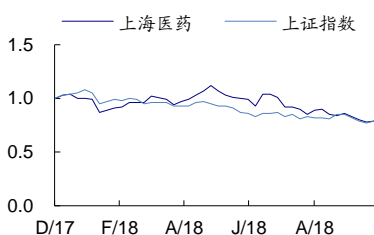


证券研究报告—动态报告
医药保健
医疗器械与服务
上海医药(601607)
买入
2018年三季度报点评

(维持评级)

2018年10月29日

一年该股与上证综指走势比较

股票数据

总股本/流通(百万股)	2,842/1,923
总市值/流通(百万元)	53,517/36,209
上证综指/深圳成指	2,599/7,505
12个月最高/最低(元)	26.88/17.62

相关研究报告:

《上海医药-601607-2018年半年报点评:工业继续提速,分销开始好转》——2018-08-29
 《上海医药-601607-2017年年报点评:工业内生提速,分销有望改善》——2018-03-26
 《上海医药-601607-重大事件快评:收购康德乐中国,行业地位跃居第二》——2017-11-16
 《上海医药-601607-2017年三季度报点评:两票制短期影响业绩增速,长期有望受益》——2017-10-31
 《上海医药-601607-2017年中报点评:外延支持工业高速增长,商业增长略低于预期》——2017-08-29

证券分析师: 谢长雁

电话: 0755-82133263

E-MAIL: xiecy@guosen.com.cn

证券投资咨询执业资格证书编号: S0980517100003

联系人: 朱寒青

电话: 0755-81981837

E-MAIL: zhuhanqing@guosen.com.cn

独立性声明:

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道,分析逻辑基于本人的职业理解,通过合理判断并得出结论,力求客观、公正,结论不受任何第三方的授意、影响,特此声明。

财报点评
工商齐发力,业绩再提速
● 业绩稳健增长,盈利能力继续提升

2018前三季度实现营收1176.02亿元(+18.75%),归母净利润33.72亿元(+25.41%),扣非归母净利润25.66亿元(+4.49%),主要是受天普股权收益以及研发投入影响,扣除后公司利润增速达12%左右。毛利率14.13%,同增1.63pp;销售费用率6.7%,同增1.39pp,主要是渠道拓展以及低开转高开影响;管理费用率3.15%,同增0.26pp;财务费用率0.91%,同增0.30pp。净利率3.37%,同增0.21pp,盈利能力继续提升。

● 医药工业:收入高速增长,注重研发与并购,完善产品线

前三季度医药工业营收142.54亿元(+27.80%),较二季度明显提升。60个重点品种销售收入75.69亿元(+28.91%),估计全年过亿品种将达30个。此外,参股公司业绩增速超20%,大幅改善。研发方面持续加大投入,前三季度研发费用为7.56亿,同比大幅增长50.31%,主要原因是仿制药一致性评价投入加大,同比绝对金额增加1.44亿。仿制药一致性评价也取得重大进展,盐酸氟西汀胶囊及卡托普利片率先完成一致性评价,卡位重点产品市场,提升市场份额;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个品规均已完成BE试验并申报至国家药监局,48个品规处于临床研究阶段。投资并购方面,收购广东天普26.34%的股份实现控股,其核心产品天普洛安和凯力康拓展了天然尿蛋白药物及危重症细分治疗领域布局,丰富销售过亿产品线;与俄罗斯生物医药企业BIOCAD签署了合作备忘录,将在大分子药物研发、本地化生产及进口注册与销售等领域合作,重点布局抗肿瘤生物药领域。

● 医药商业:业绩增速提升,深耕销售渠道布局,进口代理进入收获期

分销业务前三季度营收1030.58亿元(+16.94%),环比增速提升6.23pp。毛利率6.67%,医药零售实现销售收入50.96亿,同比增长24.05%,毛利率15.12%。公司顺应两票制发展趋势,加强纯销网络覆盖,纯销比例提升至70%,两票制影响逐渐减弱,收入增速提升。继续深耕全国销售网络布局,先后设立上药贵州和上药遵义分公司,完善大西南战略布局。康德乐整合进展顺利,2-9月实现净利润1.31亿,同比增长7%,净利率提升至0.8%,估计全年收入达200亿。作为国内最大的进口代理商,前三季度获得12个新上市品种全国总代理权,Opdivo、Keytruda销量已过亿,此外公司还与吉利德达成战略合作,将为吉利德抗艾滋病明星药捷扶康(Genvoya)在中国的进口、分销、准入等方面提供全面服务。

