

重点工业品种增速加快，加快分销全国布局

投资要点

- 事件：公司发布 2017 年一季报，2017Q1 实现营业收入 331 亿元 (+13.2%)、归母净利润 10 亿元 (+12.4%)、扣非后归母净利润 9.4 亿元 (+20.8%)。
- 工业：重点产品增速加快、Vitaco 并表贡献高增长。2017Q1，公司工业板块实现营业收入 37.94 (+19.94%)，毛利率 50.61% (-0.34pp)，扣除两项费用后营业利润率为 14.14% (+1.33pp)，营业利润增长 32.4%。我们认为工业板块高速增长的原因主要来自两个方面：1) 营销改革的推动下，重点品种收入加快，60 个重点品种实现收入 18.93 亿元 (+15.07%)，占工业收入的比重为 49.9%，重点产品平均毛利率为 69.82% (+1.81pp)，重点产品中，预计全年销售收入超过 1 亿元品种有 26 个。2) Vitaco 于 2017 年 1 月 1 日开始并表，我们估计对公司 2017Q1 产生的并表收入约 3 亿元，并表利润约 2000-3000 万元。
- 分销：增速高于行业，通过外延并购完成苏北布局、完善广东布局。2017Q1，公司分销业务实现营业收入 295 亿元 (+12.9%)，毛利率 6.15% (+0.16pp)，扣除两项费用后的营业利润率为 2.64% (+0.02pp)。1) 我们估计公司分销领域的增长主要由内生贡献，2016 年并购项目贡献利润增量约 100-200 万元。在“两票制”政策背景下市占率进一步提高，增速高于行业，同时由于规模效应的进一步体现和产业链的缩短，毛利率亦同步提升。2) 外延并购方面，公司旗下上药控股通过对徐州医药、徐州淮海药业的并购完成在苏北市场的布局，并通过受让广东中山医药 31.6% 股权进一步增强了在广东地区的竞争力，我们预计 2017Q1 的外延并购将于 2017Q2 体现业绩。
- 零售：平稳增长，静待处方外流。2017Q1，公司零售业务实现营业收入 12.8 亿元 (+4.3%)，毛利率 15.88% (+0.34pp)，扣除两项费用后的营业利润率为 0.26% (-1.1pp)。我们认为公司零售业务收入端保持平稳，新业务模式的探索或造成短期盈利能力不稳定。处方外流为零售行业最大增长点，公司的 DTP 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，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。
- 盈利预测与投资建议。预计 2017-2019 年 EPS 分别为 1.36 元、1.56 元、1.79 元，对应 PE 分别为 17 倍、15 倍、13 倍，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，维持“买入”评级。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。
- 风险提示：“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；并购企业业绩实现或不及承诺。

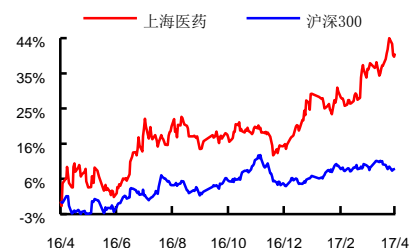
指标/年度	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入 (百万元)	120764.66	140633.15	164560.57	192841.74
增长率	14.45%	16.45%	17.01%	17.19%
归属母公司净利润 (百万元)	3196.39	3651.38	4204.35	4813.51
增长率	11.10%	14.23%	15.14%	14.49%
每股收益 EPS (元)	1.19	1.36	1.56	1.79
净资产收益率 ROE	10.40%	10.62%	10.90%	11.09%
PE	20	17	15	13
PB	1.65	1.48	1.32	1.17

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)	17.03-24.46
总市值(亿元)	638.62
总资产(亿元)	827.43
每股净资产(元)	11.76

相关研究

1. 上海医药 (601607): 扣非净利润增长加速，分销业务增长趋势良好 (2017-03-22)
2. 上海医药 (601607): 被低估的医药商业+工业龙头 (2017-02-13)
3. 上海医药 (601607): 业绩稳健增长，分销板块成长加速 (2016-11-03)
4. 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)
5. 上海医药 (601607): 在行业变革中强者恒强的医药工商业龙头 (2016-07-18)

