

上海医药(601607)/医药商业

收入端显著提速, 工商业经营势头良好

评级: 买入(维持)

市场价格: 19.20

分析师: 江琦

执业证书编号: S0740517010002

电话: 021-20315150

Email: jiangqi@r.qlzq.com.cn

研究助理: 王超

Email: wangchao@r.qlzq.com.cn

基本状况

总股本(百万股)	2842
流通股本(百万股)	1932
市价(元)	19.20
市值(百万元)	496
流通市值(百万元)	369

股价与行业-市场走势对比
相关报告

- 1 上海医药(601607)-年报点评: 工商业稳健经营, 研发投入力度继续加强-买入-(中泰证券_江琦_王超)20190329
- 2 研发高投入拖累工业业绩, 联合营企业贡献大幅改善
- 3 工业、商业经营继续向好, 研发进展亮点多

公司盈利预测及估值

指标	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	130847.1	159084.4	170760.9	185102.	199215.
增长率 yoy%	8.35%	21.58%	7.34%	8.40%	7.62%
净利润	3520.65	3881.06	4168.33	4647.01	5121.00
增长率 yoy%	10.14%	10.24%	7.40%	11.48%	10.20%
每股收益(元)	1.24	1.37	1.47	1.64	1.80
每股现金流量	0.93	1.10	1.01	1.00	1.94
净资产收益率	10.35%	9.95%	9.65%	9.71%	9.67%
P/E	15.50	14.06	13.09	11.74	10.66
PEG	1.53	1.37	1.77	1.02	1.04
P/B	1.60	1.40	1.26	1.14	1.03

备注:

投资要点

- **事件: 上海医药发布 2019 年 1 季报, 报告期内公司实现营收 460.1 亿元, 同比增 26.4%, 实现归母净利润 11.3 亿元, 同比增 10.4%; 实现归母扣非净利润 10.4 亿元, 同比增 4.4%; 实现经营性现金流 1.5 亿元, 同比增 60.6%。**
- **点评: 公司一季报整体符合我们预期, 公司收入端和工业利润都实现了较高增长, 其中收入端增速超出市场预期, 财务数据方面公司综合毛利率 14.05%, 同比下降 64bp, 公司扣除三项费用后的营业利润率 3.75%, 同比下降 55bp, 这主要由于公司的商业收入同比增长 26.7%, 相对低毛利业务收入占比提高对整体利润率有所拖累。**
- **工业板块经营持续向好, 研发保持高投入: 医药工业实现收入 61.96 亿元, 同比增长 24.9%; 贡献利润 5.13 亿元, 同比增长 21.4%; 公司持续的精益化经营、补原料药短板、工商协同等措施使得工业板块潜力不断被挖掘, 上药工业产品数量极为丰富, 产品结构调整能力强, 在医药工业供给侧改革的大环境下, 内部强化营销能力建设, 公司良好的增长态势有望持续保持; 1 季度公司研发费用 2.71 亿元, 同比增长 26.65%, 创新药管线和一致性评价工作均稳步推进。**
- **商业板块收入增长超预期, 进口代理业务是经营亮点: 医药商业实现收入 398.1 亿元, 同比增长 26.7%; 贡献净利润 5.1 亿元, 同比增长 13.9%; 扣除康德乐去年 1 月未并表的影响, 我们预计商业收入增长接近 20%; 1 季度进口总代业务贡献比重大, 公司已成为国内最大的进口药品分销商, 随着中国加入 ICH, 公司有望持续享受海外新药审批加速带来的商业红利。**
- **安柯瑞启动再上市计划, 商业化之路有望创造惊喜: 公司全球第一、中国唯一上市的溶瘤病毒产品重组人 5 型腺病毒注射液(商品名: 安柯瑞)近期收到上海市药品监督管理局颁发的《药品 GMP 证书》, 将扩大生产规模, 这有利于满足相应的市场需求及相应临床研究用产品需求。目前溶瘤病毒联合肿瘤免疫检查点抗体治疗肿瘤的研究方兴未艾, 参考 Keytruda 联合 T-VEC 对黑色素瘤等多展现的良好疗效, 安柯瑞有望成为 PD-1 及 PD-L1 联合用药的重要选择。公司已在开展安柯瑞的临床再评价和新适应拓展研究工作, 同时联合 PD-1 产品的临床方案也已获得伦理批件。安柯瑞的市场推广工作交由广州天普团队负责, 良好的产品加专业化的团队, 商业化之路有望创造惊喜。**
- **盈利预测和投资建议: 我们预计 2019-2021 年公司收入分别为 1708 亿元、**

