

# 上海医药 (601607)

证券研究报告

2020年03月30日

## 工商业齐发，加速全产业链布局

### 2019 年收入稳步增长，扣非净利润略超预期

公司发布 2019 年年报，2019 年公司实现营收 1865.66 亿元 (yoy+17.27%)，实现归母净利润 40.81 亿元 (yoy+5.15%)，扣非归母净利润 34.6 亿元 (yoy+30.49%)，扣非归母净利润实现快速增长，略超市场预期。分季度来看，公司 2019 年 Q4 实现收入 459.49 亿元 (yoy+10.77%)，归母净利润 6.82 亿元 (yoy+33.95%)。2019 年公司经营活动产生的现金流净额为 60.22 亿元，同比增长 92.09%，现金流情况逐步好转。报告期内，公司销售毛利率为 14.37%，同比增长 0.19pp，销售净利率 2.59%，同比下滑 0.21pp。

### 医药商业持续向上，多项业务稳步发展

2019 年公司商业板块实现收入 1623.90 亿元，同比增长 16.45%，毛利率 6.87%，较上年同期提升 0.02pp。医药商业领域公司借助自己优势不断持续发展：①网络布局逐步拓宽，提升区域市场份额，报告期内公司完成了对四川国嘉控股的收购，西南地区的影响力进一步提升，同时完成了在江苏、黑龙江、吉林等省的省平台建设及网络延伸布局进一步巩固了全国商业化布局优势。②进口代理龙头地位稳固，提升服务能级。公司利用其在进口代理方面的优势，增加代理业务，报告期内，公司已经获得包括达可替尼片，贝利尤单抗等 17 个进口新药重磅品种的国内独家代理权。同时公司疫苗进口业务保持稳定增长，2019 年疫苗配送业务收入 31.4 亿元，同比增长 103.9%。③推进产业布局，从产品提供商向服务商转型升级。2019 年公司继续夯实专业药房的患者服务水平，通过线上线下相结合的方式，为患者提供全生命周期的健康管理。公司已累计为全国 248 家医院提供 SPD 业务。2019 年公司医药商业主营业务贡献利润 22.25 亿元，同比增长 26.75%，实现经营性现金流净流入 30.65 亿元，整体呈现稳步向上趋势。

### 工业板块表现亮眼，加速向创新企业转变

2019 年公司医药工业实现销售收入 234.9 亿元，同比增长 20.7%，增速连续 11 个季度超过 20%；毛利率 57.52%，同比下滑 0.11 个 pp。报告期内公司工业板块多个项目表现亮眼：①营销体系逐步完善，并发挥重要作用，2019 年销售过亿产品从 2018 年的 31 个增长至 35 个，其中过 5 亿品种增至 9 个；②集团层面设立技术中心，推进现有产品的二次研发，工业革新等，在提升生产安全系数的同时，将原材料成本进一步压缩；③创新研发表现可圈可点。2019 年公司研发投入 15.09 亿元 (含在建工程，固定资产等资本化投入)，研发费用化投入 13.5 亿元，同比增长 27.22%，占工业销售收入 5.74%，研发费用化投入中，34.13%投向创新药研发 23.96%投向仿制药研发，24.79%投向现有产品的二次开发，17.12%投向仿制药质量和疗效一致性评价。在创新药领域公司创新药管线取得较多阶段性进展，同时加速新产品引进等，工业领域发展可圈可点。2019 年公司医药工业主营业务贡献利润 20.75 亿元，同比增长 24.5%，实现经营性现金流净流入 34.56 亿元。

### 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 2020-2022 年净利润为 49.25/54.03/61.53 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	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	159,084.40	186,565.80	223,878.96	268,654.75	317,012.60
增长率(%)	21.58	17.27	20.00	20.00	18.00
EBITDA(百万元)	8,373.62	11,961.39	8,902.43	9,253.56	10,463.71
净利润(百万元)	3,881.06	4,080.99	4,924.84	5,403.14	6,153.12
增长率(%)	10.24	5.15	20.68	9.71	13.88
EPS(元/股)	1.37	1.44	1.73	1.90	2.16
市盈率(P/E)	13.76	13.09	10.84	9.88	8.68
市净率(P/B)	1.37	1.28	1.16	1.05	0.95
市销率(P/S)	0.34	0.29	0.24	0.20	0.17
EV/EBITDA	7.77	5.62	7.94	6.24	6.74

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	18.79 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)	36,133.48
流通 A 股市值(百万元)	36,131.95
每股净资产(元)	14.66
资产负债率(%)	63.96
一年内最高/最低(元)	22.74/16.93