附表：财务预测与估值

利润表（百万元）	2016A	2017E	2018E	2019E	现金流量表（百万元）	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入	120764.66	140633.15	164560.57	192841.74	净利润	3829.71	4374.85	5037.38	5767.24
营业成本	106530.89	124580.20	146133.63	171600.64	折旧与摊销	824.04	363.81	424.17	469.87
营业税金及附加	336.86	371.46	438.89	516.60	财务费用	586.74	531.86	552.86	603.01
销售费用	6067.50	6989.47	7898.91	9063.56	资产减值损失	446.34	200.00	200.00	200.00
管理费用	3567.95	4120.55	4805.17	5553.84	经营营运资本变动	-213.27	-2993.90	-3230.32	-3942.48
财务费用	586.74	531.86	552.86	603.01	其他	-3526.89	-158.95	-1487.65	-1467.68
资产减值损失	446.34	200.00	200.00	200.00	经营活动现金流净额	1946.67	2317.67	1496.45	1629.96
投资收益	978.79	1076.67	1184.34	1302.77	资本支出	-2208.18	-830.00	-830.00	-830.00
公允价值变动损益	-0.08	-0.08	-0.08	-0.08	其他	-681.37	1076.59	1184.26	1302.70
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	-2889.54	246.59	354.26	472.70
营业利润	4207.10	4916.20	5715.37	6606.79	短期借款	-761.46	104.22	1094.90	1328.47
其他非经营损益	431.90	466.06	457.87	456.27	长期借款	744.28	0.00	0.00	0.00
利润总额	4639.00	5382.26	6173.24	7063.06	股权融资	-588.12	0.00	0.00	0.00
所得税	809.28	1007.42	1135.86	1295.82	支付股利	0.00	0.00	0.00	0.00
净利润	3829.71	4374.85	5037.38	5767.24	其他	1252.70	-571.99	-552.86	-603.01
少数股东损益	633.32	723.47	833.03	953.73	筹资活动现金流净额	647.40	-467.77	542.03	725.46
归属母公司股东净利润	3196.39	3651.38	4204.35	4813.51	现金流量净额	-298.11	2096.49	2392.74	2828.12
资产负债表（百万元）	2016A	2017E	2018E	2019E	财务分析指标	2016A	2017E	2018E	2019E
货币资金	11966.82	14063.32	16456.06	19284.17	成长能力				
应收和预付款项	30976.97	36444.38	42680.82	49969.31	销售收入增长率	14.45%	16.45%	17.01%	17.19%
存货	16415.76	19016.13	22360.70	26303.50	营业利润增长率	14.12%	16.85%	16.26%	15.60%
其他流动资产	907.34	1055.95	1234.92	1446.46	净利润增长率	13.83%	14.23%	15.14%	14.49%
长期股权投资	4227.21	4227.21	4227.21	4227.21	EBITDA 增长率	12.42%	3.45%	15.15%	14.75%
投资性房地产	328.97	328.97	328.97	328.97	获利能力				
固定资产和在建工程	6561.09	7105.76	7590.07	8028.69	毛利率	11.79%	11.41%	11.20%	11.01%
无形资产和开发支出	8615.10	8560.08	8505.06	8450.05	三费率	8.46%	8.28%	8.06%	7.89%
其他非流动资产	2743.46	2719.99	2696.52	2673.06	净利率	3.17%	3.11%	3.06%	2.99%
资产总计	82742.72	93521.78	106080.34	120711.41	ROE	10.40%	10.62%	10.90%	11.09%
短期借款	9627.80	9732.02	10826.92	12155.39	ROA	4.63%	4.68%	4.75%	4.78%
应付和预收款项	28002.38	33755.58	39480.96	46188.17	ROIC	9.97%	9.94%	10.27%	10.43%
长期借款	837.69	837.69	837.69	837.69	EBITDA/销售收入	4.65%	4.13%	4.07%	3.98%
其他负债	7440.38	8008.39	8709.27	9537.43	营运能力				
负债合计	45908.25	52333.67	59854.84	68718.68	总资产周转率	1.54	1.60	1.65	1.70
股本	2688.91	2688.91	2688.91	2688.91	固定资产周转率	23.67	23.98	24.13	26.01
资本公积	13558.19	13558.19	13558.19	13558.19	应收账款周转率	4.61	4.72	4.69	4.70
留存收益	15354.26	19005.64	23209.99	28023.50	存货周转率	6.68	7.00	7.01	7.01
归属母公司股东权益	31622.55	35252.73	39457.09	44270.60	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	112.53%	—	—	—
少数股东权益	5211.91	5935.38	6768.41	7722.13	资本结构				
股东权益合计	36834.47	41188.11	46225.50	51992.73	资产负债率	55.48%	55.96%	56.42%	56.93%
负债和股东权益合计	82742.72	93521.78	106080.34	120711.41	带息债务/总负债	27.15%	24.02%	22.83%	21.82%
					流动比率	1.47	1.48	1.50	1.52
					速动比率	1.07	1.08	1.10	1.11
					股利支付率	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
					每股指标				
					每股收益	1.19	1.36	1.56	1.79
					每股净资产	13.70	15.32	17.19	19.34
					每股经营现金	0.72	0.86	0.56	0.61
					每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00
业绩和估值指标	2016A	2017E	2018E	2019E					
EBITDA	5617.88	5811.88	6692.40	7679.67					
PE	19.96	17.46	15.22	13.27					
PB	1.65	1.48	1.32	1.17					
PS	0.50	0.43	0.37	0.32					
EV/EBITDA	10.31	9.62	8.16	6.91					
股息率	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%					

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
	郎珈艺	机构销售	021-68416921	18801762801	langjiayi@swsc.com.cn
	黄丽娟	机构销售	021-68411030	15900516330	hlj@swsc.com.cn
	欧阳倩威	机构销售	021-68416206	15601822016	oyqw@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
	任骁	机构销售	010-57758566	18682101747	rxiao@swsc.com.cn
广深	张婷	地区销售总监	0755-26673231	13530267171	zhangt@swsc.com.cn
	刘宁	机构销售	0755-26676257	18688956684	liun@swsc.com.cn
	刘予鑫	机构销售	0755-26833581	13720220576	lyxin@swsc.com.cn
	熊亮	机构销售	0755-26820395	18666824496	xl@swsc.com.cn
	刘雨阳	机构销售	0755-26892550	18665911353	liuyuy@swsc.com.cn