

日期: 2018年03月26日

行业: 零售业



工业板块业绩增速上升 长期看好分销板块提高纯销比例

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 (2017Q4)

报告日股价 (元)	23.12
12mth A 股价格区间 (元)	21.15-28.88
总股本 (百万股)	2,842.09
无限售 A 股/总股本	68%
流通市值 (亿元)	444.58
每股净资产 (元)	12.66
PBR (X)	1.83
DPS (Y2017, 元)	10 派 3.8

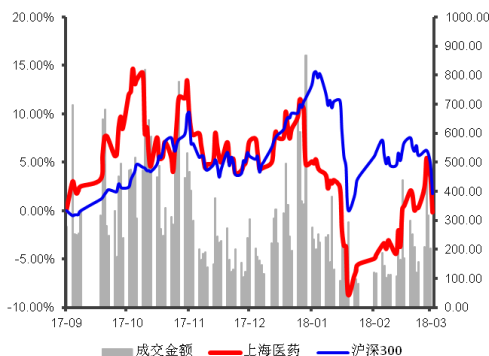
主要股东 (2017Q4)

香港中央结算(代理人)有限公司	27.14%
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 (2017Y)

分销	89.11%
工业	11.50%
零售	4.33%
抵消	-4.99%

最近 6 个月股票与沪深 300 比较



报告编号: JX18-CT07

首次报告日期:

相关报告:

《上海医药 (601607) 2017 年中报点评: 工业

■ 公司动态事项

公司发布2017年度报告。公司2017年实现营业收入1,308.47亿元,同比增长8.35%;实现归母净利润35.21亿元,同比增长10.14%。公司2017年利润分配预案为每10股派3.8元(含税)。

■ 事项点评

医药工业业务: 收入增速、毛利率水平显著提升, 研发储备丰富

公司2017年医药工业业务实现收入149.87亿元,同比增长20.71%,同比增速提高了15.70个百分点,毛利率为53.86%,同比上升3.3个百分点,收入增速、毛利率水平同比均显著提高。公司施行领域聚焦和重点产品聚焦战略,60个重点品种实现收入79.79亿元,同比增长14.42%,销售占医药板块的收入比例为52.76%,重点品种毛利率71.28%,同比上升2.65个百分点。

公司采取创仿结合的研发策略,2017年研发费用化投入为7.90亿元,同比增长20.79%。创新研发方面,公司主要聚焦抗肿瘤、全身性免疫及心血管领域,已获得注射用重组抗HER2人源化单克隆抗体-MCC-DM1偶联剂等8个临床批件、申报瑞舒伐他汀钙片等6个生产批件、获得注射用胰蛋白酶等4个生产批件,逐步构建起具有前瞻性的创新药物研发产品链与具有临床价值和技术特色的改良创新药产品链,进一步丰富了公司产品线。仿制药研发方面,公司以一致性评价为核心,聚优势资源专项推进,公司重点推进仿制药一致性评价工作,已开展70个品种的一致性评价工作,其中21个品种是289目录外品种,近1/3的产品进入临床研究阶段。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。

我们认为,公司施行重点产品聚焦战略、强化营销等因素带动医药工业业务收入增速、毛利率水平进一步提高,增厚公司业绩,长期来看公司采取创仿结合的研发策略,研发投入逐年稳健增长,受益于丰富的在研产品储备,新药陆续揭盲有望带动医药工业业务增长。

医药分销业务: 受益于“两票制”纯销业务比例提高, 收购康德乐在华业务已完成交割

公司2017年医药分销业务实现销售收入1,161.50亿元,同比增长6.93%,分销业务收入增速放缓主要是短期受“两票制”全国推进等因素影响,毛利率为6.12%,同比增长0.23个百分点,覆盖省市从20个扩大到24个,医院纯销占比为62.35%,同比提高1.56个百分点。公司保持外延式扩张的步伐,以5.76亿美元收购康德乐马来西亚100%股

板块增速显著提升，长期看好分销业务全国布局》

——2017年08月31日

权，于2018年2月已完成交割。我们认为，公司作为规模领先的全国性医药流通龙头企业，“两票制”背景下有望拓展纯销业务比例，提高市场份额；另一方面，公司通过收购康德乐公司在华业务，增厚公司业绩的同时有望借助康德乐DTP业务的优势引进进口代理产品，丰富公司商品品类。

医药零售业务：业绩增长稳健，持续推进 DTP 业务布局

公司2017年医药零售业务实现销售收入56.40亿元，同比增长9.44%，毛利率为16.36%，同比增长0.84个百分点，截至2017年末，公司拥有连锁药房1,892家，其中直营店1,247家。公司参与上海社区综改“处方延伸”项目，目前已覆盖上海市146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。公司拥有54家院边药房，获得康德乐中国的DTP门店后进一步确立了公司国内最大新特药DTP服务网络地位，门店总数超70家。

扣非归母净利润增速短期受参股企业拖累，同比小幅下降

公司2017年实现扣非归母净利润28.46亿元，同比下降2.73%，扣非归母净利润同比下降主要是因为参股企业贡献利润下降等因素。公司参股企业2017年贡献利润5.52亿元，同比下降42.13%。参股企业主要包括：1) 罗氏制药2017年实现营业收入、净利润分别为104.50亿元、3.99亿元，同比分别下降5.38%、下降16.71%；2) 天普生化2017年实现营业收入、净利润分别为11.26亿元、0.44亿元，同比分别下降22.48%、下降78.53%；3) 中美上海施贵宝2017年实现营业收入、净利润分别为51.27亿元、2.84亿元，同比分别上升8.54%、下降54.34%；4) 和黄药业2017年实现营业收入、净利润分别为16.95亿元、3.76亿元，同比分别上升11.08%、下降53.05%。

