谨慎增持 ——维持

日期：2018 年 10 月 31 日
行业：零售业

上海证券 SHANGHAI SECURITIES CO.,LTD.

分析师： 金鑫
Tel： 021-53686163
E-mail： jinxin1@shzq.com
SAC 证书编号：S0870518030001

工业板块持续加码研发投入 商业板块上药康德乐经营业绩有所改善

基本数据（2018Q3）

报告日股价（元）	18.83
12mth A 股价格区间（元）	17.9-27.04
总股本（百万股）	2,842.09
无限售 A 股/总股本	68%
流通市值（亿元）	365.74
每股净资产（元）	13.56
PBR（X）	1.40
DPS（Y2017，元）	10 派 3.80

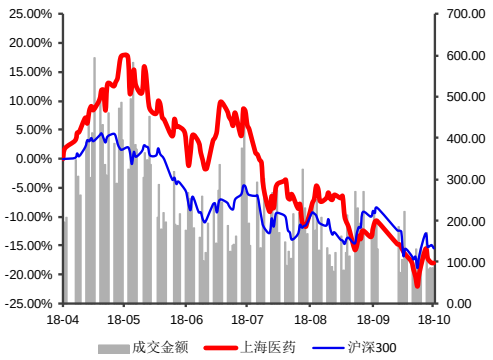
主要股东（2018Q3）

香港中央结算(代理人)有限公司	31.07%
上海医药(集团)有限公司	25.21%
上海实业(集团)有限公司及其全资附属子公司及上海上实(集团)有限公司	8.39%

收入结构（2017Y）

分销	87.94%
工业	12.78%
零售	4.16%
抵消	-4.94%

最近 6 个月股票与沪深 300 比较



■ 公司动态事项

公司发布2018年第三季度报告。

■ 事项点评

归母净利润同比增速较上半年明显提升，主要是投资收益增长所致

公司2018年前三季度实现营业收入1,176.02亿元，同比增长18.75%；实现归母净利润33.72亿元，同比增长25.41%，较上半年明显提升，主要原因是处置联营企业股权收益增加，实现投资净收益11.58亿元，同比增长129%；实现扣非归母净利润25.67亿元，同比增长4.49%，低于归母净利润增速，主要是广东天普股权收购导致的非经常性收益、研发费用同比大幅增长等因素影响。公司2018年前三季度实现对联营企业和合营企业的投资收益5.42亿元，同比增长27.31%。

医药工业维持较快增速，持续加大研发投入

公司2018年前三季度医药工业业务实现收入142.54亿元，同比增长27.80%，毛利率为57.64%，同比上升5.22个百分点，工业板块收入持续快速增长且毛利率水平持续提升，主要受益于公司继续实施重点产品聚焦战略， 60个重点品种实现收入75.69亿元，同比增长28.91%。

公司采取创仿结合的研发策略，2018年前三季度研发费用投入为7.56亿元，同比增长50.31%，同比增速较上半年显著提升。创新药方面，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。仿制药方面，公司继续推进仿制药一致性评价工作，盐酸氟西汀胶囊、卡托普利片已完成一致性评价，盐酸二甲双胍缓释片等12个品种完成BE试验并申报至国家药监局，48个品规处在临床研究阶段。

工业投资并购方面，公司进一步收购广东天普26%，于2018年8月完成交割，公司持股比例由40.80%提升至约67.14%，成为广东天普控股股东，填补公司在天然尿蛋白药物和危重症细分治疗领域的产品空白，丰富公司销售过亿产品线。广东天普两大核心产品天普洛安（注射用乌司他丁）和凯力康（注射用尤瑞克林）2018年前三季度医院终端销售分别同比增长14.4%、34%，增长趋势良好。

我们认为，公司工业板块通过重点产品聚焦战略、强化营销等策略， 60个重点品种同比增速较上年同期显著上升，叠加外延并购等因素，推动工业板块整体收入维持较快增速的同时进一步提高毛利率水平；另一方面，公司持续加大研发投入，在一致性评价上进度领先，长期来看丰富的在研品种储备有望驱动工业板块持续发展。

