

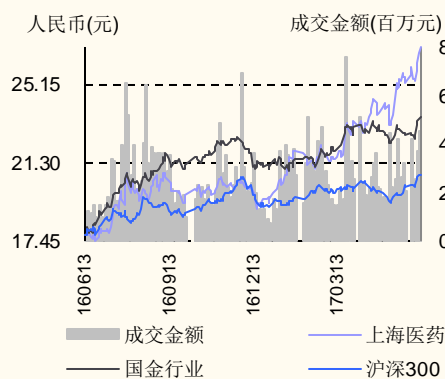
市场价格 (人民币): 26.94 元

## 流通乘势而上, 工业因地制宜

长期竞争力评级: 高于行业均值

## 市场数据(人民币)

已上市流通 A 股(百万股)	1,922.94
流通港股(百万股)	765.89
总市值(百万元)	72,439.25
年内股价最高最低(元)	26.94/17.45
沪深 300 指数	3574.39
上证指数	3139.88



## 公司基本情况(人民币)

项目	2015	2016	2017E	2018E	2019E
摊薄每股收益(元)	1.070	1.189	1.357	1.541	1.750
每股净资产(元)	11.13	11.76	12.72	13.81	15.06
每股经营性现金流(元)	0.49	0.70	1.30	1.44	1.35
市盈率(倍)	18.61	16.45	19.86	17.48	15.40
行业优化市盈率(倍)	17.92	17.92	17.92	17.92	17.92
净利润增长率(%)	11.03%	11.10%	14.14%	13.57%	13.55%
净资产收益率(%)	9.61%	10.11%	10.67%	11.16%	11.62%
总股本(百万股)	2,688.91	2,688.91	2,688.91	2,688.91	2,688.91

来源: 公司年报、国金证券研究所

## 投资逻辑

- **乘“两票制”燎原之势, 分享医药流通集中度提升的最后一波机遇:** 上药借助上药控股、上药科园两大平台, 加速空白省份布局, 前者深耕华东、辐射西南, 后者拓展高值耗材, 下沉华中渠道, 布局东北。全国性流通企业, 有望借助“两票制”的推进, 下沉渠道、提升纯销份额。
- **“医院合办药房、DTP、连锁药店”三级零售体系迎接处方外流:** 从行业趋势判断, 处方外流的重要前提是化解医院对药品差价利益的依赖。公司通过合办药房、DTP 药房缓解当前公立医院药占比考核的燃眉之急, 但又没有大幅改变现有的产业价值链, 我们认为这是目前中国处方外流的现实环境下最有效的处方获取手段。
- **工业板块重点品种受益营销改革, 多年研发渐入收获期:** 公司针对重点品种分别搭建了“医院自营、精细代理、零售渠道”三大营销中心, 一品一策, 成长性更为持续; 多年在创新药、首仿药的研发投入, 逐步进入收获阶段。
- **“二次议价”有望推动流通企业职能升级, 普药有望借助“一致性评价”完美演绎工商协同:** 二次议价背景下, 流通企业将部分承担医疗机构的代理人职能; 流通企业对普药拥有更大的选择权, 一致性评价将进一步提升集中度, 结合两者优势的企业受益最大。
- **管理优化、借助资本外延提供业绩弹性:** 近年公司通过优化资金池、发行低息债券和精益管理提升效益; 通过设立或者参与产业基金进行战略布局。

## 盈利预测与投资建议

- **收入端:** 基于上药在分销业务的积极布局和两票制下行业的趋势, 我们认为分销业务未来三年复合增速有望达到 14%; 工业板块借助 Vitaco 并表 (短期)、核心品种营销梳理 (中期)、普药受益工商协同 (长期) 收入增速有望回升至 15-20%; 零售业务重点在处方外流, 短期预计有望保持 10% 左右平稳增速。利润端: 16 年因为合营企业投资收益增长 50%, 短期影响较大。
- 综上, 我们预计 2017/2018/2019 年归母净利润为 3,649/4,155/4,719 百万人民币, 对应增速 14.17%/13.86%/13.56%。
- 我们认为上药不论在流通还是工业都已跨入第一梯队, 在当前医改政策频出的背景下有望保持稳健增长, 给予“增持”评级。

## 风险提示

- 分销业务拓展不畅、核心品种营销改善低预期、非经常性收益波动较大。

孙炜 联系人  
weisun@gjzq.com.cn

李敬雷 分析师 SAC 执业编号: S1130511030026  
(8621)60230221  
lijingl@gjzq.com.cn

## 内容目录

乘“两票制”燎原之势，分享医药流通集中度提升的最后一波机遇.....	3
立足两大平台，加速空白省份布局.....	3
上药控股：深耕华东、辐射西南.....	3
上药科园：拓展高值耗材，下沉华中渠道，布局东北.....	4
“两票制”推进如火如荼，助力渠道下沉，提升纯销份额.....	5
“医院合办药房、DTP、连锁药店”三级零售体系迎接处方外流.....	5
化解医院对药品差价的依赖是处方外流的前提.....	5
上药“三级零售体系”顺应中国处方外流的真实国情.....	6
工业板块重点品种受益营销改革，多年研发渐入收获期.....	7
重点品种策略，配合三大营销中心做到一品一策，成长性更为持续.....	7
坚持创新药、首仿抢仿药投入，进入实质进展阶段.....	8
“二次议价”有望推动流通企业职能升级，普药有望借助“一致性评价”完美演绎工商协同.....	8
二次议价背景下，流通企业将部分承担医疗机构的代理人职能.....	8
流通企业对普药拥有更大的选择权，一致性评价将进一步提升集中度，结合两者优势的企业受益最大.....	9
管理优化、借助资本外延提供业绩弹性.....	9
公司通过优化资金池、发行低息债券和精益管理提升效益.....	9
设立产业基金，私有化 Vitaco 或只是开端.....	9
盈利预测与投资建议.....	10
风险提示.....	10

