

工业和商业板块表现靓丽, 激励奠定业绩稳定增长

投资要点

- 业绩总结:**2019年公司主营业务实现营业收入人民币1865.7亿元,同比增长17.3%。其中医药工业234.9亿元,同比增长20.7%。医药商业1630.8亿元,同比增长16.8%。利润方面,19年公司归母净利润40.8亿元,扣非后归母净利润34.6亿元,同比增长30.5%。归母净利润中,医药工业贡献了20.8亿元,同比增长24.5%。商业贡献了22.3亿元,同比增长26.8%。报告期内,经营性现金流净流入60.2亿元,同比大幅增长92.1%。其中医药工业净流入34.6亿元,同比增长40.1%。医药商业净流入30.7亿元,同比增长211.9%。公司过亿产品数从2018年的31个增长至35个,其中过5亿品种增至9个,主要分布在心血管、全身性抗感染、免疫调节、血液和造血器官等领域。
- 工业内生增速提速,研发力度加大。**2019年公司主要产品销售量稳步增加,较去年新增4个品种、5个品规获批,新增24个品种、29个品规申报,夯实了国内市场。公司同时加快国际化步伐,多个原料药在海外获批,新增2个药物取得美国ANDA批件,海外销售收入快速增长。2019年继续增大研发投入,费用化投入同比增长27.2%,其中有15个产品、16个适应症的创新药项目处于临床研究及临床试验申请阶段,并新引进8项产品,国外美国圣地亚哥研发中心正式开幕,国内公司相继与七家一流高校及医院、科研院所等机构达成新协议,分别在原料药、中药、新品、新产品、新工艺开发、细胞治疗、创新转化等多个领域开展产学研深度合作。
- 进口药代理业务龙头地位强化,疫苗进口分销持续增长。**2019年公司在提高既有客户粘性的同时,吸引新入客户,获得包括达可替尼片、头孢他啶、贝利尤单抗、等在内的17个进口新药的国内独家代理权和5个过往年度批准的进口药的全国总代理权,强化了进口药代理业务的龙头地位,扩大了进口代理差异化竞争优势。公司疫苗进口分销继续保持增长态势,2019年疫苗配送业务收入31.4亿元,同比增长103.9%,与葛兰素史克达成了进口合作,进一步巩固了公司国内第一的进口疫苗服务商战略地位。
- 市场化激励机制改革,首次股票期权激励计划正式落地。**2019年公司的市场化激励机制改革实现了从0到1的跨越,公司首次将直属企业绩效考核从预算完成情况为主转变为以市场对标为主,绩效考核与薪酬激励体系的市场化程度实现了跨越式提高。2019年底公司首次股票期权激励计划正式落地,股票期权激励计划的激励对象包括9名高管和201名公司中层管理人员及核心骨干,拟共计授出2,834.1万份股票期权,占公司总股本的1%,行权价格为人民币18.41元/股,这也是公司自被列为国企改革双百行动试点企业后的首项重要举措。
- 盈利预测与评级:**预计未来随着中国及全球生物药产业快速发展,公司作为行业龙头,订单及产能将继续增加,维持业绩的高增速。预计2020-2022年EPS分别为1.61、1.79、1.97元,对应PE为12、10、10倍,维持“买入”评级。
- 风险提示:**订单增速或不及预期的风险,研发失败的风险,激励机制改革成效不及预期的风险。

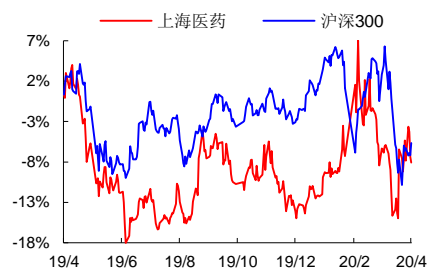
指标/年度	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	186565.80	209177.85	231784.48	256361.47
增长率	17.27%	12.12%	10.81%	10.60%
归属母公司净利润(百万元)	4080.99	4582.19	5077.47	5607.67
增长率	5.15%	12.28%	10.81%	10.44%
每股收益EPS(元)	1.44	1.61	1.79	1.97
净资产收益率ROE	9.78%	8.79%	8.91%	9.09%
PE	13.05	11.62	10.49	9.50
PB	1.28	1.16	1.06	0.97

数据来源: Wind, 西南证券

西南证券研究发展中心

分析师: 杜向阳
执业证号: S1250520030002
电话: 021-68416017
邮箱: duxy@swsc.com.cn

相对指数表现



数据来源: 聚源数据

基础数据

总股本(亿股)	28.42
流通A股(亿股)	19.23
52周内股价区间(元)	17.12-21.8
总市值(亿元)	532.61
总资产(亿元)	1,370.26
每股净资产(元)	14.66

