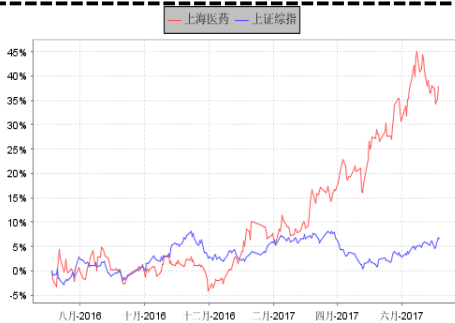


医药商业 III
国内医药商业龙头，乘政策之风再起航
报告日期: 2017-07-21

评级: **推荐**
 上次评级: 推荐

合理价: **31.51 元**
 上次预测: 28.8 元

当前价格 (元)	26.79
52 周价格区间 (元)	19.08-28.88
总市值 (百万)	72735.03
流通市值 (百万)	52015.39
总股本 (万股)	268891.05
流通股 (万股)	192293.50
公司网址	www.sphchina.com

一年期收益率比较


表现%	1m	3m	12m
上海医药	0.96	10.99	41.33
上证综指	2.59	2.04	6.55

财富证券研究发展中心

刘雪晴	陈博
0731-84779556	0731-84403422
liuxq@cfzq.com	chenbo@cfzq.com
S0530210080001	研究助理

相关研究报告:

《公司研究*上海医药(601607)2017年一季报点评: 分销业务外延并购持续推进, 完善全国布局》2017-05-02

《公司研究*上海医药(601607)2016年年报点评: 乘政策东风, 医药分销业务保持较快增长》2017-03-22

预测指标	2016A	2017E	2018E
主营收入 (百万元)	120764.66	140666.05	164880.03
净利润 (百万元)	3196.39	3675.85	4227.23
每股收益 (元)	1.19	1.37	1.57
每股净资产 (元)	11.76	12.75	13.89
市盈率	22.51	19.55	17.06
P/B	2.28	2.10	1.93

资料来源: 财富证券

投资要点

- 受益于“两票制”推行, 公司分销业务迎来发展机遇。** 公司为国内医药流通龙头企业, 乘“两票制”政策之风, 国内流通市场处于整合期, 集中度不断提高, 公司分销业务有望快速打入空白市场, 同时提高现有市场的市场占有率, 强者愈强。短期内, 公司分销业务中的快批业务可能在“两票制”执行过程中受到一定的影响, 公司纯销比例将不断提升, 但是公司分销业务长期整体向好发展。
- 处方外流成未来趋势, 零售药店有望获得更大市场份额。** 目前我国药品终端零售药店占比较低, 与发达国家相比还有较大的上市空间。尤其是在目前医药分开、医药药占比控制以及处方外流的趋势之下, 零售药店将迎来历史发展机遇。公司拥有 1800 余家连锁药店, 毛利率水平相较行业内可比公司还有较大提升空间, 同时公司 DTP 业务在国内处于领先地位, DTP 药房能很好的承接处方外流, 有望占得发展先机。
- 聚焦重点品种, 持续加大研发投入。** 公司将继续实施重点产品聚焦战略, 同时集中优势领域, 在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加大投入。在一致性评价方面, 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。同时, 公司持续加大研发投入, 深化研发体系优化, 组建研发管理中心, 研发取得多项阶段性成果, 如创新化药 1.1 类“SPH3127 及其片剂”和“SPH1188-11 及其片剂”获批临床。
- 盈利预测。** 预计公司 2017-2018 年 EPS 分别为 1.37 元和 1.57 元, 对于目前股价 PE 分别为 19.55 倍与 17.06 倍。给予公司 2017 年 23 倍 PE, 合理价为 31.51 元, 维持“推荐”评级。
- 风险提示。** “两票制”推行进展不及预期; 药品招标降价风险。

目 录

一、国内医药流通龙头企业，存在国企改革预期	- 4 -
1.1 公司业务覆盖医药分销、零售以及医药工业	- 4 -
1.2 上海国资委为公司实际控制人，存在国企改革预期	- 5 -
1.3 精益六西格玛管理，提升效率	- 5 -
1.4 公司业绩稳定增长，估值水平处于历史低位	- 6 -
二、乘政策东风，公司医药商业迎历史发展机遇	- 8 -
2.1 药品流通行业增速回升，集中度进一步提高	- 8 -
2.2 “两票制”实施加速集中度提升过程，公司顺应政策迎发展机遇	- 11 -
2.3 做深做强医药商业优势区域，加速拓展战略区域	- 15 -
2.4 处方外流成趋势，医药零售迎发展机遇	- 18 -
三、医药工业	- 20 -
3.1 聚焦重点品种，全力以赴推进仿制药一致性评价工作	- 20 -
3.2 坚持仿创并举，持续扩大研发投入	- 21 -
四、盈利预测	- 22 -
五、风险提示	- 24 -
六、三大财务报表	- 24 -

图表目录

图表 1 公司业务覆盖医药分销、零售以及医药工业.....	- 4 -
图表 2 公司股权结构.....	- 5 -
图表 3 公司员工总数走势.....	- 6 -
图表 4 公司人均收入、利润走势.....	- 6 -
图表 5 公司 2012-2016 年营收增长情况.....	- 8 -
图表 6 公司 2012-2016 年利润增长情况.....	- 9 -
图表 7 公司历史市盈率走势.....	- 9 -
图表 8 公司历史市净率走势.....	- 10 -
图表 9 2011-2016 年药品流通行业销售趋势.....	- 10 -
图表 10 2016 年药品流通行业销售品类结构.....	- 10 -
图表 11 我国医药流通行业集中度逐年提升.....	- 10 -
图表 12 2014-2016 年我国 TOP10 药品流通企业.....	- 10 -
图表 13 药品购销过程对比.....	- 10 -
图表 14 “两票制”在各省市实施情况（截止至 2017 年 6 月 30 日）.....	- 10 -
图表 15 上海医药物流仓储布局.....	- 10 -
图表 16 我国各省市 2016 年医药商品销售额（亿元）.....	- 10 -
图表 17 公司分销业务历年收入走势.....	- 10 -
图表 18 2016 年公司分区域分销业务收入占比.....	- 10 -
图表 19 公司覆盖医疗机构数量快速增长.....	- 10 -
图表 20 公司分销业务中纯销比例走势.....	- 10 -
图表 21 我国 2011 年-2016 年药品零售市场规模走势.....	- 10 -
图表 22 2016 年我国药品销售终端占比.....	- 10 -
图表 23 公司零售业务历年收入走势.....	- 10 -
图表 24 公司上药云健康业务.....	- 10 -
图表 25 公司医药工业业务历年收入走势.....	- 10 -
图表 26 公司 2014-2016 年临床申报/批文数.....	- 10 -
图表 27 公司 2014-2016 年生产申报/批文数.....	- 10 -
图表 28 公司 2014-2016 年研发投入占工业收入比重.....	- 10 -
图表 29 公司 2014-2016 年研发费用分布情况.....	- 10 -
图表 30 公司业务分拆测算.....	- 10 -

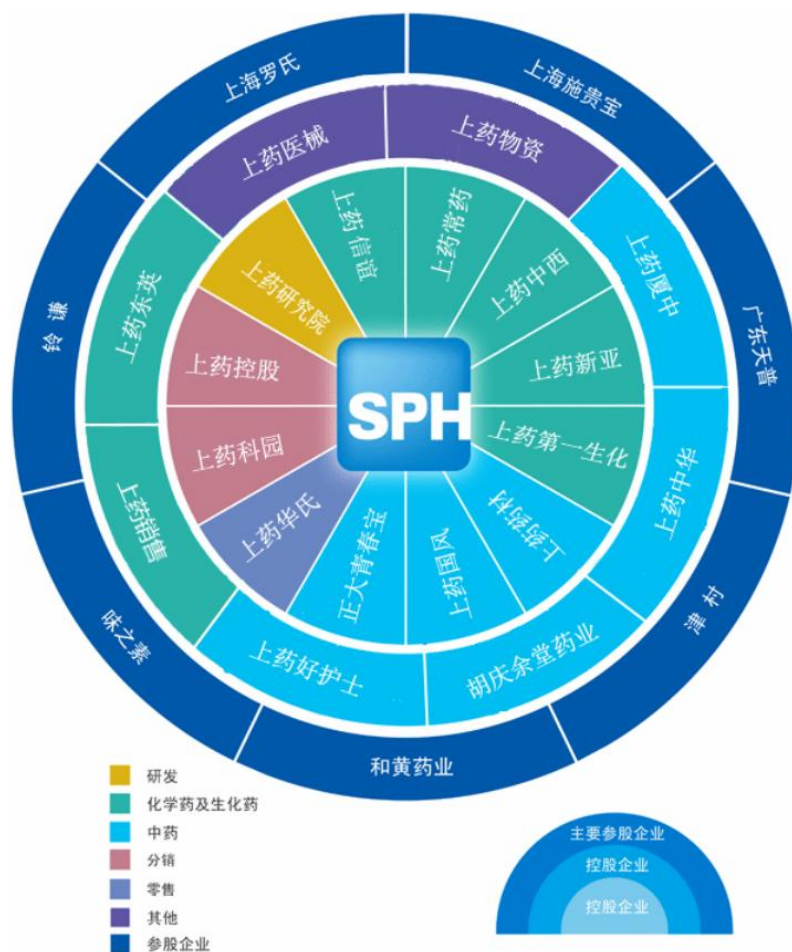
一、国内医药流通龙头企业，存在国企改革预期

1.1 公司业务覆盖医药分销、零售以及医药工业

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。

公司分销网络直接覆盖中国 20 个省、直辖市和自治区，服务超过 25000 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，致力于打造现代化高效、敏捷、智慧的供应链服务提供商和方案解决商。公司研发工作以临床需求为导向，生物制品与化学药及中药协同发展；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；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。

