

业绩符合预期，受益两票制分销业务有望加速增长

2017年03月22日

强烈推荐/维持

上海医药

财报点评

——上海医药（601607）三季度财报点评

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

事件：

公司公布 2016 年年报，实现营业收入 1207.65 亿元，同比增长 14.45%，实现归母净利润 31.96 亿元，同比增长 11.10%，实现扣非后归母净利润 29.25 亿元，同比增长 15.62%。Q4 单季实现收入 302.48 亿元，同比增长 14.25%，实现归母净利润 7.39 亿元，同比增长 5.88%，实现扣非后归母净利润 6.43 亿元，同比增长 34.97%。

公司分季度财务指标

指标	2015Q2	2015Q3	2015Q4	2016Q1	2016Q2	2016Q3	2016Q4
营业收入（百万元）	25825.08	28090.26	26476.25	29275.64	30419.72	30821.5	30247.8
增长率（%）	13.57%	13.71%	11.79%	16.52%	17.79%	9.72%	14.25%
毛利率（%）	12.08%	11.45%	12.47%	12.10%	12.06%	11.55%	11.44%
期间费用率（%）	8.25%	8.27%	9.32%	8.44%	8.28%	8.35%	8.79%
营业利润率（%）	3.94%	3.18%	2.93%	3.84%	3.89%	3.26%	2.96%
净利润（百万元）	913.90	753.50	856.11	1103.43	996.73	851.83	877.72
增长率（%）	09.30%	07.73%	10.05%	31.23%	09.06%	13.05%	02.52%
每股盈利（季度，元）	0.30	0.24	0.26	0.33	0.31	0.27	0.27
资产负债率（%）	54.26%	54.88%	54.52%	54.95%	55.62%	55.63%	55.48%
净资产收益率（%）	2.86%	2.30%	2.53%	3.15%	2.84%	2.37%	2.38%
总资产收益率（%）	1.31%	1.04%	1.15%	1.42%	1.26%	1.05%	1.06%

观点：

➤ 全年业绩符合预期，分销业务较快增长

从全年整体情况来看，公司业绩增速符合预期，分板块来看：

◆ 医药工业：公司医药工业业务 2016 年实现收入 124.16 亿元，同比增长 5.01%；毛利率 51.57%，较上年

同期上升 1.85 个百分点,公司 60 个重点品种实现收入 69.20 亿元,同比增长 3.67%,占工业比重 55.73%,重点品种毛利率 68.69%,较上年同期上升 1.15 个百分点。整体工业板块销售费用全年为 32.09 亿元,占工业营业收入 25.84%,工业板块销售费用率同比上升 1.27 个百分点。

- ◆ **医药分销:** 公司医药分销业务 2016 年实现收入 1086.18 亿元,同比增长 15.90%,毛利率 5.89%,较上年同期下降 0.13 个百分点,公司医药分销收入增速实现高于行业增速的较快增长。公司进一步拓展医院供应链创新服务,目前托管医院药房 129 家(H2+30 家),发展速度加快。
- ◆ **零售:** 公司药品零售业务销售收入 51.53 亿元,同比增长 7.47%。截止报告期末,公司下属品牌连锁零售按药房 1,807 家(H2+11 家),其中直营店 1,173 家(H2+16 家),合办药房 40 家(H2+1 家)。

从整体指标上来看,整体费用率呈下滑趋势,我们认为主要原因是分销业务增长较快收入占比提升所致,销售费用率为 5.02%,较上年同期下降 0.05 个百分点,管理费用率为 2.95%,较上年同期 0.12 个百分点,财务费用率为 0.49%,较去年同期下降 0.54%。公司营运能力基本保持稳定,净营业周期由去年的 56.60 天上升到 57.38 天。

从 Q4 单季度来看, Q4 归母净利润增速较低的原因是 2015 年 Q4 处置非流动性资产的非经常性损益较大所致,而扣非后归母净利润增长较快主要原因是单季度销售费用率大幅下降,由上年同期的 5.51%下降至 4.95%,我们认为主要原因跟季度间费用计提的差异有关。