相关研究

1. 上海医药(601607): 国企改革方案落地, 股票期权激励激发新活力 (2019-04-14)

关键假设：

- 1) 商业：全球方面，进口药代理业务龙头地位持续强化，疫苗进口分销持续增长，中国方面，商业版图扩张。假设价格保持稳定，考虑到规模扩大，预计 2020-2022 年产品销量增速约为 11.4%、10.4%、10.0%。
- 2) 工业：主要产品销售量稳步增加，创新药研发投入维持高热度。假设价格保持稳定，预计 2020-2022 产品销量增速约为 14.7%、13.7%、12.7%。
- 3) 毛利率：公司新工艺开发，产品数量增多。基于此，假设公司未来提高产能利用率及管理效率，毛利率有所提升。假设 2020-2022 公司整体毛利率约为 14.6%、14.7%、14.8%。

基于以上假设，我们预测公司 2020-2022 年分业务收入成本如下：

表 1：分业务收入及毛利率

单位：百万元		2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
商业收入	收入	146646.64	170726.02	190222.93	210044.16	231090.58
	增速	20.41%	16.42%	11.42%	10.42%	10.02%
	毛利率	7.41%	7.39%	7.59%	7.59%	7.59%
工业收入	收入	19461.71	23490.28	26943.36	30634.60	34525.19
	增速	29.86%	20.70%	14.70%	13.70%	12.70%
	毛利率	58.87%	58.55%	58.65%	58.65%	58.65%
其他收入	收入	538.25	602.32	649.92	112.00	120.85
	增速	7.42%	11.90%	7.90%	7.90%	7.90%
	毛利率	46.5%	68.1%	46.0%	46.0%	46.0%
其他主营业务收入	收入	284.86	303.16	356.08	445.09	556.37
	增速	269.47%	6.42%	25.00%	25.00%	25.00%
	毛利率	22.60%	31.10%	20.00%	20.00%	20.00%
内部抵消	收入	-7847.1	-8559.6	-8994.4	-9451.4	-9931.5
	增速	20.58%	9.08%	5.08%	5.08%	5.08%
合计	收入	159084.40	186565.80	209177.85	231784.48	256361.47
	增速	21.58%	17.27%	12.12%	10.81%	10.60%
	毛利率	14.18%	14.37%	14.63%	14.69%	14.81%