### 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-季报点评:季报表现亮眼，工商业齐发展》 2019-10-31
- 《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



## 财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
货币资金	18,694.67	18,152.82	17,910.32	21,492.38	25,361.01
应收票据及应收账款	43,972.04	47,613.92	59,884.75	55,190.01	80,598.21
预付账款	2,049.45	1,937.46	2,717.96	3,017.19	3,710.55
存货	25,024.01	24,877.36	34,098.74	37,532.50	46,219.37
其他	3,325.91	5,486.77	4,624.82	5,549.66	6,272.40
<b>流动资产合计</b>	<b>93,066.08</b>	<b>98,068.32</b>	<b>119,236.59</b>	<b>122,781.74</b>	<b>162,161.53</b>
长期股权投资	4,366.60	4,853.78	4,853.78	4,853.78	4,853.78
固定资产	8,596.17	9,445.68	9,665.63	9,621.88	9,406.91
在建工程	1,598.40	1,649.90	1,025.94	663.56	428.14
无形资产	4,283.17	4,141.97	3,722.09	3,302.22	2,882.34
其他	14,757.12	18,843.50	15,463.51	15,939.89	16,487.59
<b>非流动资产合计</b>	<b>33,601.45</b>	<b>38,934.81</b>	<b>34,730.94</b>	<b>34,381.33</b>	<b>34,058.76</b>
<b>资产总计</b>	<b>126,879.33</b>	<b>137,026.40</b>	<b>154,045.89</b>	<b>157,267.54</b>	<b>196,288.98</b>
短期借款	19,340.30	23,138.69	22,468.91	12,120.07	25,706.25
应付票据及应付账款	35,147.97	36,872.46	51,532.43	53,958.27	70,351.16
其他	14,221.50	14,596.50	15,070.95	20,416.73	19,954.47
<b>流动负债合计</b>	<b>68,709.77</b>	<b>74,607.64</b>	<b>89,072.30</b>	<b>86,495.07</b>	<b>116,011.88</b>
长期借款	6,622.99	6,135.99	5,000.00	5,000.00	7,863.53
应付债券	2,997.31	2,998.23	2,664.93	2,886.82	2,849.99
其他	2,116.00	3,898.60	2,697.54	2,904.05	3,166.73
<b>非流动负债合计</b>	<b>11,736.30</b>	<b>13,032.83</b>	<b>10,362.47</b>	<b>10,790.87</b>	<b>13,880.26</b>
<b>负债合计</b>	<b>80,446.06</b>	<b>87,640.47</b>	<b>99,434.77</b>	<b>97,285.94</b>	<b>129,892.14</b>
少数股东权益	7,419.70	7,726.87	8,481.45	9,353.96	10,374.67
股本	2,842.09	2,842.09	2,842.09	2,842.09	2,842.09
资本公积	15,845.03	15,720.60	15,720.60	15,720.60	15,720.60
留存收益	36,664.12	39,359.19	43,287.58	47,785.56	53,180.08
其他	(16,337.67)	(16,262.83)	(15,720.60)	(15,720.60)	(15,720.60)
<b>股东权益合计</b>	<b>46,433.27</b>	<b>49,385.93</b>	<b>54,611.12</b>	<b>59,981.61</b>	<b>66,396.85</b>
<b>负债和股东权益总</b>	<b>126,879.33</b>	<b>137,026.40</b>	<b>154,045.89</b>	<b>157,267.54</b>	<b>196,288.98</b>

现金流量表(百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
净利润	4,456.26	4,830.74	4,924.84	5,403.14	6,153.12
折旧摊销	1,302.21	1,465.10	883.88	906.00	920.27
财务费用	1,290.43	1,285.89	1,214.48	884.06	991.94
投资损失	(1,263.09)	(653.78)	(1,000.00)	(762.00)	(1,000.00)
营运资金变动	(2,145.35)	(6,941.96)	(4,224.26)	7,119.95	(19,544.13)
其它	(505.35)	6,036.39	795.32	886.61	1,044.02
<b>经营活动现金流</b>	<b>3,135.11</b>	<b>6,022.39</b>	<b>2,594.27</b>	<b>14,437.77</b>	<b>(11,434.77)</b>
资本支出	8,626.16	239.26	1,261.06	(126.51)	(212.68)
长期投资	(327.56)	487.17	0.00	0.00	0.00
其他	(15,991.33)	(5,310.71)	(376.59)	782.68	1,198.41
<b>投资活动现金流</b>	<b>(7,692.74)</b>	<b>(4,584.28)</b>	<b>884.48</b>	<b>656.17</b>	<b>985.73</b>
债权融资	31,658.97	33,461.51	31,448.69	21,740.83	37,832.24
股权融资	898.30	(1,367.59)	(607.04)	(818.86)	(926.74)
其他	(25,030.95)	(34,419.72)	(34,562.89)	(32,433.85)	(22,587.83)
<b>筹资活动现金流</b>	<b>7,526.32</b>	<b>(2,325.80)</b>	<b>(3,721.24)</b>	<b>(11,511.87)</b>	<b>14,317.67</b>
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
<b>现金净增加额</b>	<b>2,968.69</b>	<b>(887.69)</b>	<b>(242.50)</b>	<b>3,582.06</b>	<b>3,868.63</b>

