

谨慎推荐（维持）
上海医药（601607）2019 年一季报点评
风险评级：中风险
工业、商业快速增长 盈利能力有所下滑
2019 年 4 月 29 日
投资要点：
卢立亭

SAC 执业证书编号：

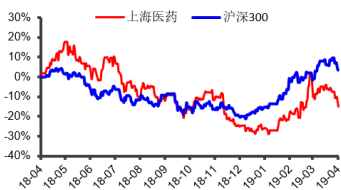
S0340518040001

电话：0769-22110925

邮箱：luliting@dgzq.com.cn

主要数据
2019 年 4 月 26 日

收盘价(元)	19.20
总市值（亿元）	545.68
总股本(亿股)	28.42
流通股本(亿股)	19.23
ROE（TTM）	9.94%
12 月最高价(元)	26.63
12 月最低价(元)	15.79

股价走势


资料来源：东莞证券研究所，Wind

相关报告

事件：公司公布了2019年一季报，一季度实现营业收入460.07亿元，同比增长26.44%；实现归母净利润11.26亿元，同比增长10.42%；实现扣非归母净利润10.40亿元，同比增长4.42%，业绩符合预期。

点评：

■ **工业、商业快速增长，毛利率有所下滑。**2019Q1，公司营业收入同增26.44%，其中医药工业实现收入61.96亿元，同增24.85%；医药商业实现收入398.1亿元，同增26.69%。利润方面，公司实现归属于上市公司股东的净利润11.26亿元，同比增长10.42%，其中医药工业主营业务贡献利润5.13亿元，同比增长21.39%；医药商业主营业务贡献利润5.14亿元，同比增长13.92%；参股企业贡献利润2.36亿元，同比增长7.07%。盈利能力方面，公司的综合毛利率14.05%，较上年同期下降0.64个百分点；期间费用率是11.02%，同比下降0.17个百分点；净利率是2.99%，同比下降0.29个百分点。公司一季度扣非净利增速慢于归母净利增速，主要是由于一季度公司获得政府补助1.29亿元，导致非经常性损益（税后归母）同比增长2.57倍至8660.58万元。

■ **Q1研发费用快速增长，一致性评价、创新研发稳步推进。**2019Q1，公司的研发费用是2.71亿元，同比增长26.65%，新增有头孢氨苄胶囊与卡马西平片两个品种完成BE并申报至国家药监局，而公司2018年共有32个品规完成BE试验。创新药方面，截止2018年年底，公司处于II期临床试验阶段的新药有2个，处于I期临床试验阶段的新药有7个，获临床受理的新药有1个。

■ **带量采购背景下，公司商业业务或承压。**国家“4+7”城市带量采购试点中，药品中标价下降幅度大超预期。我们认为，在医保控费背景下，仿制药和专利过期原研药价格下降将是大势所趋，这将使得医药分销企业收入端承压，并削弱医药分销企业的盈利能力。长期来看，公司医药分销业务也将受带量采购、仿制药和专利过期原研药价格下降的负面影响；但公司收购康德乐中国后成为我国最大的进口药品代理分销商（2018年公司进口药品占公司药品分销收入55.04%，已成公司分销业务重要组成部分），进口新药目前的降价幅度相对可控，故公司的这部分业务业绩增长相对有保障。医药零售方面，公司着力承接处方外流，将继续从处方的获取和管理，处方的支付与合理性管控，处方的实现和药品配送，患者增值服务等处方流通环节的多个方面推动医药零售业务的快速增长。

■ **维持谨慎推荐评级。**受带量采购导致药价下降的影响，公司分销和工业业务将面临一定压力。预计公司2019、2020年的EPS为1.54元和1.71元，对应PE分别为12倍和11倍，维持谨慎推荐评级。**风险提示。**药价下降或致商业盈利能力下滑，研发不及预期，药价下降超预期。

