

风起云涌看流通巨子立整合之巅，新人新气象观工商龙头呈腾云之势

——上海医药（601607）深度报告

2017年06月21日

强烈推荐/维持

上海医药 深度报告

报告摘要：

我们在去年12月21日的策略报告中就将上海医药纳入年度十大金股中，并在后续1月9日及1月24日发布的两篇两票制深度报告中继续首推龙头上海医药，此后更是数次梳理两票制最新进展并持续重点推荐上海医药。从2016年12月21日开始计算，至今已有超过30%的收益，那么当前时点我们怎么看上药？

1) 从基本面上来看，行业与公司都在拐点：行业整合大逻辑将持续2-3年，而新董事长上任也给上药带来的新气象。

◆ **医药商业板块：**受益于政策持续推进，流通行业整合将持续2-3年，公司的流通业务存在横向并购以及纵向并购的机会，未来有望实现收入增速以及毛利率增长的双击。而零售版块在DTP及电商上布局，有望受益于处方外流。

◆ **医药工业板块：**我们认为未来公司医药工业板块的增长主要来自于几个方面：①重点产品增速拉动工业板块增速；②一致性评价的长逻辑，公司一致性评价进度走在前列，未来有望受益于存量市场的再分配；③重视产品研发，16年研发支出达收入比例5.4%，储备品种较多；④公司工商业协同效应，16年工业板块的分部间收入高达16.80%，流通版块受益于行业的持续增长将拉动工业板块的增长。

◆ **公司内部管理：**新任董事长周军上任后给公司带来新气象，并购步伐明显加速，国内借两票制东风并购商业企业，海外并购持续推进。而从公司的角度上来说，基本符合上海市混改的要求，未来混改有望推进，给公司经营上带来积极效应。

2) 从估值上来看，我们认为可以从公司本身的绝对估值以及相对沪深300的估值溢价率来看：

◆ **绝对估值：**公司目前的PE（TTM）在经过这一轮涨幅后确实已达历史上的相对高位，但在行业面临重大拐点的时候，过去不值钱商业流通业务估值理应获得提升，目前2017年PE为18.6倍，仍然属于医药行业内的低估值标的。

◆ **相对估值：**由于市场的一九风格，沪深300指数整体PE有所提升，尽管上药此前表现优异，但整体来说估值溢价率仍然处于历史相对低位，仍有较大的上升空间。

投资建议：我们预计公司2017-2019年净利润为36.90、43.62、51.78亿元，同比增长为15.44%、18.21%、18.72%，对应PE为19x、16x、14x。我们认为，公司商业板块受益于流通行业整合，未来3年内有望实现收入增速与毛利率提高的双击，工业板块在研发（一致性评价+新品）及营销整合的带动下实现稳定增长，叠加公司新管理层带来的新气象，并购外延预期强烈，同时混改有望推进，整体来看处于行业与公司的双拐点，维持强烈推荐评级，给予一年期目标价34.46元（2018年20倍PE）。

风险提示：政策推进不达预期

财务指标预测

指标	10A	11A	12E	13E	14E
营业收入(百万元)	105,516.	120,764.	137,152.	164,665.	200,891.
增长率(%)	14.20%	14.45%	13.57%	20.06%	22.00%
净利润(百万元)	2,876.99	3,196.39	3,689.91	4,361.73	5,178.17
增长率(%)	11.03%	11.10%	15.44%	18.21%	18.72%
净资产收益率(%)	9.61%	10.11%	11.08%	12.34%	13.72%
每股收益(元)	0.14	0.29	1.37	1.62	1.93
PE	102.16	48.72	19.11	16.17	13.62
PB	18.16	7.04	2.12	2.00	1.87

资料来源：公司财报、东兴证券研究所

张金洋

010-66554035

zhangjy@dxzq.net.cn

执业证书编号：

S1480516080001

联系人：缪牧一

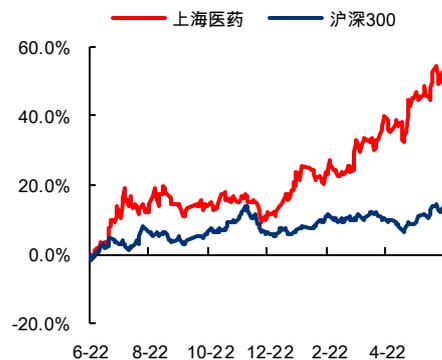
010-66554035

miaomy@dxzq.net.cn

交易数据

52周股价区间(元)	26.23-17.68
总市值(亿元)	705.3
流通市值(亿元)	504.39
总股本/流通A股(万股)	268891/192294
流通B股/H股(万股)	/76589
52周日均换手率	0.55

52周股价走势图



资料来源：Wind，东兴证券研究所

相关研究报告

- 1、《上海医药（601607）：业绩整体符合预期，受益两票制并购明显加速》2017-05-02
- 2、《上海医药（601607）：业绩符合预期，受益两票制分销业务有望加速增长》2017-03-23
- 3、《上海医药（601607）中报点评：业绩符合预期，分销快速增长》2016-08-26

目 录

1. 上海医药：百年药企，横跨工商业的医药航母	7
1.1 公司简介：百年历史铸就今日上药	7
1.2 股权结构：A+H上市公司，上海国资委为实际控制人	7
1.3 业务结构：横跨工业商业、产业链全覆盖	8
1.4 业绩稳定增长，工商业协同发展	9
1.5 工商业协同发展，效力明显	11
2. 与时俱进，管理层更迭加速改革	12
2.1 新董事长上位，管理层年轻化	12
2.2 国企改革迎新机，员工持股有望入围	14
2.2.1 国企改革持续升温，上海为改革先行者	14
2.2.2 公司符合员工持股试点条件，员工持股未来有望推进	16
3. 医药商业：迎政策东风，商业巨头优势尽显	17
3.1 分销业务：医药流通华东称霸，全国布局加速发展	17
3.1.1 对标美国，流通行业集中度可提升空间巨大	17
3.1.2 流通行业整合带来存量市场再分配	17
3.1.3 公司分销业务地位稳固，模式多样覆盖面广	19
3.2 零售业务：处方外流成趋势，云模式助力连锁药房发展	24
3.2.1 处方外流大势所趋，药店终端占比增强	24
3.2.2 零售业务持续增长，多模式齐头发展	25
3.2.3 DTP、药房托管等新模式顺应医改大潮	26
3.2.4 云健康多线推进，电子医疗完善产业链	29
4. 医药工业：品种积淀深厚，受益一致性评价及医保增补，研发+营销助力腾飞在即	32
4.1 研发投入持续加强，存量增量同步发展	32
4.2 医药制造：聚焦重点品种，结构调整毛利上升	37
4.3 营销系统进一步整合，精益化成果凸显	40
5. 大健康新业务，新时代的新增长点	42
5.1 收购澳洲 Vitaco 公司，进军保健市场	42
5.2 中药生产合作打造全产业布局	42
6. 投资策略	43
7. 风险提示	43

表格目录

表 1:三大分销公司工业分部间收入情况	11
表 2:上海医药高管信息	12
表 3:第三轮国企改革大事记	14
表 4:上海市国企改革重要文件及事件	15
表 5:上海 2017 年国资工作会议国企改革策略	15

表 6:三大巨头分销情况对比	22
表 7:处方外流相关政策	25
表 8:2016 年国内药房销售排行	26
表 9:上药“益药站”服务特色	30
表 10:上药云健康两大业务板块	31
表 11:上海医药主要子公司参比试剂申报情况	34
表 12:上海医药近年主要研发成果	36
表 13:未来三年上海医药总体研发方向	37
表 14:2017 年上海医药新纳入医保的主要品种	39
表 15:2017 年新医保上海医药乙变甲调整主要品种	39
表 16:瓜蒌皮注射液简介	40
表 17:瓜蒌皮注射液各省份中标情况	40
表 24:公司盈利预测表	44

插图目录

图 1:上海医药历史估值（TTM）及相对沪深 300 估值溢价率	6
图 2:上海医药发展历程	7
图 3:上海医药股权结构	8
图 4:上海医药旗下企业品牌	9
图 5:上海医药各领域重要子公司及持有股份比例	9
图 6:上海医药 2010-2016 营业收入及增速	10
图 7:上海医药 2010-2016 归母净利润及增速	10
图 8:上海医药 2016 年各业务营收占比	10
图 9:上海医药 2016 年各业务毛利占比	10
图 10:2015 年各国医药流通前三名市占率	17
图 11:我国历年医药流通前三名市占率	17
图 12:各省药品两票制执行情况时间轴	18
图 13:各省两票制目前执行状况（截止 5.16）	18
图 14:各省耗材两票制执行时间轴	19
图 15:上海医药分销业务	19
图 16:上海医药分销区域占比	20
图 17:上海医药分销物流网络	21
图 18:上海医药分销覆盖医疗机构情况	21
图 19:上海医药主要分销子公司营收情况	22
图 20:SPD 业务模式	23
图 21:近年国内各终端市场规模（亿元）	24

图 23:上海医药 DTP 药房发展情况.....	28
图 24:上海医药药房托管和合办药房情况.....	28
图 25:上药“处方延伸配送”和“益药站”服务.....	29
图 26:上海医药研发人员情况.....	33
图 27:上海医药主要研发机构.....	33
图 28:上海医药近年研发投入及其占工业销售收入比例.....	33
图 29:2016 年上海医药研发投入分类占比.....	33
图 30:上海医药近年研发成果数量.....	36
图 31:上海医药重点产品类别.....	38

我们在 2016 年 12 月 21 日发布的策略报告中就将上海医药纳入年度十大金股中，在两票制全国性文件于 2017 年 1 月 9 日发布时第一时间发布深度报告，梳理了两票制的前世今生并首推医药商业龙头上海医药，此后相继在湖南省、浙江省、江苏省、安徽省进行了草根调研，于 2017 年 1 月 24 日发布了第二篇两票制的深度报告，对流通行业两票制前后各种模式下物流、票流、现金流进行总结判断，并提出药企和小流通药企所面临的“囚徒困境”，未来选择向大流通企业业务投靠的必然性，同样首推龙头上海医药，此后更是数次梳理两票制最新进展并持续重点推荐上海医药。从 2016 年 12 月 21 日开始计算，至今已有超过 30% 的收益，那么当前时点我们怎么看上药？

1) 从基本面上来看，行业与公司都在拐点：行业整合大逻辑将持续 2-3 年，而新董事长上任也给上药带来的新气象。

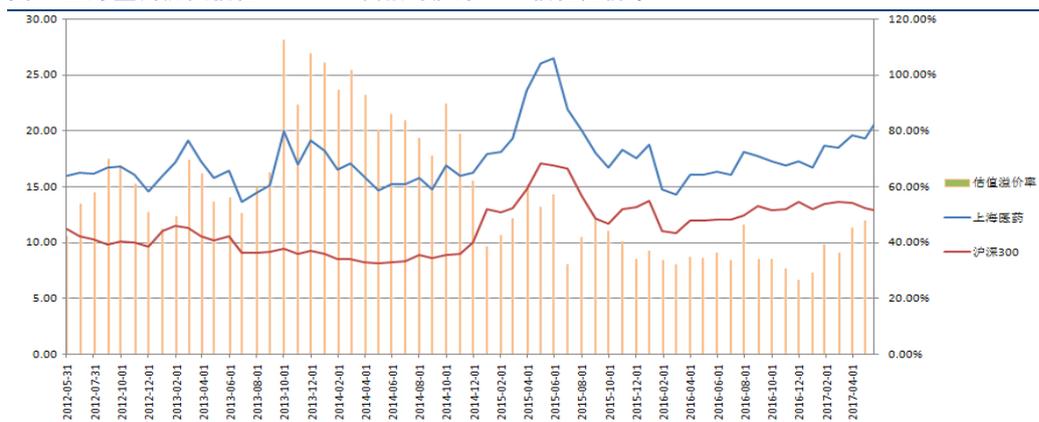
- ◆ **医药商业板块：**受益于政策持续推进，流通行业整合将持续 2-3 年（我们根据草根调研情况，判断各省并购潮将于两票制执行后 4-6 个月开始，目前已有 16 个省级行政单位给出了明确的时间表），公司的流通业务存在横向并购以及纵向并购的机会，未来有望实现收入增速以及毛利率增长的双击。而零售版块在 DTP 及电商上布局，有望受益于处方外流。
- ◆ **医药工业板块：**我们认为未来公司医药工业板块的增长主要来自于几个方面：①前期的管理、销售、研发等各方面的整合逐见成效，重点产品增速拉动工业板块增速，一季度重点品种同比增长 15.07%；②一致性评价的长逻辑，公司拥有上海市政府的大力支持，并与 10 家临床机构建立战略合作，一致性评价进度走在前列，未来有望受益于存量市场的再分配；③重视产品研发，16 年研发支出达收入比例 5.4%，储备品种较多；④公司工商业协同效应明显优于华润及国控，16 年工业板块的分部间收入高达 16.80%，流通版块受益于行业的持续增长将拉动工业板块的增长。
- ◆ **公司内部管理：**新任董事长周军上任后给公司带来新气象，并购步伐明显加速，国内借两票制东风并购商业企业，国外也进军保健品行业，收购 Vitaco 公司，近期更是传出德国制药公司 Stada 的消息。而从公司的角度来说，基本符合上海市混改的要求，未来混改有望推进，给公司经营上带来积极效应。

2) 从估值上来看，我们认为可以从公司本身的绝对估值以及相对沪深 300 的估值溢价率来看：

- ◆ **绝对估值：**公司目前的 PE (TTM) 在经过这一轮涨幅后确实已达历史上的相对高位，但在行业面临重大拐点的时候，过去不值钱的商业流通业务估值理应获得提升，目前 2017 年 PE 为 18.6 倍，仍然属于行业内的低估值标的。
- ◆ **相对估值：**由于市场的一九风格，沪深 300 指数整体 PE 有所提升，尽管上药此前表现优异，但整体来说估值溢价率仍然处于历史相对低位，仍有较大的上升空间。

