

收入增速回暖，利润有望反弹

——上海医药（601607）年报跟踪

上海医药(601607.SH)

谨慎推荐 维持

核心观点：

1. 事件：

公司发布 2018 年报，实现营收 1590.84 亿元，同比增长 21.58%；实现归属上市公司股东净利润 38.81 亿元，同比增长 10.24%；实现扣非归母净利润 26.52 亿元，同比下降 6.80%。实现 EPS 1.37 元。

公司扣非净利润下滑，主要系研发费用投入大幅增长以及计提商誉减值所致，还原研发费用及商誉减值后同比增长 13.85%。公司研发费用 10.61 亿元，占公司医药工业收入的 5.45%，比去年提升 0.18pp。由于公司仿制药品类较多，一致性评价费用压力较大，其中 27.77% 的研发费用投向了一致性评价。

工业收入快速增长，利润增长稳健。工业实现收入 194.62 亿元，同比增长 29.86%；毛利率 57.63%，较上年提升 3.77pp；贡献利润 16.67 亿元，同比增长 15.59%。

商业收入高速增长，利润受商誉减值影响不达预期。医药商业实现收入 1396.22 亿元，同比增长 20.51%；贡献利润 17.56 亿元，同比增长 8.93%。其中医药分销实现收入 1394.45 亿元（同比+20.06%），毛利率 6.85%（同比+0.73pp）；医药零售实现收入 72.02 亿元（同比+27.70%），毛利率 14.84%（同比-1.52pp）。公司对台州上药等分部计提减值，导致分销部分贡献利润受到影响，利润增速较低。

公司 18 年实现毛利率 14.18%，比上年提升 1.40pp，主要是因为医药工业和医药分销板块毛利率的提升。公司销售费用占总收入 6.95%，同比提升 1.29pp；管理费用占收入 3.23%，同比提升 0.08pp；财务费用占收入 0.77%，同比提升 0.25pp。由于费用增长较多，公司盈利能力受到影响，公司销售净利率为 2.80%，同比下降 0.3pp。

分季度看，公司 Q1-Q4 收入同比增速分别为 9.83% / 20.96% / 25.47% / 30.38%，毛利率分别为 15.00% / 13.90% / 13.58% / 14.34%，净利率分别为 3.28% / 3.20% / 3.60% / 1.20%。收入增速逐季提升，主要系“两票制”影响消退叠加公司收购的康德乐等逐步释放业绩所致。

表 1. 2018 年分季度指标

指标	18Q1	18Q2	18Q3	18Q4
收入同比	9.83%	20.96%	25.47%	30.38%
扣非净利润同比	6.08%	7.77%	-1.68%	-78.05%
毛利率	15.00%	13.90%	13.58%	14.34%
净利率	3.28%	3.20%	3.60%	1.20%

资料来源：wind，中国银河证券研究院

分析师

余宇

☎：010-83571335

✉：sheyu@chinastock.com.cn

执业证书编号：S0130519010003

特此鸣谢

刘晖

✉：liuhui_yj@chinastock.com.cn

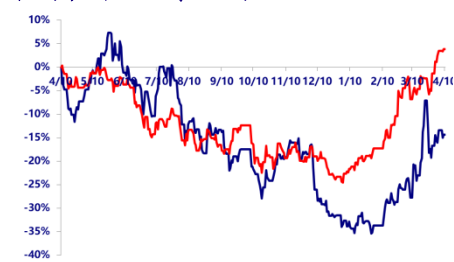
对本报告的编制提供信息。

市场数据

2018-4-9

A 股收盘价(元)	21.27
A 股一年内最高价(元)	26.88
A 股一年内最低价(元)	15.79
沪深 300	4075.43
市盈率	15.58
总股本(万股)	284208.93
实际流通 A 股(万股)	192293.50
限售的流通 A 股(万股)	8.16
流通 A 股市值(亿元)	409.01