图表 1 公司业务覆盖医药分销、零售以及医药工业

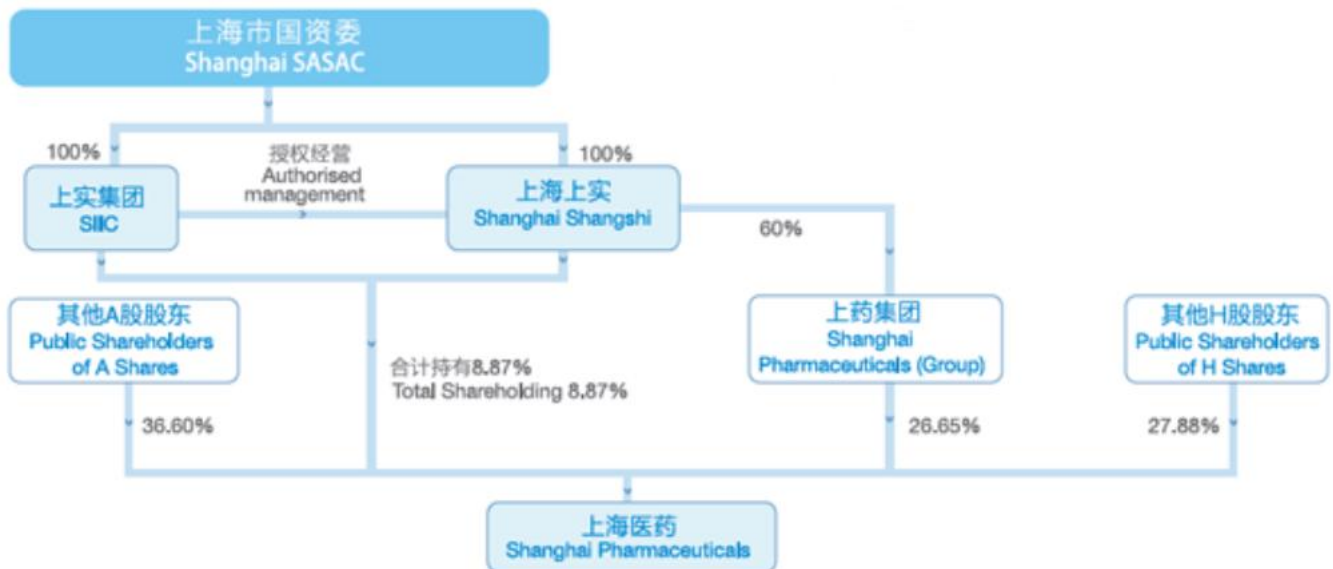


资料来源：公司官网，财富证券

1.2 上海国资委为公司实际控制人，存在国企改革预期

2010年3月9日，上实集团和上药集团医药业务重大资产重组完成，上海医药集团股份有限公司正式复牌上市。上药集团为公司大股东（控股26.65%），实际控制人为上海市国资委。

图表 2 公司股权结构



资料来源：公司官网，财富证券

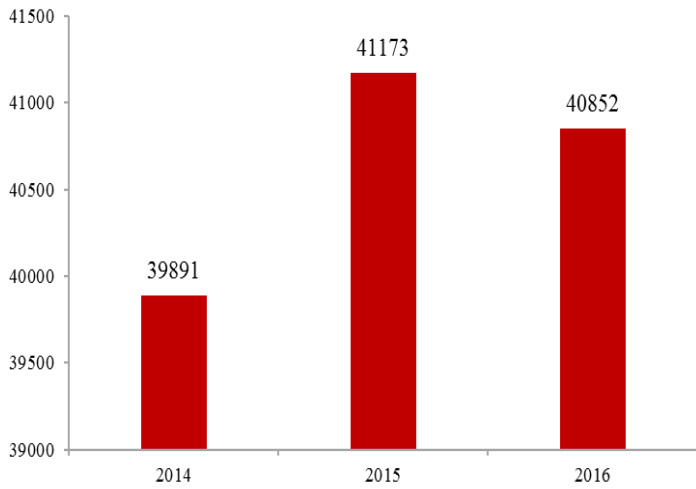
2017年1月，上海市国资委、上海市财政局、上海市金融办、上海证监局近日联合发布《关于本市地方国有控股混合所有制企业员工持股首批试点工作实施方案》，提出上海市将遴选5-10家企业开展首批试点。

根据《实施方案》的要求，试点员工持股国有控股企业需要满足四大基本条件：（1）是主业应处于充分竞争行业和领域的竞争类企业，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；（2）是企业股东会、董事会、监事会、经理层健全，董事会运作规范高效；（3）是公司章程制订规范，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；（4）是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。我们认为公司基本符合条件，有望入选试点。

1.3 精益六西格玛管理，提升效率

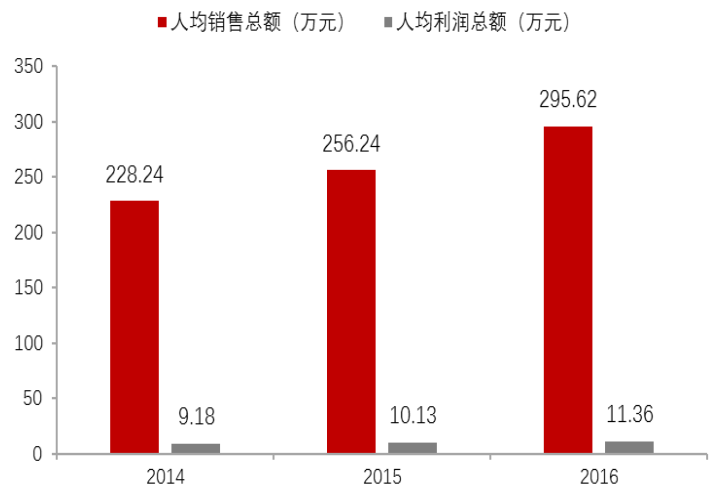
公司持续深入实施精益管理，精益项目覆盖研发、生产、质量、销售、仓储、运输、账期、库存、电商等各个方面；项目结项数量和质量创新高，集团整体合计完成118个精益六西格玛项目，项目预期可实现逾千万元的年化收益；在人才培养方面，预计新增认证绿带104人，新增黑带学员54人，新增绿带学员259人。

图表 3 公司员工总数走势



资料来源：公司公告，财富证券

图表 4 公司人均收入、利润走势

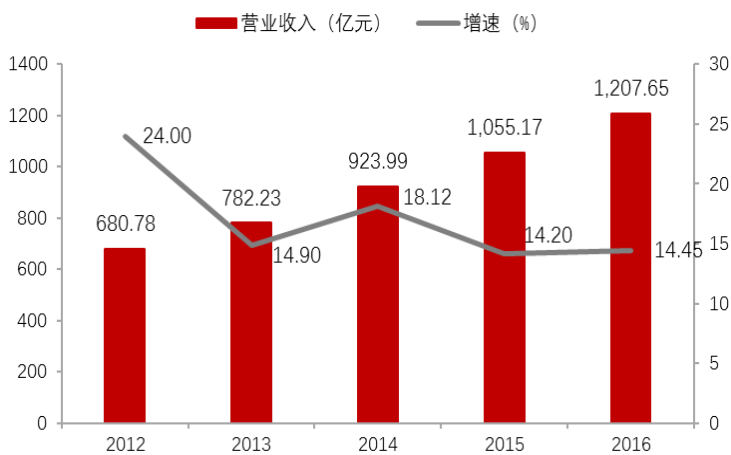


资料来源：公司公告，财富证券

1.4 公司业绩稳定增长，估值水平处于历史低位

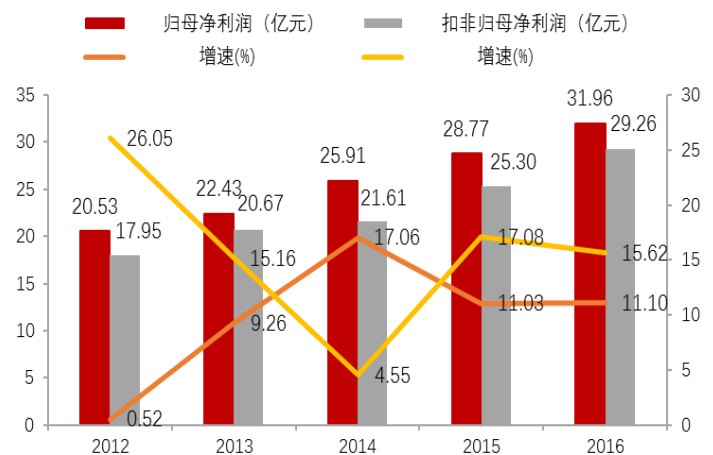
2016 年公司实现营业收入 1207.65 亿元，同比增长 14.45%；归属上市公司股东净利润为 31.96 亿元，同比增长 11.10%；扣非后归属母公司净利润 29.26 亿元，同比增长 15.62%；每股收益为 1.19 元。随着医药行业整体增速的放缓，公司收入增速下滑，维持在 14%-15% 区间，保持稳定增长。