1851 亿元和 1992 亿元，同比分别增长 7.4%、8.4%、7.6%；归属于母公司净利润分别为 41.7 亿元、46.5 亿元和 51.2 亿元，同比分别增长 7.4%、11.5% 和 10.2%；对应 EPS 分别为 1.47 元、1.64 元、1.80 元。我们给予公司 2019 年 16-18 倍 PE，对应价格区间 23.5-26.5 元，维持买入评级。

- 风险事件提示：医药商业环境竞争加剧利润率下滑；创新药项目开发不达预期。

图表 1: 上海医药分季度财务数据

	2017-1Q	2017-2Q	2017-3Q	2017-4Q	2018-1Q	2018-2Q	2018-3Q	2018-4Q	2019-1Q
营业收入	33,129.5	32,649.4	33,252.6	31,815.7	36,386.1	39,492.6	41,722.9	41,482.8	46,006.7
营收同比增长	13.2%	7.3%	7.9%	5.2%	9.8%	21.0%	25.5%	30.4%	26.4%
营收环比增长	9.5%	-1.4%	1.8%	-4.3%	14.4%	8.5%	5.6%	-0.6%	10.9%
营业成本	29,027.6	28,493.0	29,131.2	27,470.8	30,928.1	34,002.8	36,056.0	35,534.6	39,402.6
营业费用	1,761.4	1,812.9	1,710.3	2,126.7	2,679.9	2,537.9	2,696.3	3,144.0	3,313.7
管理费用	920.9	927.5	1,011.1	1,264.4	1,100.9	728.3	1,114.5	1,131.4	1,153.2
财务费用	175.4	209.4	220.6	71.3	290.8	347.2	433.6	158.8	332.2
营业利润	1,375.6	1,256.7	1,122.8	1,473.1	1,529.5	1,556.4	1,666.9	455.5	1,660.6
利润总额	1,413.1	1,341.6	1,179.1	1,271.0	1,522.0	1,582.9	1,651.1	587.3	1,718.5
所得税	272.3	275.3	260.6	338.8	328.9	320.9	149.0	88.3	343.0
归母净利润	999.4	925.7	763.5	832.0	1,020.0	1,013.3	1,338.6	509.2	1,126.4
少数股东损益	141.4	140.6	155.0	100.1	173.1	248.8	163.5	-10.2	249.2

