



分析师: 魏赟

Tel: 021-53686159

E-mail: weiyun@shzq.com

执业证书编号: S0870513090001

研究助理: 金鑫

Tel: 021-53686163

E-mail: jinxin1@shzq.com

SAC 证书编号: S0870116070016

基本数据 (2016Q4)

报告日股价 (元)	23.0
12mth A 股价格区间 (元)	16.49-23.0
总股本 (百万股)	2,688.91
无限售 A 股/总股本	72%
流通市值 (亿元)	442.28
每股净资产 (元)	11.76
PBR (X)	1.96
DPS (Y2016, 元)	无

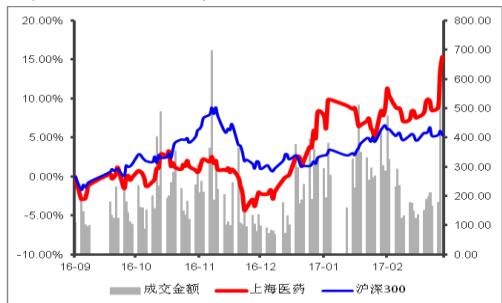
主要股东 (2016Y)

香港中央结算(代理人)有限公司	27.82%
上海医药(集团)有限公司	26.65%
上海实业(集团)有限公司及其全资附属子公司及上海上实(集团)有限公司	8.87%

收入结构 (2016Y)

分销	86.0%
工业	9.8%
零售	4.1%

最近 6 个月股票与沪深 300 比较



报告编号: WY17-CT02

首次报告日期:

相关报告:

主营业务稳健增长 布局大健康、中药产业链

■ 公司动态事项

3月22日, 公司发布2016年年度报告。

■ 事项点评

收入增长稳健, 归母净利润增速略低于收入增速

公司2016年全年实现营业收入1,207.65亿元, 同比增长14.45%。其中, 医药工业业务实现销售收入124.16亿元(+5.01%), 医药分销业务实现销售收入1,086.18亿元(+15.90%), 医药零售业务实现销售收入51.53亿元(+7.47%)。

公司2016年全年实现归母净利润31.96亿元, 同比增长11.10%, 略低于收入端增速, 主要原因是毛利率水平小幅下降。公司期间费用率为8.46%, 同比下降0.21%, 其中销售费用率、管理费用率、财务费用率分别为5.02%、2.95%、0.49%, 同比回降0.05%、0.11%、0.05%。

医药工业业务毛利率小幅上升, 重点推进一致性评价

工业方面, 医药工业业务的毛利率为51.57%(+1.85pp), 公司实施重点产品聚焦战略, 60个重点品种销售收入为69.20亿元, 同比增长3.67%, 占公司医药工业收入的比例为55.73%, 重点产品毛利率为68.69%, 同比增长1.15个百分点。公司重点推进仿制药一致性评价工作, 根据CFDA最新发布的2018年前必须完成一致性评价的289个仿制药品种目录, 公司涉及156个品种, 公司计划开展90个产品的一致性评价, 目前已完成首批立项70个品种, 其中21个品种为289目录外品种。

公司确定15家高校和研发公司作为技术服务供应商, 确定32个意向品种并与上海市十家三甲医院签订战略协议开展临床试验合作。我们认为: 1) 公司医药工业业务收入占比为9.8%, 毛利占比为47.0%, 毛利占比较高, 与医药分销业务接近; 2) 公司推行重点产品聚焦战略, 重点产品毛利率水平较高且收入占比大, 带动医药工业业务毛利率稳中有升, 有利于公司利润端稳定增长; 3) 公司高度重视仿制药一致性评价, 与十家上海三甲医院签订战略联盟进行临床试验, 具有先发优势, 在289目录的基础上布局289目录外的小品种, 产品储备丰富。

分销业务持续扩张, 加强终端覆盖能力

医药分销业务方面, 公司2016年新进入云南、黑龙江两省, 通过控股子公司直接覆盖的省市数量从18个扩大到20个, 覆盖医疗机构为25,139家(+19.88%)。我们认为, 公司作为全国规模第三的医药商业公司, 未来将持续受益于“两票制”, 一方面有利于公司加速并购优质的区域型商业公司, 另一方面有利于公司将传统的调拨业务向纯销业务转变, 提高纯销业务占比, 盈利能力增强。公司2016年医药分销业务的毛利率为5.89%(-0.13pp), 小幅下降的主要原因是并购标的的毛

利率水平较低。

医药零售业务方面，公司拥有连锁药房1,807家，其中直营店1,173家，与医疗机构合办药房40家，其中2016年新增11家。医药电商方面，上药云健康已完成A+轮融资，注册资本增加至13.33亿元，不断完善电子处方流转系统，截至2016年底新增电子处方21.7万张，同比增长600%，为承接处方外流奠定基础。

布局中药产业链、大健康等创新业务

公司推动中药全产业链布局，主要包括：1) 上游中药材方面，公司目前已在辽宁、山东、上海、湖南、云南等省市建成中药材种植基地，涉及红豆杉、三七、银杏叶等10个品种；2) 创新业务方面，公司出资3.06亿元与日本津村成立合资企业，合资企业注册资本6亿元，投资总额12亿元，整合双方优势后加速布局中药配方颗粒领域。

