

# 业绩受合营联营企业拖累，看好公司长期发展

## ——上海医药（601607）年报点评

2018年03月26日

强烈推荐/维持

上海医药

财报点评

张金洋	分析师	执业证书编号：S1480516080001
	zhangjy@dxzq.net.cn	010-66554035
缪牧一	研究助理	
	miaomy@dxzq.net.cn	010-66554035

### 事件：

- 1、公司发布 2017 年年报，实现收入 1308.47 亿元，同比增长 8.35%，实现归母净利润 35.21 亿元，同比增长 10.14%，实现扣非后归母净利润 28.46 亿元，同比下降 2.73%。Q4 单季实现收入 318.16 亿元，同比增长 5.18%，实现归母净利润 8.32 亿元，同比增长 12.56%，实现扣非后归母净利润 3.89 亿元，同比下降 39.41%。
- 2、公司以预计不超过 3.2 亿元受让控股股东全资子公司一德大药房 100% 股权、新世纪药业 100% 股权。

### 公司分季度财务指标

指标	2016Q2	2016Q3	2016Q4	2017Q1	2017Q2	2017Q3	2017Q4
营业收入（百万元）	30419.72	30821.5	30247.8	33129.49	32649.38	33252.58	31815.72
增长率（%）	17.79%	9.72%	14.25%	13.16%	7.33%	7.89%	5.18%
毛利率（%）	12.06%	11.55%	11.44%	12.38%	12.73%	12.39%	13.66%
期间费用率（%）	8.28%	8.35%	8.79%	8.63%	9.03%	8.85%	10.88%
营业利润率（%）	3.89%	3.26%	3.55%	4.15%	3.85%	3.38%	4.63%
净利润（百万元）	996.73	851.83	877.72	1140.81	1066.33	918.48	932.15
增长率（%）	09.06%	13.05%	02.52%	03.39%	06.98%	07.82%	06.20%
每股盈利（季度，元）	0.31	0.27	0.27	0.37	0.34	0.28	0.31
资产负债率（%）	55.62%	55.63%	55.48%	57.33%	58.20%	57.69%	57.95%
净资产收益率（%）	2.84%	2.37%	2.38%	3.01%	2.82%	2.36%	2.35%
总资产收益率（%）	1.26%	1.05%	1.06%	1.28%	1.18%	1.00%	0.99%

## 观点：

### 1、公司业绩受合营联营企业拖累

公司 2017 年净利润和扣非后净利润增速分别为 10.14%和-2.73%，出现较大差异的原因主要是公司在今年收回前期已计提坏账的应收账款，带来了 3.68 亿的非经常性损益，较去年同期增加了 2.16 亿元。公司扣非后净利润增速低于市场预期的原因主要是受到联营合营企业的拖累，公司联营合营企业由于新品上市投入以及产品降价等因素，全年贡献投资收益 5.52 亿元，同比下降 42.13%，假设剔除联营合营企业影响（16 年投资收益 9.53 亿元），公司归母净利润增速为 32.37%，扣非后净利润增速为 16.32%。

