

谨慎推荐 (维持)

上海医药 (601607) 深度报告

风险评级: 中风险

商业受两票制影响将减弱 一致性评价推进助力工业发展

2018年4月9日

投资要点:

魏红梅

SAC 执业证书编号:

S0340513040002

电话: 0769-22110925

邮箱: whm2@dgzq.com.cn

研究助理
卢立亭

S0340116030094

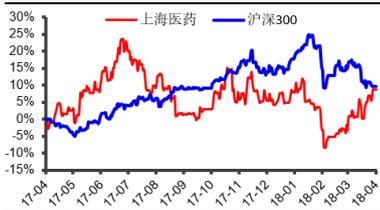
电话: 0769-22110619

邮箱: luliting@dgzq.com.cn

主要数据 2017年4月4日

收盘价(元)	25.08
总市值(亿元)	712.80
总股本(亿股)	28.42
流通股本(亿股)	19.23
ROE(TTM)	10.35%
12月最高价(元)	28.50
12月最低价(元)	20.81

股价走势



资料来源: 东莞证券研究所, Wind

相关报告

- 两票制消极影响将结束, 利好上下游能力较强流通龙头。**一方面, 两票制的短期消极影响预计将在2018年下半年结束, 长期来看, 两票制将利好龙头企业市场份额提升, 因此医药流通行业中的龙头公司是我们应该重点关注的投资标的。另一方面, 由于两票制的推行势必有利于具有优质上游资源和完善下游渠道网络的大型流通企业的发展壮大, 因此在选择标的时还应该考虑一家企业对上下游的布局情况和策略选择。从这两个方面考虑, 我们认为上海医药作为行业龙头, 长期将受益于两票制带来的市场份额的提升; 而且公司对上下游的议价能力较强, 在上游将继续努力获得药品、医疗器械等优质品种, 在下游继续通过并购等方式完善渠道网络布局, 符合我们的选股标准。
- 收购康德乐中国业务有利于公司抢占千亿处方外流市场。**我们预测处方外流市场规模约为1300亿元, 市场空间大。康德乐中国目前在我国拥有30家DTP药房, 加上公司本身拥有的40多家DTP药房, 公司获得康德乐中国业务后将成为国内最大的DTP药房运营实体。若后续整合顺利, 公司和康德乐中国的DTP药房业务将实现业务协同, 主要是上游药品资源协同和运输配送协同, 有利于公司获得更多上游优质药品资源从而利于下游销售增加, 有利于整合配送链条从而提高配送效率、降低成本。
- 积极推进一致性评价工作, 有望抢占进口原研药市场份额。**截止2017年10月20日, 公司对83个品种、156个品规进行了参比制剂备案。这83个品种、156个品规中有63个品种、120品规在289目录中。若按照这部分外资企业原研药约50%被通过一致性评价的仿制药所替代, 则这83个品种的进口替代效应将在我国重点城市医院释放将近37亿元的市场空间。若按照重点城市医院销售额与全国销售额按照1:4.5的比例测算, 则这83个品种的进口替代效应将在全国释放166.5亿元的市场空间。若公司一致性评价工作进展顺利, 则有望抢占进口原研药的市场份额。
- 投资建议。**预计公司在2018、2019年的EPS为1.42元、1.65元, 对应PE分别为18和15倍。给予谨慎推荐评级。**风险提示。**两票制消极影响超预期, 药品零售市场竞争加剧, 一致性评价推进不及预期等。

主要财务指标预测表

单位(百万元)	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入(百万)	130,847	148,335	168,076	191,738
YOY (%)	8.35%	13.37%	13.31%	14.08%
归母公司净利润(百万)	3,521	4,031	4,691	5,591
YOY (%)	10.14%	14.49%	16.37%	19.20%
毛利率 (%)	12.78%	12.50%	12.80%	13.00%
ROE (%)	10.23%	11.68%	12.31%	13.20%
每股收益(元)	1.24	1.42	1.65	1.97
市盈率(倍)	20.25	17.68	15.20	12.75

资料来源: wind 资讯, 东莞证券研究所

目 录

1.医药商业持续平稳增长，医药工业 2017 年表现优异.....	4
2.两票制消极影响下半年或将结束，长期利好龙头.....	7
2.1 药品流通销售额增速下滑，市场集中度呈上升趋势.....	7
2.2 大力推行两票制，市场集中度将继续提高.....	8
2.3 公司是值得关注的两票制受益标的	10
2.3.1 对上游的议价能力较强	10
2.3.2 下游渠道网络持续扩大	11
3.处方外流趋势确定，零售终端市场空间广阔.....	12
4.收购康德乐中国业务，将增强公司在流通领域的竞争力.....	15
5.坚持仿创结合策略，医药工业发展趋势向好.....	16
5.1 一致性评价有望加快进口替代，利好资金、技术雄厚药企.....	16
5.2 公司积极推进一致性评价，进口替代空间广阔.....	18
5.3 研发投入快速增长，部分新药取得阶段性成果.....	19
6.投资建议：给予谨慎推荐评级	20
7.风险提示	21

插图目录

图 1：公司股权结构图.....	4
图 2：2012-2017 年公司营业收入增长情况.....	5
图 3：2012-2017 年公司归母净利润增长情况.....	5
图 4：2012-2017 年公司综合毛利率和净利率情况.....	6
图 5：2012-2017 年公司期间费用率情况	6
图 6：2012-2017 年公司营收构成情况	7
图 7：2012-2017 年公司医药商业业务营收构成情况.....	7
图 8：2017 年公司医药商业业务毛利率上升.....	7
图 9：2012-2017 年公司医药工业业务毛利率呈上升趋势.....	7
图 10：2012-2016 年我国药品流通行业商品销售总额增长情况.....	8
图 11：2012-2016 年我国药品流通行业商品销售构成——纯销占比逐渐提高.....	8
图 12：2011-2016 年我国医药流通行业 Top 100 企业合计市占率情况.....	8
图 13：2011-2016 年我国医药流通行业 Top 3 企业合计市占率情况.....	8
图 14：2012-2016 年上海医药、华润医药、九州通应收账款周转率比较.....	11
图 15：2012-2016 年上海医药、华润医药、九州通应付账款周转率比较.....	11
图 16：2012-2017 年上药控股有限公司营业收入增长情况.....	12
图 17：2012-2017 年上药控股有限公司净利润增长情况.....	12
图 18：2012-2017 年上海科园信海医药有限公司营业收入增长情况.....	12
图 19：2012-2017 年上海科园信海医药有限公司净利润增长情况.....	12
图 20：2011-2015 年我国公立医院总收入和公立医院药品收入同比增速比较.....	13
图 21：2010-2015 年我国公立医院药占比持续下滑.....	13
图 22：2011-2016 年我国商品零售市场销售额增长情况.....	14
图 23：2016 年我国药品零售市场销售总额 Top 10 企业.....	14
图 24：2012-2017 年公司药品零售业务收入增长情况.....	15
图 25：2012-2017 年公司药品零售业务毛利率呈下降趋势.....	15
图 26：2012-2017 年公司研发支出增长势头良好.....	20

图 27：2012-2017 年公司研发支出在医药工业收入中的占比情况.....	20
--	----

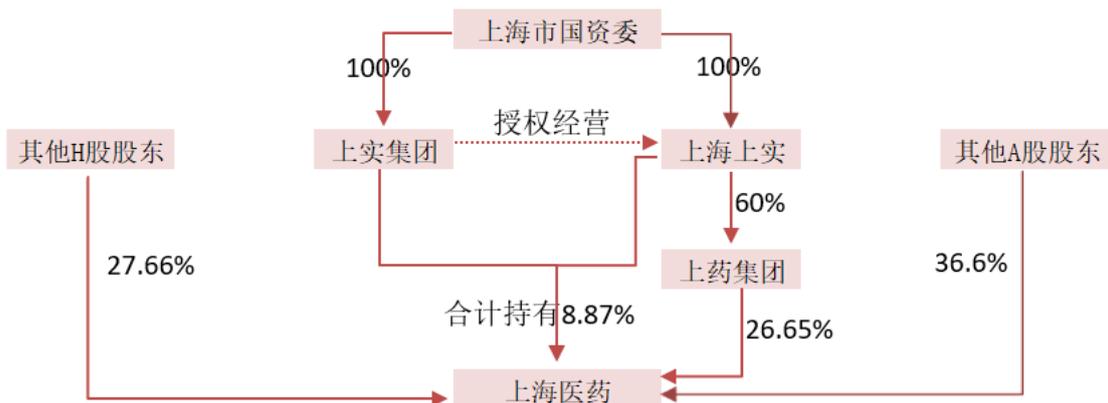
表格目录

表 1：各省市关于推行两票制的政策文件.....	9
表 2：公司盈利预测简表.....	22

1. 医药商业持续平稳增长，医药工业 2017 年表现优异

上海医药是沪港两地上市的大型医药产业集团，是控股股东旗下大健康产业板块的核心企业。公司的第一大股东是上海医药（集团）有限公司（简称“上药集团”），持有公司 26.65% 的股权；其次是上海实业（集团）有限公司及其全资附属子公司和上海上实（集团）有限公司，合计持有公司 8.87% 的股权。公司的主营业务覆盖医药分销、工业与零售，公司坚持创新发展、精益管理和资本驱动，持续多年处于行业领先地位。