重要提示：请务必阅读尾页分析师承诺、公司业务资格说明和免责条款。

分销板块上药康德乐经营业绩较上半年显著改善

公司2018年前三季度医药分销业务实现销售收入1,030.58亿元，同比增长16.94%，毛利率为6.67%，同比增长0.58个百分点，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%。上药康德乐与公司全面接轨，2018年2-9月底实现净利润1.31亿元，同比增长7%，净利率提升至0.8%，经营业绩较上半年显著改善。

公司作为国内最大的进口药品服务商，2018年前三季度获得12个进口药品全国总代，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2018年9月底，欧狄沃（Opdivo）、可瑞达销售收入分别为1.9亿元、1.5亿元。此外，公司还与吉利德（上海）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。

公司作为全国前三大全国性医药分销龙头，通过收购上药康德乐进一步巩固公司在进口药品代理上的竞争优势，叠加与工业板块协同发展、终端覆盖能力强、纯销比例高等因素，有望维持稳健增长的态势。

■ 风险提示

两票制等行业政策预期风险；并购速度不及预期风险；并购、区域市场竞争激烈等因素导致毛利率水平下降的风险；仿制药一致性评价进度不及预期的风险

■ 投资建议

未来六个月，维持“谨慎增持”评级

预计公司18、19年EPS为1.43、1.61元，以10月26日收盘价18.83元计算，动态PE分别为13.19倍和11.70倍。我们认为，公司作为医药流通龙头企业，“两票制”背景下凭借规模优势、全国化分销网络布局等竞争优势，有望在本轮行业洗牌中提高纯销业务比例，占据更多的市场份额。此外，公司工商协同优势明显，工业板块坚持治疗领域与重点产品聚焦战略，保持较快增长的态势，长期来看丰富的在研品种储备有望驱动工业板块持续发展。未来六个月，维持“谨慎增持”评级。

■ 数据预测与估值：

至 12 月 31 日（￥.百万元）	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入	130,847.18	164,025.09	183,899.37	203,777.28
年增长率	8.35%	25.36%	12.12%	10.81%
归属于母公司的净利润	3,520.65	4,057.83	4,572.34	5,300.97
年增长率	10.14%	15.26%	12.68%	15.94%
每股收益（元）	1.24	1.43	1.61	1.87
PER（X）	15.20	13.19	11.70	10.10

注：有关指标按当年股本摊薄

■ 附表

■ 附表 1 损益简表及预测（单位：百万元人民币）

资产负债表（单位：百万元）

指标	2017A	2018E	2019E	2020E
货币资金	14,842	16,403	18,390	20,378
存货	17,270	25,232	22,404	30,229
应收账款及票据	33,924	43,012	44,013	53,087
其他	2,607	2,732	2,791	3,239
流动资产合计	68,642	87,378	87,597	106,932
长期股权投资	4,694	4,694	4,694	4,694
固定资产	7,563	7,989	8,338	8,819
在建工程	1,537	1,537	1,537	1,537
无形资产	2,702	2,495	2,288	2,080
其他	9,205	9,033	9,013	8,901
非流动资产合计	25,702	25,748	25,870	26,032
资产总计	94,344	113,127	113,466	132,964
短期借款	13,746	11,592	12,992	15,179
应付账款及票据	32,771	45,532	42,229	54,737
其他	3,115	2,884	3,047	3,297
流动负债合计	49,632	60,008	58,269	73,213
长期借款和应付债券	2,959	7,960	5,838	5,838
其他	2,078	1,684	1,907	1,890
非流动负债合计	5,037	9,644	7,745	7,727
负债合计	54,669	69,652	66,013	80,941
少数股东权益	5,645	6,347	7,144	8,027
股东权益合计	39,676	43,475	47,453	52,023
负债和股东权益总计	94,344	113,127	113,466	132,964