表 1：公司盈利预测简表

科目（百万元）	2018A	2019E	2020E	2021E
营业总收入	159,084	190,901	217,776	239,554
营业总成本	155,535	185,861	212,109	233,219
营业成本	136,521	165,702	188,812	207,693
营业税金及附加	509	477	544	599
销售费用	11,058	12,218	13,938	15,331
管理费用	4,075	4,773	5,880	6,468
研发费用	1,061	1,336	1,524	1,677
财务费用	1,230	820	800	780
其他经营收益	1,659	1,304	1,389	1,487
公允价值变动净收益	16	0	0	0
投资净收益	1,263	1,100	1,200	1,300
其他收益	377	200	185	183
营业利润	5,208	6,345	7,057	7,822
加 营业外收入	259	180	170	170
减 营业外支出	124	184	184	184
利润总额	5,343	6,341	7,043	7,808
减 所得税	887	1,141	1,268	1,405
净利润	4,456	5,199	5,775	6,402
减 少数股东损益	575	824	916	1,015
归母公司所有者的净利润	3,881	4,375	4,860	5,387
基本每股收益(元)	1.37	1.54	1.71	1.90
PE（倍）	14	12	11	10

数据来源：Wind，东莞证券研究所

东莞证券投资评级体系：

公司投资评级	
推荐	预计未来 6 个月内，股价表现强于市场指数 15%以上
谨慎推荐	预计未来 6 个月内，股价表现强于市场指数 5%-15%之间
中性	预计未来 6 个月内，股价表现介于市场指数±5%之间
回避	预计未来 6 个月内，股价表现弱于市场指数 5%以上
行业投资评级	
推荐	预计未来 6 个月内，行业指数表现强于市场指数 10%以上
谨慎推荐	预计未来 6 个月内，行业指数表现强于市场指数 5%-10%之间
中性	预计未来 6 个月内，行业指数表现介于市场指数±5%之间
回避	预计未来 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 5%以上
风险等级评级	
低风险	宏观经济及政策、财经资讯、国债等方面的研究报告
中低风险	债券、货币市场基金、债券基金等方面的研究报告
中风险	可转债、股票、股票型基金等方面的研究报告
中高风险	新三板股票、权证、退市整理期股票、港股通股票等方面的研究报告
高风险	期货、期权等衍生品方面的研究报告

本评级体系“市场指数”参照标的为沪深 300 指数。

分析师承诺：

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，以勤勉的职业态度，独立、客观地在所知情的范围内出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点，不受本公司相关业务部门、证券发行人、上市公司、基金管理公司、资产管理公司等利益相关者的干涉和影响。本人保证与本报告所指的证券或投资标的无任何利害关系，没有利用发布本报告为自身及其利益相关者谋取不当利益，或者在发布证券研究报告前泄露证券研究报告的内容和观点。

声明：

东莞证券为全国性综合类证券公司，具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供东莞证券股份有限公司（以下简称“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。本报告所载资料及观点均为合规合法来源且被本公司认为可靠，但本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，可随时更改。本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可跌可升。本公司可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与本公司其他业务部门或单位所给出的意见不同或者相反。在任何情况下，本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并不构成对任何人的投资建议。投资者需自主作出投资决策并自行承担投资风险，据此报告做出的任何投资决策与本公司和作者无关。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，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。本公司及其所属关联机构在法律许可的情况下可能会持有本报告中提及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、经纪、资产管理等服务。本报告版权归东莞证券股份有限公司及相关内容提供方所有，未经本公司事先书面许可，任何人不得以任何形式翻版、复制、刊登。如引用、刊发，需注明本报告的机构来源、作者和发布日期，并提示使用本报告的风险，不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本证券研究报告的，应当承担相应的法律责任。

东莞证券研究所

广东省东莞市可园南路 1 号金源中心 24 楼

邮政编码：523000

电话：（0769）22119430

传真：（0769）22119430

网址：www.dgzq.com.cn