图 1：公司股权结构图



数据来源：公司公告，东莞证券研究所

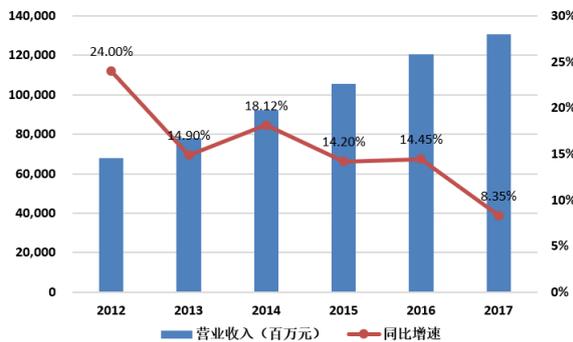
医药分销方面，公司分销业务规模位列全国前三，坚持全国化商业网络布局。2017 年，分销网络覆盖全国 31 个省、直辖市及自治区，其中通过控股子公司直接覆盖全国 24 个省、直辖市及自治区。公司通过提供现代物流配送、信息化服务、终端分销代理等供应链解决方案，与国内外主要的药品制造商建立了紧密的合作关系。公司分销品种众多，覆盖各类医疗机构超过 2 万家。公司下属分销企业严格按照国家规范要求从事药品分销业务，通过自有物流、第三方物流等多种形式为药品制造商的产品进行覆盖全国的医院终端、零售终端和第三终端的配送服务及其他增值服务，并获取进销价差。公司旗下负责医药商业业务的子公司主要有上药控股和上药科园。

医药工业方面，公司医药工业位列全国第一梯队，产品主要聚焦消化系统和免疫代谢、心血管、全身性抗感染、精神神经以及抗肿瘤五大治疗领域，常年生产超 800 个药品品种，20 多种剂型，通过自营和招商代理的营销模式，通过经销商、代理商的销售渠道基本实现对全国多数医院终端和零售终端的覆盖。公司坚持推进治疗领域与重点产品聚焦战略，建设高效销、产、研体系，提升外延并购和国际化发展能力，以实现并保持医药工业较快速度发展。公司以创新研发作为业务持续发展的驱动因素，致力于为重大疾病和慢性病提供安全有效的治疗药物，坚持研发投入，并在合作模式和发展机制方面持续探索。公司旗下负责医药工业业务的子公司包括上海信谊、上海第一生化、上海新亚、东英药业、常州药业、上海中西三维、正大青春宝、青岛国风等 13 家子公司。

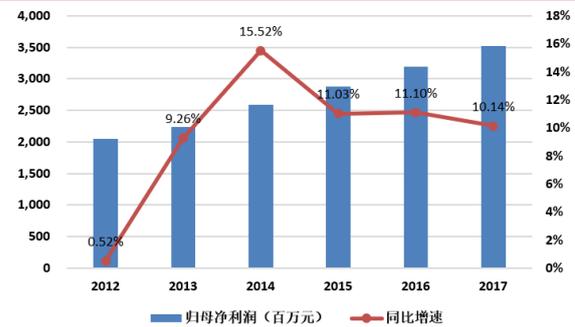
医药零售方面，公司零售业务销售规模居全国药品零售行业前列，分布在全国 16 个省

区市的零售药房总数超过 1892 家。公司旗下的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，旗下上海医药云健康致力于打造以电子处方流转作为基础的创新医药电商模式。公司下属零售企业严格按照国家规范从事药品零售业务，通过医药零售连锁药房、医疗机构院边药房、DTP 药房三类药房服务终端消费者。负责公司零售业务的有华氏大药房、国风大药房、余天成药房等。

近年来公司业绩持续较快增长。公司近年来营收、归母净利润持续快速增长，营收从 2012 年的 680.78 亿元增长至 2017 年的 1308.47 亿元，年均增速是 13.96%；归母净利润从 2012 年的 20.53 亿元增长至 2017 年的 35.21 亿元，年均增速是 11.39%。公司近年来业绩实现平稳快速增长主要是由于公司医药商业业务业绩快速增长所带动的。

图 2：2012-2017 年公司营业收入增长情况


数据来源：Wind 资讯，东莞证券研究所

图 3：2012-2017 年公司归母净利润增长情况


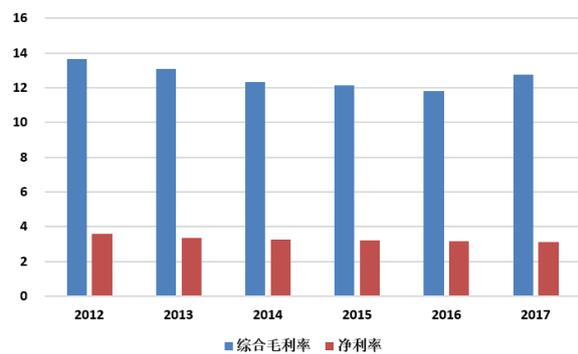
数据来源：Wind 资讯，东莞证券研究所

2017 年毛利率回升，净资产收益率有所提高。公司近年来综合毛利率大致呈下降趋势，从 2012 年的 13.64% 下降到 2016 年的 11.79%，但 2017 年回升至 12.78%。2012-2016 年综合毛利率的下滑主要是由于公司医药商业业务毛利率下滑导致的。公司医药商业中的分销业务毛利率从 2012 年的 6.51% 下降至 2016 年的 6.03%，2017 年回升至 6.27%；零售业务毛利率从 2012 年的 20.79% 下降至 2016 年的 15.84%，2017 年回升至 16.69%。期间费用率方面，受益于销售费用率和管理费用率的下降（销售费用率从 2012 年的 5.84% 下降到 2016 年的 5.02%，2017 年上升至 5.66%；管理费用率从 2012 年的 3.61% 下降到 2016 年的 2.95%，2017 年上升至 3.15%），公司期间费用率从 2012 年的 9.74% 下降到 2016 年的 8.46%，2017 年上升至 9.33%。公司净利率则维持在 3% 以上，从 2012 年的 3.61% 下降至 2017 年的 3.1%。2012-2017 年，公司的净资产收益率从 8.33% 上升到 10.35%，该指标持续向好的原因是公司的资产负债率和总资产周转率的上升。公司的资产负债率从 2012 年的 45.76% 上升到 2017 年的 57.95%。

期间费用率中需要重点关注销售费用率，因为无论是公司的医药商业业务还是医药工业业务，都对下游客户资源的获取和维护具有很高的要求，而这需要公司经常为医院和医生举办新药学术推广、临床用药研究等讲座、活动，开展市场宣传、品种推广和信息反馈等工作。这些一系列针对下游的营销工作产生的费用主要是相关职工的薪酬和福利、市场推广及广告成本、差旅和会议费用，这三项费用在公司 2017 年销售费用中占比达到 81.35%。公司近年来销售费用率逐年下降，从 2012 年的 5.84% 下降到 2016 年的 5.02%，

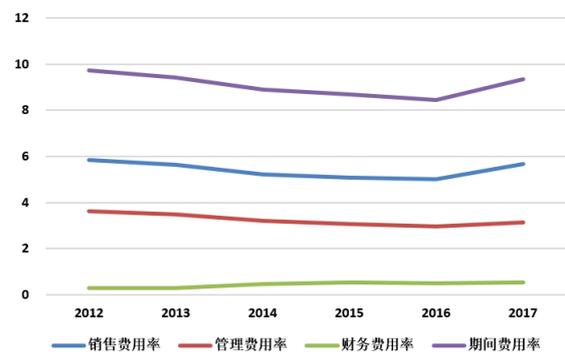
这或是导致公司应收账款周转率下滑的原因之一。一方面，公司的应收账款周转率从2012年的5.87下滑到2016年的4.69，下降幅度大于销售费用率下降幅度，或可理解为营销活动收缩导致公司对下游的议价能力减弱。另一方面，在销售费用率逐年下降的情况下，公司近年来业绩仍实现较快增长，表明公司在行业中的竞争优势较为明显，业务发展成熟，经营管理效率较高。从2017年的情况来看，公司的销售费用率提升0.64个百分点至5.66%，但应收账款周转率依然出现下滑，预计和两票制导致下游客户账期延长有关。

图 4：2012-2017 年公司综合毛利率和净利率情况



数据来源：Wind资讯，东莞证券研究所

图 5：2012-2017 年公司期间费用率情况

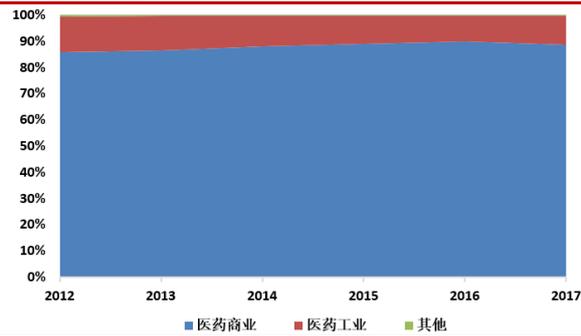


数据来源：Wind资讯，东莞证券研究所

业务构成方面，公司营收以医药商业业务为主。2012-2017 年医药商业的营收占比均超过 85%，2017 年占比达到 88.67%。医药商业中，分销业务占比在 95%左右，2017 年为 95.37%，零售业务占比为 4.63%。进一步来看，公司 2017 年的分销业务中，纯销业务占比是 62.35%，较 2016 年的 60.79%提高 1.56 个百分点。作为公司最主要的业务，医药商业业务的收入近年来保持快速增长，2012-2017 年的年均增速是 14.58%，但毛利率从 2012 年的 7.14%下降至 2017 年的 6.75%。

