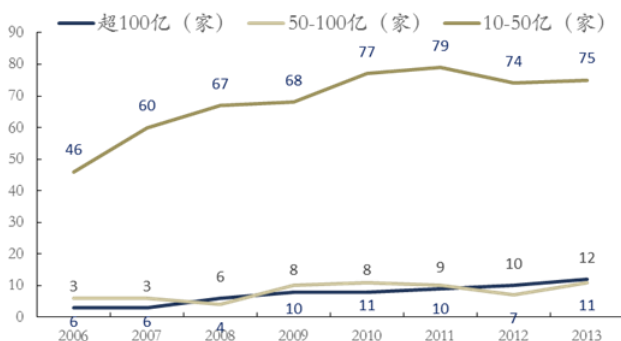
随着国内医疗环境不断改善，群众生活质量不断提升、健康意识不断加强，医药流通的市场规模不断扩大，吸引了更多的参与者加入竞争，然而整体的行业集中度却在不断提升。

图表 25: 全国药品流通行业市场集中度情况



资料来源: 商务部, 东吴证券研究所

图表 26: 全国药品流通企业营收情况

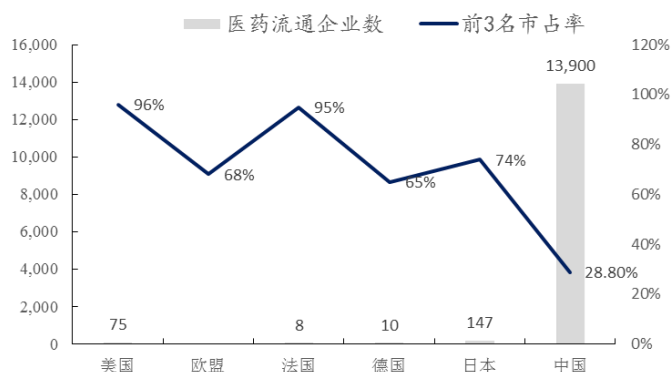


资料来源: 商务部, 东吴证券研究所

根据商务部的数据显示，截至 2015 年，行业前 3 名的市占率达到整体市场空间的 1/3，且不断提高，而前 100 名的市占率也达到 68.9%。与此同时，大型流通商数量基本稳定，新入者基本很难打破市场竞争格局。

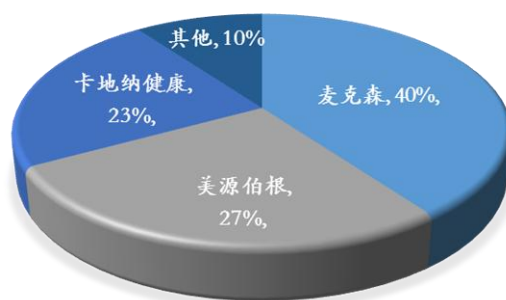
纵观海外市场，尤其是市场行业排头兵美国，其医药流通市场高度集中。发达国家美国、德国、日本的医药流通企业数目均远远落后于中国，而在市场前三名市占率的企业中，美国的麦克森、美源伯根以及卡地纳健康牢牢占据整个市场，市占率高达 90%。

图表 27: 2012 部分国家医药流通企业数及前三名市占率



资料来源：商务部，东吴证券研究所

图表 28: 2011 年美国医药流通行业市场格局



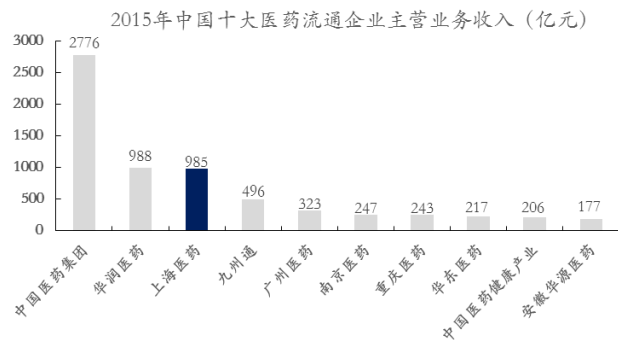
资料来源：商务部，东吴证券研究所

未来我国的医疗领域，随着国民经济迅速提升，医药流通行业也将逐渐走向规模化、集约化。在药品批发企业进一步提高市占率的同时，市场上占有一定规模的药品批发企业经营能力、营运能力和管理能力均将得到有效提升。“十二五”期间，全行业已形成 3 家年销售规模超千亿元、1 家年销售额超 500 亿元的全国性企业，同时形成 24 家年销售额过百亿元的区域性药品流通企业。整体向海外模式进行发展。

## 2. 医改推进加速行业转型，政策背书利好巨头发展

医改开展之前，国内医药流通行业乱象丛生，乱开票、乱过票、配送链不达标、溯源难等，造成医疗体系运行低效、资源浪费、患者健康遭受挑战等。经过“十二五”的一系列整顿，包括出台“两票制”、营改增等举措，提升了整体市场秩序，剔除了冗余环节，淘汰了低效流通商，最终逐渐形成了目前医药流通市场的三足鼎立（3 家营收超千亿企业中国医药、华润医药以及上海医药）+群雄逐鹿（各大区域型龙头加快圈地速度）的格局。

图表 29: 2015 年中国十大医药流通企业主营业务收入 (亿元)



资料来源: 商务网, 东吴证券研究所

随着公立医院改革试点、药品零差率、分级医疗和进一步推动医药分离等相关政策的出台, 以及近来“两票制”推行力度的不断加大, 医药流通的市场整合大势所趋。

图表 30: 医药流通相关重要政策列表

时间	政策	详情
2011/5	药品流通行业“十二五”规划	出现全国性和区域性龙头企业, 提高市场集中度, 推进零售连锁化
2015/10	国务院《关于第一批取消 62 项中央指定地方实施行政审批事项的决定》	取消基本医疗保险定点零售药店和医疗机构资格审查
2015/6	《关于完善公立医院药品集中采购工作的指导意见》	建立国家平台披露药价信息, 首提建立药品价格谈判机制
2015/12	《国务院关于深化医药卫生体制改革工作进展情况的报告》	医疗、医保、医药“三医”联动推进改革机制有待进一步完善
2016/2	国务院常务会议部署推动医药产业创新升级	建设遍及城乡的现代医药流通网络, 逐步理顺药品耗材价格。
2016/3	《2016 年政府工作报告》	推进医药流通改革
2016/4	国务院《关于印发深化医药卫生体制改革 2016 年重点工作任务的通知》	今年之内“两票制”在国家医改试点省份必须落地。
2016/7	CFDA 公布修改版的《药品经营质量管理规范》(GSP)	追溯制度、疫苗、三证合一等加强
2016/10	安徽、浙江等地“两票制”方案陆续落地	试点省市 2017 年 1 月 1 日正式实施两票制
2017/1	卫计委公布《在公立医疗机构药品采购中推行“两票制”的实施意见(试行)》	国家版“两票制”文件出台, 明确两票制界定、实施范围等, 争取到 2018 年在全国全面推开。

资料来源: 国务院, CFDA, 卫计委, 安徽、浙江卫计委, 东吴证券研究所

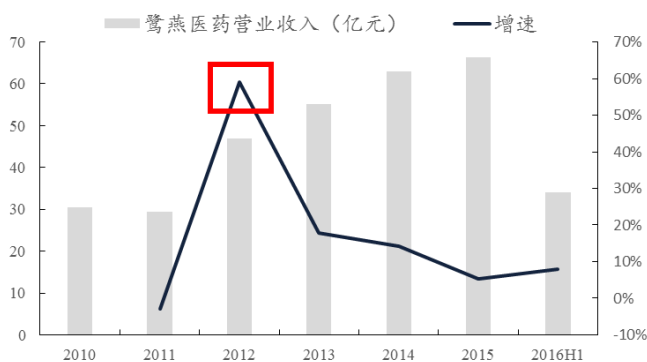
两票制对于流通行业无异于一颗重磅炸弹。医药自然人因为是要部门的查处挂靠、走票等, 面临的危机更为巨大。上下游的运作都需要大量资金投入, 而收益却不能主动掌控, 上游受制于企业的返现、下游受

制于医院的回款，投资和回报之间的风险变得越来越大。而且，在瞬息万变的政策压力下，存在有失控的可能。先有对走票、挂靠的打击，紧接着两票制逐步推广，由此可见**医改的宗旨是让整个流程趋于简洁可控**。

两票制的最终结果很可能是无上游资源、无下游网络小商业公司被淘汰，**大型流通渠道商依赖自身渠道、体量优势，通过兼并收购流通企业，进而不断扩大自身规模**。国家版“两票制”文件各地、各有关部门要打破利益的藩篱，破除地方保护，支持网络体系全、质量信誉好、配送能力强的大型药品流通企业到当地开展药品配送工作，**破除地方保护**，使得更具效率的大型药品流通商能够顺利开拓市场，同时也有利于地方药品流通系统的建设和完善。

**福建**是目前全国唯一一个真正全面实施“两票制”的省份，从 2012 年 7 月开始全省贯彻落实。“两票制+配送商业整合”已经改变了福建省医药流通的市场生态。福建泉州地区医药商业前三的泉州鹭燕、国药控股福建公司、泉州东大医药的市占率由 2011 年 50%左右上升至 2015 年的 70%，行业集中度明显提升。其中，随着地方“两票制”的推广，2012 年鹭燕医药的营收增速高达 58.9%。随着医改试行省市“两票制”方案逐渐落地，市场整合速度将进一步加快。

图表 31: 鹭燕医药营收情况

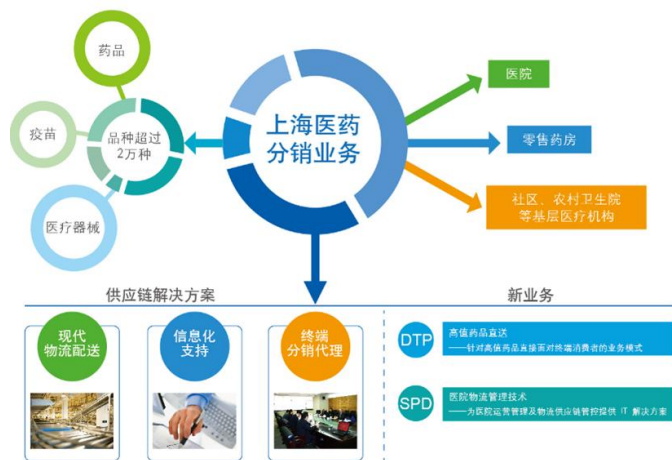


资料来源：鹭燕医药招股说明书，东吴证券研究所

### 3. 巩固传统强势地域，西南、东北业务增添公司发展潜力，内生+外延双重拉动

分销业务不仅仅是公司主营业务，同时，也是公司一些医疗领域业务的核心部分，上游的医药制造、下游的医疗终端、零售药店等均与分销业务紧密相连。因此充分发挥公司分销业务的优势，有利于其他相关业务的良好运转。

