上海医药（601607.SH）

工业增长超预期，商业并购在苏北、广东落地

买入（维持）

2017 年 4 月 27 日

证券分析师　全铭
执业资格证书号码：S0600517010002
quanm@dwzq.com.cn
010-66573567

证券分析师　焦德智
执业资格证书号码：S0600516120001
jiaodzh@dwzq.com.cn
021-60199780

投资要点

一、事件：公司发布 2017 年一季报。

2017 年一季度公司实现销售收入 331.29 亿元，同比增长 13.16%；实现归属母公司净利润 9.99 亿元，同比增长 12.37%；扣非后归属母公司净利润 9.39 亿元，同比增长 20.82%。

二、我们的观点：

1、工业同比增长 20%，较去年同期加速明显。商业同比增长 13%，盈利能力不断提升。

医药工业板块实现收入 37.94 亿元，同比增长 19.94%，去年同期增速仅 2.78%，工业板块加速明显。我们估计 Vitaco 并表贡献收入 3 亿左右。剔除并表影响，内生增速在 11%左右。细化看，60 个重点产品内生增速在 15%左右。工业板块盈利能力亦不断提高，营业利润率为 14.14%，较去年同期上升 1.33pp。盈利能力提高主要得益于公司内部经营效率的提高。

医药分销板块实现收入 294.85 亿元，同比增长 12.93%。营业利润率 2.64%，同比上升 0.02pp。考虑商业并购标的并表时间较短，我们估计一季度毛利提升主要得益于返利的体现。

零售板块实现收入 12.80 亿元，同比增长 4.3%。营业利润率 0.26%，同比下降 1.1pp。零售毛利降低主要是部分肿瘤药品进入医保目录，转向医院药房，导致公司 DTP 药房收到一定影响。

2、商业外延在苏北、广东落地，分销网络进一步完善。

公司并购了徐州医药股份有限公司、徐州淮海医药有限公司，基本完成了公司在苏北市场的布局。通过受让广州中大产业集团有限公司持有的广东中山医药有限公司31.593%的股权，增强了公司在广东地区的竞争力。由于收购时间较短，预计公司商业外延式产生净利润将在未来数月逐渐体现。

3、关注国企改革和公司外延式扩张。

我们在2月16日深度报告中指出，公司管理层年轻化已经推动公司产生积极变化。1月，上海国资委印发《关于本市地方国有控股混合所有制企业员工持股首批试点工作实施方案》，公司基本满足条件。公司目前账上资金充裕，2017年我们建议重点关注公司的国企改革动向及外延式动作。

股价走势

市场数据

收盘价（元）	23.75
一年最低价/最高价（元）	16.43/24.50
市净率	1.96
流通 A 股市值（亿元）	457

基础数据

每股净资产（元）	12.15
资产负债率（%）	57.33%
总股本（亿股）	19.23
流通 A 股（亿股）	19.23

相关报告

上海医药（601607）：医药商业乘政策之风破行业壁垒，国企改革仗上实之势除发展瓶颈 2017-2-16
上海医药 2016 年报点评：业绩稳健增长，关注国企改革进展及外延式扩张 2017-3-22

请务必阅读正文之后的免责声明部分

四、盈利预测与投资建议：

我们预计公司 2017 年到 2019 年，收入分别为 1418.33 亿元、1632.03 亿元和 1882.54 亿元，同比增长 17%、15%和 15%；归属母公司净利润为 36.95、42.87 亿元和 48.76 亿元，同比增长 16%、16%和 14%；对应 EPS 为 1.37 元、1.59 元和 1.81 元。我们认为公司估值对比其他医药流通龙头存在明显低估。公司质地优良，管理层年轻化推动公司积极变化，医药商业业务有望内生和外延两个方面加快发展，公司未来发展加速。维持“买入”评级。

五、风险提示：

收购医药商业渠道低于预期的风险；政策对医药流通企业资质要求提高的风险。

请务必阅读正文之后的免责声明部分

上海医药（601607）主要财务数据及估值（百万元）

利润表	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入	120764.66	141832.75	163202.50	188253.81
营业成本	106530.89	125115.82	143966.85	166065.52
营业税金及附加	336.86	395.62	455.23	525.11
营业费用	6067.50	7126.01	8199.67	9458.31
管理费用	3567.95	4190.40	4821.76	5561.89
财务费用	586.74	302.40	170.61	176.47
资产减值损失	446.34	0.00	0.00	0.00
投资收益	978.79	900.00	945.00	992.25
营业利润	4207.10	5602.50	6533.38	7458.76
其他非经营损益	431.90	0.00	0.00	0.00
利润总额	4639.00	5602.50	6533.38	7458.76
所得税	809.28	1175.62	1397.09	1616.63
净利润	3829.71	4426.87	5136.28	5842.13
少数股东损益	633.32	732.07	849.38	966.11
归属母公司股东净利润	3196.39	3694.80	4286.90	4876.02