相对沪深 300 表现图



资料来源：中国银河证券研究院

相关研究

1. 2018-10-29 上海医药三季报跟踪：工业保持快速增长，商业板块触底回暖

2. 我们的分析与判断

(一) 收入增速持续改善，利润增长潜力仍在

商业增速逐季改善，工业保持快速增长。公司 18 年收入累计增速逐季改善，主要受益于商业板块收入增速逐步提升。我们认为分销板块收入逐步改善主要受益于“两票制”影响消退以及公司收购的康德乐等分部业绩逐步释放，零售业务收入逐步提升主要受益于处方药业务的快速发展。此外，公司工业板块全年均保持快速增长，累计同比增速均保持在 29% 左右。

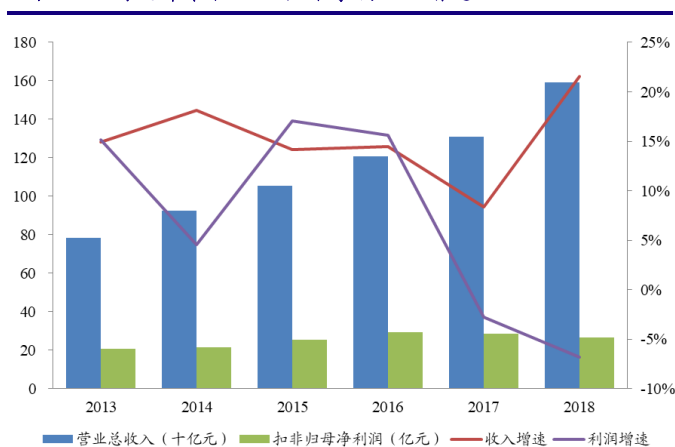
表 2. 公司 18 年各季度分板块累计同比增速

板块	18Q1	18Q2	18Q3	18Q4
工业收入累计同比	30.82%	28.31%	27.80%	29.86%
分销收入累计同比	6.66%	13.21%	16.94%	20.06%
零售收入累计同比	12.78%	15.45%	24.05%	27.70%

资料来源: wind, 中国银河证券研究院

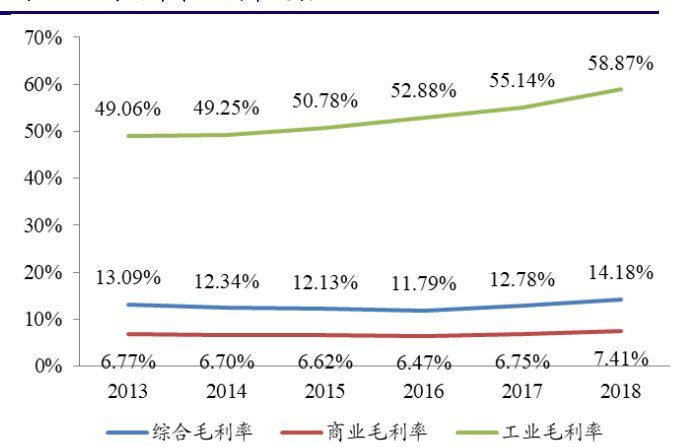
利润受研发费用和商誉减值拖累，但增长潜力仍在。公司扣非归母净利润同比下滑 6.80%，主要受研发费用和商誉减值拖累。报告期内，公司研发费用 10.61 亿元，计提商誉减值准备 6.32 亿，还原研发费用及商誉减值准备后的扣除非经常性损益的净利润同比增长 13.85%。我们认为公司当前利润不达预期是暂时现象。从收入基本面来看，公司商业收入增速持续改善，工业保持快速增长，利润具有快速增长的潜力。从盈利能力基本面来看，目前公司最大收入分部分销业务受益于纯销占比增多以及行业集中度加强，毛利率有所提升，公司盈利能力有改善的潜力。此外，我们认为公司的研发投入在未来有望释放业绩。我们认为虽然公司利润表现不佳，但公司基本面未发生重大改变，公司利润仍具有恢复增长潜力。

