

日期: 2017年08月31日

行业: 零售业



工业板块增速显著提升 长期看好分销业务全国布局

分析师: 魏贇

Tel: 021-53686159

E-mail: weiyun@shzq.com

SAC 证书编号: S0870513090001

研究助理: 金鑫

Tel: 021-53686163

E-mail: jinxin1@shzq.com

SAC 证书编号: S0870116070016

基本数据 (2017Q2)

报告日股价 (元)	23.28
12mth A 股价格区间 (元)	19.08-28.88
总股本 (百万股)	2,688.91
无限售 A 股/总股本	72%
流通市值 (亿元)	447.66
每股净资产 (元)	12.10
PBR (X)	1.92
DPS (Y2016, 元)	10 派 3.60

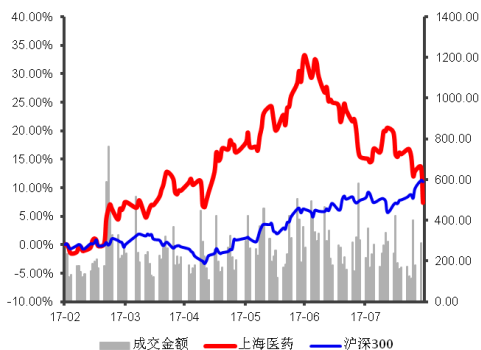
主要股东 (2017Q2)

香港中央结算(代理人)有限公司	27.77%
上海医药(集团)有限公司	26.65%
上海实业(集团)有限公司及其全资附属子公司及上海上实(集团)有限公司	8.87%

收入结构 (2017H1)

分销	89.29%
工业	11.45%
零售	4.14%
抵消	-4.93%

最近 6 个月股票与沪深 300 比较



报告编号: WY17-CT39

首次报告日期: 2017年03月23日

相关报告:

《上海医药 (601607) 2016 年年报点评: 主营

■ 公司动态事项

8月29日, 公司发布2017年中报。公司2017年H1实现营业收入657.79亿元, 同比增长10.19%, 实现归属于母公司净利润19.25亿元, 同比增长11.12%。分季度来看, Q1、Q2营业收入分别同比增长13.16%、7.33%, 第二季度收入增速小幅下降。

■ 事项点评

医药工业业务: 收入增速加快, 重点推进一致性评价

公司2017年H1医药工业业务实现收入75.03亿元, 同比增长17.03%, 较2016年H1同比增速提高了11.69个百分点, 主要受益于: 1) 公司施行重点产品聚焦战略, 60个重点品种销售收入39.58亿元, 同比增长12.82%, 销售占医药板块的收入比例为52.76%, 重点品种毛利率70.16% (+1.13pp); 2) 去年并表的Vitaco上半年实现营业收入4.63亿元, 约占公司医药工业业务收入的6.17%。此外, 公司重点开展营销工作, 一方面加强学术营销, 另一方面加强产品销售渠道, 优选经销商, 进而带动部分产品销量较快增长。

公司重点推进仿制药一致性评价工作, 选定20余家药研究机构以及44个产品临床合作基地开展一致性评价, 目前已完成所有一致性评价范围内品种的梳理和立项, 第一、二批共立项99个品种, 125个品种(其中36个品种43个品种在289目录外), 已有15个产品进入临床阶段, 最快的产品预计2017年9月可以完成申报。

我们认为, 短期来看公司受益于上年收购Vitaco并表、强化营销等因素带动医药工业业务增速提高, 长期来看公司重点推进仿制药一致性评价, 在质量、数量、进度等各方面均位于全国前列, 有望占据更多的市场份额, 维持医药工业业务较快增速。

医药分销业务: 短期存量驱动, 长期受益于全国布局

公司2017年H1医药分销业务实现销售收入585.21亿元, 同比增长9.64%, 较2016年H1同比增速下降了9.33个百分点, 存量业务增长是主要驱动, 略低于预期, 毛利率6.06% (+0.04pp), 覆盖省市从20个扩大到22个, 覆盖医疗机构数增加至27,712家 (+31.47%), 其中三甲医院1,425家 (+10.38%), CDC727家 (+81.75%)。公司保持外延式扩张的步伐, 上半年收购徐州医药99.55%股权、淮海药业52%股权、中山医医药31.59%、时代医药51%股权, 其中徐州医药于2月份开始并表, 2017年2-6月实现营业收入8.02亿元。考虑到公司上半年分销业务增长主要来自于存量业务, 而公司在外延式并购、终端覆盖等方面保