● 风险提示: 联营公司运营低于预期,一致性评价进度不达预期,市场拓展不达预期。
● 投资建议: 工商一体化龙头企业,维持“买入”评级

预测2018-20年净利润39.8/45.5/52.2亿元,增速13%/14%/15%,PE13/12/10X,公司是工商一体化龙头企业,工业商业齐发力,业绩持续提升,维持“买入”评级。

盈利预测和财务指标

	2016	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入(百万元)	120,765	130,847	154,515	174,843	192,842
(+/-%)	14.5%	8.3%	18.1%	13.2%	10.3%
净利润(百万元)	3,196	3,521	3,983	4,547	5,217
(+/-%)	11.1%	10.1%	13.1%	14.2%	14.7%
摊薄每股收益(元)	1.12	1.24	1.40	1.60	1.84
EBIT Margin	4.3%	3.7%	3.9%	4.0%	4.2%
净资产收益率(ROE)	10.1%	10.3%	10.4%	11.3%	12.3%
市盈率(PE)	18.6	14.4	13.4	11.8	10.3
EV/EBITDA	19.0	18.7	16.1	14.9	13.6
市净率(PB)	1.8	1.49	1.40	1.33	1.26

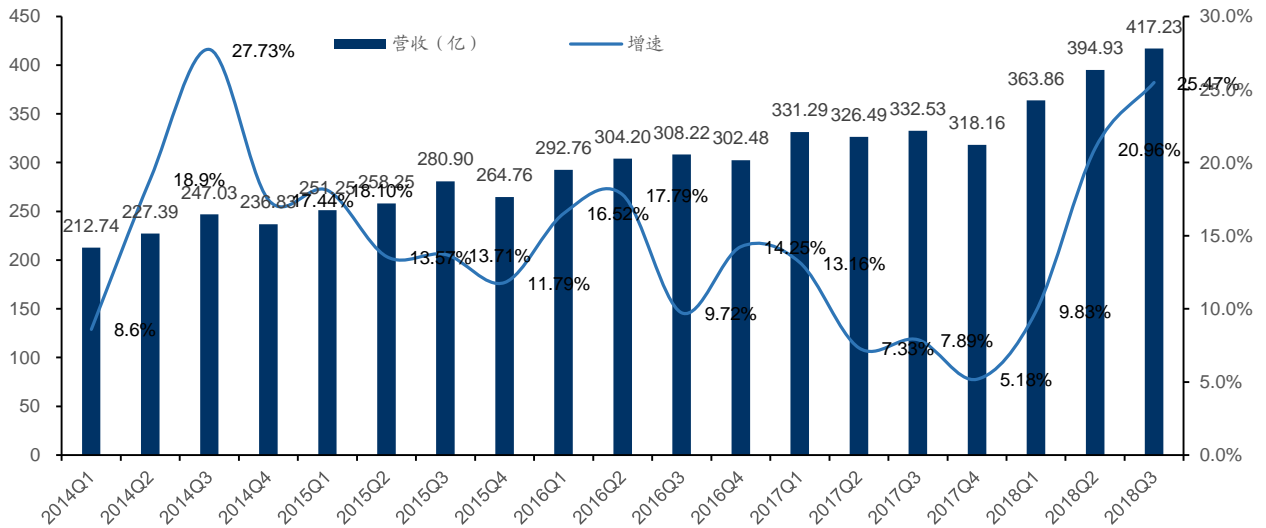
资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

