

上海医药 (601607)

证券研究报告

2018年03月06日

如虎添翼，强者更强

扎根华东，覆盖全国的医药商业龙头

根据商务部数据，2016年上海医药分销业务以1138亿元的销售收入跻身全国医药商业企业前三强，与排名第二的华润医药营收规模仅相差8亿元；旗下上海华氏大药房以36亿元的药品零售销售额排名第10位，当之无愧的全国医药商业龙头。公司扎根华东地区，分销网络覆盖全国31个省/市，华东地区收入占分销总收入的66.6%。2015年公司营业收入首次突破千亿级规模，此后营收规模与业绩继续保持较为稳定的增长，2017年Q3公司营收990.31亿元，同比增长13.34%，归母净利润26.89亿元，同比增长9.42%，行业地位牢固。

“商业+工业”双轮驱动，发展空间提升

在“商业+工业”协同发展的运作模式下，公司业务规模不断扩大。具体来看：分销方面，建有覆盖全国的分销网络，与全国近2.8万家医疗机构建立良好的合作关系，毛利率水平更高的医院纯销业务占比逐步提升（超过60%）；零售方面，紧跟行业政策布局处方药外流市场，上药云健康致力于打造从处方获取与管理，到处方实现与药品配送，最后到患者增值服务的简直链闭环。目前“益药·电子处方”已成功对接2000多家医疗机构，处理电子处方超200万张；工业方面，市场培育逐渐完成，重点产品开始放量，预计2017年工业增速20%以上，工业价值逐渐显现。

收购康德乐中国业务，医药商业版图再下一城

公司以5.76亿美元的价格收购康德乐中国业务，目前已经完成交割。2016年康德乐中国销售规模为255亿元，全国排名第八，收购完成后，公司将超过华润成为全国第二大药品流通企业。康德乐在中国12个省/市，拥有14个直销公司与17个分销运营中心，与公司分销业务既有横向互补，又有纵向加深；同时康德乐拥有DTP药房的成熟运行经验，在中国拥有30家DTP药房，年销售6-7亿元；收购完成后，公司将拥有约70家DTP药房，成为全国DTP药房规模最大的公司之一。随着处方药外流的趋势逐渐形成，公司未来的市场空间与国际资源优势，将成为重要看点。

估值评级

公司分销网络覆盖全国，零售业务市场开拓顺利，有望成为处方药外流最大的受益者；工业重点品种17年开始销售放量；收购康德乐中国业务完成，有望在分销网络拓展、DTP药房运作等多方面产生较好协同效应。不考虑康德乐并表因素，预计2017-2019年，公司净利润为35.6/40.8/46.9亿元，EPS分别为1.32/1.44/1.65元/股，对应PE为17/15/13倍，目前行业平均估值为22倍，我们看好公司作为行业龙头，工业+商业齐发展带来的规模与业绩提升效应，参考行业内可比公司2018年市盈率均值，给予2018年19倍估值，对应目标价27.4元，首次覆盖给予“买入”评级。

风险提示：公司经营风险，与康德乐中国业务协同运作效果不佳，DTP药房市场推广进度缓慢，工业品种竞争加剧。

投资评级

行业	医药生物/医药商业
6个月评级	买入（首次评级）
当前价格	22.69元
目标价格	27.4元

基本数据

A股总股本(百万股)	1,923.02
流通A股股本(百万股)	1,922.94
A股总市值(百万元)	43,633.25
流通A股市值(百万元)	43,631.40
每股净资产(元)	12.39
资产负债率(%)	57.69
一年内最高/最低(元)	29.25/20.81

作者

杨烨辉	分析师
SAC执业证书编号：S1110516080003	
yangyehui@tfzq.com	
郑薇	分析师
SAC执业证书编号：S1110517110003	
zhengwei@tfzq.com	
李扬	联系人
lyang@tfzq.com	

股价走势



资料来源：贝格数据

相关报告

财务数据和估值	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	105,516.59	120,764.66	134,000.47	154,100.54	169,510.59
增长率(%)	14.20	14.45	10.96	15.00	10.00
EBITDA(百万元)	4,924.06	5,539.93	5,650.13	6,409.70	7,291.55
净利润(百万元)	2,876.99	3,196.39	3,551.62	4,083.96	4,692.83
增长率(%)	11.03	11.10	11.11	14.99	14.91
EPS(元/股)	1.01	1.12	1.32	1.44	1.65
市盈率(P/E)	21.86	19.68	16.75	15.40	13.40
市净率(P/B)	2.10	1.99	1.75	1.70	1.56
市销率(P/S)	0.60	0.52	0.44	0.41	0.37
EV/EBITDA	10.95	10.05	10.86	8.98	8.33

资料来源：wind，天风证券研究所



内容目录

1. 扎根华东，覆盖全国的医药商业龙头.....	4
1.1. 千亿级业务规模，行业地位稳固.....	5
2. 工业、商业双轮驱动，再创发展新空间.....	7
2.1. 医药商业：第一梯队龙头，商业版图不断扩张.....	7
2.1.1. 分销覆盖全国，医院纯销占比逐步提升.....	8
2.1.2. 创新业务开启医药零售新篇章.....	10
2.1.3. 收购康德乐中国业务，医药商业版图再下一城.....	11
2.2. 医药工业：市场逐渐成熟，重点品种销售增长较快.....	11
2.2.1. 以化药、中药为主，重点品种增长较快，.....	12
2.2.2. 研发投入略有提升，持续推动仿制药一致性评价.....	13
3. 盈利预测与估值评级.....	14
3.1. 盈利预测.....	14
3.2. 估值与评级.....	15
财务预测摘要.....	16

图表目录

图 1：上海医药股权结构（2018 年 H 股配售完成前）.....	4
图 2：2016 年全国医药批发业务销售额（亿元）前五.....	4
图 3：2016 年全国前十名零售企业销售额（亿元）.....	4
图 4：上海医药主要参股、控股公司及主营领域.....	4
图 5：2016 年公司营业收入构成.....	5
图 6：2016 年公司成本构成.....	5
图 7：2012-2017Q3 公司营业收入（亿元）及增速.....	6
图 8：2010-2017Q3 上海医药与行业平均资产负债率（%）.....	6
图 9：2010-2017Q3 公司期末现金及现金等价物余额（亿元）.....	6
图 10：2010-2016 上海医药与可比公司销售毛利率比较.....	7
图 11：2010-2016 年上海医药与可比公司销售净利率比较.....	7
图 12：2010-2017Q3 公司销售费用率、管理费用率、财务费用率.....	7
图 13：2006-2016 年全国七大类医药商品销售总额（亿元）及增速.....	7
图 14：2010-2017H 上海医药商业板块收入及增速.....	8
图 15：2010-2017H 上海医药分销业务收入及增速.....	8
图 16：上海医药分销业务收入分地区构成.....	9
图 17：上海医药分销业务结构.....	9
图 18：2013-2017H 公司覆盖医疗机构数量（家）情况.....	9
图 19：2011-2017H 公司零售业务收入及增速.....	10
图 20：公司健康服务新模式.....	10

