

# 上海医药(601607)

## 医药工业快速增长,医药商业盈利能力进一步提升

买入(维持)

2018年5月2日

证券分析师 全铭

S0600517010002

[quanm@dwzq.com.cn](mailto:quanm@dwzq.com.cn)

证券分析师 焦德智

S0600516120001

| 盈利预测与估值    | 2017A     | 2018E     | 2019E     | 2020E     |
|------------|-----------|-----------|-----------|-----------|
| 营业收入(百万元)  | 130,847.2 | 151,204.1 | 167,186.2 | 184,895.8 |
| 同比         | 8.3%      | 15.6%     | 10.6%     | 10.6%     |
| 归母净利润(百万元) | 3,520.6   | 3,971.0   | 4,588.2   | 5,117.4   |
| 同比         | 10.1%     | 12.8%     | 15.5%     | 11.5%     |
| ROE        | 10.3%     | 10.8%     | 11.4%     | 11.6%     |
| 每股收益(元)    | 1.31      | 1.40      | 1.61      | 1.80      |
| P/E        | 17.8      | 16.7      | 14.5      | 13.0      |
| P/B        | 1.8       | 1.8       | 1.7       | 1.5       |

### 股价走势

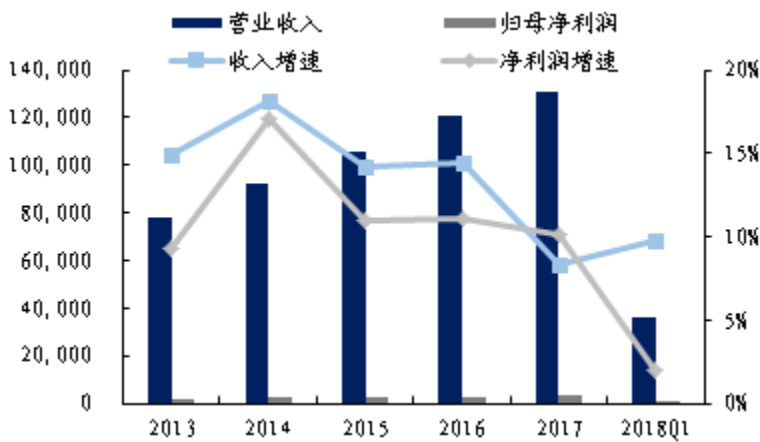


### 投资要点

#### 一、事件:

公司发布2018年度一季度报告,实现营业收入363.86亿元,同比增长9.83%。实现归属于上市公司股东的净利润10.20亿元,同比增长2.07%,归属于上市公司股东的扣除非经常性损益的净利润9.96亿元,同比增长6.08%。

图表1: 公司营收、归母净利润变化情况(百万元)



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

#### 二、我们的观点

##### 1、医药工业快速增长,研发费用持续增加。

2018Q1,公司医药工业销售收入49.63亿元,较上年同期增长30.82%,毛利率59.44%;医药工业主营业务贡献净利润4.22亿元,同比增长21.02%。收入利润均实现快速增长,扣除两项费用后的营业利润率为12.44%。我们估算,排除高开的影响,工业的增长约16%。

公司继续加快研发创新的项目进度与合作力度,一季度研发费用总额1.74亿元,同比增长9.95%。

### 市场数据

|            |             |
|------------|-------------|
| 收盘价(元)     | 23.37       |
| 一年最低/最高价   | 20.81/28.86 |
| 市净率(倍)     | 1.77        |
| 流通A股市值(亿元) | 449         |

### 基础数据

|          |       |
|----------|-------|
| 每股净资产(元) | 13.21 |
| 资本负债率(%) | 61.57 |
| 总股本(亿股)  | 28.42 |
| 流通A股(亿股) | 19.23 |

### 相关研究

- 1、上海医药(601607.SH): 5.57亿美元收购康德乐中国,分销业务如虎添翼
- 2、上海医药(601607.SH): 业绩符合预期,商业稳健发展,工业板块盈利水平提升
- 3、上海医药(601607.SH): 工业增长超预期,商业并购在苏北、广东落地