图表 32: 上海医药医药商业板块

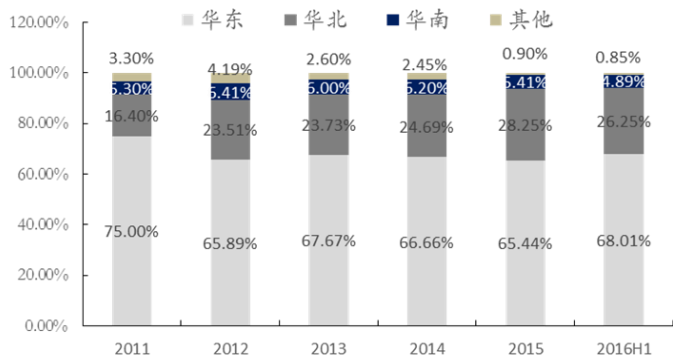


资料来源: 公司官网, 东吴证券研究所整理

(1) 巩固传统强势地域, 西南、东北业务增添公司发展潜力, 内生+外延双重拉动

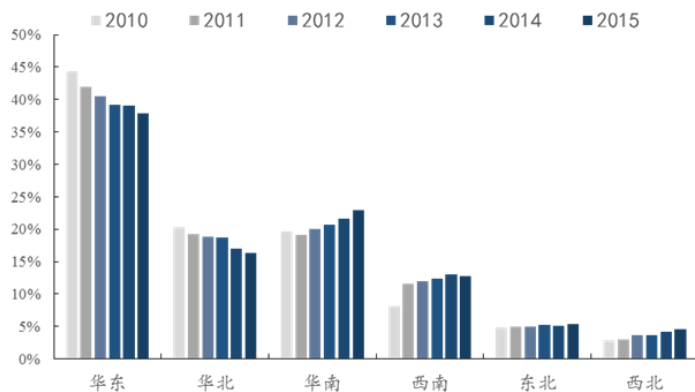
地域布局方面, 公司在分销领域的战略是从华东、华北向全国扩张。目前公司一方面通过整合加强现有优势的华东、华北区域, 一方面积极加大西南、东北等未覆盖区域布局。我们认为, 公司有望在内生和外延两个方面加快增长, 从而实现跨越行业的快速增长。

图表 33: 2011-2016H1 上海医药区域分销营收占比



资料来源: 公司公告, 东吴证券研究所

图表 34: 2010-2015 全国各区域医药流通销售额占比



资料来源: 商务部, 东吴证券研究所

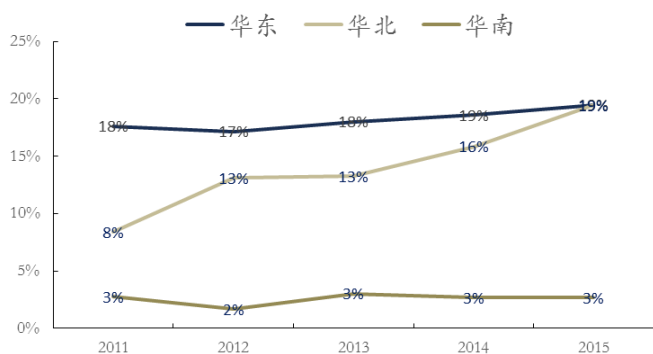
**华东地区:** 上药以上海医药流通市场起家, 深耕华东地区, 2011 年起, 公司在华东地区市场份额达到 18%, 并稳步提升, 而在上海医药市场, 自公司 2010 年重整以后, 市场份额超过 50%, 成为上海医药流通市场的绝对龙头。我们认为在两票制环境下, 中小流通商无法生存, 公司的优势地区华东势必加快市场整合。

**华北地区：**上药 2011 年完成对中信医药实业有限公司的全资收购，一举进入华北乃至北京市场，并超过国药控股，跃居第二。

**华南地区：**目前的市场份额为 **3%左右**，在华南这个全国第二大的市场中（22%），公司尽管目前基数小，但发展弹性更大，结合区域优势产生联动效应以及自身医药工业业务，提升该区域流通效率及盈利能力，势必能在华南医药流通市场立足以及长久发展。

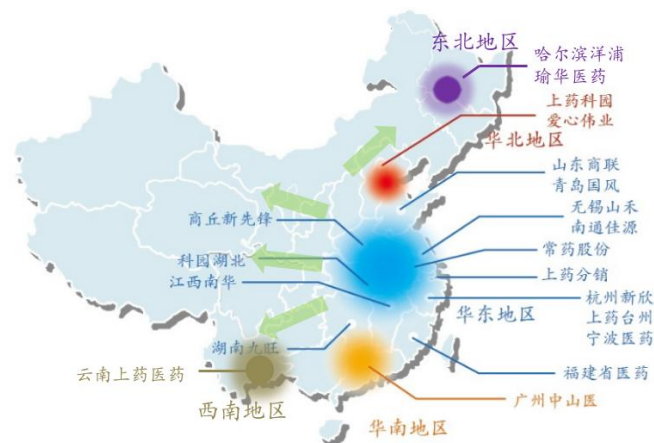
**东北及西南地区：**面对公司布局薄弱的现状，上海医药加快布局全国商业网络方面，公司由下属全资子公司上药科园信海医药有限公司收购**哈尔滨洋浦瑜华医药经销有限责任公司 60%股权**。为拓展西南市场，公司决定收购**云南上药医药有限公司 70%股权**。我们认为，公司已经明确了加速商业整合并购的发展方向，结合公司优秀的管理经验，公司外延增速也将加快发展。

图表 35: 上海医药在各区域市场份额估算



资料来源：卫计委，公司年报，东吴证券研究所整理

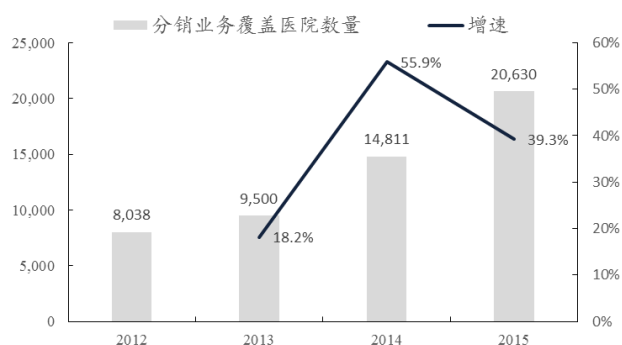
图表 36: 上海医药分销业务区域布局



资料来源：公司官网，东吴证券研究所整理

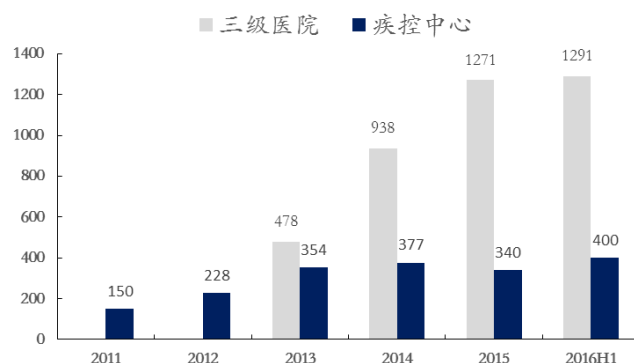
**终端布局方面**，公司覆盖的医院数目由 2012 年的 8,038 家提升至 2015 年的 20,630 家，复合增长率为 **36.91%**，覆盖三级医院占全国三级医院的比重由 **26.7%提升到 61.1%**，并且在终端覆盖数量和质量上均有大幅提升。公司已在过去 3 年内从 13 个省份延伸到 18 个省份，未来 3 年的目标是从目前 18 个省份扩展到 **26-28** 个。在两票制的环境下，高比例的纯销占比让公司发展更加安全。

图表 37: 2012-2015 公司分销业务覆盖医院数



资料来源: 公司公告, 东吴证券研究所

图表 38: 2011-2015 公司覆盖医院及疾控中心数

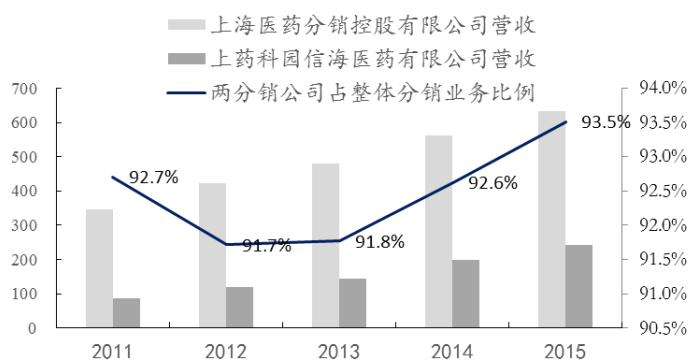


资料来源: 公司公告, 商务部, 东吴证券研究所

## (2) 优化分销业务结构, 提升品类竞争优势

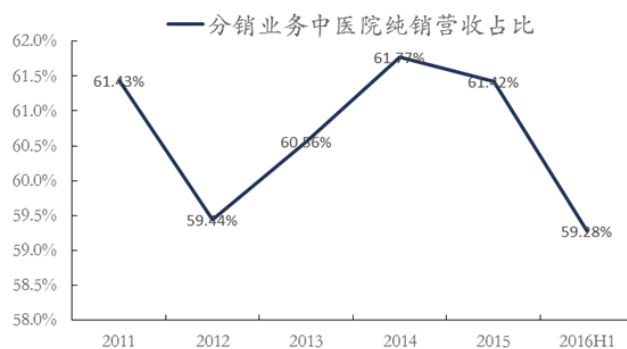
上药分销控股及上药科园信海是公司两个主要业务平台, 2015 年营收分别达到 634.32 亿元、242.07 亿元, 累计占分销业务营收的 93.5%。目前, 分销业务中, 公司近几年始终保持较高的医院纯销比例, 增强抵抗两票制、营改增对行业冲击的能力。

图表 39: 上药两大分销子公司营收情况 (亿元) 及分销业务占比



资料来源: 公司公告, 东吴证券研究所

图表 40: 上海医药分销业务中医院纯销占比

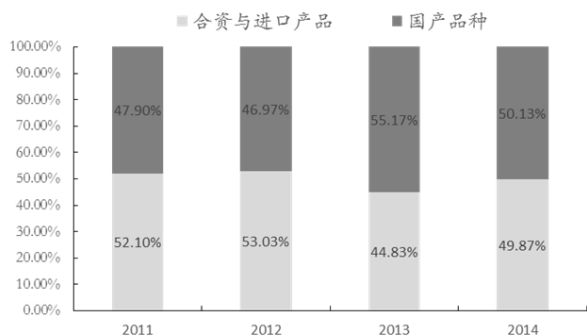


资料来源: 公司公告, 商务部, 东吴证券研究所

传统分销以药品及低值耗材为主, 在市场竞争加剧的过程中, 盈利水平面临巨大挑战。因此, 公司调整业务品种, 其进口合资品种始终保持较高比例 (2015 年达 50.13%), 并且不断引进增加新品种, 同时也在大政策下保持国产药品的比例, 2015 年, 新进国产药品高达 9701 种, 远远超过合资进口产品的 418 种。公司不断丰富整体品类, 加强自身竞争力。

