

上海医药(601607)/医药商业

业绩略低于预期, 工业板块表现良好

评级: 买入(维持)

市场价格: 26.3

目标价格: 29.1

分析师: 江琦

执业证书编号: S0740517010002

电话: 021-20315150

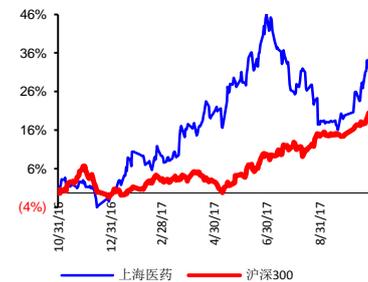
Email: jiangqi@r.qlzq.com.cn

联系人: 王超

Email: wangchao@r.qlzq.com.cn

基本状况

总股本(百万股)	2,689
流通股本(百万股)	2,689
市价(元)	26.3
市值(百万元)	70,718
流通市值(百万元)	70,716

股价与行业-市场走势对比

相关报告

- 1 工业板块表现良好, 分销业务受政策影响短期调整
- 2 医药工业板块业绩超预期, 分销网络拓展顺利

公司盈利预测及估值

指标	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	105,516.6	120,764.7	133,501.6	151,058.3	169,608.6
增长率 yoy%	14.20%	14.45%	10.55%	13.15%	12.28%
净利润	2,877.0	3,196.4	3,619.9	4,076.0	4,624.1
增长率 yoy%	11.03%	11.10%	13.25%	12.60%	13.45%
每股收益(元)	1.07	1.19	1.35	1.52	1.72
每股现金流量	0.50	0.72	1.05	0.84	1.41
净资产收益率	9.62%	10.11%	10.57%	10.63%	10.77%
P/E	18.61	16.45	19.65	17.45	15.38
PEG	1.69	1.48	1.48	1.38	1.14
P/B	1.79	1.66	2.08	1.86	1.66

备注:

投资要点

- **事件:** 上海医药公布 2017 年 3 季报, 报告期内实现营业收入 990.3 亿元, 同比增长 9.41%, 实现归母净利润 26.89 亿元, 同比增长 9.42%, 扣非净利润 24.56 亿元, 同比增长 7.59%; 其中 3 季度收入 332.5 亿元, 同比增长 7.89%, 扣非归母净利润 6.84 亿元, 同比增长 0.49%。
- **点评: Q3 业绩略低于预期, 主要由于联营与合营企业所产生投资收益同比大幅减少所致, Q3 联、合营企业投资收益为 3505 万, 较去年同期的 1.24 亿下滑明显, 当期联、合营企业新品上市投入加大以及产品降价是主要原因; 剔除联、合营企业利润贡献下降因素的影响, 1-9 月公司归母净利润同比增长 14.26%, 公司工业和商业主营业务利润继续保持良好增长。**
- **医药工业板块表现良好, 现金流充裕:** 报告期医药工业销售收入 111.5 亿元, 同比增长 18.7%, 贡献利润同比增长 15.5%; 毛利率 53.37%, 同比增加 1.16pct; 扣除两项费用后的营业利润率为 14.27%, 同比增加 0.77pct。其中 60 个重点品种销售收入 58.6 亿元, 同比增长 12.2%; 我们认为扣除 VITACO 的并表效应, 公司工业利润内生依然实现 2 位数增长, 我们认为经营层面“一品一策”战略与低价药提价策略是业绩快速增长的主要驱动因素。报告期内工业板块实现现金流 18.55 亿, 表现出色。
- **分销板块受调拨业务影响略低预期, 利润实现两位数增速, 快于收入增速, 3 季度平稳过渡, 两票制冲击有限:** 报告期医药分销销售收入 878.8 亿, 同比增长 8.33%, 利润同比增长 11.4%, 分销毛利率和扣除两项费用后的利润率分别提升 0.09pct 和 0.12pct; 其中 3 季度单季度实现收入 290.4 亿, 环比增 1.1%, 同比增 5.1%, 收入增速放缓; 两票制在下半年开始密集过渡执行, 当期公司调拨业务有部分下滑, 而自身纯销业务实现良好增长, 叠加上半年收购地区商业公司的并表效应, 调拨下滑对公司的业绩影响有限; 同时在“零加成”医院回款普遍减慢的背景下, 公司商业板块依然实现现金流 3.2 亿, 同比增 264%, 实属难能可贵。我们认为大型商业公司将从明年起逐渐受益于两票制带来的集中度提升, 上药分销业务增速有望在明年大幅加快。
- **参与竞购康德乐中国, 公司分销地位有望大幅提升, 多方位建立显著竞争优势:** 商务部统计, 康德乐中国 2016 年实现收入 254 亿, 是国内第 8 大医药商业公司; 在国内拥有 14 个直销公司, 17 个分销运营中心, 分销网络覆盖 322 座城市, 服务 11000 家医疗机构, 同时拥有 30 家 DTP 药房, 其收入结构以销售进