持较快的扩张速度，我们认为，长期来看公司受益于全国布局的商业分销网络，未来有望通过提高并购公司运营效率、提高纯销业务占比、拓展区域市场等方式逐步提升分销业务收入增速。

医药零售业务：业绩增长稳健

公司2017年H1医药零售业务实现销售收入27.14亿元，同比增长9.00%，毛利率为16.00%（+0.36pp），截至2017年6月底，公司拥有连锁药房1,855家（+3.29%），其中直营店1,200家（+3.72%）。公司参与上海社区综改“处方延伸”项目，目前已覆盖上海市128家社区医院及卫生服务中心，未来有望长期受益于分级诊疗，为零售业务增长提供推动力。

■ 风险提示

两票制等行业政策预期风险；并购速度不及预期风险；并购、区域市场竞争激烈等因素导致毛利率水平下降的风险；仿制药一致性评价进度不及预期的风险

■ 投资建议

未来六个月，维持“谨慎增持”评级

预计17、18年实现EPS为1.34、1.50元，以8月28日收盘价24.63元计算，动态PE分别为18.44倍和16.47倍。同类型可比上市公司17年市盈率中位值为26.31倍，公司市盈率低于行业平均水平。我们认为，公司作为医药流通龙头企业，“两票制”背景下凭借其覆盖全国22个省市的营销网络，有望在本轮行业洗牌中占据更多的市场份额，叠加工业业务重点推进仿制药一致性评价进度有望维持较快增速，公司工商一体化的协同效益有利于提高公司整体盈利能力。未来六个月，维持“谨慎增持”评级。

■ 数据预测与估值：

至12月31日（¥.百万元）	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入	120,764.66	139,141.66	159,910.94	183,253.72
年增长率	14.45%	15.22%	14.93%	14.60%
归属于母公司的净利润	3,196.39	3,592.21	4,021.96	4,556.44
年增长率	11.10%	12.38%	11.96%	13.29%
每股收益（元）	1.19	1.34	1.50	1.69
PER（X）	20.72	18.44	16.47	14.54

注：有关指标按当年股本摊薄

■ 附表

■ 附表 1 损益简表及预测 (单位: 百万元人民币)

资产负债表 (单位: 百万元)

指标	2016A	2017E	2018E	2019E
货币资金	11,967	11,131	12,793	14,660
存货	16,416	20,077	21,991	26,325
应收账款及票据	29,828	34,914	39,492	45,776
其他	2,056	2,602	2,370	3,185
流动资产合计	60,267	68,725	76,646	89,946
长期股权投资	4,227	4,227	4,227	4,227
固定资产	5,658	5,661	5,643	5,456
在建工程	1,308	1,308	1,308	1,308
无形资产	2,767	2,528	2,288	2,049
其他	8,515	7,960	8,054	8,021
非流动资产合计	22,476	21,684	21,521	21,062
资产总计	82,743	90,408	98,167	111,007
短期借款	9,628	9,564	9,794	10,434
应付账款及票据	29,289	35,758	39,226	46,894
其他	2,197	2,219	2,439	2,527
流动负债合计	41,113	47,541	51,459	59,855
长期借款和应付债券	2,836	1,504	1,726	2,022
其他	1,959	1,369	1,448	1,592
非流动负债合计	4,795	2,873	3,174	3,614
负债合计	45,908	50,414	54,633	63,469
少数股东权益	5,212	5,836	6,561	7,400
股东权益合计	36,834	39,994	43,533	47,538
负债和股东权益总计	82,743	90,408	98,167	111,007
现金流量表 (单位: 百万元)				
指标	2016A	2017E	2018E	2019E
净利润	3,830	3,592	4,022	4,557
折旧和摊销	824	822	884	934
营运资本变动	(2,075)	(2,960)	(2,594)	(3,453)
经营活动现金流	1,947	1,558	2,460	2,214
资本支出	(783)	(586)	(627)	(507)
投资收益	979	1,077	1,184	1,303
投资活动现金流	(2,890)	515	538	800
股权融资	0	0	0	0
负债变化	744	0	0	0
股息支出	(968)	(1,092)	(1,227)	(1,385)
融资活动现金流	647	(2,908)	(1,336)	(1,147)
净现金流	(295)	(835)	1,662	1,867