从基本面及估值的角度来看，我们认为公司仍然是非常适合长线投资的标的，我们给予 1 年内 2018 年 20 倍 PE 的目标价，即 33.27 元。

图 1:上海医药历史估值 (TTM) 及相对沪深 300 估值溢价率



资料来源: 东兴证券研究所

1. 上海医药：百年药企，横跨工商业的医药航母

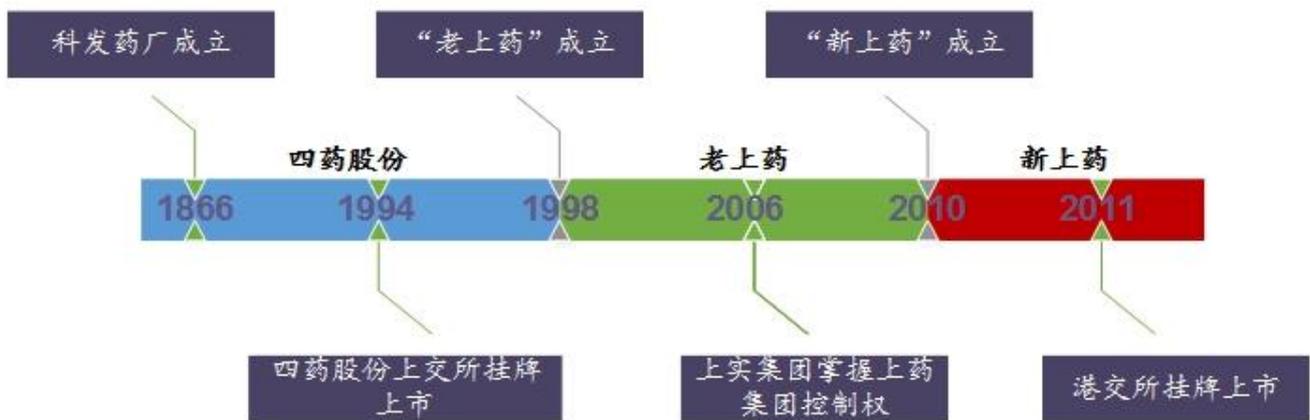
1.1 公司简介：百年历史铸就今日上药

上海医药主营业务覆盖医药研发与制造、医药分销与服务、医药零售与电商，通过持续聚焦产业链核心资源，内生外延同步发展，在国内医药工商业均居行业领先地位。公司综合排名位居全国前列，入选上证 180 指数、沪深 300 指数样本股，H 股入选恒生指数成分股、摩根斯坦利中国指数（MSCI）。

上海医药的前身为上海四药股份有限公司。公司成立于 1866 年，当时名称为“科发药厂”。四药股份公司于 1993 年 10 月首次向社会公众发行人民币普通股 1,500 万股，于 1994 年 3 月 24 日在上海证券交易所上市。1998 年 7 月，公司进行资产重组，经上海医药总公司以下属企业上海市医药有限公司，上海医药工业销售有限公司，上海天平制药厂重组后的经营性资产和原上海四药股份有限公司的资产进行等值整体置换后并改名而形成上海市医药股份有限公司，即“老上药”。之后，公司于 2010 年 1 月 29 日吸收合并上海实业医药投资股份有限公司和上海中西药业股份有限公司后形成现“上海医药集团股份有限公司”，即“新上药”。2011 年 5 月，公司在香港联合交易所有限公司挂牌上市交易。

经过了将近百年的历史洗礼，今天的上海医药积累了深厚的企业文化、较高的声誉以及大量客户资源。这为上海医药在工商业的发展上提供了基础。

图 2:上海医药发展历程

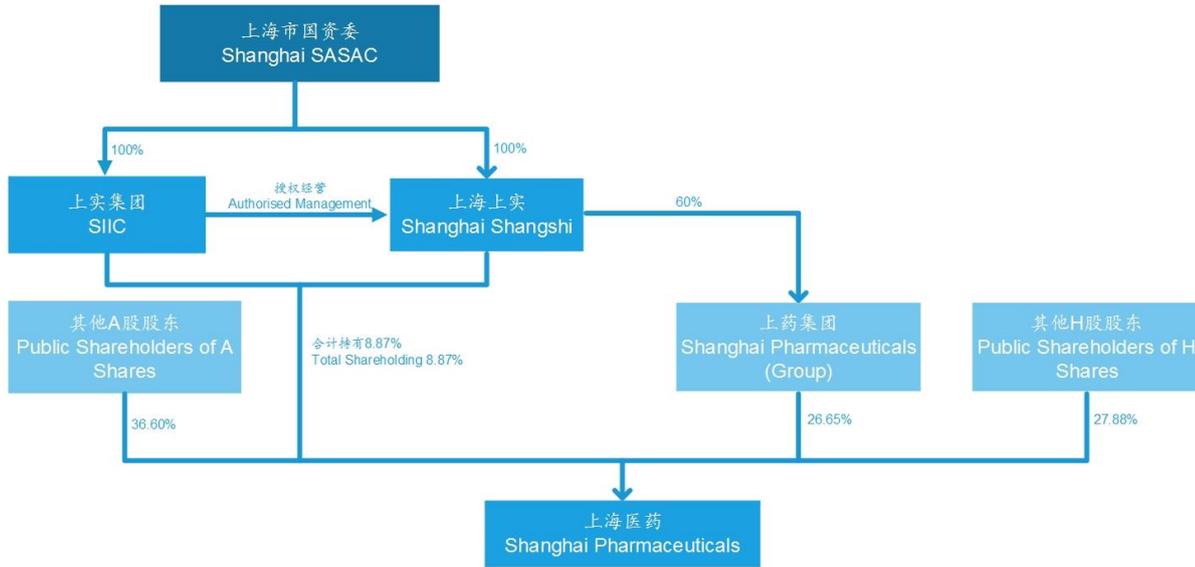


资料来源：公司公告、东兴证券研究所

1.2 股权结构：A+H 上市公司，上海国资委为实际控制人

公司的控股股东为上药集团，其实际控制人为上海市国资委。上海医药是上实集团医药业务的唯一载体。上海医药总股本为 2,688,910,538 股，其中 A 股总股本为 1,923,016,618 股，占 71.52%，H 股总股本为 765,893,920 股，占 28.48%，其中上实公司占 0.6%，其他 H 股股东占 27.88%。

图 3:上海医药股权结构



资料来源：公司公告、东兴证券研究所

1.3 业务结构：横跨工业商业、产业链全覆盖

上海医药主营业务覆盖医药研发与制造、医药分销与服务、医药零售与电商。公司是目前国内为数不多的在医药产品和分销、零售等方面均居领先地位的医药上市公司。

上海医药是一家产业链全覆盖的上市药企。公司的研发工作主要聚焦肿瘤、免疫及心血管领域的创新药和心血管、消化系统、精神神经领域、抗肿瘤、抗风湿以及糖尿病领域的大品种仿制，同时开展仿制药一致性评价、中药的新药研究和已上市大品种的二次开发；公司的制造覆盖化学和生物药品、现代中药和保健品、医疗器械等领域。公司的分销网络直接覆盖中国 20 个省、直辖市和自治区，服务超过 2 万 5 千家医疗机构，并持续拓展终端服务网络，特别是基层社区医疗机构，创新供应链解决方案。在药品零售方面，公司的销售规模居全国药品零售行业前列，上海华氏大药房拥有药房的数量在华东地区名列前茅。零售业务覆盖全国 16 个省、直辖市及自治区，总数超过 1800 家。

作为一家拥有百年历史的公司，上海医药旗下拥有一批著名产品品牌。公司有 20 个商标属驰名商标或著名商标，其中“信谊”、“雷氏”、“神象”、“龙虎”、“鼎炉”既是驰名商标又是著名商标，“国风”、“苍松”为驰名商标，“华氏”、“培菲康”、“诺新康”、“力素”、“杏灵”、“沪光”、“亞”、“中西”、“玉兔”、“鹰”、“天坛”、“宏仁堂”、“好护士”为著名商标。除此之外，公司还被授权使用中国驰名商标“青春宝”、“胡庆余堂”。

图 4:上海医药旗下企业品牌



资料来源：公司公告、东兴证券研究所

为了方便进行不同业务领域的经营，上海医药设立了众多子公司，并进行了大量的外延并购，进一步完善其全板块的布局。其中，上药控股和上药科园是分销领域的核心子公司；上药研究院是研发领域的核心子公司；工业领域子公司较多，包括上海中西、第一生化、上药常药等。同时，公司参股了众多的知名的药企，包括上海罗氏、上海施贵宝、津村等。

图 5:上海医药各领域重要子公司及持有股份比例

SPH 上海医药 SHANGHAI PHARMA									
研发	化学药及生物药制药		中药制药		分销服务	医药零售	其他		
研发管理中心 (上药研究院)	上药信谊	100%	上药药材	100%	上药控股	100%	华氏大药房	上药物资	100%
	上药中西	100%	上药中华	100%	上药科园	100%	国风大药房	上药医械	100%
企业研究所及技术中心	上药第一生化	100%	上药国风	67.52%			余天成药房		
	上药新亚	96.9%	胡庆余堂	51.01%			雷蒙大药房		
	上药常药	75.89%	正大青春宝	75%			人寿天大药房		
	上药东英	90.25%	上药厦中	61%			上药云商大健康		
	上药销售	100%	上药好护士	55%					

资料来源：公司公告、东兴证券研究所

1.4 业绩稳定增长，工商业协同发展

上海医药自 2011 年以来，营业收入 5 年复合增速为 17.08%，实现稳定增长。公司 2016 年营业收入 1207.65 亿元，同比增长 14.45%，实现归母净利润 31.96 亿元，同比增长 11.10%，实现扣非后净利润 29.25 亿元，同比增长 15.62%，分业务板块来看：

- ◆ 分销业务 2016 年实现营业收入 1086.18 亿元，同比增长 15.90%，高于行业增速。

毛利率 5.89%，较上年同期下降 0.13%。

- ◆ **医药零售业务** 2016 年实现销售收入 51.53 亿元, 同比增长 7.47%。毛利率 15.52%，较上年同期下降 0.12%。
- ◆ **医药工业业务** 2016 年实现销售收入 124.16 亿元, 较上年同期增长 5.01%；毛利率 51.57%，较上年同期上升 1.85%。其中, 公司 60 个重点品种实现销售收入 69.20 亿元, 同比增长 3.67%，销售占工业比重 55.73%，重点品种毛利率 68.69%，同比增加了 1.15%。

随着公司整体业务和管理层调整, 预计未来公司收入增长稳定。同时基于两票制等政策红利的影响, 上海医药在未来具有更大的发展空间。

图 6:上海医药 2010-2016 营业收入及增速



资料来源: 公司公告、东兴证券研究所

图 7:上海医药 2010-2016 归母净利润及增速



资料来源: 公司公告、东兴证券研究所

图 8:上海医药 2016 年各业务营收占比



资料来源: 公司公告、东兴证券研究所

图 9:上海医药 2016 年各业务毛利占比



资料来源: 公司公告、东兴证券研究所

按照上海医药最新的“三三三+一”规划, 其意图 2018 年营业收入突破 1500 亿, 五年实现营收规模较 2015 年翻一番, 即 2020 年营业收入突破 2000 亿, 五年营收复合增长率不低于 12%。同时, 公司将通过存量业务的拓展, 工商业并购, 以及大健康新业务的探索等举措来实现上述目标。“三三三+一”即十年畅想, 三年规划, 一年运

营，公司将以互联网+与健康产业为主线，以推进智能制造和智慧服务为主攻方向，聚合资源、创新驱动、内生外延同步推进，实现上海医药可持续健康发展。

1.5 工商业协同发展，效力明显

上海医药工商业协同效应显著优于华润医药及国药控股。从上海医药、华润医药、国药控股的分部间交易占比来看（注：国药的分部间交易可以体现在现代制药与国药的关联交易中），上海医药2016年分部间收入为20.82亿元，占工业收入比重的16.8%，显著高于华润医药的11.6%及国药控股的4.3%。

表 1:三大分销公司工业分部间收入情况

	上海医药	华润医药	国药控股（现代制药）
工业分部间收入（亿元）	20.82	29.41（港币）	3.95
工业营业收入（亿元）	124.16	253.16（港币）	91.26
分部间收入占工业营收比例	16.80%	11.61%	4.33%

资料来源：各公司公告，东兴证券研究所

2. 与时俱进，管理层更迭加速改革

2.1 新董事长上位，管理层年轻化

2016年10月20日，上海医药召开临时股东大会，推选周军担任上海医药第六届董事会董事长。

周军现年47岁，为上海医药上级公司上实集团的执行董事、总裁，此前曾任上实集团执行董事、副总裁，分管基建和投资业务，是产业购并和基建业务板块负责人，同时担任上实基建董事长、新加坡上市公司上实环境董事局主席。

周军毕业于复旦大学，获国际金融专业经济学硕士学位，自1996年起，由国泰证券总部进入上实集团地产板块工作。在上海实业的20年来，周军在金融投资、收购兼并、房地产、企业管理等方面积累了丰富的丰富经验，组织、领导和参与了近20起大型收购兼并，以及10多起股权与项目投资，包括4家上市公司。

1997年，周军进入上实集团不久即执行收购了上海联合实业，并担任副总经理兼董秘。该收购是中国证券市场最早获得成功的收购重组案例之一，此后，周军主持编制了上海联合实业发展战略，由传统纺织业转向医药和地产，并推动了配股融资。

从周军在并购方面的丰富经验和领导能力以及其上任后上海医药在并购领域的发力来看，周军担任上药董事长有助于上海医药的国际化进程。周军担任董事长后，上海医药迅速完成了澳洲Vitaco公司的收购。Vitaco是一家经营营养类和保健类品牌产品的开发、生产、销售的公司，上海医药以现金出资约人民币9.3亿元收购Vitaco60%的股权。

目前的上海医药拥有从上药内部成长起来的管理团队，也是一支年轻化的团队。自2012年起，上海医药进行了四次董事长的调换。除了原有管理层之外，在2016年8月，上海医药新任命了4位年轻高管，平均年龄为45岁。周军的上任和目前上海医药年轻、全面、国际化的管理团队在未来有望带领上海医药实现更进一步的发展。