## 图表目录

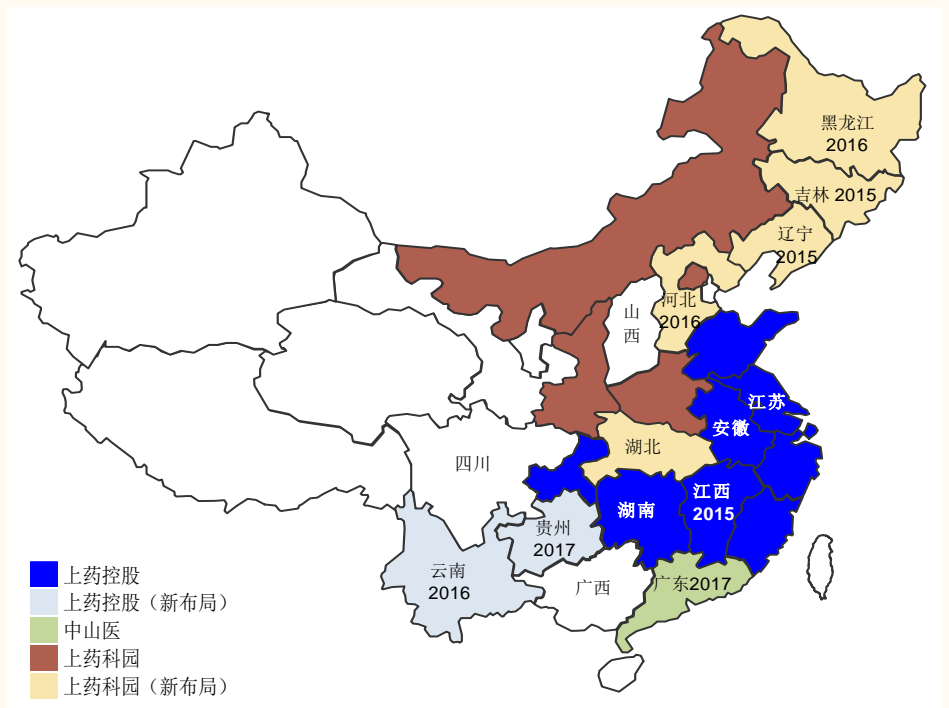
图表 1：上海医药药品分销省份分布.....	3
图表 2：上药覆盖省份收入贡献、未来增速及竞争格局.....	4
图表 3：“两票制”各省进展及全面执行日期.....	5
图表 4：日本处方外流历程.....	5
图表 5：上药云健康——基于电子处方流转的医药电商模式.....	6
图表 6：上海医药收入过亿品种竞争情况和销售规模（报表披露）.....	7
图表 7：主要在研品种进度.....	8
图表 8：日本医院和药房药品采购模式变化.....	8
图表 9：日本第一大仿制药企业 Nichi Iko 与第三大 Towa 收入结构差异.....	9

## 乘“两票制”燎原之势，分享医药流通集中度提升的最后一波机遇

### 立足两大平台，加速空白省份布局

- **-2011 年：**上海医药分销业务发起于华东，2010 年与上实重组后开始多点布局；2010 年控股广州中山医医药进驻华南，2011 年收购 China Health System（后更名为“上药科园”）100%股权，正式进军华北市场。至此形成了“上药控股”（中山医为上药控股子公司）、“上药科园”两大整合平台（图表 1）。
- **2012-14 年：**加速体系整合，增加医疗机构覆盖，从 8,038 家增长到 15,188 家；大力引进国产品种，三年间引入 13,589 个品种，国产占比 83%。
- **2014-17 年：**北方以北京为核心，2014 年通过收购进入陕西、内蒙古、河南，2015 年吉林、辽宁，2016 年黑龙江；南方 14 年开始收购杭州凯仑、徐州医药等补足华东地区，新进入云南、贵州。至此完成 21 个省份的覆盖。

图表 1：上海医药药品分销省份分布



来源：公司公告，国金证券研究所

### 上药控股：深耕华东、辐射西南

- 华东区域收入预计未来三年复合增速 12.4%，重点在提升江苏、补足安徽、重塑江西。
  - 上海贡献了整个分销业务超过 40% 的收入，上药、国控寡头格局已经形成，上药市场份额提升空间有限。
  - 浙江在 15 年初并购杭州凯仑后市场份额有所提升，并购步伐暂时趋缓。
  - 江苏并购步伐明显加快，15 年收购盐城、宜兴，16 年镇江，17 年徐州医药，有望挑战南药第二名市场份额，成为华东增长最主要的推动力。
  - 安徽具有很强的区位优势，然而之前公司并没有找到很好的切入机会，补足安徽成为拉动华东增长最有效的手段。

