

证券研究报告—动态报告公司快评
医药保健
医疗器械与服务
上海医药 (601607)
重大事件快评
买入

(维持评级)

2017年03月24日

政策推动分销发展，工业保存量寻发展

证券分析师：江维娜

021-60933157

jiangwn@guosen.com.cn

证券投资咨询执业资格证书编码：S0980515060001

联系人：谢长雁

0755-82133263

xiecy@guosen.com.cn

事项：

上海医药公布年报，2017年起北京 3600 多家医疗机构将全面推行医药分开综合改革。

评论：

2016 年业绩总体符合预期。公司 2016 年实现营业收入 1208 亿元 (+14.5%，预期为 13.3%)，归属母公司股东净利润 32.0 亿元 (+11.10%，预期为 14.1%)，扣非净利润 29.3 亿元 (+15.6%)，EPS1.19 元 (+11.1%，预期为 1.22 元)。16 年医药工业销售收入 124.2 亿元 (+5.01%)，其中低价药收入增速达 29%。分销业务收入 1086 亿元 (+15.9%)，毛利率 5.89% (-0.13%)，毛利率微降的原因是并购企业毛利率较低。16 年业绩略低于我们预期的主要原因是 16 年下半年我们考虑到两票制推行，判断政策对如公司在内的大型医药批发公司业绩将有所提升，先一步将 16 年 EPS 从原先的 1.19 元上调至 1.22 元，过于乐观。

政策助力，公司分销业务市占率、盈利能力有望齐升。2017 年起北京 3600 多家医疗机构将全面推行医药分开综合改革，上药科园信海在北京纯销排名前三，医药分开将提升公司市占率。两票制持续推行，我们维持之前在报告《行业整合提速，建议买入低估值避险商业龙头》中的观点，认为两票制有利于大型医药批发企业提高市场占有率，公司分销业务未来 3-5 年内利润增长可能提速，但更可能表现为持续 5-10 年内维持 15% 左右稳定复合增长。公司分销业务中含部分调拨业务，考虑到两票制对公司的影响，调拨业务将逐步转为纯销业务，不考虑收入上的变动，相应业务利润率将大幅提升。

仿制药一致性评价稳步推进。公司积极开展仿制药一致性评价，目前立项 70 个产品，研发投入约 5297 万（占总研发投入 7.9%）。目前报表上体现投入较少的原因是：虽然公司 16 年已经启动仿制药一致性评价，但 17-18 年才会有较大现金流上的投入，因此我们预计仿制药一致性评价带来的研发费用将从 17 年开始有较大规模体现。公司作为上海市国资委下属企业，与上海市 10 家三甲医院已经签署了相应战略合作协议，仿制药一致性评价有望以较高性价比稳步推进。

低价药提价效应渐显，有望持续受益于低价药改革。2016 年公司新增 2 个过亿品种地高辛和甲氨蝶呤，这两个产品 15 年销售收入均为小千万级，提价后销售收入提速明显。我们梳理了公司旗下产品，主要的子公司拥有众多低价药品种，我们认为低价药改革将持续利好公司，未来有望涌现更多如地高辛、甲氨蝶呤般收入数倍增长的产品。

工商业一体化公司稳健增长，维持“买入”评级合理估值 28 元。公司目前给予的业绩指引为：2020 年前收入达 2000 亿，5 年复合增长率超过 12%，未来的外延并购主要将侧重于医药工业（生物药和化药）和医药商业。我们预测 17-19 年 EPS 分别为 1.37 元、1.57 元、1.80 元，考虑到公司是工商业一体化龙头企业，可以享有一定估值溢价，给予 17 年 20X 估值，合理估值 28 元，维持“买入”评级。

两票制助力，公司分销业务盈利能力有望持续提升

我们维持之前在报告《行业整合提速，建议买入低估值避险商业龙头》中的观点，认为两票制有利于大型医药批发企业提高市场占有率，公司分销业务未来 3-5 年内利润增长可能提速，但更可能表现为持续 5-10 年内维持 15% 左右稳定复合增长。