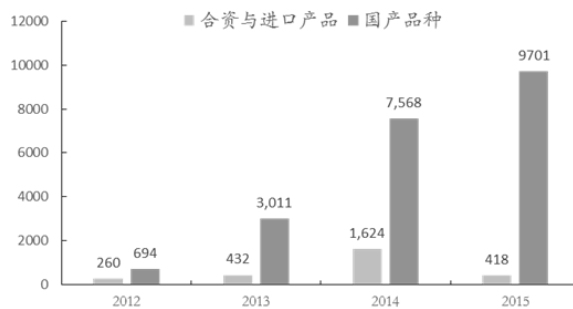


图表 41: 公司分销业务合资进口产品与国产品种营收占比



资料来源: 公司公告, 东吴证券研究所

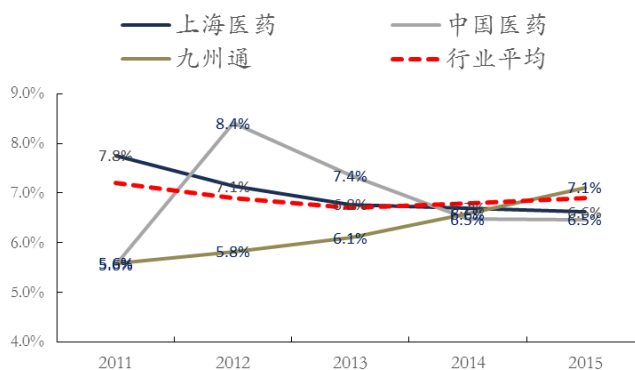
图表 42: 公司新进品种情况



资料来源: 公司公告, 东吴证券研究所

除了传统药物的不断推进外, 公司同时开拓了疫苗以及高值耗材方面的销售业务, 使整体产品线更加多元化, 同时盈利能力大幅提升, 公司医药商业毛利率接近行业平均水平。

图表 43: 医药流通上市公司医药商业毛利率及行业平均毛利率

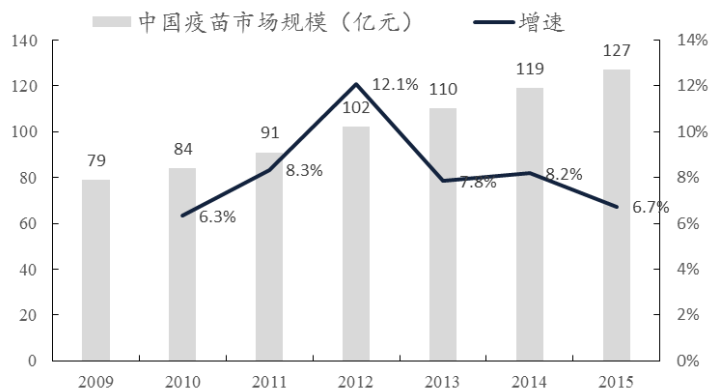


资料来源: 商务部, 上市公司公告, 东吴证券研究所

### (3) 疫苗、高值耗材业务高速发展提升分销业务盈利能力

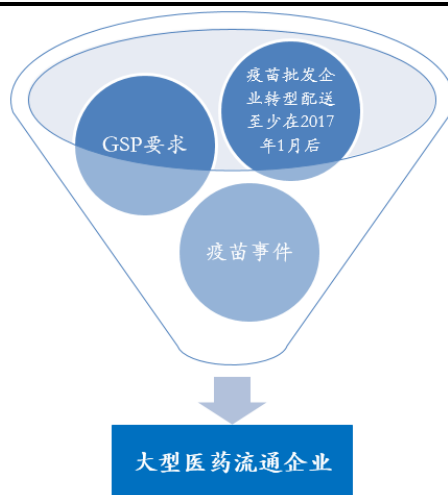
疫苗是防治传染病最有效的手段, 防疫刚需推动着国内疫苗市场稳定增长, 而二胎全面放开以后, 市场有望迎来一次爆发。EvaluatePharma 数据显示, 2014 年全球疫苗市场销售总额达 263.81 亿美元, 而国内市场空间已超百亿。

图表 44: 中国疫苗市场规模



资料来源: KaloramaInformation, 东吴证券研究所

图表 45: 大型医药流通企业将成为配送商首选

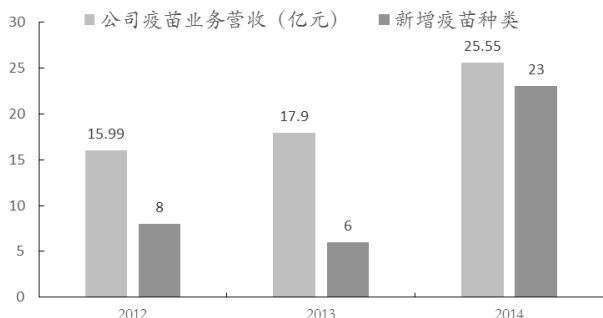


资料来源: 卫计委, 东吴证券研究所整理

山东疫苗案促使国家对疫苗生产、配送等环节采取了各位严格的管控措施。新版《疫苗流通和预防接种管理条例》出台, 规定全程冷链的储运要求, 提高了配送业务的准入门槛, 大型医药流通企业和大型疫苗批发企业转型配送最为可行。新版 GSP 要求、疫苗突发事件影响以及批发企业转型周期长使得上海医药等大型医药流通企业成为配送商首选。

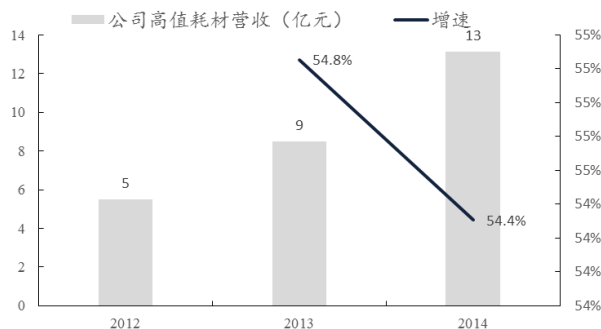
上海医药积极探索与疫苗厂家市场协作推广模式, 并建立了与超过 6 家大型合资进口疫苗生产厂家的全面合作, 扩大直接网络覆盖, 2012 年疾病预防控制中心 (CDC) 直接覆盖客户 78 家, 总数达到了 228 家, 目前达到 400 家。疫苗产品的分销业务居于全国领先地位。2014 年公司疫苗业务营收达 25.55 亿元, 并新增了 23 种疫苗。随着公司 B2B、B2C 业务逐渐成熟, 疫苗业务将借助自有品牌形成协同作用, 自上而下迎来爆发。

图表 46: 公司疫苗业务营收及新增品种数



资料来源: 公司公告, 东吴证券研究所

图表 47: 公司高值耗材营收



资料来源: 公司公告, 东吴证券研究所

高值耗材主要属于医用专科治疗用材料，例如心脏介入、外周血管介入、人工关节、其他脏器介入替代等医用材料，目前主要有两大特点：**毛利率极高、国内市场进口产品占据半壁江山**。目前国内高值耗材市场空间高达 359 亿元，空间巨大。

公司是少数几家同时获得多家跨国公司高值耗材分销代理权的公司，公司不断加快新产品的引进，从原先聚焦于心脏、骨科、神经产品线，向全产品线延伸，新增了冠脉介入领域、起搏器、电生理领域、心血管外周领域、骨科创伤类和脊柱类领域等**高值耗材的产品代理和服务**，耗材分销业务得到快速增长。

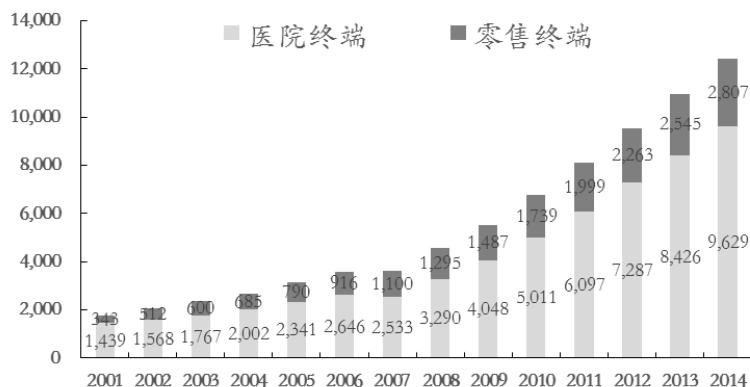
2013 年公司为拓展医疗器械分销市场，由上药科园信海医药有限公司投资 3,000 万人民币，全资新设了一家医疗器械公司——上药医疗器械（北京）有限公司，该板块业务持续高速发展中。

## （二）零售业务：处方外流大势所趋，“多品牌+规模化”齐头并进

### 1. 处方外流助飞零售药店，连锁规模化成为趋势

目前，国内终端药品销售主要以医院为主，2014 年其比例高达 77%，正好与美国相反。医院终端药品销售的快速增长也导致医保压力日益巨大。

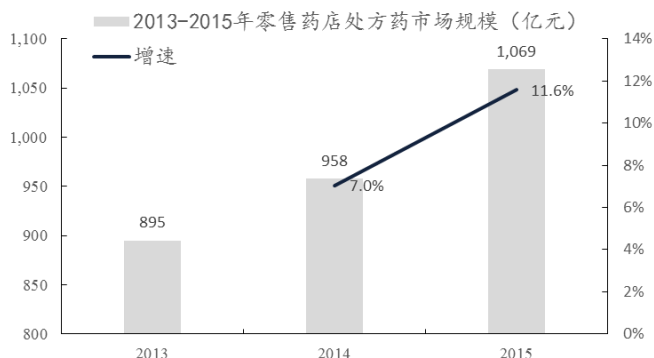
图表 48：国内终端药品销售额（亿元）



资料来源：Wind 资讯，东吴证券研究所

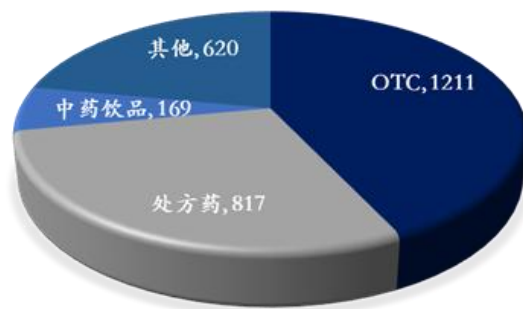
为改变国内医疗“以药养医”的大环境，政府相继提出了降低药占比、控制辅助用药以及中成药的使用、医生多点执业等政策，很大程度上带动了处方药的外流。

图表 49: 2013-2015 年零售药店处方药市场规模(亿元)



资料来源: 中康 CMH, 东吴证券研究所整理

图表 50: 零售药品种营收占比



资料来源: 商务部, 东吴证券研究所

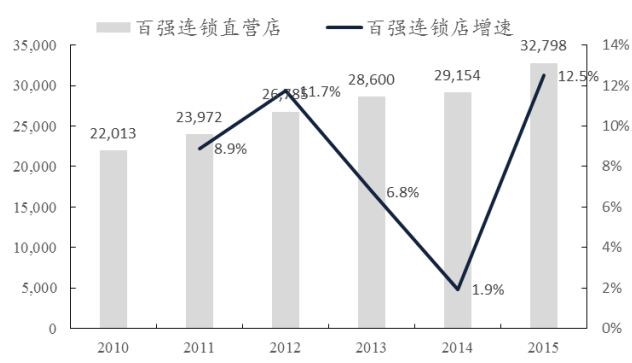
作为处方药外流的最大受益者, 国内零售药房目前处方药比例仅为 29%, 未来提升空间巨大, 而从目前零售药店处方药的趋势来看, 其市场规模正加速发展。全国范围内药房总数稳定上升, 并呈现出**市场集中化、品牌连锁化**的趋势。