注: 摊薄每股收益按最新总股本计算

业绩保持稳健增长，盈利能力继续优化

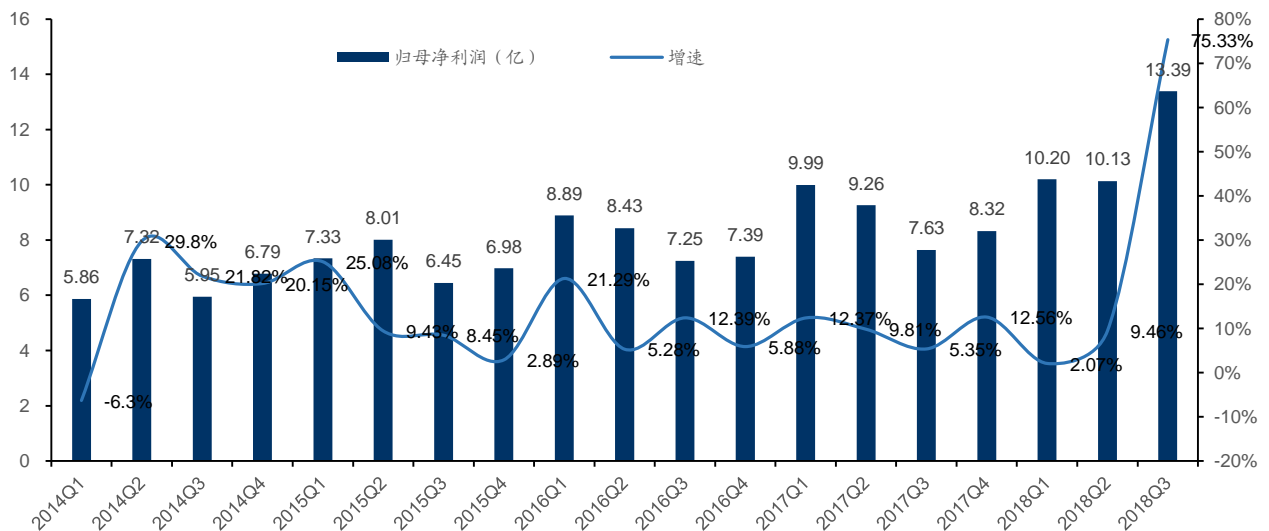
2018 年前三季度实现营收 1176.02 亿 (+18.75%)，归母净利润 33.72 亿元 (+25.41%)。单季度来看，Q3 营收 417.23 亿 (+25.47%)，归母净利润 13.39 亿 (+75.33%) 亿，环比 Q2 季度，大幅增长 32.11%，主要受天普股权投资并表影响，剔除此因素，公司利润增速达 12%。

图 1：上海医药分季度营收（单位：亿）



资料来源：WIND、国信证券经济研究所整理

图 2：上海医药分季度归母净利润（单位：亿）

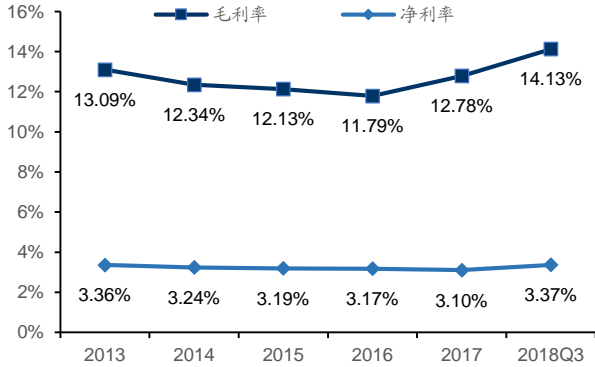


资料来源：WIND、国信证券经济研究所整理

费用投入增加，盈利能力仍提升。公司前三季度毛利率 14.13%，同增 1.63pp；销售费用率 6.7%，同增 1.39pp，主要原因是加大投入拓展营销渠道，以及两票制低开转高开影响；管理费用率 3.15%，同增 0.26pp，主要原因是仿制

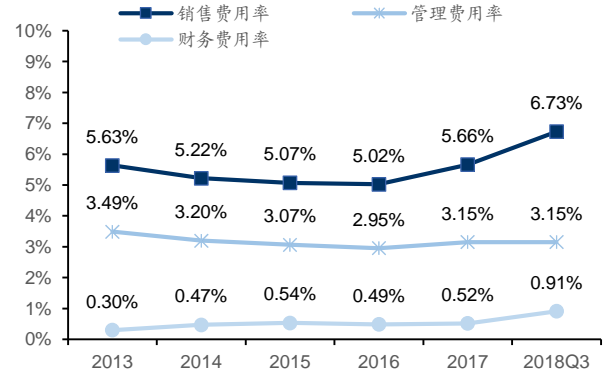
药一致性评价投入增加,研发费用大幅增长;财务费用率 0.91%,同增 0.30pp,主要是融资成本增加。净利率 3.37%,同增 0.21pp,盈利能力持续提升。