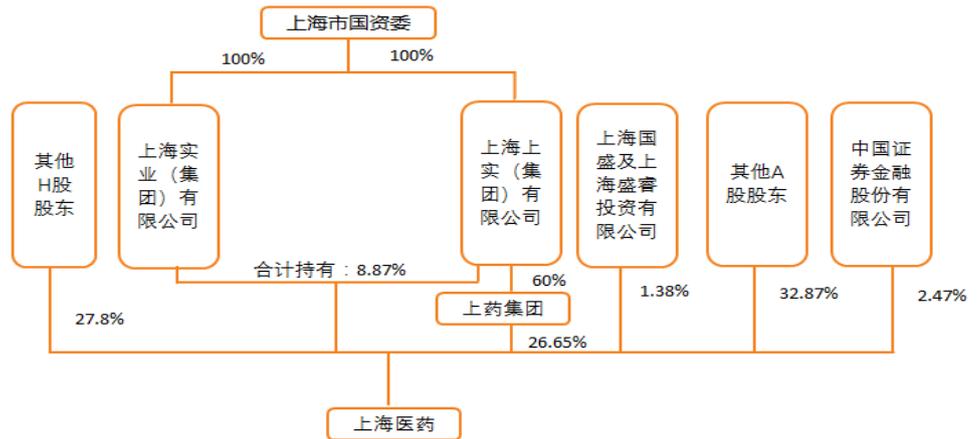
图 21: 上药云健康益药处方药创新销售与服务模式	11
图 22: 2010-2017H 年上海医药工业板块业务收入 (亿元) 及增速	12
图 23: 2010-2017H 年上海医药工业板块毛利额 (亿元) 及毛利率	12
图 24: 2012-2016 年公司医药工业细分板块收入及增长情况	12
表 1: 上海医药工业产品细分	13
表 2: 2012-2019E 上海医药经营数据分析与预测 (单位: 亿元)	14
表 3: 上海医药与可比公司财务数据与估值比较 (截止到 2018 年 3 月 6 日)	15

1. 扎根华东，覆盖全国的医药商业龙头

上海医药集团股份有限公司是一家集医药研发、制造、分销与零售于一体的全国性医药产业集团，是我国药品生产和流通的领先企业。根据商务部 2016 年药品流通数据显示，公司分销业务位居全国第三位，分销网络以华东、华北、华南为重点区域辐射全国。

公司成立于 1994 年，2010 年上实集团和上药集团医药业务重大资产重组完成，上市医药正式复牌上市。公司实际控制人为上海国资委，随着国企改革步伐加快，公司存在改革预期，有望享受政策红利。

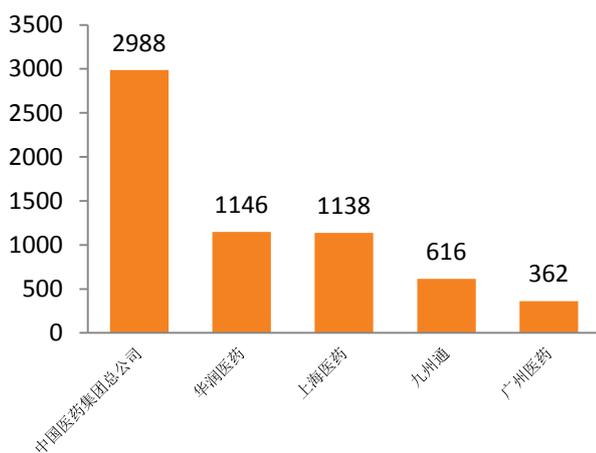
图 1：上海医药股权结构（2018 年 H 股配售完成前）



资料来源：2016 年年报，公司官网，天风证券研究所

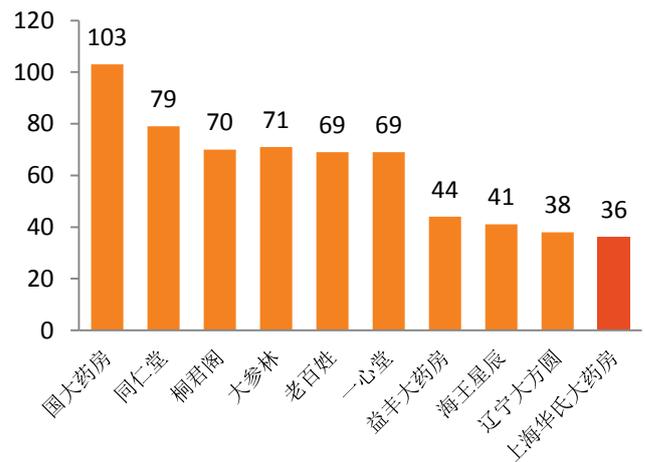
作为全国性的医药集团公司，公司参股、控股 40 余家公司，涵盖了药品销售、药品生产、化工原料药批发等多个领域。根据商务部发布的《2016 年药品流通行业运行统计分析报告》，上海医药批发业务收入排名第三位，仅次于中国医药集团总公司和华润医药，与排名第二的华润医药营业收入规模仅相差 8 亿元；零售方面，公司旗下上海华氏大药房在 2016 年全国零售业务销售额总中排名第 10 位。

图 2：2016 年全国医药批发业务销售额（亿元）前五



资料来源：《2016 年药品流通行业运行统计分析报告》，天风证券研究所

图 3：2016 年全国前十名零售企业销售额（亿元）



资料来源：《2016 年药品流通行业运行统计分析报告》，天风证券研究所

图 4：上海医药主要参股、控股公司及主营领域

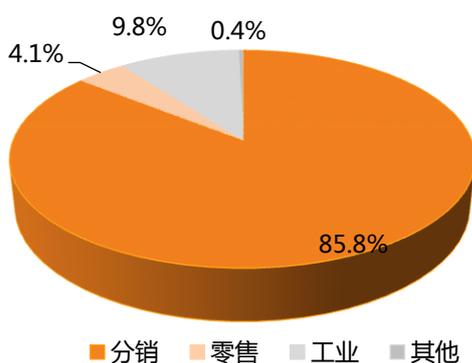
主营业务	公司名称	持股比例
药品销售	上药控股有限公司	100%
	上药科园信海医药有限公司	100%
	上海医药集团药品销售有限公司	100%
	上海外高桥医药分销中心有限公司	100%
药品生产与销售	上海上药信谊药厂有限公司	100%
	上海上药第一生化药业有限公司	100%
	上海上药新亚药业有限公司	96.90%
	上海市药材有限公司	100%
	正大青春宝药业有限公司	75%
	上药集团常州药业股份有限公司	75.89%
	上海中西三维药业有限公司	100%
	上海医药集团青岛国风药业股份有限公司	67.52%
	杭州胡庆余堂药业有限公司	51.01%
	厦门中药厂有限公司	61.00%
	辽宁上药好护士药业(集团)有限公司	55.00%
	上海中华药业有限公司	100%
	上药东英(江苏)药业有限公司	90.25%
	化工原料药批发	上海医药物资供销有限公司
医疗器械生产与销售	上海医疗器械股份有限公司	100%

资料来源：2017 年半年报,天风证券研究所

1.1. 千亿级业务规模，行业地位稳固

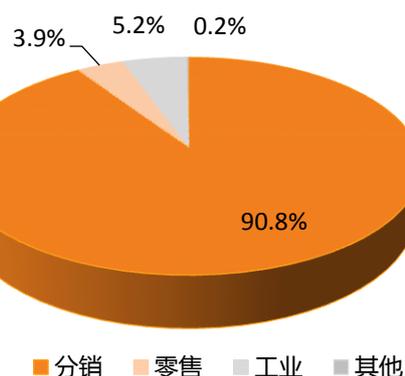
公司主要经营医药商业与医药工业，其中医药商业是公司最重要的业务，也是公司营业收入的主要来源。医药商业主要又可分为分销与零售，剔除内部抵消后，2016 年公司分销业务占营业收入的 85.8%；医药分销属于微利性行业，从成本端来看，公司分销业务成本占比为 90.8%。在原有业务不断稳固的发展的基础上，公司亦向上游端医药工业进行延伸，近年来，公司工业板块也得到了较为快速的提速，工业业务利润率相对商业更高，2016 年营收占比为 9.8%，成本占比仅为 5.2%。

图 5：2016 年公司营业收入构成



资料来源：wind，天风证券研究所

图 6：2016 年公司成本构成



资料来源：Wind,天风证券研究所

公司是市场少有的营收规模实现千亿级的公司，近年来，业务规模与业绩增速较为稳定。2015 年公司业绩首次突破千亿，2016 年至 2017 年营业规模持续扩大，在千亿规模基础上，继续保持超过 10% 的增长速度。2017 前三季度公司实现营收 990.31 亿，同比增长 13.34%，归属于母公司净利润 28.89 亿元，同比增长 9.42%。