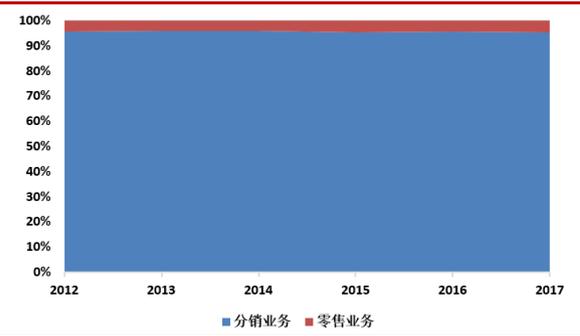
此外，公司的医药工业业务收入占比大致呈下降趋势，从 2012 年的 13.78%下降到 2016 年的 9.8%，2017 年占比上升至 10.91%。此外，2012-2016 年，公司医药工业业务收入的增速不及医药商业业务，增速保持在个位数，年均增速是 5.79%，但 2017 年快速增长 20.71%。医药工业业务毛利率持续提升，从 2012 年的 47.32%上升至 2017 年的 55.14%。2017 年公司 60 个重点品种实现销售收入 79.79 亿元，同比增长 14.42%，其中有 37 个品种高于或等于同类品种的增长（来自 IQVIA 的市场数据），全年销售收入过亿产品达 28 个，同比增加 2 个。重点品种销售收入同口径占工业收入比重为 56.92%，同比上升 0.75 个百分点，重点品种毛利率 71.28%，同比增加了 2.65 个百分点。2017 年医药工业实现快速增长，主要是由于公司高度重视营销体系建设，坚持开展对标管理，打造专业化高素质营销队伍，推动营销渠道精细化管理，持续创建一流营销体系。

图 6：2012-2017 年公司营收构成情况



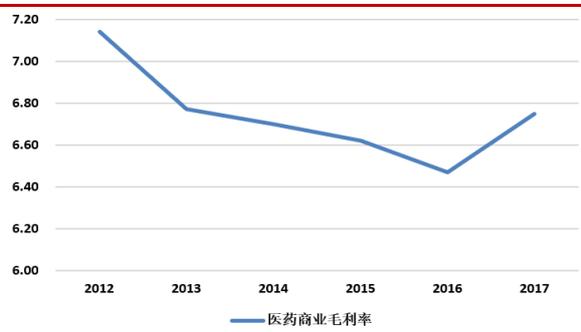
数据来源：Wind资讯，东莞证券研究所

图 7：2012-2017 年公司医药商业业务营收构成情况



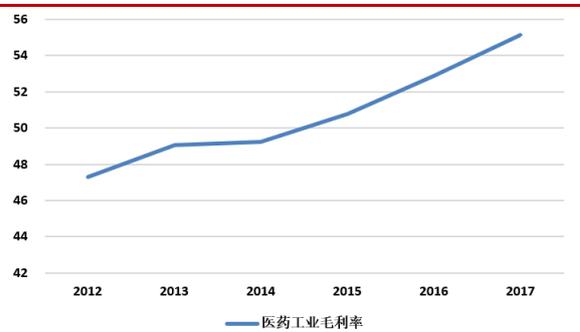
数据来源：Wind资讯，东莞证券研究所

图 8：2017 年公司医药商业业务毛利率上升



数据来源：Wind资讯，东莞证券研究所

图 9：2012-2017 年公司医药工业业务毛利率呈上升趋势



数据来源：Wind资讯，东莞证券研究所

2.两票制消极影响下半年或将结束，长期利好龙头

2.1 药品流通销售额增速下滑，市场集中度呈上升趋势

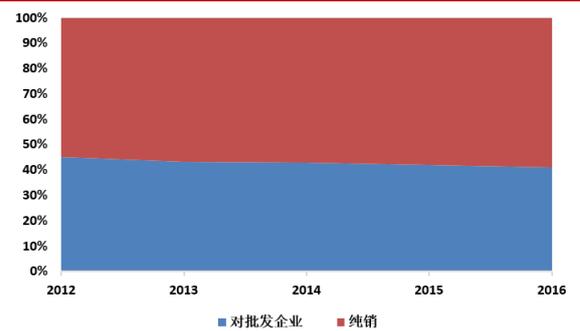
我国药品流通行业的商品销售总额近年来保持较快增长，从 2012 年的 11174 亿元增长到 2016 年的 18393 亿元，年均增速是 13.27%。同时，2012-2016 年，我国药品流通行业商品销售总额的增速大致呈下滑趋势，从 2012 年 18.54%的增速下滑至 2016 年的 10.71%，这主要是受医保控费、药品零加成、招标降价、两票制和控制药占比等政策的影响，医药行业受医保护张驱动快速增长的时期暂告结束。若将药品流通根据销售渠道划分，药品流通可分为对批发企业的部分和对终端销售（纯销）的部分。2012-2016 年，对批发企业部分占比从 43.9%下降到 2016 年的 40.9%；纯销部分的商品销售额占比从 54.9%上升至 58.8%。

图 10：2012-2016 年我国药品流通行业商品销售总额增长情况



数据来源：Wind资讯，东莞证券研究所

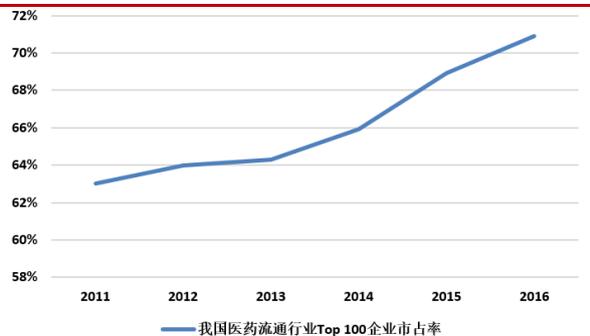
图 11：2012-2016 年我国药品流通行业商品销售构成——纯销占比逐渐提高



数据来源：Wind资讯，东莞证券研究所

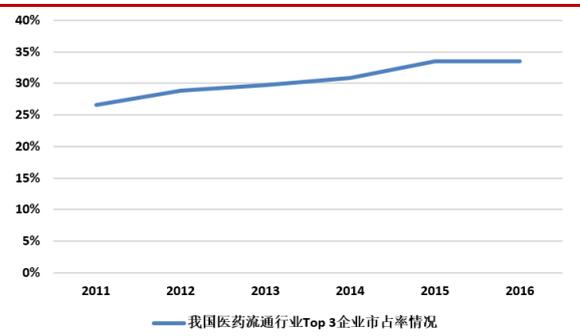
一方面，药品流通行业市场规模增速下滑；另一方面，该行业的市场集中度逐渐提高。根据商务部发布的《药品流通行业运行统计分析报告》，我国药品流通行业 Top100 企业的市占率从 2011 年的 63% 逐年上升至 2016 年的 70.9%，且 2014 年以来市占率加速提升。行业中 Top3 的企业市占率从 2011 年的 26.6% 上升至 2016 年的 33.5%。虽然我国药品流通行业市场集中度有所提高，但与欧美国家相比仍较低。2015 年，美国医药流通行业 CR3 是 90%，英国是 75%，法国是 68%，德国是 47%，均高于我国的 33.5%。若对标欧美，我国医药流通行业市场集中度仍有较大提升空间。

图 12：2011-2016 年我国医药流通行业 Top 100 企业合计市占率情况



数据来源：商务部，东莞证券研究所

图 13：2011-2016 年我国医药流通行业 Top 3 企业合计市占率情况



数据来源：商务部，东莞证券研究所

2.2 大力推行两票制，市场集中度将继续提高

两票制已在我国全力推开执行。自 2016 年山东疫苗事件发生后，我国医药流通领域出台了较多政策，目的是规范行业运行，保障药品安全，降低药品价格。其中最重要的是两票制，两票制是指药品从医药工业企业到医药流通企业开一次发票，从医药流通企业到终端医疗机构开一次发票。2016 年，我国国务院医改办等 8 部门印发《关于在公立医疗机构药品采购中推行“两票制”的实施意见（试行）的通知》（国医改办发〔2016〕4 号文）。2017 年，《国务院办公厅关于进一步改革完善药品生产流通使用政策的若干意见》（国办发【2017】13 号文）印发，指出两票制将在 11 个综合医改试点省份和 200 个公