口产品与合资产品为主，康德乐的进口产品总代业务及 DTP 业务国内处于领先地位。据公告公司已于 7 月和 9 月提交了 2 轮报价，项目仍处于非排他性竞价阶段。若公司能够成功竞购将具有重要战略意义和协同效应，一方面公司收入规模将大幅提升，将坐稳行业第二名；第二公司在华东、北京等地区的分销龙头地位将进一步巩固，而中西部和东北等地区的配送覆盖能力有望快速提升；第三业务层面，DTP、第三方物流、和器械配送等潜力业务竞争力有望快速提高，给公司带来更多利润增长点。

- **一致性评价工作进展顺利，创新药产品管线丰富：**公司共立项 99 个品种，125 个品规（其中 36 个品种 43 个品规在 289 目录外）计划开展一致性评价，目前已有 15 个产品进入临床阶段（截止至中报），数量和进度均列全国前列。报告期内公司 2 个创新药获批临床，分别是小分子靶向药 SPH3348，拟用于非小细胞肺癌、肝癌和胃癌治疗；注射用重组抗 HER2 人源化单克隆抗体组合物，拟用于 HER2 阳性转移性乳腺癌及辅助治疗 HER2 阳性乳腺癌；目前公司已有 9 个创新药（含生物药）处于临床阶段，聚焦在肿瘤、心血管、免疫等大病种领域，预计 2019-2020 年将有望第一个新药获批上市。
- **盈利预测和投资建议：**我们预计 2017-2019 年公司收入分别为 1346 亿元、1540 亿元、1729 亿元，同比分别增长 11.5%、14.4%、12.3%；归属于母公司净利润分别为 36.2 亿元、40.8 亿元、46.2 亿元，同比分别增长 13.3%、12.6%、13.5%；对应 EPS 分别为 1.35 元、1.52 元、1.72 元。维持买入评级。
- **风险提示：**行业政策性风险、公司分销业务经营不达预期、竞购不及预期风险。

图表 1: 上海医药分季度财务数据

	2015-1Q	2015-2Q	2015-3Q	2015-4Q	2016-1Q	2016-2Q	2016-3Q	2016-4Q	2017-1Q	2017-2Q	2017-3Q
营业收入	25,125.0	25,825.1	28,090.3	26,476.2	29,275.6	30,419.7	30,821.5	30,247.8	33,129.5	32,649.4	33,252.6
营收同比增长	18.1%	13.6%	13.7%	11.8%	16.5%	17.8%	9.7%	14.2%	13.2%	7.3%	7.9%
营收环比增长	6.1%	2.8%	8.8%	-5.7%	10.6%	3.9%	1.3%	-1.9%	9.5%	-1.4%	1.8%
营业成本	21,961.5	22,704.3	24,875.3	23,174.2	25,731.9	26,751.8	27,260.8	26,786.4	31,991.1	28,493.0	29,131.2
营业费用	1,311.8	1,246.3	1,330.3	1,460.0	1,505.1	1,537.1	1,529.4	1,495.9	1,761.4	1,812.9	1,710.3
管理费用	763.0	743.9	838.7	888.6	822.9	834.3	905.8	1,005.0	920.9	927.5	1,011.1
财务费用	152.3	139.1	154.2	119.3	144.3	146.6	137.6	158.2	175.4	209.4	220.6
营业利润	997.5	1,018.4	894.2	776.5	1,124.7	1,182.9	1,004.1	895.4	1,375.6	1,256.7	1,122.8
利润总额	1,024.4	1,100.2	956.2	1,091.0	1,359.4	1,222.2	1,066.9	990.5	1,413.1	1,341.6	1,179.1
所得税	183.6	186.3	202.7	234.9	256.0	225.4	215.1	112.8	272.3	275.3	260.6
归母净利润	733.3	800.7	644.8	698.2	889.4	843.1	724.7	739.2	999.4	925.7	763.5

来源: wind, 中泰证券研究所

图表 2: 2016Q1-2017Q3 上药分销业务收入利润率情况 (亿元, %)

	2016Q1	2016Q2	2016Q3	2016Q4	2017Q1	2017Q2	2017Q3
分销收入	261.1	272.6	279.3	273.2	294.9	290.3	293.6
毛利率	5.99%	6.05%	5.96%	5.56%	6.15%	5.97%	6.15%
扣2项费率后利润率	2.62%	2.95%	2.35%	1.96%	2.64%	2.84%	2.80%