截止到 2017 年前三季度，公司已在全国 22 个省/市建有子公司，进行全国分销网络的铺设，在工业方面亦奋勇直追，多个品种的销售量逐年增加，我们认为，虽然目前公司营收

规模已经处于千亿量级，但商业与工业市场足够大，公司在分销网络不断扩大，工业业务持续开拓的情况，业务规模有望继续提升，同时高毛利业务的发展可为业绩的增长创造了成长空间。

图 7：2012-2017Q3 公司营业收入（亿元）及增速



资料来源：wind, 天风证券研究所

图 8：2012-2017Q3 公司归母净利润（亿元）及增速

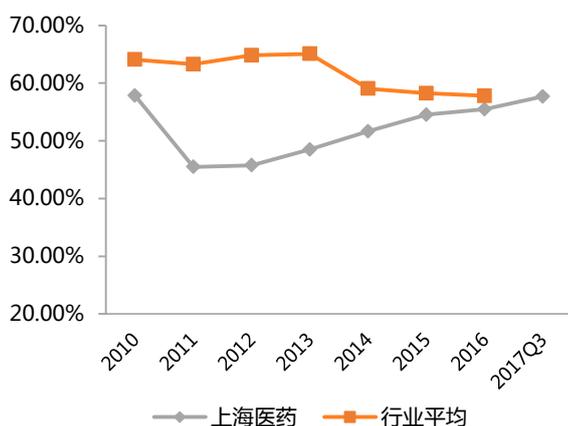


资料来源：Wind, 天风证券研究所

医药商业类公司运作模式多为从上游医药工业企业采购商品，再销售到下游医院、分销企业或者零售药店等机构，在此过程中商业企业前期需要垫付大量的采购资金，并存在回款周期较长的风险，因此对商业企业来说，优秀的融资能力以及保持充足的现金流对维持公司的正常运营具有非常重要的意义。

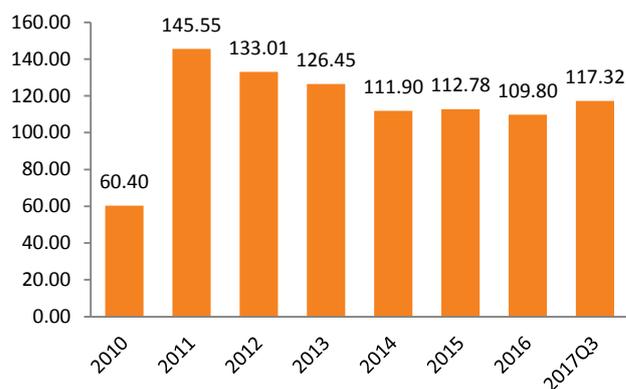
上海医药作为上海国资委旗下控股企业，在融资能力上相较普通的民营企业更具优势，另外，公司保持良好的经营多年，现金流充足，资本结构完善，具备未来长期健康运营的基础保障。2017 前三季度，公司资产负债率为 57.7%，近几年来，随着公司业务规模的不断扩大，以及外延步伐的加快，公司资产负债率有所提升，但整体来看，仍处于行业平均水平，暂不构成较大经营风险。

图 8：2010-2017Q3 上海医药与行业平均资产负债率 (%)



资料来源：wind, 天风证券研究所

图 9：2010-2017Q3 公司期末现金及现金等价物余额 (亿元)

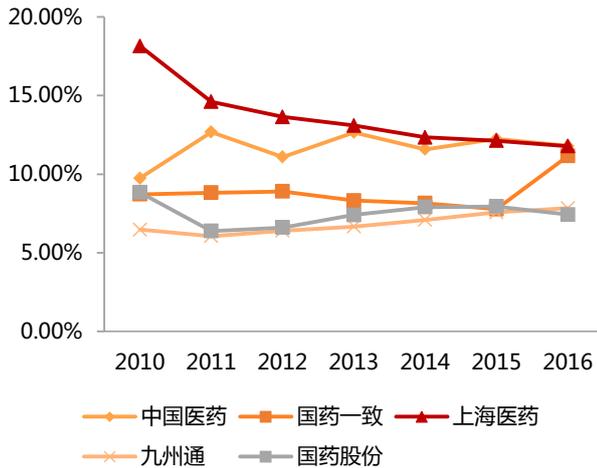


资料来源：wind, 天风证券研究所

从公司盈利能力来看，公司销售毛利率处于同行业可比公司中上水平，销售净利率处于同行业中等水平。但 2010-2016 年受外部竞争环境日趋激烈的影响，公司销售毛利率与销售净利率下降明显，2016 年公司销售毛利率与销售净利率分别为 11.8%，3.17%，较 2015 年分别下跌 0.3 个百分点与 0.02 个百分点。

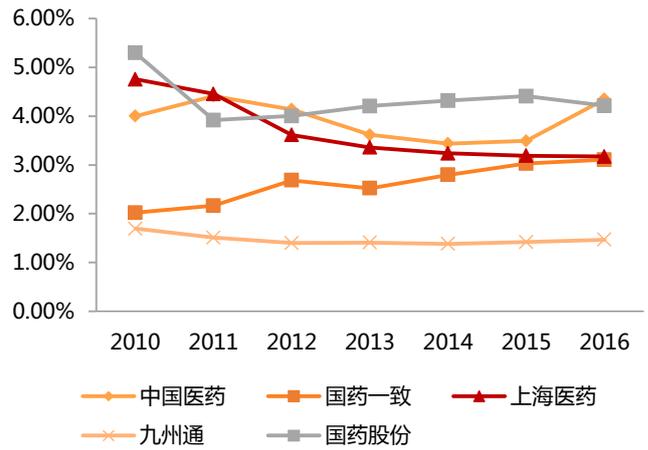
最近几年，医药行业的发展受政策与市场环境的影响较大，公司也在积极进行业务结构调整，医药商业业务中的毛利更高的医院纯销业务占比逐步提升（2016 年纯销业务占分销业务收入 60%），而工业板块，研发力度与新产品市场推广力度不断增加，工业发展前景良好，未来附加价值更高的业务占比的提升有望带动公司整体盈利能力的提升。

图 10：2010-2016 上海医药与可比公司销售毛利率比较



资料来源：wind,天风证券研究所

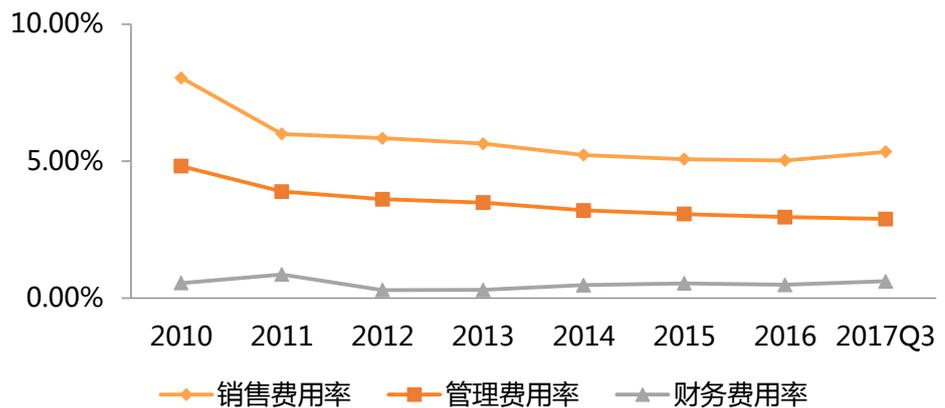
图 11：2010-2016 年上海医药与可比公司销售净利率比较



资料来源：wind，天风证券研究所

从 2010 年至 2017 前三季度公司销售费用率，管理费用率与财务费用率情况来看，公司控费能力在逐步提升。2016 年销售费用率、管理费用率较 2010 年分别下跌 2.7%、1.9%。这侧面反映出了公司优秀的控费能力，而对于上海医药千亿级的业务规模来说，费用控制是影响公司业绩的重要因素之一。