图表 51: 全国药店总数



资料来源: 商务部, 东吴证券研究所整理

图表 52: 全国百强连锁药店情况

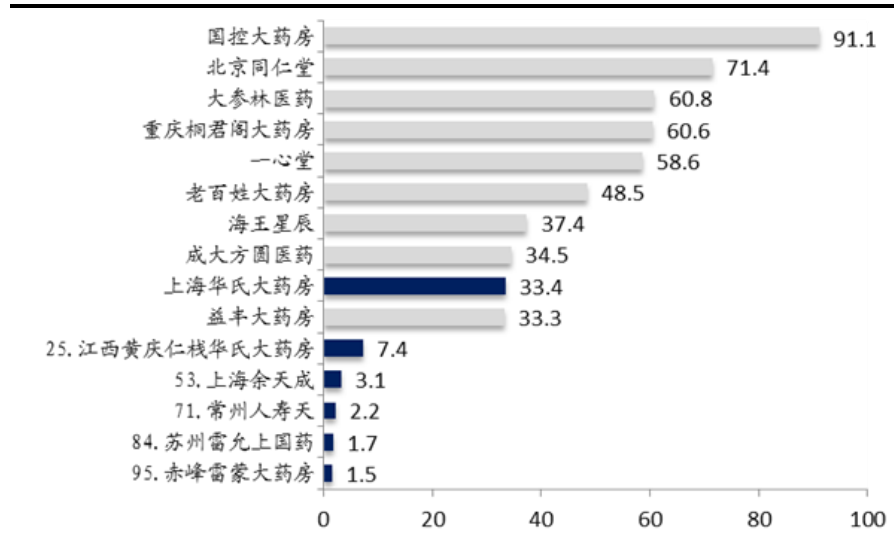


资料来源: 西普会, 东吴证券研究所

## 2. 多品牌战略多线布局, 短平快可复制模式高速扩张

公司全面布局药品流通产业链, 在下游药品零售行业有诸多知名品牌, 包括上海华氏大药房、雷允上、上海余天成、江西黄庆仁栈氏大药房、常州人寿天、赤峰雷蒙大药房、信海科园大药房等, 当前总共覆盖了全国 16 个省市, 下属品牌连锁零售药房 1,769 家, 其中直营店 1,167 家, 与医疗机构合办药房 29 家。

图表 53: 2015 年全国各大连锁药店年销售总额 (亿元)



资料来源: 中国药店, 东吴证券研究所

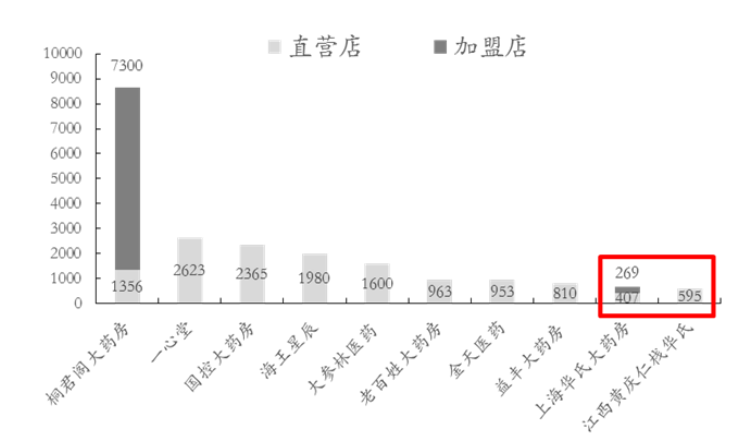
上海医药旗下目前有多品牌零售药房进入全国百强, 其中, 上海华氏大药房以 33.4 亿元位列第 9 名, 江西黄庆仁栈华氏大药房、上海余天成、常州人寿天、苏州雷允上、雷蒙大药房年销售额均过亿, 分别位列行业第 25、52、71、84 以及 95 名。其中, 上海华氏大药房是华东地区拥有药房最多的企业之一, 作为唯一进驻上海世博会的连锁药房, 在华东地区具有极高的知名度和信任度。

图表 54: 上海医药零售店构成情况



资料来源: 公司公告, 东吴证券研究所

图表 55: 国内主要医药零售药店构成情况



资料来源: 中国医药, 东吴证券研究所

上海医药零售店主要以直营店为主, 截至 2015 年底已有 1167 家直营店, 602 家加盟店, 整体药店数目成一定幅度下降主要源自加盟店数目的下降, 这是由于公司目前正处于逐渐提升加盟门槛、维护品牌知名度以及服务质量的转型期, 后期一旦标准化流程确定, 可复制的连锁方式还将迅速展开。

通过投资及并购，公司在部分区域以及省市布局了一系列当地具有知名度、患者粘性强的连锁药房品牌。整体格局主要以华东地区为主、逐步延伸至华北地区，最后辐射至全国其他区域。

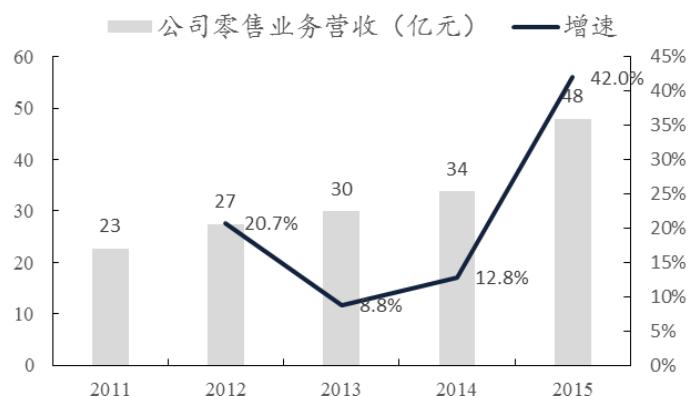
公司在零售端迅速布局，也迅速在该业务板块中体现其业绩，2015 年公司零售端收入 48 亿元，近 4 年复合增长率达 20.19%，其加速上升的态势彰显着其全面推进的决心。

图表 56: 公司连锁零售药房品牌主要分布



资料来源：公司公告，东吴证券研究所

图表 57: 公司零售药店营业收入



资料来源：公司年报，东吴证券研究所

### (三) 传统方式遭遇瓶颈，模式创新与时俱进

传统医药流通行业对于上游医药、器械厂商以及下游终端医疗机构、药店甚至病人差异化的需求难以采取个性化的对应手段，因此行业乃至公司的发展路程十分曲折。

#### 1. 他山之石：美国医药流通市场集中后的模式创新之路——业务创新打破格局

美国医疗行业领先国内数十年，其早期发展轨迹与目前国内情况极其相似，对我国具有非常重要的借鉴意义。

上世纪 80 年代，随着美国政府在处方药销售法案的基础上提出了“授权批发企业制度”，药品供应链的安全要求不断提升，而市场定价机制等政策的提出大大削弱了医药流通商在议价环节的地位，再加上药品价格的提高，下游终端的需求规模快速增大，对流通商的现金流压力极大。

因此很多中小型流通企业不得不接受被大型竞争对手兼并的结局，整个市场呈现“大鱼吃小鱼”的格局，竞争者由 300 多家下降至目前 46 家，且前三强占据了超过 90% 的市场份额。

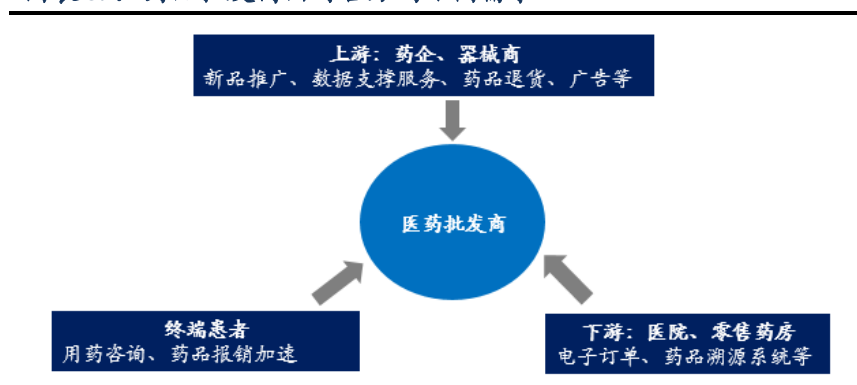
图表 58: 美国前三大医药批发商情况

2015 年	毛利率 (%)	营收 (亿美元)	净利润 (亿美元)	当前市值
麦克森	5.98	1908.84	22.58	295.63
卡地纳健康	5.38	1215.46	14.27	208.58
美源伯根	2.60	1468.5	14.28	151.32

资料来源: 麦克森、卡地纳健康、美源伯根年报, 东吴证券研究所

分析 2015 年美国医药流通的前三强看出, 企业毛利率较低, 在市占率超过 90% 的情况下很难再通过增量扩张的方式进行大幅提升。现有的竞争格局以及外部市场环境推动批发企业通过创新业务实现转型。转型的驱动主要是上游药企、器械商以及下游终端、零售客户需求的变化。

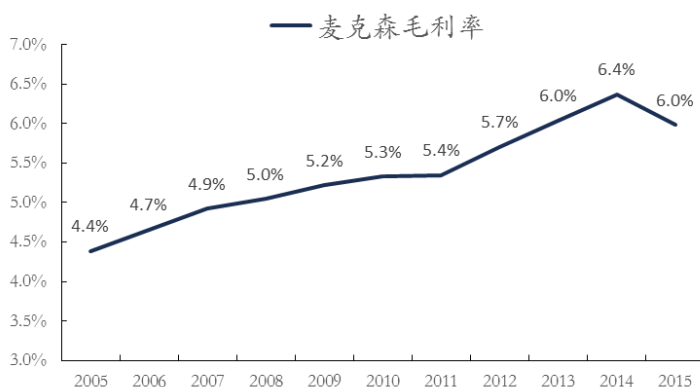
图表 59: 药品批发商面对各方的不同需求



资料来源: 麦克森公告, 东吴证券研究所

以麦克森为例, 其近十年推出了各种不同配套服务, 使得其近年来的盈利水平不断提升。

图表 60: 近十年麦克森毛利率变化



资料来源: Wind 资讯, 东吴证券研究所

目前美国 62% 的药品通过药店进行销售, 其中美国 40% 以上的药品通过连锁药店进行销售。美国药品零售的前三强基于其多元化的服务, 逐步巩固其市场地位, 并不断提升其盈利能力。

图表 61: 美国三大零售药店多元化创新措施

	信息化	便民服务	多元化
西维士药店	大数据分析门店商品结构并调整; ERP 系统应用于上中下游管理, 达到物流、客流、信息流、现金流的重新组合; 客户消费、疾病信息共享, 提供健康管理服务	MinuteClinic	处方药、非处方药、美容保健品、化妆品等
沃尔格林		TakeCare 诊所	
来爱德		药店诊所	