来源: wind, 中泰证券研究所

图表3: 上海医药财务预测模型

损益表 (人民币亿元)						
	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业总收入	924	1,055	1,208	1,335	1,511	1,696
增长率	18.12%	14.2%	14.5%	10.5%	13.2%	12.3%
营业成本	-810	-927	-1,065	-1,174	-1,330	-1,493
%销售收入	87.7%	87.9%	88.2%	88.0%	88.0%	88.0%
毛利	114	128	142	161	181	203
%销售收入	12.3%	12.1%	11.8%	12.0%	12.0%	12.0%
营业税金及附加	-2	-3	-3	-3	-4	-4
%销售收入	0.2%	0.2%	0.3%	0.3%	0.2%	0.2%
营业费用	-48	-53	-61	-70	-79	-88
%销售收入	5.2%	5.1%	5.0%	5.2%	5.2%	5.2%
管理费用	-30	-32	-36	-38	-43	-49
%销售收入	3.2%	3.1%	3.0%	2.9%	2.9%	2.9%
息税前利润 (EBIT)	34	40	43	49	55	62
%销售收入	3.7%	3.7%	3.5%	3.7%	3.7%	3.7%
财务费用	-4	-6	-6	-6	-7	-7
%销售收入	0.5%	0.5%	0.5%	0.4%	0.5%	0.4%
资产减值损失	-3	-4	-4	-3	-3	-4
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0
投资收益	6	6	10	8	9	10
%税前利润	15.7%	15.5%	21.1%	15.3%	15.6%	15.4%
营业利润	33	37	42	49	54	61
营业利润率	3.5%	3.5%	3.5%	3.6%	3.6%	3.6%
营业外收支	5	5	4	4	4	5
税前利润	38	42	46	52	58	66
利润率	4.1%	4.0%	3.8%	3.9%	3.9%	3.9%
所得税	-8	-8	-8	-9	-10	-12
所得税率	21.3%	19.4%	17.4%	17.5%	17.5%	17.5%
净利润	29.9	33.6	38.3	43.2	48.2	54.5
少数股东损益	4	5	6	7	7	8
归属于母公司的净利润	25.9	28.8	32.0	36.2	40.8	46.2
净利率	2.8%	2.7%	2.6%	2.7%	2.7%	2.7%

资产负债表 (人民币亿元)						
	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
货币资金	116	120	120	166	174	211
应收账款	222	264	298	334	383	425
存货	131	151	164	167	189	213
其他流动资产	17	20	21	25	25	28
流动资产	486	555	603	692	771	877
%总资产	75.6%	74.7%	72.8%	75.1%	76.6%	78.8%
长期投资	35	46	53	53	53	53
固定资产	50	61	70	71	72	68
%总资产	7.8%	8.2%	8.4%	7.7%	7.1%	6.1%
无形资产	65	70	88	92	97	102
非流动资产	157	188	225	230	235	236
%总资产	24.4%	25.3%	27.2%	24.9%	23.4%	21.2%
资产总计	643	743	827	922	1,006	1,113
短期借款	80	107	96	126	131	136
应付账款	229	275	300	322	362	408
其他流动负债	12	13	14	25	17	19
流动负债	320	394	411	474	510	564
长期贷款	1	1	8	8	8	8
其他长期负债	11	10	40	40	40	40
负债	332	405	459	522	558	612
普通股股东权益	278	299	316	341	381	428
少数股东权益	33	39	52	59	66	74
负债股东权益合计	643	743	827	922	1,006	1,113

比率分析						
	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
每股指标						
每股收益 (元)	0.964	1.070	1.189	1.346	1.516	1.720
每股净资产 (元)	10.342	11.118	11.752	12.739	14.255	15.974
每股经营现金净流 (元)	0.497	0.502	0.724	1.051	0.836	1.411
每股股利 (元)	0.000	0.000	0.360	0.360	0.000	0.000
回报率						
净资产收益率	9.32%	9.62%	10.11%	10.57%	10.63%	10.77%
总资产收益率	4.03%	3.87%	3.86%	3.92%	4.04%	4.14%
投入资本收益率	10.94%	11.26%	10.80%	11.90%	11.75%	12.49%
增长率						
营业总收入增长率	18.12%	14.20%	14.45%	10.55%	13.15%	12.28%
EBIT增长率	16.98%	16.52%	7.74%	15.99%	11.89%	12.33%
净利润增长率	17.06%	11.03%	11.10%	13.25%	12.60%	13.45%
总资产增长率	16.44%	15.48%	11.38%	11.45%	9.14%	10.61%
资产管理能力						
应收账款周转天数	69.4	78.8	82.7	84.0	85.0	84.0
存货周转天数	54.3	55.5	54.0	52.0	52.0	52.0
应付账款周转天数	70.5	74.5	73.6	74.0	73.8	73.9
固定资产周转天数	16.3	16.8	16.6	15.4	13.3	11.6
偿债能力						
净负债/股东权益	-11.42%	-3.75%	1.39%	-2.82%	-3.06%	-9.21%
EBIT利息保障倍数	7.8	7.0	7.3	8.4	8.1	8.9
资产负债率	51.68%	54.54%	55.51%	56.51%	55.42%	54.83%

来源: 中泰证券研究所

投资评级说明：

	评级	说明
股票评级	买入	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 15%以上
	增持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
	持有	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在-10%~+5%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数跌幅在 10%以上
行业评级	增持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在 10%以上
	中性	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数跌幅在 10%以上
备注：评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准（另有说明的除外）。		