图 1: 公司近年来收入、扣非净利润及增速



资料来源: wind, 中国银河证券研究院

图 2: 公司近年来毛利率变动



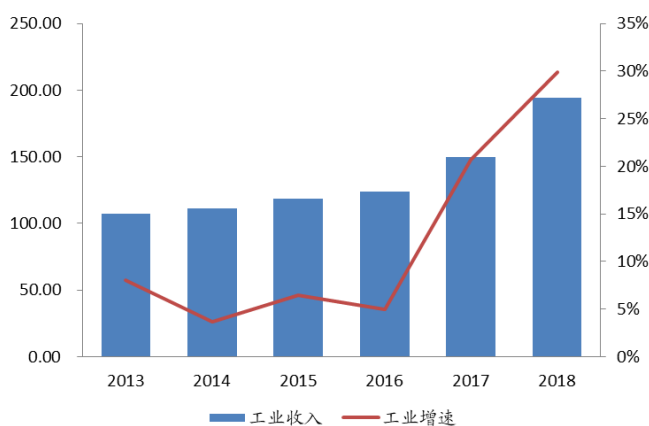
资料来源: wind, 中国银河证券研究院

(二) 工业增长持续提速，研发力度持续加大

工业收入增长继续提速，重点产品保持快速增长。公司医药工业销售收入 194.62 亿元，较上年同期增长 29.86%，其中 60 个重点品种销售收入同比增长 28.52%。公司医药工业销售收入已连续七个季度保持高速增长，全年销售收入过亿产品达 31 个，较去年增加 3 个。报告期内，公司医药工业毛利率 57.63%，同比上升 3.77 个百分点，工业板块贡献利润 16.67 亿元，同比增长 15.59%。由于研发费用增加较多，公司工业板块贡献利润增速落后于收入增速。

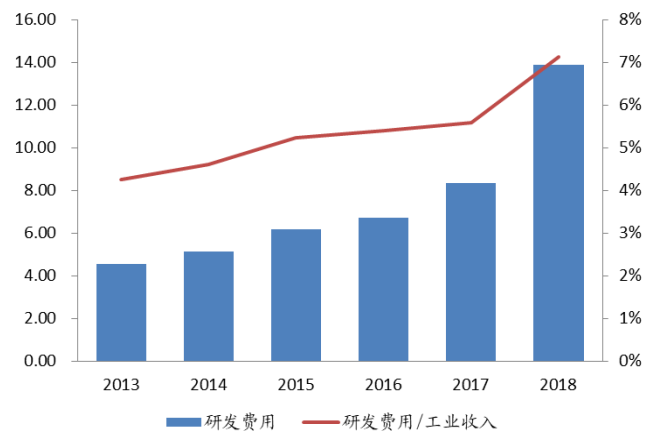
研发费用增长较快，在研项目有望未来释放业绩。公司 18 年投入研发费用 10.61 亿元，占公司医药工业收入的 5.45%，比去年提升 0.18 个百分点。其中 18.70% 投向创新药研发，19.93% 投向仿制药研发，33.60% 投向现有产品的二次开发，27.77% 投向仿制药质量和疗效一致性评价。一致性评价方面，卡托普利片、盐酸氟西汀胶囊、盐酸二甲双胍缓释片及氢氯噻嗪片四个品种已通过一致性评价，盐酸度洛西汀肠溶胶囊、左炔诺孕酮片及布洛芬缓释胶囊等 32 个品规已完成 BE 试验并申报至国家药监局。创新药方面，肾素抑制剂 SPH3127 片正式进入临床二期，并与日本田边三菱签署协议，取得该药物包括美国在内主要医药市场国家的开发和销售权利。

图 3: 公司工业收入 (亿元) 及增速



资料来源: wind, 中国银河证券研究院

图 4: 公司研发费用 (亿元) 和研发费用占工业收入比例



资料来源: wind, 中国银河证券研究院

表 1: 报告期内部分创新药研发进度

治疗领域	项目名称	注册类别	研发阶段
抗肿瘤类	SPH1188-11	化药 1 类新药	临床 I 期
	人源化 CD20 抗体	治疗用生物制品 2 类	
	Her2 复方抗体	治疗用生物制品 1 类	
	T-DM1	治疗用生物制品 2 类	
	SPH3348	化药 1 类新药	
	CD30-DM1	治疗用生物制品 1 类	

消化代谢类	SPH4480	化药 1 类新药	临床受理
免疫抑制剂	雷腾舒	化药 1 类新药	临床 II 期
心脑血管类	注射用丹酚酸 A	中药 1 类新药	临床 I 期
	SPH3127	化药 1 类新药	临床 II 期