资料来源: 公司公告, 东吴证券交易所

## 2. 药房托管+SPD+DTP+上药云健康, 新模式多管齐下

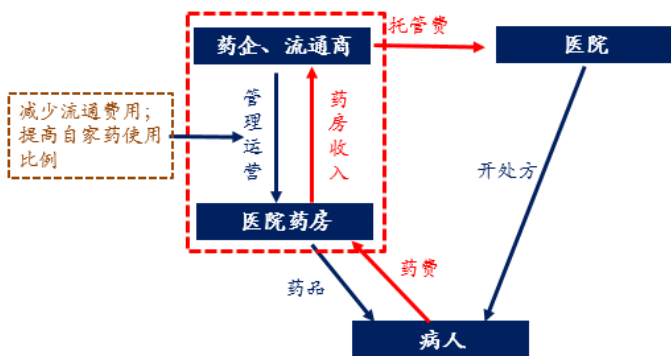
### (1) 托管药房数量逐年稳定提升, 达到 99 家

药房托管是指医疗机构通过契约形式, 在药房的所有权不发生变化的前提下, 将其药房交由具有较强经营管理能力、能够承担相应风险的医药企业进行有偿的经营和管理, 明晰医院药房所有者、经营者之间的权利义务关系, 保证医院药房财产保值增值, 并创造可观的社会效益和经济效益的一种经营活动。

药房托管的诞生主要基于以下三个驱动因素:

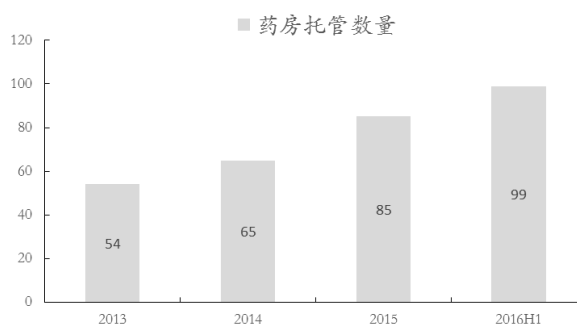
- **促进医药分离。**切断医院、医生开方与药品销售之间的直接经济利益, 又不至于使医院因失去药品收入而无法生存。
- **杜绝医药领域商业贿赂。**切断医生通过开药获取回扣的渠道。
- **降低药价。**降低药企运营成本, 减少流通环节。

图表 62: 药房托管模式介绍



资料来源: 商务部, 东吴证券研究所

图表 63: 公司医院药房托管数量



资料来源: 公司年报, 东吴证券研究所

药房托管能够创造“三赢”的共赢局面:

**医院:** 医药分开, 降低药占比; 降低运营成本。

**药企、流通商等管理方:** 与自身业务协同, 包括医药流通以及医药制造, 切入服务。



**病人：**由于切断医生回扣等，成本下降，药价降低。

上海医药在医药分销的基础上，覆盖 26,000 多家医疗机构，发挥自身优势，开启药房托管业务，协同自身分销业务。

2013 年以来公司托管药房数量逐年稳定提升，2016 年 H1 达到 99 家。通过该业务，公司在保证自身上游医药制造、中游医药流通等业务提升的同时，还能通过运营药房获得**终端药费收入**，同时与**医院形成更加牢固的共同利益关系**。

## (2) 全国首推 SPD，超过 40 家医院开展

**SPD (医药物流管理技术)**，也称为医药物流外包，即通过医院院内供应链协作，为医院运营管理及供应链管控提供 IT 解决方案。

图表 64: SPD 模式介绍



资料来源：公司官网，东吴证券研究所

目前已有超过 40 家有托管药房合作的医院与公司全面实现了医院信息管理系统建设。通过 SPD 业务，公司积极参与医改，争取更大市场份额，为医院运营管理及供应链服务提供支持。基于在华东地区的巨大优势，公司在上海新建“5+3+1”的医院的药房供应链外包服务的改革试点中取得了主导地位，在北京等其它部分省市的多家三甲医院信息化网络建设、托管药房的项目中取得了实质性的进展。

## (3) DTP 业务加速发展，复合增速超 30%

**DTP (直销患者药房)**，即零售药店通过获得制药公司授予的产品经销代理权，省却代理商，患者在医生处获取处方后，可以在该药店直接买到药物。该模式着眼**新药特药**市场，以服务患者为核心。

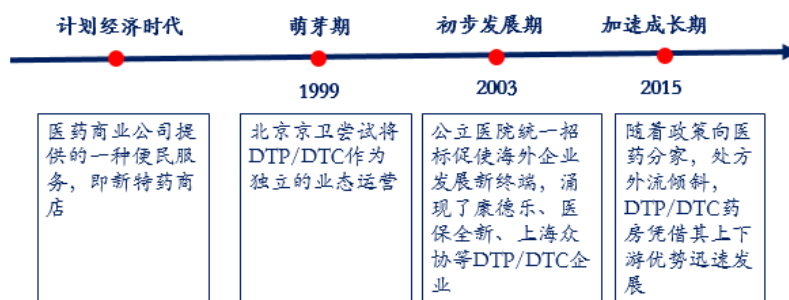
DTP 的发展其实源于市场的变化，最主要的是肿瘤的高发，由于其治疗药物基本为专利药，因此价格极高，IMS 的统计显示，2013 年抗肿瘤专利药患者月均花费约 1 万美元，较 2003 年月均 5000 美元相比实现

翻番，个别抗肿瘤药品月均消费甚至超 3 万美元。尽管这些药品价格很高，但很多医院拒绝备货：一是上述药品多为**自费药**，并非医院必备；二是多数上述药品对**仓储条件要求很高**；三是部分药品是**孤儿药**，医院备货可能两三个月都销不出去。

从目前**美国 DTP 药房**的品种结构来看，**肿瘤、关节炎、艾滋病、肾病占据了超过 80% 的营业额**。DTP 业务的**利润率远远超过 OTC**，开始占到连锁药店营业额的 10%-15%，其业务范围包括审核处方、协助医保报销、特殊用药指导、私人疾病管理、24 小时咨询服务、隐私保护、药品直送等，同时还能够为药品生产厂家提供用药信息反馈、患者教育等服务。美国零售连锁药店三巨头公司在开展零售药店的同时，增加了药学服务等其他业务，Walgreens 公司创新地利用互联网开展业务活动。

当前，随着医药分家、处方药外流政策的颁布，国内 DTP 市场迎来了加速成长阶段。

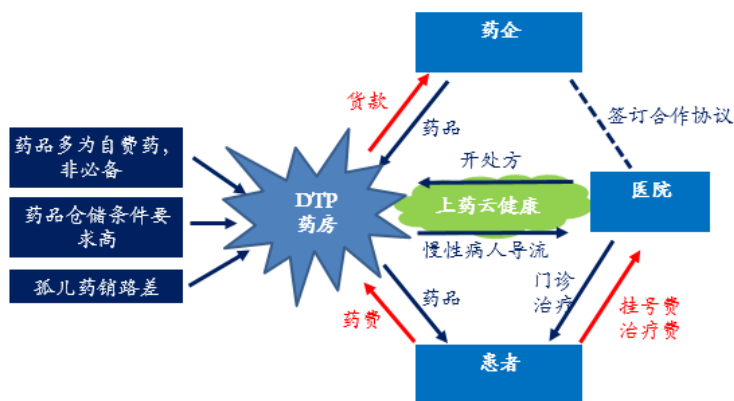
图表 65: 国内 DTP 发展历程



资料来源：康德乐公告，东吴证券研究所

2010 年，上海医药并购**上海众协**。由于对该项业务的重视，上药并没有将 DTP 业务放在零售板块，而是独立地作为其在分销领域创新服务的重要内容。

图表 66: 公司 DTP 模式示意图

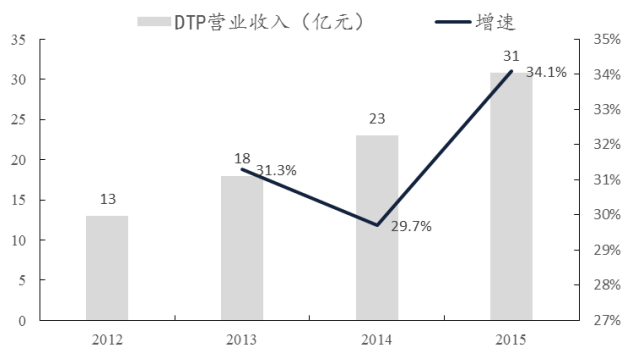


资料来源: 公司公告, 东吴证券研究所

公司 DTP 药房主要以**新药特药**为主, 为了降低药占比, 医院愿意将该部分处方留至 DTP 药房, 作为回报, DTP 药房用户, 即一大部分的慢性病人也能导流至医院, 实现共赢局面。

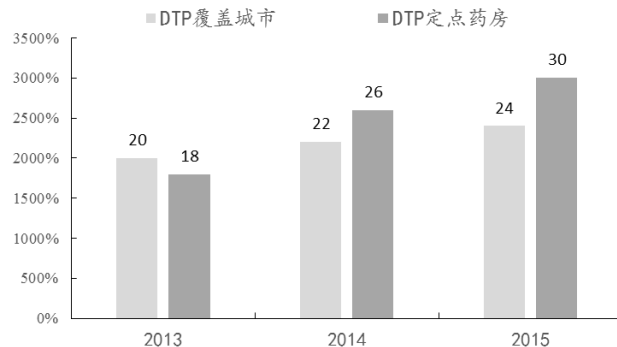
截至 2015 年底, 公司 DTP 业务覆盖 24 个城市, 共计 **30 家 DTP 定点药房**, 全年业务平台实现销售收入 24.78 亿元, 成为国内 **DTP 行业领头羊**。

图表 67: 上海医药 DTP 营业收入 (亿元)



资料来源: 公司公告, 东吴证券研究所

图表 68: 上海医药 DTP 覆盖城市及定点医院数目



资料来源: 公司公告, 东吴证券研究所

#### (4) 积极布局医药电商, 为患者提供处方药 O2O 销售、健康管理的服务及贸易型电商

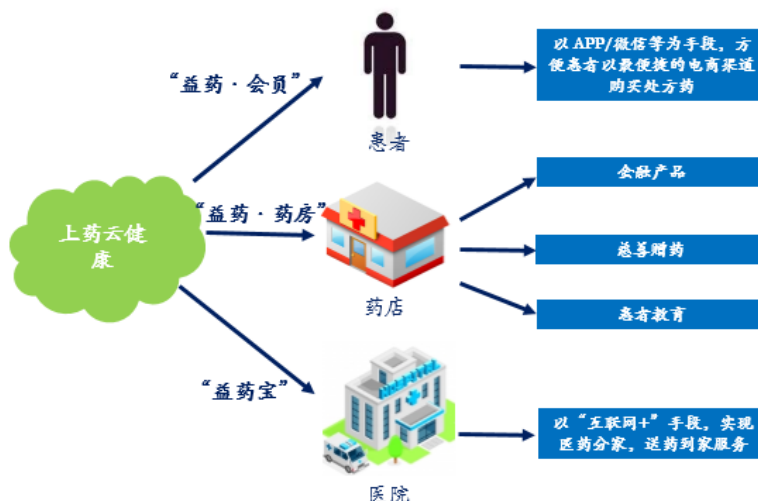
2015 年 3 月, 为顺应国家医疗卫生改革以及互联网技术发展的趋势, 积极探索全新的医药商业模式, 公司与下属上海医药众协药业有限公司总经理季军共同投资设立上海医药大健康云商股份有限公司, 公司占其 70% 股份。新设公司将着力打造线上平台和线下网络, 定位是为患者提供处方药 O2O 销售、健康管理的服务及贸易型电商。