图 12：2010-2017Q3 公司销售费用率、管理费用率、财务费用率



资料来源：wind, 天风证券研究所

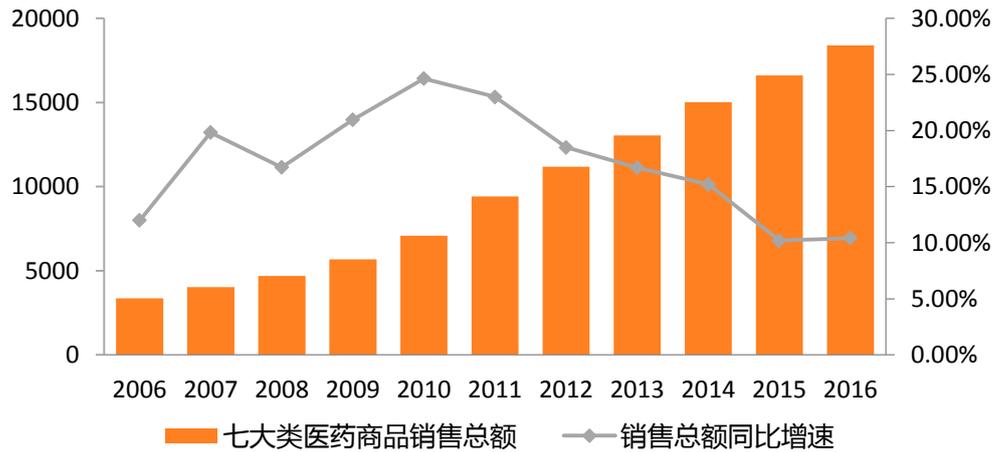
2. 工业、商业双轮驱动，再创发展新空间

2.1. 医药商业：第一梯队龙头，商业版图不断扩张

根据商务部数据 2016 年我国七大类医药商品销售总额为 18393 亿元，同比增长 10.4%。从近 10 年全国医药商品销售数据来看，医药商业是一个足够大，并拥有持续增长能力的行业。2016 到 2017 年是我国医药产业行业政策变动较大的年份，特别是医药商业，受“两票制”“营改增”“新版 GSP”等一系列的政策影响较大，行业格局正在悄然发生变化。

新出台的相关政策在行业规范程度上要求更加严格，这意味着行业的监管将会趋于严格，相关公司的运营成本也将提高。从行业整体情况来看，一些规范化运营的大公司，有望在此次行业格局调整中借助规模化优势，资金优势与资源优势蚕食一部分面临淘汰的小企业的市场份额。从行业的角度来说，未来行业集中度或有一定程度的提升，第一梯队的龙头企业市场份额有望提高，整体的议价能力也将有望提升。

图 13：2006-2016 年全国七大类医药商品销售总额（亿元）及增速

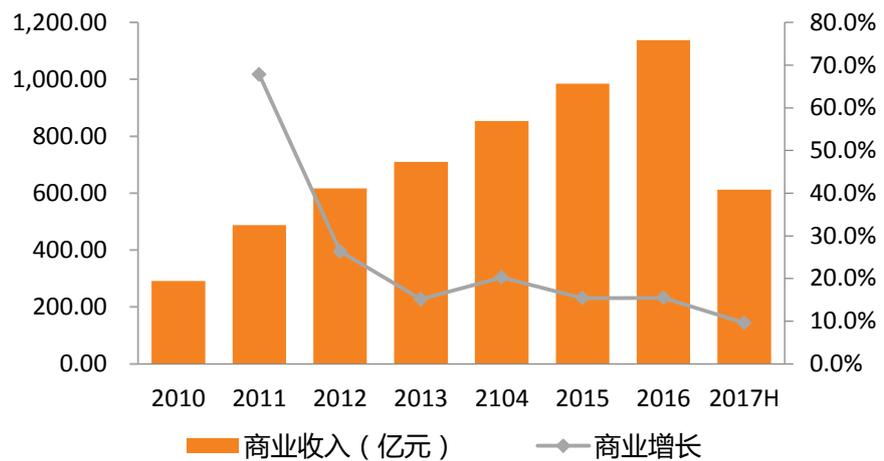


资料来源：商务部，天风证券研究所

2.1.1. 分销覆盖全国，医院纯销占比逐步提升

医药分销是公司营收与利润的主要来源，营业收入占比约为 86%，是公司最主要的经营业务。作为少有的销售网络几乎覆盖全国的医药商业公司，公司商业业务规模实现了千亿的突破，2016 年公司医药商业实现营收 1137.7 亿元，同比增长 15.5%。2017 年公司运行良好，商业销售网络持续扩张，2017 年上半年医药商业收入 612.35 亿元，同比增长 9.6%，其中分销业务收入 582.61 亿元，零售收入 27.14 亿元。

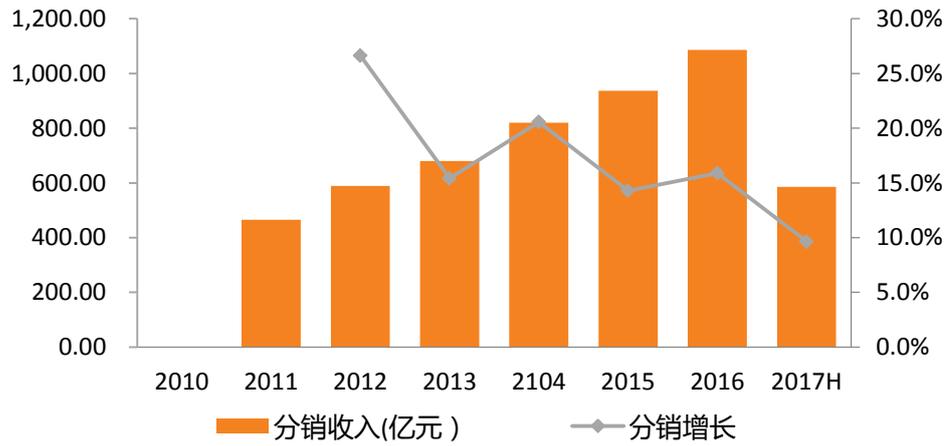
图 14：2010-2017H 上海医药商业板块收入及增速



资料来源：Wind，天风证券研究所

2017 年公司商业板块收入稳步增长，覆盖省市扩大到 22 个省/市，以此建立覆盖全国 31 个省/市的销售网络。细分来看，公司分销业务规模平稳增长，2017 年上半年分销收入实现 585.2 亿元，同比增长 9.64%，另外分销业务毛利率水平为 6.22%，较 2016 年上半年同期 0.07 个百分点。

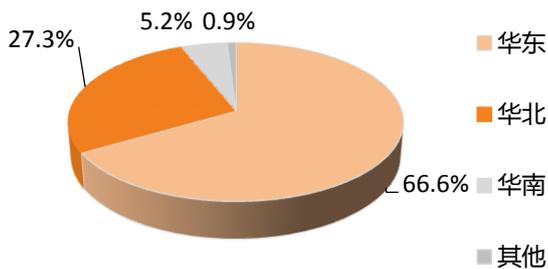
图 15：2010-2017H 上海医药分销业务收入及增速



资料来源: wind, 天风证券研究所

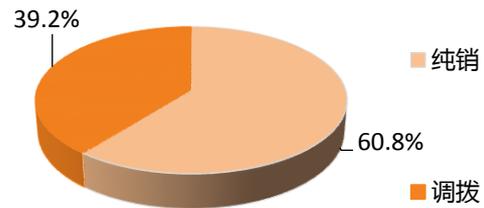
公司总部位于上海, 在华东地区业务经营时间较长, 业务基础牢固, 是公司分销业务最重要的区域。整体来看, 公司的分销业务主要以华东、华北、华南三大地区为主, 其中华东地区的销售收入占比最高约为 66.6%, 华北地区近两年的业务占比有所提升, 约为 27.3%。从公司分销业务规模来看, 调拨业务受两票制的影响, 增速放缓, 占比也有所下降, 医药纯销业务的占比开始提升, 2016 年公司医院纯销业务占比约为 60.8%, 相较 2015 年同期提升 1.5 个百分点。

