

商业、工业收入稳定增长，研发投入增加影响当期业绩 买入（维持）

2018 年 10 月 28 日

证券分析师 全铭

执业证号：S0600517010002

021-60199793

quanm@dwzq.com.cn

证券分析师 焦德智

执业证号：S0600516120001

021-60199793

jiaodzh@dwzq.com.cn

研究助理 许汪洋

021-60199793

xuwy@dwzq.com.cn

盈利预测预估值	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入（百万元）	130,847	151,204	167,186	184,896
同比（%）	8.3%	15.6%	10.6%	10.6%
归母净利润（百万元）	3,521	4,171	4,967	5,712
同比（%）	10.1%	18.5%	19.1%	15.0%
每股收益（元/股）	1.24	1.47	1.75	2.01
P/E（倍）	15.20	12.83	10.77	9.37

投资要点

■ **事件：**2018 年 10 月 27 日，公司公布 2018 年三季度，2018 年前三季度营业收入 1176.02 亿元，同比增长 18.75%，归母净利润 33.72 亿元，同比增长 25.41%，扣非归母净利润 25.67 亿元，同比增长 4.49%，研发费用增加影响当期业绩，2018Q1-Q3 公司研发费用投入达 7.56 亿元，同比增长 50.31%，符合预期。2018Q3 营收 417.23 亿元，同比增长 25.47%，归母净利润 13.39 亿元，同比增长 75.33%，扣非归母净利润 6.73 亿元，同比下降 1.68%，主要系广东天普股权收购产生的非经常性收益及研发费用大幅增加影响所致。

■ **工业收入高速增长，研发投入持续增加。**2018Q1-Q3 公司医药工业实现销售收入 142.54 亿元，同比增长 27.80%，毛利率 57.64%。其中 60 个重点品种销售收入 75.69 亿元，同比增长 28.91%。公司研发费用投入达 7.56 亿元，同比增长 50.31%。公司一致性评价进度领先，盐酸盐酸氟西汀胶囊和卡托普利片率先完成一致性评价，12 个品规完成 BE 试验并申报。公司完成收购广东天普 26.34% 股权，实现绝对控股。其重点产品普洛安和凯利康拓展公司在天然尿蛋白药物以及急危重症细分治疗领域布局。此外公司还与俄罗斯生物医药企业 BIOCAD 签署了合作备忘录，全面布局生物药领域。

■ **两票制影响减弱，商业增速提升，进口药品推动业绩增长。**2018Q1-Q3 公司医药分销实现收入 1030.58 亿，同比增长 16.94%，毛利率 6.67%，扣除两项费用后营业利润率达 2.8%。医药零售实现收入 50.96 亿元，同比增长 24.05%。公司顺应两票制发展趋势，纯销比例提升至 70%。公司进一步完善商业网络，先后完成辽宁、贵州等省级平台收购。康德乐 2-9 月实现净利润 1.31 亿，同比增长 7%，净利率提升至 0.8%，进口代理的客户全部完成续约，巩固公司进口药品代理商和分销商地位。报告期内公司获得 12 个进口药全国的总代理权，其中包括两款 PD1 的产品——Opdivo 与 Keytruda，报告期末两者销售收入分别为 1.9 亿和 1.5 亿，未来进口药品持续放量将推动公司业绩进一步增长。

■ **盈利预测与投资评级：**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 41.71 亿元、49.67 亿元和 57.12 亿元，对应 EPS 分别为 1.47 元、1.75 元和 2.01 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。