立医院改革试点城市全力推开执行，并争取将两票制于 2018 年推向全国。从各省市对政策的落实情况来看，目前我国 25 个省市已经确定了全面执行两票制的时间表。

表 1：各省市关于推行两票制的政策文件

地区	文件	具体时间
云南	《云南省公立医疗机构药品采购中推行“两票制”的实施方案（试行）》	2018 年 10 月 1 日
河南	《河南省公立医疗机构药品采购推行“两票制”实施意见（试行）》	2018 年 6 月 30 日
广西	桂医改办【2017】18 号	2018 年 1 月 1 日
宁夏	宁药招办发【2017】16 号	2018 年 1 月 1 日
湖北	《全省公立医院医疗机构药品采购“两票制”实施方案（试行）》	2018 年 1 月 1 日
江苏	《江苏省公立医疗机构药品采购推行“两票制”实施方案（征求意见稿）》苏医改办发【2017】12 号	2017 年 12 月 31 日
上海	沪人社医【2017】246 号	2017 年 12 月 31 日
浙江	浙卫发【2017】47 号	2017 年 1 月 1 日
内蒙古	内卫计规范【2017】5 号	2017 年 11 月 1 日
海南	《海南省公立医疗机构药品采购“两票制”实施细则（试行）》	2017 年 11 月 1 日
吉林	《吉林省公立医疗机构药品采购“两票制”实施方案》吉卫联发【2017】55 号	2017 年 9 月 30 日
四川	《在四川省公立医疗机构药品采购中推行“两票制”实施方案（试行）》	2017 年 9 月 6 日
黑龙江	《关于印发黑龙江省公立医疗机构药品采购“两票制”实施方案（试行）的通知》	2017 年 9 月 1 日
天津	《天津市公立医疗机构药品和医用耗材采购推行“两票制”实施方案（试行）》津医改办发【2017】1 号	2017 年 9 月 1 日
山西	《山西省推行公立医疗机构药品采购“两票制”实施方案（试行）》	2017 年 8 月 1 日
重庆	《重庆市公立医疗机构药品采购“两票制”实施方案（试行）》	2017 年 6 月 1 日
河北	《河北省公立医疗机构药品采购推行“两票制”的实施意见（征求意见稿）》	2017 年 5 月 1 日
北京	《医药分开综合改革实施方案》	2017 年 4 月 8 日
陕西	陕医改办发（2016）8 号、陕政发（2016）26 号	2017 年 1 月 1 日
安徽	皖食药监药化流【2016】37 号	2016 年 11 月 1 日
福建	《福建省 2014 年医疗机构药品集中采购实施意见》	2014 年 7 月

数据来源：网站整理，东莞证券研究所

两票制有利于大型医药流通企业提高市占率。该政策的出台是为了缩短药品流通链条，避免过多环节导致药品价格高企，达到降低终端药品价格的作用，有利于医保控费。过去，医药工业企业通常采用底价代理的模式将药品销售给代理批发企业，医药工业企业可以通过低开发票规避营业税，而部分代理批发企业则通过“走票”“过票”获取利润。随着营改增和两票制的推行，医药流通领域的规范化程度将提高，以“走票”“过票”作为主要盈利手段的代理批发商将会被清出市场，流通网络广、运营能力强的大型商业流通企业将吞食这部分代理商原有的市场份额，市占率将提高，带来行业集中度的提升。此外，商务部印发的《全国药品流通行业发展规划 2016-2020 年》指出，到 2020 年，我国医药批发百强企业占批发市场总额的比例至少要至少提高到 90%（2015 年该比例为 86%），从政策文件层面推动行业集中度提升。若以 2016 年我国药品流通行业销售规模为计算基础，不考虑行业规模增长，4%的市占率提升对应的是超过 700 亿元的市场规模，即医

药批发百强企业将在横向扩张中获得销售规模增长，扩大市占率。此外，两票制的推行除了有利于大型医药流通企业扩大业务规模外，还有利于医药流通企业进行销售渠道的改变，纯销业务比例有望大幅提高。而由于纯销业务毛利率高于调拨业务，故纯销业务占比的提高将抵消药品招标降价、药品零加成等政策对公司毛利率带来的负面影响，使得医药流通企业有望维持稳定的盈利能力。

两票制带来的行业集中度提升的影响在不同地区将有不同的效果。2015 年的数据显示，我国重庆、北京、上海的医药流通市场集中对较高，前三名医药流通商合计占有的市场份额超过 80%，故这三地医药流通市场集中度提升空间不大。但是，浙江、广东、河南、江苏、山东、安徽等医药流通市场规模较大的省份 CR3 不高，市场集中度仍有较大的提升空间，利好全国性和部分区域性大型医药流通商扩大市占率。

虽然中长期来看，两票制利好医药流通企业龙头业绩增长，但短期来看，由于两票制会缩短流通行业链条，淘汰小型“过票”、“走票”分销企业，对行业的调拨业务产生消极影响，企业调拨业务的营业收入会出现下滑，从而影响企业总营收和业绩的增长。但由于龙头企业会积极应对两票制带来的消极影响，大力发展纯销业务，纯销业务比例的上升将抵消调拨业务下降的负面影响，并推动公司整体业绩增速改善。我们认为，企业对调拨业务下滑的负面影响将需要大概一年的时间去消化。而两票制自 2017 年在我国重点省市试行推开，大部分试行地区企业自 2017 年二季度开始积极进行渠道调整，**预计到 2018 年下半年，调拨业务下滑将被纯销业务占比提升的积极作用所抵消，企业业绩增速将得到改善。**

2.3 公司是值得关注的两票制受益标的

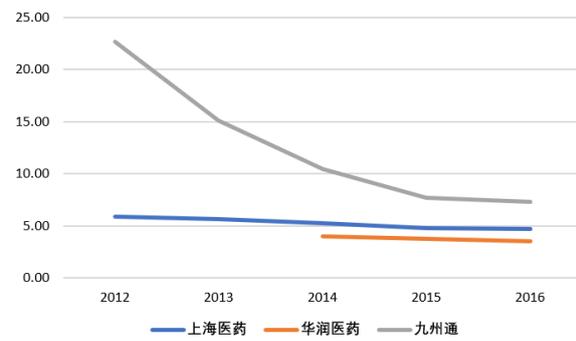
2.3.1 对上游的议价能力较强

一方面，两票制的短期消极影响预计将在 2018 年下半年结束，长期来看，两票制将利好龙头企业市场份额提升，因此医药流通行业中的龙头公司是我们应该重点关注的投资标的。另一方面，由于两票制的推行势必有利于具有优质上游资源和完善下游渠道网络的大型流通企业的发展壮大，因此在标的选择时还应该考虑一家企业对上下游的布局情况和策略选择。从这两个方面考虑，我们认为上海医药作为行业龙头，长期将受益于两票制带来的市场份额的提升；而且公司对上下游的议价能力较强，且在上游将继续努力获得药品、医疗器械等优质品种，在下游继续通过并购等方式完善渠道网络布局，符合我们的选股标准。

为了考察公司对上下游的议价能力，我们重点关注应收账款周转率和应付账款周转率两个指标。应收账款周转率越快，说明应收账款在营收中的占比越小，公司对下游的议价能力越强。应付账款周转率越慢，说明应付账款在营业成本中的占比越大，说明公司对上游的议价能力越强。纵向来看，一方面，公司的应收账款周转率从 2012 年的 5.87 下降到 2017 年的 4.46，年均降幅是 5.35%，表明公司的应收账款在营收中的占比呈上升趋势，公司对下游客户的议价能力有所降低；另一方面，公司的应付账款周转率从 2012 年的 5.18 下降到 2017 年的 4.73，年均降幅是 1.8%，表明公司应付账款在营业成本中的

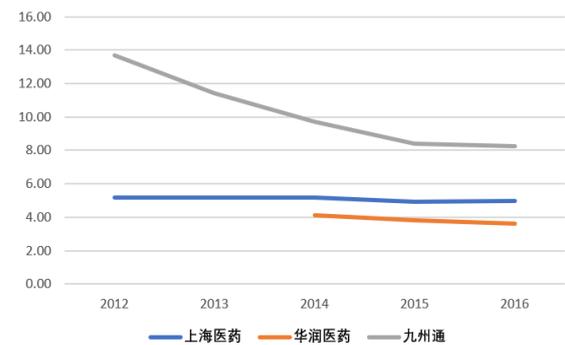
占比呈上升趋势，对上游的议价能力提高。横向比较来看，由于公司是全国性医药流通巨头，故主要对比公司是同为行业巨头的华润医药和九州通。一方面，公司的应收账款周转率优于华润医药，但不及九州通；另一方面，公司的应付账款周转率明显优于九州通，且近年来呈下降趋势，但不及华润医药应付账款周转率的表现。

图 14：2012-2016 年上海医药、华润医药、九州通应收账款周转率比较



数据来源：Wind资讯，东莞证券研究所

图 15：2012-2016 年上海医药、华润医药、九州通应付账款周转率比较



数据来源：Wind资讯，东莞证券研究所

2.3.2 下游渠道网络持续扩大

2016 年，公司医药商业业务实现营业收入 1137.71 亿元，在全国医药商业市场中占比 6.19%，全国排名第三。我国医药流通市场中市占率排名第一的是中国医药集团总公司，占比为 16.25%；其次是华润医药，占比为 6.23%。目前，公司的医药商业业务在上海、北京、浙江、江苏的市占率较高，依次是 47.3%、16.5%、11.4%和 10.7%。由于前文提到浙江、江苏医药流通市场的集中度仍有较大提升空间，有利于目前在当地市占率较高的大型医药流通企业扩大营收规模。

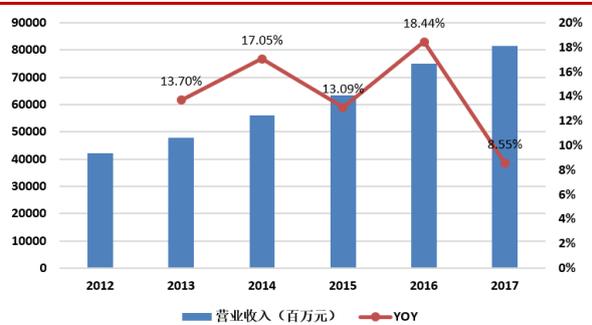
近年来公司覆盖医疗机构数量快速增长。2013-2016 年，公司覆盖的医疗机构从 9854 家增长至 25139 家，年均增速达到 36.64%；覆盖的医院从 9500 家增长至 24553 家，年均增速达到 37.23%；覆盖的三级医院从 478 家增长至 1332 家，年均增速达到 40.72%；覆盖的疾控中心从 354 家增长至 586 家，年均增速达到 18.29%。2017 年上半年，公司分销业务覆盖医疗机构数量增加至 27712 家，其中三级医院 1425 家（在全国实现三级医院覆盖率为 6.58%，全国三级以上医院覆盖率超过 60%）；疾病预防控制中心（CDC）727 家。公司对终端医疗机构的覆盖率和市占率第一的中国医药集团总公司仍有较大差距，中国医药集团总公司目前对三级以上医院的覆盖率超过 90%。