表 2:上海医药高管信息

姓名	职务	任职日期	年龄	主要履历
左敏	总裁	2013/6/5	56	现为本公司执行董事兼总裁，并在本公司附属公司兼任董事职务。曾任永发印务有限公司副董事长，行政总裁，华润医药集团副总裁，三九企业集团副总经理，三九经贸公司总经理，董事长，九星印刷包装有限公司总经理，董事长，深圳南方制药厂销售部长，副厂长。
任健	副总裁	2010/3/31	52	现为本公司副总裁，并在本公司附属公司兼任董事职务。曾任上海医药(集团)有限公司人力资源部部长，组织干部部部长，领导人员管理部部长，上海医药(集团)有限公司副总裁等职。
舒畅	副总裁	2012/10/8	59	现为本公司副总裁，未在本公司任何附属公司兼任董事职务。曾任瑞士CibaGeigy药业公司董事长助理，美国摩根投资银行经理，美国Landsat国际卫星公司亚太副总裁，深圳正国(君安)投资有限公司董事长，中国民

				<p>生投资信用担保有限公司副总裁, 华晨五洲电子商务有限公司董事总经理, 上海汽车股份有限公司董事, 董事会战略委员会专务, 财务部总监, 资产经营部总监, 锦江国际(集团)有限公司董事, 投资发展部总监, 金融事业部副总经理, 北京汽车投资有限公司副总裁, 上海实业控股有限公司, 助理行政总裁, 上海实业城市开发集团有限公司副总裁等职。</p>
刘彦君	副总裁	2013/6/5	52	<p>现为本公司副总裁并担任上海交联药物研发有限公司董事长, 并在本公司附属公司兼任董事职务。曾任上海复旦张江生物医药股份有限公司副总经理, 第二军医大学肿瘤研究所分子生物学研究室主任, 副研究员, 美国加州圣地亚哥 Sidney Kimmel 肿瘤中心访问学者, 第二军医大学东方肝胆外科医院主治医师, 讲师等。</p>
茅建医	副总裁	2013/11/19	49	<p>现为本公司副总裁, 并在本公司附属公司兼任董事职务。曾任上海医药(集团)有限公司处方药事业部副总裁, 上海医药(集团)有限公司处方药事业部第一生化药业有限公司总经理, 上海中西药业股份有限公司总经理, 上海中西三维药业有限公司总经理, 深圳市康达尔(集团)股份有限公司(深圳证券交易所上市公司), 董事等职。</p>
顾浩亮	副总裁	2016/8/25	55	<p>现为本公司附属公司上海上药信谊药厂有限公司总经理, 本公司附属公司上海上药新亚药业有限公司董事长, 本公司营销中心副主任, 并在本公司其他附属公司兼任董事职务。曾任上海医药(集团)有限公司处方药事业部财务总监, 上海信谊天一药业有限公司总经理, 上海鸿联电器有限公司副总经理, 上菱天安电冰箱有限公司副总经理, 恒泰纺织品有限公司副总经理, 上海航天局 802 研究所财务处处长等职。</p>
李永忠	副总裁	2016/8/25	47	<p>现为本公司执行董事并担任本公司附属公司上海医药分销控股有限公司任总经理, 董事职务, 并在本公司其他附属公司兼任董事职务。曾任上海市医药股份有限公司新药分公司副经理, 医药分销事业部副总经理, 总经理, 上海市医药股份有限公司总经理助理, 副总经理, 上海医药集团股份有限公司副总裁等职。</p>
刘大伟	副总裁	2016/8/25	37	<p>现为本公司董事会秘书, 联席公司秘书及战略运营部总经理, 并在本公司附属公司兼任董事职务。曾任本公司投资发展部副总经理, 上海医药分销控股有限公司财务总监, 财务总部总经理, 上海市医药股份有限公司财务总部总经理, 部长助理, 财务管理主任等职。</p>
沈波	副总裁	2016/8/25	44	<p>现为本公司执行董事兼财务总监, 并在本公司附属公司兼任董事职务。自 2015 年 8 月起至今担任天大药业有限公司非执行董事, 自 2012 年 6 月起至今担任上海复旦张江生物股份有限公司非执行董事。曾任上海金陵股份有限公司财务部副经理, 上海实业医药投资股份有限公司财务总监, 上海医药(集团)有限公司财务部总经理等职。</p>
刘大伟	董事会 秘书	2016/6/28	37	<p>现为本公司董事会秘书, 联席公司秘书及战略运营部总经理, 并在本公司附属公司兼任董事职务。曾任本公司投资发展部副总经理, 上海医药分销控股有限公司财务总监, 财务总部总经理, 上海市医药股份有限公司财务总部总经理, 部长助理, 财务管理主任等职。</p>

资料来源: 公司公告, 东兴证券研究所

2.2 国企改革迎新机, 员工持股有望入围

2.2.1 国企改革持续升温, 上海为改革先行者

目前, 国企改革正在持续升温。从 2016 年开始, 国企改革已经进入了白热化的状态, 在中央和地方的持续推进下 2017 年将成为国企改革的落地年。而上海因为国资企业体量大, 其在国企改革的进程中走在前列。

2013 年 11 月 15 日, 十八届三中全会《决定》提出要深化国资国企改革, 标志着第三轮国企改革的开始, 从目前的进展上来看, 2017-2018 年有望迎来国企改革的浪潮之巅。

表 3:第三轮国企改革大事记

时间	第三轮国企改革大事记
2013-2014 年	开端: 2013 年 11 月 12 日十八届三中全会提出混合所有制改革, 各省陆续出台方案
2015 年	酝酿: 国家层面积极稳步推进, 2015 年 9 月 13 日顶层设计出台
2016 年	爆发: 15 个配套系列文件, 央企重组持续推进
2017-2018 年	浪潮: 试点之后全面铺开, 改革逐渐落实, 陆续进入收获期

资料来源: 东兴证券研究所

2015 年, 中国医药工业规模企业前 20 位中有 5 家是国企。从规模上来看国有医药类企业占据一定优势。虽然医药国企经营效率远不如民企, 但医药国企上市公司普遍具有很好的“资源+品牌”优势, 若能通过国企改革释放制度红利, 则改善空间巨大。

上海国资企业体量大, 2016 年上海市地方国企营收 3.1 万亿元, 利润总额 3058 亿元, 利润总额约占中国全部地方国企的四分之一。上海地方国有企业资产总额高达 16.8 万亿, 占中国全部地方监管企业的五分之一。

2013 年至今, 上海市相继出台了《关于进一步深化上海国资改革促进企业发展的意见》(上海国资 20 条)、《关于推进本市国有企业积极发展混合所有制经济的若干意见(试行)》等文件, 明确了上海市国资改革的主要目标, 即经过 3-5 年的推进, 基本完成国有企业公司制改革, 除国家政策明确必须保持国有独资的企业之外, 其他企业实现股权多元化。

表 4:上海市国企改革重要文件及事件

时间	政策或事件
2013.12	《关于进一步深化上海国资改革促进企业发展的意见》
2014.1	《关于进一步加快培育上海国有跨国公司的实施意见》
2014.7	《关于推进本市国有企业积极发展混合所有制经济的若干意见(试行)》
2015.2	2015 年上海市国资委工作会议召开, 重点领域集中度达到 70%
2015.6	《关于进一步深化浦东新区国资改革促进企业发展的意见》
2016.1	《本市国有企业混合所有制改制操作指引(试行)》
2016.2	2016 年上海市国资委工作会议召开, 重点领域集中度达到 75%
2016.3	《国有企业混合所有制改制操作指引》
2016.6	《上海市国资国企改革发展“十三五”规划》
2016.7	上海市国资委三季度工作会议召开, 奋力推进国资国企改革创新
2017.1	《上海市 2017 年政府工作报告》
2017.1	《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》
2017.2	2017 年上海市国资委工作会议召开, 重点领域集中度达到 80%

资料来源: 上海市国资委, 东兴证券研究所

2017 年 2 月 16 日, 上海市召开国资国企工作会议。提出要着力深化国企改革发展混合所有制经济, 深化公司制股份制改革, **坚持以公众公司作为发展混合所有制经济的主要实现形式。而在上海市国企改革中, 上海医药的上级企业上实集团是被列为竞争类企业中的投资类企业。**上海医药是上实集团医药业务唯一载体, 也是上海市国资体系中最主要的医药企业。在未来的发展中, 上海医药在国企改革方面的进程值得关注。国企改革可能为上海医药带来政策上的红利。

表 5:上海 2017 年国资工作会议国企改革策略

项目	内容
混合所有制改革	积极推进 2-3 家科研院所深化改革建立多元化投资、市场化经营机制, 2-3 家企业集团整体上市或核心业务资产上市。
	功能类、公共服务类企业中的竞争性业务资产, 利用现有上市平台引入各类资本, 提高资源配置效率和公共服务能力。
	稳妥推进 10 家符合条件的混合所有制企业试点员工持股。
完善国资运营平台	推动新的一批流动性强、市场价值大的国企股权进入国资流动平台。
	组合运用协议转让、大宗交易、股权划转、发行可交换债等方式, 盘活存量资产。
开放性市场化联合重组	以创新发展、重组整合、清理退出“三个一批”为抓手, 形成 2017 年度工作清单, 指导企业制定相应的实施方案。
	有序调整国资结构, 新增投资 4000 亿元左右, 主要投向战略性新兴产业等四大领域, 国资集中度力争达到 80%。
	探索与中央企业在重点领域和重大项目合作发展, 共同推进上海科创中心建设。

资料来源: 上海市国资委, 东兴证券研究所

2.2.2 公司符合员工持股试点条件，员工持股未来有望推进

上海医药基本符合上海市首批员工持股的试点公司遴选条件，虽然未在第一批入围，其后续也将走在上海市国企改革的前列。

上海市国企改革的策略为积极发展混合所有制经济，加快企业制股份制改革，实现整体上市或核心业务资产上市。推进企业上市发展规范运营。

2017年1月，上海市国资委、上海市财政局、上海市金融办、上海证监局联合发布《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》的通知，对上海市地方国有控股混合所有制企业进行员工持股试点，将遴选第一批5-10家企业开展首批试点，遴选条件主要有以下几条。

表 6.上海市员工持股首批试点条件

	试点条件	上海医药情况
主要条件	主业应处于充分竞争行业和领域的竞争类企业。	✓ 公司在医药流通领域和国药、华润、九州通等公司竞争激烈，且医药行业为典型的竞争性行业，市场化竞争充分。
	股权结构合理，非公有资本股东所持股份原则上不低于10%，且公司董事会中有非公有资本股东推荐的董事。	公司股权结构合理，由上海市国资委直接或间接持股35%，非公有资本比例远超过10%，公司有4个独立董事，但需要非公有资本股东推荐。
	企业股东会、董事会、监事会、经理层健全，董事会运作规范高效。公司章程制订规范，企业管理制度健全，建立市场化的劳动人事分配制度和业绩考核评价体系，形成管理人员能上能下、员工能进能出、收入能增能减的市场化机制。	✓ 公司结构健全，董事会运作高效，制度健全。
	企业的营业收入和利润90%以上应来源于其所在出资监管机构一级企业的外部市场。	✓ 公司业务与上实集团关联少，业务覆盖面广。
次要条件	优先支持人才资本和技术要素贡献占比较高的转制科研院所、高新技术企业、科技服务型企业开展员工持股试点。	✓ 公司研发投入高，研发团队和合作能力强。
	市属一级企业原则上暂不开展员工持股试点；违反国有企业职工持股有关规定且未按要求完成整改的企业，不得开展员工持股试点。	✓ 公司非市属一级企业，未违反有关规定。

数据来源：上海市国资委、东兴证券研究所

从条件上来看，除了“公司董事会中有非公有资本股东推荐的董事”一条不完全符合，其他条件上海医药皆符合，而该条件的实现并不算过于困难。

作为上海市国资体系中主要的医药企业，上海医药符合首批员工持股试点，虽然未在首轮入围，后续入围的机会仍很大。若在员工持股方面有进一步的推进，上海医药未来将在经营效率上有着较大改善。

3. 医药商业：迎政策东风，商业巨头优势尽显

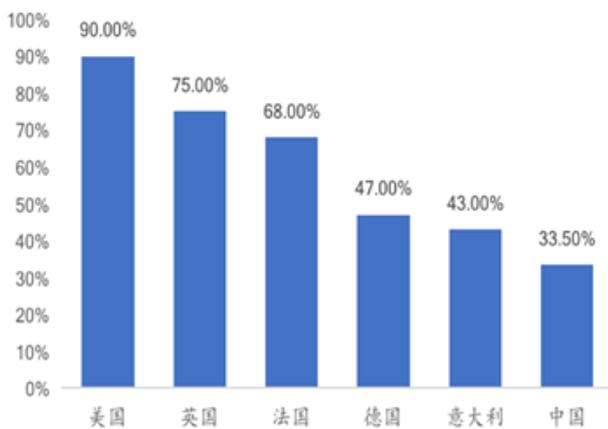
3.1 分销业务：医药流通华东称霸，全国布局加速发展

3.1.1 对标美国，流通行业集中度可提升空间巨大

近年，我国医药流通行业增速已经逐步进入平稳增长期。我国医药流通行业的市场规模从2006年的3360亿元增长到2015年的16613亿元，年复合增长约为19.43%。其中，2015年同比增长10.66%，医药流通行业增速逐步放缓，进入平稳增长期。对比美国，在持续增长期，美国医药流通行业市场规模从1980年的低于100亿美元增长到2000年的1400亿美元，年复合增长高达15.66%；在稳健增长期，其市场规模从2000年的1400亿美元增长到2015年的3360亿美元，年复合增长率为6.01%。

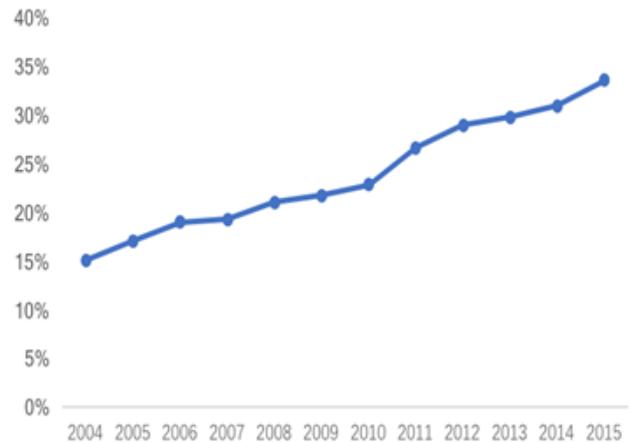
对标美国，我国几大主要医药流通企业的整体市占率仍然较低。尽管经历了2011年以来流通行业的并表潮，前三大医药流通企业市占率逐年提高，但2015年仍然不到40%，行业集中度较低。参考海外的情况来看，美国前三大流通企业市占率从1987年约30%上升至2016年96%，未来国内流通行业集中度提升空间巨大。