数据来源: WIND 上海证券研究所

利润表 (单位: 百万元)

指标	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入	120,765	139,142	159,911	183,254
营业成本	106,531	123,392	142,243	163,367
营业税金及附加	337	360	420	489
营业费用	6,067	6,818	7,676	8,613
管理费用	3,568	3,966	4,318	4,765
财务费用	587	557	608	641
资产减值损失	446	468	553	643
投资收益	979	1,077	1,184	1,303
公允价值变动损益	(0)	(1)	0	0
营业利润	4,207	4,657	5,278	6,039
营业外收支净额	432	453	476	500
利润总额	4,639	5,110	5,754	6,539
所得税	809	894	1,007	1,144
净利润	3,830	4,217	4,747	5,395
少数股东损益	633	624	725	838
归属母公司股东净利润	3,196	3,592	4,022	4,556

财务比率分析

指标	2016A	2017E	2018E	2019E
总收入增长率	14.45%	15.22%	14.93%	14.60%
EBITDA 增长率	12.51%	8.95%	12.16%	12.48%
EBIT 增长率	12.76%	8.75%	12.89%	13.51%
净利润增长率	11.10%	12.37%	11.98%	13.29%
毛利率	22.02%	28.27%	28.50%	29.06%
EBITDA/总收入	4.59%	4.34%	4.23%	4.16%
EBIT/总收入	3.97%	3.75%	3.68%	3.65%
净利润率	2.65%	2.58%	2.52%	2.49%
资产负债率	55.48%	55.76%	55.65%	57.18%
流动比率	1.47	1.45	1.49	1.50
速动比率	1.07	1.02	1.06	1.06
总资产回报率 (ROA)	4.63%	4.66%	4.84%	4.86%
净资产收益率 (ROE)	10.11%	10.52%	10.88%	11.35%
EV/营业收入	0.5	0.5	0.5	0.4
EV/EBITDA	10.0	11.6	10.3	9.1
PE	20.7	18.4	16.5	14.5
PB	2.1	1.9	1.8	1.6

分析师承诺

魏贇 金鑫

本人以勤勉尽责的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师的研究观点。此外，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意见或观点直接或间接相关。

公司业务资格说明

本公司具备证券投资咨询业务资格。

投资评级体系与评级定义

股票投资评级：

分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据公司基本面及（或）估值预期以报告日起6个月内公司股价相对于同期市场基准沪深300指数表现的看法。

投资评级	定义
增持	股价表现将强于基准指数 20%以上
谨慎增持	股价表现将强于基准指数 10%以上
中性	股价表现将介于基准指数±10%之间
减持	股价表现将弱于基准指数 10%以上

行业投资评级：

分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据行业历史基本面及（或）估值对所研究行业以报告日起 12 个月内的基本面和行业指数相对于同期市场基准沪深 300 指数表现的看法。

投资评级	定义
增持	行业基本面看好，行业指数将强于基准指数 5%
中性	行业基本面稳定，行业指数将介于基准指数±5%
减持	行业基本面看淡，行业指数将弱于基准指数 5%

投资评级说明：

不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准，投资者应区分不同机构在相同评级名称下的定义差异。本评级体系采用的是相对评级体系。投资者买卖证券的决定取决于个人的实际情况。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，投资者不应以分析师的投资评级取代个人的分析与判断。

免责条款

本报告中的信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性及完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对任何人使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

在法律允许的情况下，我公司或其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，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告仅向特定客户传送，版权归上海证券有限责任公司所有。未获得上海证券有限责任公司事先书面授权，任何机构和个人均不得对本报告进行任何形式的发布、复制、引用或转载。

上海证券有限责任公司对于上述投资评级体系与评级定义和免责条款具有修改权和最终解释权。