- 江西原先公司参与合营最大的流通企业—南华医药，由于另一个股东江西省医药集团属于通用技术集团，利益难以理顺，因此 15 年 9 月南华医药分别于上药和通用成立合资公司。江西南华（上药）医药有限公司，受让南华医药部分业务，同时由于上药控股 51%能够并表。公司 2015 年上半年设立上药控股江西上饶医药股份有限公司，体现了对江西业务的重视和整合的力度。
- 华南区域格局稳定，17 年一季度增持中山医股份增厚利润。
- 西南区域目前收入贡献仅占 2%，云南、贵州刚落地，四川等待机会。
  - 云南第二梯队份额均较小，存在较大的整合机会。
  - 贵州 17 年二季度刚成立孙公司。
  - 四川为西南重镇，目前未有布局。

图表 2：上药覆盖省份收入贡献、未来增速及竞争格局

平台	区域	省市	上药增速预测				说明	上药份额		竞争格局
			收入贡献	2017	未来三年	参照省份增速		2016A	2019E	
上药控股	华东	上海	41.2%	8.5%	8.7%	8.9%	稳健	45%	46%	国控28%
		浙江	8.8%	7.0%	10.6%	5.6%	稳健	11%	13%	华东医药20%、浙江英特16%、国控10%
		江苏	7.8%	30.0%	21.1%	15.9%	新标+两票制，新并购镇江（2016）、徐州（2017）	9%	12%	国控18%、南药14%、省医药5%
		安徽	1.4%	60.0%	53.7%	7.6%	两票制推进，利用区位优势积极布局	2%	6%	安徽华源35%、天星（南药）8%
		山东	4.3%	10.0%	15.0%	6.8%	2016年11月开始执行新标，试点两票制	7%	9%	华润20%、瑞康18%、海王银河15%
		江西	2.1%	15.0%	12.6%	6.9%	合营公司南华15年分立为上药（51%）、通用，新设上饶	15%	18%	南华28%、汇仁医药占25%
		福建	0.0%			1.6%	医改激进省份，上药只占省医药49%			鹭燕医药23%、国控18%、同春（南药）16%、省医药9%
	Subtotal		65.6%	12.2%	12.4%					
	其他	湖南	1.1%	5.0%	14.1%	4.6%	暂时没有新布局	3%	4%	华润26%、国控15%
		重庆	0.4%	5.0%	9.5%	-3.3%	与重药合资公司仅占49%	1%	2%	重庆医药50%
		云南	0.5%	50.0%	46.7%	2.7%	2016年新收购太阳鸟药业并以此为省级平台	1%	3%	白药27%、国控10%、东骏7%、昆药5%、云南医药工业3%
		贵州	0.0%	∞	∞	12.0%	2017年新设立3家子公司	5%	5%	信邦20%、贵医14%、康心10%
	Subtotal		2.0%	25.0%	32.0%					
华南	广东	5.2%	8.0%	11.5%	6.9%	2017年一季度增持中山医股东股份31.6%	6%	7%	广药25%、国控22%、华润20%	
	北京	17.7%	8.0%	7.5%	8.5%	稳健	18%	18%	国控41%、华润26%	
	河北	0.0%	∞	∞	9.9%	2016年6月刚成立河北子公司	0%	5%	国控40%、石药20%、华润10%	
	内蒙古	1.0%	6.0%	4.9%	5.9%		18%	18%	国控28%、华润18%	
	Subtotal		18.7%	11.7%	10.5%					
上药科园	辽宁	0.6%	20.0%	43.6%	28.1%	15年11月参股辽宁省医药对外贸易20%	2%	4%	国控29%、华润17%、省医药对外贸易11%	
	吉林	0.8%	10.0%	18.0%	4.1%	2015年1季度收购布局	4%	6%	国控30%、修正14%、华润11%	
	黑龙江	0.2%	100.0%	58.3%	10.8%	16年三季度新收购布局	1%	3%	哈药35%、国控12%、华润10%	
	Subtotal		1.6%	25.9%	34.7%					
其他	湖北	2.4%	25.0%	33.3%	49.2%	华中布局，新建很多市级子公司	5%	8%	国控25%、华润21%、同济堂11%	
	陕西	2.0%	20.0%	21.4%	25.4%	整合过程中	8%	10%	陕医派昂18%、华远10%	
	河南	2.5%	20.0%	22.8%	35.8%	2014年收购获得	4%	5%	国控22%、华润17%	
Subtotal		6.9%	21.7%	26.3%						
分销合计		100%	13.1%	14.0%						

来源：各公司官网，国金证券研究所

### 上药科园：拓展高值耗材，下沉华中渠道，布局东北

- 华北区域药品配送集中度已经很高，高值耗材成为核心驱动。
  - 虽然河北 16 年新设立子公司，但是国控、石药、华润已占据药品配送近 70%市场份额，高值耗材整合却刚刚起步。
  - 高值耗材业务高速增长，一方面，我们看到公司高值耗材收入从 2011 年 3.47 亿，增长到 14 年 13.12 亿，复合增速超过 50%；另一方面，上药科园 14 年 7 月成立的子公司上药医疗器械（北京）有限公司 15 年报税收入不到 8,000 万，16 年已达到 6.97 亿（企业报税披露）。
- 华中区域发力下沉，力争进入第一梯队，收入贡献约 7%，增速有望超过 25%。
  - 以湖北为例，公司 12 年以来，陆续设立黄冈、宜昌、襄阳、十堰、荆州、天门、恩施、黄石等孙公司，16 年还参股湖北楚汉精诚医药参与中南医院（三甲）的供应链业务。
- 东北区域目前收入贡献有限，15 年参股辽宁第三大流通企业，抢得先机。