图 3: 上海医药 2013-2018Q3 净利率、毛利率



资料来源: WIND、国信证券经济研究所整理

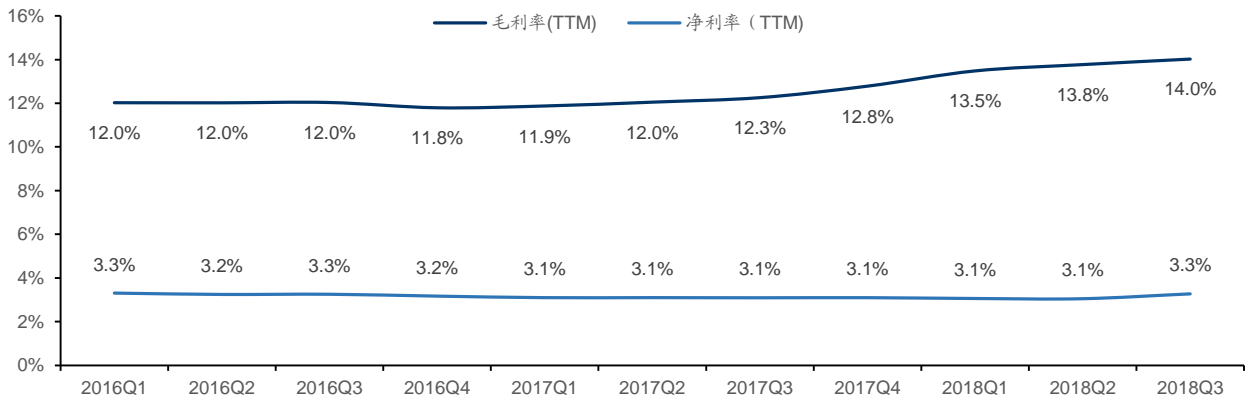
图 4: 上海医药 2013-2018Q3 费用率



资料来源: WIND、国信证券经济研究所整理

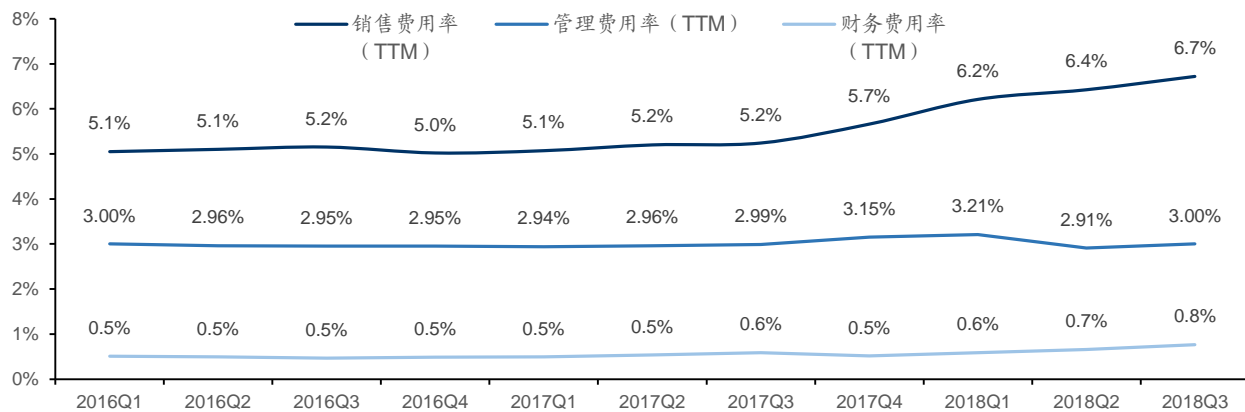
从滚动全年数据来看,毛利率、净利率均稳步提升,盈利能力持续改善。

图 5: 上海医药滚动全年毛利率、净利率变化情况



资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

图 6: 上海医药滚动全年三项费用率变化情况

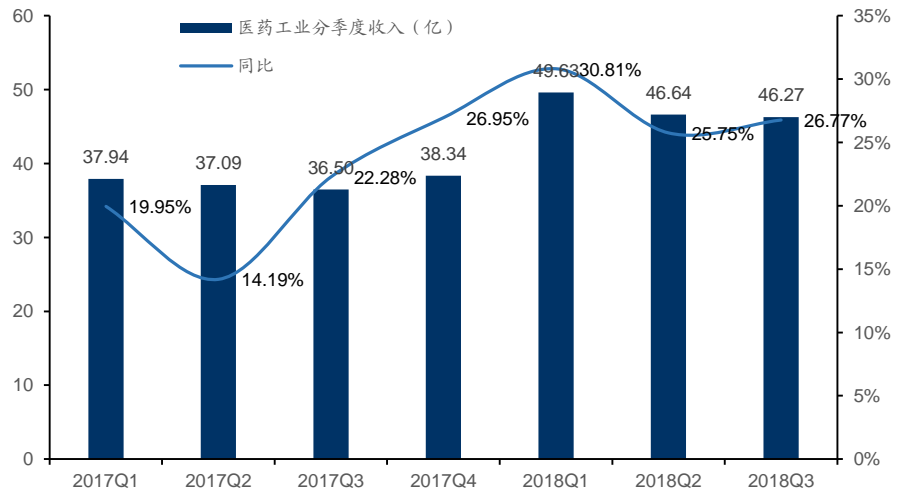


资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

工业收入高速增长，研发并购完善产品线