图表 5 公司 2012-2016 年营收增长情况



资料来源：公司年报，财富证券

图表 6 公司 2012-2016 年利润增长情况



资料来源：公司年报，财富证券

从公司的历史估值水平来看，公司目前 PE (TTM) 为 21 倍，历史中值为 29 倍，最低值为 12 倍，最高值为 260 倍，公司估值水平处于历史地位，医药商业行业 PE (TTM) 中值为 34 倍。

从市净率的角度来看，公司目前市净率为 2.10 倍，历史中值为 2.51 倍，最低值为 0.87 倍，最高值 11.00 倍，公司市净率也处于较低位置，有一定的安全边际。

图表 7 公司历史市盈率走势



资料来源：财富证券

图表 8 公司历史市净率走势



资料来源：财富证券

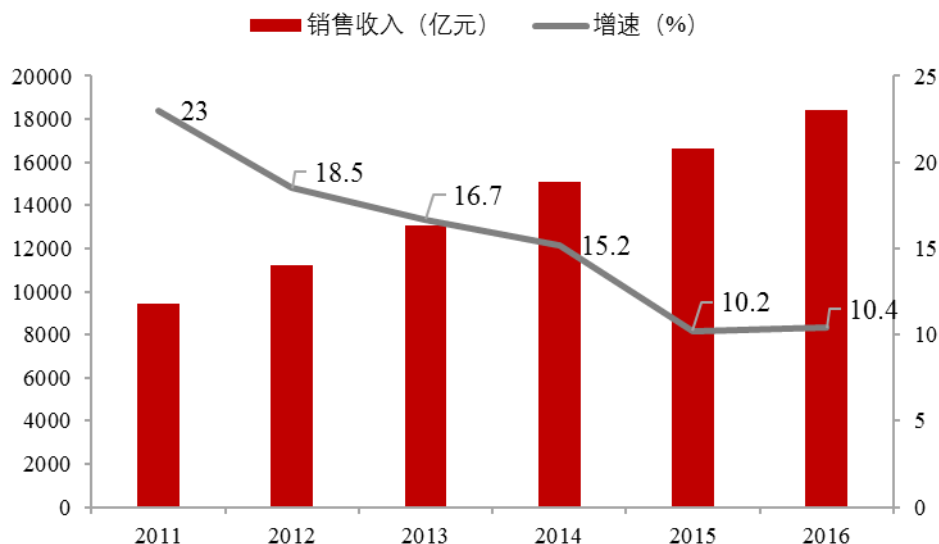
二、乘政策东风，公司医药商业迎历史发展机遇

2.1 药品流通行业增速回升，集中度进一步提高

根据《2016年药品流通行业运行统计分析报告》数据，2016年我国药品流通行业实现销售收入18393亿元，同比增长10.4%，增速较去年回升0.2个百分点；药品流通行业受医保控费、药品招标降价等政策影响，相较前几年行业整体增速放缓，2016年增速略有回升。

但是，我们认为目前医保控费、药品降价压力仍然存在，短期内难有改观。同时，目前药品流通行业销售收入基数较高，行业增速难以达到曾经的高度，而优质企业有望受益于行业整合而得到快速发展，取得高于行业的增速，强者愈强，行业走向集中。

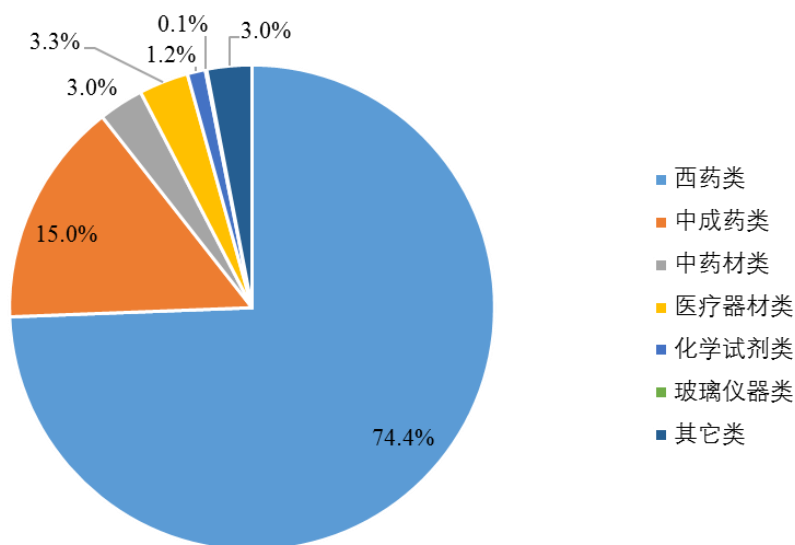
图表 9 2011-2016 年药品流通行业销售趋势



资料来源：《药品流通行业运行统计分析报告》，财富证券

从销售收入的结构上来看，2016年我国药品流通销售收入中，西药类销售居主导地位，销售额占七大类医药商品销售总额的74.4%，其次为中成药类占15.0%，中药材类占3.0%，医疗器材类占3.3%，化学试剂类占1.2%，玻璃仪器类占0.1%，其他类占3.0%。

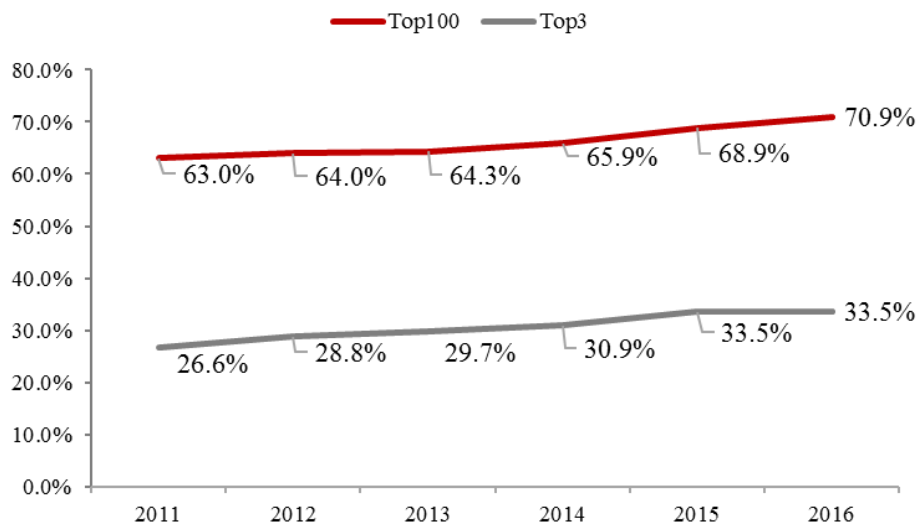
图表 10 2016 年药品流通行业销售品类结构



资料来源：《药品流通行业运行统计分析报告》，财富证券

我国医药流通行业一直呈现出集中度提升的趋势，由于规模较大的流通企业在销售网络建设、垫资能力等方面都强于小流通商，市场份额不断扩大。随着我国药品流通行业的进一步整合，大型流通商有望继续扩大市场份额，行业集中度进一步提高。2016 年，药品批发企业主营业务收入前 100 位占同期全国医药市场总规模的 70.9%，同比上升 2.0 个百分点。其中，3 家全国龙头企业主营业务收入占同期全国医药市场总规模的 33.5%，与去年持平，主要是因为收入规模最大的中国医药集团总公司增速较低。

图表 11 我国医药流通行业集中度逐年提升



资料来源：《药品流通行业运行统计分析报告》，财富证券

图表 12 2014-2016 年我国 TOP10 药品流通企业

排名	2014 年		2015 年		2016 年	
	公司	主营业务收入 (万元)	公司	主营业务收入 (万元)	公司	主营业务收入 (万元)
1	中国医药集团 总公司	22,336,047	中国医药集团 总公司	27,764,535	中国医药集团 总公司	29,880,975
2	华润医药商业 集团有限公司	8,844,615	华润医药商业 集团有限公司	9,881,430	华润医药商业 集团有限公司	11,459,337
3	上海医药集团 股份有限公司	8,537,600	上海医药集团 股份有限公司	9,851,200	上海医药集团 股份有限公司	11,377,099
4	九州通医药集 团有限公司	4,099,875	九州通医药集 团有限公司	4,958,925	九州通医药集 团有限公司	6,155,684
5	广州医药有限 公司	2,874,929	广州医药有限 公司	3,232,696	广州医药有限 公司	3,628,497
6	重庆医药(集 团)股份有限 公司	2,320,205	南京医药股份 有限公司	2,472,294	南京医药股份 有限公司	2,662,436
7	南京医药股份 有限公司	2,201,828	重庆医药(集 团)股份有限 公司	2,429,910	中国医药健康 产业股份有限 公司	2,573,999
8	华东医药股份 有限公司	1,894,738	华东医药股份 有限公司	2,172,738	康德乐股份 (香港)有限 公司	2,540,286
9	中国医药健康 产业股份有限 公司	1,785,737	中国医药健康 产业股份有限 公司	2,057,023	华东医药股份 有限公司	2,537,967
10	四川科伦医药 贸易有限公司	1,545,769	安徽华源医药 股份有限公司	1,767,893	安徽华源医药 股份有限公司	2,096,004