图 10:2015 年各国医药流通前三名市占率



资料来源：商务部、东兴证券研究所

图 11:我国历年医药流通前三名市占率



资料来源：商务部、东兴证券研究所

3.1.2 流通行业整合带来存量市场再分配

医药流通领域在近年发生了颠覆性的变化，以2016年山东疫苗事件作为导火索，CFDA等相关部委严格要求规范经营企业流通秩序，严厉打击药品购销中的违法行为，后续出台了94号文以及新版GSP，同时两票制、营改增等与流通行业息息相关的政策频频出台，过往以过票生存的流通企业生存环境愈加严峻，行业整合大幕已然拉开，而在全国范围内持续推进的两票制将加剧流通行业存量市场的再分配。

2017年1月9日，国务院医改办、卫计委、CFDA、发改委等八部委联合发布《印发关于在公立医疗机构药品采购中推行“两票制”的实施意见(试行)的通知》，提出在11

个综合医改试点省(区、市)和公立医院改革试点城市要率先推行“两票制”，鼓励其他地区执行“两票制”，争取到 2018 年在全国全面推开。

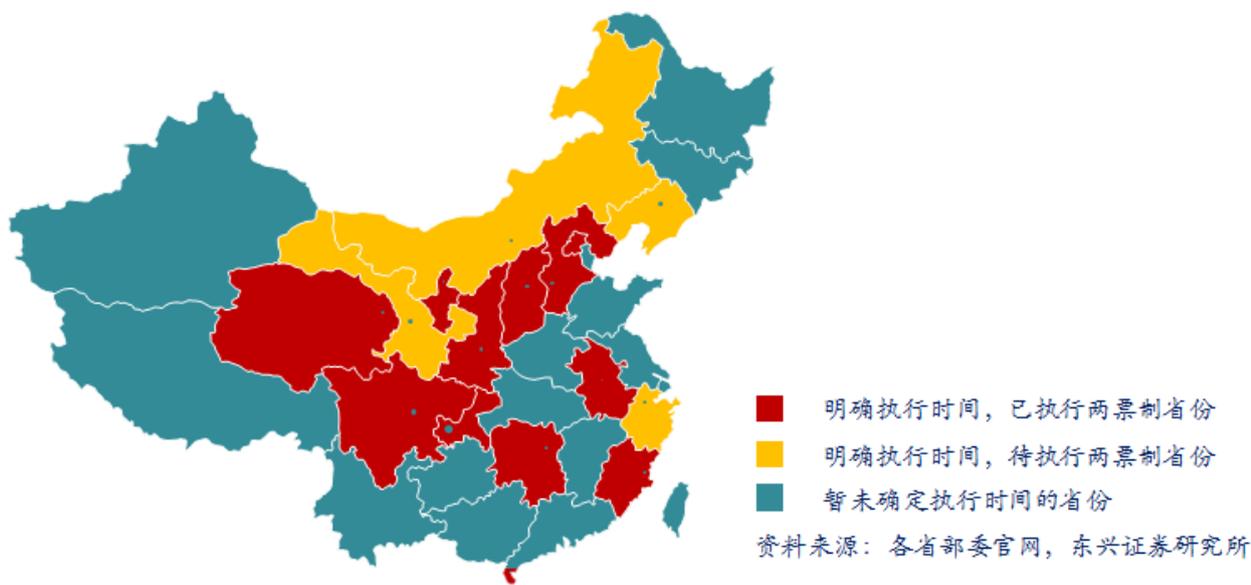
从目前来看，已有福建、安徽、青海、重庆、陕西、宁夏、四川、北京、湖南、河北、海南、山西、辽宁、甘肃、浙江、内蒙古等 16 个省级行政单位公布了两票制的明确执行时间，我们判断 2017-2018 年将是两票制的落地大年，必然加速医药商业的行业整合以及集中度提升。

图 12:各省药品两票制执行情况时间轴



资料来源：各省部委、东兴证券研究所

图 13:各省两票制目前执行状况（截止 5.16）



资料来源：各省部委、东兴证券研究所

图 14:各省耗材两票制执行时间轴



资料来源：各省部委、东兴证券研究所

基于两票制和营改增等流通行业的政策背景，我国的医药流通行业正处于集中度不断提升的整合阶段，有利于上海医药等行业巨头的发展。

我们认为，未来两票制给商业巨头机会可以分为两个方面：1、横向并购，带来的是渠道覆盖的更广，体现在公司报表上的将是收入规模的扩大；2、纵向并购，带来的是调拨业务转向纯销，带来的是毛利率的大幅提升（调拨毛利 2-3%，纯销毛利 7-8%）。

鉴于各省执行两票制往往有 6 个月左右的过渡期，我们认为在 17 年年底及 2018 年将是流通行业的并购大年，我们判断未来将在各省形成 3+1+X 的竞争格局，流通企业数量从 15 年的 13000 家或将下降到 18 年的 3000 家，而前 10 企业占比或将从 15 年的 46.9%提升到 18 年的 65%以上。

3.1.3 公司分销业务地位稳固，模式多样覆盖面广

分销业务是上海医药的主营业务，其分销业务规模位列全国第三位。在品种规模、网络布局、供应方案、及新业务发展方面都走在行业前列。

图 15:上海医药分销业务



资料来源：公司官网、东兴证券研究所

◆ 分销网络辐射全国，医疗机构全面覆盖

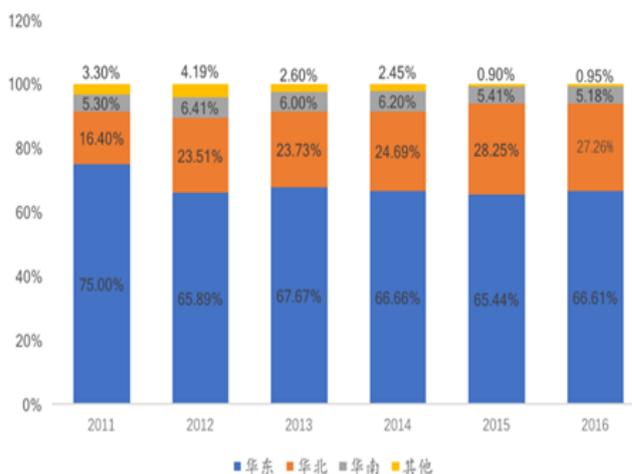
上海医药坚持完善全国商业网络布局和省平台建设，除了做深做强已覆盖的华东、华北、华南优势区域外，还加速拓展战略区域，加快拓展空白区域，特别是西南、东北、华中等省份市场。**2016年，公司新进入云南和黑龙江地区。**

目前，上海医药的分销网络覆盖全国31个省、直辖市及自治区，其中通过控股子公司直接覆盖全国20个省、直辖市及自治区。公司通过供现代物流配送、信息化服务、终端分销代理等供应链解决方案，与国内外主要的药品制造商建立了紧密的合作关系。公司分销品种和覆盖医疗机构量众多。

2010年刚重组完成“新上药”时，公司分销板块的业务主要集中在华东地区。随后，公司通过并购、合作等方式不断巩固华东地区的市场地位，同时进军华南市场与华北市场。2016年，公司分销各区域中，华东区域销售占比为66.61%，华北区域销售占比为27.26%，华南区域销售占比为5.18%。

公司2016年医院纯销的占比为60.79%，在两票制等政策的驱动下，上海医药不仅有望迎来收入规模的增大，在大力开展纵向并购的同时，调拨业务转向纯销的比例也会提高。而纯销比例的提高将给公司带来毛利率的提升。

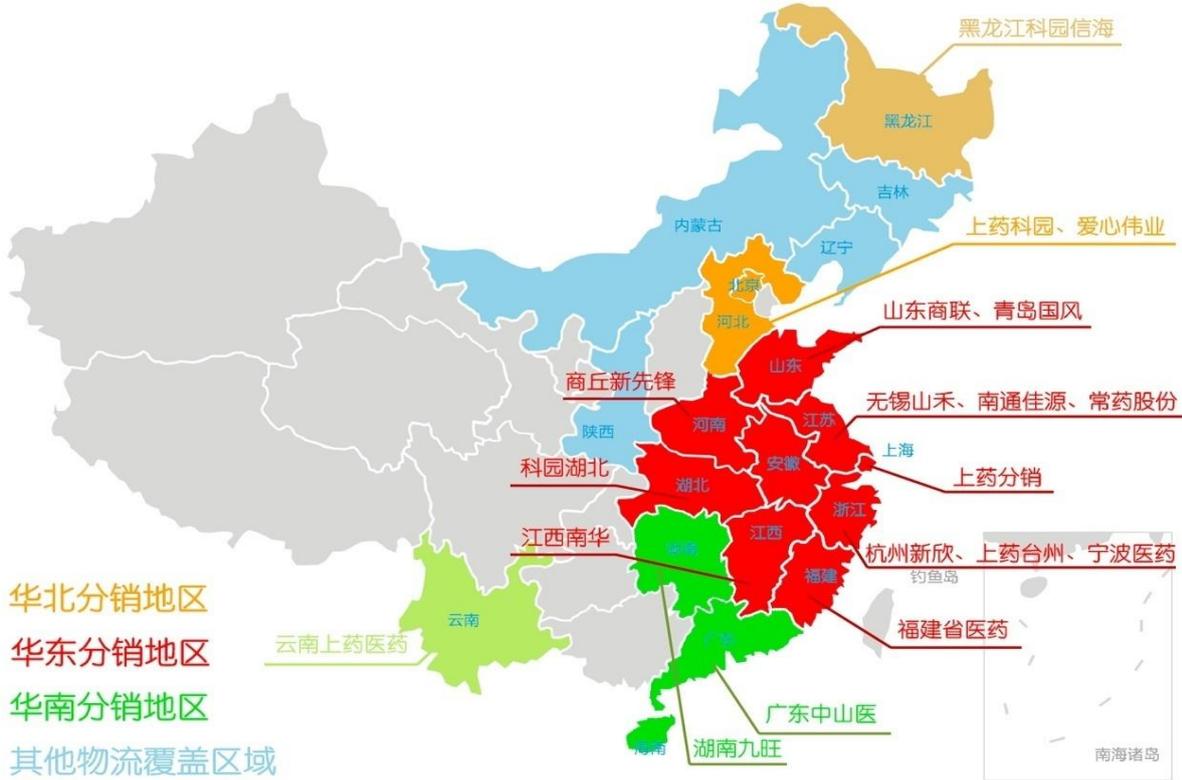
图 16:上海医药分销区域占比



资料来源：东兴证券研究所

2016年，公司完成固定资产投资10.98亿元，主要用于GMP改造、制造能级提升及医药物流建设。在上海、北京等全国物流中心基础上，推进华东、华中、华南区域物流中心建设，在分销物流体系内推进服务标准化建设，**上药物流成为全国首家国家级医药物流服务业标准化企业。**公司抓住国家两票制的机遇，加快各地省级平台的布局，加快一体化信息、采购、物流及财务平台的建设。

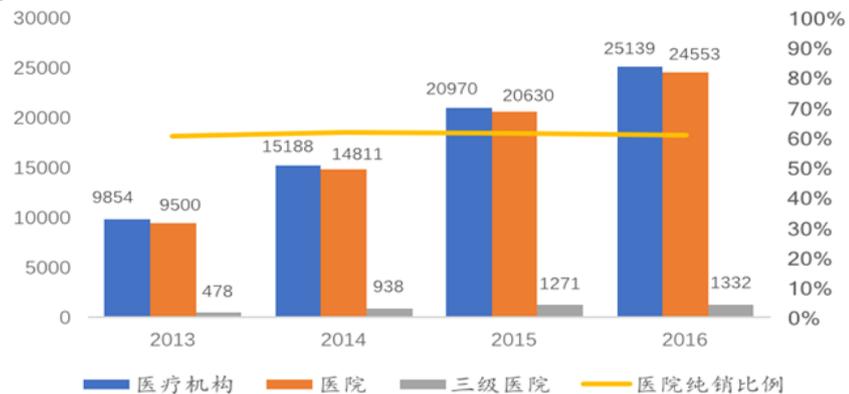
图 17:上海医药分销物流网络



资料来源: 公司公告, 东兴证券研究所

至 2016 年底, 公司分销业务所覆盖的医疗机构为 25139 家, 其中医院 24553 家, 医院中三级医院 1332 家, 疾病预防控制中心 586 家。

图 18:上海医药分销覆盖医疗机构情况



资料来源: 公司公告, 东兴证券研究所

上药控股有限公司 (原名上药分销控股有限公司) 和上海科园信海医药有限公司是上海医药负责药品分销的主要子公司, 两公司 2016 年的营业收入分别为 751 亿元和 257 亿元, 占总分销业务的 94.72%。

图 19:上海医药主要分销子公司营收情况



资料来源：公司公告，东兴证券研究所

◆ 商业并购迎两票制机遇

在分销业务中，公司主要的竞争对手为华润医药及国药控股。公司目前直接覆盖的省份少于华润医药及国药控股，未来有望借助两票制机会迅速完成在空白地区的布点。

表 6:三大巨头分销情况对比

指标	上海医药	华润医药	国药控股
营业收入 (亿元)	1207	1567	2584
分销营收 (亿元)	1086	1303	2438
分销毛利率	5.89%	6.20%	
覆盖医院数	24553 (三级医院 1332 家)	二三级医院 4280 家	分级医院 13841
覆盖医疗机构数	25139	35865	122553
覆盖省份数	31, 直接覆盖 20 个	23	31
2016 新增省份	云南、黑龙江	云南、广西、四川、重庆	

资料来源：、各公司公告，东兴证券研究所

2016 年，在并购方面，上海医药在云南、黑龙江实现了零的突破，收购了云南上药医药有限公司、上药科园信海黑龙江医药有限公司、上药控股江西上饶医药股份有限公司、上药控股镇江有限公司、上药科园信海医药河北有限公司，并参股了湖北楚汉精诚医药有限公司等三家医药公司，销售网络覆盖省市从 18 个扩大到 20 个，预计三年内扩展到 26-28 个。而在 2017 年一季度，公司更是完成对徐州医药股份有限公司及徐州淮海药业有限公司的并购，并购步伐进一步加快，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。