### “两票制”推进如火如荼，助力渠道下沉，提升纯销份额

- 两票制目前已执行或部分执行省份已占到全国市场近 50%，征求意见阶段省份占到 17.5%，剩余省份中上海、广东均流出内部讨论稿。

图表 3：“两票制”各省进展及全面执行日期

省市	文件日期	状态	正式全面执行日期	省市	文件日期	状态	正式全面执行日期
福建	2015/10/10	已执行	2015/10/10	宁夏	2017/2/14	部分执行	
安徽	2016/10/8	已执行	2016/11/1	青海	2016/12/12	部分执行	
北京	2017/3/22	已执行	2017/4/8	江苏	2017/5/24	征求意见	2018/1/1
重庆	2017/1/3	已执行	2017/6/1	浙江	2017/4/28	征求意见	2017/7/1
陕西	2017/3/14	已执行	2017/7/1	吉林	2017/5/19	征求意见	2017/10/1
山西	2017/4/28	已执行	2017/8/1	内蒙古	2017/4/28	征求意见	2017/7/1
辽宁	2017/4/13	已执行	2017/9/1	上海		拟出台	
黑龙江	2017/4/25	已执行	2017/9/1	广东	2017/5/26	拟出台	
四川	2017/4/6	已执行	2017/9/6	河南	2016/9/21	拟出台	
湖南	2017/3/31	已执行	2017/10/1	云南	2016/7/5	拟出台	
河北	2017/5/31	已执行	2017/11/1	湖北	2016/9/26	拟出台	
海南	2017/4/28	已执行	2017/11/1	天津	2016/12/15	拟出台	
广西	2017/5/19	已执行	2018/1/1	贵州	2017/4/28	拟出台	
江西	2017/4/14	部分执行	2018年	新疆	2017/5/9	拟出台	
甘肃	2017/4/26	部分执行	2018年	西藏	2016/10/26	拟出台	
山东	2016/11/8	部分执行					

来源：各省卫计委官网，国金证券研究所

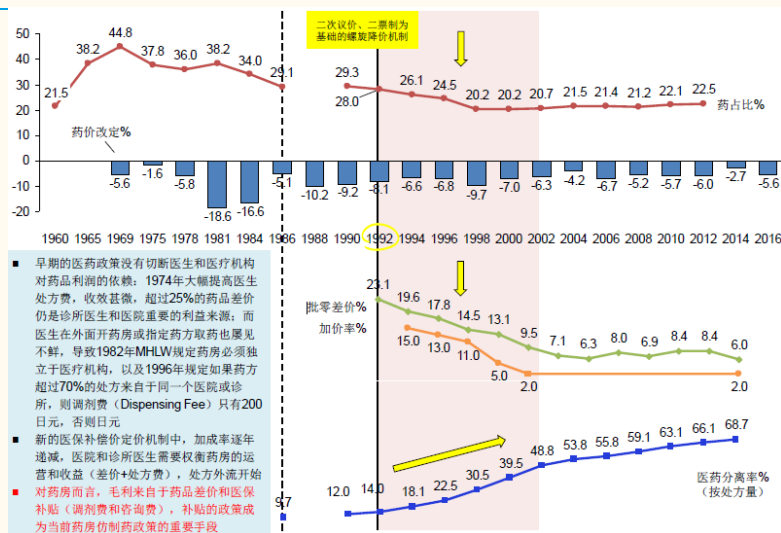
- 在此背景下，原先依靠调拨的地市一级流通企业有更强的动力加入全国性的流通网络，而且大多还能持有原先公司股份，分享红利；与此同时对医院而言，也倾向于选择供货稳定的大型企业，带动医院采购集中度的提升，最终大型企业纯销份额进一步提升。

### “医院合办药房、DTP、连锁药店”三级零售体系迎接处方外流

#### 化解医院对药品差价的依赖是处方外流的前提

- 区别于美国处方（Prescribing）和调剂（Dispensing）天然的分流，中国和日本都经历过医院承担双重职责、依赖药品差价利润的阶段，因此日本处方外流的背景对中国更具有参考意义。
- 日本处方外流的背景是压缩医院药品差价、控制药占比（中国已实施），医院利益受损，因此初期就出现医院设立院外药房，一方面缓解药占比，另一方面依旧能控制处方，还能获得政府的处方费补贴。（详见国金日本报告）

图表 4：日本处方外流历程



来源：国金医药日本产业研究报告，日本厚生省，国金证券研究所

### 上药“三级零售体系”顺应中国处方外流的真实国情

- 医院合办药房、DTP 解医院燃眉之急——药占比考核，会成为处方外流最初的去向。
  - 医院合办药房基于上药目前的医院药房托管战略，截止 2016 年已托管 129 家医院。这是处方外流拦截最直接的手段。
  - DTP 药房主要经营自费特效药，处方直接来自于医院，一方面既能暂时保证医生积极性，另一方面也不占用医院药占比。截止 2015 年上药 DTP 药房达到 30 家，收入近 25 亿，目前整合进上药云健康。
  - 上药云健康通过对门诊处方的收集，通过供应链金融的方式解决患者支付能力，并通过物流体系进行配送，形成完善的处方流转模式。截至 2016 年底新增电子处方 21.7 万张，同比增长 600%；全国范围内新增对接医院达 30 家。
- 连锁零售药店是处方外流的远期去向，但未来外流的医保处方药批零差价肯定无法满足目前连锁药店近 30%的毛利率要求。