通过积极并购，公司不断开拓下游分销网络。公司目前在医药分销方面的策略是把握行业整合机遇，加快各项重点并购项目的落地，继续完善全国网络布局。为了拓宽医药商业业务的分销市场，公司近年来积极开展并购活动，通过收购医药流通商进入新的地域市场。2016 年，公司在云南、黑龙江实现了零的突破，收购了云南上药医药有限公司、上药科园信海黑龙江医药有限公司、上药控股江西上饶医药股份有限公司、上药控股镇江有限公司、上药科园信海医药河北有限公司，并参股了湖北楚汉精诚医药有限公司等

三家医药公司，销售网络覆盖省市从 18 个扩大到 20 个。2017 年上半年，公司完成收购徐州医药股份有限公司 99.55% 的股权及收购徐州淮海药业有限公司 52% 的股权；收购了广州中大产业集团有限公司持有的广东中山医医药有限公司 31.59% 的股权；重组收购了温州时代医药有限公司 51% 的股权。

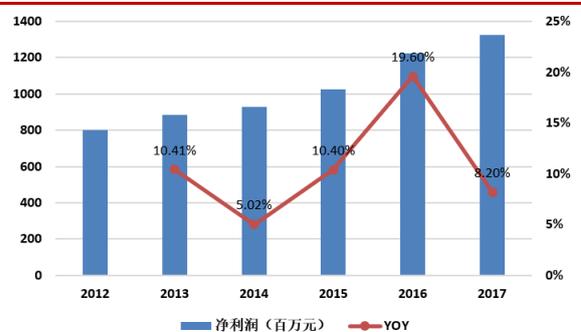
公司负责分销业务的子公司主要是公司的全资子公司上药控股有限公司（以下简称“上药控股”）和上海科园信海医药有限公司（以下简称“上海科园”）。其中，上药控股近年来营收、净利均保持较快增长。2012-2016 年营收的年均增速是 15.55%，净利润的年均增速是 11.24%。2017 年，上药控股实现营业收入 815.55 亿元，同比增长 8.55%；实现净利润 13.25 亿元，同比增长 8.20%。此外，上海科园 2012-2017 年营收的年均增速是 19.72%，净利润的年均增速是 24.19%。

图 16：2012-2017 年上药控股有限公司营业收入增长情况



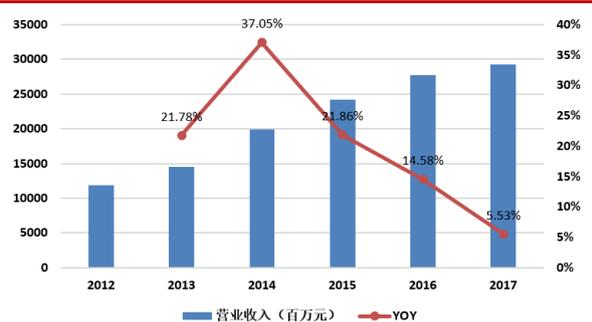
数据来源：Wind 资讯，东莞证券研究所

图 17：2012-2017 年上药控股有限公司净利润增长情况



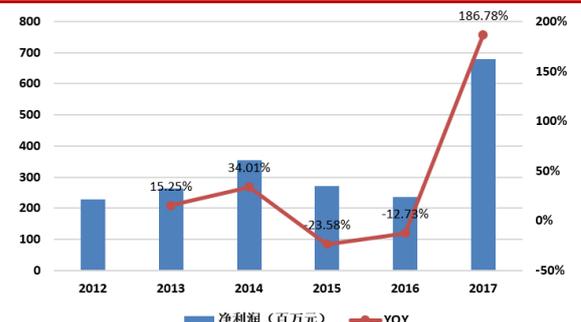
数据来源：Wind 资讯，东莞证券研究所

图 18：2012-2017 年上海科园信海医药有限公司营业收入增长情况



数据来源：Wind 资讯，东莞证券研究所

图 19：2012-2017 年上海科园信海医药有限公司净利润增长情况



数据来源：Wind 资讯，东莞证券研究所

3. 处方外流趋势确定，零售终端市场空间广阔

药品零加成、降低药占比，处方外流趋势确定。处方药指的是凭执业医师或执业助理医师处方才能购买和使用的药品。这就使得医生对处方药品类和剂量的使用掌握着很大的

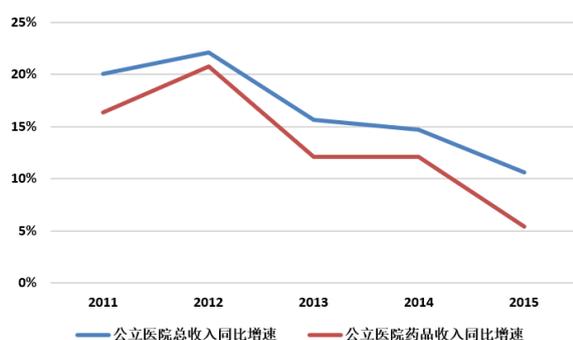
话语权，从而导致医生和药企形成利益诉求的联合体。在我国人口老龄化程度加剧、医保支出增速较快、“看病贵看病难”问题突出的背景下，我国推出系列政策致力于降低药品价格、废除以药养医。这些政策包括：推出两票制降低医药流通中间环节从而降低终端药品价格；积极推动药品零加成；控制医院药占比；禁止医院限制处方外流。

积极推动药品零加成，为处方外流奠定基础。2009年，我国新医改政策中明确提出药品零加成，规定“县及县以上医疗机构销售药品以实际购进价为基础，顺加不超过15%的加价率作价”；2015年，国务院办公厅发布《关于城市公立医院综合改革试点的指导意见》，2016年又发布《进一步推广深化医药卫生体制改革经验的若干意见》，文件指出力争到2017年年底在全部公立医院实现药品零加成；2017年，国家卫计委明确指出到2017年9月30日前全国所有城市公立医院取消药品零加成（中药饮片除外）。药品零加成系列政策的出台弱化了药企和医生之间的利益联系，有利于医生合理用药，使得药品销售不再是医院的主要利润来源，为处方外流奠定了基础。

医改推动药占比下降。在推动药占比下降方面，国务院办公厅2015年发布的《关于城市公立医院综合改革试点的指导意见》指出，力争到2017年试点城市公立医院药占比（不含中药饮片）总体降到30%左右。药占比指的是药品费用在医疗总费用中的占比，亦即医院药品收入在总收入中的占比。近年来，我国药占比大体呈下降趋势。《中国卫生和计划生育统计年鉴（2016）》显示，2010-2015年，门诊病人药占比从52.3%下降到48.4%，住院病人药占比从43.3%下降到36.9%。

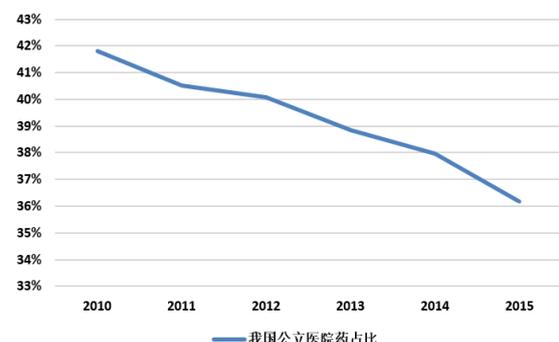
国家从政策层面推动药占比的下降迫使医院控制药品销售，有利于处方外流。2016年我国处方药的市场规模超过1.3万亿元，其中医院终端占比77%、第三终端占比13%、零售药店占比10%。同时，2010-2015年，我国公立医院总收入从9699.23亿元增长至20842.56亿元，年均增速为16.53%；公立医院药品收入的年均增速是13.22%，慢于总收入的增速，表明我国公立医院药占比呈下降趋势。数据显示，我国公立医院药占比从2010年的41.8%下滑至2015年的36.19%。按照我国公立医院2015年总收入20842.56亿元计算，若药占比从36.19%下降至30%（政策要求2017年实现），则处方外流将为非医院终端带来1289.64亿元左右的市场空间（2015年公立医院总收入*（36.19%-30%））。该市场空间是短期的，长期来看，国家或将继续推动药占比下行，长期处方外流空间或将该继续扩大。

图 20：2011-2015 年我国公立医院总收入和公立医院药品收入同比增速比较



数据来源：国家卫计委官网，东莞证券研究所

图 21：2010-2015 年我国公立医院药占比持续下滑



数据来源：国家卫计委官网，东莞证券研究所

对于药店终端来说，承接处方外流的模式主要包括药店被动承接、DTP 模式和慢病管理模式。首先，药店被动承接指的是患者凭处方自发到零售药店购买药品。这种模式下患者对零售药店的选择更多地受到医生的影响，这时处方药可能流向医院的托管药房或医院与企业合作开办的药房。其次是 DTP 模式，DTP 模式也称 DTC 模式，英文全称是 Direct-to-Customer，即药店上游直接对接药企，药企到零售药店中间的代理商环节被明显削减，而下游则对接有药品需求的患者，这种模式有利于获得药品的价格优势（因为中间环节少）。DTP 药店要想获得良好的发展前景可以关注以下几个方面：（1）重视发展与药企的关系；（2）重视与医院方面的合作，推动处方在医院的推荐下外流到本 DTP 药店；（3）积极获得国家优惠政策，如成为医保报销药店。最后是慢病管理模式，慢病管理模式指的是药店建立慢性病医药服务体系，为慢性病患者提供相关指标跟踪监测、医疗咨询、药品销售等一站式服务，承接医院的慢性病处方外流。