两票制长期看将有效提升公司分销业务的盈利能力，我们在之前的报告《行业整合提速，建议买入低估值避险商业龙头》中已经提到，在两票制和营改增环境下，公司分销业务中的调拨业务有望逐步向下游整合，延伸为纯销业务，我们认为这是目前行业环境下，公司分销业务盈利能力提升的有效路径。公司预计，各地两票制实施后，公司在相应省市的纯销比例有望从 20-30% 上升到 90%，我们认为公司预测的纯销的提升增量中，部分对应的是调拨业务向下游延伸，部分对应的是直接对区域内竞争对手的并购（如下文中列示的收购），分别对应内生和外延的增长。

公司 16 年分销业务收入 1086 亿，我们预计其中纯销业务收入约为 680 亿，调拨业务收入约为 400 亿。16 年公司分销业务毛利率为 5.89%，同比降低 0.13pp，两项费用率 3.42%，扣除两项费用率后的营业利润率为 2.47%，同比降低 0.11pp。两票制后公司年报披露的分销业务盈利能力降低，与我们以上判断不同，我们分析主要原因在于：公司于报告期收购了云南上药医药、上药科园信海黑龙江医药、上药控股江西上饶医药、上药控股镇江、上药科园信海医药河北、参股了湖北楚汉精诚医药等三家医药公司，这些低毛利率公司的收购暂时拉低了公司的毛利率和营业利润率，外延对于分销业务盈利能力的负面影响大于公司内生业务中调拨转纯销对分销业务盈利能力的正面影响。

针对调拨转纯销业务，我们进行了对公司业绩影响的测算，不考虑调拨转纯销后渠道加价对收入的影响，仅考虑利润率从调拨业务毛利率（1-2%）上升到纯销毛利率（7-8%），对公司净利润的弹性约为 $400 * (6\% - 3.42\%) * (1 - 17\%) = 8.57$ 亿，相当于公司 16 年净利润的 26.78%。

仿制药一致性评价稳步推进

公司 16 年研发总投入 6.7 亿元，其中仿制药一致性评价研发投入 5297 万元，研发投入资本化 1622 万元。目前报表上体现投入较少的原因是：虽然公司 16 年已经启动仿制药一致性评价，但 17-18 年才会有较大现金流上的投入，因此我们预计仿制药一致性评价带来的研发费用将从 17 年开始有较大规模体现。目前公司 70 个品种立项，预计将投入 6.13 亿，单个药物预计投入 875 万，公司已与上海市 10 家三甲医院签订了药物临床试验研究战略合作框架协议。目前各地政府对药企在仿制药一致性评价上均有不同程度扶持，例如海口、四川、上海、济南等地都有相应鼓励政策，我们认为公司作为上海市国资委下属企业，未来可能在仿制药一致性评价上获得一定程度政府支持。从目前单个药物投入预算而言，低于市场 1000 万/个药物的均价，性价比相对较高，或与公司拟进行一致性评价的高难度品种不多有关，亦或与品种较多打包后获取一定折扣有关。考虑到公司已与 10 家上海三甲医院有临床试验研究战略合作框架协议签署，相对于其他药企而言，在评价过程中最容易出现产能瓶颈的步骤上，公司准备较为充分。公司拟进行仿制药一致性的品种较多，预算金额 6.13 亿也相对较大，但考虑到未来部分费用可以资本化，因此我们认为仿制药一致性评价研发费用投入带来的业绩压力对公司而言较为可控。

低价药提价效应渐显，有望持续受益于低价药改革

公司工业收入此次 26 个过亿品种中，新增 2 个品种分别是地高辛和甲氨蝶呤，均为低价药品种。2014 年国家发布关于改革低价药品管理的通知，改进低价药品价格管理方式。地高辛片和甲氨蝶呤片分别在 2014 年后大幅提价。作为低价药这两个产品 15 年销售收入均是小千万级，提价后公司积极进行渠道下沉，对下级医院医生进行教育，销售收入增长明显。我们对公司低价药进行了梳理，发现公司旗下子公司拥有众多低价药，特别是信谊拥有超过 60 个低价药品种，我们认为低价药政策将持续利好公司，有望涌现更多诸如地高辛和甲氨蝶呤之类收入倍增的产品。