图表 5：上药云健康——基于电子处方流转的医药电商模式



来源：公司官网，国金证券研究所

## 工业板块重点品种受益营销改革，多年研发渐入收获期

### 重点品种策略，配合三大营销中心做到一品一策，成长性更为持续

- 2010年公司确定了58个重点品种，13年扩充到64个，15年又缩减到60个，工业收入占比接近50%，毛利率提升到目前的69%。
- 2013年设立上海医药营销中心，确定了营销一部（医院自营终端推广为主）、营销二部（精细化代理为主）和营销三部（零售终端为主）的营销体系。
  - 营销一部以上海医药集团药品销售有限公司为平台开展实质运作，基于中西三维、东英药业和部分第一生化的产品，建立了以风湿、精神神经、麻醉与心血管四大核心领域为主的销售平台，并从医院开发、学术推广、市场准入等方面开展协同优化。
  - 营销二部以上海信谊药厂为运营实体，搭建代理平台，同时启动对试点子公司上海新亚药业营销体系的整合。
  - 营销三部自2014年8月份启动组织机构建设，设立上海上药龙虎医药销售有限公司作为销售实体公司。
  - 建立总部市场准入平台，依托当地控股商业企业建立八大集团准入办事处，以工业企业为基础成立4个市场准入大区，形成了“四区八办”的市场准入网络。
- 在经历16年短暂调整后，2017年一季度60个核心产品同比增长15.07%，远好于2016年的3.7%，平均毛利率达到69.82%的新高。

图表6：上海医药收入过亿品种竞争情况和销售规模（报表披露）

	所属企业	生产企业数量			销量 (RMB m)		增速	
		国产	进口	医保情况	2016Q3	FY2015	2016Q3	
<b>心脑血管</b>								
参麦注射液	正大青春宝	7		国甲 (2009)	601	7.0%	8.8%	
丹参酮IIA磺酸钠注射液	第一生化	1			225	-0.3%	-16.8%	
瓜蒌皮注射液	第一生化	1		国乙 (2017)	117	20.7%	-26.4%	
注射用二丁酰环磷腺苷钙	第一生化	1			213	18.0%	-7.0%	
瑞舒伐他汀原料药	常州制药厂				178	46.4%	35.4%	
银杏酮酯系列	杏灵科技药业	5		国乙 (2017)	126	33.7%	24.2%	
地高辛	上药信谊药厂	15		国甲 (2009)	95			
养心氏片	青岛国风药业	1		国乙 (2009)	91	19.5%	-26.3%	
丹参片	杏灵科技药业	54		国乙 (2017)	80			
<b>消化道和新陈代谢</b>								
双歧杆菌三联活菌	上药信谊药厂	2			277	7.5%	-5.7%	
胃复春片	胡庆余堂药业	1		国乙 (2009)	130	-8.5%	38.4%	
八宝丹	厦门中药厂	1		国乙 (2009)	105	-9.6%	56.4%	
<b>全身性抗感染</b>								
注射用盐酸头孢替安	上药新亚药业	11	3	国乙 (2009)	233	39.0%	4.5%	
注射用头孢曲松钠	上药新亚药业	106	1	国甲 (2009)	152	91.0%	-18.7%	
注射用头孢噻肟钠	上药新亚药业	99	1	国甲 (2009)	85			
<b>中枢神经</b>								
阿立哌唑	上药中西制药	4		国乙 (2009)	110	7.9%	6.4%	
度洛西汀	上药中西制药	2	1	国乙 (2009)	108		24.2%	
<b>抗肿瘤和免疫调节剂</b>								
硫酸羟氯喹片	上药中西制药	1	1	国乙 (2009)	365	16.9%	17.3%	
沙利度胺	常州制药厂	2		国乙 (2009)	78	-2.7%	-14.9%	
<b>骨骼肌肉系统</b>								
尥痹片	辽宁上药好护士药业	1		国甲 (2017)	186	7.4%	-9.0%	
新癬片	厦门中药厂	1		国乙 (2009)	112	-3.1%	-3.3%	
苯磺顺阿曲库铵	上药东英(江苏)药业	3	1	国乙 (2017)	121	9.4%	3.6%	
<b>呼吸系统</b>								
注射用糜蛋白酶	第一生化	5		国乙 (2009)	146	10.1%	21.9%	
<b>其他</b>								
多糖铁复合物胶囊	青岛国风药业	1	2	国乙 (2017)	172	30.9%	53.6%	
清凉油	上海中华药业	43			111	24.2%	13.0%	
乳癖消	辽宁上药好护士药业	6		国乙 (2009)	100	5.8%	-9.9%	
神象系列 (保健品)					300			
青春宝牌抗衰老 (保健品)					100			

来源：公司财报，国金证券研究所

### 坚持创新药、首仿抢仿药投入，进入实质进展阶段

- 以中央药物研究院平台为主导，通过采取重点产业化研发专项契约化管理，统筹重点研发资源，打造共享实验室平台，创建信谊、常药、新亚、中西三维、国风、药材、第一生化7个分院建制。
- 11年以来，坚持将25-30%研发经费投向创新药，光敏新药多替泊芬进入临床II期，生物类似物和1.1类化药获批进入临床。(图7)