图 16: 上海医药分销业务收入分地区构成



资料来源: 2016 年年报, 天风证券研究所

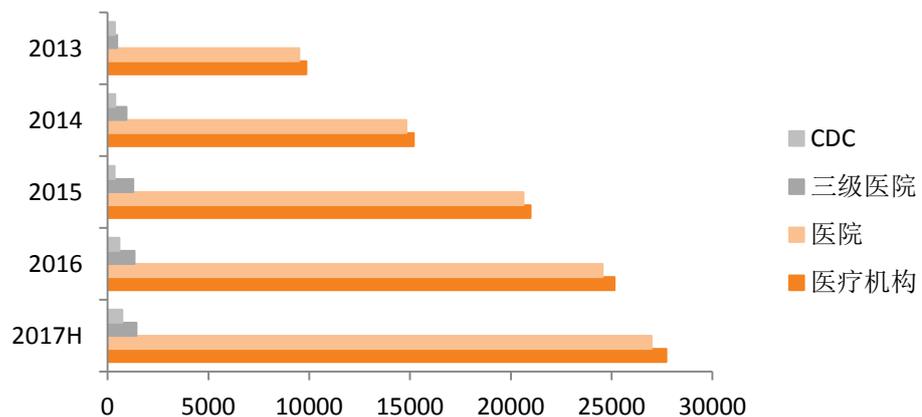
图 17: 上海医药分销业务结构



资料来源: 2016 年年报, 天风证券研究所

2017 年公司持续推进与各个医疗机构的合作, 在覆盖地区增加的基础上, 覆盖的医疗机构数量也进一步增加, 截止到 2017 年上半年, 公司覆盖医疗机构增加至 27712 家, 其中三级医院 1425 家, 疾控中心 (CDC) 727 家。作为医药商业龙头企业, 公司拥有较为丰富的渠道资源, 与合作医疗机构建立良好的合作关系, 这对公司未来发展医院供应链管理, 合作药房等创新业务将产生积极的影响。

图 18: 2013-2017H 公司覆盖医疗机构数量 (家) 情况

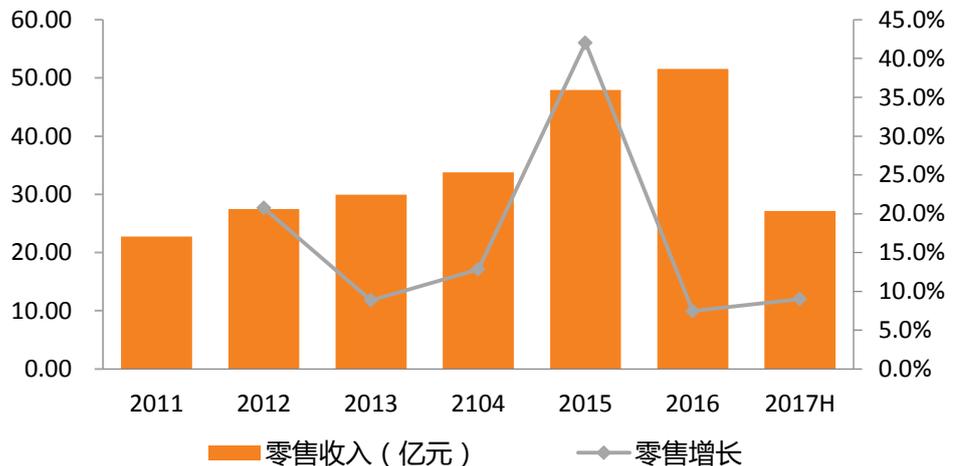


资料来源: 公司年报, 天风证券研究所

2.1.2. 创新业务开启医药零售新篇章

2017 年上半年, 公司医药零售业务实现营收 27.14 亿元, 同比增长 9.0%, 零售业务毛利率为 16.34%, 较 2016 年同期增加 0.38 个百分点。公司零售业务分布全国 16 个省区市, 截止到 2017 年上半年末, 公司下属品牌连锁零售药店 1855 家, 相较 2016 年同期, 增加 59 家。其中多数为直营店, 数量为 1200 家。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, 根据商务部 2016 年药品流通行业运行统计分析, 上海华氏大药房以 36 亿的年销售额占据全国连锁药店销售规模第 10 位。

图 19: 2011-2017H 公司零售业务收入及增速



资料来源: wind, 天风证券研究所

公司积极抓住时代与行业发展带来的机遇, 为医药零售业务注入新的活力。一方面公司积极布局“互联网+”业务, 开展健康服务新模式, 通过线上与线下的结合, 增加业务规模与客户黏性, 另一方面采用远程视频, 药学咨询等方式服务患者合理健康用药, 同时在线下设立自动购药机, 节约患者购药时间。创新业务的开展, 不仅能为患者提供更优质服务, 而且同时扩大了公司在零售板块的业务规模与品牌知名度。

图 20: 公司健康服务新模式



资料来源: 公司网站, 天风证券研究所

在行业变革背景下, 公司充分认识到处方药外流以及分级诊疗带来的发展机会, 积极进行相关布局, 参与上海社区综改“处方延伸”项目, 截止到 2017 年上半年末, 公司已经覆盖上海市 128 家社区医院及卫生服务中心。

上药云健康是公司 2015 年出资成立的处方药新零售“互联网+”发展平台, 并以电子处方为核心, 打造从处方获取与管理, 到处方实现与药品配送, 最后到患者增值服务的价值链闭环。旗下“益药·药房”覆盖区域不断扩大, 截止到 2017 年底, “益药·电子处方”已

成功对接 2000 多家医疗机构，处理电子处方超 200 万张。

上药云健康是上海医药最重要的 DTP(Direct-to-Patient)网络，是国内 DTP 行业的领跑者，目前“益药·药房”分布于全国 13 个省份，门店数近 40 家，国内排名前茅。处方药外流已成为一种趋势，行业正处于发展阶段，公司作为行业 DTP 业务的先行者，有望成为“第一口吃螃蟹的人”。

图 21：上药云健康益药处方药创新销售与服务模式



资料来源：上药云健康微信公众号，天风证券研究所

2.1.3. 收购康德乐中国业务，医药商业版图再下一城

2018 年 2 月 2 日，公司公告收购 Cardinal Health (L) Co., Ltd.100%股权已完成交割手续，收购价格最终为 5.76 亿美元。交割完成后，公司下属全资子公司 Century Global 持有康德乐马来西亚 100%股权，进而通过康德乐马来西亚间接拥有其于香港及中国境内设立的全部中国业务实体。

根据商务部数据，2016 年康德乐中国药品分销销售规模以 255 亿元，排名全国第八。收购康德乐中国业务的成功有利于公司商业板块的再度扩张，主要体现在以下几个方面：

- 1、收购康德乐中国成功后，公司医药分销的业务规模将超过华润医药成为我国药品流通领域排名第二的医药商业公司，行业地位再度提升。
- 2、康德乐中国分销网络遍布全国 12 个省/市，并拥有 14 个直销公司与 17 个分销运营中心，收购完成后，公司分销业务既能实现新市场的开拓（天津/贵州/重庆），又能实现已有市场的深度拓展（上海、北京等地区），市场覆盖深度与广度同时提升。
- 3、康德乐中国业务代理品种中进口品种占收入的 80%，上海医药该比例为 30%左右，收购完成后，公司在进口品种代理上优势进一步突出，国际化进程提速。
- 4、康德乐拥有美国 DTP 药房的成熟经验和运作经验，并在中国拥有 5 年的实践。目前康德乐在中国拥有 30 家 DTP 药房，年销售额为 6-7 亿元。上海医药目前拥有 40 家左右 DTP 药房，收购完成后，公司将成为全国拥有 DTP 药房规模最大的公司之一。随着处方药外流的趋势逐渐形成，公司未来发展的市场空间与国际资源优势，将成为其未来的重要看点。

