

上海医药 (601607.SH)

医药流通行业

评级：增持 维持评级

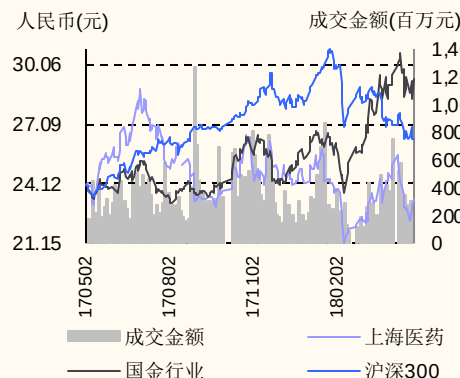
公司点评

市场价格 (人民币): 23.37 元

长期竞争力评级：高于行业均值

市场数据(人民币)

已上市流通 A 股(百万股)	1,922.94
流通港股(百万股)	919.07
总市值(百万元)	66,419.63
年内股价最高最低(元)	28.88/21.15
沪深 300 指数	3756.88
上证指数	3082.23



相关报告

1. 《年报点评-主业内生增速符合预期，合、联营企业投资收益拉低扣非...》，2018.3.26
2. 《事件点评-收购康德乐中国，战略意义远大于短期利润》，2017.11.16
3. 《三季报点评-主业符合预期，联、合营企业拖累利润增速》，2017.10.31
4. 《上海医药-中报点评-商业基本符合预期，工业改善明显》，2017.8.29
5. 《流通乘势而上，工业因地制宜》，2017.6.13

孙炜

联系人
weisun@gjzq.com.cn

李敬雷

分析师 SAC 执业编号: S1130511030026
(8621)60230221
lijingl@gjzq.com.cn

两票制加速影响商业收入，工业改善趋势延续

公司基本情况(人民币)

项目	2016	2017	2018E	2019E	2020E
摊薄每股收益(元)	1.189	1.309	1.371	1.522	1.687
每股净资产(元)	11.76	12.66	13.82	14.89	16.08
每股经营性现金流(元)	0.70	0.95	1.31	1.15	1.47
市盈率(倍)	16.45	18.48	17.05	15.35	13.85
行业优化市盈率(倍)	17.92	17.92	17.92	17.92	17.92
净利润增长率(%)	11.10%	10.14%	10.64%	11.07%	10.84%
净资产收益率(%)	10.11%	10.35%	9.92%	10.22%	10.49%
总股本(百万股)	2,688.91	2,688.91	2,842.09	2,842.09	2,842.09

来源：公司年报、国金证券研究所

业绩简评

- 公司 2018 年一季度实现收入 363.86 亿，同比增长 9.83%，其中商业收入 314.23 亿，同比增速 7.12%；工业收入 49.63 亿，同比增速 30.82%；归母净利润 10.20 亿，同比增长 2.07%，扣非归母净利润 9.96 亿，同比增长 6.08%。

经营分析

- 商业板块，收入端纯销增速约 10%，康德乐并表约 30 亿，调拨受两票制影响快速下滑；利润端，调拨对利润影响较小，康德乐进口药业务开始整合，除了进口毛利率以外未来有望贡献纯销毛利。
- 工业板块，营销改革成效开始体现，收入增速逐季加速，剔除高开因素增速亦超过 15%。
- 合、联营企业贡献利润相去去年同期有所下滑，但是 1Q18 的 2.20 亿，相比 4Q17 的 1.46 亿，环比改善明显。公司短期运营资金压力较大，财务成本有望继续增加。

盈利预测与投资建议

- 基于上药在分销业务的积极布局和两票制下行业的趋势，以及 Cardinal 国内业务的并表，我们认为分销业务未来三年复合增速有望达到超过 15%；工业板块借助 Vitaco 并表（短期）、核心品种营销梳理（中期）、普药受益一致性评价和工商协同（长期）收入增速有望回升至 15-20%；零售业务重点在处方外流，短期预计有望保持 10%左右平稳增速。
- 综上，我们预计 2018/2019/2020 年归母净利润为 3,895/4,326/4,795 百万人民币，对应增速 10.64%/11.07%/10.84%，对应 18 年 17.05x P/E，维持“增持”评级。