图表7：主要在研品种进度

研发项目	注册分类	适应症	进展情况	累计研发投入(万元)
多替泊芬	化药1类	肿瘤	临床II期	3,783
雷腾舒	化药1类	类风关	完成I期临床研究	3,227
TNFa受体Fc融合蛋白	生物药7类	类风关	临床I期	6,162
SPH3127	化药1类	高血压	获批临床	8,287
SPH1188	化药1类	NSCLC	获批临床	2,276
重组抗CD20人源化单克隆抗体注射液	生物药2类	CD20+ NHL	获批临床	9,317
注射用重组抗HER2人源化单克隆抗体组合物	生物药1类	Her2阳性的乳腺癌	申报临床获受理	8,889

来源：公司年报，国金证券研究所

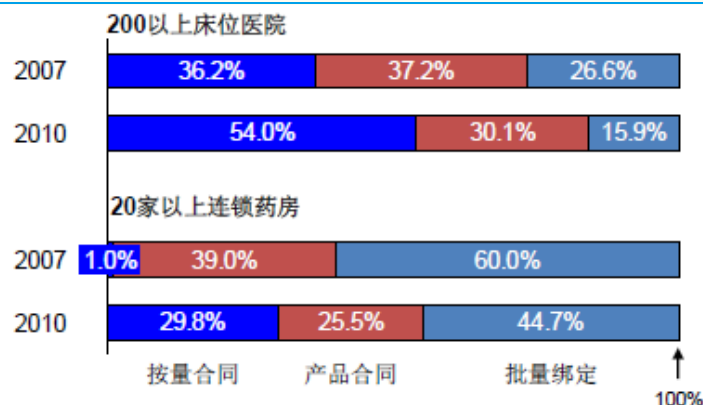
- 首仿药“注射用帕瑞昔布钠”、“富马酸喹硫平缓释片”进入申报生产阶段，有望冲击国产第一梯队。

### “二次议价”有望推动流通企业职能升级，普药有望借助“一致性评价”完美演绎工商协同

#### 二次议价背景下，流通企业将部分承担医疗机构的代理人职能

- “取消药品加成”和“二次议价”使得生产企业与医疗机构之间的利益，而流通企业由于纯销份额不断提升，逐步代替医院承担议价职能。
  - 对于普药，以批量绑定、统一折扣的模式为主，流通企业掌握部分品牌选择权；
  - 对于特药，多数以生产企业与医院签订产品合同为主，流通企业参与较少；
  - 除此之外，医院热衷签订按量合同，即折扣根据总体用量浮动，这种模式对流通企业亦提出很高要求，与目前主流的医院供应链管理模式类似，对应毛利也远高于配送差价。

图表8：日本医院和药房药品采购模式变化



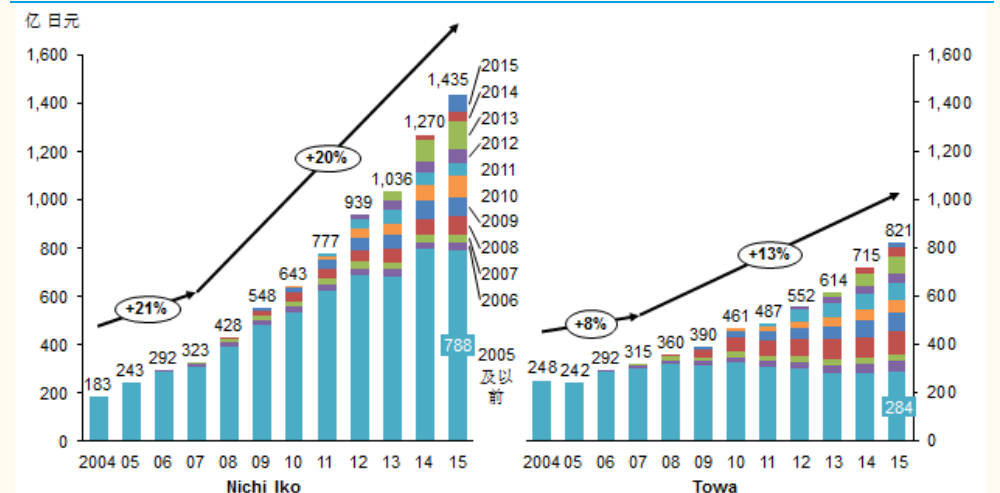
来源：日本厚生省，国金证券研究所



流通企业对普药拥有更大的选择权，一致性评价将进一步提升集中度，结合两者优势的企业受益最大

- 通过对于日本第一大和第三大的仿制药企业收入结构可以发现，主要差异在于上市较早的仿制药的市场份额。日医工 (Nichi Iko) 2005 年开始确定了依靠分销商的销售模式，虽然牺牲了毛利 (仅 45%)，但是使得老产品借助渠道持续放量，销售费用率也远低于自营和代理为主的东和 (Towa)。