前三季度医药工业营收 142.54 亿元 (+27.80%)，继续保持高速增长。60 个重点品种销售收入 75.69 亿元(+28.91%)，预计今年销售过亿产品将达到 30 个，主要治疗领域（心脑血管、抗肿瘤、抗感染）保持 20%以上快速增长。此外公司参股企业贡献利润 4.64 亿元，同比增长 27.24%。

图 7：上海医药分季度医药工业收入

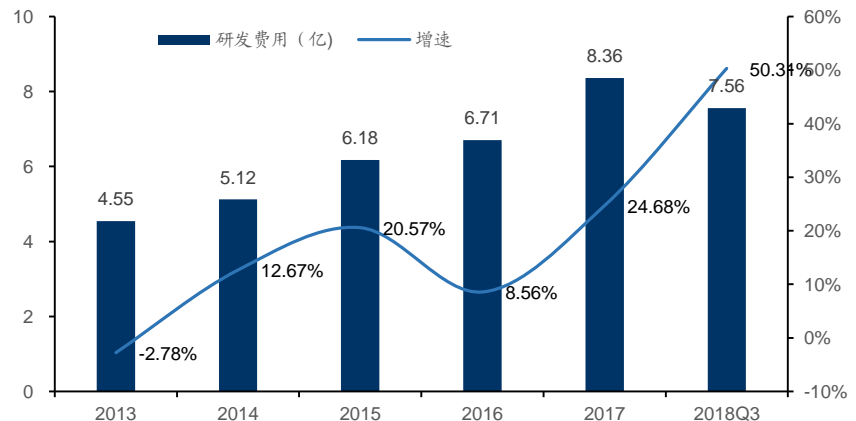


资料来源：WIND、国信证券经济研究所整理

加大研发投入，一致性评价继续推动。前三季度研发费用为 7.56 亿，同比大幅增长 50.31%。主要原因是仿制药一致性评价投入加大，同比绝对金额增加 1.44 亿。仿制药方面，仿制药一致性评价也取得重大进展。盐酸氟西汀胶囊及卡托普利片率先完成一致性评价，卡位重点产品市场，提升市场份额；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 个品规均已完成 BE 试验并申报至国家药监局，48 个品规处于临床研究阶段。

创新药完善布局。公司共获得 6 个临床批件，1 个药物的临床申报获得受理。重点布局基因治疗、免疫细胞治疗、生物抗体、微生物生态等领域。全资收购上海三维生物，获得上市溶瘤病毒产品。