大健康业务方面，公司完成澳洲上市公司Vitaco的私有化项目，以约9.3亿元收购Vitaco的60%股权，Vitaco是一家集开发、生产和销售一系列营养、健康及保健产品的营养品公司，主要市场是澳大利亚和新西兰。我们认为：1) 保健品收入增速高于药品，有望成为公司业绩的新增长点；2) 公司收购Vitaco后，可利用公司的渠道优势，帮助Vitaco的产品进入中国市场，凭借Vitaco的品牌优势和公司的渠道优势，实现公司大健康业务的快速发展。

■ 风险提示

两票制等行业政策风险；并购导致毛利率下降的风险；仿制药一致性评价不及预期的风险等；并购进度不及预期的风险

■ 投资建议

未来六个月内，维持“谨慎增持”评级

预计17、18年实现EPS为1.34、1.50元，以3月22日收盘价23.00元计算，动态PE分别为17.22倍和15.38倍。同类型可比上市公司17年市盈率中位值为28.94倍，公司市盈率略低于行业平均水平。我们认为：1) 公司医药工业业务在仿制药一致性评价上品种布局丰富，重点品种已立项开展临床试验，具有竞争优势；2) 公司分销业务受益于“两票制”，行业集中度向好，市场份额、纯销占比均有望提升；3) 公司布局中药产业链、大健康等创新业务，有望成为公司业绩的新增长点。未来六个月，维持“谨慎增持”评级。

■ 数据预测与估值：

至12月31日(¥.百万元)	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入	120,764.6	139,141.6	159,910.9	183,253.7
年增长率	14.45%	15.22%	14.93%	14.60%
归属于母公司的净利润	3,196.39	3,592.21	4,021.96	4,556.44
年增长率	11.10%	12.38%	11.96%	13.29%
每股收益(元)	1.19	1.34	1.50	1.69
PER(X)	19.35	17.22	15.38	13.57

注：有关指标按当年股本摊薄

■ 附表

附表 1 损益简表及预测 (单位: 百万元人民币)

指标名称	2016A	2017E	2018E	2019E
一、营业总收入	120,764.66	139,141.66	159,910.94	183,253.72
二、营业总成本	117,536.27	135,560.83	155,817.28	178,517.30
营业成本	106,530.89	123,392.36	142,242.91	163,366.72
营业税金及附加	336.86	360.38	419.97	489.02
销售费用	6,067.50	6,817.94	7,675.73	8,612.92
管理费用	3,567.95	3,965.54	4,317.60	4,764.60
财务费用	586.74	556.57	607.66	641.39
资产减值损失	446.34	468.04	553.43	642.65
三、其他经营收益	978.71	1,076.67	1,184.34	1,302.77
公允价值变动净收益	-0.08	0.00	0.00	0.00
投资净收益	978.79	1,076.67	1,184.34	1,302.77
四、营业利润	4,207.10	4,657.51	5,278.00	6,039.19
加: 营业外收入	637.06	668.91	702.36	737.47
减: 营业外支出	205.16	215.42	226.19	237.50
五、利润总额	4,639.00	5,111.00	5,754.16	6,539.17
减: 所得税	809.28	894.42	1,006.98	1,144.35
六、净利润	3,829.71	4,216.57	4,747.18	5,394.81
减: 少数股东损益	633.32	624.36	725.22	838.38
归属于母公司所有者的净利润	3,196.39	3,592.21	4,021.96	4,556.44
七、摊薄每股收益 (元)	1.19	1.34	1.50	1.69

资料来源: Wind 上海证券研究所

分析师承诺

魏贊 金鑫

本人以勤勉尽责的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师的研究观点。此外，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意见或观点直接或间接相关。

公司业务资格说明

本公司具备证券投资咨询业务资格。

投资评级体系与评级定义

股票投资评级：

分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据公司基本面及（或）估值预期以报告日起6个月内公司股价相对于同期市场基准沪深300指数表现的看法。

投资评级	定义
增持	股价表现将强于基准指数 20%以上
谨慎增持	股价表现将强于基准指数 10%以上
中性	股价表现将介于基准指数±10%之间
减持	股价表现将弱于基准指数 10%以上

行业投资评级：

分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据行业历史基本面及（或）估值对所研究行业以报告日起 12 个月内的基本面和行业指数相对于同期市场基准沪深 300 指数表现的看法。

投资评级	定义
增持	行业基本面看好，行业指数将强于基准指数 5%
中性	行业基本面稳定，行业指数将介于基准指数±5%
减持	行业基本面看淡，行业指数将弱于基准指数 5%

投资评级说明：

不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准，投资者应区分不同机构在相同评级名称下的定义差异。本评级体系采用的是相对评级体系。投资者买卖证券的决定取决于个人的实际情况。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，投资者不应以分析师的投资评级取代个人的分析与判断。

免责条款

本报告中的信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性及完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对任何人使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

在法律允许的情况下，我公司或其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，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。

本报告仅向特定客户传送，版权归上海证券有限责任公司所有。未获得上海证券有限责任公司事先书面授权，任何机构和个人均不得对本报告进行任何形式的发布、复制、引用或转载。

上海证券有限责任公司对于上述投资评级体系与评级定义和免责条款具有修改权和最终解释权。