现金流量表（单位：百万元）

指标	2017A	2018E	2019E	2020E
净利润	4,058	4,058	4,572	5,301
折旧和摊销	934	848	953	1,082
营运资本变动	(1,809)	(4,833)	(1,088)	(4,533)
经营活动现金流	2,649	514	4,882	2,404
资本支出	65	(1,067)	(1,094)	(1,355)
投资收益	893	982	1,080	1,188
投资活动现金流	(2,355)	(197)	6	(144)
股权融资	0	153	0	0
负债变化	122	0	(122)	0
股息支出	(1,080)	(1,217)	(1,372)	(1,590)
融资活动现金流	2,315	1,244	(2,901)	(273)
净现金流	2,608	1,560	1,987	1,988

利润表（单位：百万元）

指标	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入	130,847	164,025	183,899	203,777
营业成本	114,123	143,992	161,384	178,311
营业税金及附加	392	453	524	585
营业费用	7,411	8,615	9,772	11,024
管理费用	4,124	5,014	5,617	6,292
财务费用	677	720	728	860
资产减值损失	81	418	421	371
投资收益	893	982	1,080	1,188
公允价值变动损益	(5)	(1)	0	0
营业利润	5,228	5,793	6,534	7,523
营业外收支净额	(23)	(25)	(26)	(27)
利润总额	5,205	5,769	6,509	7,496
所得税	1,147	1,009	1,139	1,312
净利润	4,058	4,760	5,369	6,184
少数股东损益	537	702	797	883
归属母公司股东净利润	3,521	4,058	4,572	5,301

财务比率分析

指标	2017A	2018E	2019E	2020E
总收入增长率	8.35%	25.36%	12.12%	10.81%
EBITDA 增长率	16.31%	14.27%	11.57%	15.22%
EBIT 增长率	16.89%	16.25%	11.47%	15.43%
净利润增长率	10.14%	15.26%	12.68%	15.94%
毛利率	12.78%	12.21%	12.24%	12.50%
EBITDA/总收入	4.92%	4.49%	4.47%	4.64%
EBIT/总收入	4.28%	3.97%	3.95%	4.11%
净利润率	2.69%	2.47%	2.49%	2.60%
资产负债率	57.95%	61.57%	58.18%	60.87%
流动比率	1.38	1.46	1.50	1.46
速动比率	1.04	1.04	1.12	1.05
总资产回报率（ROA）	4.30%	4.21%	4.73%	4.65%
净资产收益率（ROE）	10.35%	10.93%	11.34%	12.05%
EV/营业收入	0.5	0.5	0.4	0.4
EV/EBITDA	10.9	9.2	8.0	7.1
PE	15.2	13.2	11.7	10.1
PB	1.6	1.4	1.3	1.2

数据来源：WIND 上海证券研究所

分析师承诺

金鑫

本人以勤勉尽责的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师的研究观点。此外，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意见或观点直接或间接相关。

公司业务资格说明

本公司具备证券投资咨询业务资格。

投资评级体系与评级定义

股票投资评级：

分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据公司基本面及（或）估值预期以报告日起6个月内公司股价相对于同期市场基准沪深300指数表现的看法。

投资评级	定　义
增持	股价表现将强于基准指数 20%以上
谨慎增持	股价表现将强于基准指数 10%以上
中性	股价表现将介于基准指数±10%之间
减持	股价表现将弱于基准指数 10%以上

行业投资评级：

分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据行业历史基本面及（或）估值对所研究行业以报告日起 12 个月内的基本面和行业指数相对于同期市场基准沪深 300 指数表现的看法。

投资评级	定　义
增持	行业基本面看好，行业指数将强于基准指数 5%
中性	行业基本面稳定，行业指数将介于基准指数±5%
减持	行业基本面看淡，行业指数将弱于基准指数 5%

投资评级说明：

不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准，投资者应区分不同机构在相同评级名称下的定义差异。本评级体系采用的是相对评级体系。投资者买卖证券的决定取决于个人的实际情况。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，投资者不应以分析师的投资评级取代个人的分析与判断。

免责条款

本报告中的信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性及完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对任何人使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

在法律允许的情况下，我公司或其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，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告仅向特定客户传送，版权归上海证券有限责任公司所有。未获得上海证券有限责任公司事先书面授权，任何机构和个人均不得对本报告进行任何形式的发布、复制、引用或转载。

上海证券有限责任公司对于上述投资评级体系与评级定义和免责条款具有修改权和最终解释权。