在外延并购方面的大力发展将有利于上海医药分销业务实现收入增速与毛利率提高的双击。首先，从收入增速上看，外延并购将带来分销区域覆盖面增大，从而推进分销业务的发展，拉动收入增速。而从毛利率上来看，在两票制等政策的影响下，上游公司更倾向于将品种交托给公司这样具有丰富渠道资源的分销企业，公司部分调拨业务将转向纯销，有助于毛利率的提高。

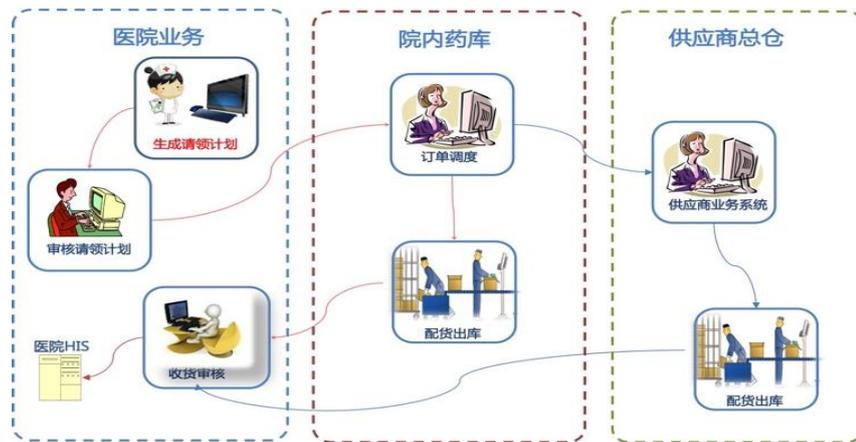
◆ **SPD 等新业务持续推进**

公司探索 **SPD 业务，增加业务附加值**。除了积极开展疫苗和高值耗材的分销服务，公司还积极开展 SPD 等创新业务以保证分销业务的持续发展。

SPD（医院物流延伸）是医药智慧物流最重要的组成部分，是以质量管理为保障，以流程优化为核心，通过信息化技术手段和智能设施设备让药品、耗材、器械设备等医疗相关产品在供应、分拣、配送等各个环节，在公司、医院、科室、患者之间实现一体化、精细化管理，达到全程质量监管、高效运营的医院供应链营运方式。

随着医院越来越企业化，其对自身成本利益的考虑越来越精细。而在企业方面，如华润、国控、上药等在资本和规模优势的前提下，**和医院更紧密深入的合作将更有利业务的房展**。上海医药在 **SPD 方面的发展将有利于推进其分销业务的增长**。

图 20:SPD 业务模式



资料来源：公开资料整理、东兴证券研究所

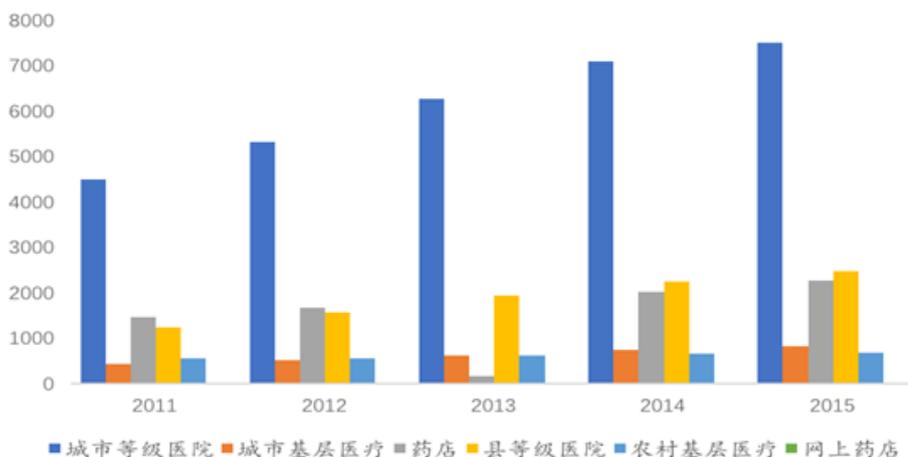
3.2 零售业务：处方外流成趋势，云模式助力连锁药房发展

3.2.1 处方外流大势所趋，药店终端占比增强

为了破除“以药养医”的格局，政府大力推进处方外流的发展。从 2017 年的情况来看，处方外流的趋势愈加明显。

实体药房在我国药品终端市场的占比约 20%、医院终端约 80%，与海外的实体药房 80%、医疗机构 20%形成鲜明对比。形成该销售格局的重要原因是我国的公立医院占有绝对的产业链垄断地位，补偿机制的不均衡又让药品承担了“养医”的责任，药企和代理商均专注医院渠道，院外药房的角色被弱化。我国医生资源和患者资源都过度集中在大型医院。同时，医院垄断了药品的零售市场。

图 21:近年国内各终端市场规模（亿元）



资料来源：CMH、东兴证券研究所

从政策上看，政府正大力推行公立医院的处方外流。2016 年 4 月 27 日，国务院引发《关于深化医药卫生体制改革 2016 年重点工作任务的通知》，提出禁止医院限制处方外流，患者可自主选择在医院门诊药房或凭处方到零售药店购药。2016 年 8 月 1 日，广西省柳州市率先开始试点处方外流。其在市属 5 家大医院开展试点，率先放开口服类处方药，通过该市分级诊疗平台，由患者选择在医院药房取药或在院外的社会药房取药。2017 年 2 月 9 日，国务院发布《关于进一步改革完善药品生产流通使用政策的若干意见》，提出要进一步破除以药补医机制。统筹推进取消药品加成、调整医疗服务价格、鼓励到零售药店购药等改革，落实政府投入责任，加快建立公立医院补偿新机制。推进医药分开。医疗机构应按药品通用名开具处方，并主动向患者提供处方。门诊患者可以自主选择在医疗机构或零售药店购药，医疗机构不得限制门诊患者凭处方到零售药店购药。

这两年，国家出台的一系列新政，包括到 2017 年公立医院药占比降至 30%以内、对医生多点执业的激励政策、利用移动互联网技术推动药品流通资源的合理配置等等，都明确推进处方外流。

表 7:处方外流相关政策

年份	政策	内容
2014	《关于落实 2014 年度医改重点任务提升药品流通服务水平和效率工作的通知》	推进包括零售药店承担医疗机构门诊药房服务和其他专业服务等多种形式的改革。
2015	《关于城市公立医院综合改革试点的指导意见》	2015 年扩大城市公立医院综合改革试点,力争到 2017 年,试点城市公立医院药占比总体降到 30%左右。
2016	《深化医药卫生体制改革 2016 年重点工作任务》	制止医院限制处方外流,患者可自主选择在医院门诊药房或凭处方到零售药店购药
2016	《关于促进医药产业健康发展的指导意见重点工作部门分工方案》	进一步明确医疗机构应按照药品通用名开具处方,并主动向患者提供,不得限制处方外流
2016	《“十三五”深化医药卫生体制改革规划》	医疗机构应按照药品通用名开具处方,并主动向患者提供,不得限制处方外流。探索医院门诊患者多渠道购药模式,患者可凭处方到零售药店购药。
2017	《“十三五”卫生与健康规划》	加快推动门诊患者凭处方到零售药店购药。
2017	《关于进一步改革完善药品生产流通使用政策的若干意见》	统筹推进取消药品加成、调整医疗服务价格、鼓励到零售药店购药,具备条件的可探索将门诊药房从医疗机构剥离。
2017	《电子病历应用管理规范(试行)》	医疗机构应当为申请人提供电子病历的复制服务。医疗机构可以提供电子版或打印版病历。
2017	《深化医药卫生体制改革 2017 年重点工作任务》	全面取消药品加成

资料来源：国务院、各部委、东兴证券研究所

- ◆ **限制药占比促进处方外流：**2015 年 11 月 6 日和 2016 年 5 月 17 日，卫计委和国务院分别发布《关于印发控制公立医院医疗费用不合理增长的若干意见的通知》和《国务院办公厅关于城市公立医院综合改革试点的指导意见》要求到 **2017 年力争城市公立医院药占比总体下降到 30%左右，药占比的要求将促进处方外流（尤其是高价品种）。**
- ◆ **药品零加成促进处方外流：**除了药占比以外，政府也大力推行药品零加成的政策。在《深化医药卫生体制改革 2017 年重点工作任务》中明确指出，所有公立医院在 2017 年 9 月底前全部取消药品加成。**药品零加成的推行将导致门诊药房变成医院的成本中心，促进处方外流**

上海医药等批零一体化的大型医药企业在处方外流的政策下将具有一定的优势。一方面，这类批发企业拥有强大的医院资源。同时，在 DTP、电商等新模式方面上海医药也走在前列。这有利于承接处方外流。

3.2.2 零售业务持续增长，多模式齐头发展

上海医药的零售业务销售规模居全国药品零售行业前列，并拥有众多优秀的品牌，药店零售业务覆盖广。同时，大力推广 DTP 药房、药房托管等创新业务。做到了多模式齐头发展。

表 8:2016 年国内药房销售排行

排名	公司名称	销售额（万元）	同比增长
1	国药控股国大药房有限公司	1065807	16.98%
2	云南鸿翔一心堂药业（集团）股份有限公司	731172	17.44%
3	大参林医药集团股份有限公司	727752	20.29%
4	老百姓大药房连锁股份有限公司	713048	33.40%
5	重庆桐君阁大药房连锁有限责任公司	705000	16.00%
6	北京同仁堂商业投资集团有限公司	701917	11.09%
7	益丰大药房连锁股份有限公司	449449	35.00%
8	成大方圆医药连锁投资有限公司	375104	8.71%
9	上海华氏大药房有限公司	359540	7.50%
10	甘肃众友健康医药股份有限公司	336000	31.25%

资料来源：中国药店、东兴证券研究所

至 2016 年底，公司下属品牌连锁零售药房 1807 家，分布在全国 16 个省区市。其中直营店 1173 家，公司与医疗机构合办药房 40 家。

上海医药拥有华氏、上海雷允上、余天成、江西黄庆仁栈、信海科园等众多优秀的药店品牌。旗下上海华氏大药房是华东地区拥有药房最多的医药零售公司之一。2016 年，上海华氏大药房有限公司排在中国药店销售百强榜第九位。其也是唯一进驻上海世博会的连锁药房，在华东地区具有极高的知名度和信任度。

上海医药不断扩大其零售网点覆盖范围。2016 年，上海医药启动了零售资源的内部整合与外部扩张，公司完成收购北京鹤安长泰大药房和南通苏博大药房，强化了在北京和江苏地区的零售网络与竞争力。

在零售方面，上海医药旨在开创线上/线下融合医药零售模式，提供更便捷的购药体验和更专业的健康管理服务，力争跻身国内医药零售行业前列。完善线上平台建设，打造开放合作的患者服务平台。推进集团零售资源整合，实现服务创新和运营效率提升，开放合作，适时引入合作伙伴，同时通过自建与并购扩大零售网络覆盖和布局，完善线下三层零售网络。

目前，上海医药零售模式多样共同发展。上海医药旗下上海医药云健康致力于打造以电子处方流转作为基础的创新医药电商模式。同时公司下属零售企业严格按照国家新版 GSP 规范从事药品零售业务，通过医药零售连锁药房、医疗机构合办药房、DTP 药房三类药房服务终端消费者。

3.2.3 DTP、药房托管等新模式顺应医改大潮

DTP、药房托管、合办药房等方式是目前为实现“医药分开”的目标承接处方外流的主要方式。上海医药目前同时大力推进三种模式的药房发展。

DTP 是指高值药品直送, 对应美国的专业药房模式。目前国内 DTP 可以是指由仓库直接将药品物流送至用户手中, 本质上属于 B2C 模式。也可以指 DTP 药房模式, 制药企业或大型渠道商将产品直接授权给药店做区域经销代理, 省略中间分销环节。患者凭处方直接到药店领取药物, 获得用药指导。从大的方向来说, 这也属于 O2O 模式, 药企和药房的联系更加紧密。对制药企业来说, 通过 DTP 模式可以达成销售、维护药患关系, 并能测试药品品牌的忠诚度和畅销性。最早参与该模式的制药企业为阿斯利康和辉瑞, DTP 被用于推广刚上市的新药或者专利到期后面临仿制药竞争的核心产品。

2015 年以来, 随着公立医院改革深化, 医药分家、处方外流呼声迫切, **DTP 药房作为承接处方外流的成熟商业模式, 步入了加速成长阶段。**在 DTP 模式下, 药企将产品直接授权给药房做经销代理, 省却代理商, 患者在拿到医院处方后就可以在药房买到药物并获得专业的用药指导。此时患者取药的终端已经变成了药房, 药品放量也不再走医院招标, 省却了中间环节, 已经实现了医药分家。更重要的是, 这个模式运作下来, 药房可以将医院和上游药企的关系打通。**我们认为, DTP 模式是实现承接处方外流的可行路径。**

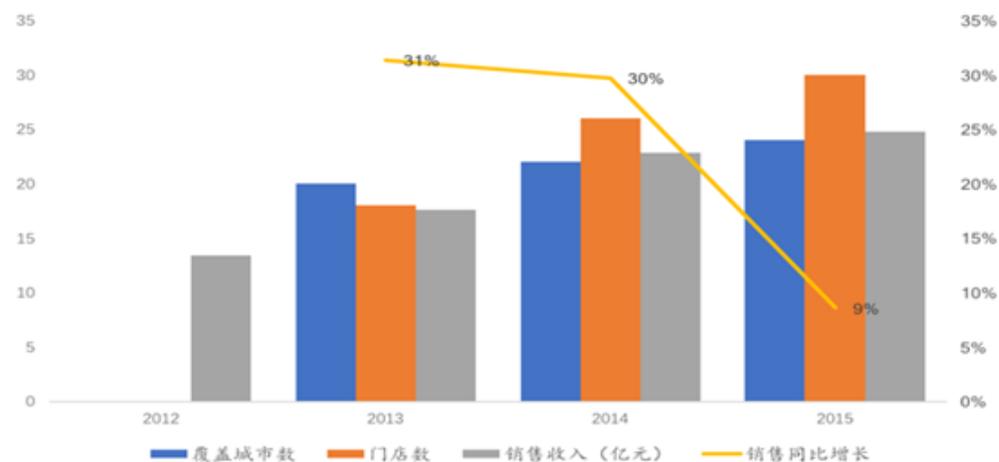
上海医药是 DTP 药房起步较早的企业之一, 目前拥有行业中较大的 DTP 药房规模。至 2015 年底, 上海医药的 DTP 业务覆盖 24 个城市, 拥有共计 30 家 DTP 定点药房, 且在稳定上升中。**2015 年上海医药 DTP 业务平台实现销售收入 24.78 亿元。**