表 1: 公司主要子公司低价药列表

主要子公司	低价药
上海上药第一生化药业有限公司	酚磺乙胺注射液、缩宫素注射液、维生素 B12 注射液、维生素 B6 注射液、维生素 K1 注射液、西咪替丁注射液
上海上药中西制药有限公司	布洛芬片、复方磺胺甲噁唑片、肌苷片、甲氧苄啶片、土霉素片、维生素 B6 片、烟酸片、氧氟沙星胶囊
上海上药信谊药厂有限公司	阿普唑仑片、阿司匹林肠溶片、阿替洛尔片、阿昔洛韦片、阿昔洛韦胶囊、艾司唑仑片、安乃近片、氯苯蝶啶片、氨基己酸片、倍他米松片、茶巴拉比安片、吡拉西坦片、吡罗昔康片、吡哌酸片、吡嗪酰胺片、丙硫氧嘧啶片、丙硫异烟胺肠溶片、布洛芬片、地西泮片、对氨基水杨酸钠片、对乙酰氨基酚片、二羟丙茶碱片、法莫替丁片、奋乃静片、氟哌啶醇片、辅酶 Q10 胶囊、复方磺胺甲噁唑片、格列本脲片、格列吡嗪片、红霉素肠溶片、琥珀红霉素片、磺胺嘧啶片、肌苷片、甲氨蝶呤片、甲硝唑片、卡马西平片、利巴韦林片、联磺甲氧苄啶片、罗红霉素胶囊、螺内酯片、氯氮平片、氯化钾片、氯霉素片、氯普噻吨片、氯硝西洋片、泼尼松龙片、氯化可的松

片、氯化可的松片、氢氯噻嗪片、色甘酸钠片、沙丁胺醇片、舒必利片、双嘧达莫片、维生素 B1 片、维生素 C 片、硝酸甘油片、烟酸片、烟酰胺片、氧氟沙星片、乙酰唑胺片、异烟肼片

资料来源:CFDA、国信证券经济研究所整理

表 2: 上海医药过亿低价药提价情况

	2011	2012	2013	2014	2015	2016
甲氨蝶呤片 (2.5mg*100片)	17.23	17.25	17.08	29.88	60	80
yoy	0.12	0.12	-0.99	74.94	100.80	33.33
地高辛片 (0.25mg*30片)	2.55	2.55	2.21	14.07	22.10	26.00
yoy	-	0	-13.33	536.65	57.07	17.65

资料来源:药智网、国信证券经济研究所整理

零售业务稳步发展，净利率提升空间大

2016 年公司零售业务销售收入为 51.53 亿，同比增长 7.47%，门店总数 1807 家，同比增长 2%。虽然 2016 年公司完成收购北京鹤安长泰大药房和南通苏博大药房，但公司相对于以零售为主业的 A 股同类企业（益丰药房、老百姓）而言，收入增速偏低，门店增速也略低。盈利能力而言，公司零售业务扣除两项费用后的营业利润率为 1.45%，毛利率 15.52%，均低于国药一致旗下国大药房、益丰药房、老百姓及一心堂的毛利率和净利率，盈利能力有很大提升空间。

表 3: 公司零售业务与同行业比较

	上海医药 (601607)	国药一致 (国大药房, 000028)	益丰药房 (603939)	老百姓大药房 (603883)	一心堂 (002727)
零售业务收入 (亿元)	51.53	412.48**	26.72*	43.18*	62.49
yoy	7.47%	-	35.08%*	34.34%	14.85%
毛利率 (%)	15.52%	26.19%**	39.53*	36.2*	41.28%
净利率 (%)	1.45%***	2.70%**	6.07*	5.66*	5.66%
门店总数	1807	3199	1441	1818	4065
yoy	2%	-	35%	23%	17%