图 8：上海医药研发费用情况



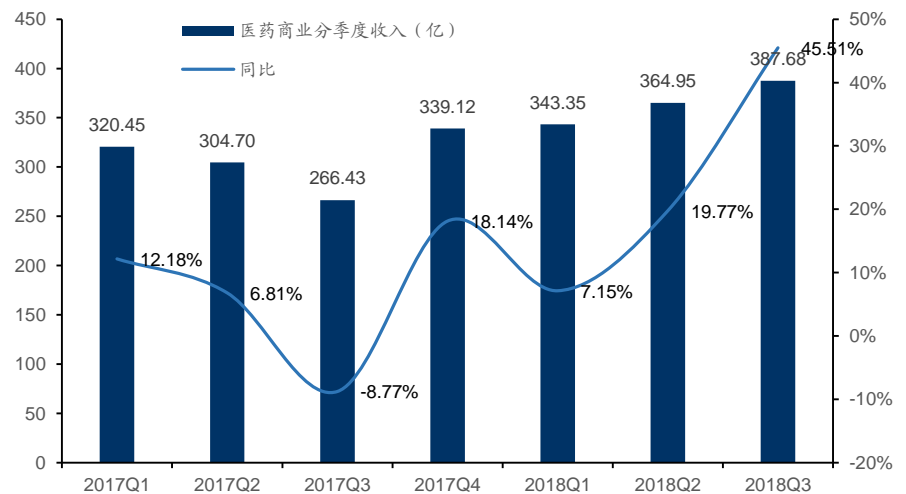
资料来源：WIND、国信证券经济研究所整理

并购投资完善产品线，布局肿瘤药领域。公司收购广东天普 26.34% 的股份，实现对广东天普绝对控股，其核心产品天普洛安和凯力康拓展了公司在天然尿蛋白药物及危重症细分治疗领域布局，丰富了公司销售过亿产品线；公司与俄罗斯生物医药企业 BIOCAD 签署了合作备忘录，将在大分子药物研发、本地化生产及进口注册与销售等领域合作。BIOCAD 公司产品聚焦于抗肿瘤及自身免疫性疾病等治疗领域，已在全球 14 个国家实现销售，多个在研产品处于临床阶段。通过与 BIOCAD 合作，实现公司重点布局抗肿瘤生物医药领域的战略规划。

医药商业业绩增速提升，深耕销售渠道布局，进口代理进入收获期

前三季度分销营收 1030.58 亿元 (+16.94%)，毛利率 6.67%，医药零售实现销售收入 50.96 亿 (24.05%)，毛利率 15.12%。分季度来看，Q3 季度医药商业收入 387.68 亿，环比提升 6.23%，主要原因包括：两票制对公司传统调拨业务影响逐渐减小；公司纯销业务增长较快，占比提升至 70%；进口代理产品加快上市，开始放量。

图 9：上海医药分季度医药商业收入



资料来源：WIND、国信证券经济研究所整理

康德乐整合进展顺利，上药康德乐在物流、财务、人力、信息、预算及运营等方面与公司全面接轨，并与总代合约到期的客户全部完成续约，2-9 月实现净利润 1.31 亿，同比增长 7%，净利率提升至 0.8%，经营情况良好。预计全年康德乐全部收入将超过 200 亿。

深耕销售渠道布局。公司继续完善全国销售渠道，前三季度先后设立上药贵州和遵义分公司，巩固和扩大基层业务，建立差异化竞争的优势。

进口代理业务进入收获期。作为国内最大的进口代理商，前三季度 CDE 批准通过商业分销公司进口代理上市新药有 16 个品种，公司获得其中 12 个品种全国总代理权，包括两款重磅 PD-1 新药 Opdivo 与 Keytruda，截止至九月底，两款新药几个月内销售收入分别为 1.9 亿与 1.5 亿。此外公司还与吉利德达成战略合作，将为吉利德抗艾滋病明星药捷扶康 (Genvoya) 在中国的进口、分销、准入等方面提供全面服务。

投资建议：工商一体化龙头企业，维持“买入”评级。预测 2018-20 年净利润

39.8/45.5/52.2 亿元，增速 13%/14%/15%，PE13/12/10X，公司是工商一体化龙头企业，工业商业齐发力，业绩持续提升，维持“买入”评级。

表 1：可比公司估值表

代码	公司简称	股价 20181026	总 市 值 亿元	EPS				PE				ROE	PEG	投 资 评 级
				17A	18E	19E	20E	17A	18E	19E	20E	(17A)	(18E)	
601607	上海医药	16.46	560	1.24	1.40	1.60	1.84	14.4	13.4	11.8	10.3	10.3	1.0	买入
03320	华润医药	11.38	715	0.55	0.68	0.78	0.88	20.5	16.6	14.7	12.9	8.7	1.0	买入
600511	国药股份	195	25.48	1.49	1.69	1.93	2.17	17.1	15.1	13.2	11.7	18.9	1.1	无