#### 分业务板块来看：

- ◆ **医药工业：**实现收入 149.87 亿元，同比增长 20.71%，贡献利润 14.42 亿元，同比增长 16.10%，毛利率为 55.14%，较去年同期上升 2.27 个百分点。公司在毛利率提升的情况下，利润增速不及收入增速的原因主要是 Vitaco 的收购，Vitaco 公司于 2016 年 12 月 17 日完成交割，17 年全年并表 9.74 亿收入，并表利润 0.07 亿元，剔除后公司医药工业收入端增速为 14.21%。公司高度重视营销体系建设，打造专业化高素质营销队伍，推动营销渠道精细化管理，成立了分别以学术营销为导向和以构建精细化渠道网络为导向的营销一部和营销二部。同时通过实施领域聚焦和重点产品聚焦战略，公司 60 个重点品种实现销售收入 79.79 亿元，同比增长 14.42%，重点品种毛利率为 71.28%，较去年同期上升 2.65 个百分点。
- ◆ **医药商业：**实现收入 1161.50 亿元，同比增长 6.93%，贡献利润 16.12 亿元，同比增长 15.39%，毛利率为 6.27%，较去年同期上升 0.24 个百分点，纯销业务占比由去年的 60.79%提升至 62.35%。尽管因为两票制对调拨业务的影响，公司收入端仅有 6.93%的增速，但利润端实现了较好的增长，同样受到两票制的影响，公司在流通板块并购加速明显。除了在 2018 年 2 月 2 日完成 5.76 亿美元收购康德乐马来西亚，进而拥有康德乐在香港及中国境内的业务以外，公司 2017 年在商业板块还有 2 笔相对较大的收购，分别在 17 年 2 月 1 日、7 月 31 日以 5.79 亿元、2.97 亿元收购徐州医药 99%股权、四川神宇医药 51%股权，购买日至年末的收入分别为 18.10 亿元、2.50 亿元，购买日至年末净利润分别为 3692 万元、976 万元。
- ◆ **医药零售：**实现收入 56.40 亿元，同比增长 9.44%，毛利率为 16.69%，较去年同期上升 0.85 个百分点。截止 2017 年，公司下属品牌连锁零售药房有 1892 家，其中直营店 1247 家，较去年同期分别增加 85、74 家，与医疗机构合作的院边药房 54 家，新增 14 家。公司在收购康德乐中国后，DTP 门店总数已超 70 家，进一步确立了公司国内最大新特药 DTP 服务网络地位。

#### 从财务指标上来看：

公司三大费用率较去年有小幅上升，我们认为主要原因是医药工业占比提升，同时在医药商业板块内部纯销占比提升（调拨业务基本没有什么费用）：销售费用率、管理费用率、财务费用率分别为 5.66%、3.15%、0.52%，较去年同期分别增加 0.64pp、0.20pp、0.03pp。

公司 2017 年净营业周期为 61.83 天，较去年同期增加 4.45 天，主要原因是应收账款周转天数增加，我们认为一方面是因为纯销业务占比提升，另一方面可能与零加成的全国铺开有一定关系。

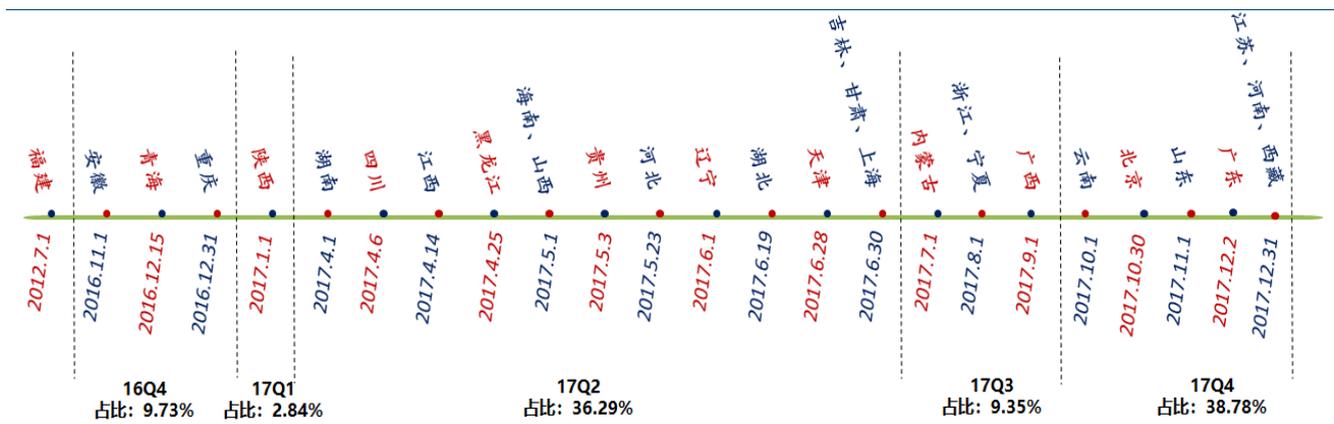
## 2、新董事长强化资本运作, 不断扩充工商业一体化龙头版图

公司新董事长上任后, 资本运作不断, 不断扩充公司作为医药工商业一体化龙头之一的版图。新董事长周军上任以来, 公司已经完成了 4 笔体量较大的收购: 5.76 亿美金收购康德乐马来西亚、9.38 亿人民币收购 Vitaco 的 60% 股权、5.79 亿人民币收购徐州医药 99% 股权、2.97 亿人民币收购四川神宇医药 51% 股权。公司此次又公告将以预计不超过 3.2 亿元受让控股股东全资子公司一德大药房 100% 股权、新世纪药业 100% 股权。其中, 一德大药房 2017 年末审计的收入、净利润为 1.37 亿元、343 万元; 而新世纪药业 2017 年末审计的收入、净利润分别为 3.79 亿元、624 万元。