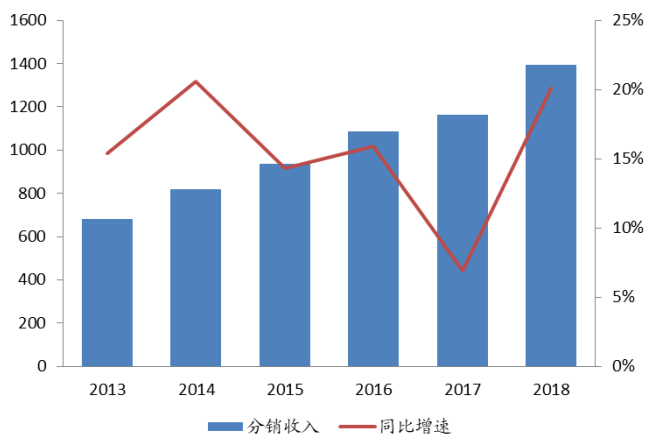
资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

（三）商业回暖趋势确立，龙头优势明显

政策不利影响逐渐消退，分销板块增速回暖。公司是全国前三的医药分销龙头，其中分销业务占绝大比例。公司医药分销业务实现销售收入 1394.45 亿元，同比增长 20.06%；毛利率 6.85%，同比上升 0.73 个百分点。公司 18 年四个季度分销收入累计增速逐步改善，回暖趋势确立。我们认为分销收入增速不断改善，一方面是因为“两票制”影响逐步消除，另一方面是因为公司收购的康德乐等业绩逐步释放。上药康德乐全年实现经营性净利润 1.81 亿，同比增长 15%，净利率从 0.5% 提升至近 0.9%。

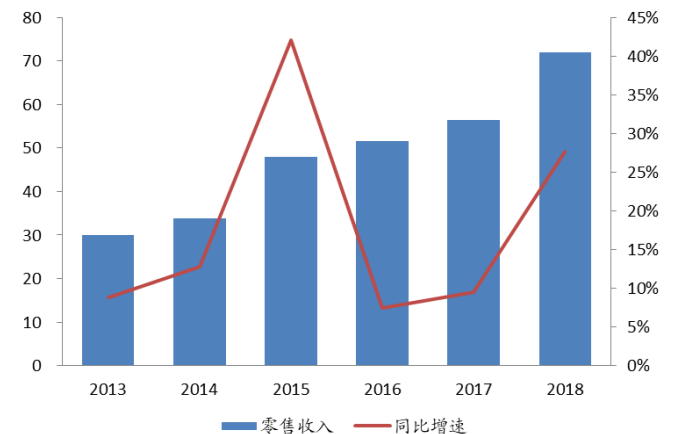
积极承接处方药外流，零售业务发展迅速。医药零售业务实现销售收入 72.02 亿元，同比增长 27.70%；毛利率 14.84%，同比下降 1.52 个百分点。公司零售业务毛利率较低，主要是因为低毛利的处方药业务占比较大。公司零售业务以“益药”为系列品牌，主打处方药外流服务，其中上海社区延伸处方项目处方量实现翻番，市场占有率近 70%，覆盖 242 家上海社区医院中的 160 家。

图 6：公司分销收入（亿元）及增速



资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

图 7：公司零售收入（亿元）及增速



资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

规模优势明显，龙头地位进一步强化。公司作为全国排名前三的医药商业龙头，规模优势及网络优势明显，在承接业务时具有很强竞争优势。在集中带量采购中，公司积极参与中标产品招标工作，在已公布的上海地区中标药品分销商遴选中，取得了 63% 的市场份额，巩固了上海地区的领先优势。在融合康德乐后，上海医药成为全中国最大的进口总代理商和分销商。在 2018 年 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 20 个，上海医药共获得其中 15 个进口药品全国总代理。

(四) 估值合理，未来利润有望恢复增长

截至4月9日，公司市盈率(TTM)为15.58，申万三级行业医药商业市盈率(TTM)中位数为23.57，公司市盈率低于行业中位数。考虑到公司目前还有部分估值较商业更高的工业板块，我们认为公司当前估值偏低，具有投资价值。

