

# 上海医药 (601607)

证券研究报告

2019年08月30日

## 工商业板块表现靓丽，上半年稳步增长

### 规模利润双增长，单季度业绩逐步提升

2019年上半年，公司实现营业收入925.75亿元，同比增长22%；实现归母净利润22.86亿元，同比增长12.45%、扣非后归母净利润20.95亿元；同比增长10.66%，2019年上半年公司营收端与利润端双增长。单季度来看，2019年Q2，公司实现营收465.7亿元(+17.92%)；实现归母净利润11.6亿元(+14.48%)；扣非后归母净利润10.55亿元(+17.58%)。2019年Q2，公司业绩逐步提升。报告期内，公司实现经营活动现金流净额为20.23亿元，同比增长87.2%，主要系报告期内医保款回款金额同比增加，现金流情况进一步好转。2019年上半年公司销售毛利率与销售净利率分别为14.35%、2.97%，同比均略有所下降，系带量采购带来一定压力，但整体盈利能力保持稳定。

### 医药工业医药商业双发力，产品增长潜力充足

报告期内，公司医药工业与医药商业均实现了稳定增长。医药工业实现收入119.42亿元(+24.05%)，毛利率57.76%，同比增长0.10个pp。60个重点品种收入67.73亿元(+31.03%)，重点品种平均毛利率71.84%。丹参酮IIA磺酸钠注射液产品实现销售收入7.9亿元(+119.12%)。硫酸羟氯喹片(纷乐)实现销售收入3.84亿元(+19.99%)，市场占有率达76.67%。广东天普两款核心产品增长稳健，上半年医院终端销售完成率为102.5%；注射用乌司他丁(天普洛安)实现销售收入3.9亿元；注射用尤瑞克林(凯力康)实现销售收入1.8亿元。公司2018年通过一致性评价的品种卡托普利片上半年实现销售收入6,792万元，同比增长75.88%。医药商业方面，分销业务实现收入801.94亿元(+21.04%)，毛利率6.49%；医药零售实现收入38.37亿元(+22.43%)，毛利率14.49%。上半年公司与辉瑞签署配送协议，获得注射用头孢他啶阿维巴坦钠(思福妥)与达可替尼(多泽润)的全国代理权；并为爱可泰隆的治疗肺动脉高压明星药物司来帕格片(优拓比)提供进口分销业务；去年上市的两大PD-1产品欧狄沃与可瑞达表现强劲，未来将持续助推公司进口药板块分销销售收入增长。

### 研发投入持续提升，未来工业板块值得期待

报告期内公司研发费用投入5.64亿元，同比增长17.84%。二季度头孢氨苄胶囊及二甲双胍片均通过了仿制药一致性评价，并有8个产品9个品规完成BE申报至国家药监局，包括替米沙坦片及注射用兰索拉唑等。公司坚持自主研发和对外合作齐头并进，加大研发投入，提升公司核心竞争力。上半年公司与俄罗斯最大的生物医药公司BIOCAD合资新设SPH-BIOCAD(HK)Limited，继续加强在大分子生物创新药、生物类似药等方面投入，同时未来有望依托公司的销售及分销渠道推动产品在中国区的商业化。

### 估值与评级

公司是全国性医药商业龙头，随着工业与商业板块的齐发力，未来有望保持持续稳定的发展，根据公司半年报情况，我们对盈利预测进行调整，2019-2021年净利润由46.97/49.25/54.03亿元，调整为43.90/49.25/54.03亿元，维持“买入”评级。

**风险提示：**药品降价风险，一致性评价推进不及预期，研发风险，市场拓展不及预期，应收账款计提坏账准备等风险。

财务数据和估值	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	130,847.18	159,084.40	190,901.28	229,081.53	270,316.21
增长率(%)	8.35	21.58	20.00	20.00	18.00
EBITDA(百万元)	6,443.41	8,373.62	7,809.65	8,335.77	9,143.01
净利润(百万元)	3,520.65	3,881.06	4,389.82	4,924.84	5,403.14
增长率(%)	10.14	10.24	13.11	12.19	9.71
EPS(元/股)	1.24	1.37	1.54	1.73	1.90
市盈率(P/E)	15.38	13.95	12.33	10.99	10.02
市净率(P/B)	1.59	1.39	1.27	1.18	1.09
市销率(P/S)	0.41	0.34	0.28	0.24	0.20
EV/EBITDA	10.80	7.77	7.98	7.47	6.82