图表 9：日本第一大仿制药企业 Nichi Iko 与第三大 Towa 收入结构差异



来源：公司财报，国金证券研究所

- 上药医药拥有足够的研发和资金实力，大力推进一致性评价工作，有望受益于普药的新生。
  - 截止 2016 年，首批立项 70 个品种(21 个为 289 目录外品种)，确定 15 家高校和研发公司作为技术服务供应商，建立上海医药参比制剂采购库，确定 32 个意向品种并与上海市 10 家三甲医院签订战略框架协议开展临床试验合作。

### 管理优化、借助资本外延提供业绩弹性

#### 公司通过优化资金池、发行低息债券和精益管理提升效益

- 2016 年公司内部融资规模进一步扩大至 30.5 亿元，直接降低了报告期内财务费用 1.12 亿元。
- 2016 年 1 月底公司发行第一期公司债，20 亿，利率 2.98%，进一步压缩了财务成本。
- 2016 年集团整体合计完成 118 个精益六西格玛项目，预期可实现近 4000 万元的年化收益。

#### 设立产业基金，私有化 Vitaco 或只是开端

- 积极发起和参与上海健康医疗产业股权投资基金、美国白沛思创投基金第五期、上海联一投资基金等，借助资本布局未来。
- 2016 年公司完成澳洲上市公司 Vitaco 私有化，预计能够提升工业板块收入增速 10%。

## 盈利预测与投资建议

- 收入端：基于上药在分销业务的积极布局和两票制下行业的趋势，我们认为分销业务未来三年复合增速有望达到 14%；工业板块借助 Vitaco 并表（短期）、核心品种营销梳理（中期）、普药受益工商协同（长期）收入增速有望回升至 15-20%；零售业务重点在处方外流，短期预计有望保持 10% 左右平稳增速。利润端：16 年因为合营企业投资收益增长 50%，短期影响较大。
- 综上，我们预计 2017/2018/2019 年归母净利润为 3,649/4,155/4,719 百万人民币，对应增速 14.17%/13.86%/13.56%。
- 我们认为上药不论在流通还是工业都已跨入第一梯队，在当前医改政策频出的背景下有望保持稳健增长，给予“增持”评级。

## 风险提示

- 分销业务省外拓展不畅、工业核心品种营销改善低预期、非经常性收益波动较大。

附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)

	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
主营业务收入	92,399	105,517	120,765	136,766	155,249	176,194
增长率		14.2%	14.5%	13.2%	13.5%	13.5%
主营业务成本	-80,994	-92,715	-106,531	-120,623	-136,900	-155,557
%销售收入	87.7%	87.9%	88.2%	88.2%	88.2%	88.3%
毛利	11,405	12,801	14,234	16,143	18,349	20,637
%销售收入	12.3%	12.1%	11.8%	11.8%	11.8%	11.7%
营业税金及附加	-229	-264	-337	-356	-388	-440
%销售收入	0.2%	0.2%	0.3%	0.3%	0.3%	0.3%
营业费用	-4,826	-5,348	-6,067	-6,948	-7,911	-8,933
%销售收入	5.2%	5.1%	5.0%	5.1%	5.1%	5.1%
管理费用	-2,955	-3,234	-3,568	-4,021	-4,549	-5,171
%销售收入	3.2%	3.1%	3.0%	2.9%	2.9%	2.9%
息税前利润 (EBIT)	3,394	3,955	4,261	4,819	5,501	6,092
%销售收入	3.7%	3.7%	3.5%	3.5%	3.5%	3.5%
财务费用	-436	-565	-587	-674	-700	-742
%销售收入	0.5%	0.5%	0.5%	0.5%	0.5%	0.4%
资产减值损失	-284	-351	-446	-278	-339	-239
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0
投资收益	595	647	979	720	780	830
%税前利润	15.7%	15.5%	21.1%	14.3%	13.6%	12.9%
营业利润	3,270	3,687	4,207	4,587	5,242	5,941
营业利润率	3.5%	3.5%	3.5%	3.4%	3.4%	3.4%
营业外收支	530	485	432	460	480	500
税前利润	3,800	4,172	4,639	5,047	5,722	6,441
利润率	4.1%	4.0%	3.8%	3.7%	3.7%	3.7%
所得税	-808	-807	-809	-898	-1,019	-1,147
所得税率	21.3%	19.4%	17.4%	17.8%	17.8%	17.8%
净利润	2,992	3,364	3,830	4,148	4,703	5,295
少数股东损益	401	487	633	500	560	590
归属于母公司的净利润	2,591	2,877	3,196	3,648	4,143	4,705
净利率	2.8%	2.7%	2.6%	2.7%	2.7%	2.7%

现金流量表 (人民币百万元)

	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
净利润	2,992	3,364	3,830	4,148	4,703	5,295
非现金支出	869	1,022	1,191	959	1,063	989
非经营收益	-275	-389	-651	-891	-434	-437
营运资金变动	-2,198	-2,673	-2,498	-726	-1,471	-2,208
经营活动现金净流	1,388	1,324	1,872	3,491	3,861	3,638
资本开支	-1,139	-1,332	-1,808	-1,012	-28	47
投资	-1,078	-669	-1,730	-1,050	-840	-630
其他	373	92	649	720	780	830
投资活动现金净流	-1,845	-1,909	-2,890	-1,342	-88	247
股权募资	17	301	906	0	0	0
债权募资	1,258	2,163	1,691	1,806	762	1,852
其他	-2,221	-1,817	-1,952	-1,922	-2,036	-2,237
筹资活动现金净流	-946	647	645	-116	-1,274	-385
现金净流量	-1,402	62	-373	2,033	2,500	3,500