2.2. 医药工业：市场逐渐成熟，重点品种销售增长较快

医药工业是公司核心业务之一，目前已在全国 8 个省市及海外建有制造基地，涵盖了特色原料药、现代中成药、精品化学制剂及保健品生产；常年生产品种超 800 种，涵盖 20 多种剂型，2017 年，预计将有 26 种产品销售额过亿。

在工业产品推广方面，公司坚持重点产品聚焦战略，对不同类型产品做针对性分析，充分分析自身产品优势、资源优势、产品竞争格局，实施“一品一策”的推广战略。2017 年上半年，公司工业销售收入为 75.03 亿元，同比增长 17.03%，相较 2016 年同期提升近 12 个百分点，工业业务收入实现历史突破，多个产品出现高于行业的平均增长，工业业务价值逐渐显现。

图 22：2010-2017H 年上海医药工业板块业务收入（亿元）及增速

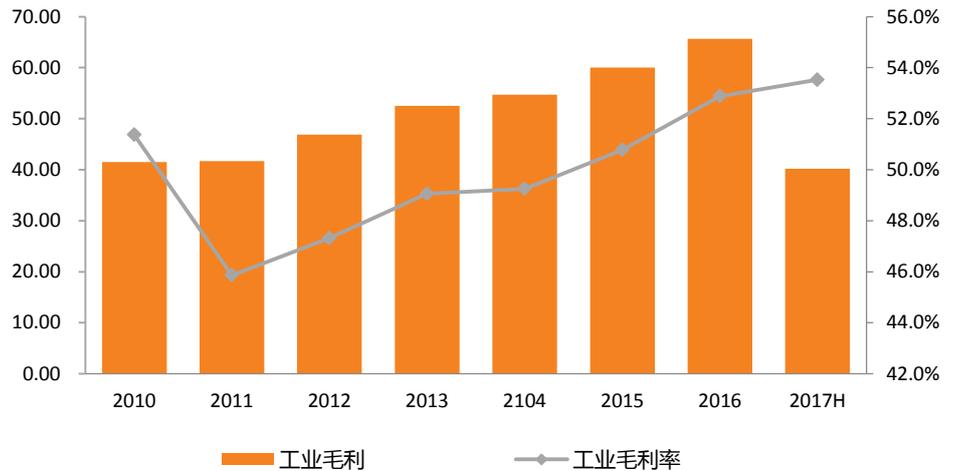


资料来源：wind, 天风证券研究所

与医药商业相比，医药工业拥有技术壁垒、人才壁垒等优势，因此也具备了更高的附加值，虽然目前公司医药工业只占收入的 9.8%，但工业业务拥有更高的毛利率，未来将是公司提升盈利能力与市场竞争力的核心发展业务之一。

受益于高毛利重点品种销量的提升以及销售市场的逐渐成熟，2011-2017 年上半年，公司毛利率从 45.86% 提升至 53.53%，在一定程度上减少了一部分商业板块毛利率下滑带来的业绩波动影响，从而稳定了公司整体盈利能力。

图 23：2010-2017H 年上海医药工业板块毛利额（亿元）及毛利率

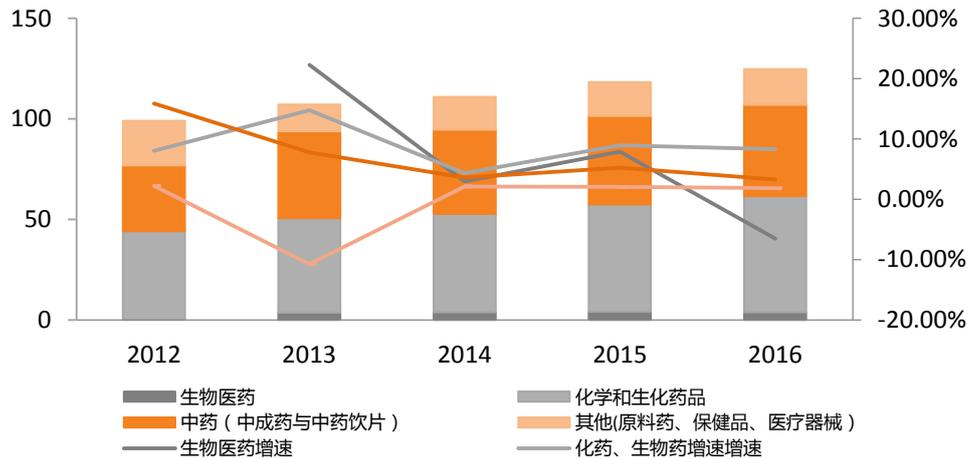


资料来源：wind, 天风证券研究所

2.2.1. 以化药、中药为主，重点品种增长较快，

公司医药工业板细分来看，可分为生物医药、化学药品、中药板块（中成药、中药饮片）、其他原料药、医疗器械等板块。其中化学药品与中药板块是工业板块的主要收入来源，化药保持着较高的增长，中药增长较为平稳。2016 年公司化药、中药板块收入分别为 57.73 亿元、45.52 亿元，分别占同期医药工业收入的 46.5%、36.7%。

图 24：2012-2016 年公司医药工业细分板块收入及增长情况



资料来源: 公司年报, 天风证券研究所

按治疗领域来分, 公司工业产品主要涉及心血管系统、抗肿瘤及免疫调节、消化系统与新陈代谢、全身抗感染药等领域。主要涉及的重点产品有参麦注射液、硫酸羟氯喹片、双歧杆菌三联活菌、丹参酮 IIA 磺酸钠注射液、注射用盐酸头孢替安等。

表 1: 上海医药工业产品细分

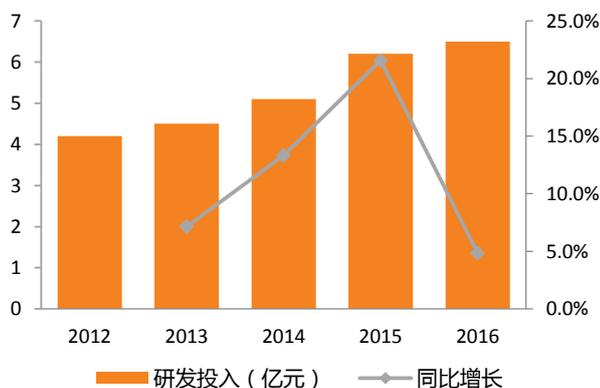
治疗领域	2016 年销售收入(百万)	毛利率	重点品种	是否为基药	是否进医保
心血管领域	285.7	61.66%	参麦注射液	是	国家、省级
			丹参酮 IIA 磺酸钠注射液	否	国家、省级
抗肿瘤免疫调节	80.5	82.25%	硫酸羟氯喹片	否	国家、省级
消化道与新陈代谢	144.4	52.15%	双歧杆菌三联活菌	胶囊纳入/散剂未纳入	国家/省级
中枢神经	58.1	67.9%			
抗感染	120.5	67.9%	注射用盐酸头孢替安	否	国家、省级
骨骼肌肉系统	72.2	70.49%			
呼吸系统	70.6	47%			
其他	409.6	41.7%			

