

上海医药 (601607)

证券研究报告

2019年10月31日

三季度表现亮眼，工商业齐发展

Q3 扣非业绩超预期，现金流充沛

公司发布三季度报：前三季度营收 1406.17 亿元，同比增长 19.57%，实现归母净利润 33.99 亿元，同比增长 0.8%，扣非后归母净利润 30.70 亿元，同比增长 19.62%，整体来看公司业绩保持高增长。其中第三季度营收 480.42 亿元，同比增长 15.14%，实现归母净利润 11.13 亿元，同比下降 16.88%，扣非后归母净利润 9.75 亿元，同比增长 44.82%。公司运营状况良好，前三季度经营活动产生的现金流量净额为 29.32 亿元，同比增长 69.19%。报告期内，公司再次发布股票期权激励计划，拟向 211 名高管、中层管理人员及核心骨干授予共计 2,842 万份股票期权。2019 年 9 月 17 日，公司与俄罗斯最大的生物医药企业 BIOCAD 签署合资协议，引进包括阿达木单抗生物类似药、曲妥珠单抗生物类似药、贝伐珠单抗生物类似药、PD-1 产品等在内的 6 个重磅生物药在大中华区的永久、独家的研发、生产、销售及其他商业化权利。

医药工业医药商业齐发力，主营产品销售大幅增长

报告期内，医药工业和医药商业作为公司主营业务实现稳定增长。前三季度，医药工业方面实现收入 176.82 亿元，同比增长 24.05%，毛利率 57.54%，同比下降 0.10pp。60 个重点品种收入 101.54 亿元，同比增长 31.19%，重点品种平均毛利率 71.71%。丹参酮 IIA 磷酸钠注射液产品实现销售收入 11.4 亿元，同比增长 76.39%。卡托普利片实现销售收入 0.92 亿元，同比增长 88.45%。注射用乌司他丁实现销售收入 6.73 亿，同比增长 32.91%；硫酸羟氯喹片实现销售收入 5.87 亿，同比增长 20.56%；红源达实现销售收入 3.66 亿，同比增长 31.75%；注射用尤瑞克林实现销售收入 2.75 亿，同比增长 20.85%。

医药商业方面，公司医药商业实现收入 1229.35 亿元，同比增长 18.95%。其中，医药分销业务实现销售收入 1221.88 亿元，同比增长 18.56%，毛利率 6.40%，同比减少 0.27 个百分点；医药零售业务实现销售收入 59.08 亿元，同比增长 15.94%，毛利率 14.10%，同比减少 1.02 个百分点。大品种中，辉瑞的沛儿疫苗市场放量迅速，带动分销收入快速提升；报告期内，公司实现疫苗业务分销收入 21.22 亿，同比增长 92.33%。

盈利能力稳定，多项产品研发取得巨大进展

截止 2019 三季度，公司销售毛利率与销售净利率分别为 13.99%、2.88%，同比分别下降 0.14pp、0.49pp，整体保持稳定。销售费用率、管理费用率与财务费用率分别为 6.73%、2.57% (+0.07pp)、0.8% (-0.11pp)。研发方面公司 1-9 月研发费用投入 8.6 亿，同比增长 13.74%，多项产品取得巨大进展，截至 9 月底，公司已完成了逾 40 个品种的 BE 试验及申报工作，其中 6 个品种已通过一致性评价。在注射剂一致性评价工作中，两个品种注射用头孢曲松钠及注射用兰索拉唑共计 6 个品种均已完成 BE 试验并申报至 CDE

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，预计 2019-2021 年净利润为 43.90/49.25/54.03 亿元，维持“买入”评级。

风险提示：药品减价风险，一致性评价推进不及预期，研发风险，市场推广不及预期，应收账款计提坏账准备风险等

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)	15.48	14.05	12.42	11.07	10.09
市净率(P/B)	1.60	1.40	1.28	1.19	1.10
市销率(P/S)	0.42	0.34	0.29	0.24	0.20
EV/EBITDA	10.80	7.77	8.03	7.52	6.86

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	19.18 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)	36,883.46
流通 A 股市值(百万元)	36,881.89
每股净资产(元)	14.40
资产负债率(%)	64.04
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-半年报点评:工商业板块表现靓丽，上半年稳步增长》2019-08-30
- 《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