在患者层面，推出了“益药·会员”项目，医药健康 APP 在今年上半年新增的客户达到了 5000 名左右，新增加的订单突破了 12000 单，实现销售额 1584 万。

在药店层面，推出了统一化的“益药·药房”，立足于药店，打造“一站式”处方药零售解决方案，金融产品旨在解决患者高价自费药的资金压力困难，为慢病费药病人进行分期付款，使得患者降低用药成本，公司已经和一些大的肿瘤药厂进行合作，产品已经扩展到 12 个国家，目前有 12 万客户正在享用公司的服务。公司还联手京东，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。

在医院层面，推出了“益药宝”项目，提供了“互联网+”药品供应链全程解决方案。截至 2016 年上半年，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。

图表 69: 公司上药云健康运营模式示意图



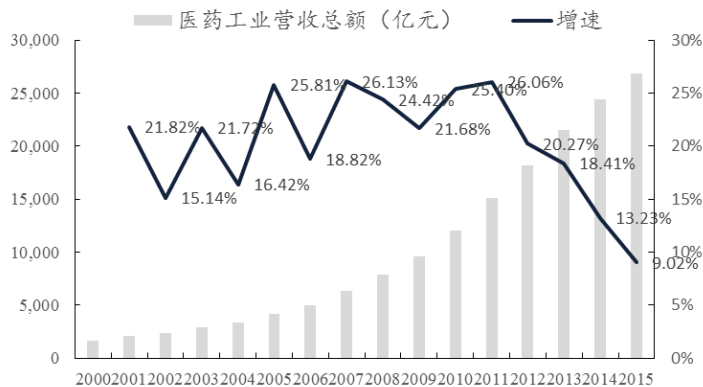
资料来源：公司公告，东吴证券研究所

### 三、医药工业业务：研发与重点产品聚焦并行，业绩稳步提升

#### （一）行业洗牌加剧，集中度持续提升，优势企业受益

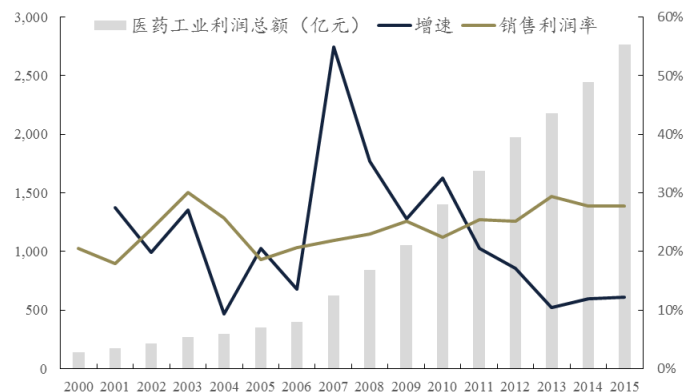
受到相继出台的医保控费、药占比控制、创新药上市审批时间缩短、新一轮药品招标采购等国家政策影响，国内医药工业增速持续放缓。2015 年，国内医药工业增速从 2011 年的 26.06% 下降至当前 10% 左右，行业竞争激烈，洗牌加速。从整体营收以及利润情况可以看出，行业革新带来的阵痛是整体营收增速出现下降，但从另一个角度看，正是医改优化了行业、产品结构，整顿了市场乱象，因此，整体工业利润由于利润率提升而保持增速。

图表 70：2000-2015 医药工业营收总额



资料来源：工信部，东吴证券研究所

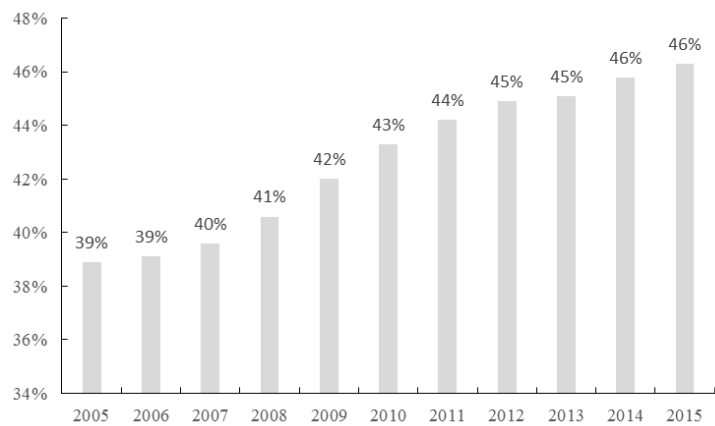
图表 71：2000-2015 医药工业利润总额及销售利润率



资料来源：工信部，东吴证券研究所

尽管增速放缓，人口老龄化与城镇化提高了我国医药消费能力，医药工业仍将保持稳定增长。2015 年，中国制药工业百强集中度为 46.3%，比 2005 年提升了 7.4 个百分点，整体主营业务收入首次突破 6000 亿，达到 6131 亿元，同比增长 5.3%，利润总额年增长率为 18.7%，而行业整体利润总额增速为 12.5%。其中制药工业百强中前十强的集中度达到了 21.1%，约占百强企业的 50%。随着仿制药一致性评价的推进，行业竞争加剧，洗牌加速，小型企业将不断淘汰，口碑技术并存的传统优势企业将从中受益，创新药、差异化仿制药将成为行业未来发展的方向。

图表 72: 医药工业百强企业营收集中度



数据来源: 南方医药经济研究所, 东吴证券研究所

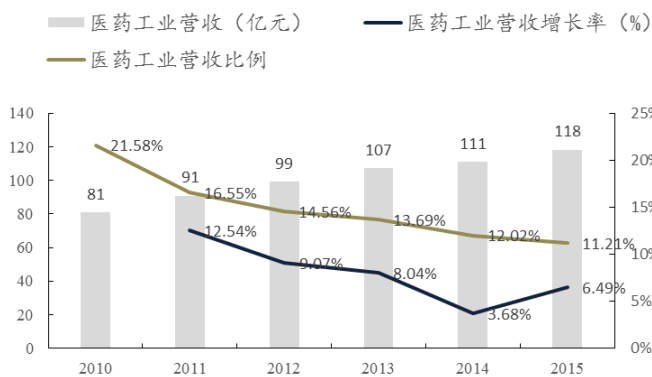
### (二) 收入稳定增长, 毛利率持续提升

上海医药工业营收增长稳定, 2015年工业营收118.24亿, 占总营收11.2%, 工业业务稳定在10%的水平, 增速比去年回升三个百分点。

公司制造覆盖化学和生物药品, 现代中药以及保健品, 医疗器械等领域, 产品聚焦包括心脑血管类, 神经精神类, 抗肿瘤类, 消化系统, 免疫代谢类和全身性抗感染类产品, 生产片剂、胶囊、粉针(含冻干)、小容量注射液、滴眼剂、气雾剂、凝胶剂等20余种剂型。常年生产800多种药品, 300个品种入围《国家发展改革委定价范围内的低价药品清单》。

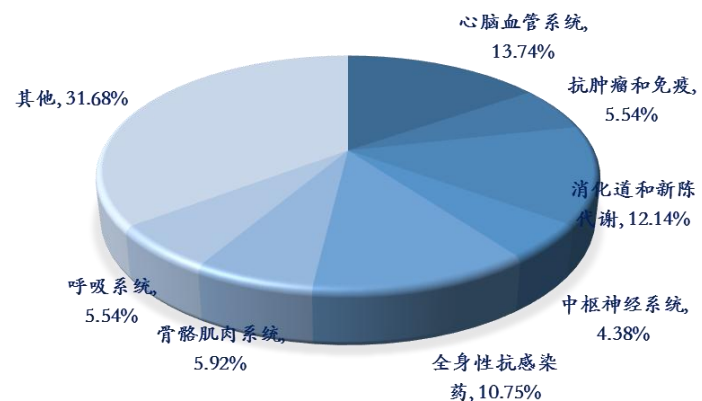
2010年开始, 公司重点发展毛利率高、市场增长率高、市场容量大的产品, 按市场占有率、知名度、成熟度、竞争产品等情况选定了60个重点聚焦产品(含抗生素品种), 其中过亿产品24个。

图表 73: 上海医药工业营收及整体占比情况



资料来源: 公司公告, 东吴证券研究所

图表 74: 按主要治疗领域划分的工业制造业务基本情况



资料来源: 公司公告, 东吴证券研究所

图表 75: 2015 年上海医药销售过亿产品列表

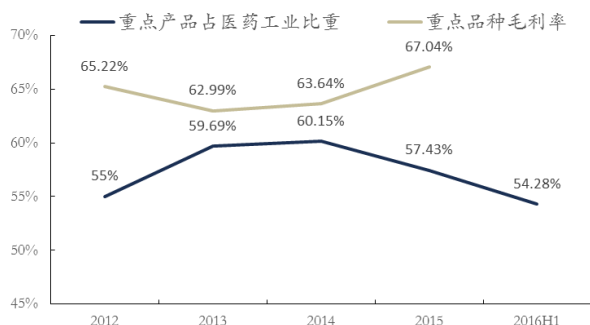
序号	产品名称	治疗领域	2015 年销售收入 (万元)	序号	产品名称	治疗领域	2015 年销售收入 (万元)
1	参麦注射液	心血管系统	72,372	13	乳癖消	泌尿生殖系统和性激素	15,462
2	硫酸羟氯喹片	抗肿瘤和免疫调节剂	41,663	14	沙利度胺	抗肿瘤和免疫调节剂	15,335
3	丹参酮 II A 磺酸钠注射液	心血管系统	40,112	15	新癬片	骨骼肌肉系统	14,857
4	双歧杆菌三联活菌	消化道和新陈代谢	38,225	16	红源达	血液和造血器官	14,800
5	注射用二丁酰环磷腺苷钙	心血管系统	33,043	17	银杏酮酯	心血管系统	14,348
6	疝痹片	骨骼肌肉系统	30,245	18	阿立哌唑	中枢神经系统	13,622
7	头孢替安	全身性抗感染药	30,244	19	顺苯磺阿曲库铵	骨骼肌肉系统	13,614
8	注射用头孢曲松钠	全身性抗感染药	22,866	20	清凉油	其他	12,614
9	瓜蒌皮	心血管系统	22,699	21	胃复春片	消化道和新陈代谢	12,554
10	糜蛋白酶	呼吸系统	18,977	22	度洛西汀	中枢神经系统	11,832
11	瑞舒伐他汀原料药	心血管系统	17,902	23	八宝丹	消化道和新陈代谢	11,017
12	养心氏	心血管系统	16,701	24	注射用头孢噻肟钠	全身性抗感染药	10,907

资料来源: 公司年报, 东吴证券研究所

与此同时, 为增强旗下各个品牌甚至单药品的竞争力, 公司制定“一品一策”战略, 即通过个性化策略对不同品种药品采取差异化、个性化的生产、销售等一系列措施。公司在医药工业采取一系列措施后, 目前重点产品中有 38 个品种高于或等于艾美仕公司 (IMS) 同类品种的增长。