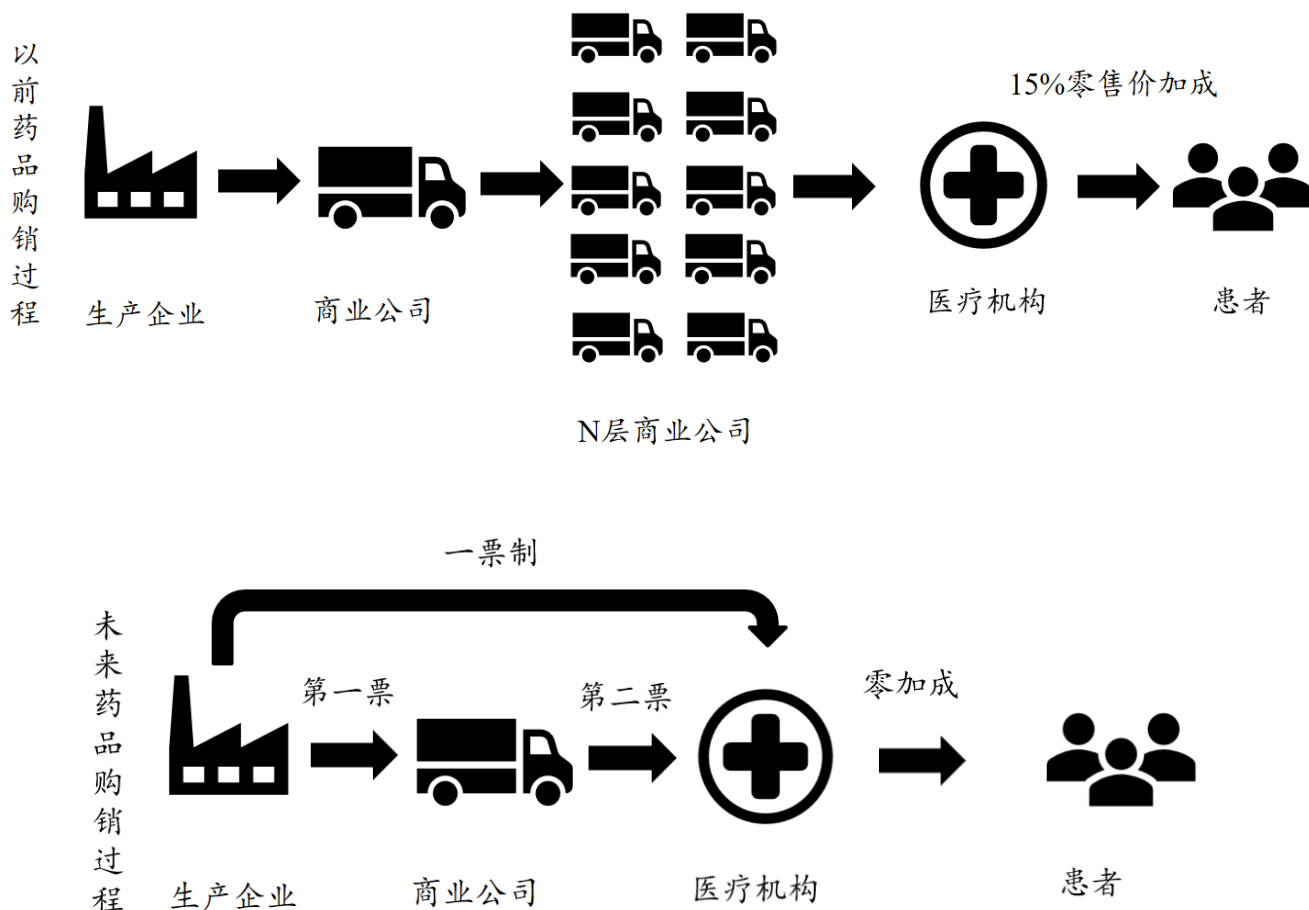
资料来源:《药品流通过行业运行统计分析报告》, 财富证券

2.2 “两票制”实施加速集中度提升过程，公司顺应政策迎发展机遇

“两票制”是指药品生产企业到流通企业开一次发票，流通企业到医疗机构开一次发票。根据《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）》，我国公立医疗机构药品采购中逐步推行“两票制”，鼓励其他医疗机构药品采购中推行“两票制”。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。

国家在公立医疗机构药品采购中推行“两票制”，是深化医药卫生体制改革、促进医药产业健康发展的重大举措。“两票制”的推行将规范药品流通秩序、压缩流通环节，同时打击流通环节中存在的“过票洗钱”行为，净化流通环境。整体而言，“两票制”的推行将加速行业整合，非法经营企业受到毁灭性打击，资金紧缺、配送能力差的中小型流通商面临退出或被兼并的情形

图表 13 药品购销过程对比



资料来源：财富证券

从目前“两票制”在各省的执行情况来看，福建、安徽、青海、重庆、陕西、四川、湖南、山东（济南、青岛等6市）、山西、黑龙江、河北、辽宁、吉林、甘肃、海南等15个省市已经公布了“两票制”实施时间并已经开始执行（截止2017年6月30日）。另外，浙江、内蒙古、广西3个省已经公布了“两票制”实施时间，将在2017年年内执行。总体来看，我国大部分省市将在2017年执行“两票制”，流通行业整合将加速，而大型流通企业有望快速整合行业资源，进一步巩固龙头地位，提升市占率。

图表 14 “两票制”在各省市实施情况（截止至2017年6月30日）

省份（市）	实施时间	实施范围
福建	2009	全省
安徽	2016.11.1 起	全省公立医疗机构药品采购
山东	2016.11.7 起	济南、青岛、东营、潍坊、威海、滨州6个市
青海	2016.12.15 起	全省公立医院
重庆	2016.12.31 起，2017.5.31 前为过渡期，2017.6.1 全面实施	全市所有公立医疗机构
陕西	2017.1.1 起，过渡期不超过2017.6.30	全省城市公立医疗机构
四川	2017.4.7 起，5 个月过渡期	全省公立医疗机构（除民族贫困边远地区公立医疗机构和其他地区基层医疗机构外）
湖南	2017.4.11 起，2017.9.30 前为过渡期，2017.10.1 全面实施	全省所有公立医疗机构（含政府办基层医疗卫生机构，村卫生室药品可由乡镇卫生院代购）
山西	2017.5.1 起，2017.7.31 前为过渡期，2017.8.1 全面实施	全省所有公立医疗机构
黑龙江	2017.5.17 起，2017.8.31 前为过渡期，2017.9.1 全面实施	全省所有公立医疗机构
河北	2017.5.31 起，2017.11.1 前为过渡期	全省县级以上（含县级）及城市社区公立医疗机构
辽宁	2017.6.1 起，2017.9.1 全面实施	全省各级公立医疗机构（含纳入基本药物制度管理的基层医疗卫生机构、村卫生室）

吉林	2017.6.30 起, 暂定 2017.9.30 后全部实行	全省公立医院
甘肃	2017.6.30 起	全省通过药品分类、医疗机构分级及区域划分积极稳妥推进“两票制”实施
海南	2017.5.1 起, 2017.9.30 前为过渡期, 2017.11.1 全面实施	全省所有公立医疗机构药品采购全部实行
浙江	2017.7.1 起, 过渡期 3 个月	全省公立医疗机构
广西	2017.9.1 起	试点城市柳州、玉林、桂林、百色、防城港市率先实施, 2018 年 1 月 1 日起, 其他所有设区市的公立医疗机构(包括基层) 全面实行, 不另设过渡期
内蒙古	2017.7.1 起, 过渡期 4 个月, 2017.11.1 全面实施	全区公立医疗机构