风险提示

- 分销业务拓展不畅、两票制推进低于预期、核心品种营销改善低预期、财务成本上升、非经常性收益波动较大等。

业绩简评

- 公司 2018 年一季度实现收入 363.86 亿，同比增长 9.83%，其中商业收入 314.23 亿，同比增速 7.12%；工业收入 49.63 亿，同比增速 30.82%；归母净利润 10.20 亿，同比增长 2.07%，扣非归母净利润 9.96 亿，同比增长 6.08%。
- 医药工业贡献净利润 4.22 亿，同比增长 21.02%；医药商业贡献净利润 4.56 亿，同比增长 10.61%；参股企业贡献净利润 2.20 亿，同比下降 4.92%。

经营分析

- 商业板块，收入端纯销增速约 10%，康德乐并表约 30 亿，调拨受两票制影响快速下滑；利润端，调拨对利润影响较小，康德乐进口药业务开始整合，除了进口毛利率以外未来有望贡献纯销毛利。
 - 商业目前纯销比率略超 60%，调拨业务中有较大比例进口药物的全国总经销权，纯调拨业务约占 20%。一季度康德乐并表约 30 亿，纯销业务增速约 10%，调拨业务下滑约 20 亿，预计全年年化影响超过 70 亿。公司整合康德乐的同时，完善全国网络建设，报告期内收购合肥竞成、四川国嘉、惠州同泰。
 - 收购康德乐后，公司成为国内最大的进口药品代理商和分销商，共代理进口药品 223 个品规，预计规模超过 300 亿。康德乐进口药品业务之前全部为调拨，只有进口毛利率，通过上药纯销品台整合后，有望产生纯销毛利。
 - 零售板块增速有所提升，毛利下滑，主要由于 DTP 业务毛利率较低，合并康德乐后，DTP 收入占零售约 1/3，一季度 ebit margin 相比去年同期下滑 0.4%，略亏。
- 工业板块，营销改革成效开始体现，收入增速逐季加速，剔除高开因素增速亦超过 15%。
 - 2018 年一季度工业收入增速 30.82%，毛利率 59.44%，相去去年同期 +8.83%，ebit margin 12.44%，相比去年同期 -1.70%。高开导致收入和费用都大幅增加，剔除高开因素，收入增速 16%，ebit 增速 15.09%。
 - 一季度研发费用 1.74 亿，同比增长 9.95%，一致性评价取得进展，目前共有 97 个批文进入一致性评价阶段，3 个品种申报 CFDA；同时公司加快创新药研发，美国圣地亚哥研发中心已经启动运行。

图表 1：上海医药分销与工业业务核心运营指标

Rmb m	2015A	1Q16	1H16	3Q16	2016A	1Q17	1H17	3Q17	2017A	1Q18
营业收入	105,517	29,276	59,695	90,517	120,765	33,129	65,779	99,031	130,847	36,386
商业	93,693	26,113	53,284	81,121	108,349	29,335	58,276	87,878	115,860	31,423
分销	93,717	26,110	53,374	81,302	108,618	29,485	58,521	87,878	116,150	31,447
yoy	15.47%	18.55%	18.97%	16.44%	15.90%	12.93%	9.64%	8.09%	6.93%	6.65%
gross margin	6.02%	5.99%	6.02%	6.00%	5.89%	6.15%	6.06%	6.09%	6.12%	6.48%
ebit margin	2.58%	2.62%	2.79%	2.64%	2.47%	2.64%	2.74%	2.76%	2.61%	2.71%
EBIT	2,418	684	1,489	2,146	2,683	778	1,603	2,425	3,032	852
yoy					10.96%	13.79%	7.68%	13.00%	13.00%	9.48%
零售	4,795	1,228	2,490	3,765	5,153	1,280	2,714		5,640	1,444
yoy	13.68%	9.91%	7.64%	7.42%	7.47%	4.30%	9.00%		9.44%	12.81%
gross margin	15.64%	15.54%	15.64%	15.44%	15.52%	15.88%	16.00%		16.36%	15.95%
ebit margin	1.50%	1.36%	1.46%	1.27%	1.45%	0.26%	1.11%		1.58%	-0.14%
工业	11,824	3,163	6,411	9,396	12,416	3,794	7,503	11,153	14,987	4,963
yoy	6.49%	2.78%	5.34%	5.76%	5.01%	19.94%	17.03%	18.70%	20.71%	30.82%
gross margin	49.72%	50.95%	51.74%	52.51%	51.57%	50.61%	52.31%	53.67%	53.86%	59.44%
ebit margin	12.44%	12.81%	13.13%	13.50%	12.39%	14.14%	13.50%	14.27%	12.14%	12.44%
EBIT	1,471	405	842	1,268	1,538	536	1,013	1,592	1,819	617
yoy					4.58%	32.40%	20.32%	25.47%	18.28%	15.09%