资料来源: 2016 年年报, 天风证券研究所

2.2.2. 研发投入略有提升, 持续推动仿制药一致性评价

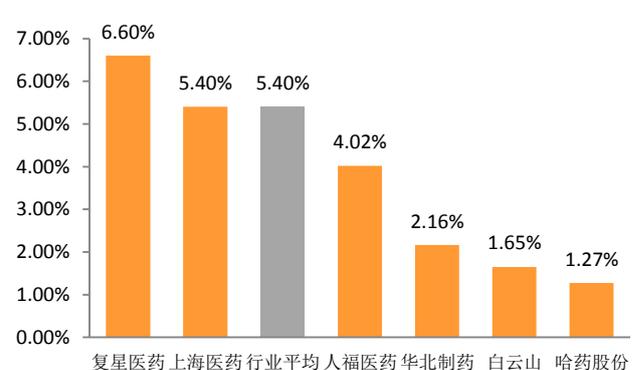
研发能力是推动公司工业发展的动力。2016 年公司研发投入 6.7 亿元, 同比增长 4.84%, 占工业销售收入的 5.4%。与同类型可比公司进行比较, 研发投入处于行业平均水平。

图 12: 公司研发投入 (亿元) 及增速



资料来源: wind, 天风证券研究所

图 13: 可比公司研发投入比较

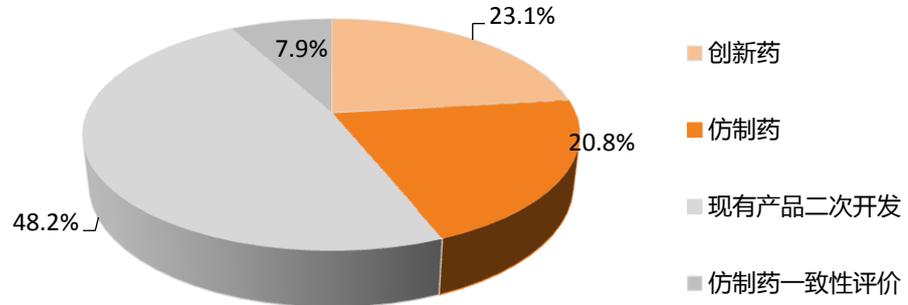


资料来源: 公司年报, 天风证券研究所

公司研发费用主要用于现有品种的二次开发, 以及创新药与仿制药的开发。现有品种的二

次开发，有助于公司现有品种继续保持一定的市场占有率，降低被新品种替代的风险。创新药与仿制药的开发，是未来公司工业业务持续发展的动力；新品种推出后，有望借助公司商业渠道的优势，迅速拓展市场。

图 14：研发投入用途分布



资料来源：2016 年年报，天风证券研究所

3. 盈利预测与估值评级

3.1. 盈利预测

2017 年公司商业业务结构中纯销业务占比继续提升，目前占比约为 60%。2017 年公司调拨业务受到两票制等政策影响，增速放缓，2018-2019 年随着调拨业务占比的下降，这种影响将逐步减弱；细分来看，一方面公司是全国 DTP 药房规模最大的公司之一，能更好的承接处方药外流市场，预计 2017-2019 年公司零售业务将保持较快的增长；另一方面，公司工业品种在经过一段时间市场培育后，重点品种开始放量，从 2017 年前三季度数据来看，工业品种增长态势较好，对业绩的贡献度增加。

目前市场普遍认为受两票制影响，医药商业公司利润空间被压缩，行业正处于调整期；同时认为公司业务规模已经达到较高水平，实现快速的增长较难。我们认为从 2018 年起全国 31 个省/自治区均开始实施两票制，且大部分地区在 2017 年已经试运行了半年，大部分规模较大的医药商业公司前期已经适应政策的变化，并积极进行了销售策略的调整，两票制影响因素在逐渐消除；从公司层面来说，公司业务结构正在逐渐发生一些变化，处方药新零售业务的开拓，以及工业品种的在市场的放量，都是未来公司成长的动力与股价催化因素。

我们对公司 2012-2016 年经营数据进行了拆分，并对 2017-2019 年的经营情况进行预测：

关键假设：

- 1、2017-2019 年纯销业务占比提升至 65%左右；
- 2、2017-2019 年零售业务保持 20%以上的年复合增长；分销业务保持 10%左右的年复合增长；
- 3、2017-2019 年医药工业 20%以上的年复合增长。

具体分拆与预测如下：

表 2：2012-2019E 上海医药经营数据分析与预测（单位：亿元）

	2012	2013	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
总营收	680.78	782.23	923.99	1,055.17	1,207.65	1340.01	1541.01	1695.11
总成本	587.93	679.80	809.94	927.15	1,065.31	1179.21	1348.38	1483.22
毛利	92.86	102.39	114.02	127.99	142.38	160.80	192.63	211.89

营收增长率 (%)	24%	14.90%	18.12%	14.20%	14.45%	11%	15%	10%
销售毛利率 (%)	13.64%	13.09%	12.34%	12.13%	11.79%	12.00%	12.5%	12.5%
分项目								
商业总收入	616.75	710.02	853.77	985.12	1,137.71	1254.06	1434.96	1572.12
YOY	26.37%	15.12%	20.25%	15.38%	15.49%	10%	14%	10%
毛利率 (%)	7.14%	6.77%	6.70%	6.62%	6.47%	6.50%	6.50%	6.50%
分销	589.26	680.10	820.00	937.17	1,086.18	1194.80	1362.07	1484.66
YOY	26.64%	15.42%	20.57%	14.29%	15.90%	10%	14.0%	9%
毛利率 (%)	6.51%	6.17%	6.18%	6.14%	6.03%	6%	6%	6%
零售	27.49	29.92	33.76	47.95	51.53	59.26	72.89	87.47
YOY	26.64%	15.42%	20.57%	14.29%	15.90%	15%	23%	20%
毛利率 (%)	20.79%	20.28%	19.38%	15.99%	15.84%	17%	18%	20%
工业总收入	99.12	107.09	111.03	118.24	124.16	146.18	181.32	212.28
YOY	9.07%	8.04%	3.68%	6.49%	5.01%	18%	24%	17%
毛利率 (%)	47.32%	49.06%	49.25%	50.78%	52.88%	55%	56%	56%

资料来源: wind, 天风证券研究所

3.2. 估值与评级

我们将公司与同类型可比公司进行比较, 可比公司最新动态市盈率平均水平为 22 倍, 上海医药最新 PE (TTM) 仅为 19 倍, 低于行业平均估值。作为行业龙头, 公司拥有行业排名前茅的营收规模与净利润规模, 从估值水平来说, 尚有提升的空间。

表 3: 上海医药与可比公司财务数据与估值比较 (截止到 2018 年 3 月 6 日)

代码	公司	市值 (亿)	2016 年营收	2016 年归母净利润	2016 年归母净利润增长率	PE (TTM)	PE (2017E)	PE (2018E)
601607.SH	上海医药	629.0	1,207.6	32.0	11.1%	19	16.7	14.7
000028.SZ	国药一致	243.9	412.5	11.9	27.9%	20	20.5	17.8
600511.SH	国药股份	227.3	133.9	5.5	6.8%	24	21.7	19.3
600998.SH	九州通	319.0	615.6	8.8	26.2%	24	23.1	21.6
平均						22	20.5	18.3

资料来源: wind, 天风证券研究所

作为医药商业第一梯队企业, 公司分销网络分布全国, 收购康德乐后, 拥有近 70 家 DTP 药房, 未来有望成为处方药外流最大的受益者; 工业重点品种从 2017 年开始销售放量明显; 另外公司收购康德乐中国业务完成, 有望在分销网络拓展、DTP 药房运作, 进口药品代理等多方面产生较好的协同效应, 2016 年康德乐中国业务的利润规模为上海医药的 4%, 并表完成后, 将在一定程度增厚公司业绩。不考虑康德乐并表因素, 预计 2017-2019 年, 公司净利润为 35.6/40.8/46.9 亿元, EPS 分别为 1.32/1.44/1.65 元/股, 对应 PE 为 17/15/13 倍, 目前行业可比公司平均估值为 22 倍, 我们看好公司作为行业龙头, 工业+商业齐发展带来的规模与业绩提升效应, 参考行业内可比公司 2018 年市盈率均值, 给予 2018 年 19 倍估值, 对应目标价 27.4 元, 首次覆盖给予“买入”评级。

