工业保持快速增长，商业龙头效应凸显

——上海医药（601607）中报点评

上海医药(601607.SH)

谨慎推荐维持

核心观点：

1. 事件：

公司发布 2019 年中报，实现营收 925.75 亿元，同比增长 22.00%；实现归属上市公司股东净利润 22.86 亿元，同比增长 12.45%；实现扣非归母净利润 20.95 亿元，同比增长 10.66%，实现 EPS 0.80 元。还原研发费用并扣除非经常性损益后净利润同比增长 12.11%。公司上半年研发费用投入 5.64 亿元，同比增长 17.84%。

其中，第二季度公司实现营收 465.69 亿元，同比增长 17.92%；实现归属上市公司股东净利润 11.60 亿元，同比增长 14.48%；实现扣非归母净利润 10.55 亿元，同比增长 17.58%，实现 EPS 0.41 元。

2. 我们的分析与判断

（一）工业保持快速增长，重点品种势头强劲

在重点品种带动下，公司医药工业保持快速增长。2019 上半年公司医药工业实现销售收入 119.42 亿元，同比增长 24.05%；贡献利润 10.85 亿元，同比增长 19.82%。公司 60 个重点品种销售收入 67.73 亿元，同比增长 31.03%。在重点品种带动下，公司工业收入仍保持快速增长。报告期内，公司持续优化营销体系，建设专业化高素质营销队伍，聚焦优势资源打造拳头品种。其中，丹参酮 IIA 磺酸钠注射液上半年销售收入 7.9 亿元，同比增长 119.12%；硫酸羟氯喹片（纷乐）上半年实现销售收入 3.84 亿元，同比增长 19.99%，市场占有率进一步攀升至 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。

一致性评价稳步推进，过评品种表现优异。第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。2018 年已通过一致性评价的品种卡托普利片以其优异的药品质量、较低的市场价格和舌下含服的给药方式引发基层医生关注，公司抢抓机遇拓展市场，上半年实现销售收入 6,792 万元，同比增长 75.88%。

分析师

余宇

☎：010-83571335

✉：sheyu@chinastock.com.cn

执业证书编号：S0130519010003

特此鸣谢

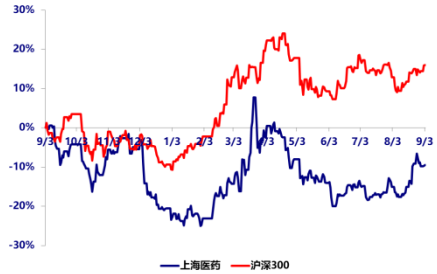
刘晖

✉：liuhui_yj@chinastock.com.cn

对本报告的编制提供信息。

市场数据	2019-09-03
A 股收盘价(元)	18.92
A 股一年内最高价(元)	23.11
A 股一年内最低价(元)	15.42
沪深 300	3853.61
市盈率	13.01
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)	363.82

相对沪深 300 表现图

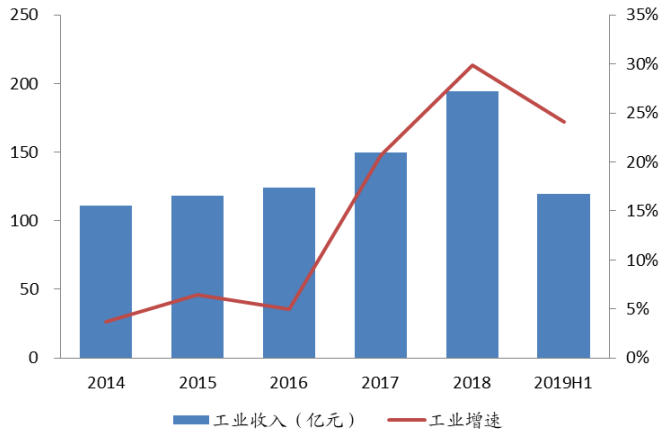


资料来源：中国银河证券研究院

相关研究

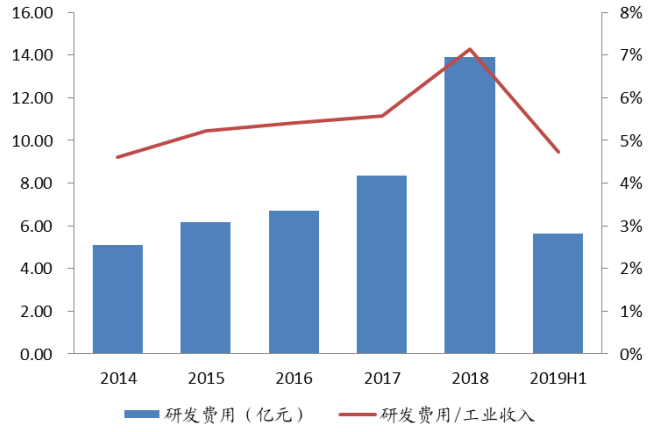
1. 2019-04-30 上海医药一季报点评：工业保持快速增长，商业盈利有望改善
2. 2019-04-10 上海医药年报跟踪：收入增速回暖，利润有望反弹
3. 2018-10-29 上海医药三季报跟踪：工业保持快速增长，商业板块触底回暖

