

业绩稳健增长，整体符合预期

——上海医药（601607）点评

2018年10月29日

强烈推荐/维持
上海医药
财报点评

张金洋	分析师	执业证书编号：S1480516080001
	zhangjy@dxzq.net.cn	010-66554035
缪牧一	研究助理	
	miaomy@dxzq.net.cn	010-66554035

事件：

公司发布三季报，前三季度实现收入、归母净利润、扣非归母净利润 1176.02、33.72、25.67 亿元，分别同比增长 18.75%、25.41%、4.49%。

Q3 单季实现收入、归母净利润、扣非归母净利润 417.23、13.39、6.73 亿元，分别同比增长 25.47%、75.33%、-1.68%。

公司分季度财务指标

指标	2017Q1	2017Q2	2017Q3	2017Q4	2018Q1	2018Q2	2018Q3
营业收入（百万元）	33129.49	32649.38	33252.58	31815.72	36386.1	39492.59	41722.89
增长率（%）	13.16%	7.33%	7.89%	5.18%	9.83%	20.96%	25.47%
毛利率（%）	12.38%	12.73%	12.39%	13.66%	15.00%	13.90%	13.58%
期间费用率（%）	8.63%	7.89%	8.46%	12.46%	11.19%	9.15%	10.17%
营业利润率（%）	4.14%	4.06%	3.54%	4.25%	4.20%	3.94%	4.00%
净利润（百万元）	1140.81	1066.33	918.48	932.15	1193.11	1262.04	1502.09
增长率（%）	03.39%	06.98%	07.82%	06.20%	04.58%	18.35%	63.54%
每股盈利（季度，元）	0.37	0.34	0.28	0.31	0.36	0.36	0.47
资产负债率（%）	57.33%	58.20%	57.69%	57.95%	61.57%	62.96%	63.18%
净资产收益率（%）	3.01%	2.82%	2.36%	2.35%	2.72%	2.86%	3.27%
总资产收益率（%）	1.28%	1.18%	1.00%	0.99%	1.05%	1.06%	1.20%

观点:

1、整体业绩稳健增长, 工业增速表现亮眼

公司实现归母净利润和扣非后归母净利润增速分别为 25.41%、4.49%，整体实现稳健增长。归母净利润增速较高的主要原因是广东天普的股权收购，公司以 1.44 亿美元收购广东天普 26.34% 股权后，原本持有的 40.80% 股权增值形成较大的非经常性损益；而扣非后归母净利润较低的原因是公司研发投入的大幅增加，前三季度公司投入研发费用累计 7.56 亿元，同比增长 50.31%，其中 Q3 单季投入 2.77 亿元，假设公司研发费用支出同比增长延续中报的 28% 增长，则公司扣非后归母净利润同比增长在 7-8% 之间，符合我们此前的预期。

分板块来看：

- ◆ **工业板块：**从收入来看，医药工业实现收入 142.54 亿元，同比增长 27.80%，毛利率 57.64%，扣除三项费用后的营业利润率为 10.30%，其中 60 个重点品种 1-9 月销售收入 75.69 亿元。从利润来看，医药工业板块整体贡献利润 12.77 亿元，同比增长 15.63%。整体来看，工业板块收入端仍然维持着高速增长，研发费用的大幅增加导致利润端增长低于收入端。
- ◆ **商业板块：**从收入来看，医药分销实现收入 1030.58 亿元，同比增长 16.94%，毛利率 6.67%，扣除两项费用率后的营业利润率 2.80%，医药零售实现销售收入 50.96 亿元，同比增长 24.05%，毛利率 15.12%，扣除两项费用率后的营业利润率 0.80%。从利润来看，商业板块整体贡献利润 13.18 亿元，同比增长 9.73%。整体来看，公司商业板块收入端 Q3 回暖明显（Q1-Q3 的 16.94% 增速 vs H1 的 13.31% 增速），原因有两点：1）如此前所预期的两票制短期利空影响结束，纯销业务开始加速增长；2）进口代理业务加速增长。
- ◆ **参股企业：**参股企业贡献利润 4.64 亿元，同比增长 27.24%，参股企业利润增加主要是新品放量所致。

从财务指标上来看：

- ◆ **三大费用率：**销售费用率、管理费用率、财务费用率分别为 6.73%、3.14%、0.91%，较去年同期分别 +1.39pp、+0.25pp、+0.30pp，其中销售费用率提升主要是公司商业板块中纯销业务占比大幅提升所致，而管理费用率提升主要是研发费用的大幅提升。
- ◆ **净营业周期：**净营业周期由去年同期的 58.43 天提升至 78.69 天，我们认为存在医院端因营改增执行导致回款变慢的因素，但更主要的应是公司纯销业务占比提升所致。