## 3、投资逻辑再梳理: 工业看一致性评价带来普药竞争格局优化, 商业看两票制利空出尽带来长期集中度提升, 零售看全国最大的 DTP 药房

- ◆ **医药工业:** 目前公司工业板块的品种以普药为主, 公司大手笔推进一致性评价有望改善工业板块未来的竞争环境。公司成立一致性评价办公室, 共计开展 70 个品种 (97 个批文) 的一致性评价工作, 其中 21 个品种 (26 个批文) 是 289 目录外品种。其中, 盐酸氟西汀胶囊以及卡托普利片已完成评价并申报至 CFDA, 近 1/3 的产品进入临床研究阶段。此外, 公司与上海市多家三甲医院合作建立临床研究战略联盟, 已落地 22 个临床支持项目。
- ◆ **医药商业:** 除港澳台外的 31 个省份中有 30 个省份 (新疆未明确时间) 已经在 2017 年年底前执行两票制, 考虑到两票制执行后一般有 3-6 个月的缓冲期, 我们判断对调拨业务的影响最晚将持续至 2018 年年中。同时, 根据我们草根调研的情况, 各省流通业务的增速一般在执行两票制 3-6 个月内增速恢复为正, 和我们的判断相符。针对两票制这一单一变量来看, 是“短空长多”的逻辑, “短空”将最晚持续至 2018 年年中, 2018 年 Q3 以后就只剩下了集中度迅速提高的“长多”逻辑了。

图 1: 各省两票制执行时间轴及各季度对应销售额占比



资料来源: 各省部委, 东兴证券研究所

- ◆ **医药零售:** 作为 DTP 药房龙头, 并拥有丰富的品种资源, 未来有望受益于处方外流的长期推进。在完成对康德乐中国业务的收购后, 目前拥有 70 家以上 DTP 门店, 公司已经是全国最大的 DTP 药房, 考虑到公司品种资源的优势, 未来有望长期受益于处方外流。

### 结论：

我们预计公司 2018-201 年归母净利润为 40.81、46.85、53.36 亿元，同比增长 15.90%、14.81%、13.88%，对应 PE 为 16x、14x、12x，公司为流通领域龙头长期受益于两票制带来的流通行业整合，同时公司工业板块有望随着一致性评价逐渐落地而加速增长，叠加公司新董事长上任带来的外延预期，维持“强烈推荐”评级。