公司今年利润表现不佳，但公司收入仍保持快速增长，我们认为公司基本面尚可，利润仍有快速增长的潜力。随着商业板块继续改善，以及研发投入带来的潜在业绩逐步释放，我们认为公司利润有恢复增长的可能。

3. 投资建议

我们看好公司收入回暖前景以及利润恢复增长的潜力。首先，我们看好公司收入回暖的趋势。公司医药工业保持快速增长，同时商业板块受益于政策不利影响消退，回暖趋势确立，公司收入增速有望继续提升。其次，我们看好公司利润恢复增长的潜力。公司收入基本面改善，商业板块盈利能力有望增强，公司利润增速有望恢复增长。最后，我们看好公司龙头优势。公司作为全国前三的商业龙头，具有网络优势和规模优势，在集中带量采购等招标过程中也具有更强的竞争优势。我们看好公司增长前景，预测2019-2021年归母净利润为40.95/45.28/48.87亿元，对应EPS为1.44/1.59/1.72元，对应PE为14.76/13.35/12.37倍。维持“谨慎推荐”评级。

4. 风险提示

研发失败风险，药品招标降价风险，商誉减值风险。

附表 1. 主要财务指标

指标	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E	2021E
营业收入 (百万元)	120764.66	130847.18	159084.40	182860.49	204889.52	225613.89
营业收入增长率	14.45%	8.35%	21.58%	14.95%	12.05%	10.11%
净利润 (百万元)	3196.39	3352.09	3627.21	4094.89	4527.64	4886.66
净利润增长率	11.10%	4.87%	8.21%	12.89%	10.57%	7.93%
EPS (元)	1.125	1.179	1.276	1.441	1.593	1.719
P/E	18.91	18.03	16.67	14.76	13.35	12.37
P/B	1.91	1.78	1.55	1.44	1.34	1.24
EV/EBITDA	12.57	12.12	13.24	9.48	10.07	8.78

资料来源: 中国银河证券研究院

附表 2: 公司财务报表 (百万元)

报表预测 (百万元)						
利润表	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E	2021E
营业收入	120764.66	130847.18	159084.40	182860.49	204889.52	225613.89
减: 营业成本	106530.89	114122.68	136521.47	156927.94	175875.95	193752.72
营业税金及附加	336.86	392.36	509.03	585.10	655.59	721.90
营业费用	6067.50	7411.26	11058.10	12710.80	14242.05	15682.62
管理费用	3567.95	4123.86	4075.11	6034.40	6863.80	7670.87
财务费用	586.74	676.66	1230.46	1150.00	1212.33	1266.94
资产减值损失	446.34	81.19	995.52	0.00	0.00	0.00
加: 投资收益	978.79	892.51	1263.09	506.00	566.72	623.39
公允价值变动损益	-0.08	-4.90	15.89	0.00	0.00	0.00
其他经营损益	0.00	0.00	-1145.41	0.00	0.00	0.00
营业利润	4207.10	4926.76	4828.29	5958.26	6606.52	7142.22
加: 其他非经营损益	431.90	-23.35	135.05	198.75	198.75	198.75
利润总额	4639.00	4903.42	4963.34	6157.01	6805.27	7340.97
减: 所得税	809.28	1014.19	760.93	1412.75	1559.64	1679.40
净利润	3829.71	3889.23	4202.41	4744.26	5245.63	5661.58
减: 少数股东损益	633.32	537.13	575.20	649.36	717.99	774.92
归属母公司股东净利润	3196.39	3352.09	3627.21	4094.89	4527.64	4886.66
资产负债表	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E	2021E
货币资金	9919.29	12370.85	16419.82	18286.05	20488.95	22561.39
应收和预付款项	30976.97	35314.80	46021.49	44565.81	56935.48	54834.64
存货	16415.76	17269.96	25024.01	22068.35	30710.10	27432.97
其他流动资产	902.21	1114.77	1234.48	1234.48	1234.48	1234.48
长期股权投资	4227.21	4694.17	4366.60	4872.60	5439.32	6062.71
投资性房地产	328.97	321.90	305.83	254.20	202.58	150.95
固定资产和在建工程	6966.03	9100.44	10604.38	10251.87	10209.93	10531.63