2、工业板块：研发投入加大，一致性评价有望带来竞争格局改善

公司新管理层上台以来，研发投入不断加大，今年前三季度更是呈现 50.31% 的同比增长。我们认为，公司工业目前以普药为主，竞争格局较差，通过一致性评价后将优化竞争格局，依托公司强大的销售网络，有望贡献业绩弹性。公司积极推进一致性评价，报告期内，盐酸氟西汀胶囊及卡托普利片率先完成一致性评价，而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，另有 48 个品规处于临床研究阶段。

此外，报告期内，公司与俄罗斯 BIOCAD 公司签署合作备忘录，双方首期合作产品拟包括 4 个重磅生物类似药和 2 个生物创新药，实现公司重点布局抗肿瘤生物医药领域的战略规划。

3、商业板块：两票制短期利空结束，进入加速整合阶段

大部分省份在 2017 年年底执行两票制，考虑到两票制执行后一般有 3-6 个月的缓冲期，我们判断两票制对调拨业务的影响最晚已经基本结束，后续则是进入行业集中度快速提高的阶段了。公司报告期内，完成了东北、西南、贵州的省级平台收购，目前总共完成 24 个省级平台的建设，后续商业板块有望受到行业带动影响加速增长。

同时，公司作为国内最大的进口药品代理商，将受益于创新药加速审批的政策红利。1-9 月 CDE 批准上市的新药中，通过全国商业分销公司进口代理的品种共计 16 个，上海医药共获得其中 12 个进口药品全国总代理。报告期内公司与默沙东中国就 PD-1 重磅新药可瑞达（Keytruda）签署产品战略合作协议，将目前中国国内上市的两大 PD-1 新药的全国总代资格均收入囊中，截至报告期末公司分销欧狄沃（Opdivo）销售收入为 1.9 亿元，分销可瑞达销售收入为 1.5 亿元；公司还与吉利德（上海）医药科技有限公司达成战略合作，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。

4、零售板块：国内最大的 DTP 药房

目前上药和康德乐一起拥有 95 家 DTP 药房，在国内具有领先优势。未来随着进口重磅药品在国内上市，以及医改逐步深化，公司 DTP 药房将逐渐形成规模优势，贡献业绩弹性。

结论：

考虑广东天普所带来的非经常性损益，我们预计公司 2018-2020 年归母净利润为 43.21、43.47、48.90 亿元，同比增长 22.73%、0.61%、12.48%，对应 PE 为 12x、13x、11x，公司为流通领域龙头长期受益于两票制带来的流通行业整合，同时公司工业板块有望随着一致性评价逐渐落地而加速增长，叠加公司新董事长上任带来的外延预期，维持“强烈推荐”评级。