■ 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

结合2017年报我们调整公司18、19年EPS至1.43、1.61元，以3月23日收盘价23.12元计算，动态PE分别为17.25倍和15.31倍。同类型可比上市公司17年市盈率中位值为20.81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24个省市的营销网络，有望在本轮行业洗牌中提高纯销业务比例，占据更多的市场份额，叠加工业业务一方面整合集团公司的销

售团队、强化营销策略等因素，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)	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入	130,847.18	164,025.09	183,899.37	203,777.28
年增长率	8.35%	25.36%	12.12%	10.81%
归属于母公司的净利润	3,520.65	4,057.83	4,572.34	5,300.97
年增长率	10.14%	15.26%	12.68%	15.94%
每股收益 (元)	1.24	1.43	1.61	1.87
PER (X)	19.88	17.25	15.31	13.21

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	2017A	2018E	2019E	2020E
货币资金	14,842	16,403	18,390	20,378
存货	17,270	25,232	22,404	30,229
应收账款及票据	33,924	43,012	44,013	53,087
其他	2,607	2,732	2,791	3,239
流动资产合计	68,642	87,378	87,597	106,932
长期股权投资	4,694	4,694	4,694	4,694
固定资产	7,563	7,989	8,338	8,819
在建工程	1,537	1,537	1,537	1,537
无形资产	2,702	2,495	2,288	2,080
其他	9,205	9,033	9,013	8,901
非流动资产合计	25,702	25,748	25,870	26,032
资产总计	94,344	113,127	113,466	132,964
短期借款	13,746	11,593	12,993	15,180
应付账款及票据	32,771	45,532	42,229	54,737
其他	3,115	2,884	3,047	3,297
流动负债合计	49,632	60,009	58,269	73,214
长期借款和应付债券	2,959	7,960	5,838	5,838
其他	2,078	1,684	1,907	1,890
非流动负债合计	5,037	9,644	7,745	7,727
负债合计	54,669	69,653	66,014	80,941
少数股东权益	5,645	6,347	7,144	8,027
股东权益合计	39,676	43,474	47,452	52,023
负债和股东权益总计	94,344	113,127	113,466	132,964

现金流量表 (单位: 百万元)

指标	2017A	2018E	2019E	2020E
净利润	4,058	4,057	4,573	5,301
折旧和摊销	934	848	953	1,082
营运资本变动	(1,809)	(4,833)	(1,088)	(4,533)
经营活动现金流	2,649	511	4,882	2,405
资本支出	65	(1,067)	(1,094)	(1,355)
投资收益	893	982	1,080	1,188
投资活动现金流	(2,355)	(195)	6	(144)
股权融资	0	0	0	0
负债变化	122	0	(122)	0
股息支出	0	(1,217)	(1,372)	(1,590)
融资活动现金流	2,315	1,245	(2,901)	(273)
净现金流	2,608	1,560	1,987	1,988

数据来源: WIND 上海证券研究所

利润表 (单位: 百万元)

指标	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入	130,847	164,025	183,899	203,777
营业成本	114,123	143,992	161,384	178,311
营业税金及附加	392	453	524	585
营业费用	7,411	8,615	9,772	11,024
管理费用	4,124	5,014	5,617	6,292
财务费用	677	720	728	860
资产减值损失	81	418	421	371
投资收益	893	982	1,080	1,188
公允价值变动损益	(5)	(1)	0	0
营业利润	5,228	5,793	6,534	7,523
营业外收支净额	(23)	(25)	(26)	(27)
利润总额	5,205	5,769	6,509	7,496
所得税	1,147	1,009	1,139	1,312
净利润	4,058	4,760	5,369	6,184
少数股东损益	537	702	797	883
归属母公司股东净利润	3,521	4,058	4,572	5,301

财务比率分析

指标	2017A	2018E	2019E	2020E
总收入增长率	8.35%	25.36%	12.12%	10.81%
EBITDA 增长率	16.31%	14.24%	11.59%	15.21%
EBIT 增长率	16.89%	16.23%	11.50%	15.43%
净利润增长率	10.14%	15.23%	12.71%	15.93%
毛利率	22.02%	28.27%	28.50%	29.06%
EBITDA/总收入	4.92%	4.49%	4.47%	4.64%
EBIT/总收入	4.28%	3.97%	3.95%	4.11%
净利润率	2.69%	2.47%	2.49%	2.60%
资产负债率	57.95%	61.57%	58.18%	60.87%
流动比率	1.38	1.46	1.50	1.46
速动比率	1.04	1.04	1.12	1.05
总资产回报率 (ROA)	4.30%	4.21%	4.73%	4.65%
净资产收益率 (ROE)	10.35%	10.93%	11.34%	12.05%
EV/营业收入	0.5	0.5	0.4	0.4
EV/EBITDA	10.9	10.0	8.7	7.7
PE	19.9	16.3	14.5	12.5
PB	2.1	1.8	1.6	1.5

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 $\pm 10\%$ 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 $\pm 5\%$
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。