创新药方面，公司羟基雷公藤内酯醇片剂（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-MCC-DM1 偶联剂（拟用于 Her2 阳性晚期乳腺癌二线治疗）共获得 3 个临床试验批件。公司深化研发的开放合作，美国圣地亚哥研发中心已经启动运行。

公司继续全力推进仿制药质量与疗效一致性评价工作，力争通过一致性评价占领市场先机，目前公司立项开展仿制药质量与疗效一致性评价的产品数量全国领先，新增盐酸二甲双胍缓释片完成评价并申报至国家药品监督管理局，累计 3 个品种完成申报，近 1/2 的产品进入临床研究阶段。公司坚持原料药与制剂一体化发展，强化产业链延伸配套，推进独家原料药银杏酮酯向高端制剂延伸，以人民币 2.8 亿元收购浙江九旭药业有限公司 51% 股权。

## 2、医药商业稳健增长，盈利能力进一步提升。

2018Q1，医药商业实现收入 314.23 亿元，同比增长 7.12%。医药商业主营业务贡献净利润 4.56 亿元，同比增长 10.61%。扣除两项费用率后的营业利润率 2.71%，营业利润率进一步提高。公司积极顺应国家两票制政策，在完善网络覆盖的基础上进一步优化业务结构，提升纯销业务比重，纯销增长速度高于调拨的减少速度。继去年收购康德乐中国后，公司一季度收购了安徽合肥竞成医药有限公司 51% 股份，收购四川国嘉医药科技公司 10% 股权等，深化了公司在四川、安徽、内蒙、广东等省份的重点地市级业务覆盖。

同时，公司作为国内最大的进口药品代理商和分销商，代理进口药品 223 个品规。近日公司与上海罗氏制药有限公司签署战略合作协议，双方将围绕新品市场拓展及为患者提供渠道增值服务等领域优先展开合作。

## 3、DTP 药房带动零售板块增长，积极布局新零售“互联网+”业务平台。

2018Q1，公司医药零售业务实现销售收入 14.44 亿元，同比增长 12.78%，毛利率 15.95%，扣除两项费用后的营业利润率-0.14%。

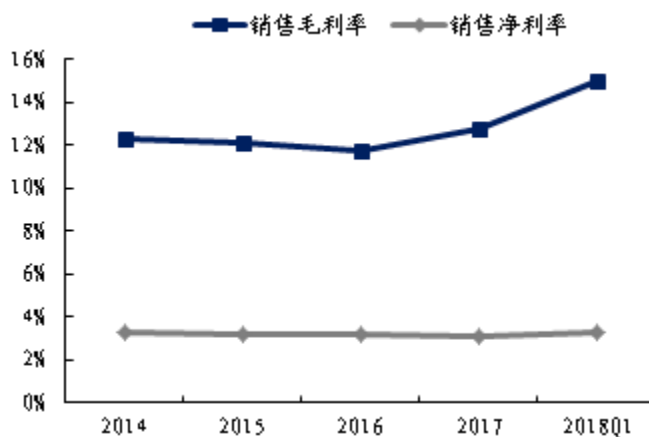
公司收购康德乐中国业务后，上药云健康正式启动与康德乐中国 DTP 药房整合工作，随着康德乐中国的 DTP 门店的加入，将进一步确立公司国内新特药 DTP 业务的领先地位。我们估计 DTP 药房目前实现收入超 4 亿，DTP 药房的快速增长带动零售板块较快增长。

于此同时，上药云健康作为公司发展处方药新零售“互联网+”业务平台，公司与众安保险签署全面战略合作伙伴协议，借助众安保险在金融分期、健康保险、大数据风控等多方面资源，与其在医疗金融创新支付模式及大健康管理等领域展开深入战略合作，共同打造中国医疗金融创新模式。