资料来源：公司公告，天风证券研究所

利润表(百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
<b>营业收入</b>	<b>159,084.40</b>	<b>186,565.80</b>	<b>223,878.96</b>	<b>268,654.75</b>	<b>317,012.60</b>
营业成本	136,521.47	159,751.67	192,871.72	231,580.39	273,264.86
营业税金及附加	509.03	544.76	716.41	859.70	1,014.44
营业费用	11,058.10	12,855.72	15,850.63	19,415.68	23,205.32
管理费用	4,075.11	4,651.57	5,755.48	7,070.71	8,473.75
研发费用	1,060.80	1,349.50	1,567.18	2,042.03	2,410.91
财务费用	1,230.46	1,258.77	1,214.48	884.06	991.94
资产减值损失	995.52	(1,093.12)	100.00	100.00	100.00
公允价值变动收益	15.89	122.16	1.03	(0.68)	0.11
投资净收益	1,263.09	653.78	1,000.00	762.00	1,000.00
其他	(2,853.39)	257.03	(2,002.05)	(1,522.63)	(2,000.23)
<b>营业利润</b>	<b>5,208.33</b>	<b>6,213.95</b>	<b>6,804.08</b>	<b>7,463.50</b>	<b>8,551.49</b>
营业外收入	258.86	152.85	192.52	201.41	200.00
营业外支出	123.81	104.33	139.12	122.42	121.96
<b>利润总额</b>	<b>5,343.38</b>	<b>6,262.47</b>	<b>6,857.48</b>	<b>7,542.49</b>	<b>8,629.54</b>
所得税	887.12	1,431.72	1,138.34	1,252.05	1,432.50
<b>净利润</b>	<b>4,456.26</b>	<b>4,830.74</b>	<b>5,719.14</b>	<b>6,290.44</b>	<b>7,197.03</b>
少数股东损益	575.20	749.75	794.30	887.30	1,043.91
<b>归属于母公司净利润</b>	<b>3,881.06</b>	<b>4,080.99</b>	<b>4,924.84</b>	<b>5,403.14</b>	<b>6,153.12</b>
每股收益(元)	1.37	1.44	1.73	1.90	2.16

主要财务比率	2018	2019	2020E	2021E	2022E
<b>成长能力</b>					
营业收入	21.58%	17.27%	20.00%	20.00%	18.00%
营业利润	-0.38%	19.31%	9.50%	9.69%	14.58%
归属于母公司净利润	10.24%	5.15%	20.68%	9.71%	13.88%
<b>获利能力</b>					
毛利率	14.18%	14.37%	13.85%	13.80%	13.80%
净利率	2.44%	2.19%	2.20%	2.01%	1.94%
ROE	9.95%	9.80%	10.68%	10.67%	10.98%
ROIC	13.92%	10.34%	11.81%	10.98%	14.48%
<b>偿债能力</b>					
资产负债率	63.40%	63.96%	64.55%	61.86%	66.17%
净负债率	27.92%	31.00%	24.79%	0.41%	18.78%
流动比率	1.36	1.31	1.34	1.42	1.40
速动比率	0.99	0.98	0.96	0.99	1.00
<b>营运能力</b>					
应收账款周转率	4.16	4.07	4.17	4.67	4.67
存货周转率	7.52	7.48	7.59	7.50	7.57
总资产周转率	1.44	1.41	1.54	1.73	1.79
<b>每股指标(元)</b>					
每股收益	1.37	1.44	1.73	1.90	2.16
每股经营现金流	1.10	2.12	0.91	5.08	-4.02
每股净资产	13.73	14.66	16.23	17.81	19.71
<b>估值比率</b>					
市盈率	13.76	13.09	10.84	9.88	8.68
市净率	1.37	1.28	1.16	1.05	0.95
EV/EBITDA	7.77	5.62	7.94	6.24	6.74
EV/EBIT	9.03	6.32	8.81	6.92	7.39

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