### 风险提示：

流通行业整合不及预期，联营合营企业继续拖累业绩增长

## 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				
	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E		2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
<b>流动资产合计</b>	60267	68642	77851	89569	103486	<b>营业收入</b>	120765	130847	151730	175112	202570
货币资金	11967	14842	17211	19858	22971	<b>营业成本</b>	106531	114123	132337	152730	176678
应收账款	27293	31377	36385	41992	48577	营业税金及附加	337	392	455	525	607
其他应收款	949	1438	1668	1925	2227	营业费用	6067	7411	8588	9911	11465
预付款项	1149	1391	1248	1171	1231	管理费用	3568	4124	4780	5516	6381
存货	16416	17270	20026	23112	26736	财务费用	587	677	764	859	968
其他流动资产	898	1114	28	28	28	资产减值损失	446.34	81.19	85.51	89.79	94.27
<b>非流动资产合计</b>	22476	25702	24814	24095	23374	公允价值变动收益	-0.08	-4.90	0.00	0.00	0.00
长期股权投资	4227	4694	4694	4694	4694	投资净收益	978.79	892.51	912.51	924.94	1017.4
固定资产	5253	7154	6701	6261	5839	<b>营业利润</b>	4207	5228	5634	6406	7393
无形资产	2751	2641	2376	2112	1848	营业外收入	637.06	165.86	350.00	437.50	525.00
其他非流动资产	941	734	734	734	734	营业外支出	205.16	189.21	198.67	208.60	219.03
<b>资产总计</b>	82743	94344	102665	113664	126860	<b>利润总额</b>	4639	5205	5785	6635	7699
<b>流动负债合计</b>	41113	49632	56597	64793	74735	所得税	809	1147	1012	1161	1347
短期借款	9628	13746	16515	19496	23322	<b>净利润</b>	3830	4058	4773	5474	6352
应付账款	22307	23346	26701	30816	35648	少数股东损益	633	537	691	793	920
预收款项	738	1032	1374	1768	2224	归属母公司净利润	3196	3521	4082	4681	5432
一年内到期的非流	19	58	58	58	58	EBITDA	8085	9175	7115	7984	9082
<b>非流动负债合计</b>	4795	5037	3757	3788	3825	<b>BPS (元)</b>	1.19	1.31	1.44	1.65	1.91
长期借款	838	960	960	960	960	<b>主要财务比率</b>					
应付债券	1999	1999	1999	1999	1999		2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
<b>负债合计</b>	45908	54669	60354	68581	78560	<b>成长能力</b>					
少数股东权益	5212	5645	6336	7129	8048	营业收入增长	14.45%	8.35%	15.96%	15.41%	15.68%
实收资本(或股本)	2689	2689	2842	2842	2842	营业利润增长	14.12%	24.27%	7.76%	13.70%	15.41%
资本公积	13558	13507	13507	13507	13507	归属于母公司净利润	11.10%	10.14%	15.94%	14.68%	16.04%
未分配利润	14138	16578	16772	16994	17252	<b>获利能力</b>					
归属母公司股东权	31623	34031	35975	37954	40251	毛利率(%)	11.79%	12.78%	12.81%	12.84%	12.81%
<b>负债和所有者权益</b>	82743	94344	102665	113664	126860	净利率(%)	3.17%	3.10%	3.15%	3.13%	3.14%
<b>现金流量表</b>	单位:百万元					总资产净利润(%)	3.86%	3.73%	3.98%	4.12%	4.28%
	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E	ROE(%)	10.11%	10.35%	11.35%	12.33%	13.50%
<b>经营活动现金流</b>	1947	2649	2228	2360	2431	<b>偿债能力</b>					
净利润	3830	4058	4773	5474	6352	资产负债率(%)	55%	58%	59%	60%	62%
折旧摊销	3291	3271	717	719	721	流动比率	1.47	1.38	1.38	1.38	1.38
财务费用	587	677	764	859	968	速动比率	1.07	1.04	1.02	1.03	1.03
应收账款减少	0	0	-5008	-5607	-6584	<b>营运能力</b>					
预收帐款增加	0	0	342	394	456	总资产周转率	1.54	1.48	1.54	1.62	1.68
<b>投资活动现金流</b>	-2890	-2355	1099	835	923	应收账款周转率	5	4	4	4	4
公允价值变动收益	0	-5	0	0	0	应付账款周转率	5.62	5.73	6.06	6.09	6.10
长期股权投资减少	0	0	109	0	0	<b>每股指标(元)</b>					
投资收益	979	893	913	925	1017	每股收益(最新摊薄)	1.19	1.31	1.44	1.65	1.91
<b>筹资活动现金流</b>	647	2315	-958	-549	-241	每股净现金流(最新)	-0.11	0.97	0.83	0.93	1.10
应付债券增加	0	0	0	0	0	每股净资产(最新摊)	11.76	12.66	12.66	13.35	14.16
长期借款增加	0	0	0	0	0	<b>估值比率</b>					
普通股增加	0	0	153	0	0	P/E	19.45	17.66	16.10	14.04	12.10
资本公积增加	-588	-51	0	0	0	P/B	1.97	1.83	1.83	1.73	1.63
<b>现金净增加额</b>	-295	2608	2369	2647	3114	EV/EBITDA	7.75	6.98	6.57	8.56	7.61

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。

## 研究助理简介

### 缪牧一

医药行业分析师。2016年水晶球第一名团队核心成员，公募榜单第一名，非公募榜单第二名。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。

## 风险提示

本证券研究报告所载的信息、观点、结论等内容仅供投资者决策参考。在任何情况下，本公司证券研究报告均不构成对任何机构和个人的投资建议，市场有风险，投资者在决定投资前，务必要审慎。投资者应自主作出投资决策，自行承担投资风险。

## 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。