来源：公司年报、国金证券研究所

资产负债表 (人民币百万元)

	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
货币资金	11,608	12,039	11,967	14,000	16,500	20,000
应收账款	22,235	26,363	29,828	31,804	34,779	38,777
存货	13,088	15,091	16,416	17,082	18,899	21,032
其他流动资产	1,727	2,092	2,056	2,355	2,550	2,774
流动资产	48,658	55,585	60,267	65,240	72,728	82,583
%总资产	75.6%	74.8%	72.8%	72.8%	74.5%	76.6%
长期投资	3,481	4,582	5,251	6,301	7,141	7,771
固定资产	4,994	6,091	6,966	6,875	6,689	6,475
%总资产	7.8%	8.2%	8.4%	7.7%	6.8%	6.0%
无形资产	6,539	7,027	8,850	9,731	9,701	9,618
非流动资产	15,682	18,759	22,476	24,317	24,940	25,273
%总资产	24.4%	25.2%	27.2%	27.2%	25.5%	23.4%
资产总计	64,341	74,344	82,743	89,556	97,668	107,856
短期借款	7,953	10,679	9,647	10,162	10,924	12,776
应付账款	22,894	27,488	30,027	32,358	36,040	40,170
其他流动负债	1,156	1,260	1,440	1,408	1,567	1,804
流动负债	32,003	39,427	41,113	43,927	48,531	54,750
长期贷款	105	93	838	838	838	838
其他长期负债	1,133	1,016	3,957	4,884	4,900	4,917
负债	33,241	40,536	45,908	49,649	54,268	60,505
普通股股东权益	27,822	29,930	31,623	34,195	37,129	40,489
少数股东权益	3,277	3,878	5,212	5,712	6,272	6,862
负债股东权益合计	64,341	74,344	82,743	89,556	97,668	107,856

比率分析

	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
每股指标						
每股收益	0.964	1.070	1.189	1.357	1.541	1.750
每股净资产	10.347	11.131	11.760	12.717	13.808	15.058
每股经营现金净流	0.516	0.492	0.696	1.298	1.436	1.353
每股股利	0.060	0.060	0.060	0.400	0.450	0.500
回报率						
净资产收益率	9.31%	9.61%	10.11%	10.67%	11.16%	11.62%
总资产收益率	4.03%	3.87%	3.86%	4.07%	4.24%	4.36%
投入资本收益率	6.76%	7.09%	7.06%	7.21%	7.64%	7.71%
增长率						
主营业务收入增长率	18.12%	14.20%	14.45%	13.25%	13.51%	13.49%
EBIT增长率	16.98%	16.52%	7.74%	13.08%	14.15%	10.75%
净利润增长率	15.52%	11.03%	11.10%	14.14%	13.57%	13.55%
总资产增长率	14.26%	15.55%	11.30%	8.23%	9.06%	10.43%
资产管理能力						
应收账款周转天数	69.4	76.4	77.8	78.0	76.0	75.0
存货周转天数	54.3	55.5	54.0	52.0	51.0	50.0
应付账款周转天数	70.5	74.5	73.6	73.0	72.5	72.0
固定资产周转天数	17.2	18.5	17.1	15.5	13.7	11.9
偿债能力						
净负债/股东权益	-11.42%	-3.75%	1.39%	2.49%	-1.72%	-5.05%
EBIT利息保障倍数	7.8	7.0	7.3	7.2	7.9	8.2
资产负债率	51.66%	54.52%	55.48%	55.44%	55.56%	56.10%

**市场中相关报告评级比率分析**

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	0	0	0	0	4
增持	0	0	0	0	1
中性	0	0	0	0	1
减持	0	0	0	0	0
评分	<b>0.00</b>	<b>0.00</b>	<b>0.00</b>	<b>0.00</b>	<b>1.50</b>

来源：朝阳永续

**市场中相关报告评级比率分析说明：**

市场中相关报告投资建议为“买入”得 1 分，为“增持”得 2 分，为“中性”得 3 分，为“减持”得 4 分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性  
3.01~4.0=减持

**长期竞争力评级的说明：**

长期竞争力评级着重于企业基本面，评判未来两年后公司综合竞争力与所属行业上市公司均值比较结果。

**优化市盈率计算的说明：**

行业优化市盈率中，在扣除行业内所有亏损股票后，过往年度计算方法为当年年末收盘总市值与当年股票净利润总和相除，预期年度为报告提供日前一交易日收盘总市值与前一年度股票净利润总和相除。

**投资评级的说明：**

买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 15%以上；

增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—15%；

中性：预期未来 6—12 个月内变动幅度在 -5%—5%；

减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以上。

**特别声明：**

国金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。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。本报告亦非作为或被视作出售或购买证券或其他投资标的邀请。

证券研究报告是用于服务机构投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

本报告仅供国金证券股份有限公司的机构客户使用；非国金证券客户擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

此报告仅限于中国大陆使用。

**上海**

电话：021-60753903

传真：021-61038200

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：201204

地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号

紫竹国际大厦 7 楼

**北京**

电话：010-66216979

传真：010-66216793

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100053

地址：中国北京西城区长椿街 3 号 4 层

**深圳**

电话：0755-83831378

传真：0755-83830558

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：中国深圳福田区深南大道 4001 号

时代金融中心 7BD