

# 业绩整体符合预期，受益两票制并 购明显加速

## ——上海医药（601607）2017 一季报点评

2017 年 04 月 28 日

强烈推荐/维持

上海医药

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：

公司发布 2017 年一季报，实现收入 331.29 亿元，同比增长 13.16%，实现归母净利润 9.99 亿，同比增长 12.37%，实现扣非后归母净利润 9.39 亿元，同比增长 20.82%。

### 公司分季度财务指标

指标	2015Q3	2015Q4	2016Q1	2016Q2	2016Q3	2016Q4	2017Q1
营业收入（百万元）	28090.26	26476.25	29275.64	30419.72	30821.5	30247.8	33129.49
增长率（%）	13.71%	11.79%	16.52%	17.79%	9.72%	14.25%	13.16%
毛利率（%）	11.45%	12.47%	12.10%	12.06%	11.55%	11.44%	12.38%
期间费用率（%）	8.27%	9.32%	8.44%	8.28%	8.35%	8.79%	8.63%
营业利润率（%）	3.18%	2.93%	3.84%	3.89%	3.26%	2.96%	4.15%
净利润（百万元）	753.50	856.11	1103.43	996.73	851.83	877.72	1140.81
增长率（%）	07.73%	10.05%	31.23%	09.06%	13.05%	02.52%	03.39%
每股盈利（季度，元）	0.24	0.26	0.33	0.31	0.27	0.27	0.37
资产负债率（%）	54.88%	54.52%	54.95%	55.62%	55.63%	55.48%	57.33%
净资产收益率（%）	2.30%	2.53%	3.15%	2.84%	2.37%	2.38%	3.01%
总资产收益率（%）	1.04%	1.15%	1.42%	1.26%	1.05%	1.06%	1.28%

### 观点：

#### ► 业绩符合预期，工业板块重点品种实现较高增长

公司 2017Q1 实现净利润 9.99 亿元，同比增长 12.37%，扣非后增速 20.82%，考虑到有并表影响，整体符合预期。

#### 分版块来看：

- ◆ 医药工业高速增长，主要有两大因素：①并表因素影响，公司于去年 12 月完成对 vitaco 的收购，其一年收入约 10.5 亿人民币，净利润约 6500 万元，扣除并表影响后我们估计内生收入增速在 12% 左右；② 60 个重点产品增速喜人，实现 15.07% 的增速，拉动版块增速。2017Q1 实现收入 37.94 亿元（+19.94%），

毛利率 50.61% (-0.34pp)，扣除两项费用后的营业利润率为 14.14% (+1.33pp)。其中 60 个重点产品实现收入 18.93 亿元 (+15.07%)，毛利率 69.82% (+1.81pp)。

- ◆ **医药分销业务** 2017Q1 实现收入 294.85 亿元 (+12.93%)，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)。
- ◆ **医药零售业务** 2017Q1 实现收入 12.80 亿元 (+4.30%)，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)。

### ➤ 受益流通行业变革，并购整合加速，有望实现收入增长以及毛利率提高的双击

公司在报告期内完成了对徐州医药股份有限公司、徐州淮海药业有限公司，基本完成了公司在苏北市场的布局，其中徐州医药股份有限公司位列 2015 年医药批发企业收入 100 强第 73 位，15 年收入规模为 16.31 亿元。同时，通过受让广东中山医药有限公司 31.593% 的股权，持续对存量股权进行管理，增强了公司在广东地区的竞争力。

我们认为，公司确定性收益于两票制全国推广所带来的集中度提高，未来并购将更加容易。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，即有望实现分销业务收入增长加速以及毛利率提高的双击。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。

两票制相关研究请参照我们前期发布的系列深度报告：

2017.01.24 两票制系列深度之二：两票制下的流通行业演变 <http://t.cn/Rx45av7>

2017.01.09 两票制系列深度之一：两票制国家文件出台，流通行业整合拉开大幕 <http://t.cn/RMMMawN>

### 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行业性整合机会；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 36.22、42.06、49.62 亿元，增速分别为 13.30%、16.13%、17.97%，对应 PE 为 18x、15x、13x，维持“强烈推荐”评级。

### 风险提示

两票制推进不达预期

**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		2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
<b>流动资产合计</b>	55585	60267	72769	87284	106417	<b>营业收入</b>	105517	120765	140377	167806	204053						
货币资金	12039	11967	16016	19146	23282	<b>营业成本</b>	92715	106531	124360	148760	181097						
应收账款	24215	27293	32215	38510	46828	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	1658	2267	3009	管理费用	3234	3568	4071	4782	5816						
存货	15091	16416	20241	24213	29476	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						
<b>非流动资产合计</b>	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	<b>营业利润</b>	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						
<b>资产总计</b>	74344	82743	94351	108257	126778	<b>利润总额</b>	4172	4639	5133	5961	7032						
<b>流动负债合计</b>	39427	41113	52653	63873	79224	所得税	807	809	898	1043	1231						
短期借款	10389	9628	14714	19416	26144	<b>净利润</b>	3364	3830	4235	4918	5802						
应付账款	20674	22307	27351	32717	39829	少数股东损益	487	633	613	712	840						
预收款项	618	738	874	1037	1234	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						
<b>非流动负债合计</b>	1110	4795	2591	2611	2638	<b>BPS (元)</b>	1.07	1.19	1.35	1.56	1.85						
长期借款	93	838	838	838	838	<b>主要财务比率</b>											
应付债券	0	1999	792	792	792		2015A	2016A	2017E	2018E	2019E						
<b>负债合计</b>	40536	45908	55243	66484	81861	<b>成长能力</b>											
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	<b>获利能力</b>											
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%						
<b>负债和所有者权益</b>	74344	82743	94351	108257	126778	净利率(%)	3.19%	3.17%	3.02%	2.93%	2.84%						
<b>现金流量表</b>		单位: 百万元					<b>总资产净利润(%)</b>					3.87%	3.86%	3.84%	3.89%	3.91%	
	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E	<b>ROE(%)</b>					9.61%	10.11%	10.88%	11.94%	13.22%		
<b>经营活动现金流</b>	1349	1947	2399	833	282	<b>偿债能力</b>											
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						
应付账款的变化	0	0	-4922	-6295	-8318	<b>营运能力</b>											
预收账款的变化	0	0	136	163	198	总资产周转率	1.52	1.54	1.59	1.66	1.74						
<b>投资活动现金流</b>	-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	<b>每股指标(元)</b>											
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						
<b>筹资活动现金流</b>	636	647	618	1694	3179	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	<b>估值比率</b>											
普通股增加	0	0	0	0	0	P/E	22.20	19.98	17.63	15.18	12.87						
资本公积增加	-6	-588	0	0	0	P/B	2.13	2.02	1.92	1.81	1.70						
<b>现金净增加额</b>	77	-295	4050	3130	4136	EV/EBITDA	9.29	7.96	7.73	9.58	8.48						

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。2016年水晶球最佳分析师第一名，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。