风险提示：

流通行业整合不及预期；工业板块增长不及预期

公司盈利预测表

资产负债表						利润表					
单位: 百万元						单位: 百万元					
	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E		2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
流动资产合计	60267	68642	76347	87225	100310	营业收入	120765	130847	155316	177930	204797
货币资金	11967	14842	15391	17631	20294	营业成本	106531	114123	135187	155030	178665
应收账款	27293	31377	35101	40212	46284	营业税金及附加	337	392	433	496	571
其他应收款	949	1438	1707	1956	2251	营业费用	6067	7411	9179	10569	12185
预付款项	1149	1391	1248	1171	1231	管理费用	3568	4124	5203	6014	6861
存货	16416	17270	20831	23889	27531	财务费用	587	677	783	873	979
其他流动资产	898	1114	28	28	28	资产减值损失	446.34	81.19	89.31	93.78	98.47
非流动资产合计	22476	25702	24814	24095	23374	公允价值变动收益	-0.08	-4.90	550.00	0.00	0.00
长期股权投资	4227	4694	4694	4694	4694	投资净收益	978.79	892.51	981.76	1079.9	1187.9
固定资产	5253	7154	6701	6261	5839	营业利润	4207	5228	5973	5933	6625
无形资产	2751	2641	2376	2112	1848	营业外收入	637.06	165.86	350.00	437.50	525.00
其他非流动资产	941	734	734	734	734	营业外支出	205.16	189.21	198.67	208.60	219.03
资产总计	82743	94344	101161	111320	123684	利润总额	4639	5205	6124	6162	6931
流动负债合计	41113	49632	56019	63435	72714	所得税	809	1147	1072	1078	1213
短期借款	9628	13746	14818	17274	20652	净利润	3830	4058	5053	5084	5718
应付账款	22307	23346	27920	32018	36899	少数股东损益	633	537	732	736	828
预收款项	738	1032	1187	1363	1566	归属母公司净利润	3196	3521	4321	4347	4890
一年内到期的非流	19	58	58	58	58	EBITDA	8085	9175	7473	7525	8325
非流动负债合计	4795	5037	2510	2499	2485	EPS (元)	1.19	1.31	1.52	1.53	1.72
长期借款	838	960	960	960	960	主要财务比率					
应付债券	1999	1999	792	792	792		2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
负债合计	45908	54669	58529	65934	75199	成长能力					
少数股东权益	5212	5645	6377	7113	7941	营业收入增长	14.45%	8.35%	18.70%	14.56%	15.10%
实收资本(或股本)	2689	2689	2842	2842	2842	营业利润增长	14.12%	24.27%	14.25%	-0.67%	11.67%
资本公积	13558	13507	13507	13507	13507	归属于母公司净利润	11.10%	10.14%	22.73%	0.61%	12.48%
未分配利润	14138	16578	16941	17305	17716	获利能力					
归属母公司股东权	31623	34031	36255	38274	40544	毛利率(%)	11.79%	12.78%	12.96%	12.87%	12.76%
负债和所有者权	82743	94344	101161	111320	123684	净利率(%)	3.17%	3.10%	3.25%	2.86%	2.79%
现金流量表						总资产净利润(%)					
单位: 百万元						ROE(%)					
	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E		2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
经营活动现金流	1947	2649	2713	2012	1807	偿债能力					
净利润	3830	4058	5053	5084	5718	资产负债率(%)	55%	58%	58%	59%	61%
折旧摊销	3291	3271	717	719	721	流动比率	1.47	1.38	1.36	1.38	1.38
财务费用	587	677	783	873	979	速动比率	1.07	1.04	0.99	1.00	1.00
应收账款减少	0	0	-3724	-5111	-6072	营运能力					
预收帐款增加	0	0	154	177	203	总资产周转率	1.54	1.48	1.59	1.67	1.74
投资活动现金流	-2890	-2355	1715	986	1089	应收账款周转率	5	4	5	5	5
公允价值变动收益	0	-5	550	0	0	应付账款周转率	5.62	5.73	6.06	5.94	5.94
长期股权投资减少	0	0	109	0	0	每股指标(元)					
投资收益	979	893	982	1080	1188	每股收益(最新摊薄)	1.19	1.31	1.52	1.53	1.72
筹资活动现金流	647	2315	-3879	-758	-234	每股净现金流(最新)	-0.11	0.97	0.19	0.79	0.94
应付债券增加	0	0	-1207	0	0	每股净资产(最新摊)	11.76	12.66	12.76	13.47	14.27
长期借款增加	0	0	0	0	0	估值比率					
普通股增加	0	0	153	0	0	P/E	15.84	14.38	12.39	12.31	10.94
资本公积增加	-588	-51	0	0	0	P/B	1.60	1.49	1.48	1.40	1.32
现金净增加额	-295	2608	548	2241	2662	EV/EBITDA	6.33	5.73	5.01	7.30	6.69

资料来源: 公司财报、东兴证券研究所

分析师简介

张金洋

医药生物行业小组组长，3年证券行业研究经验，3年医药行业实业工作经验。2016年水晶球最佳分析师第一名，2015年新财富第七名团队核心成员，2015年水晶球第三名团队核心成员。北京大学药剂学硕士、北京大学药学学士、北京大学经济学学士，和君商学院三届学子。曾就职于中国银河证券股份有限公司、民生证券股份有限公司、西安杨森制药有限公司。2016年7月加盟东兴证券研究所，整体负责医药行业投资研究工作。

研究助理简介

缪牧一

医药行业分析师。2016年水晶球第一名团队核心成员，公募榜单第一名，非公募榜单第二名。美国罗切斯特大学会计学理学硕士，美国注册会计师，2016年6月加盟东兴证券研究所，从事医药行业研究，重点专注于医药政策下的投资机会。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

风险提示

本证券研究报告所载的信息、观点、结论等内容仅供投资者决策参考。在任何情况下，本公司证券研究报告均不构成对任何机构和个人的投资建议，市场有风险，投资者在决定投资前，务必要审慎。投资者应自主作出投资决策，自行承担投资风险。

免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我公司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头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本报告版权仅为我公司所有，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，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和责任。

行业评级体系

公司投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率 15% 以上；

推荐：相对强于市场基准指数收益率 5%~15% 之间；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5% 之间；

回避：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5% 以上；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5% 之间；

看淡：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。