表 11: 中国涉足 DTP 的公司业务情况

成立时间	主要 DTP 药店名称	所属公司	门店数量
2000	北京京卫大药房	仁和药业	
2002	百济新特药房	康德乐	29
2009	医保全新大药房	华润医药	64
2010	上海众协	上海医药	30
2014	国大药房	国药一致	16
2015	柳州桂中大药房	柳州医药	17
2015	南京医药	南京医药	
2015	德开大药房	德开医药	
2016	健客	健客	
2016	老百姓	老百姓大药房	
2016	一心堂	一心堂大药房	

数据来源: 公司公告, 东兴证券研究所

图 22:上海医药 DTP 药房发展情况



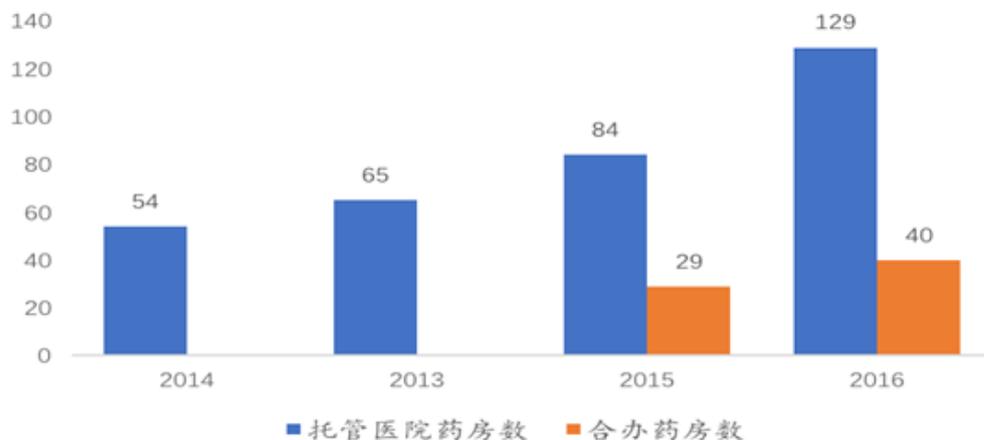
资料来源: 公司公告、东兴证券研究所

除了 DTP 药房之外, 上海医药还开展了医院药房托管和医院合办药房模式。这两种方式虽然不能从根本上解决医药分家, 但是可以作为处方外流过程中的过渡模式。截止 2016 年底, 上海医药共托管医药药房 129 家, 与医疗机构合办药房 40 家。

药房托管是指医院将其药房通过契约方式交给企业进行经营和管理。可以缓解医院补偿不足的问题, 是医药分业改革提供了一种有效的过渡模式。而合办药房是医院通过引入商业合作伙伴, 在院内开设按零售药店方式运作的专业药店, 可以同时对内和对外。

通过对医院药房进行托管, 上海医药可以抢占市场份额, 并与现有业务产生协同效应。而相对于药房托管来说, 合办药房既可以更保障医院的利益, 又有利于完成“医药分开”, 但是开设药店的企业要求较高, 合办药店的品种必须健全, 同时和医院本身的药物体系要向适应。而上海医药等大型商业龙头企业在这方面具有较大的优势。

图 23:上海医药药房托管和合办药房情况



资料来源: 公司公告、东兴证券研究所

3.2.4 云健康多线推进，电子医疗完善产业链

为了完善线上/线下融合医药零售模式，上海医药大力发展电商服务。

2015年，公司与下属上海医药众协药业有限公司总经理季军共同投资设立上海医药大健康云商股份有限公司，公司占其70%股份。2016年，上药云健康迈上新台阶，完成A+轮融资，注册资本增加到13.33亿元，并不断完善其自主建立的电子处方流转系统，积极扩张对接医疗机构，电子处方处理量增长迅速，为进一步承接医药分开奠定基础。

上海医药的医药电商主要聚焦处方药。2016年，上药云健康不断完善其自主建立的电子处方流转系统，积极扩张对接医疗机构版图，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，同比增长1400%，为上药进一步开展创新业务奠定基础。

上药云健康的模式主要以药品处方的获取、管理、配送为抓手，以为患者提供增值服务为核心，积极探索医药零售及医药电商的潜在机遇和解决方案。目前，上药云健康分别面向患者、医院、药房推出了“益药”系列产品和服务：

- ◆ **益药·电子处方**：与多家医疗机构合作，启动电子处方项目，通过公司建立的电子处方流转系统，对门诊处方进行收集和配送，方便病人及时就诊、取药。
- ◆ **益药宝**：项目为医院提供了“互联网+”药品供应链全程解决方案。同时上海医药未来将继续在医药电商的互联网化领域投入更多的精力。
- ◆ **益药站**：为满足医疗改革需求，公司在直属零售药店平台启动“益药站”项目。打造了“一站式”处方药零售解决方案。上药控股将其提供延伸处方、站点托管的药房统称为“益药站”。通过和社区卫生服务站合作，可以方便患者就医结束后，可以在站点旁的“益药站”内凭处方取药。上药控股同时利用旗下零售网点近600家的布局优势，在全市各区都设置了“益药站”，为市民提供便利的药品配送服务。
- ◆ **益药·药房**：为上海市内社区医院及卫生服务中心供药品配送服务。公司在全国范围内持续推动“益药.药房”建设，截至2016年底，门店覆盖22个城市。
- ◆ **益药·会员**：上海医药提供了药房金融产品以解决患者高价自费药的资金压力痛点，其包括金融服务、患者教育、慈善赠药等。
- ◆ **益药·健康**：以APP/微信等为手段，方便患者以最便捷的电商渠道买处方药；目前通过APP/微信等电商渠道实现的订单量已占全部订单的40%以上。

图 24:上药“处方延伸配送”和“益药站”服务



资料来源：公司公告、东兴证券研究所

表 9:上药“益药站”服务特色

特点	内容
覆盖全面	全市 65 家首批试点医院，超过七成选择上药控股作为唯一配送商。
分拣配送	一般情况下，24 小时内上药控股便可完成药品的分拣、包装、配送。
就近取药	市民可凭医保卡和门诊处方，自行前往附近的“益药站”完成取药，或来电咨询用药知识及健康生活指引。
送药上门	对于因年龄原因或者健康原因行动不便的居民，上药控股可实现送药上门并不收取费用。
温馨提示	市民签约时提供正确的送货地址、联系电话，以提高配送效率。

资料来源：公司公告、东兴证券研究所

同时, 上药云健康先后与京东、万达、丁香园等开展战略合作, 推动电商战略布局的落地和深化。引进了京东、IDG 等战略和财务投资者。上药云健康全面推进 **B2C** 和 **B2B** 两大业务板块。

- ◆ **B2C:** 相关的电商业务模式探索已经初步完成。包括上述面向医院的“益药宝”, 面向药房的“益药·药房”和面向患者的“益药·健康”服务。
- ◆ **B2B:** 将与京东共同打造面向零售药店、中小医疗机构的 B2B 批发平台, 相关工作正在进行中。

表 10: 上药云健康两大业务板块

业务板块	项目	用途
B2C	益药.健康	电商途径购买处方药
	益药宝	医院电子处方对接, 为患者送药到家
	益药.药房	旗舰店金融服务、患者教育、慈善赠药等
B2B	批发平台	与京东共同打造, 面向零售药店、中小医疗机构

资料来源: 东兴证券研究所

4. 医药工业：品种积淀深厚，受益一致性评价及医保增补，研发+营销助力腾飞在即

在中国宏观经济增速放缓、人口老龄化加速、消费升级、医疗改革、国家投入加大以及新技术手段运用等因素影响，中国医药行业未来五年整体增速将趋缓，但终端市场结构将发生变化，城市等级医院药品销售增长预期降低，基层医疗机构及零售药店的药品销售将迎发展机遇。国家在药品研发、生产质量、环保安全等方面新的政策导向，使得行业竞争进一步加剧，行业门槛逐步高，研发投入成本增加，创新与质量成为行业持续发展的主题，低端医药工业企业将面临淘汰。

上海医药的医药工业规模较大，工业产品覆盖化学试剂、生物制品、重要和保健品、原料药、医疗器械等领域，覆盖面广，品种丰富。从研发、制造、营销几方面都得到了稳定的发展。

4.1 研发投入持续加强，存量增量同步发展

上海医药十分重视医药研发，坚持仿创并举。2016年，公司研发投入合计67055万元，占公司工业销售收入的5.40%，其中，23.12%投向创新药研发，20.77%投向仿制药研发，48.20%投向现有产品的二次开发，7.91%投向仿制药质量和疗效一致性评价。

在大力投入的同时，上海医药组建了优秀的研发团队和合作团队。从研发体系上来看，上海医药拥有600多人的研发团队，其中持有医疗、制药和其他相关领域硕士及以上学历的占30%以上。同时，上海医药注重和其他机构建立合作关系。目前建立了以中央研究院为技术核心的总院分院研发体系，拥有1个国家级企业技术中心以及10个省市级企业技术中心，采用开放式研究模式，与中国科学院、中国药科大学、沈阳药科大学、中国人民解放军第二军医大学、四川大学、日本田边三菱制药株式会社、上海复旦张江生物医药股份有限公司等机构建立紧密合作关系，多个创新药物处于申报临床或临床研究阶段。

2016年，公司继续加强开放合作，优化研发模式，启动了与四川大学共同研发抗肺纤维化1类新药的合作项目；按期推进上海医药集团(本溪)北方药业有限公司中试产业化基地的建设，同时完成了上海中西三维药业有限公司星火特色原料药生产基地的建设。

图 25:上海医药研发人员情况



资料来源: 公司公告、东兴证券研究所

图 26:上海医药主要研发机构



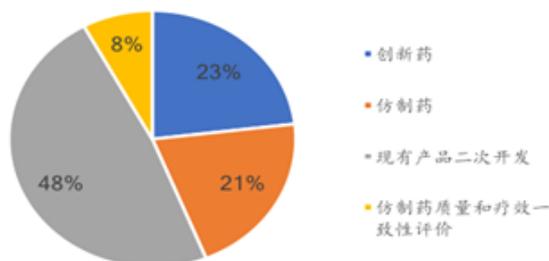
资料来源: 公司公告、东兴证券研究所

图 27:上海医药近年研发投入及其占工业销售收入比例



资料来源: 公司公告、东兴证券研究所

图 28:2016 年上海医药研发投入分类占比



资料来源: 公司公告、东兴证券研究所

公司的医药研发主要聚焦肿瘤、免疫及心血管领域的创新药和心血管、消化系统、精神神经、抗肿瘤、抗风湿以及糖尿病领域的大品种仿制, 同时积极开展仿制药一致性评价、中药的新药研究和已上市大品种的二次开发, 做到同时从存量和增量上推进研发成果。

◆ 从存量上看, 公司全面推进仿制药质量与疗效一致性评价工作。

根据 CFDA 最新发布的 2018 年前必须完成一致性评价的 289 个仿制药品种目录, 上海医药下属企业共涉及 156 个品种(合计 370 个批文)。公司计划开展共计 90 个产品的一致性评价, 目前首批立项 70 个产品, 其中 21 个为 289 目录外品种; 公司已确定将 15 家高校和研发公司作为技术服务供应商, 建立了上海医药参比制剂采购商库, 确定 32 个意向品种并与上海市十家三甲医院签订了药物临床试验研究战略合作框架协议。

表 11:上海医药主要子公司参比试剂申报情况

厂家	拟评价品种	拟定参比制剂	持证商
常州制药厂	阿奇霉素胶囊	阿奇霉素胶囊	Pliva Croatia Ltd.
常州制药厂	布洛芬片	布洛芬片	Kaken Pharmaceutical Co. Ltd.
常州制药厂	多潘立酮片	多潘立酮片	Kyowa Hakko Kirin Co. Ltd.
常州制药厂	复方利血平片	复方利血平片	常州制药厂有限公司
常州制药厂	富马酸酮替芬片	富马酸酮替芬片	诺华
常州制药厂	吉非罗齐胶囊	吉非罗齐胶囊	辉瑞
常州制药厂	卡托普利片	卡托普利片	Daiichi Sankyo Espha Co., Ltd.
常州制药厂	氯氮平片	氯氮平片	HERTAGE LIFE
常州制药厂	马来酸依那普利片	马来酸依那普利片	MERCK SHARP & DOHME Pty. Ltd.
常州制药厂	氯氯噻嗪片	氯氯噻嗪片	IVAX SUB TEVA PHARMS
常州制药厂	熊去氧胆酸片	熊去氧胆酸片	田边三菱制药
常州制药厂	盐酸多西环素片	盐酸多西环素片	辉瑞
常州制药厂	盐酸二甲双胍片	盐酸二甲双胍片	日本住友製薬株式会社
常州制药厂	盐酸哌唑嗪片	盐酸哌唑嗪片	辉瑞
常州制药厂	盐酸特拉唑嗪片	盐酸特拉唑嗪片	Abbott
常州制药厂	叶酸片	叶酸片	Abbott 公司
常州制药厂	异烟肼片	异烟肼片	SANDOZ
上海上药新亚药业	注射用兰索拉唑	注射用兰索拉唑	武田药品工业株式会社
上海上药信谊药厂	阿普唑仑片	阿普唑仑片	ファイザー株式会社
上海上药信谊药厂	艾司唑仑片	艾司唑仑片	武田药品工业株式会社
上海上药信谊药厂	地高辛片	地高辛片	CONCORDIA PHARMS INC
上海上药信谊药厂	格列吡嗪片	格列吡嗪片	辉瑞制药有限公司
上海上药信谊药厂	枸橼酸莫沙必利胶囊	枸橼酸莫沙必利片	Sumitomo Dainippon Pharma Co., Ltd.
上海上药信谊药厂	华法林钠片	华法林钠片	—
上海上药信谊药厂	甲氨蝶呤片	甲氨蝶呤片	ファイザー株式会社
上海上药信谊药厂	雷贝拉唑钠肠溶片	雷贝拉唑钠肠溶片	日本卫材株式会社
上海上药信谊药厂	螺内酯片	螺内酯片	G.D. Searle LLC Division of Pfizer Inc
上海上药信谊药厂	乌苯美司片	乌苯美司胶囊	/
上海上药信谊药厂	盐酸二甲双胍缓释片	盐酸二甲双胍缓释片	Bristol-Myers Squibb Company
上海上药信谊药厂	盐酸二甲双胍片	盐酸二甲双胍片	Bristol-Myers Squibb Company
上海上药信谊药厂	盐酸普罗帕酮片	盐酸普罗帕酮片	Abbott Arzneimittel GmbH
上海上药中西制药	阿立哌唑胶囊	阿立哌唑片	大冢制药有限公司/美国
上海上药中西制药	阿立哌唑片	阿立哌唑片	大冢制药有限公司/美国
上海上药中西制药	硫酸羟氯喹片	硫酸羟氯喹片	Sanofi-Synthelabo Ltd