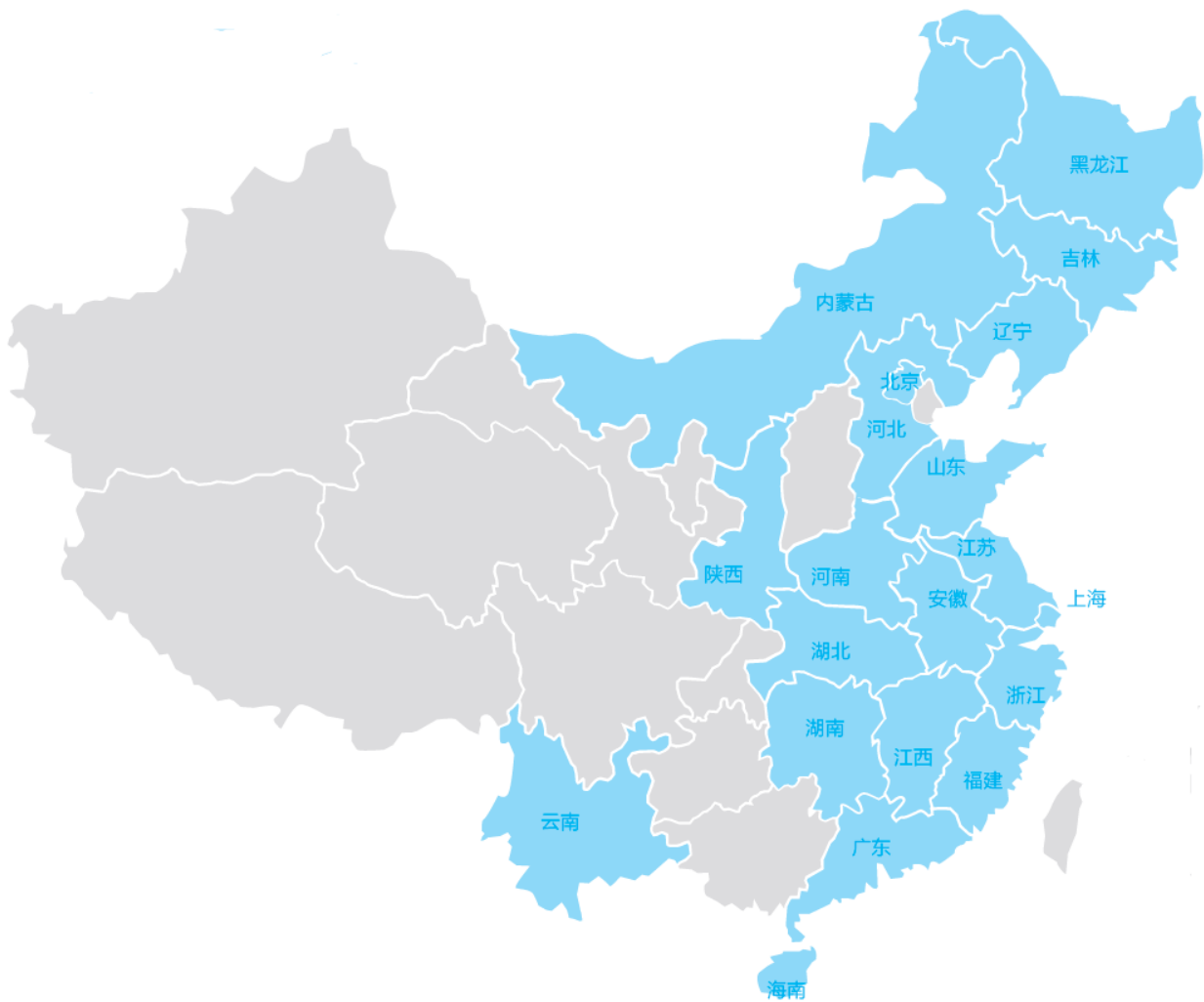
资料来源: 赛柏蓝, 各省市部位, 财富证券

根据《2016 年药品流通行业运行统计分析报告》, 2016 年我国药品流通行业实现销售收入 18393 亿元。目前, 已经实施“两票制”的 15 个省市 2016 年医药商品实现收入合计 74,802,284 万元, 占 2016 年总收入的 40.67%, 加上明确提出 2017 年将实施“两票制”的 3 个省份, 18 个省市收入合计 92,001,907 万元, 占 2016 年总收入的 50.02%。

从药品流通收入来看, 2017 年已经执行及将要执行“两票制”的省市医药商品销售额已经占全国总销售额的一半。“两票制”执行所带来的影响将逐步体现, “大鱼吃小鱼”的现象将越来越多, 上海医药作为国内医药流通行业三大巨头之一, 在享有行业增速的基础上, 同时受益于流通行业的整合, 提高优势区域的市占率并快速开拓新的空白市场, 增厚公司业绩。

2016 年, 公司通过收购云南上药医药有限公司和黑龙江哈尔滨洋浦瑜华医药经销有限责任公司, 上海医药实现了在云南、黑龙江的商业布局战略, 填补了市场空白。公司商业网络已经覆盖全国 20 个省、直辖市与自治区。在省级平台和省内地级市分销网络建设方面, 公司实施了更大规模的并购, 重点完善了江苏、浙江、湖北、广州等省份的地级市渠道建设。

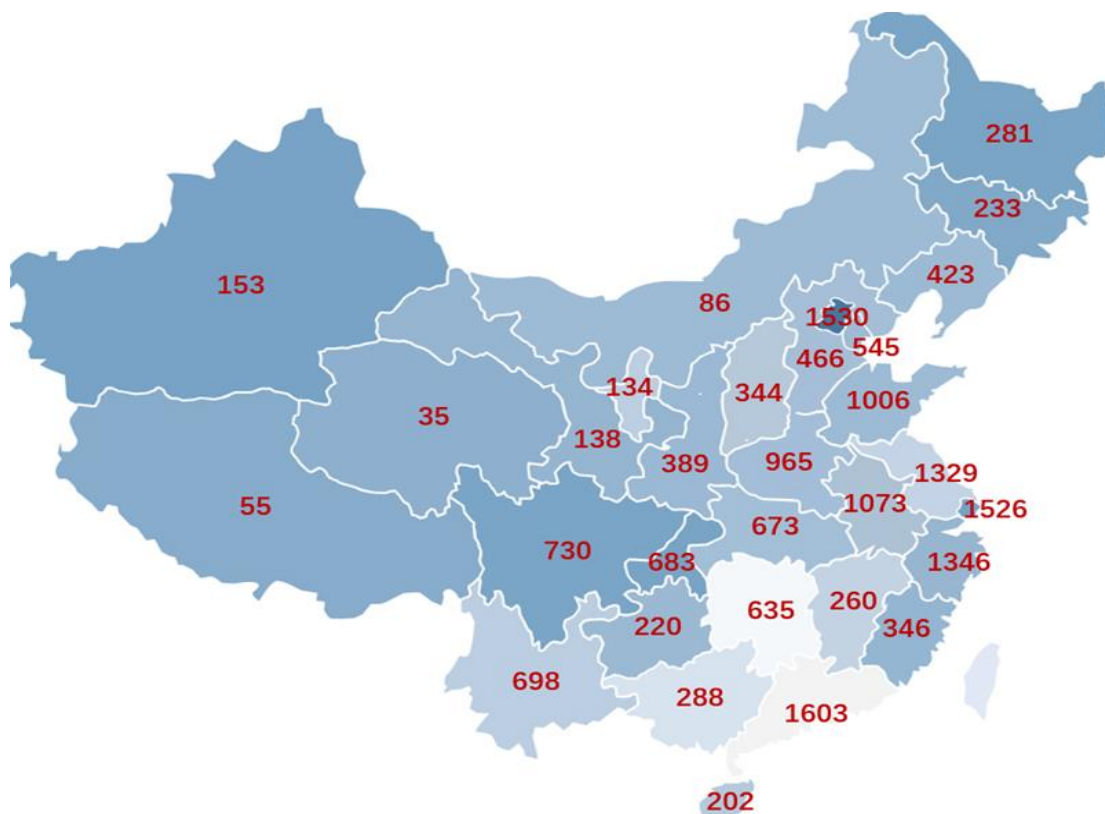
图表 15 上海医药物流仓储布局



资料来源：公司公告，财富证券

公司商业网络已经覆盖的 20 个省、直辖市与自治区在 2016 年的医药商品销售额达 150,693,511 万元，占全国医药商品销售额的 81.93%。从销售额来看，公司的商业网络已经覆盖了全国绝大多数的市场，但是仍有较多的市场空白可以填补。在“两票制”实施的契机下，行业处于整合期，公司相比以往更容易进入空白市场开展业务。

图表 16 我国各省市 2016 年医药商品销售额 (亿元)

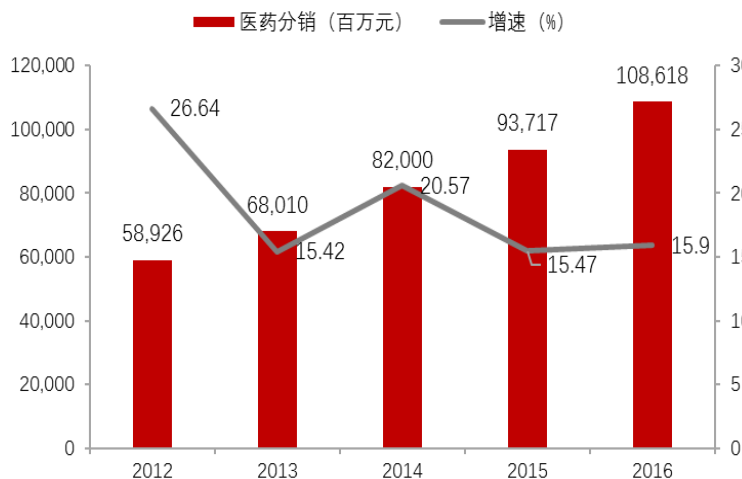


资料来源:《药品流通行业运行统计分析报告》, 财富证券

2.3 做深做强医药商业优势区域, 加速拓展战略区域

2016 年, 公司的分销业务实现收入 1086.18 亿元, 同比增长 15.90%, 增速相较于 2015 年上升 0.43 个百分点, 毛利率 6.03%, 较去年下降 0.11 个百分点。