资料来源：wind，天风证券研究所

### 投资评级

行业	医药生物/医药商业
6个月评级	买入(维持评级)
当前价格	19.05元
目标价格	元

### 基本数据

A股总股本(百万股)	1,923.02
流通A股股本(百万股)	1,922.94
A股总市值(百万元)	36,633.47
流通A股市值(百万元)	36,631.91
每股净资产(元)	14.10
资产负债率(%)	64.28
一年内最高/最低(元)	23.66/15.79

### 作者

**郑薇** 分析师  
SAC执业证书编号：S1110517110003  
zhengwei@tfzq.com

### 股价走势



资料来源：贝格数据

### 相关报告

- 《上海医药-年报点评报告：行业变革带来商业生态重构机遇，龙头优势凸显》 2019-03-29
- 《上海医药-季报点评：商业纯销比例提升至70%，工业板块增长势头强劲》 2018-10-28
- 《上海医药-半年报点评：规模稳步提升，工业板块业绩喜人》 2018-08-29



## 财务预测摘要

资产负债表(百万元)						利润表(百万元)					
	2017	2018	2019E	2020E	2021E		2017	2018	2019E	2020E	2021E
货币资金	14,842.08	18,694.67	15,272.10	18,326.52	21,625.30	营业收入	130,847.18	159,084.40	190,901.28	229,081.53	270,316.21
应收票据及应收账款	32,485.36	43,972.04	45,027.25	50,356.78	62,196.37	营业成本	114,122.68	136,521.47	164,461.45	197,468.28	233,012.57
预付账款	1,391.09	2,049.45	1,892.29	2,808.95	2,859.20	营业税金及附加	392.36	509.03	610.88	733.06	865.01
存货	17,269.96	25,024.01	24,353.73	35,229.51	34,799.71	营业费用	7,411.26	11,058.10	13,515.81	16,555.72	19,787.15
其他	2,653.77	3,325.91	2,518.79	4,364.77	3,578.73	管理费用	4,123.86	4,075.11	4,907.69	6,029.18	7,225.55
<b>流动资产合计</b>	<b>68,642.25</b>	<b>93,066.08</b>	<b>89,064.16</b>	<b>111,086.53</b>	<b>125,059.31</b>	研发费用	790.35	1,060.77	1,336.31	1,718.11	2,055.78
长期股权投资	4,694.17	4,366.60	4,366.60	4,366.60	4,366.60	财务费用	676.66	1,230.46	1,016.35	750.73	824.59
固定资产	7,154.19	8,596.17	8,868.65	8,886.29	8,738.02	资产减值损失	81.19	995.52	100.00	100.00	100.00
在建工程	1,537.45	1,598.40	995.04	645.02	417.01	公允价值变动收益	(4.90)	15.89	2.67	(0.75)	(0.39)
无形资产	2,702.44	4,283.17	3,836.20	3,389.23	2,942.27	投资净收益	892.51	1,263.09	1,000.00	1,000.00	1,000.00
其他	9,613.99	14,757.12	14,309.88	14,211.67	14,178.34	其他	(2,866.95)	(2,853.36)	(2,005.34)	(1,998.49)	(1,999.23)
<b>非流动资产合计</b>	<b>25,702.22</b>	<b>33,601.45</b>	<b>32,376.37</b>	<b>31,498.81</b>	<b>30,642.24</b>	<b>营业利润</b>	<b>5,228.16</b>	<b>5,208.33</b>	<b>5,955.45</b>	<b>6,725.69</b>	<b>7,445.17</b>
<b>资产总计</b>	<b>94,344.48</b>	<b>126,879.33</b>	<b>121,511.14</b>	<b>142,679.48</b>	<b>155,827.07</b>	营业外收入	165.86	258.86	353.92	259.55	200.00
短期借款	13,745.93	19,340.30	10,105.56	11,921.33	13,861.84	营业外支出	189.21	123.81	172.73	161.91	152.82
应付票据及应付账款	27,295.19	35,147.97	41,467.19	50,033.73	57,665.63	<b>利润总额</b>	<b>5,204.81</b>	<b>5,343.38</b>	<b>6,136.65</b>	<b>6,823.32</b>	<b>7,492.35</b>
其他	8,590.69	14,221.50	9,879.68	16,340.36	15,169.80	所得税	1,147.03	887.12	1,018.68	1,132.67	1,243.73
<b>流动负债合计</b>	<b>49,631.81</b>	<b>68,709.77</b>	<b>61,452.43</b>	<b>78,295.42</b>	<b>86,697.27</b>	<b>净利润</b>	<b>4,057.78</b>	<b>4,456.26</b>	<b>5,117.97</b>	<b>5,690.65</b>	<b>6,248.62</b>
长期借款	959.54	6,622.99	5,000.00	5,000.00	5,000.33	少数股东损益	537.13	575.20	728.15	765.81	845.49
应付债券	1,999.26	2,997.31	2,331.72	2,442.76	2,590.59	<b>归属于母公司净利润</b>	<b>3,520.65</b>	<b>3,881.06</b>	<b>4,389.82</b>	<b>4,924.84</b>	<b>5,403.14</b>