来源：公司公告, 国金证券研究所

- 合、联营企业贡献利润相去去年同期有所下滑，但是 1Q18 的 2.20 亿，相比 4Q17 的 1.46 亿，环比改善明显。公司短期运营资金压力较大，财务成本有望继续增加。
- 一季度投资收益 2.30 亿，其中合、联营企业贡献 2.20 亿，核心企业 BMS 今年有望借助丙肝和肿瘤药回升，罗氏去年下半年产品降价，销量 18 年开始提速，天普主要是两票制导致库存调整，预计今年上半年收尾。
- 在资金方面，长期借款没有进一步增加，但是短期借款大幅增加，导致财务费用增加 65.83%。公司公告拟发行不超过 50 亿的债务融资工具；与此同时根据短期贷款金额测算，利息成本略有上升，趋势还需继续观察。

盈利预测与投资建议

- 收入端：基于上药在分销业务的积极布局和两票制下行业的趋势，以及 Cardinal 国内业务的并表，我们认为分销业务未来三年复合增速有望达到超过 15%；工业板块借助 Vitaco 并表（短期）、核心品种营销梳理（中期）、普药受益一致性评价和工商协同（长期）收入增速有望回升至 15-20%；零售业务重点在处方外流，短期预计有望保持 10%左右平稳增速。利润端：合营联营企业投资收益波动消除后，有望恢复平稳增长。
- 综上，我们预计 2018/2019/2020 年归母净利润为 3,895/4,326/4,795 百万人民币，对应增速 10.64%/11.07%/10.84%，对应 18 年 17.05x P/E，维持“增持”评级。

风险提示

- 分销业务拓展不畅、两票制推进低于预期、核心品种营销改善低预期、财务成本上升、非经常性收益波动较大等。

附录：三张报表预测摘要
损益表 (人民币百万元)

	2015	2016	2017	2018E	2019E	2020E
主营业务收入	105,517	120,765	130,847	147,511	164,135	181,672
增长率		14.5%	8.3%	12.7%	11.3%	10.7%
主营业务成本	-92,715	-106,531	-114,123	-126,287	-139,301	-153,105
%销售收入	87.9%	88.2%	87.2%	85.6%	84.9%	84.3%
毛利	12,801	14,234	16,724	21,223	24,834	28,567
%销售收入	12.1%	11.8%	12.8%	14.4%	15.1%	15.7%
营业税金及附加	-264	-337	-392	-443	-492	-545
%销售收入	0.2%	0.3%	0.3%	0.3%	0.3%	0.3%
营业费用	-5,348	-6,067	-7,411	-10,119	-12,327	-14,588
%销售收入	5.1%	5.0%	5.7%	6.9%	7.5%	8.0%
管理费用	-3,234	-3,568	-4,124	-4,804	-5,421	-5,986
%销售收入	3.1%	3.0%	3.2%	3.3%	3.3%	3.3%
息税前利润 (EBIT)	3,955	4,261	4,797	5,857	6,594	7,448
%销售收入	3.7%	3.5%	3.7%	4.0%	4.0%	4.1%
财务费用	-565	-587	-677	-750	-818	-911
%销售收入	0.5%	0.5%	0.5%	0.5%	0.5%	0.5%
资产减值损失	-351	-446	-81	-301	-314	-317
公允价值变动收益	0	0	-5	0	0	0
投资收益	647	979	893	714	736	702
%税前利润	15.5%	21.1%	17.1%	12.4%	11.4%	9.8%
营业利润	3,687	4,207	4,927	5,521	6,198	6,922
营业利润率	3.5%	3.5%	3.8%	3.7%	3.8%	3.8%
营业外收支	485	432	278	250	250	250
税前利润	4,172	4,639	5,205	5,771	6,448	7,172
利润率	4.0%	3.8%	4.0%	3.9%	3.9%	3.9%
所得税	-807	-809	-1,147	-1,212	-1,354	-1,506
所得税率	19.4%	17.4%	22.0%	21.0%	21.0%	21.0%
净利润	3,364	3,830	4,058	4,559	5,094	5,666
少数股东损益	487	633	537	664	768	871
归属于母公司的净利润	2,877	3,196	3,521	3,895	4,326	4,795
净利率	2.7%	2.6%	2.7%	2.6%	2.6%	2.6%