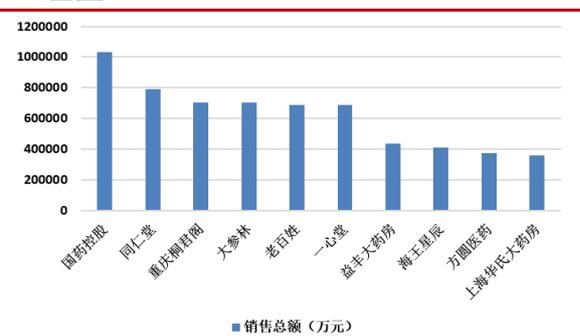
我国药品零售市场近年来保持较快增长势头。2011-2016 年的年均增速是 14.31%，虽然增速较高但总体呈下降趋势，从 2011 年 20% 的增速下滑到 2016 年的 9.5%，但 2016 年的增速较 2015 年 8.6% 的增速提升 0.9 个百分点。从药品零售行业竞争情况来看，2016 年，国药控股国大药房有限公司的零售销售总额是 103.09 亿元，位列全国第一；其次是中国北京同仁堂（集团）有限责任公司和重庆桐君阁大药房连锁有限责任公司。公司旗下的上海华氏大药房有限公司 2016 年的销售总额是 35.95 亿元，全国位列第 10，零售药品规模较大，竞争力较强。

图 22：2011-2016 年我国商品零售市场销售额增长情况



数据来源：商务部《药品流通行业运行统计分析报告》，
东莞证券研究所

图 23：2016 年我国药品零售市场销售总额 Top 10 企业

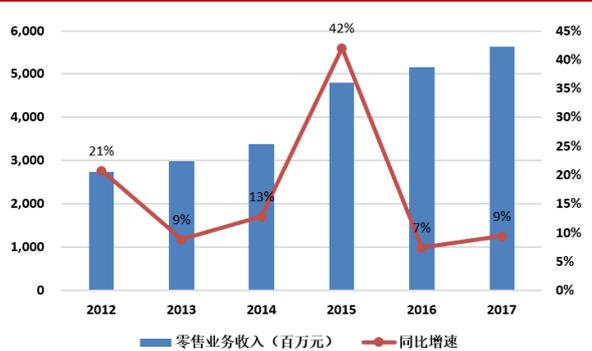


数据来源：商务部《药品流通行业运行统计分析报告
(2016)》，东莞证券研究所

公司零售业务销售规模居全国药品零售行业前列，分布在全国 16 个省区市的零售药房总数多达 1800 多家，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，旗下上海医药云健康致力于打造以电子处方流转作为基础的创新医药电商模式。公司下属零售企业严格按照国家新版 GSP 规范从事药品零售业务，通过医药零售连锁药房、医疗机构合办药房、DTP 药房三类药房服务终端消费者。2012-2017 年，公司的医药零售业务实现的营业收入从 27.49 亿元增长至 56.40 亿元，年均增速是 15.46%。公司

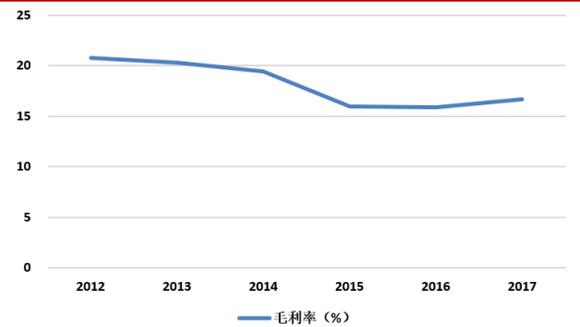
医药零售业务的毛利率呈下滑趋势，从 2012 年的 20.79% 下降到 2017 年的 16.69%。2017 年，公司下属品牌连锁零售药房 1892 家，其中直营店 1247 家。公司与医疗机构合办的院边药房 54 家，新增 14 家。同时公司积极参与上海社区综改处方延伸项目，助力分级诊疗，目前已覆盖上海市 146 家社区医院及卫生服务中心。

图 24：2012-2017 年公司药品零售业务收入增长情况



数据来源：公司公告，东莞证券研究所

图 25：2012-2017 年公司药品零售业务毛利率呈下降趋势



数据来源：公司公告，东莞证券研究所

此外，公司医药电商聚焦处方药，立足于为患者的处方药购买和健康服务提供专业、便捷、有价值的“一站式”体验。2016 年，上药云健康以药品处方的获取、管理、配送为抓手，以为患者提供增值服务为核心，积极探索医药零售及医药电商的潜在机遇和解决方案，与多家医疗机构合作，启动“益药·电子处方”项目，通过公司建立的电子处方流转系统，对门诊处方进行收集和配送，方便病人及时就诊、取药。同时，为满足医疗改革需求，公司在直属零售药店平台启动“益药站”项目，为上海市内社区医院及卫生服务中心提供药品配送服务。公司在全国范围内持续推动“益药.药房”建设，截至 2016 年底，门店覆盖 22 个城市。2017 年，公司以上药云健康为发展处方药新零售“互联网+”业务平台，与腾讯签订了战略合作协议，初步形成从处方获取与管理、实现与配送及处方增值服务的处方药新零售价值链闭环。电子处方流转端，2017 年实现对接各级医疗机构 214 家，处理超 200 万张电子处方。处方增值服务端，公司尝试为个人提供创新医疗支付解决方案，携手阿斯利康推出泰瑞沙金融分期方案，以减轻患者家庭的短期现金支付压力；与百时美施贵宝联合，落地了国内首个“按疗效付费”创新疗效保险项目。

综合来看，公司零售业务销售规模较大，全国排名靠前；具有 DTP 药房、医院托管药房、合作药房和医药电商等多种药品零售模式，有利于公司承接千亿处方外流市场。

4.收购康德乐中国业务，将增强公司在流通领域的竞争力

2018 年 2 月 2 日，公司公告称以 5.76 亿美元完成了对 Cardinal Health (L) Co., Ltd 的收购，并通过公司的全资子公司 Shanghai Pharma Century Global Limited 持有康德乐马来西亚

100%的股权，从而控制了康德乐中国业务。康德乐中国 2016 年实现营业收入 254 亿元，在我国医药流通行业中排名第八，此次并购完成后，公司在行业中的市场份额将从第二位上升到第二位。资料显示，康德乐中国主要经营药品分销、医疗器械分销、医院直销、特质药房等业务，目前我国拥有 14 家直销公司，17 个分销运营中心，服务约 1.1 万家医疗机构，拥有 30 家 DTP 药房，是我国领先的医药流通企业。

获得康德乐中国业务对公司具有多方面的好处。首先，公司将进一步扩大下游终端市场的布局。加大原有市场布局方面，由于康德乐中国的流通业务实现了对浙江、上海、北京等的覆盖，而这些省市正是公司的核心业务区域。此次并购有利于提高公司在原有核心业务区域终端渠道布局的深度，在这些重点省市获得更大的市场份额，继续巩固公司的竞争优势。除了继续加强原有核心省市的业务能力外，此次并购也帮助公司开拓新的市场地。康德乐中国目前拥有的重庆、贵州、天津等地的终端资源对于公司来说是全新的下游资源，此次收购帮助公司填补了流通业务在这些省市的空白，有利于公司继续实施全国化布局的战略，进一步受益于两票制带来的市场份额提升。

其次，此次收购有利于公司抢占千亿处方外流市场。我们前文分析已经对方外流市场规模进行预测，约为 1300 亿元，市场空间较大。康德乐中国在我国拥有 30 家 DTP 药房，加上公司本身拥有的 40 多家 DTP 药房，公司获得康德乐中国业务后将成为国内最大的 DTP 药房运营实体。若后续整合顺利，公司和康德乐中国的 DTP 药房业务将实现业务协同，主要是上游药品资源协同和运输配送协同，有利于公司获得更多上游优质药品资源从而利于下游销售增加，有利于整合配送链条从而提高配送效率、降低成本。

再者，此次收购有利于公司拓展优质的上游资源。康德乐中国是我国领先的进口药品代理商，此次收购后公司将获得康德乐中国约 90 亿的进口药品总代理业务，优质药品资源的获得为公司促进下游销售具有非常重要的意义。

最后，由于康德乐中国是我国领先的医疗器械流通商，此次收购有利于公司进一步发展医疗器械配送业务，完善分销业务结构。康德乐中国于 2012 年在我国发展医疗器械流通业务，涉及到的主要是医疗器械类耗材，如注射器、隔离服、手术衣等。收购康德乐中国无疑有利于公司进军我国的医疗器械配送市场，推动配送产品多元化。

5.坚持仿创结合策略，医药工业发展趋势向好

5.1 一致性评价有望加快进口替代，利好资金、技术雄厚药企

通过一致性评价的仿制药将在招标竞争和医保支付方面获得优势。目前市场上大部分国产仿制药在质量和疗效一致性上都和原研药（大部分是境外药企生产）存在差异，原研药在疗效性方面具有明显优势，这是目前我国部分药品消费市场中原研药占比较高的主要原因。为了进一步保障用药安全、提高药品质量，促进优质仿制药对原研药的进口替代，我国正积极推进仿制药一致性评价工作。具体来说，仿制药一致性评价指的是已经获批上市的仿制药按照一定的参比制剂，评价仿制药在质量和疗效上是否和原研药一致，只有通过该评价的仿制药才能继续销售。通过一致性评价的仿制药将在药品招标和