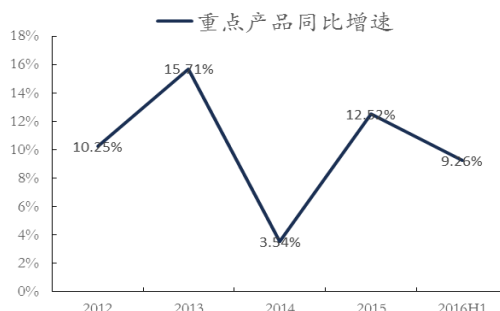
2010 年以来, 公司重点发展市占率、毛利率、知名度较高的 60 个重点产品, 2015 年占工业比重小幅下降, 但依然接近 60%, 是公司工业部分的重点销售业绩来源。

图表 76: 公司重点品种营收占比及毛利率情况



资料来源: 公司公告, 东吴证券研究所

图表 77: 重点产品同比增速

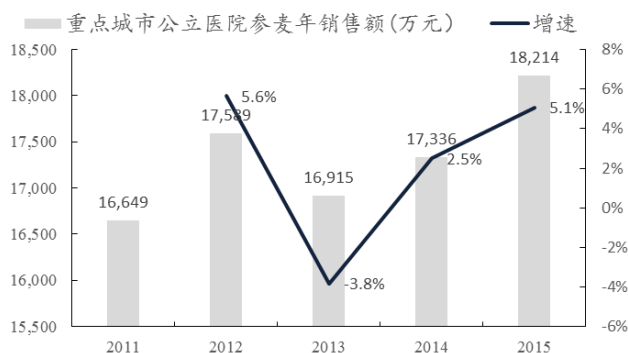


资料来源: 公司公告, 东吴证券研究所

近几年, 医药工业整体增速放缓, 上海医药增速也随之下落。2015 年, 公司重点产品增速大幅回升近 10 个百分点, “一品一策” 的产品聚焦战略助力于公司工业业务板块。公司重点产品毛利率进一步提升至接近 70%, 显著高于医药工业 28.53% 的平均毛利率水平, 并有望进一步提升, 同时也是公司毛利率的主要贡献点。

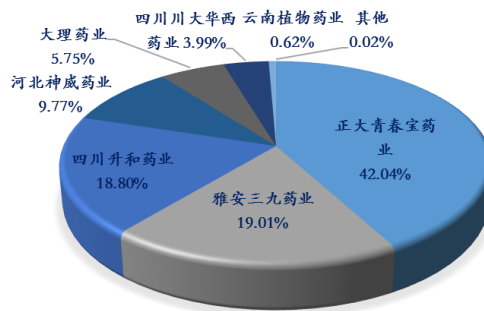
公司最主要的产品——**参麦注射液**的 2015 年营收达 7.24 亿元, 成为公司医药工业收入的重要来源, 公司在重点城市公立医院中的参麦市场份额占比超过 40%, 而整体参麦市场保持 5% 左右的增速, 稳定增长。

图表 78: 重点城市公立医院参麦年销售额



资料来源: 米内网, 东吴证券研究所

图表 79: 重点城市公立医院参麦企业份额格局



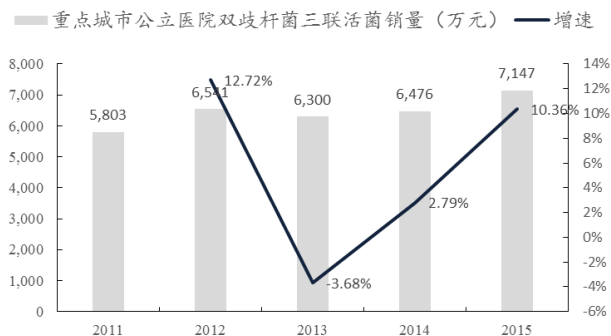
资料来源: 米内网, 东吴证券研究所

另外, 重点产品瑞舒伐他汀钙片于近日获得美国 FDA 批准文号。

而公司产品**培菲康(双歧杆菌三联活菌胶囊)**获得加拿大卫生部临床准入, 并开展 I 期临床研究。该产品占国内重点城市公立医院双歧杆菌三联活菌 83% 的份额, 并且整体销量增速保持在 10% 左右。

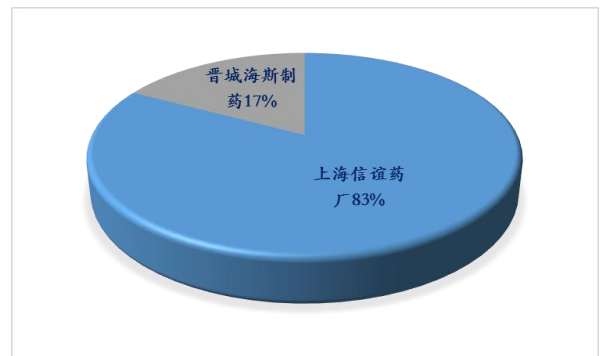


图表 80: 重点城市公立医院双歧杆菌三联活菌销量



资料来源: 米内网, 东吴证券研究所

图表 81: 重点城市公立医院双歧杆菌三联活菌企业份额格局



资料来源: 米内网, 东吴证券研究所

### (三) 重视药品研发, 海外收购开拓新领域

#### 1. 公司高度重视医药研发, 研发费用长期保持较大比例

2015 年公司医药工业研发支出 6.2 亿元, 占工业的 5.2%, 研发投入增长率为 20.57%。公司高度重视医药研发, 坚持仿创并举, 致力于为重大疾病和慢性病提供安全有效的治疗药物, 主要针对于消化系统、免疫代谢、心脑血管、全身抗感染、神经精神以及抗肿瘤五大领域病。

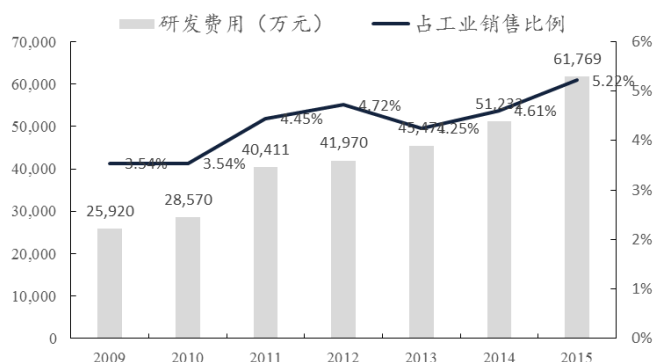
图表 82: 公司研发体系



资料来源: 公司官网, 东吴证券研究所

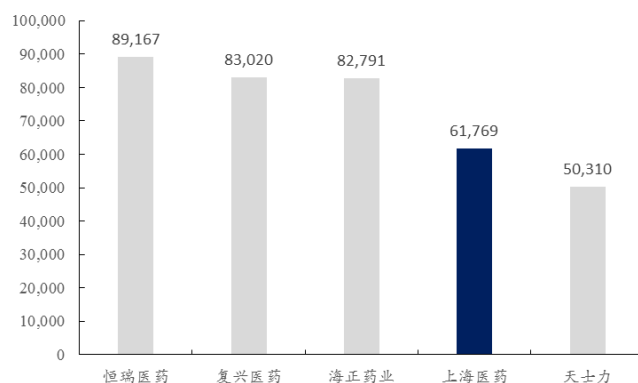
目前公司建立了以中央研究院为技术核心的多层次研发体系, 拥有发明专利 286 项。上海医药注重研发, 近几年研发投入不断提高, 占工业销售比重高达 5.22%。2015 年投入 6.18 亿元, 与行业龙头恒瑞医药比肩。

图表 83: 研发费用占公司销售比例



资料来源: 公司公告, 东吴证券研究所

图表 84: 2015 年国内医药研发投入前五名 (万元)



资料来源: 公司公告, 东吴证券研究所

## 2. 在研药品品类众多, 为公司未来发展提供后续力量

近来, 公司获得的临床试验批件产品涵盖了心血管疾病、降血压、神经类以及癌症等领域。

图表 85: 公司临床试验阶段药品

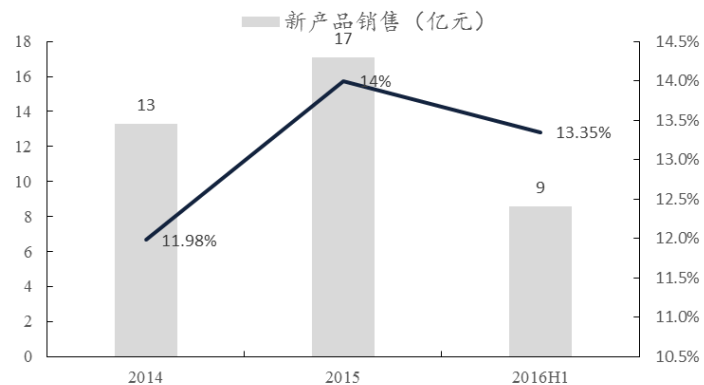
时间	药品	适应症
2016/9/1	重组抗 CD20 人源化单克隆抗体	CD20 阳性的 B 细胞非霍奇金淋巴瘤的治疗
2016/9/1	拉考沙胺	抗癫痫药物
2016/8/26	羧基麦芽糖铁	口服铁补充剂无效或不能
2016/8/26	舒更葡糖钠	使用时的缺铁性贫血
2016/8/16	注射用重组抗 HER2 人源化单克隆抗体组合	HER2 阳性的转移性乳腺癌
2016/6/16	丹酚酸 A 及其粉针	心血管系统
2016/5/28	醋酸艾斯利卡西平片	抗癫痫
2016/5/14	盐酸鲁拉西酮	成人精神分裂
2016/5/12	SPH3127	降血压
2016/4/14	氢溴酸沃替西汀原料及片剂	治疗重度抑郁症
2016/4/14	枸橼酸托法替布原料及片剂	治疗对氨甲蝶呤反应不足或不能耐受的成人中度至重度类风湿性关节炎
2016/4/14	卡巴他赛原料及注射液	治疗既往用含多西他赛治疗方案的激素难治性转移性前列腺癌患者
2016/4/14	奥氮平氟西汀胶囊	治疗双相性精神障碍成人患者的抑郁症及难治性抑郁症
2106/3/29	SPH1188-11 片	非小细胞肺癌 (NSCLC)

资料来源: 公司公告, 东吴证券研究所

其中, 公司主要在研产品为多替泊芬, SPH3127, SPH1188, TNFa 受体 Fc 融合蛋白, 重组抗 GD20 人源化单克隆抗体注射液。其中 SPH3127, SPH1188 两个 1 类化学药已获临床试验批件。2015 年公司新产品销售增速为 28.34%, 呈快速增长趋势, 随着份额的不断扩大, 将是重点产品外