■ **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；收购整合低于预期。

股价走势



市场数据

收盘价(元)	18.83
一年最低/最高价	17.62/26.88
市净率(倍)	1.39
流通 A 股市值(百万元)	36208.87

基础数据

每股净资产(元)	13.56
资产负债率(%)	63.18
总股本(百万股)	2842.09
流通 A 股(百万股)	1922.94

相关研究

1、《上海医药 (601607)：进一步收购天普 26.34% 股权，加强工业板块布局》2018-05-23

2、《【东吴医药】上海医药 2018 年一季报点评：医药工业快速增长，医药商业盈利能力进一步提升》2018-05-02

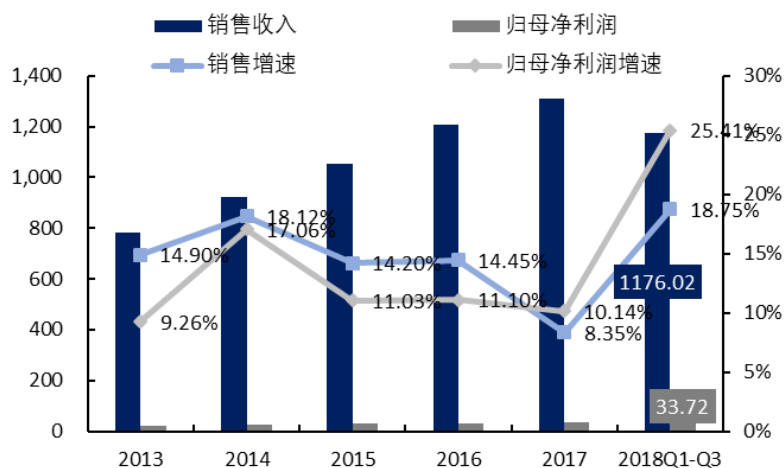
1. 事件：

事件：2018 年 10 月 27 日，公司公布 2018 年三季报，2018 年前三季度营业收入 1176.02 亿元，同比增长 18.75%，归母净利润 33.72 亿元，同比增长 25.41%，扣非归母净利润 25.67 亿元，同比增长 4.49%，研发费用增加影响当期业绩，2018Q1-Q3 公司研发费用投入达 7.56 亿元，同比增长 50.31%，符合预期。2018Q3 营收 417.23 亿元，同比增长 25.47%，归母净利润 13.39 亿元，同比增长 75.33%，扣非归母净利润 6.73 亿元，同比下降 1.68%，主要系广东天普股权收购产生的非经常性收益及研发费用大幅增加影响所致。

2. 核心观点

2018 年 10 月 27 日，公司公布 2018 年三季报，2018 年前三季度营业收入 1176.02 亿元，同比增长 18.75%，归母净利润 33.72 亿元，同比增长 25.41%，扣非归母净利润 25.67%，同比增长 4.49%，2018Q3 营业收入 417.23 亿，同比增长 25.47%；归母净利润 13.39 亿，同比增长 75.33%，扣非归母净利润 6.73 亿，同比下降 1.68%。收入符合预期，天普收购带来利润增长，研发费用增加影响当期业绩，扣除研发费用影响，扣非净利润增速达 12%。

图 1：公司历年销售收入和归母净利润情况（亿元）



数据来源：Wind、东吴证券研究所

2.1. 工业收入高速增长，研发投入持续增加

工业收入持续高速增长，重点产品增长强劲。2018Q1-Q3 公司医药工业实现销售收入 142.54 亿元，同比增长 27.80%，毛利率 57.64%，同比增长 5.22 个百分点。扣除三项费用后营业利润率为 10.30%。其中 60 个重点品种销售收入 75.69 亿元，同比增长 28.91%。

研发投入持续加大，一致性评价进度领先。公司持续加大研发投入力度，2018Q1-Q3 公司研发费用投入达 7.56 亿元，同比增长 50.31%，其中仿制药一致性评价研发费用我

们估计增加 1.44 亿。一致性评价进展顺利，公司盐酸盐氟西汀胶囊和卡托普利片率先完成一致性评价，为国内首家。有望发挥先发优势，提升市场份额。同时公司盐酸二甲双胍缓释片、头孢氨苄胶囊及马来酸依那普利片等 12 个品规已完成 BE 试验并申报药监局，48 个品规处于临床研究阶段。

持续推进国际化战略，布局创新生物药领域。公司完成收购广东天普 26.34% 股权，实现绝对控股。其重点产品普洛安和凯利康拓展公司在天然尿蛋白药物以及急危重症细分治疗领域布局，1 到 9 月份国内医院终端销售分别同比增长 14.4% 和 34%，整体增长趋势良好。此外公司还完成上海三维生物全资收购，成立香港细胞治疗公司，与俄罗斯生物医药企业 BIOCAD 签署了合作备忘录布局生物药以及 Car-T、溶瘤病毒等细胞治疗领域。

2.2. 两票制影响减弱，商业增速提升，进口药品推动业绩增长

分销业务增速提升，两票制影响逐步减弱。2018Q1-Q3 公司分销业务实现收入 1030.58 亿，同比增长 16.94%，毛利率 6.67%，扣除两项费用后营业利润率达 2.8%。公司顺应两票制发展趋势，纯销比例提升至 70%。医药零售业务实现销售收入 50.96 亿，同比增长 24.05%，同比增长 24.05%。毛利率 15.12%，扣除两项费用之后的营业利润率为 0.8%。公司进一步完善商业网络，先后完成辽宁、贵州等省级平台收购。康德乐 2-9 月实现净利润 1.31 亿，同比增长 7%，净利率提升至 0.8%，经营状况良好，前期合约到期的进口代理的客户全部完成续约，进一步巩固公司进口药品代理商和分销商地位。