图 1：公司近年来工业板块收入及增速



资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

图 2：公司近年来研发投入及占工业收入比例



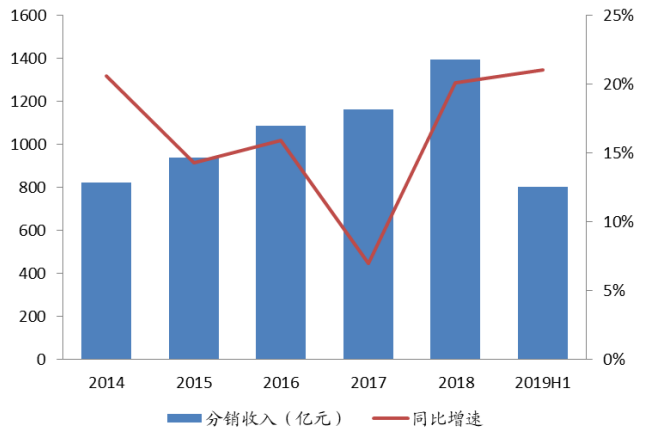
资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

和 BIOCAD 合作，深化大分子生物药布局。6 月 5 日，公司与俄罗斯最大的生物医药公司 BIOCAD 正式签署协议，拟出资 3006 万美元与 BIOCAD 合资新设 SPH-BIOCAD(HK)Limited，占合资公司 50.1%股权。在合资公司设立后，股东双方拟分别注入大分子生物创新药、生物类似药等，依托公司的销售及分销渠道推动产品在中国区的商业化。

（二）商业龙头效应凸显，进口业务表现优异

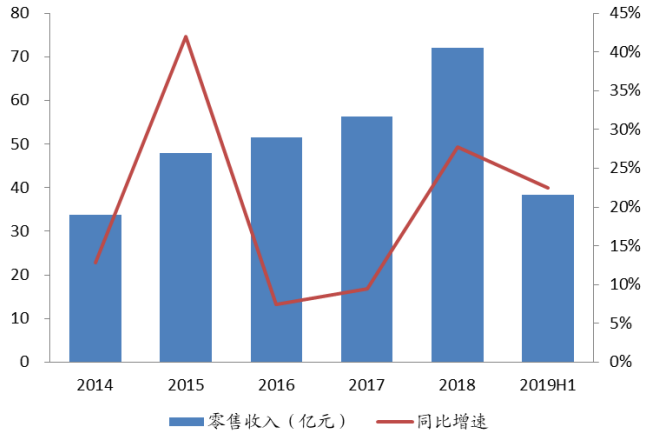
商业增速高于全行业，公司分销龙头优势凸显。公司医药分销业务实现销售收入 801.94 亿元，同比增长 21.04%，毛利率 6.49%；医药零售业务实现销售收入 38.37 亿元，同比增长 22.43%，毛利率 14.49%；医药商业主营业务贡献利润 10.28 亿元，同比增长 12.76%。公司分销增速超 20%，高于全行业 8%左右的增速，医药流通行业龙头集中度提升效应明显。

图 3：公司近年来分销收入及增速



资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

图 4：公司近年来零售收入及增速



资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

受益于国家引进境外创新药政策，公司作为进口医药龙头优势明显。随着中国药政进一步深化改革，陆续出台了多项鼓励医药创新、加速引进境外创新药的政策，公司主动加强与境外大型药企的合作，努力扩大差异化竞争优势，巩固领先的市场份额。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；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，随着学术推广进一步加深，将持续助推公司进口药板块分销销售收入增长。

（三）公司估值合理，未来盈利有望改善

截至 9 月 3 日，公司市盈率（TTM）为 13.01，申万三级行业医药商业市盈率（TTM）中位数为 19.64，公司市盈率低于行业中位数。考虑到公司目前工业板块占比不断增加，我们认为公司当前估值偏低，具有投资价值。

3. 投资建议

我们看好公司商业龙头优势和工业增长的潜力。一方面，我们看好公司工业板块增长潜力。公司工业板块重点品种增长强劲，且后续品种一致性评价稳步推进，公司工业板块有望延续快速增长趋势。另一方面，我们看好公司分销龙头的优势。在医药流通行业集中度不断提升的趋势下，公司市占率有望进一步提升，并且公司在进口医药等方面且具有领先优势。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 13/12/11 倍。维持“谨慎推荐”评级。

4. 风险提示

研发失败的风险，药品招标降价的风险，商誉减值的风险等。

附表 1. 主要财务指标

指标	2016A	2017A	2018A	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	16.82	16.04	14.82	13.13	11.88	11.00
P/B	1.70	1.58	1.38	1.28	1.19	1.11
EV/EBITDA	11.50	11.16	12.33	8.76	9.41	8.15

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	2018A	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**	**2018A**	**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**	**2018A**	**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。除银河证券官方网站外，银河证券并未授权任何公众媒体及其他机构刊载或者转发公司发布的证券研究报告。特提醒公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告。

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