无形资产和开发支出	8615.10	9309.14	15628.45	15199.49	14861.43	14605.19
其他非流动资产	1870.19	1710.30	1376.30	1174.68	973.05	973.05
资产总计	80221.74	91206.33	120981.36	117907.52	141055.34	138387.02
短期借款	9627.80	13745.93	19340.30	16657.04	18943.53	21388.05
应付和预收款项	30026.52	33803.71	35147.97	37815.63	43957.51	46126.73
长期借款	2836.28	2958.80	9620.30	2997.31	13775.27	2239.22
其他负债	835.47	970.19	2920.51	2920.51	2920.51	2920.51
负债合计	43326.07	51478.61	67029.07	60390.49	79596.83	72674.51
股本	2688.91	2688.91	2842.09	2842.09	2842.09	2842.09
资本公积	13558.19	13507.30	15845.03	15845.03	15845.03	15845.03
留存收益	15375.46	17834.63	20326.45	23241.83	26465.32	29944.40
归属母公司股东权益	31622.55	34030.84	39013.57	41928.96	45152.44	48631.53
少数股东权益	5211.91	5645.01	7419.70	8069.06	8787.05	9561.97
股东权益合计	36834.47	39675.85	46433.27	49998.02	53939.49	58193.49
负债和股东权益合计	80160.53	91154.46	113462.34	110388.50	133536.32	130868.00
现金流量表	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E	2021E
经营性现金净流量	2060.34	2611.12	3358.54	14313.23	-7024.12	15759.42
投资性现金净流量	-2889.54	-2355.04	-7692.74	-1041.25	-1550.94	-2150.94
筹资性现金净流量	647.40	2314.68	7526.32	-11405.76	10777.96	-11536.05
现金流量净额	-184.43	2551.98	3259.56	1866.23	2202.90	2072.44

资料来源：中国银河证券研究院

评级标准

银河证券行业评级体系：推荐、谨慎推荐、中性、回避

推荐：是指未来 6-12 个月，行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）超越交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报 20% 及以上。该评级由分析师给出。

谨慎推荐：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）超越交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报。该评级由分析师给出。

中性：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）与交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报相当。该评级由分析师给出。

回避：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）低于交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报 10% 及以上。该评级由分析师给出。

银河证券公司评级体系：推荐、谨慎推荐、中性、回避

推荐：是指未来 6-12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 20% 及以上。该评级由分析师给出。

谨慎推荐：是指未来 6-12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10% - 20%。该评级由分析师给出。

中性：是指未来 6-12 个月，公司股价与分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报相当。该评级由分析师给出。

回避：是指未来 6-12 个月，公司股价低于分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10% 及以上。该评级由分析师给出。

余宇，医药行业分析师。本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，本人承诺，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰地反映本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接受到任何形式的补偿。本人承诺不利用自己的身份、地位和执业过程中所掌握的信息为自己或他人谋取私利。

免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券，银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，无意针对或打算违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播或复印本报告。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。银河证券认为本报告所载内容及观点客观公正，但不担保其内容的准确性或完整性。客户不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

银河证券不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于客户。银河证券建议客户如有任何疑问应当咨询证券投资顾问并独自进行投资判断。本报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何内容适合客户，本报告不构成给予客户个人咨询建议。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部份，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。银河证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给银河证券客户的，属于机密材料，只有银河证券客户才能参考或使用，如接收人并非银河证券客户，请及时退回并删除。

所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为银河证券的商标、服务标识及标记。

银河证券版权所有并保留一切权利。

联系

中国银河证券股份有限公司 研究院

深圳市福田区金田路 3088 号中洲大厦 20 层
上海浦东新区富城路 99 号震旦大厦 31 层
北京市西城区金融街 35 号国际企业大厦 C 座
公司网址：www.chinastock.com.cn

机构请致电：

深广地区：翠香兰	0755-83471963	cuixianglan@chinastock.com.cn
上海地区：何婷婷	021-20252612	hetingting@chinastock.com.cn
北京地区：耿尤繇	010-66568479	wangting@chinastock.com.cn