获得 PD-1 新药经销权，进口代理业务推动业绩增长。2018 年 1-9 月 CDE 批准上市新的新药中，通过全国性的商业分销公司进口代理的品种共计 16 个，公司获得 12 个进口药全国的总代理权，其中包括两款 PD1 的产品——Opdivo 与 Keytruda。截至报告期末，Opdivo 销售收入为 1.9 亿，Keytruda 销售收入 1.5 亿，目前进口药品在国内上市的速度不断加快，未来随着进口药品持续放量，公司进口业务优势进一步凸显，有望推动公司业绩持续增长。

3. 盈利预测与投资评级：

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 41.71 亿元、49.67 亿元和 57.12 亿元，对应 EPS 分别为 1.47 元、1.75 元和 2.01 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。

4. 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；收购整合低于预期。

上海医药三大财务预测表

资产负债表(百万元)	2017A	2018E	2019E	2020E	利润表(百万元)	2017A	2018E	2019E	2020E
流动资产	68642	76436	80858	90774	营业收入	130847	151204	167186	184896
现金	14842	12416	15058	13533	减:营业成本	114123	131396	144616	159010
应收账款	31377	36421	38544	44361	营业税金及附加	392	418	477	531
存货	17270	21514	21172	25763	营业费用	7411	8907	9947	11440
其他流动资产	5153	6085	6084	7117	管理费用	4124	4861	5375	6033
非流动资产	25702	27456	28839	30115	财务费用	677	606	584	548
长期股权投资	4694	5868	7073	8206	资产减值损失	81	385	382	336
固定资产	7563	8256	8593	8907	加:投资净收益	893	839	904	878
在建工程	1537	1457	1339	1249	其他收益	-5	0	0	0
无形资产	2702	2738	2778	2790	营业利润	5228	5869	7108	8274
其他非流动资产	9205	9136	9055	8964	加:营业外净收支	-23	298	235	170
资产总计	94344	103893	109696	120889	利润总额	5205	6167	7343	8444
流动负债	49632	55800	57547	63828	减:所得税费用	1147	1359	1618	1861
短期借款	13746	13746	13746	13746	少数股东损益	537	636	758	871
应付账款	23346	29217	28635	34976	归属母公司净利润	3521	4171	4967	5712
其他流动负债	12540	12837	15167	15107	EBIT	5788	6679	7834	8898
非流动负债	5037	4477	3889	3297	EBITDA	6719	7703	8995	10190
长期借款	2959	2399	1811	1219					
其他非流动负债	2078	2078	2078	2078	重要财务与估值指标	2017A	2018E	2019E	2020E
负债合计	54669	60278	61436	67126	每股收益(元)	1.24	1.47	1.75	2.01
少数股东权益	5645	6281	7039	7911	每股净资产(元)	11.97	13.14	14.50	16.13
					发行在外股份(百万股)	2689	2842	2842	2842
归属母公司股东权益	34031	37334	41221	45853	ROIC(%)	8.6%	9.4%	10.4%	11.0%
负债和股东权益	94344	103893	109696	120889	ROE(%)	10.2%	11.0%	11.9%	12.2%
					毛利率(%)	12.8%	13.1%	13.5%	14.0%
现金流量表(百万元)	2017A	2018E	2019E	2020E	销售净利率(%)	2.7%	2.8%	3.0%	3.1%
经营活动现金流	2649	1002	6532	2381	资产负债率(%)	57.9%	58.0%	56.0%	55.5%
投资活动现金流	-2355	-1938	-1641	-1690	收入增长率(%)	8.3%	15.6%	10.6%	10.6%
筹资活动现金流	2315	-1489	-2249	-2217	净利润增长率(%)	10.1%	18.5%	19.1%	15.0%
现金净增加额	2590	-2426	2642	-1526	P/E	15.20	12.83	10.77	9.37
折旧和摊销	931	1024	1162	1292	P/B	1.57	1.43	1.30	1.17
资本开支	2007	580	178	144	EV/EBITDA	9.30	8.50	7.01	6.36
营运资本变动	-2167	-4596	-35	-5164					

数据来源: 贝格数据, 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>