资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理预测 注: 国药股份为 wind 一致预测

附表：财务预测与估值

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2017	2018E	2019E	2020E		2017	2018E	2019E	2020E
现金及现金等价物	14842	11435	11278	11278	营业收入	130847	154515	174843	192842
应收款项	33924	41486	46944	51777	营业成本	114123	133525	151148	166365
存货净额	17270	20438	23093	25344	营业税金及附加	392	464	525	579
其他流动资产	2606	2922	3253	3692	销售费用	7411	9116	10316	11378
流动资产合计	68642	76281	84568	92091	管理费用	4124	5359	5875	6469
固定资产	8692	9332	10325	11166	财务费用	677	916	1074	1130
无形资产及其他	2641	2535	2429	2324	投资收益	893	839	904	878
投资性房地产	9676	9676	9676	9676	资产减值及公允价值变动	(86)	(86)	(86)	(86)
长期股权投资	4694	4694	4694	4694	其他收入	301	0	0	0
资产总计	94344	102517	111693	119951	营业利润	5228	5888	6723	7713
短期借款及交易性金融负债	13803	11377	12799	13730	营业外净收支	(23)	0	0	0
应付款项	27295	31934	36146	39778	利润总额	5205	5888	6723	7713
其他流动负债	8533	10036	11347	12490	所得税费用	1147	1298	1482	1700
流动负债合计	49632	53346	60292	65997	少数股东损益	537	608	694	796
长期借款及应付债券	2959	2959	2959	2959	归属于母公司净利润	3521	3983	4547	5217
其他长期负债	2078	2078	2078	2078					
长期负债合计	5037	5037	5037	5037					
负债合计	54669	58383	65329	71034					
少数股东权益	5645	5913	6220	6566					
股东权益	34031	38222	40145	42351					
负债和股东权益总计	94344	102517	111693	119951					

现金流量表 (百万元)				
	2017	2018E	2019E	2020E
净利润	3521	3983	4547	5217
资产减值准备	(365)	446	54	53
折旧摊销	840	883	997	1120
公允价值变动损失	86	86	86	86
财务费用	677	916	1074	1130
营运资本变动	(2127)	(4459)	(2866)	(2696)
其它	592	(178)	253	294
经营活动现金流	2547	760	3071	4074
资本开支	(2309)	(1949)	(2025)	(1994)
其它投资现金流	3	0	0	0
投资活动现金流	(2773)	(1949)	(2025)	(1994)
权益性融资	22	2507	0	0
负债净变化	122	0	0	0
支付股利、利息	(2032)	(2299)	(2624)	(3011)
其它融资现金流	6900	(2427)	1422	931
融资活动现金流	3101	(2219)	(1202)	(2080)
现金净变动	2875	(3407)	(157)	0
货币资金的期初余额	11967	14842	11435	11278
货币资金的期末余额	14842	11435	11278	11278
企业自由现金流	144	(808)	1546	2707
权益自由现金流	7165	(3325)	2833	3459

关键财务与估值指标				
	2017	2018E	2019E	2020E
每股收益	1.241	1.40	1.60	1.84
每股红利	0.76	0.81	0.92	1.06
每股净资产	12.66	13.45	14.12	14.90
ROIC	8%	9%	10%	11%
ROE	10%	10%	11%	12%
毛利率	13%	14%	14%	14%
EBIT Margin	4%	4%	4%	4%
EBITDA Margin	4%	4%	5%	5%
收入增长	8%	18%	13%	10%
净利润增长率	10%	13%	14%	15%
资产负债率	64%	63%	64%	65%
息率	4.0%	4.5%	5.2%	5.9%
P/E	14.4	13.4	11.8	10.3
P/B	1.5	1.4	1.3	1.3
EV/EBITDA	18.7	16.1	14.9	13.6

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

国信证券投资评级

类别	级别	定义
股票 投资评级	买入	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	预计 6 个月内，股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	卖出	预计 6 个月内，股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	超配	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	预计 6 个月内，行业指数表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	低配	预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 10%以上

分析师承诺

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

风险提示

本报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有，仅供我公司客户使用。未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司或关联机构可能会持有本报告中所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业务服务。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。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。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。

证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市罗湖区红岭中路 1012 号国信证券大厦 18 层
邮编：518001 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 楼
邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层
邮编：100032