上海上药中西制药	盐酸度洛西汀肠溶胶囊	盐酸度洛西汀肠溶胶囊	Eli Lilly and Company
上海上药中西制药	盐酸度洛西汀肠溶片	盐酸度洛西汀肠溶胶囊	Eli Lilly and Company
上海上药中西制药	盐酸氟西汀胶囊	盐酸氟西汀胶囊	LILLY FRANCE
上海上药中西制药	右佐匹克隆片	右佐匹克隆片	Sunovion Pharmaceuticals Inc
上海新亚药业闵行	阿莫西林胶囊	阿莫西林胶囊	Beecham Group plc
上海新亚药业闵行	阿奇霉素片	阿奇霉素片	PFIZER INC
上海新亚药业闵行	复方磺胺甲噁唑片	复方磺胺甲噁唑片	SUN PHARM INDS
上海新亚药业闵行	马来酸依那普利片	马来酸依那普利片	MERCK SHARP &DOHME Pty. Ltd.
上海新亚药业闵行	头孢氨苄胶囊	头孢氨苄胶囊	盐野义制药株式会社
上海新亚药业闵行	头孢拉定胶囊	头孢拉定胶囊	中美上海施贵宝制药有限公司
上海新亚药业闵行	盐酸贝那普利片	盐酸贝那普利片	Validus Pharmaceuticals LLC
上海新亚药业闵行	盐酸克林霉素胶囊	盐酸克林霉素胶囊	PHARMACIA AND UPJOHN
上海新亚药业闵行	盐酸洛哌丁胺胶囊	盐酸洛哌丁胺胶囊	MYLAN PHARMACEUTICALS INC
上海中西三维药业	氟康唑胶囊	氟康唑胶囊	日本辉瑞制药有限公司
上海中西三维药业	卡马西平片	卡马西平片	ノバルティスファーマ株式会 社
上海中西三维药业	柳氮磺吡啶肠溶片	柳氮磺吡啶肠溶片	あゆみ製薬株式会社
上海中西三维药业	熊去氧胆酸片	熊去氧胆酸片	日本田边三菱制药
上海中西三维药业	溴吡斯的明片	溴吡斯的明片	VALEANT PHARMS LLC
上海中西三维药业	盐酸倍他司汀片	盐酸倍他司汀片	Abbott Healthcare Products B.V
长春雷允上药业	阿奇霉素颗粒	阿奇霉素干混悬剂	辉瑞制药有限公司
正大青春宝药业	尼莫地平片	尼莫地平片	拜耳医药保健有限公司
正大青春宝药业	盐酸氟桂利嗪胶囊	盐酸氟桂利嗪胶囊	西安杨森制药有限公司

资料来源：中检院、东兴证券研究所

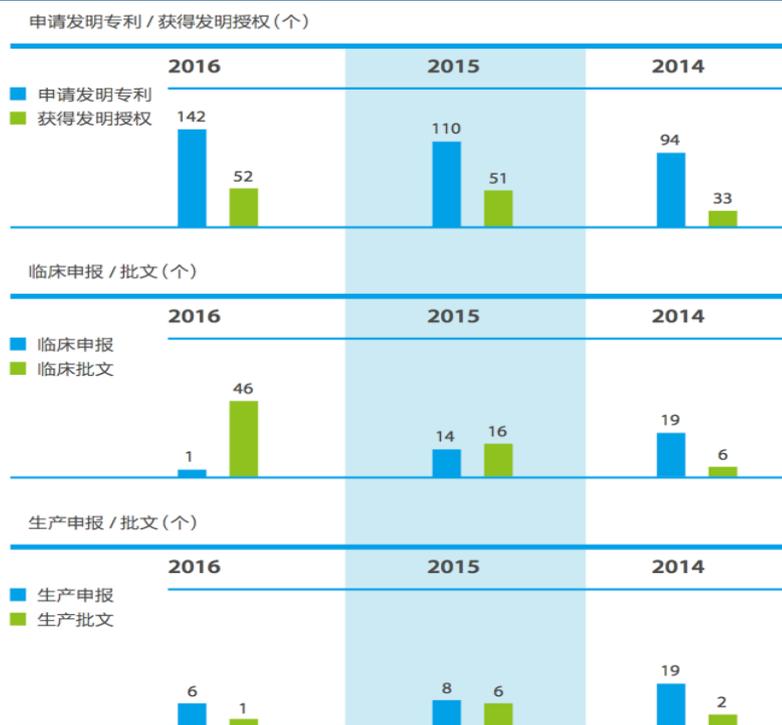
同时,公司作为上海医药行业的标志性企业,必然受益于上海市政府给予的政策红利。2016年12月27日,上海市发布《上海市推进仿制药质量和疗效一致性评价工作的实施意见》,对通过仿制药一致性评价的品种给予四方面鼓励措施:一是允许药品生产企业在药品说明书和标签予以标注;二是在医保采购和支付方面,给予优先纳入带量采购品种范围,并在支付方面予以支持;三是给予资金和政策扶持;四是对率先在全国通过仿制药一致性评价的前三位企业,给予一定的科研等补贴。

◆ 从增量上看,上海医药研发助力增长(2016年研发上市的新产品销售收入为15.4亿元,约占公司工业销售收入的12.40%)

上海医药持续优化研发体系,组建研发管理中心,试点对集团内四家核心企业的研发业务垂直管理,取得多项阶段性进展。2016年,上海医药的创新化药1.1类“SPH3127及其

片剂”和“SPH1188-11 及其片剂”获批临床, 治疗用生物制品“重组抗 CD20 人源化单克隆抗体注射液”获批临床, 治疗用生物制品 1 类“注射用重组抗 HER2 人源化单克隆抗体组合”申报临床获得受理; 17 个仿制药品种获得临床批件, 5 个品种申报生产批件; 中药 1 类新药“注射用丹酚酸 A 及其粉针”获得临床批件, 瑞舒伐他汀钙片获得 FDA 的 ANDA(美国仿制药申请)批件, 盐酸伐昔洛韦原料药及更昔洛韦原料药已通过 FDA 认证。

图 29:上海医药近年研发成果数量



资料来源: 公司公告、东兴证券研究所

表 12:上海医药近年主要研发成果

序号	项目
1	人源化抗 HER2 复方抗体的开发临床申请获受理
2	重组抗 CD20 人源化单克隆抗体注射液获得临床批件
3	化学药 1.1 类新药 SPH1188 的临床申请已获临床批件
4	与三菱田边合作的化学药 1.1 类新药 SPH3127 获批临床并启动 I 期临床研究
5	与复旦张江合作的 1.1 类新药多替泊芬进行 II 期临床研究
6	中药第 1 类新药丹酚酸 A 及注射用粉针获得临床批件

资料来源: 公司公告、东兴证券研究所

上海医药在研发方面的发展主要原则为坚持仿创结合, 开放合作, 机制创新, 构建完善的研发产品链, 有效支撑公司医药工业业务发展。

未来三年，公司的总体研发策略是以临床需求为导向，生物制品与化药及中药协同发展。重点发展肿瘤、免疫及心血管领域；仿制药坚持质量和疗效与原研药保持一致，优化工艺降低成本；尽早仿制具有治疗优势的多个产品，形成产品组合。加强中药重点品种的循证医学研究，立足于重点品种的二次开发，选择临床尚未满足的需求为切入点，打造机理明确、疗效确切、工艺先进的大品种。

表 13:未来三年上海医药总体研发方向

类型	种类	品种
生物药	抗体 bio-better	重组人源化 cd20 抗体注射液
		人源化 HER2 复方抗体
化药	1.1 类新药	SPH3127
		多替泊芬
		SPH1188-11
仿制药	一致性评价	现有品种
	重点产品仿制	心血管
		消化系统
		精神神经
		抗肿瘤
		抗风湿
		糖尿病
中药	新药研究	中药配方颗粒合作开发
		已上市大品种的二次开发
	提升质量标准、优化工艺、拓展新适应症的研究	尅痹片、养心氏、胃复春、八宝丹等

资料来源：公司公告、东兴证券研究所

4.2 医药制造：聚焦重点品种，结构调整毛利上升

上海医药在化学药和生物药的工业制药方面，坚持**聚焦战略重点产品和优势治疗领域**。坚持存量与并购双轮发展，围绕已形成的特色及优势领域，加强国内外的并购拓展，重点强化优势治疗领域的竞争力。同时，**公司制造产品丰富**，常年生产超 800 个药品品种，20 多种剂型。

上海医药**继续实施重点产品聚焦战略**，60 个重点品种销售收入 69.20 亿元，同比增长 3.67%，销售占工业比重 55.73%，重点品种毛利率 68.69%，同比增加了 1.15 个百分点。重点产品中，有 37 个品种高于或等于艾美仕公司(IMS)同类品种的增长，全年销售收入过亿产品达 26 个。

表 14 上海医药治疗领域划分的主要药品基本情况

年份	重点产品数	重点产品销售收入/增幅	占工业销售比重	平均毛利率	过亿产品数
2011	58	46.81 / 10.25%	50%	--	17
2012	58	54.50 / 16.43%	50%	65.22%	20
2013	64	63.92 / 15.71%	59.69%	62.99%	24
2014	64	55.78 / 2.98%	60.15%	63.64%	24
2015	60	67.90 / 12.52%	57.43%	67.04%	24
2016	60	69.20 / 3.67%	55.73%	68.69%	26

数据来源: 公司公告、东兴证券研究所

上海医药聚焦优势治疗领域, 致力于为重大疾病和慢性病提供安全有效的治疗药物。上海医药的产品主要聚焦消化系统和免疫代谢、心脑血管、全身抗感染、精神神经以及抗肿瘤五大治疗领域。

上海医药主要中药产品包括参麦注射液、尪痹片、瓜蒌皮注射液、养心氏、乳癖消。其中, 参麦注射液为子公司正大青春宝的产品, 2015 年的营收达 7.24 亿元, 占据了重点城市医院 40% 以上的市场。

图 30: 上海医药重点产品类别



资料来源: 公司公告、东兴证券研究所

上海医药在国内 8 个省市以及海外建有制造基地, 包括特色原料药基地、现代中成药基地、精品化学制剂工厂以及保健品生产基地。

上海医药下属药品制造企业严格按照国家新版 GMP 规范要求生产。2016 年, 各地药监部门加大药品生产企业 GMP 飞行检查力度, 食药监部门的监管方式由原来的跟踪检查, 转变为双随机飞行检查, 且日趋常态化。根据 2017 年 2 月 CFDA 公布数据, 2016 年全国药监部门共收回 GMP 证书 171 张, 其中 104 张已被发回。至 2016 年底, 上海医药下属 41 家药品生产企业全部通过 GMP 认证, 共取得 99 张 GMP(2010 年版)证书, 其中涉及无菌生产共计 26 张证书, 涉及非无菌生产共计 73 张证书。经

过 GMP 改造与认证, 公司药品生产的技术装备、生产管理、质量管理等能力全面升, 确保能够持续稳定地生产出符合预定用途和注册要求的药品。

2017 年 2 月 23 日, 国家公布新版医保目录, 上海医药共有 **646** 个产品在新版医保目录中, 与 2009 年医保目录相比, 新增 **20** 个产品, 其中瓜蒌皮注射液较为重要, 未来有望提振公司工业板块的增速

表 14:2017 年上海医药新纳入医保的主要品种

品种	剂型	种类	国产批文数量	中标省份	此前医保增补省份数量
瓜蒌皮注射液	注射剂	乙类	独家	11	15
氯沙坦氢氯噻嗪	口服常释剂型	乙类	6	无	1
炔雌醇环丙孕酮	口服常释剂型	乙类	2	5	14

资料来源: 公司公告, 东兴证券研究所

表 15:2017 年新医保上海医药乙变甲调整主要品种

品种	剂型	备注	生产公司	生产厂家数量
炔雌醇片	片剂	上调甲类	上海信宜天平药业有限公司	1
甲地孕酮	片剂	上调甲类	上海信宜天平药业有限公司	2

资料来源: 公司公告, 东兴证券研究所

◆ 瓜蒌皮注射液

瓜蒌皮注射液主要功效是行气除满, 开胸除痹。用于痰浊阻络、冠心病, 稳定型心绞痛。瓜蒌皮注射液是上海医药和易明医药联合开发的**独家品种**, 易明医药负责瓜蒌皮原材料的独家供应, 上海医药负责生产。该药用于治疗心脑血管疾病的中成药, 是目前国内唯一的冠心病痰浊阻络证中药注射剂, 已有 14 个省区将其列为医保乙类品种, 上海医药负责该药上海、浙江、湖南、青海和西藏的销售。