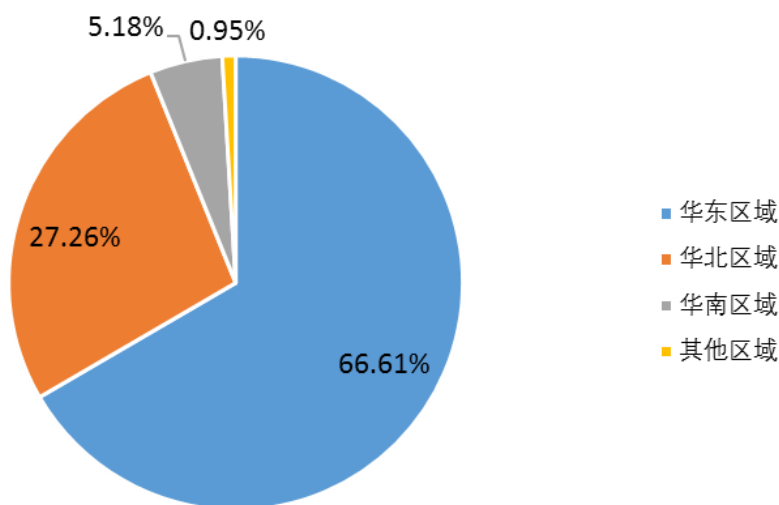
图表 17 公司分销业务历年收入走势



资料来源: 公司年报, 财富证券

在分销业务中，华东地区收入占比 66.61%，华北区域销售占比为 27.26%，华南区域销售占比为 5.18%。公司将坚持完善全国商业网络布局和省级平台建设，目前华东地区的医药商品销售额占全国比重最高，同时该区域也是公司最具优势区域，公司在已经覆盖的华东、华北以及华南区域会加强渠道的进一步下沉，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，继续提高市场份额。另外，公司将加速拓展战略区域，特别是西南、东北、华中等省份市场。公司北京地区作为北方分销业务板块的投资管理基地，近年扩张速度增加，扩展到东北、西北和华北地区，陕西已经覆盖到省级平台，湖北已经覆盖到主要地市级，辽宁吉林内蒙也在已经进行拓展。

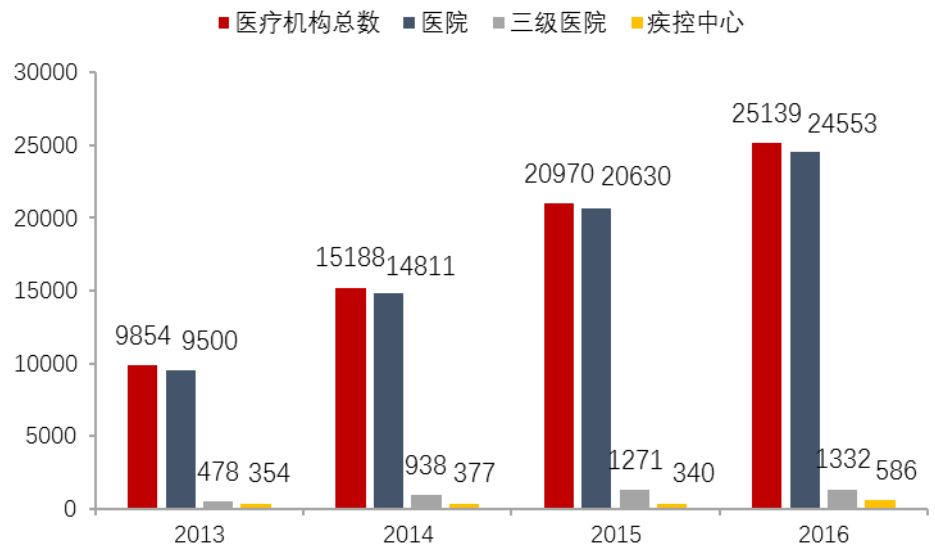
图表 18 2016 年公司分区域分销业务收入占比



资料来源：公司公告，财富证券

2016 年，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（CDC）586 家。近几年，公司分销业务覆盖医疗机构数量快速增长，覆盖医疗机构数量从 2013 年的 9854 家增加到 2016 年的 24553 家，复合增长率达 36.64%，在行业整合的大背景之下，预计公司覆盖医疗机构数量未来几年仍将保持快速增长态势。

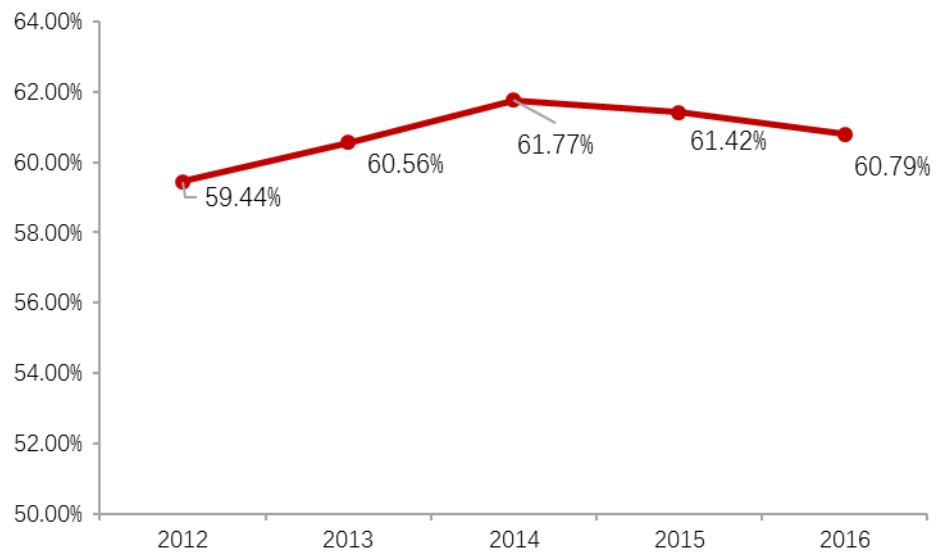
图表 19 公司覆盖医疗机构数量快速增长



资料来源：公司公告，财富证券

随着“两票制”在各地的推行实施，流通行业将经历整合期，大量商业公司将消亡或是被兼并，大型商业公司强者愈强。公司分销业务中的调拨业务在短期内将面临一定的冲击，医院纯销业务比例会上升，纯销业务毛利率要高于调拨业务，长期来看，对公司是利大于弊。近几年，公司分销业务中医院纯销比例较为稳定，在60%左右，预计未来纯销业务比例会出现较大幅度的提升，对公司账期会有一些影响，但公司资金雄厚，信誉良好，公司完全有能力应对。

图表 20 公司分销业务中纯销比例走势

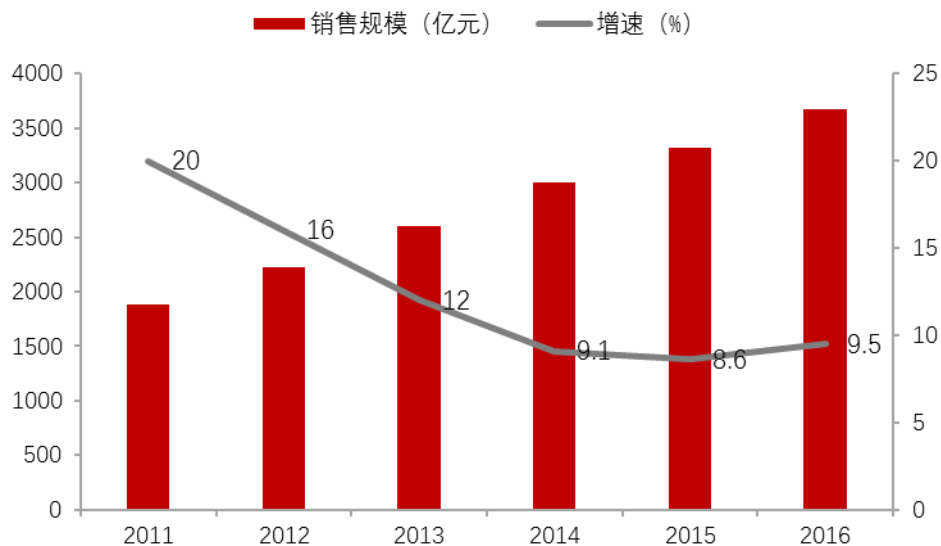


资料来源：公司公告，财富证券

2.4 处方外流成趋势，医药零售迎发展机遇

根据商务部数据，2016 年我国药品零售市场规模达 3679 亿元，扣除不可比因素同比增长 9.5%，增速同比上升 0.9 个百分点。全国有药品零售连锁企业 5609 家，下辖门店 220703 家；零售单体药店 226331 家，零售药店门店总数 447034 家，零售连锁率已达到 49.4%，同比提高 3.7 个百分点。

图表 21 我国 2011 年-2016 年药品零售市场规模走势

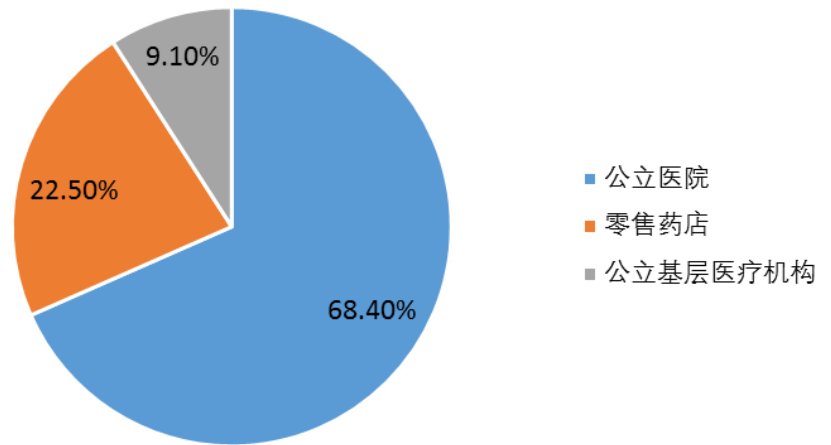


资料来源：《药品流通行业运行统计分析报告》，财富证券

从我国药品销售的终端数据来看，目前我国最大的药品销售终端仍为公立医院，2016 年终端销售占比为 68.40%；其次为药品零售终端，占比 22.50%；最后是公立基层医疗机构，占比 9.10%。美国药品零售终端占比达 70% 以上，我国目前零售终端占比较低，有个各方面的原因造成这一现象，其中“医药不分开，以药养医”是主要原因。