## 4、应收周转率有所降低，但销售毛利率、净利率进一步提升。

受两票制调拨业务改直销业务影响，公司应收周转率有所降低。2018Q1，公司应收周转率 1.05%，同比降低 0.09pp。但公司销售毛利率、净利率均进一步提高，抵消了一部分不利影响。毛利率、净利率提升说明了公司作为全国性商业公司，议价能力进一步增强。

图表 2: 公司毛利率、净利率变化情况



数据来源：wind，东吴证券研究所

### 三、盈利预测与投资建议

我们预计 2018-2020 年，公司营业收入分别为 1512.04 亿元、1671.86 亿元和 1848.96 亿元，归母净利润分别为 39.71 亿元、45.88 亿元和 51.17 亿元，对应 EPS 分别为 1.40 元、1.61 元和 1.80 元。我们认为公司医药工业维持快速增长，且研发持续投入，在研品种有望厚积薄发；医药商业受益两票制集中度提升，盈利能力持续增强。我们维持对公司的“买入”评级。

### 四、风险提示

新品研发和上市低于预期；药品销售和招标价格低于预期。

上海医药三大财务预测表(百万元)

| 资产负债表        | 2017A    | 2018E     | 2019E    | 2020E     | 利润表           | 2017A     | 2018E     | 2019E     | 2020E     |
|--------------|----------|-----------|----------|-----------|---------------|-----------|-----------|-----------|-----------|
| 流动资产         | 68,642.3 | 67,373.2  | 73,621.6 | 87,685.9  | 营业收入          | 130,847.2 | 151,204.1 | 167,186.2 | 184,895.8 |
| 现金           | 14,842.1 | 3,363.6   | 7,626.0  | 10,162.6  | 营业成本          | 114,122.7 | 131,396.3 | 145,284.8 | 160,674.5 |
| 应收票据&账款      | 32,485.4 | 38,426.2  | 39,980.7 | 46,731.7  | 营业税金及附加       | 392.4     | 417.7     | 461.8     | 510.8     |
| 其它应收款        | 1,438.4  | 1,320.6   | 1,730.0  | 1,643.7   | 营业费用          | 7,411.3   | 8,564.3   | 9,469.5   | 10,472.6  |
| 预付账款         | 1,391.1  | 1,533.0   | 1,700.2  | 1,875.4   | 管理费用          | 4,123.9   | 4,536.1   | 5,015.6   | 5,546.9   |
| 存货           | 17,270.0 | 21,514.4  | 21,369.4 | 26,057.0  | 财务费用          | 676.7     | 292.9     | 9.1       | -67.4     |
| 其他           | 1,215.4  | 1,215.4   | 1,215.4  | 1,215.4   | 资产减值损失        | 81.2      | 292.7     | 292.7     | 292.7     |
| 非流动资产        | 25,702.2 | 23,445.6  | 21,189.0 | 19,075.3  | 投资净收益         | 892.5     | -         | -         | -         |
| 固定资产         | 7,563.0  | 7,433.4   | 5,766.4  | 4,099.4   | 营业利润          | 4,926.8   | 5,704.0   | 6,652.6   | 7,465.8   |
| 无形资产         | 2,640.5  | 2,308.8   | 1,915.2  | 1,521.6   | 营业外损益         | 278.0     | 398.4     | 398.4     | 398.4     |
| 其他           | 15,498.7 | 13,703.4  | 13,507.4 | 13,454.3  | 利润总额          | 5,204.8   | 6,102.4   | 7,051.0   | 7,864.2   |
| 资产总计         | 94,344.5 | 90,818.8  | 94,810.6 | 106,761.2 | 所得税           | 1,147.0   | 1,525.6   | 1,762.8   | 1,966.0   |
| 流动负债         | 49,631.8 | 42,621.2  | 42,586.2 | 50,045.7  | 净利润           | 4,057.8   | 4,576.8   | 5,288.3   | 5,898.1   |
| 应付账款         | 27,295.2 | 34,049.6  | 33,779.3 | 41,234.6  | 少数股东损益        | 537.1     | 605.8     | 700.0     | 780.7     |
| 其他           | 22,336.6 | 8,571.5   | 8,806.9  | 8,811.1   | 归母净利润         | 3,520.6   | 3,971.0   | 4,588.2   | 5,117.4   |
| 非流动负债        | 5,036.8  | 5,036.8   | 5,036.8  | 5,036.8   | EBITDA        | 6,853.5   | 8,396.9   | 9,061.7   | 9,655.5   |
| 长期借款         | 2,958.8  | 2,958.8   | 2,958.8  | 2,958.8   | EPS (元)       | 1.31      | 1.40      | 1.61      | 1.80      |
| 其他           | 2,078.0  | 2,078.0   | 2,078.0  | 2,078.0   | <b>主要财务比率</b> |           |           |           |           |