财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
货币资金	14,842.08	18,694.67	15,272.10	18,326.52	21,625.30
应收票据及应收账款	32,485.36	43,972.04	45,027.25	50,356.78	62,196.37
预付账款	1,391.09	2,049.45	1,892.29	2,808.95	2,859.20
存货	17,269.96	25,024.01	24,353.73	35,229.51	34,799.71
其他	2,653.77	3,325.91	2,518.79	4,364.77	3,578.73
流动资产合计	68,642.25	93,066.08	89,064.16	111,086.53	125,059.31
长期股权投资	4,694.17	4,366.60	4,366.60	4,366.60	4,366.60
固定资产	7,154.19	8,596.17	8,868.65	8,886.29	8,738.02
在建工程	1,537.45	1,598.40	995.04	645.02	417.01
无形资产	2,702.44	4,283.17	3,836.20	3,389.23	2,942.27
其他	9,613.99	14,757.12	14,309.88	14,211.67	14,178.34
非流动资产合计	25,702.22	33,601.45	32,376.37	31,498.81	30,642.24
资产总计	94,344.48	126,879.33	121,511.14	142,679.48	155,827.07
短期借款	13,745.93	19,340.30	10,105.56	11,921.33	13,861.84
应付票据及应付账款	27,295.19	35,147.97	41,467.19	50,033.73	57,665.63
其他	8,590.69	14,221.50	9,879.68	16,340.36	15,169.80
流动负债合计	49,631.81	68,709.77	61,452.43	78,295.42	86,697.27
长期借款	959.54	6,622.99	5,000.00	5,000.00	5,000.33
应付债券	1,999.26	2,997.31	2,331.72	2,442.76	2,590.59
其他	2,078.02	2,116.00	2,050.88	2,081.63	2,082.84
非流动负债合计	5,036.82	11,736.30	9,382.59	9,524.39	9,673.76
负债合计	54,668.63	80,446.06	70,835.02	87,819.81	96,371.03
少数股东权益	5,645.01	7,419.70	8,111.44	8,864.49	9,691.18
股本	2,688.91	2,842.09	2,842.09	2,842.09	2,842.09
资本公积	13,507.30	15,845.03	15,845.03	15,845.03	15,845.03
留存收益	31,407.21	36,664.12	39,722.59	43,153.09	46,922.77
其他	(13,572.57)	(16,337.67)	(15,845.03)	(15,845.03)	(15,845.03)
股东权益合计	39,675.85	46,433.27	50,676.12	54,859.67	59,456.04
负债和股东权益总	94,344.48	126,879.33	121,511.14	142,679.48	155,827.07

现金流量表(百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
净利润	4,057.78	4,456.26	4,389.82	4,924.84	5,403.14
折旧摊销	934.37	1,302.21	837.84	859.34	873.24
财务费用	875.74	1,290.43	1,016.35	750.73	824.59
投资损失	(892.51)	(1,263.09)	(1,000.00)	(1,000.00)	(1,000.00)
营运资金变动	(1,751.36)	(2,145.35)	4,712.75	(4,114.67)	(4,567.50)
其它	(575.21)	(505.35)	730.81	765.06	845.10
经营活动现金流	2,648.81	3,135.11	10,687.57	2,185.30	2,378.58
资本支出	4,012.13	8,626.16	125.12	49.25	48.80
长期投资	466.96	(327.56)	0.00	0.00	0.00
其他	(6,834.13)	(15,991.33)	952.94	848.88	869.76
投资活动现金流	(2,355.04)	(7,692.74)	1,078.07	898.13	918.56
债权融资	16,762.30	31,658.97	18,362.23	20,591.06	23,069.54
股权融资	(738.46)	908.67	(448.14)	(675.16)	(749.02)
其他	(13,709.16)	(25,041.32)	(33,102.30)	(19,944.90)	(22,318.88)
筹资活动现金流	2,314.68	7,526.32	(15,188.21)	(29.01)	1.64
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
现金净增加额	2,608.45	2,968.69	(3,422.57)	3,054.42	3,298.77

资料来源：公司公告，天风证券研究所

利润表(百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入	130,847.18	159,084.40	190,901.28	229,081.53	270,316.21
营业成本	114,122.68	136,521.47	164,461.45	197,468.28	233,012.57
营业税金及附加	392.36	509.03	610.88	733.06	865.01
营业费用	7,411.26	11,058.10	13,515.81	16,555.72	19,787.15
管理费用	4,123.86	4,075.11	4,907.69	6,029.18	7,225.55
研发费用	790.35	1,060.77	1,336.31	1,718.11	2,055.78
财务费用	676.66	1,230.46	1,016.35	750.73	824.59
资产减值损失	81.19	995.52	100.00	100.00	100.00
公允价值变动收益	(4.90)	15.89	2.67	(0.75)	(0.39)
投资净收益	892.51	1,263.09	1,000.00	1,000.00	1,000.00
其他	(2,866.95)	(2,853.36)	(2,005.34)	(1,998.49)	(1,999.23)
营业利润	5,228.16	5,208.33	5,955.45	6,725.69	7,445.17
营业外收入	165.86	258.86	353.92	259.55	200.00
营业外支出	189.21	123.81	172.73	161.91	152.82
利润总额	5,204.81	5,343.38	6,136.65	6,823.32	7,492.35
所得税	1,147.03	887.12	1,018.68	1,132.67	1,243.73
净利润	4,057.78	4,456.26	5,117.97	5,690.65	6,248.62
少数股东损益	537.13	575.20	728.15	765.81	845.49
归属于母公司净利润	3,520.65	3,881.06	4,389.82	4,924.84	5,403.14
每股收益(元)	1.24	1.37	1.54	1.73	1.90

主要财务比率	2017	2018	2019E	2020E	2021E
成长能力					
营业收入	8.35%	21.58%	20.00%	20.00%	18.00%
营业利润	24.27%	-0.38%	14.34%	12.93%	10.70%
归属于母公司净利润	10.14%	10.24%	13.11%	12.19%	9.71%
获利能力					
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%
偿债能力					
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
营运能力					
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
每股指标(元)					
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
估值比率					
市盈率	15.48	14.05	12.42	11.07	10.09
市净率	1.60	1.40	1.28	1.19	1.10
EV/EBITDA	10.80	7.77	8.03	7.52	6.86
EV/EBIT	12.42	9.03	8.99	8.38	7.58

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