

工业保持快速增长，商业盈利有望改善

——上海医药（601607）一季报点评

上海医药(601607.SH)

谨慎推荐 维持

核心观点:

1. 事件:

公司发布 2019 年一季报，实现营收 460.07 亿元，同比增长 26.44%；实现归属上市公司股东净利润 11.26 亿元，同比增长 10.42%；实现扣非归母净利润 10.40 亿元，同比上升 4.42%。实现 EPS 0.40 元。

公司一季度实现经营活动产生的现金流净额 1.54 亿元，比去年同期增长 60.59%，现金流状况明显改善。

2. 我们的分析与判断

（一）工业保持较快增长，研发投入持续加大

公司工业板块收入和利润均保持较快增长。公司医药工业实现收入 61.96 亿元，同比增长 24.85%；贡献利润 5.13 亿元，同比增长 21.39%。公司工业产品数量多，品类齐全，在医保控费等政策压力下具有较强抗压性，预计未来公司工业板块还能保持较快增长。

公司研发投入继续加强，在研项目稳步推进。公司一季度研发费用总额 2.71 亿元，同比增长 26.65%。公司按计划继续推动一致性评价，头孢氨苄胶囊与卡马西平片已经完成 BE 并申报至国家药监局。公司重点品种养心氏片 Vs 曲美他嗪对 PCI 术后患者心脏康复影响的研究启动会在沈阳成功举办，这也是国内首个多中心、前瞻性中成药与化药对 PCI 术后患者康复影响的比照实验，将为后续养心氏的进一步学术推广提供理论支持。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）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，公司下属广东天普生化医药股份有限公司也已重启安柯瑞再上市计划。

（二）商业并购业绩有待释放，盈利有望改善

医药商业实现收入 398.10 亿元，同比增长 26.69%；贡献利润 5.14 亿元，同比增长 13.92%。公司商业板块保持较高增长，我们认为主要是收购康德乐的并表因素。不过由于收购的康德乐仍处于磨合期，利润尚未释放，导致公司商业板块利润增速不及收入增速。随着“两票制”影响消退以及康德乐利润释放，公司商业板块盈利有望改善。

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

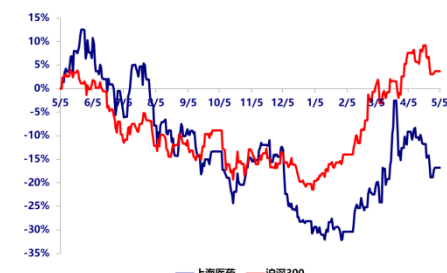
对本报告的编制提供信息。

市场数据

2018-4-30

A 股收盘价(元)	19.68
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	3913.21
市盈率	14.03
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)	378.43

相对沪深 300 表现图

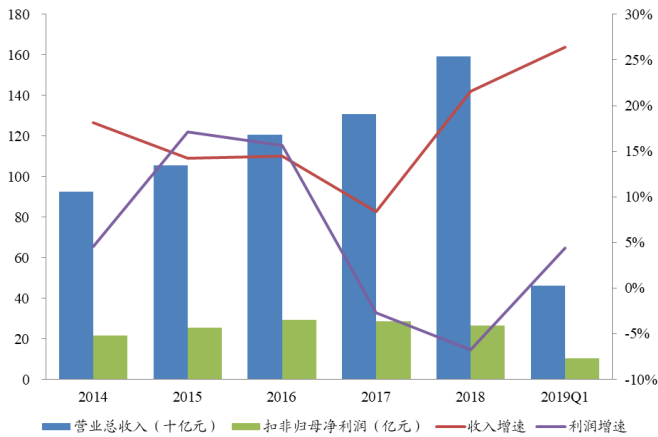


资料来源: 中国银河证券研究院

相关研究

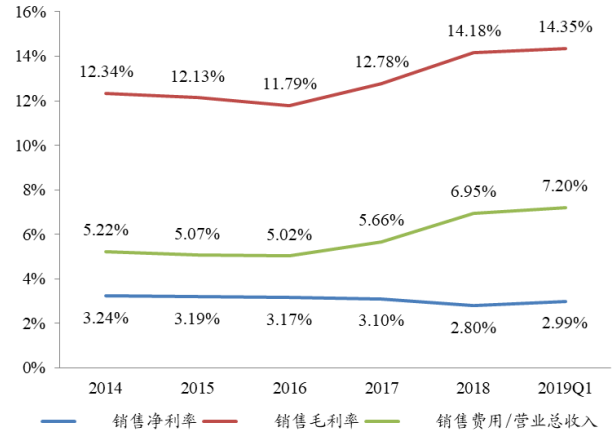
- 2019-04-10 上海医药年报跟踪: 收入增速回暖, 利润有望反弹
- 2018-10-29 上海医药三季报跟踪: 工业保持快速增长, 商业板块触底回暖

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、净利率和销售费用率



资料来源: wind, 中国银河证券研究院

（三）公司估值合理，未来盈利有望改善

截至 4 月 30 日，公司市盈率 (TTM) 为 14.03，申万三级行业医药商业市盈率 (TTM) 中位数为 20.38，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。

公司收入保持快速增长，且商业板块并购利润有望释放。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，我们认为公司利润增长有望改善。

3. 投资建议

我们看好公司收入回暖前景以及利润增长改善的潜力。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 13.66/12.35/11.45 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	17.50	16.69	15.42	13.66	12.35	11.45
P/B	1.77	1.64	1.43	1.33	1.24	1.15
EV/EBITDA	11.85	11.47	12.62	8.99	9.63	8.36

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。本报告清晰准确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