医保支付上获得一定优势。一方面，通过一致性评价的优质仿制药可在药品说明书上标上“通过一致性评价”的标识，且招标时可以与原研药同组竞争，以往原研药单独分组、定价体系稳固的局面将不复存在。另一方面，对于通过一致性评价的优质仿制药，医保将给予一定的支付支持。

一致性评价推进将加速药品市场进口替代。国家大力推动仿制药一致性评价，通过一致性评价的仿制药质量提高，价格优势明显加上医保支付给予支持，预计未来将对原研药产生明显冲击，进口替代效应将显现，原研药市占率下滑将为国产仿制药带来较大的市场空间。2016年，我国药品类商品销售额为13686.48亿元，其中原研药占比约25%左右，即3421.62亿元。同时，根据美国原研药替代的经验，大约50%的原研药市场将被仿制药替代，即存在1710.81亿元的潜在原研药替代市场空间。

2012年以来，国务院和CFDA相继发布关于推进仿制药一致性评价的政策。2012年1月，国务院首次提出开展仿制药一致性评价；2016年3月，国务院发布《关于发展仿制药质量和疗效一致性评价的意见》，对仿制药完成一致性评价的时间、对完成一致性评价药品的支持措施方面做出规定；2016年5月和8月，CFDA列出了289个基药品种清单，同时统计了2018年年底前必须完成一致性评价药品的批准文号数量；2017年8月，CFDA发布《关于仿制药质量和疗效一致性评价工作有关事项的公告》，明确了生物等效性试验和申请受理流程等环节的细节规定。

通过梳理政策规定，药企推进仿制药完成一致性评价并上市的途径主要有三个。首先是加紧抢占BE资源，尽快启动一致性评价工作。我国目前对仿制药进行一致性评价的流程和步骤主要包括以下五个阶段，依次是确定要进行评价的品种，获得参比制剂，对药品进行药学等效性试验，之后对药品进行生物等效性研究，最后提出审评审核的申请。这个过程对药企的资金、技术、资源等方面提出较高要求。例如，完成一项一致性评价需要超过500万元人民币的资金投入，这将对小药企形成较大的财务压力。此外，目前我国BE临床试验机构资源比较紧缺，且仿制药一致性评价流程所需时间最短也要20个月左右，耗时长，这就意味着企业需要对相关仿制药尽快开展一致性评价工作，一方面抢占相对紧张的BE资源，另一方面争取通过一次性评价的药品可以尽快上市。

其次，政策规定明确，已经在欧盟、美国或者日本获批上市、并采用同一生产线同一处方工艺生产的已经在我国上市的仿制药品种，只需向CFDA提供该仿制药品种在境外上市时用到的药学研究数据和生物等效性研究等资料，审评通过后视为通过一致性评价。这是在一致性评价政策下，企业实现仿制药上市的又一种方法。这意味着国际化水平高，具有较多在欧美日上市的药品的公司将具有明显优势。最后，药企可以主动撤回原来的仿制药品种，并按照一致性标准对这些品种进行重新申报，重新申报的品种或将获得优先审评机会，加快上市步伐。欲通过第三种方法推进仿制药上市的企业同样需要具备很强的研发能力和资金实力。

通过对以上三种途径进行梳理，我们可以判断，这次一次性评价工作的推进具有仿制药行业供给侧改革的作用，将淘汰落后产能，推动大型龙头企业发展，提升行业集中度。一方面，CFDA的统计数据显示，我国有1.77万个仿制药批准文号需要在2018年年底前完成一致性评价工作，时间紧张，任务重；另一方面，完成一致性评价工作流程所需费

用大，技术要求高。因此，行业中的小药企将大概率放弃对某些药品批准文号进行一致性评价，使得市占率低、质量欠佳的仿制药品种退出市场，小药企的生存空间也会被大大挤压，逐渐退出市场将是大概率事件。从另一角度来看，一致性评价工作的推进利好技术、资金实力雄厚以及在欧美日市场具有多种上市药品的企业，它们将获得原来小企业的市场份额，同时在医保控费的大背景下，对价格较贵原研药造成冲击，市占率将快速提升。

我国 22 个品规通过一致性评价，全年任务完成难度较大。根据国务院办公厅 2016 年 3 月发布的《关于开展仿制药质量和疗效一致性评价的意见》，我国 2018 年年底应完成国家基本药物目录（2012 年版）中 2007 年 10 月 1 日前批准上市的化学药品仿制药口服固体制剂（共计 289 个品种）的一致性评价。由于这 289 个品种使用覆盖面广、使用频率高，故首批一致性评价工作选择在它们中推开。一致性评价工作的步骤包括确定参比制剂并备案、药学一致性评价、生物等效性试验和备案以及申报审查，审查通过后才算完成一致性评价。我们试图从一致性评价工作目前各环节进行中的药品种类来判断某些药品种类的进展情况。由于 CFDA 在 2017 年 8 月发布的 100 号文表示，建议企业按照 CFDA 已公布的参比制剂开展研究，未备案的无需再备案。因此从已经备案参比制剂的药品品种中无法准确看出它们进行一致性评价的进度。同时，由于一致性评价的最后一步是申请审查，因此我们认为可以从已经向 CFDA 提交资料，并获得 CDE 受理的申请中（即实施到一致性评价最后一步）了解目前药品进行一致性评价工作的进度。截止 2017 年 12 月 18 日，CDE 一共受理 37 条申请，涉及 26 种药物，其中有 12 个品种属于 289 基药品种。目前，我国已有两批药品品规通过一致性评价，合计 22 个品规。按照目前我国一致性评价工作进度来看，我们认为要在年底前完成 289 个品种的一致性评价存在一定的难度。

5.2 公司积极推进一致性评价，进口替代空间广阔

公司的医药工业板块约有药品批文数量 1518 个，其中口服化药固体制剂数量有 805 个左右（首批仿制药一致性评价针对的是口服化药固体制剂），占比超过一半。首批仿制药一致性评价涉及 289 个品种目录，1.8 万个批文，1800 多家企业。公司涉及的需要进行仿制药一致性评价的药品品种有 164 个，批文 505 个，在所有企业中排名第一。从公司进行仿制药一致性评价的进度来看，公司集聚优势资源推进仿制药质量与疗效一致性评价工作，所涉及品种无论是在数量上还是推进进度上均走在全国前列。截止 2017 年 6 月，公司选定 20 余家药学研究机构以及 44 个产品临床合作基地开展一致性评价工作，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、二批共进行 BE 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），目前已有 15 个产品进入临床阶段。截止 2017 年年底，公司共计开展 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。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。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。

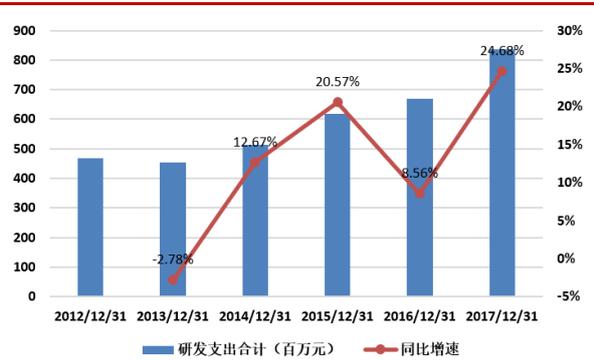
CFDA 规定，在其公布了某品种某品规仿制药的参比制剂后，其他企业直接选择已公布

的参比制剂进行后续仿制药一致性评价，不需要再就参比制剂进行备案。因此，一家企业已经申请参比制剂备案的药品品种并不能准确反映其实际计划进行一致性评价的药品数量，但我们认为参比制剂备案仍能反映公司对这些品种的重视程度，对参比制剂备案品种的分析有一定参考意义。截止 2017 年 10 月 20 日，公司对 83 个品种、156 个品规进行了参比制剂备案。这 83 个品种、156 个品规中有 63 个品种、120 品规在 289 目录中。公司备案的这 83 个品种在重点城市医院的销售额合计为 148 亿元，其中外资企业销售额占比接近 50%。一致性评价工作之后优质的仿制药与原研药的竞争将变得更加公平合理，以往原研药单独分组、定价体系稳固的局面将不复存在，因此通过一致性评价、价格较低的优质仿制药将向原研药市场发起冲击。若按照这部分外资企业原研药约 50% 被通过一致性评价的仿制药所替代，则这 83 个品种的进口替代效应将在我国重点城市医院释放将近 37 亿元的市场空间。若按照重点城市医院销售额与全国销售额按照 1:4.5 的比例测算，则这 83 个品种的进口替代效应将在全国释放 166.5 亿元的市场空间。综合来看，公司目前进行参比制剂备案的 83 个品种从理论上来看约有 166.5 亿元的市场扩展空间。