根据近年来我国发布的《关于城市公立医院综合改革试点的指导意见》、《深化医药卫生体制改革 2016 年重点工作任务》、《“十三五”深化医药卫生体制改革规划》、《关于进一步改革完善药品生产流通使用政策的若干意见》等政策，处方药外流、医药分开是发展趋势。同时，药品零加成，公立医院存在药占比降到 30% 的考核要求等都将有力与处方药外流，药品零售终端有望承接从医院挤出的市场份额。

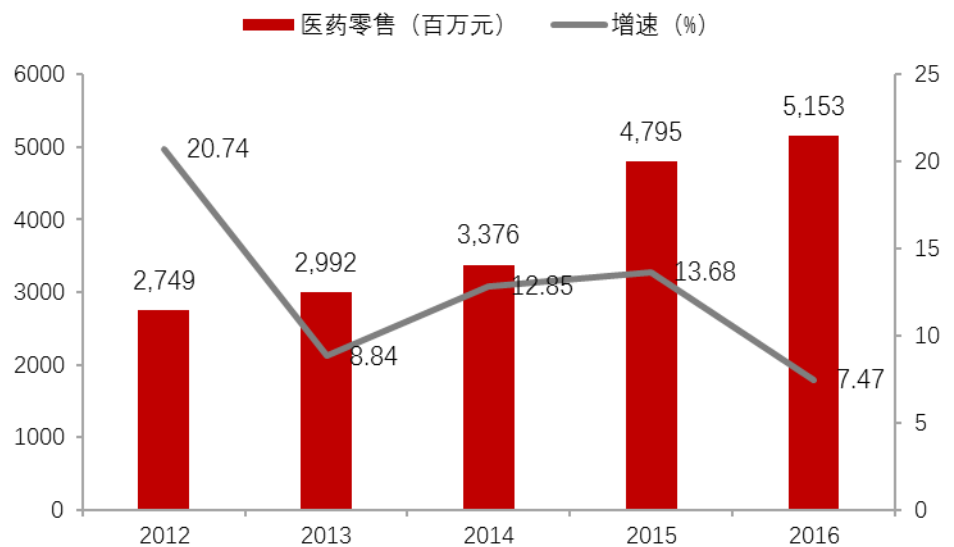
图表 22 2016 年我国药品销售终端占比



资料来源：米内网，财富证券

2016 年，上海医药下属品牌连锁零售药房 1807 家，其中直营店 1173 家，与医疗机构合办药房 40 家，分布在全国 16 个省区市，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，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。2016 年公司医药零售实现营业收入 51.53 亿元，同比增长 7.47%，毛利率 15.52%，扣除两项费用后的营业利润率 1.45%，相比老百姓、益丰药房等连锁药店，公司医药零售业务毛利率还有上升空间。

图表 23 公司零售业务历年收入走势



资料来源：公司年报，财富证券

到 2015 年，公司高值药品直送（DTP）业务覆盖 24 个城市，共计 30 家 DTP 定点药房，全年业务平台实现销售收入 24.78 亿元，在国内处于领先地位。DTP 业务能够有效承接医院处方外流，是目前环境下最好的承接处方外流的方式。2015 年 10 月，上药云健康完成了对 DTP 业务平台的整合，上药云健康以药品处方的获取、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，与多家医疗机构合作，启动“益药·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。同时，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，为上海市内社区医院及卫生服务中心提供药品配送服务。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。

图表 24 公司上药云健康业务



资料来源：公司官网，财富证券

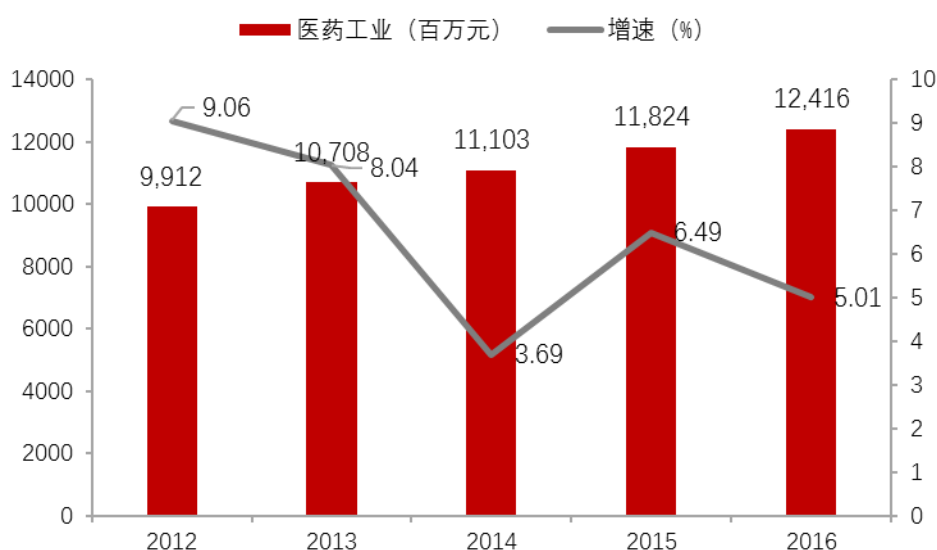
三、重点品种稳定增长，持续将强研发投入

3.1 聚焦重点品种，全力以赴推进仿制药一致性评价工作

2016 年，公司医药工业实现销售收入 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 个百分点；扣除两项费用后的营业利润率为 12.39%，较上年同期基本持平。公司常年生产超 800 个药品品种，20 多种剂型，销

售过亿产品 26 个。2016 年,公司 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。到 2017 年一季度,公司医药工业业务实现营业收入 37.94 亿元,同比增长 19.94%,毛利率 50.61%,较上年同期下降 0.34 个百分点,扣除两项费用后的营业利润率为 14.14%,较上年同期上升 1.33 个百分点。其中 60 个重点产品实现销售收入 18.93 亿元,同比增长 15.07%,占工业销售收入的比重为 49.90%,重点产品平均毛利率 69.82%,较上年同期上升 1.81 个百分点。公司将继续实施重点产品聚焦战略,同时集中优势领域,在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加大投入。

图表 25 公司医药工业业务历年收入走势



资料来源:公司年报,财富证券

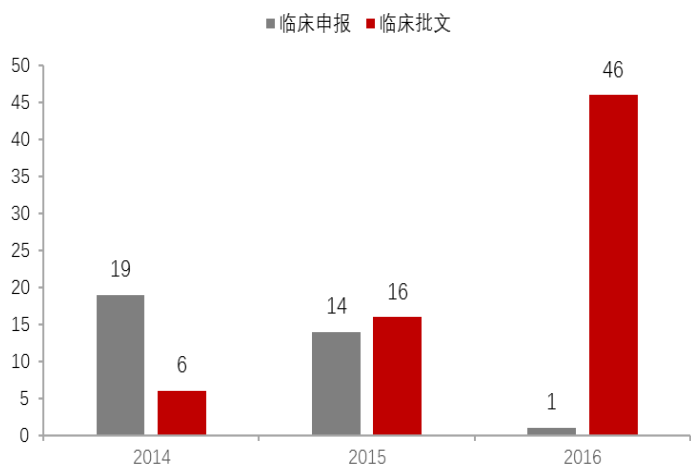
公司全面推进仿制药质量与疗效一致性评价工作。根据 CFDA 最新发布的 2018 年前必须完成一致性评价的 289 个仿制药品种目录,公司下属企业共涉及 156 个品种(合计 370 个批文)。公司计划开展共计 90 个产品的一致性评价,目前首批立项 70 个产品,其中 21 个为 289 目录外品种;公司已确定将 15 家高校和研发公司作为技术服务供应商,建立了上海医药参比制剂采购商库,并与上海市十家三甲医院签订了药物临床试验研究战略合作框架协议。

3.2 坚持仿创并举,持续扩大研发投入

公司持续加大研发投入,深化研发体系优化,组建研发管理中心,研发取得多项阶段性成果,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