的另一个工业业务重点增长点。

图表 86: 新产品销售情况

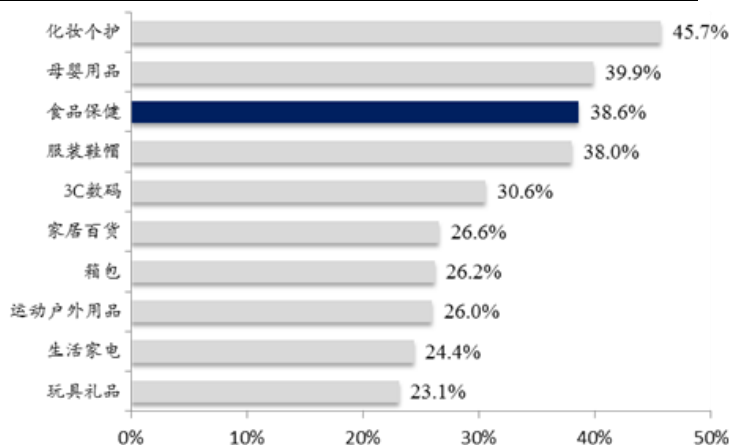


资料来源: 公司公告, 东吴证券研究所

### 3. 私有化 Vitaco 完成交割, 积极引进海外优秀品种

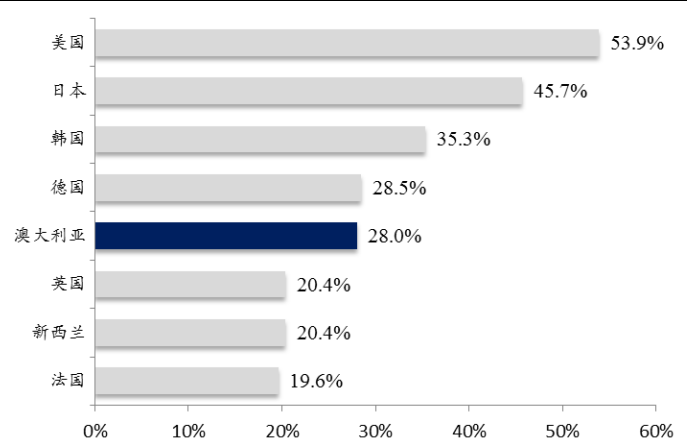
近年来, 跨境购物的现象越来越普遍, 主要原因在于人们对于海外商品的认可。资料显示, 在跨境网购用户跨境网购过的品类中, 食品健康高居前三, 购买率达 38.6%, 同时, 网购过的国家中, 在澳大利亚网购过的人群占比 28.0%, 位居前五。因此, 作为澳大利亚知名保健品厂商, Vitaco 的收购标志着公司快速切入保健品市场, 同时, 海外标的的身份也将为公司行业内迅速树立起威信和口碑。

图表 87: 跨境网购用户跨境网购过的品类 Top10



资料来源: iResearch, 东吴证券研究所

图表 88: 跨境网购用户跨境网购过的国家 Top8

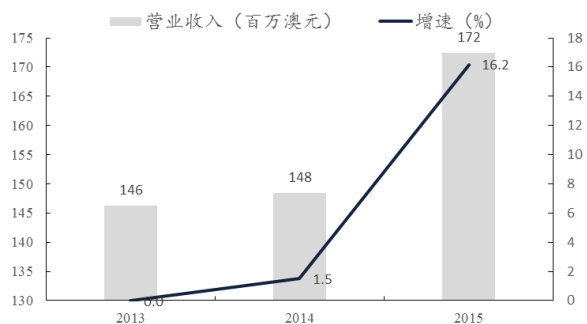


资料来源: iResearch, 东吴证券研究所

Vitaco Holdings Limited 是澳大利亚一家集开发、生产和销售营养、健康及保健品的保健品公司, 于 2015 年 9 月 16 日在澳大利亚证券交易所上市, 主要市场是澳大利亚和新西兰。Vitaco2015-2016 年间实现总收入 2.13 亿澳元 (10.96 亿元), 增速 23.5%, 利润 1310 万澳元 (6738 万元)。2016 年 12 月 16 日, 该交易完成交割。

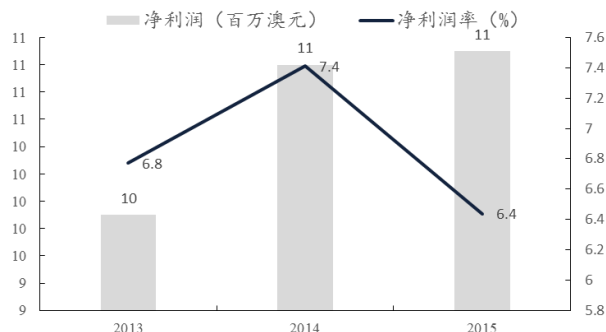
公司也将在工业品种上继续引进海外优秀品种，增强医药工业竞争力，充分发挥公司渠道优势。

图表 89: Vitaco 营收情况



资料来源: 公司公告, 东吴证券研究所

图表 90: Vitaco 净利润情况



资料来源: 公司公告, 东吴证券研究所

#### 四、 盈利预测与投资建议

预计 2016-2018 年公司收入 1235.71 亿、1451.42 亿、1713.11 亿，实现净利润 38.07 亿、44.13 亿、52.20 亿，EPS 1.21 元、1.40 元、1.66 元，对应 2016-2018 年 PE 为 17X、15X、12X。我们认为公司估值对比其他医药流通龙头存在明显低估。公司质地优良，管理层年轻化推动公司积极变化，医药商业业务有望内生和外延两个方面加快发展，公司未来发展加速。我们首次覆盖，给予“买入”评级。

图表 91: 可比上市公司估值

代码	简称	PE			
		TTM	2016	2017	2018
1099.HK	国药控股	22.53	21.75	19.33	16.86
3320.HK	华润医药	24.66	20.18	15.32	无预测
600998.SH	九州通	43.80	38.93	30.26	23.79
600511.SH	国药股份	28.47	20.60	18.45	15.99
000028.SZ	国药一致	31.90	30.24	25.46	22.18
平均		30X	26X	22X	20X

资料来源: Wind 资讯, 东吴证券研究所

#### 五、 风险提示

- (1) 新药研发进度低于预期的风险;
- (2) 重点药品销售低于预期速度的风险;
- (3) 竞争对手推出更高效、廉价模式的风险;

(4) 收购医药商业渠道低于预期的风险。

(5) 政策对医药流通企业资质要求提高的风险；

## 六、 附表

## 上海医药 (601607.SH) 主要财务数据及估值 (百万元)

资产负债表	2015	2016E	2017E	2018E	利润表	2015	2016E	2017E	2018E
流动资产	53824.75	49544.82	61667.14	70672.19	营业收入	105516.59	123571.38	145142.49	171311.38
现金	10355.54	3652.68	2793.91	6092.74	营业成本	92715.33	108096.46	126966.21	149857.95
应收账款	25347.54	25584.11	34238.37	36369.98	营业税金及附加	263.72	308.85	362.76	428.17
其它应收款	1015.91	1142.49	1392.68	1599.58	营业费用	5348.23	6178.57	7547.41	8908.19
预付账款	1455.86	1007.88	1885.94	1529.62	管理费用	3234.12	3787.51	4448.67	5250.76
存货	15090.62	17598.38	20796.95	24520.97	财务费用	564.89	123.62	-67.14	-94.59
其他	559.29	559.29	559.29	559.29	资产减值损失	350.61	0.00	0.00	0.00
非流动资产	18442.71	16993.03	15543.34	14207.13	公允价值变动收益	0.31	0.00	0.00	0.00
长期投资	3636.91	3636.91	3636.91	3636.91	投资净收益	646.61	0.00	0.00	0.00
固定资产	5348.66	5089.40	4088.28	3087.16	营业利润	3686.61	5076.37	5884.58	6960.91
无形资产	1984.20	1699.69	1415.17	1130.66	营业外损益	485.24	0.00	0.00	0.00
其他	7472.95	6567.03	6402.98	6352.41	利润总额	4171.85	5076.37	5884.58	6960.91
资产总计	72267.47	66537.85	77210.48	84879.32	所得税	807.49	1269.09	1471.15	1740.23
流动负债	38166.84	29529.14	36830.71	40511.90	净利润	3364.37	3807.28	4413.44	5220.68
短期借款	10389.26	0.00	0.00	0.00	少数股东损益	487.38	551.54	639.35	756.29
应付账款	24436.87	26245.99	33284.27	36979.18	归属母公司净利润	2876.99	3255.74	3774.09	4464.39
其他	3340.71	3283.15	3546.44	3532.72	EBITDA	5392.96	6649.68	7267.13	8202.52
非流动负债	285.46	285.46	285.46	285.46	EPS (元)	1.07	1.21	1.40	1.66
长期借款	93.41	93.41	93.41	93.41					
其他	192.05	192.05	192.05	192.05	<b>主要财务比率</b>				
负债合计	38452.30	29814.60	37116.17	40797.36	营业收入	14.2%	17.1%	17.5%	18.0%
少数股东权益	3877.73	4429.27	5068.62	5824.92	营业利润	12.8%	37.7%	15.9%	18.3%
归属母公司股东权益	29930.31	32286.84	35018.55	38249.91	归属母公司净利润	11.0%	13.2%	15.9%	18.3%
负债和股东权益	72260.34	66530.71	77203.34	84872.19	毛利率	12.1%	12.5%	12.5%	12.5%
<b>现金流量表</b>					净利率	3.2%	3.1%	3.0%	3.0%
经营活动现金流	1438.77	4709.22	116.46	4437.26	ROE	9.6%	10.1%	10.8%	11.7%
净利润	3364	3807	4413	5221	ROIC	11.3%	11.2%	12.8%	13.4%
折旧摊销	745.83	1449.69	1449.69	1336.20	资产负债率	53.2%	44.8%	48.1%	48.1%
财务费用	613.27	123.62	-67.14	-94.59	净负债比率	31.0%	0.3%	0.2%	0.2%
投资损失	0.00	0.00	0.00	0.00	流动比率	1.41	1.68	1.67	1.74
营运资金变动	2206.06	-6031.50	4820.76	5323.86	速动比率	1.00	1.06	1.09	1.13
其它	-5490.39	5360.41	-10499.85	-7349.21	总资产周转率	1.46	1.86	1.88	2.02
投资活动现金流	-1908.91	0.00	0.00	0.00	应收帐款周转率	4.16	4.83	4.24	4.71
资本支出	0.00	0.00	0.00	0.00	应付帐款周转率	4.13	4.27	4.27	4.27
长期投资	0.00	0.00	0.00	0.00	每股收益	1.07	1.21	1.40	1.66
其他	-1908.91	0.00	0.00	0.00	每股经营现金	0.54	1.75	0.04	1.65
筹资活动现金流	636.44	-11412.09	-975.23	-1138.43	每股净资产	12.6	13.7	14.9	16.4
短期借款	0.00	-10389.26	0.00	0.00	P/E	19.8	17.5	15.1	12.7
长期借款	0.00	-1022.83	-975.23	-1138.43	P/B	1.9	1.8	1.6	1.5
其他	636.44	0.00	0.00	0.00	EV/EBITDA	11.6	8.9	8.4	7.2
现金净增加额	166.29	-6702.86	-858.77	3298.83					

资料来源: Wind 资讯, 东吴证券研究所

## 免責聲明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下，东吴证券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并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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。

本报告的版权归本公司所有，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、转载，需征得东吴证券研究所同意，并注明出处为东吴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东吴证券投资评级标准：

公司投资评级：

买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15% 以上；

增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5% 与 15% 之间；

中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -5% 与 5% 之间；

减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -15% 与 -5% 之间；

卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 -15% 以下。

行业投资评级：

增持：预期未来 6 个月行业指数涨跌幅相对大盘在 5% 以上；

中性：预期未来 6 个月行业指数涨跌幅相对大盘介于 -5% 与 5% 之间；

减持：预期未来 6 个月行业指数涨跌幅相对大盘在 -5% 以下。

东吴证券研究所

苏州工业园区星阳街 5 号

邮政编码：215021

传真：（0512）62938527

公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>