资产负债表	2016A	2017E	2018E	2019E
货币资金	9919.29	1418.33	1632.03	1882.54
应收和预付款项	30976.97	35911.18	41054.92	47725.35
存货	16415.76	20990.34	22051.69	27597.22
其他流动资产	902.21	902.21	902.21	902.21
长期股权投资	4227.21	5127.21	6072.21	7064.46
投资性房地产	328.97	328.97	328.97	328.97
固定资产和在建工程	6966.03	6835.22	6704.41	6573.60
无形资产和开发支出	8615.10	8613.48	8611.86	8610.23
其他非流动资产	1870.19	1752.87	1635.54	1635.54
资产总计	80221.74	81879.80	88993.82	102320.11
短期借款	9627.80	412.89	1152.22	830.43
应付和预收款项	30026.52	37139.60	39150.87	47835.88
长期借款	2836.28	2836.28	2836.28	2836.28
其他负债	835.47	834.60	834.60	834.60
负债合计	43326.07	41223.37	43973.97	52337.20
资本公积	13558.19	13558.19	13558.19	13558.19
留存收益	15375.46	18404.14	21918.18	25915.13
归属母公司股东权益	31622.55	34651.24	38165.28	42162.23
少数股东权益	5211.91	5943.98	6793.37	7759.48
股东权益合计	36834.47	40595.22	44958.65	49921.71
负债和股东权益合计	80160.53	81818.60	88932.62	102258.91

流量表	2016A	2017E	2018E	2019E
经营性现金净流量	2060.34	1683.33	417.84	1627.84
投资性现金净流量	-2889.54	-0.87	0.00	0.00
筹资性现金净流量	647.40	-10183.42	-204.14	-1377.33

	2016A	2017E	2018E	2019E
毛利率	11.79%	11.79%	11.79%	11.79%
三费/销售收入	8.46%	8.19%	8.08%	8.07%
EBIT/销售收入	4.23%	4.16%	4.11%	4.06%
EBITDA/销售收入	4.92%	4.34%	4.26%	4.13%
销售净利率	3.17%	3.12%	3.15%	3.10%
ROE	10.11%	10.66%	11.23%	11.56%
ROA	6.37%	7.21%	7.53%	7.46%
ROIC	11.12%	11.54%	12.08%	12.27%
销售收入增长率	14.45%	17.45%	15.07%	15.35%
EBIT 增长率	10.00%	15.51%	13.53%	13.89%
EBITDA 增长率	10.07%	3.68%	12.98%	11.70%
净利润增长率	13.83%	15.59%	16.03%	13.74%
总资产增长率	11.01%	2.07%	8.69%	14.97%
股东权益增长率	5.65%	9.58%	10.14%	10.47%
营运资本增长率	16.16%	13.40%	19.98%	14.29%
资产负债率	54.01%	50.35%	49.41%	51.15%
投资资本/总资产	50.25%	53.21%	54.69%	52.11%
带息债务/总负债	28.77%	7.88%	9.07%	7.01%
流动比率	1.47	1.58	1.63	1.60
速动比率	1.03	0.99	1.06	1.02
股利支付率	0.00%	18.03%	18.03%	18.03%
收益留存率	100.00%	81.97%	81.97%	81.97%
总资产周转率	1.51	1.73	1.83	1.84
固定资产周转率	21.34	20.75	24.34	28.64
应收账款周转率	4.18	4.35	4.28	4.33
存货周转率	6.49	5.96	6.53	6.02

估值指标	2016A	2017E	2018E	2019E
EBIT	5112.06	5904.90	6703.98	7635.23
EBITDA	5936.10	6154.66	6953.75	7767.66
NOPLAT	3860.66	4653.68	5264.24	5974.48
净利润	3196.39	3694.80	4286.90	4876.02
EPS	1.189	1.374	1.594	1.813
BPS	11.760	12.887	14.194	15.680
PE	19.05	16.48	14.20	12.48
PB	1.93	1.76	1.60	1.44
PS	0.50	0.43	0.37	0.32
PCF	29.55	36.16	145.70	37.40
EV/EBIT	13.61	11.82	10.65	9.43
EV/EBITDA	11.72	11.34	10.27	9.27
EV/IC	1.73	1.60	1.47	1.35
股息率	0.000	0.011	0.013	0.014

资料来源：Wind，东吴证券研究所

免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下，东吴证券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并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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。

本报告的版权归本公司所有，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、转载，需征得东吴证券研究所同意，并注明出处为东吴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东吴证券投资评级标准:

公司投资评级:

买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15%以上;

增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5%与 15%之间;

中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-5%与 5%之间;

减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-15%与-5%之间;

卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在-15%以下。

行业投资评级:

增持：预期未来 6 个月行业指数涨跌幅相对大盘在 5%以上;

中性：预期未来 6 个月行业指数涨跌幅相对大盘介于-5%与 5%之间;

减持：预期未来 6 个月行业指数涨跌幅相对大盘在-5%以下。

东吴证券研究所

苏州工业园区星阳街 5 号

邮政编码：215021

传真：（0512）62938527

公司网址： http://www.dwzq.com.cn