现金流量表 (人民币百万元)

	2015	2016	2017	2018E	2019E	2020E
净利润	3,364	3,830	4,058	4,559	5,094	5,666
少数股东损益	487.38	633.32	537.13	663.57	767.98	870.78
非现金支出	1,022	1,191	918	514	574	628
非经营收益	-389	-651	-258	-87	-27	116
营运资金变动	-2,673	-2,498	-2,167	-1,276	-2,377	-2,230
经营活动现金净流	1,324	1,872	2,551	3,710	3,263	4,180
资本开支	-1,332	-1,808	-1,887	-2,243	-400	-345
投资	-669	-1,730	-833	-3,850	-1,040	-1,030
其他	92	649	365	714	736	702
投资活动现金净流	-1,909	-2,890	-2,355	-5,379	-704	-673
股权募资	301	906	22	2,492	0	0
债权募资	2,163	1,691	3,873	2,401	1,679	982
其他	-1,817	-1,952	-1,599	-2,066	-2,237	-2,490
筹资活动现金净流	647	645	2,296	2,827	-559	-1,508
现金净流量	62	-373	2,492	1,158	2,000	2,000

来源：公司年报、国金证券研究所

资产负债表 (人民币百万元)

	2015	2016	2017	2018E	2019E	2020E
120,923	120,923	120,923	120,923	120,923	120,923	120,923
货币资金	12,039	11,967	14,842	16,000	18,000	20,000
应收账款	26,363	29,828	33,924	34,780	37,995	41,295
存货	15,091	16,416	17,270	18,609	20,265	21,998
其他流动资产	2,092	2,056	2,607	2,731	2,887	3,053
流动资产	55,585	60,267	68,642	72,120	79,147	86,346
%总资产	74.8%	72.8%	72.8%	69.4%	70.4%	71.4%
长期投资	4,582	5,251	5,707	9,557	10,597	11,627
固定资产	6,091	6,966	9,100	9,372	9,745	10,064
%总资产	8.2%	8.4%	9.6%	9.0%	8.7%	8.3%
无形资产	7,027	8,850	9,595	11,604	11,621	11,586
非流动资产	18,759	22,476	25,702	31,832	33,263	34,577
%总资产	25.2%	27.2%	27.2%	30.6%	29.6%	28.6%
资产总计	74,344	82,743	94,344	103,952	112,410	120,923
短期借款	10,679	9,647	13,803	13,210	14,889	15,871
应付款项	27,488	30,027	33,804	35,389	38,387	41,500
其他流动负债	1,260	1,440	2,025	1,773	1,754	1,945
流动负债	39,427	41,113	49,632	50,373	55,030	59,315
长期贷款	93	838	960	960	960	960
其他长期负债	1,016	3,957	4,077	7,030	7,016	6,998
负债	40,536	45,908	54,669	58,363	63,005	67,273
普通股股东权益	29,930	31,623	34,031	39,281	42,328	45,702
少数股东权益	3,878	5,212	5,645	6,309	7,077	7,947
负债股东权益合计	74,344	82,743	94,344	103,952	112,410	120,923