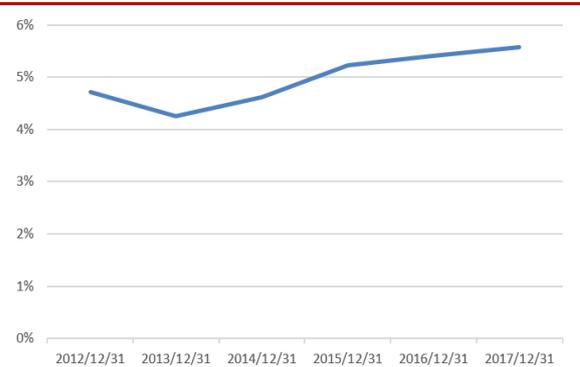
从公司的市占率情况来看，公司这 83 个品种在重点城市医院的销售额合计约 2.74 亿元，市占率仅 1.9%。这 83 个品种中，市占率在我国重点城市医院中排名靠前的有盐酸哌唑嗪，市占率是 100%，由公司旗下的上海上药信谊药厂有限公司和常州制药厂有限公司生产；溴吡斯的明的市占率是 99.15%，由公司旗下的上海中西三维药业有限公司和上海上药信谊药厂有限公司生产；异维 A 酸软的市占率是 64.68%，由公司旗下的上海信谊延安药业有限公司生产。此外，公司生产的叶酸、艾司唑仑、硫唑嘌呤在我国重点城市医院的市占率均超过 40%；甲氨蝶呤、氢氯噻嗪、华法林钠的市占率均超过 30%；螺内酯、氯氮平的市占率均超过 20%；盐酸普罗帕酮、地西洋、劳拉西洋和阿普唑仑在我国重点城市医院的市占率均超过 10%；异烟肼、别嘌醇、乌苯美司、甲硝唑的市占率均超过 5%。综合来看，公司已进行参比制剂备案的 83 个品种中，市占率有高有低。一方面，积极推进市占率高品种的一致性评价工作有利于巩固公司原来在该品种中的领先地位；另一方面，推进市占率较低品种的一致性评价工作表明这些品种对公司医药工业业务发展的重要性，有利于抢占进口替代市场空间。

5.3 研发投入快速增长，部分新药取得阶段性成果

公司近年来研发支出保持较快增长势头，2012-2017 年的年均增速是 12.32%，在公司医药工业收入中的占比逐渐提高，从 2013 年的 4.25% 上升到 2017 年的 5.58%。从费用化程度来看，2013-2015 年公司的研发支出费用化率是 100%，2016、2017 年的费用化率是 97.58% 和 94.53%，可见公司的会计政策较为谨慎。2017 年，公司的进行费用化的研发支出是 7.90 亿元，同比快速增长 20.79%，占医药工业收入的 5.27%。2017 年的研发费用中，21.14% 投向创新药研发，22.59% 投向仿制药研发，35.43% 投向现有产品的二次开发，20.84% 投向仿制药质量和疗效一致性评价。公司创新药研发主要聚焦抗肿瘤、全身性免疫及心血管领域。

图 26：2012-2017 年公司研发支出增长势头良好


数据来源：Wind资讯，东莞证券研究所

图 27：2012-2017 年公司研发支出在医药工业收入中的占比情况


数据来源：Wind资讯，东莞证券研究所

2017 年，公司共获得注射用重组抗 HER2 人源化单克隆抗体-MCC-DM1 偶联剂（拟用于 Her2 阳性晚期乳腺癌二线治疗）、羟基雷公藤内酯醇片（拟用于治疗艾滋病慢性异常免疫激活）、注射用重组抗 Her2 人源化单克隆抗体组合物（拟用于 Her2 阳性晚期乳腺癌一线治疗和术前辅助治疗）、丁酸氯维地平及丁酸氯维地平乳剂、培哚普利叔丁胺片临床批件 8 个；SPH3127 完成 I 期临床，进入 II 期临床；SPH3348 原料加制剂临床申请获得受理；

6.投资建议：给予谨慎推荐评级

首先，两票制消极影响将结束，利好上下游能力较强流通龙头。一方面，两票制的短期消极影响预计将在 2018 年下半年结束，长期来看，两票制将利好龙头企业市场份额提升，因此医药流通行业中的龙头公司是我们应该重点关注的投资标的。另一方面，由于两票制的推行势必有利于具有优质上游资源和完善下游渠道网络的大型流通企业的发展壮大，因此在选择标的时还应该考虑一家企业对上下游的布局情况和策略选择。从这两个方面考虑，我们认为上海医药作为行业龙头，长期将受益于两票制带来的市场份额的提升；而且公司对上下游的议价能力较强，在上游将继续努力获得药品、医疗器械等优质品种，在下游继续通过并购等方式完善渠道网络布局，符合我们的选股标准。

其次，收购康德乐中国业务有利于公司抢占千亿处方外流市场。我们前文分析已经对方外流市场规模进行预测，约为 1300 亿元，市场空间较大。康德乐中国目前在我国拥有 30 家 DTP 药房，加上公司本身拥有的 40 多家 DTP 药房，公司获得康德乐中国业务后将成为国内最大的 DTP 药房运营实体。若后续整合顺利，公司和康德乐中国的 DTP 药房业务将实现业务协同，主要是上游药品资源协同和运输配送协同，有利于公司获得更多上游优质药品资源从而利于下游销售增加，有利于整合配送链条从而提高配送效率、降低成本。

最后，积极推进一致性评价工作，有望抢占进口原研药市场份额。截止 2017 年 10 月 20 日，公司对 83 个品种、156 个品规进行了参比制剂备案。这 83 个品种、156 个品规中有 63 个品种、120 品规在 289 目录中。我们认为，若按照这部分外资企业原研药约 50% 被通过一致性评价的仿制药所替代，则这 83 个品种的进口替代效应将在我国重点城市医院释放将近 37 亿元的市场空间。若按照重点城市医院销售额与全国销售额按照 1:4.5 的比例测算，则这 83 个品种的进口替代效应将在全国释放 166.5 亿元的市场空间。若公司一致性评价工作进展顺利，则有望抢占进口原研药的市场份额。

7.风险提示

两票制消极影响超预期，药品零售市场竞争加剧，一致性评价推进不及预期等。

表 2：公司盈利预测简表

科目（百万元）	2017A	2018E	2019E	2020E
营业总收入	130847	148335	168076	191738
营业总成本	126808	143764	162560	184926
营业成本	114123	129,793	146,562	166812
营业税金及附加	392	371	420	479
销售费用	7411	8158	9244	10546
管理费用	4124	4450	5042	5752
财务费用	677	650	820	800
其他经营收益	888	1180	1250	1340
公允价值变动净收益	(5)	0	0	0
投资净收益	893	1180	1250	1340
营业利润	5228	5751	6766	8152
加 营业外收入	166	650	650	650
减 营业外支出	189	200	200	200
利润总额	5205	6201	7216	8602
减 所得税	1147	1116	1299	1548
净利润	4058	5085	5918	7054
减 少数股东损益	537	1054	1227	1462
归母公司所有者的净利润	3521	4031	4691	5591
基本每股收益(元)	1.24	1.42	1.65	1.97
PE（倍）	20	18	15	13

数据来源：wind资讯，东莞证券研究所

东莞证券投资评级体系：

公司投资评级	
推荐	预计未来 6 个月内，股价表现强于市场指数 15% 以上
谨慎推荐	预计未来 6 个月内，股价表现强于市场指数 5%-15% 之间
中性	预计未来 6 个月内，股价表现介于市场指数 $\pm 5\%$ 之间
回避	预计未来 6 个月内，股价表现弱于市场指数 5% 以上
行业投资评级	
推荐	预计未来 6 个月内，行业指数表现强于市场指数 10% 以上
谨慎推荐	预计未来 6 个月内，行业指数表现强于市场指数 5%-10% 之间
中性	预计未来 6 个月内，行业指数表现介于市场指数 $\pm 5\%$ 之间
回避	预计未来 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 5% 以上
风险等级评级	
低风险	宏观经济及政策、财经资讯、国债等方面的研究报告
中低风险	债券、货币市场基金、债券基金等方面的研究报告
中风险	可转债、股票、股票型基金等方面的研究报告
中高风险	新三板股票、权证、退市整理期股票、港股通股票等方面的研究报告
高风险	期货、期权等衍生品方面的研究报告

本评级体系“市场指数”参照标的为沪深 300 指数。

分析师承诺：

本人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，以勤勉的职业态度，独立、客观地在所知情的范围内出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点，不受本公司相关业务部门、证券发行人、上市公司、基金管理公司、资产管理公司等利益相关者的干涉和影响。本人保证与本报告所指的证券或投资标的无任何利害关系，没有利用发布本报告为自身及其利益相关者谋取不当利益，或者在发布证券研究报告前泄露证券研究报告的内容和观点。

声明：

东莞证券为全国性综合类证券公司，具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供东莞证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告所载资料及观点均为合规合法来源且被本公司认为可靠，但本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，可随时更改。本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可跌可升。本公司可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与本公司其他业务部门或单位所给出的意见不同或者相反。在任何情况下，本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并不构成对任何人的投资建议。投资者需自主作出投资决策并自行承担投资风险，据此报告做出的任何投资决策与本公司和作者无关。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。本公司及其所属关联机构在法律许可的情况下可能会持有本报告中提及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、经纪、资产管理等服务。本报告版权归东莞证券股份有限公司及相关内容提供方所有，未经本公司事先书面许可，任何人不得以任何形式翻版、复制、刊登。如引用、刊发，需注明本报告的机构来源、作者和发布日期，并提示使用本报告的风险，不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本证券研究报告的，应当承担相应的法律责任。

东莞证券研究所

广东省东莞市可园南路 1 号金源中心 24 楼

邮政编码：523000

电话：(0769) 22119430

传真：(0769) 22119430

网址：www.dgzq.com.cn