资料来源:公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理 (*为 2016 年 3 季度数据; **为 2016 年 4 月 30 数据, 其余为 2016 年年报数据, ***为扣除两费后营业利润率)

■ 维持“买入”评级

公司目前给予业绩指引为: 2020 年前收入达 2000 亿, 5 年复合增长率超过 12%。外延并购主要侧重于医药工业中的生物药和化药以及医药商业。我们预测 17-19 年 EPS 分别为 1.37 元、1.57 元、1.80 元, 给予 17 年 20 倍估值, 合理估值 28 元, 维持“买入”评级。

表 4: 估值模型

	2015	2016	2017E	2018E	2019E	备注
总营收	105,516.6	120,764.7	143,029.3	168,344.4	196,819.9	
Yoy	14.2%	14.5%	18.4%	17.7%	16.9%	
毛利率	12.1%	11.8%	11.4%	10.8%	10.3%	
营业利润率	3.7%	3.5%	3.4%	3.3%	3.2%	
工业	11,823.8	12,415.6	13,036.4	13,688.2	14,372.6	营收估值采用报表分部信息, 营业利润率=毛利率-营业税率-管理与财务费用率
yoy	6.5%	5.0%	5.0%	5.0%	5.0%	
毛利率	50.8%	52.9%	54.6%	54.6%	54.6%	工业部分保持稳定增长。
营业利润率	12.4%	12.4%	12.4%	12.4%	12.4%	
分销	93,716.7	108,617.8	130,341.3	155,106.1	183,025.3	分销部分由于两票制, 预期在 17 年较快增长。之后增速略微降低。
yoy	15.5%	15.9%	20%	19%	18%	
毛利率	6.1%	6.0%	6.0%	6.0%	6.0%	零售业务采用全国零售行业增长率估计。暂不考虑效率改善和净利率提升。
营业利润率	2.6%	2.5%	2.5%	2.5%	2.5%	
零售	4,795.2	5,153.2	5,617.0	6,122.6	6,673.6	分部间抵消金额根据内部业务增速和内部业务
yoy	13.7%	7.5%	9%	9%	9%	
毛利率	16.0%	15.8%	16.2%	16.2%	16.2%	
营业利润率	1.5%	1.5%	1.5%	1.5%	1.5%	
其他	600.5	630.6	662.1	695.2	730.0	
yoy	21.5%	5.0%	5.00%	5.00%	5.00%	

毛利率	64.8%	64.0%	64.0%	64.0%	64.0%
营业利润率	-0.6%	-12.9%	-12.9%	-12.9%	-12.9%
分部间抵销	-5,419.6	-6,052.5	-6,627.5	-7,267.7	-7,981.5
yoy	18.5%	11.7%	9.5%	9.7%	9.8%
毛利率	2.0%	1.6%	1.0%	1.0%	1.0%
营业利润率	0.1%	-0.8%	0.0%	0.0%	0.0%

资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

表 5: 上海医药分部商誉

分部	2013	2014	2015	2016
工业	586.4	586.4	774.5	1,638.4
分销	3,132.5	3,962.6	4,138.2	4,287.1
其他	16.4	16.4	16.4	35.9
合计	3,735.3	4,565.4	4,929.0	5,961.4

资料来源：公司年报、国信证券经济研究所整理

附表：财务预测与估值

资产负债表 (百万元)	2016	2017E	2018E	2019E
现金及现金等价物	11967	11967	11967	11967
应收款项	29828	35161	41675	48574
存货净额	16416	20232	23864	27822
其他流动资产	2052	2646	3104	3538
流动资产合计	60267	70010	80614	91905
固定资产	6561	5985	5444	4879
无形资产及其他	2751	2642	2533	2424
投资性房地产	8937	8937	8937	8937
长期股权投资	4227	4227	4227	4227
资产总计	82743	91801	101755	112372
短期借款及交易性金融负债	9647	10040	10458	10953
应付款项	25985	32130	38113	44221
其他流动负债	5482	5979	7197	8542
流动负债合计	41113	48149	55769	63716
长期借款及应付债券	2836	2836	2836	2836
其他长期负债	1959	1959	1959	1959
长期负债合计	4795	4795	4795	4795
负债合计	45908	52944	60564	68511
少数股东权益	5212	5525	5895	6320
股东权益	31623	33332	35296	37540
负债和股东权益总计	82743	91801	101755	112372