来源: 中泰证券研究所, WIND

图表 2: 上海医药财务预测模型

资产负债表					利润表				
单位: 百万元					单位: 百万元				
会计年度	2018	2019E	2020E	2021E	会计年度	2018	2019E	2020E	2021E
流动资产	93278	92134	99891	103810	营业收入	159084	170761	185103	199215
现金	18695	21330	21854	20917	营业成本	136521	145744	157352	168315
应收账款	0	40983	44425	47812	营业税金及附加	509	512	567	615
其他应收款	2292	2256	2562	2696	营业费用	11058	12551	14068	16136
预付账款	2049	1982	2251	2349	管理费用	4075	5635	6201	6475
存货	25024	24347	27564	28801	财务费用	1230	1455	1405	1420
其他流动资产	45218	1235	1235	1235	资产减值损失	996	180	180	200
非流动资产	33601	30721	31782	37155	公允价值变动收益	16	5	11	8
长期投资	4367	5000	5400	5800	投资净收益	1263	1000	1100	1000
固定资产	8596	8961	8897	8590	营业利润	5208	5689	6440	7062
无形资产	4117	4043	4080	4061	营业外收入	259	250	300	300
其他非流动资产	16521	12717	13405	18704	营业外支出	124	150	250	250
资产总计	126879	127866	136685	145977	利润总额	5343	5789	6490	7112
流动负债	68710	64857	68326	71701	所得税	887	984	1129	1209
短期借款	19340	18000	18000	18500	净利润	4456	4805	5361	5903
应付账款	35148	36190	39792	42180	少数股东损益	575	637	714	782
其他流动负债	14222	10666	10534	11022	归属母公司净利润	3881	4168	4647	5121
非流动负债	11736	11766	11744	11748	EBITDA	7734	8029	8834	9552
长期借款	6623	6623	6623	6623	EPS (元)	1.37	1.47	1.64	1.80
其他非流动负债	5113	5143	5121	5126					
负债合计	80446	76622	80069	83450	主要财务比率				
少数股东权益	7420	8057	8770	9553	会计年度	2018	2019E	2020E	2021E
股本	2842	2842	2842	2842	成长能力				
资本公积	15845	15845	15845	15845	营业收入	21.6%	7.3%	8.4%	7.6%
留存收益	20819	24495	29142	34263	营业利润	-0.4%	9.2%	13.2%	9.7%
归属母公司股东权益	39014	43187	47845	52974	归属于母公司净利润	10.2%	7.4%	11.5%	10.2%
负债和股东权益	126879	127866	136685	145977	获利能力				
		0.00	0.00	0.00	毛利率(%)	14.2%	14.7%	15.0%	15.5%
现金流量表					净利率(%)	2.4%	2.4%	2.5%	2.6%
					ROE(%)	9.9%	9.7%	9.7%	9.7%
会计年度	2018	2019E	2020E	2021E	ROIC(%)	9.9%	12.0%	12.0%	11.6%
经营活动现金流	3135	2884	2849	5503	偿债能力				
净利润	4456	4805	5361	5903	资产负债率(%)	63.4%	59.9%	58.6%	57.2%
折旧摊销	1296	884	989	1070	净负债比率(%)	35.63%	35.66%	34.12%	33.34%
财务费用	1230	1455	1405	1420	流动比率	1.36	1.42	1.46	1.45
投资损失	-1263	-1000	-1100	-1000	速动比率	0.99	1.04	1.05	1.04
营运资金变动	-3309	-4091	-3666	-2130	营运能力				
其他经营现金流	725	831	-140	241	总资产周转率	1.44	1.37	1.45	1.46
投资活动现金流	-7693	2547	-920	-5520	应收账款周转率	4	4	4	4
资本支出	1943	600	600	600	应付账款周转率	4.37	4.09	4.14	4.11
长期投资	-139	783	400	400	每股指标(元)				
其他投资现金流	-5889	3931	80	-4520	每股收益(最新摊薄)	1.37	1.47	1.64	1.80
筹资活动现金流	7526	-2796	-1405	-920	每股经营现金流(最新摊薄)	1.10	1.01	1.00	1.94
短期借款	5594	-1340	0	500	每股净资产(最新摊薄)	13.73	15.20	16.83	18.64
长期借款	5663	0	0	0	估值比率				
普通股增加	153	0	0	0	P/E	14.06	13.09	11.74	10.66
资本公积增加	2338	0	0	0	P/B	1.40	1.26	1.14	1.03
其他筹资现金流	-6222	-1455	-1405	-1420	EV/EBITDA	9	8	8	7
现金净增加额	3036	2636	524	-937					

来源: 中泰证券研究所

投资评级说明:

	评级	说明
股票评级	买入	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 15%以上
	增持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
	持有	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在-10%~+5%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数跌幅在 10%以上
行业评级	增持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在 10%以上
	中性	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数跌幅在 10%以上

备注: 评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价 (或行业指数) 相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准; 新三板市场以三板成指 (针对协议转让标的) 或三板做市指数 (针对做市转让标的) 为基准; 香港市场以摩根士丹利中国指数为基准, 美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准 (另有说明的除外)。

重要声明:

中泰证券股份有限公司 (以下简称“本公司”) 具有中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料, 反映了作者的研究观点, 力求独立、客观和公正, 结论不受任何第三方的授意或影响。但本公司及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证, 且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断, 可能会随时调整。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改, 投资者应当自行关注相应的更新或修改。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用, 不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议, 本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户, 不构成客户私人咨询建议。

市场有风险, 投资需谨慎。在任何情况下, 本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

投资者应注意, 在法律允许的情况下, 本公司及其本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易, 并可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“中泰证券股份有限公司”所有。未经事先本公司书面授权, 任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发, 需注明出处为“中泰证券研究所”, 且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。