◆ **招标:** 从米内的数据看, 瓜蒌皮注射液进入了 9 个正在省份的正在执行的招标 (存在部分省份新旧标更替, 米内数据库没有收录的情况)。

◆ **09 版地方增补:** 在进入国家医保之前, 地方上有江西、江苏、安徽、湖北、海南、广东、福建、云南、内蒙古、新疆、广西、天津、甘肃、河南进行增补。

目前瓜蒌皮注射液终端市场规模在 3 亿左右 (无 PDB 数据), 我们认为, 瓜蒌皮注射液未来可与注射用灯盏花素 (2016 年样本医院销售数据为 1.08 亿元, 放大倍数为 22 倍对标), 由于此前地方增补的省份中没有北京、上海、浙江等大省, 我们认为未来瓜蒌皮注射液有望成为终端销售 7-10 亿的品种。

表 16:瓜蒌皮注射液简介

适应症	行气除满，开胸除痹。用于痰浊阻络之冠心病，稳定型心绞痛
治疗小类	中成药
批准文号	国药准字 Z20027540
批准日期	2015.06.23
生产单位	上海上药第一生化药业有限公司

资料来源：公司官网、药智网，东兴证券研究所

表 17:瓜蒌皮注射液各省份中标情况

规格	中标价格	中标省区	中标时间	执行情况
4ml	106.63	福建	2016-1-5	在执行
4ml	132	甘肃	2016-3-14	在执行
4ml	153.18	广西	2016-9-5	在执行
4ml	153.18	广西	2016-7-1	在执行
4ml	153.18	海南	2014-10-31	在执行
4ml	153.18	海南	2014-08-08	在执行
4ml	106.63	湖北	2017-4-17	在执行
4ml	130.26	湖北	2016-1-29	在执行
4ml	146.46	吉林	2014-04-03	在执行
4ml	153.51	江苏	2010-2-12	在执行
4ml	198	江西	2016-7-7	在执行
4ml	124.22	上海	2017-3-15	在执行
4ml	124.22	上海	2017-1-24	在执行
4ml	124.22	上海	2017-1-24	在执行

资料来源：米内网、东兴证券研究所

4.3 营销系统进一步整合，精益化成果凸显

上海医药采取自营和招商代理的营销模式，通过经销商、代理商的销售渠道实现对医院终端和零售终端的覆盖。

2013 年底开始，公司启动营销改革。上海医药为了改善原来由于子公司众多所引起的营销体系分散的问题，建立了三个不同的营销部门。三个部门依据不同品种的特点、毛利和治疗领域等因素分别负责医院终端自营品种、精细化招商的医院终端品种和零售终端的 OTC 品种的营销。该模式有利于增强协同性，提高营销效率。

2016 年，上海医药营销中心进一步推进营销系统整合，进一步聚焦治疗领域和重点品种，推进“一品一策”产品战略落地。开展一系列如重点领域医院开发、学术推广、品牌建设、代理商布局改善、精细化渠道管理和低价药发展等营销举措，保障了产品战略的落地和执行。总部市场准入平台依托各地工商企业建立了“四区十办”的市场准入网络，创造了良好的市场准入环境，提升了药品中标率，有效拉动了工业销售增

长。同时，上海医药的营销体系整合进一步克服了原本上药由于子公司营销体系分散所带来的工业发展瓶颈。

在管理方面，上海医药倡导进行精益六西格玛管理。精益项目和持续改善持续向纵深拓展，范围目前已覆盖到研发、生产、质量、销售、仓储、运输、账期、库存、电商等各个方面，精益管理由点及面，对公司战略实施和运营管理供系统性支撑；项目结项数量和质量创新高，集团整体合计完成 118 个精益六西格玛项目，项目预期可实现近 4000 万元的年化收益；通过开展精益六西格玛管理，6S 和 TPM 体系建设更加完善，精益人才梯队更加成熟。在精益化管理的帮助下，上海医药今年的两项费用率一直呈明显下降趋势。

上海医药从集中采购、精益管理、节能降耗、人员优化、工艺技术进步和技经指标提升等 6 个方面扎实推进降本增效工作。在推动精益管理的起始就非常重视精益体系的建设及完善。形成了集团总部引领、子公司层层推进的框架体系。完成了组织架构、奖励制度、项目管理以及带级人员培养等各项体系制度，并初步完成了“卓越运营”体系的框架规划。

未来，在上药“三三三+一”战略目标框架下，滚动“三三三+一”精益远景规划，致力于形成“智能制造与智慧服务、以人为本、全员持续改善”的精益管理理念体系，制定了精益三年目标，从精益研发、精益化制造、精益营销、精益供应链的上药全产业链上全面推广，并确定了到 2018 年培养培养带级人员 6000 名、实现 1 亿元改善收益、至少 3 家卓越运营星级企业、打造 1 批精品示范线车间的具体目标。

5. 大健康新业务, 新时代的新增长点

2016年10月25日, 国务院发布《“健康中国2030”规划纲要》, 将“健康中国”战略升至前所未有的高度。上海医药在保证分销、零售、工业等的稳步进展外, 同时也大力发展大健康新业务。

5.1 收购澳洲 Vitaco 公司, 进军保健市场

我国保健品市场具有较大的前景。2015年, 营养与保健食品产值达到1万亿元, 年均增长20%; 形成10家以上产品销售收入在100亿元以上的企业, 百强企业的生产集中度超过50%。由于消费者对保健品的需求日趋旺盛, 购买力增强, 消费者的消费心理逐渐变得成熟和理性, 高品质、知名品牌保健品市场将扩大。在“健康中国”时代, 进军保健品市场顺应政策的导向, 同时具有巨大市场潜力。

2016年8月3日, 上海医药子公司 SIIC 与春华资本及其下属全资子公司 Zeus 以及 Vitaco 在澳大利亚悉尼就私有化 Vitaco 专案签署了《收购安排实施协议》和《股东协议》, 拟于香港成立一家控股公司作为共同私有化 Vitaco 的主体。16年12月, 上海医药完成澳洲上市公司 Vitaco 的私有化项目, 并以现金出资约人民币9.3亿元收购 Vitaco 60% 的股权。

Vitaco 是一家开发、生产和销售一系列营养、健康及保健类品牌产品的营养品公司, 其主要市场是澳大利亚和新西兰, 产品主要包括保健品、体育营养品以及健康食品。Vitaco 的中国业务包含通过电商渠道“直接销售”品牌为 Healtheries(中文名称“贺寿利”)和 Musashi(中文名称“武藏”)的产品, 以及在澳大利亚和新西兰通过当地的中国经销商进行“间接销售”。

目前 Vitaco 在中国已经建立了一个12人的团队, 其中上海有3人。Vitaco 中国在2016年上半财年的销售收入近1152万澳元(约合5993万人民币), 全年收入中, 中国市场贡献了2200万美元(约合1.5亿人民币), 比去年同期增长了38.4%。

这次收购为上海医药布局大健康产业的重要举措, 在分享行业未来增长带来的收益的同时, 也推进了公司的国际化发展。

5.2 中药生产合作打造全产业链布局

上海医药全面推动中药全产业链战略布局, 全方面覆盖生产、制造、销售等阶段。

在中药领域, 上海医药把握国家支持中医中药行业发展历史机遇, 同时依托公司优质资源, 打造上中下游协同发展的中药全产业链新模式。注重核心中药材的源头掌控, 建设全程质量可追溯管理体系。同时拓展中药配方颗粒业务, 并与医疗服务终端和零售门店深度融合, 提升中药产业链整体竞争力。

在生产方面, 已形成辽宁、山东、上海、湖南、云南多省市标准化、规范化、科学化, 质量可追溯的药材种植基地。

公司继云南大理中古红豆杉生物有限公司之后，新设上药辽宁参业资源开发有限公司、湖南上药中药材发展有限公司，大力推进红豆杉、西红花、石斛、人参等 10 个品种种植及基地建设。

在制造方面，公司以现金出资人民币 3.06 亿元与日本津村成立合资企业，从而充分借鉴津村现代化的制药技术，公司整合双方各自优势加速进入中药配方颗粒领域，合资企业注册资本 6 亿元，投资总额 12 亿元。除此之外，上海医药还与中国中医科学院中药研究所合作开展汤剂标准的制定。

在销售方面，除了正常的营销网络外。公司还试水“中医馆”业务。2016 年，9 月 28 日，上海医药下属上海市药材有限公司旗下首家中医医疗机构上海雷氏中医门诊部正式揭牌对外营业。“雷氏中医馆”项目启动于 2015 年下半年，整个筹备耗时近一年，是一家集中医诊疗、中医养生、健康管理等服务于一体的高端中医馆。内设中医内科、妇科、皮肤科、骨伤科、针灸科、推拿科 6 个专业中医诊室。“医—药—养”三位一体的“全健康管理”方式，将“中医治未病”及“大健康”理念充分融入到医疗服务之中。医馆将恪守“名医用名药，好药治好病”的原则，充分利用上药药材自身中药优势，汇聚来自旗下上药华宇精选优质中药饮片、上海雷允上驰名中成药、上药杏灵现代中药、神象参茸保健品等各类品牌企业的优质产品，确保医馆内所提供的一切中药材、中药饮片和中成药产品均为唯一渠道购进、均可实现质量可追溯，力争给老百姓提供“优质药和精品药”。“雷氏中医馆”的成功设立，将进一步凸显上药药材“好药”的品牌特色，从而更好地为民众健康服务。

公司布局中医药全产业链，未来有望成为新的利润增长点。

6. 投资策略

我们预计公司 2017-2019 年净利润为 36.90、43.62、51.78 亿元，同比增长为 15.44%、18.21%、18.72%，对应 PE 为 19x、16x、14x。我们认为，公司商业板块受益于流通行业整合，未来 3 年内有望实现收入增速与毛利率提高的双击，工业板块在研发（一致性评价+新品）及营销整合的带动下实现稳定增长，叠加公司新管理层带来的新气象，并购外延预期强烈，同时混改有望推进，整体来看处于行业与公司的双拐点，维持强烈推荐评级，给予一年期目标价 34.46 元（2018 年 20 倍 PE）。

7. 风险提示

政策推进不达预期

表 18: 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
流动资产合计	55585	60267	67364	80616	98241	营业收入	105517	120765	137152	164665	200892
货币资金	12039	11967	13591	16317	19907	营业成本	92715	106531	120845	145548	178171
应收账款	24215	27293	30996	37214	45401	营业税金及附加	264	337	383	459	560
其他应收款	1016	949	1078	1294	1579	营业费用	5348	6067	6789	7986	9542
预付款项	1456	1149	1248	1171	1231	管理费用	3234	3568	3977	4611	5424
存货	15091	16416	18621	22428	27455	财务费用	565	587	649	759	904
其他流动资产	559	898	28	28	28	资产减值损失	350.61	446.34	490.98	515.53	541.30
非流动资产合计	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	1076.67	1184.34	1302.77
固定资产	4952	5253	4920	4601	4299	营业利润	3687	4207	5095	5971	7052
无形资产	1984	2751	2476	2201	1926	营业外收入	600.90	637.06	350.00	437.50	525.00
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
资产总计	74344	82743	88947	101589	118602	利润总额	4172	4639	5230	6182	7339
流动负债合计	39427	41113	47228	57119	70870	所得税	807	809	915	1082	1284
短期借款	10389	9628	12557	16330	22017	净利润	3364	3830	4315	5100	6055
应付账款	20674	22307	24958	30060	36797	少数股东损益	487	633	625	739	877
预收款项	618	738	874	1037	1237	归属母公司净利润	2877	3196	3690	4362	5178
一年内到期的非	290	19	19	19	19	EBITDA	6739	8085	6352	7340	8567
非流动负债合计	1110	4795	2568	2555	2537	BPS (元)	1.07	1.19	1.37	1.62	1.93
长期借款	93	838	838	838	838	主要财务比率					
应付债券	0	1999	792	792	792		2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
负债合计	40536	45908	49796	59674	73406	成长能力					
少数股东权益	3878	5212	5837	6575	7452	营业收入增长	14.20%	14.45%	13.57%	20.06%	22.00%
实收资本 (或股	2689	2689	2689	2689	2689	营业利润增长	12.76%	14.12%	21.11%	17.18%	18.10%
资本公积	14146	13558	13558	13558	13558	归属于母公司净利	11.03%	11.10%	15.44%	18.21%	18.72%
未分配利润	11961	14138	14448	14814	15248	获利能力					
归属母公司股东	29930	31623	33314	35339	37743	毛利率 (%)	12.13%	11.79%	11.89%	11.61%	11.31%
负债和所有者权	74344	82743	88947	101589	118602	净利率 (%)	3.19%	3.17%	3.15%	3.10%	3.01%
现金流量表	单位: 百万元					总资产净利润 (%)	3.87%	3.86%	4.15%	4.29%	4.37%
	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E	ROE (%)	9.61%	10.11%	11.08%	12.34%	13.72%
经营活动现金流	1349	1947	2326	1393	837	偿债能力					
净利润	3364	3830	4315	5100	6055	资产负债率 (%)	55%	55%	56%	59%	62%
折旧摊销	2487	3291	608	610	612	流动比率	1.41	1.47	1.43	1.41	1.39
财务费用	565	587	649	759	904	速动比率	1.03	1.07	1.03	1.02	1.00
应付帐款的变化	0	0	-3704	-6218	-8187	营运能力					
预收帐款的变化	0	0	136	163	199	总资产周转率	1.52	1.54	1.60	1.73	1.82
投资活动现金流	-1909	-2890	880	669	761	应收账款周转率	5	5	5	5	5
公允价值变动收	0	0	0	0	0	应付账款周转率	5.58	5.62	5.80	5.99	6.01
长期股权投资减	0	0	269	0	0	每股指标 (元)					
投资收益	647	979	1077	1184	1303	每股收益 (最新摊	1.07	1.19	1.37	1.62	1.93
筹资活动现金流	636	647	-1583	664	1991	每股净现金流 (最新	0.03	-0.11	0.60	1.01	1.34
应付债券增加	0	0	-1206	0	0	每股净资产 (最新摊	11.13	11.76	12.39	13.14	14.04
长期借款增加	0	0	0	0	0	估值比率					
普通股增加	0	0	0	0	0	P/E	24.52	22.07	19.11	16.17	13.62
资本公积增加	-6	-588	0	0	0	P/B	2.36	2.23	2.12	2.00	1.87
现金净增加额	77	-295	1624	2726	3590	EV/EBITDA	10.28	8.79	8.04	9.84	8.67

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。