| 负债合计         | 54,668.6 | 47,658.0  | 47,623.0 | 55,082.5  | 营业收入增速        | 8.3%      | 15.6%     | 10.6%     | 10.6%     |
| 股本           | 2,688.9  | 2,842.1   | 2,842.1  | 2,842.1   | 归母净利润增速       | 10.1%     | 12.8%     | 15.5%     | 11.5%     |
| 少数股东权益       | 5,645.0  | 6,250.9   | 6,950.9  | 7,731.6   | 毛利率           | 12.8%     | 13.1%     | 13.1%     | 13.1%     |
| 归属母公司股东权益    | 34,030.8 | 36,910.0  | 40,236.7 | 43,947.0  | 净利率           | 3.1%      | 3.0%      | 3.2%      | 3.2%      |
| 负债和股东权益      | 94,344.5 | 90,818.8  | 94,810.6 | 106,761.2 | ROE           | 10.3%     | 10.8%     | 11.4%     | 11.6%     |
| <b>现金流量表</b> |          |           |          |           | ROIC          | 11.5%     | 10.6%     | 11.4%     | 12.7%     |
| 经营活动现金流      | 2,648.8  | 3,391.0   | 5,271.9  | 3,615.2   | 资产负债率         | 57.9%     | 52.5%     | 50.2%     | 51.6%     |
| 折旧摊销         | 934.4    | 1,963.9   | 1,963.9  | 1,821.0   | 总资产周转率        | 138.7%    | 166.5%    | 176.3%    | 173.2%    |
| 营运资金变动       | 4,290.1  | -8,004.3  | 6,283.3  | 6,604.8   | P/E           | 17.8      | 16.7      | 14.5      | 13.0      |
| 投资活动现金流      | -2,355.0 | 298.8     | 298.8    | 298.8     | P/B           | 1.8       | 1.8       | 1.7       | 1.5       |
| 筹资活动现金流      | 2,314.7  | -15,168.3 | -1,308.3 | -1,377.3  | EV/EBITDA     | 10.4      | 8.3       | 7.4       | 6.7       |
| 现金净增加额       | 2,589.7  | -11,478.5 | 4,262.4  | 2,536.7   | 每股净资产(元)      | 12.66     | 12.99     | 14.16     | 15.46     |

数据来源: wind 资讯, 东吴证券研究所

## 免责声明

东吴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。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司(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。在任何情况下,本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议,本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下,东吴证券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并进行交易,还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险,投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息,本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性,也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更,在不同时期,本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本报告的版权归本公司所有,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、转载,需征得东吴证券研究所同意,并注明出处为东吴证券研究所,且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

## 东吴证券投资评级标准:

### 公司投资评级:

买入: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15% 以上;

增持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5% 与 15% 之间;

中性: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -5% 与 5% 之间;

减持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -15% 与 -5% 之间;

卖出: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 -15% 以下。

### 行业投资评级:

增持: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对强于大盘 5% 以上;

中性: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对大盘 -5% 与 5%;

减持: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对弱于大盘 5% 以上。

东吴证券研究所

苏州工业园区星阳街 5 号

邮政编码: 215021

传真: (0512) 62938527

公司网址: <http://www.dwzq.com.cn>