► 受益流通整合, 分销业务收入增长有望加速

公司 2016 年下半年在分销业务上收购了云南上药医药有限公司、上药科园信海黑龙江医有限公司、上药控股镇江有限公司、上药科园信海医河北有限公司,并参股了湖北楚汉精诚医药有限公司等三家医药公司,销售网络覆盖省市从 18 个扩大到了 20 个,在云南、黑龙江实现了零的突破。**2016 年下半年公司并购速度上半年提速明显**(上半年完成收购江西上饶医药有限公司),同时在医院覆盖上较中报数据有着大幅提升,目前覆盖医疗机构 25,139 家(H2+4169 家),其中医院 24,533 家(H2+3903 家),三级医院 1,332 家(H2+61 家),在流通行业剧变的背景下,公司新开拓地区业务有望迅速上量。

我们认为,公司确定性收益于两票制所带来的集中度提高,并购更加容易,未来分销业务收入增长有望加速。从并购上来说,公司具备横向并购(渠道拓张)与纵向并购(调拨转纯销)的可能性,两票制下,过去以底价代理模式为主的中小药企以及临床推广与配送业务都做的小商业面临着因徒困境,双方向大商业进行业务投靠的意愿变强。小药企倾向于选择具备稳定渠道及稳定回款的大商业,而小商业因为配送业务变得鸡肋而增加出售的可能性(两票制下底价转高开,垫资增加带来资金压力;被大商业抢占份额,配送业务规模下降)。同时,公司作为国企具备融资优势,在加息周期下更具备充足资金把握行业整合机会。

图 1: 底价代理模式的药企与小商业面临的囚徒困境

药企 \ 小商业	小商业	靠拢大商业	不靠拢大商业
靠拢大商业		小商业放弃了配送业务，向自然人身份倾斜，药企拥有了稳定的流通渠道，但大商业在集中度提高后，议价能力提升，长期来看将降低留给药企和自然人的利润空间。	药企靠拢大商业后，药企获得了稳定的渠道，财务风险下降，但小商业业务规模继续下滑，盈利能力进一步下降。
不靠拢大商业		小商业靠拢大商业后，摆脱了变得鸡肋的配送业务，身份向做临床推广的自然人开始倾斜，药企不选择大商业进行配送则随时面临着流通链条断链、财务处理受限的风险。	小商业盈利能力下滑，药企面临着流通渠道不稳定以及极大的财务风险。

资料来源: 东兴证券研究所

我们判断两票制带来的影响会逐步在 2017-2019 年公司报表上体现,考虑到收购企业并表的滞后性以及两票制在各省推进的速度,我们认为公司分销业务 2017-2019 年有望分别实现 17%&20%、20%&25%、22%&27% 的增长。

➤ 电商平台持续推进，有望承接处方外流

公司在 2016 年与多家医疗机构合作，启动“益药·电子处方”项目，通过公司建立的电子处方流转系统，对门诊处方进行收集与配送，截止 2016 年底新增电子处方 21.7 万张，同比增长 600%，全国范围内新增对接医院达 30 家，同比增长 1400%，推进较为迅速。我们认为，公司同时具备分销业务与零售网点，拥有全国最大的 DTP 业务，并持续深耕医药电商，电商平台承接外流处方模式逐渐成熟，在未来承接处方外流方面更加具备优势。

结论:

公司作为国有商业龙头，加息背景下具备融资优势，有望更好地抓住两票制带来的整合机会；公司同时具备分销业务与零售网点，拥有全国最大的DTP业务，并持续深耕医药电商，未来有望承接外流处方。我们预计 2017-2019 年公司归母净利润分别为 36.21、42.05、49.60 亿元，增速分别为 13.30%、16.13%、17.97%，对应 PE 为 16x、14x、12x，维持“强烈推荐”评级。

风险提示:

两票制推进速度不达预期。

公司盈利预测表

资产负债表			单位:百万元			利润表			单位:百万元		
	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E		2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
流动资产合计	55585	60267	68564	81388	98393	营业收入	105517	120765	140377	167806	204053
货币资金	12039	11967	13910	16628	20220	营业成本	92715	106531	124360	148760	181097
应收账款	24215	27293	31725	37924	46116	营业税金及附加	264	337	392	468	569
其他应收款	1016	949	1103	1319	1604	营业费用	5348	6067	6949	8139	9795
预付款项	1456	1149	790	361	-162	管理费用	3234	3568	4071	4782	5816
存货	15091	16416	19163	22923	27906	财务费用	565	587	664	774	918
其他流动资产	559	898	28	28	28	资产减值损失	350.61	446.34	289.50	476.50	459.00
非流动资产合计	18759	22476	21582	20973	20361	公允价值变动收益	0.31	-0.08	0.00	0.00	0.00
长期股权投资	3637	4227	4227	4227	4227	投资净收益	646.61	978.79	1027.7	1079.1	1133.0
固定资产	4952	5253	4920	4601	4299	营业利润	3687	4207	4680	5485	6532
无形资产	1984	2751	2476	2201	1926	营业外收入	600.90	637.06	668.91	702.36	737.47
其他非流动资产	743	941	941	941	941	营业外支出	115.65	205.16	215.42	226.19	237.50
资产总计	74344	82743	90146	102361	118754	利润总额	4172	4639	5133	5961	7032
流动负债合计	39427	41113	48472	58035	71302	所得税	807	809	898	1043	1231
短期借款	10389	9628	12950	16465	21735	净利润	3364	3830	4235	4918	5802
应付账款	20674	22307	25684	30723	37402	少数股东损益	487	633	613	712	840
预收款项	618	738	877	1044	1246	归属母公司净利润	2877	3196	3622	4206	4962
一年内到期的非流	290	19	19	19	19	EBITDA	6739	8085	5952	6869	8062
非流动负债合计	1110	4795	2567	2553	2535	BPS (元)	1.07	1.19	1.35	1.56	1.85
长期借款	93	838	838	838	838	主要财务比率					
应付债券	0	1999	792	792	792		2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
负债合计	40536	45908	51038	60588	73837	成长能力					
少数股东权益	3878	5212	5825	6537	7377	营业收入增长	14.20%	14.45%	16.24%	19.54%	21.60%
实收资本(或股本)	2689	2689	2689	2689	2689	营业利润增长	12.76%	14.12%	11.23%	17.21%	19.09%
资本公积	14146	13558	13558	13558	13558	归属于母公司净利润	11.03%	11.10%	13.30%	16.13%	17.97%
未分配利润	11961	14138	14442	14795	15211	获利能力					
归属母公司股东权	29930	31623	33283	35235	37539	毛利率(%)	12.13%	11.79%	11.41%	11.35%	11.25%
负债和所有者权	74344	82743	90146	102361	118754	净利率(%)	3.19%	3.17%	3.02%	2.93%	2.84%
现金流量表			单位:百万元			总资产净利润(%)					
	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E	ROE(%)					
经营活动现金流	1349	1947	2080	1642	1242	偿债能力					
净利润	3364	3830	4235	4918	5802	资产负债率(%)	55%	55%	59%	61%	65%
折旧摊销	2487	3291	608	610	612	流动比率	1.41	1.47	1.38	1.37	1.34
财务费用	565	587	664	774	918	速动比率	1.03	1.07	1.00	0.99	0.97
应付帐款的变化	0	0	-4432	-6199	-8192	营运能力					
预收帐款的变化	0	0	139	167	202	总资产周转率	1.52	1.54	1.59	1.66	1.74
投资活动现金流	-1909	-2890	1033	603	674	应收账款周转率	5	5	5	5	5
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	应付账款周转率	5.58	5.62	5.65	5.59	5.63
长期股权投资减少	0	0	269	0	0	每股指标(元)					
投资收益	647	979	1028	1079	1133	每股收益(最新摊薄)	1.07	1.19	1.35	1.56	1.85
筹资活动现金流	636	647	-1170	474	1676	每股净现金流(最新)	0.03	-0.11	1.51	1.16	1.54
应付债券增加	0	0	-1206	0	0	每股净资产(最新摊)	11.13	11.76	12.38	13.10	13.96
长期借款增加	0	0	0	0	0	估值比率					
普通股增加	0	0	0	0	0	P/E	21.50	19.35	17.08	14.70	12.46
资本公积增加	-6	-588	0	0	0	P/B	2.07	1.96	1.86	1.76	1.65
现金净增加额	77	-295	1943	2718	3592	EV/EBITDA	8.99	7.71	7.49	9.28	8.23

资料来源:公司财报、东兴证券研究所

分析师简介

张金洋

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

联系人简介

缪牧一

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

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

免责声明

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

我公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本报告版权仅为我公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

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

行业评级体系

公司投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率 15% 以上；

推荐：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15% 之间；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5% ~ +5% 之间；

回避：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5% 以上；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5% ~ +5% 之间；

看淡：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。