关键财务与估值指标	2016	2017E	2018E	2019E
每股收益	1.19	1.37	1.57	1.80
每股红利	0.64	0.73	0.84	0.96
每股净资产	11.76	12.40	13.13	13.96
ROIC	9%	10%	11%	11%
ROE	10%	11%	12%	13%
毛利率	12%	11%	11%	10%
EBIT Margin	4%	4%	4%	4%
EBITDA Margin	4%	4%	4%	4%
收入增长	14%	18%	18%	17%
净利润增长率	11%	15%	15%	14%
资产负债率	62%	64%	65%	67%
息率	2.7%	3.2%	3.6%	4.1%
P/E	19.5	17.0	14.8	12.9
P/B	2.0	1.9	1.8	1.7
EV/EBITDA	21.6	19.1	17.9	16.8

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

利润表 (百万元)	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入	120765	143029	168344	196820
营业成本	106531	126790	150160	176475
营业税金及附加	337	357	421	492
销售费用	6067	6977	7443	7944
管理费用	3568	3568	4180	4868
财务费用	587	19	37	58
投资收益	979	3	3	3
资产减值及公允价值变动	(446)	15	15	0
其他收入	0	0	0	0
营业利润	4207	5336	6122	6986
营业外净收支	432	0	0	0
利润总额	4639	5336	6122	6986
所得税费用	809	925	1056	1198
少数股东损益	633	728	836	954
归属于母公司净利润	3196	3682	4230	4835

现金流量表 (百万元)	2016	2017E	2018E	2019E
净利润	3196	3682	4230	4835
资产减值准备	96	9	(13)	(29)
折旧摊销	746	703	741	766
公允价值变动损失	446	(15)	(15)	0
财务费用	587	19	37	58
营运资本变动	(2485)	(3091)	(3416)	(3867)
其它	198	304	383	454
经营活动现金流	2198	1592	1911	2159
资本开支	(1058)	(13)	(63)	(63)
其它投资现金流	(3)	0	0	0
投资活动现金流	(1651)	(13)	(63)	(63)
权益性融资	906	0	0	0
负债净变化	744	0	0	0
支付股利、利息	(1712)	(1972)	(2266)	(2590)
其它融资现金流	412	393	419	495
融资活动现金流	(619)	(1579)	(1848)	(2096)
现金净变动	(72)	0	0	0
货币资金的期初余额	12039	11967	11967	11967
货币资金的期末余额	11967	11967	11967	11967
企业自由现金流	721	2010	2344	2669
权益自由现金流	1878	2388	2732	3116

相关研究报告

- 《上海医药-601607-重大事件快评：行业整合提速，建议买入低估值避险商业龙头》 —— 2016-07-28
- 《上海医药-601607-2015 年年报点评：稳健发展的医药商业龙头》 —— 2016-03-21
- 《上海医药-601607-2015 年三季度报点评：业绩稳步增长，电商业务向前推进》 —— 2015-10-30
- 《上海医药-601607-2015 年半年报点评：增长势头良好、电商发展值得关注》 —— 2015-08-27
- 《上海医药-601607-重大事件快评：与京东强强联手，电商竞争力显著增强》 —— 2015-05-18

国信证券投资评级

类别	级别	定义
股票 投资评级	买入	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	预计 6 个月内，股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	卖出	预计 6 个月内，股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	超配	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	预计 6 个月内，行业指数表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	低配	预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 10%以上

分析师承诺

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

风险提示

本报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有，仅供我公司客户使用。未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司或关联机构可能会持有本报告中所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业务服务。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。

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。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。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，我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。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。

证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行