比率分析

	2015	2016	2017	2018E	2019E	2020E
每股指标						
每股收益	1.070	1.189	1.309	1.371	1.522	1.687
每股净资产	11.131	11.760	12.656	13.821	14.893	16.081
每股经营现金净流	0.492	0.696	0.949	1.305	1.148	1.471
每股股利	0.060	0.060	0.060	0.400	0.450	0.500
回报率						
净资产收益率	9.61%	10.11%	10.35%	9.92%	10.22%	10.49%
总资产收益率	3.87%	3.86%	3.73%	3.75%	3.85%	3.97%
投入资本收益率	7.09%	7.06%	6.55%	7.08%	7.35%	7.73%
增长率						
主营业务收入增长率	14.20%	14.45%	8.35%	12.73%	11.27%	10.68%
EBIT增长率	16.52%	7.74%	12.57%	22.10%	12.58%	12.95%
净利润增长率	11.03%	11.10%	10.14%	10.64%	11.07%	10.84%
总资产增长率	15.55%	11.30%	14.02%	10.18%	8.14%	7.57%
资产管理能力						
应收账款周转天数	76.4	77.8	81.8	80.0	79.0	78.0
存货周转天数	55.5	54.0	53.9	54.0	53.5	53.0
应付账款周转天数	74.5	73.6	73.0	72.5	72.2	72.0
固定资产周转天数	18.5	17.1	21.1	20.0	19.0	18.0
偿债能力						
净负债/股东权益	-3.75%	1.39%	4.84%	6.95%	5.76%	3.41%
EBIT利息保障倍数	7.0	7.3	7.1	7.8	8.1	8.2
资产负债率	54.52%	55.48%	57.95%	56.14%	56.05%	55.63%

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	1	5	18	21	43
增持	1	1	6	8	16
中性	0	1	2	2	5
减持	0	0	0	0	1
评分	1.50	1.43	1.38	1.39	1.45

来源：朝阳永续

历史推荐和目标定价(人民币)

序号	日期	评级	市价	目标价
1	2017-06-13	增持	26.94	24.40~29.80
2	2017-08-29	增持	24.63	N/A
3	2017-10-31	增持	26.45	N/A
4	2017-11-16	增持	24.09	N/A
5	2018-03-26	增持	23.12	N/A

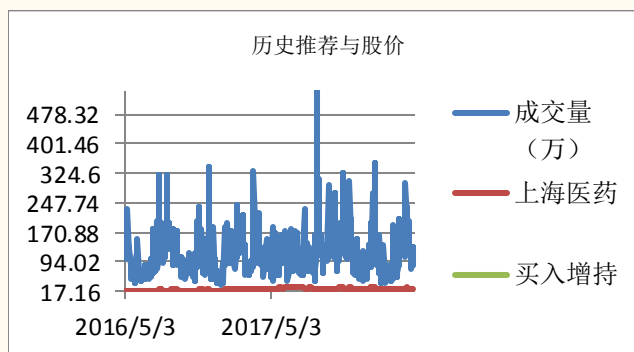
来源：国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得 1 分，为“增持”得 2 分，为“中性”得 3 分，为“减持”得 4 分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 = 买入； 1.01~2.0 = 增持； 2.01~3.0 = 中性
 3.01~4.0 = 减持


长期竞争力评级的说明：

长期竞争力评级着重于企业基本面，评判未来两年后公司综合竞争力与所属行业上市公司均值比较结果。

优化市盈率计算的说明：

行业优化市盈率中，在扣除行业内所有亏损股票后，过往年度计算方法为当年年末收盘总市值与当年股票净利润总和相除，预期年度为报告提供日前一交易日收盘总市值与前一年度股票净利润总和相除。

投资评级的说明：

买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 15%以上；
 增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—15%；
 中性：预期未来 6—12 个月内变动幅度在 -5%—5%；
 减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以上。

特别声明：

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。本报告亦非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的邀请。

证券研究报告是用于服务机构投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中的专业投资者使用；非国金证券客户中的专业投资者擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

此报告仅限于中国大陆使用。

上海

电话：021-60753903

传真：021-61038200

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：201204

地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号

紫竹国际大厦 7 楼

北京

电话：010-66216979

传真：010-66216793

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100053

地址：中国北京西城区长椿街 3 号 4 层

深圳

电话：0755-83831378

传真：0755-83830558

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：中国深圳福田区深南大道 4001 号

时代金融中心 7GH