财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
货币资金	12,039.00	11,966.82	12,487.67	20,602.52	18,441.10
应收账款	25,230.88	28,241.88	28,802.55	29,640.83	34,646.89
预付账款	1,455.86	1,148.56	1,760.91	1,674.28	2,013.85
存货	15,090.62	16,415.76	18,844.01	21,548.50	22,818.00
其他	1,768.88	2,493.88	2,628.46	2,618.67	3,057.52
流动资产合计	55,585.24	60,266.90	64,523.61	76,084.80	80,977.36
长期股权投资	3,636.91	4,227.21	4,227.21	4,227.21	4,227.21
固定资产	5,348.66	5,657.91	5,910.36	5,957.90	5,869.49
在建工程	741.61	1,308.13	820.88	540.53	354.32
无形资产	1,984.20	2,767.11	2,527.76	2,288.41	2,049.06
其他	7,047.59	8,515.47	7,984.09	8,058.86	8,030.73
非流动资产合计	18,758.97	22,475.82	21,470.30	21,072.90	20,530.80
资产总计	74,344.21	82,742.72	85,993.91	97,157.70	101,508.16
短期借款	10,389.26	9,627.80	9,106.10	9,100.20	8,978.90
应付账款	23,106.93	25,610.70	27,187.89	33,947.85	33,215.16
其他	5,930.36	5,874.86	7,008.92	7,364.73	7,997.69
流动负债合计	39,426.55	41,113.36	43,302.91	50,412.79	50,191.75
长期借款	93.41	837.69	784.00	822.00	843.00
应付债券	0.00	1,998.59	666.20	888.26	1,184.35
其他	1,016.21	1,958.61	1,369.42	1,448.08	1,592.04
非流动负债合计	1,109.62	4,794.90	2,819.62	3,158.34	3,619.39
负债合计	40,536.17	45,908.25	46,122.53	53,571.13	53,811.14
少数股东权益	3,877.73	5,211.91	5,798.35	6,522.48	7,366.77
股本	2,688.91	2,688.91	2,688.91	2,842.08	2,842.08
资本公积	14,146.31	13,558.19	13,558.19	13,558.19	13,558.19
留存收益	27,205.98	28,912.44	31,384.12	34,222.01	37,488.17
其他	(14,110.88)	(13,536.99)	(13,558.19)	(13,558.19)	(13,558.19)
股东权益合计	33,808.04	36,834.47	39,871.38	43,586.57	47,697.02
负债和股东权益总	74,344.21	82,742.72	85,993.91	97,157.70	101,508.16

现金流量表(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
净利润	3,364.37	3,829.71	3,551.62	4,083.96	4,692.83
折旧摊销	745.83	824.04	534.15	552.16	563.97
财务费用	613.27	645.06	451.60	373.00	328.24
投资损失	(646.61)	(978.79)	(740.21)	(740.21)	(740.21)
营运资金变动	(3,133.02)	(2,075.37)	(1,185.40)	3,647.35	(6,929.98)
其它	405.32	(297.98)	614.46	736.93	864.07
经营活动现金流	1,349.16	1,946.67	3,226.22	8,653.19	(1,221.09)
资本支出	3,242.20	3,084.78	649.19	1.34	(93.96)
长期投资	891.29	590.30	0.00	0.00	0.00
其他	(6,042.41)	(6,564.62)	35.55	658.01	783.23
投资活动现金流	(1,908.91)	(2,889.54)	684.74	659.35	689.27
债权融资	10,772.74	12,483.01	10,666.21	10,950.10	11,095.74
股权融资	(472.84)	(1,123.88)	(397.29)	(147.73)	(257.30)
其他	(9,663.46)	(10,711.73)	(13,659.03)	(12,000.06)	(12,468.05)
筹资活动现金流	636.44	647.40	(3,390.11)	(1,197.69)	(1,629.61)
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
现金净增加额	76.68	(295.47)	520.85	8,114.85	(2,161.42)

资料来源：公司公告，天风证券研究所

利润表(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入	105,516.59	120,764.66	134,000.47	154,100.54	169,510.59
营业成本	92,715.33	106,530.89	117,920.41	134,837.97	148,321.77
营业税金及附加	263.72	336.86	402.00	493.12	559.38
营业费用	5,348.23	6,067.50	6,834.02	8,321.43	8,984.06
管理费用	3,234.12	3,567.95	4,100.41	4,931.22	5,254.83
财务费用	564.89	586.74	451.60	373.00	328.24
资产减值损失	350.61	446.34	365.00	400.00	403.78
公允价值变动收益	0.31	(0.08)	(2.84)	0.53	0.60
投资净收益	646.61	978.79	740.21	740.21	740.21
其他	(1,293.85)	(1,957.43)	(1,474.73)	(1,481.48)	(1,481.62)
营业利润	3,686.61	4,207.10	4,664.38	5,484.54	6,399.34
营业外收入	600.90	637.06	698.80	645.58	660.48
营业外支出	115.65	205.16	216.36	179.06	200.19
利润总额	4,171.85	4,639.00	5,146.83	5,951.07	6,859.63
所得税	807.49	809.28	977.90	1,130.70	1,303.33
净利润	3,364.37	3,829.71	4,168.93	4,820.37	5,556.30
少数股东损益	487.38	633.32	617.31	736.40	863.47
归属于母公司净利润	2,876.99	3,196.39	3,551.62	4,083.96	4,692.83
每股收益(元)	1.01	1.12	1.32	1.44	1.65

主要财务比率	2015	2016	2017E	2018E	2019E
成长能力					
营业收入	14.20%	14.45%	10.96%	15.00%	10.00%
营业利润	12.76%	14.12%	10.87%	17.58%	16.68%
归属于母公司净利润	11.03%	11.10%	11.11%	14.99%	14.91%
获利能力					
毛利率	12.13%	11.79%	12.00%	12.50%	12.50%
净利率	2.73%	2.65%	2.65%	2.65%	2.77%
ROE	9.61%	10.11%	10.42%	11.02%	11.64%
ROIC	13.22%	13.06%	11.95%	13.21%	17.18%
偿债能力					
资产负债率	54.52%	55.48%	53.63%	55.14%	53.01%
净负债率	40.15%	48.12%	53.82%	52.70%	46.16%
流动比率	1.41	1.47	1.49	1.51	1.61
速动比率	1.03	1.07	1.05	1.08	1.16
营运能力					
应收账款周转率	4.59	4.52	4.70	5.27	5.27
存货周转率	7.49	7.67	7.60	7.63	7.64
总资产周转率	1.52	1.54	1.59	1.68	1.71
每股指标(元)					
每股收益	1.01	1.12	1.32	1.44	1.65
每股经营现金流	0.47	0.68	1.14	3.04	-0.43
每股净资产	10.53	11.13	12.67	13.04	14.19
估值比率					
市盈率	21.86	19.68	16.75	15.40	13.40
市净率	2.10	1.99	1.75	1.70	1.56
EV/EBITDA	10.95	10.05	10.86	8.98	8.33
EV/EBIT	12.68	11.61	11.99	9.83	9.03

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	武汉	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号	湖北武汉市武昌区中南路 99 号保利广场 A 座 37 楼	上海市浦东新区兰花路 333 号 333 世纪大厦 20 楼	深圳市福田区益田路 4068 号卓越时代广场 36 楼
邮编：100031	邮编：430071	邮编：201204	邮编：518017
邮箱：research@tfzq.com	电话：(8627)-87618889	电话：(8621)-68815388	电话：(86755)-82566970
	传真：(8627)-87618863	传真：(8621)-68812910	传真：(86755)-23913441
	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com