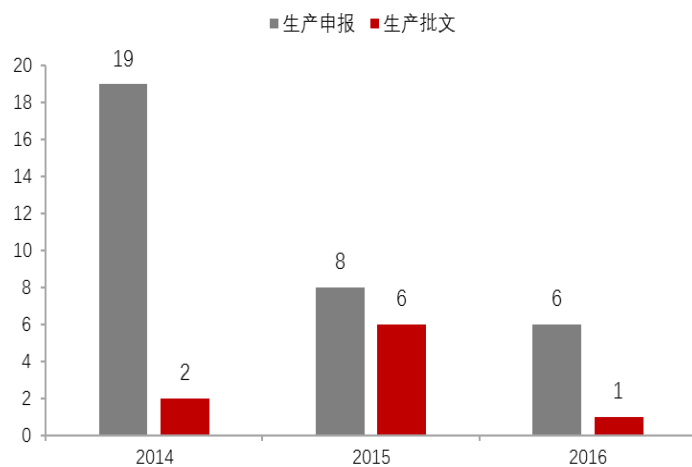
仿制药申请) 批件, 盐酸伐昔洛韦原料药及更昔洛韦原料药已通过 FDA 认证。

图表 26 公司 2014-2016 年临床申报/批文数



资料来源: 公司公告, 财富证券

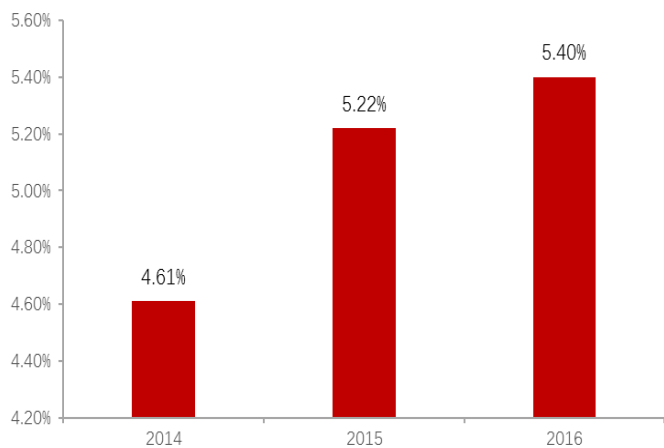
图表 27 公司 2014-2016 年生产申报/批文数



资料来源: 公司公告, 财富证券

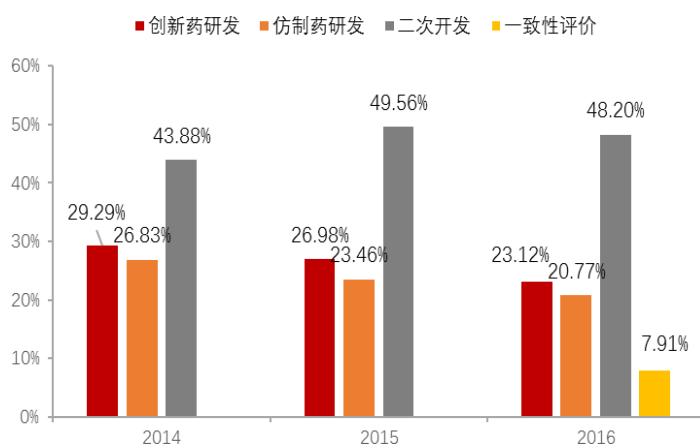
2016 年, 公司研发投入 (不包括公司中试基地建设投入) 合计 6.71 亿元, 占公司工业销售收入的 5.40%, 其中, 23.12% 投向创新药研发, 20.77% 投向仿制药研发, 48.20% 投向现有产品的二次开发, 7.91% 投向仿制药质量和疗效一致性评价。公司 2016 年研发上市的新产品销售收入为 15.4 亿元, 约占公司工业销售收入的 12.40%。

图表 28 公司 2014-2016 年研发投入占工业收入比重



资料来源: 公司公告, 财富证券

图表 29 公司 2014-2016 年研发费用分布情况



资料来源: 公司公告, 财富证券

四、盈利预测

公司为国内医药流通龙头企业, 乘“两票制”政策之风, 有望快速打入公司分销业务空白市场, 同时提高现有市场的市场占有率。短期内, 公司分销业务中快批

业务可能会受到一定的影响，公司纯销比例将不断提升，公司分销业务长期整体向好发展。目前我国药品终端零售药店占比较低，与发达国家相比还有较大的上市空间。尤其是在目前医药分开、医药药占比控制以及处方外流的趋势之下，零售药店将迎来历史发展机遇。公司拥有 1800 余家连锁药店，毛利率水平相较行业内可比公司还有较大提升空间，同时公司 DTP 业务在国内处于领先地位，DTP 药房能很好的承接处方外流，有望占得发展先机。公司将继续实施重点产品聚焦战略，同时集中优势领域，在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加大投入。在一致性评价方面，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。同时，公司持续加大研发投入，深化研发体系优化，组建研发管理中心，研发取得多项阶段性成果，如创新化药 1.1 类“SPH3127 及其片剂”和“SPH1188-11 及其片剂”获批临床。

预计公司 2017-2018 年 EPS 分别为 1.37 元和 1.57 元，对于目前股价 PE 分别为 19.55 倍与 17.06 倍。给予公司 2017 年 23 倍 PE，合理价为 31.51 元，维持“推荐”评级。

图表 30 公司业务分拆测算

业务分拆		2016	2017	2018
医药分销	收入（百万元）	108,617.75	128,168.95	151,239.36
	增速	15.90%	18.00%	18.00%
	毛利率	6.03%	6.20%	6.20%
医药零售	收入（百万元）	5,153.24	5,823.16	6,696.64
	增速	7.47%	13.00%	15.00%
	毛利率	15.84%	16.00%	17.00%
医药工业	收入（百万元）	12,415.58	13,160.51	14,081.75
	增速	5.01%	6.00%	7.00%
	毛利率	52.88%	52.00%	53.00%
其他	收入（百万元）	58.56	62.07	65.80
	增速	5.84%	6.00%	6.00%

	毛利率	70.72%	70.00%	70.00%
内部抵消	收入（百万元）	-5,953.31	-6,548.64	-7,203.51
	增速	11.83%	10.00%	10.00%

资料来源：财富证券

五、风险提示

“两票制”推行进展不及预期；药品招标降价风险。

六、三大财务报表

资产负债表

	2016A	2017E	2018E	2019E
货币资金	9919.29	9846.62	11541.60	13503.67
应收和预付款项	30976.97	35398.60	39870.04	44958.84
存货	16415.76	17431.77	18919.38	20277.75
其他流动资产	902.21	902.21	902.21	902.21
长期股权投资	4227.21	5496.70	7208.95	9223.70
投资性房地产	328.97	277.04	225.12	173.19
固定资产和在建工程	6966.03	7389.71	7588.83	8072.18
无形资产和开发支出	8615.10	8248.20	7881.28	7515.04
其他非流动资产	1870.19	1752.87	1635.54	1635.54
资产总计	80221.74	86743.73	95772.95	106262.13
短期借款	9627.80	10436.87	12919.76	15819.39
应付和预收款项	30026.52	32436.70	35188.78	38442.60
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	46544.45	51779.42	57932.87
股本	2688.91	2688.91	2688.91	2688.91
资本公积	13558.19	13558.19	13558.19	13558.19
留存收益	15375.46	18041.77	21104.07	24603.39
归属母公司股东权益	31622.55	34288.87	37351.17	40850.49
少数股东权益	5211.91	5849.21	6581.16	7417.56
股东权益合计	36834.47	40138.08	43932.33	48268.05
负债和股东权益合计	80160.53	86682.53	95711.75	106200.93

现金流量表

	2008A	2009E	2010E	2011E
经营性现金净流量	2060.34	2249.51	2547.80	3149.42
投资性现金净流量	-2889.54	-1657.19	-1643.94	-2129.50
筹资性现金净流量	647.40	-664.99	791.12	942.14
现金流量净额	-184.43	-72.67	1694.98	1962.07

利润表

	2008A	2009E	2010E	2011E
营业收入	120764.66	140666.05	164880.03	192909.64
减：营业成本	106530.89	124897.39	146858.65	172075.40
营业税金及附加	336.86	351.67	412.20	482.27
营业费用	6067.50	6822.30	7996.68	9356.12
管理费用	3567.95	4149.65	4863.96	5710.13
财务费用	586.74	587.32	676.02	800.42
资产减值损失	446.34	460.97	485.52	501.30
加：投资收益	978.79	1269.50	1712.25	2014.75
公允价值变动损益	-0.08	0.00	0.00	0.00
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00
营业利润	4207.10	4666.25	5299.25	5998.75
加：其他非经营损益	431.90	459.97	472.82	484.12
利润总额	4639.00	5126.22	5772.07	6482.87
减：所得税	809.28	822.27	828.92	834.30
净利润	3829.71	4303.96	4943.15	5648.58
减：少数股东损益	633.32	637.30	731.95	836.40
归属母公司股东净利润	3196.39	3666.66	4211.20	4812.17

投资评级系统说明

以报告发布日后的 6—12 个月内，所评股票涨跌幅相对于同期市场指数的涨跌幅度为基准。

投资评级	评级说明
推荐	股票价格超越大盘 10%以上
谨慎推荐	股票价格超越大盘幅度为 5%—10%
中性	股票价格相对大盘变动幅度为 -5%—5%
回避	股票价格相对大盘下跌 5%以上；

免责声明

本公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格，作者具有中国证券业协会注册分析师执业资格或相当的专业胜任能力。

本报告仅供财富证券有限责任公司客户及员工使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司当然客户。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发送，概不构成任何广告。

本报告信息来源于公开资料，本公司对该信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本公司对已发报告无更新义务，若报告中所含信息发生变化，本公司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。

本报告中所指投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司及本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。投资者务必注意，其据此作出的任何投资决策与本公司及本公司员工或者关联机构无关。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人（包括本公司客户及员工）不得以任何形式复制、发表、引用或传播。

本报告由财富证券研究发展中心对许可范围内人员统一发送，任何人不得在公众媒体或其它渠道对外公开发布。任何机构和个人（包括本公司内部客户及员工）对外散发本报告的，则该机构和个人独自为此发送行为负责，本公司保留对该机构和个人追究相应法律责任的权利。

财富证券研究发展中心

网址：www.cfzq.com

地址：湖南省长沙市芙蓉中路二段 80 号顺天国际财富中心 28 层

邮编：410005

电话：0731-84403360

传真：0731-84403438