其他	2,078.02	2,116.00	2,050.88	2,081.63	2,082.84	每股收益(元)	1.24	1.37	1.54	1.73	1.90
<b>非流动负债合计</b>	<b>5,036.82</b>	<b>11,736.30</b>	<b>9,382.59</b>	<b>9,524.39</b>	<b>9,673.76</b>						
<b>负债合计</b>	<b>54,668.63</b>	<b>80,446.06</b>	<b>70,835.02</b>	<b>87,819.81</b>	<b>96,371.03</b>						
少数股东权益	5,645.01	7,419.70	8,111.44	8,864.49	9,691.18	<b>主要财务比率</b>	<b>2017</b>	<b>2018</b>	<b>2019E</b>	<b>2020E</b>	<b>2021E</b>
股本	2,688.91	2,842.09	2,842.09	2,842.09	2,842.09	<b>成长能力</b>					
资本公积	13,507.30	15,845.03	15,845.03	15,845.03	15,845.03	营业收入	8.35%	21.58%	20.00%	20.00%	18.00%
留存收益	31,407.21	36,664.12	39,722.59	43,153.09	46,922.77	营业利润	24.27%	-0.38%	14.34%	12.93%	10.70%
其他	(13,572.57)	(16,337.67)	(15,845.03)	(15,845.03)	(15,845.03)	归属于母公司净利润	10.14%	10.24%	13.11%	12.19%	9.71%
<b>股东权益合计</b>	<b>39,675.85</b>	<b>46,433.27</b>	<b>50,676.12</b>	<b>54,859.67</b>	<b>59,456.04</b>	<b>获利能力</b>					
<b>负债和股东权益总</b>	<b>94,344.48</b>	<b>126,879.33</b>	<b>121,511.14</b>	<b>142,679.48</b>	<b>155,827.07</b>	毛利率	12.78%	14.18%	13.85%	13.80%	13.80%
						净利率	2.69%	2.44%	2.30%	2.15%	2.00%
						ROE	10.35%	9.95%	10.31%	10.71%	10.86%
						ROIC	13.43%	13.92%	10.43%	12.29%	12.73%
						<b>偿债能力</b>					
						资产负债率	57.95%	63.40%	58.30%	61.55%	61.84%
						净负债率	4.84%	27.92%	6.10%	4.13%	2.43%
						流动比率	1.38	1.36	1.45	1.42	1.44
						速动比率	1.04	0.99	1.05	0.97	1.04
						<b>营运能力</b>					
						应收账款周转率	4.26	4.16	4.29	4.80	4.80
						存货周转率	7.77	7.52	7.73	7.69	7.72
						总资产周转率	1.48	1.44	1.54	1.73	1.81
						<b>每股指标(元)</b>					
						每股收益	1.24	1.37	1.54	1.73	1.90
						每股经营现金流	0.93	1.10	3.76	0.77	0.84
						每股净资产	11.97	13.73	14.98	16.18	17.51
						<b>估值比率</b>					
						市盈率	15.38	13.95	12.33	10.99	10.02
						市净率	1.59	1.39	1.27	1.18	1.09
						EV/EBITDA	10.80	7.77	7.98	7.47	6.82
						EV/EBIT	12.42	9.03	8.94	8.33	7.54

资料来源:公司公告, 天风证券研究所

### 分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们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，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

### 一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

### 特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司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。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

### 投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

### 天风证券研究

北京	武汉	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号 邮编：100031 邮箱：research@tfzq.com	湖北武汉市武昌区中南路 99 号保利广场 A 座 37 楼 邮编：430071 电话：(8627)-87618889 传真：(8627)-87618863 邮箱：research@tfzq.com	上海市浦东新区兰花路 333 号 333 世纪大厦 20 楼 邮编：201204 电话：(8621)-68815388 传真：(8621)-68812910 邮箱：research@tfzq.com	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼 邮编：518000 电话：(86755)-23915663 传真：(86755)-82571995 邮箱：research@tfzq.com