数据来源：Wind，西南证券

附表：财务预测与估值

利润表 (百万元)					现金流量表 (百万元)				
	2019A	2020E	2021E	2022E		2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	186565.80	209177.85	231784.48	256361.47	净利润	4830.74	4732.19	5177.47	5707.67
营业成本	159751.67	178567.47	197734.39	218405.81	折旧与摊销	1465.10	877.86	922.86	967.86
营业税金及附加	544.76	631.70	699.97	774.19	财务费用	1258.77	1736.05	1966.29	2077.41
销售费用	12855.72	15668.92	17478.21	19536.58	资产减值损失	-1093.12	500.00	500.00	500.00
管理费用	4651.57	6679.60	7459.43	8455.47	经营营运资本变动	-2371.10	-10609.02	-4936.09	-5311.61
财务费用	1258.77	1736.05	1966.29	2077.41	其他	1931.99	-415.30	-1262.84	-133.84
资产减值损失	-1093.12	500.00	500.00	500.00	经营活动现金流净额	6022.39	-3178.22	2367.68	3807.48
投资收益	653.78	300.00	300.00	300.00	资本支出	-2170.32	-1000.00	-1000.00	-1000.00
公允价值变动损益	122.16	65.56	76.15	80.29	其他	-2413.96	-111.18	-123.85	-119.71
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	-4584.28	-1111.18	-1123.85	-1119.71
营业利润	6213.95	5759.67	6322.33	6992.30	短期借款	3798.39	9452.98	3599.56	2562.83
其他非经营损益	48.52	220.00	220.00	220.00	长期借款	-487.00	0.00	0.00	0.00
利润总额	6262.47	5979.67	6542.33	7212.30	股权融资	-124.43	0.00	0.00	0.00
所得税	1431.72	1247.48	1364.86	1504.63	支付股利	-1250.52	-816.20	-916.44	-1015.49
净利润	4830.74	4732.19	5177.47	5707.67	其他	-4262.24	-1582.42	-1666.29	-1777.41
少数股东损益	749.75	150.00	100.00	100.00	筹资活动现金流净额	-2325.80	7054.36	1016.83	-230.07
归属母公司股东净利润	4080.99	4582.19	5077.47	5607.67	现金流量净额	-889.30	2764.97	2260.66	2457.70
资产负债表 (百万元)					财务分析指标				
	2019A	2020E	2021E	2022E		2019E	2020E	2021E	2022E
货币资金	18152.82	20917.78	23178.45	25636.15	成长能力				
应收和预付款项	49551.38	56168.13	62347.08	68782.94	销售收入增长率	17.27%	12.12%	10.81%	10.60%
存货	24877.36	28076.83	31822.95	34790.83	营业利润增长率	19.31%	-7.31%	9.77%	10.60%
其他流动资产	5510.03	1226.28	1358.81	1502.89	净利润增长率	8.40%	-2.04%	9.41%	10.24%
长期股权投资	4853.78	4853.78	4853.78	4853.78	EBITDA 增长率	15.46%	-6.31%	10.01%	8.97%
投资性房地产	292.32	292.32	292.32	292.32	获利能力				
固定资产和在建工程	11095.57	11642.43	12144.28	12601.14	毛利率	14.37%	14.63%	14.69%	14.81%
无形资产和开发支出	14931.88	14546.64	14161.40	13776.17	三费率	10.06%	11.51%	11.61%	11.73%
其他非流动资产	7761.26	8221.78	8682.30	9142.82	净利率	2.59%	2.26%	2.23%	2.23%
资产总计	137026.40	145945.98	158841.37	171379.03	ROE	9.78%	8.79%	8.91%	9.09%
短期借款	23138.69	32591.67	36191.23	38754.06	ROA	3.53%	3.24%	3.26%	3.33%
应付和预收款项	39178.74	45677.33	50412.13	55394.80	ROIC	8.32%	7.71%	7.56%	7.64%
长期借款	6135.99	6135.99	6135.99	6135.99	EBITDA/销售收入	4.79%	4.00%	3.97%	3.92%
其他负债	19187.05	7696.83	7996.83	8296.83	营运能力				
负债合计	87640.47	92101.83	100736.19	108581.68	总资产周转率	1.41	1.48	1.52	1.55
股本	2842.09	2842.09	2842.09	2842.09	固定资产周转率	20.68	21.52	22.63	23.91
资本公积	15720.60	15720.60	15720.60	15720.60	应收账款周转率	3.99	3.98	3.94	3.93
留存收益	23638.59	27404.59	31565.62	36157.79	存货周转率	6.23	6.56	6.53	6.52
归属母公司股东权益	41659.05	45967.28	50128.31	54720.48	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	109.74%	—	—	—
少数股东权益	7726.87	7876.87	7976.87	8076.87	资本结构				
股东权益合计	49385.93	53844.15	58105.18	62797.35	资产负债率	63.96%	63.11%	63.42%	63.36%
负债和股东权益合计	137026.40	145945.98	158841.37	171379.03	带息债务/总负债	36.82%	45.30%	44.99%	44.10%
					流动比率	1.31	1.35	1.36	1.38
					速动比率	0.98	0.99	1.00	1.01
					股利支付率	30.64%	17.81%	18.05%	18.11%
					每股指标				
					每股收益	1.44	1.61	1.79	1.97
					每股净资产	14.66	16.17	17.64	19.25
					每股经营现金	2.12	-1.12	0.83	1.34
					每股股利	0.44	0.29	0.32	0.36

数据来源: Wind, 西南证券

分析师承诺

本报告署名分析师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，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，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获取任何形式的补偿。

投资评级说明

公司评级	买入：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 20%以上
	持有：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 10%与 20%之间
	中性：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-10%与 10%之间
	回避：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-20%与-10%之间
	卖出：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-20%以下
行业评级	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上
	跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间
	弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数-5%以下

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司客户中的专业投资者使用，若您并非本公司客户中的专业投资者，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告及附录版权为西南证券所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告及附录进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告及附录的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

西南证券研究发展中心

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路 166 号中国保险大厦 20 楼

邮编：200120

北京

地址：北京市西城区南礼士路 66 号建威大厦 1501-1502

邮编：100045

重庆

地址：重庆市江北区桥北苑 8 号西南证券大厦 3 楼

邮编：400023

深圳

地址：深圳市福田区深南大道 6023 号创建大厦 4 楼

邮编：518040

西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	黄丽娟	地区销售副总监	021-68411030	15900516330	hlj@swsc.com.cn
	张方毅	高级销售经理	021-68413959	15821376156	zfyi@swsc.com.cn
	王慧芳	高级销售经理	021-68415861	17321300873	whf@swsc.com.cn
	杨博睿	销售经理	021-68415861	13166156063	ybz@swsc.com.cn
	吴菲阳	销售经理	021-68415020	16621045018	wfy@swsc.com.cn
	付禹	销售经理	021-68415523	13761585788	fuyu@swsc.com.cn
北京	张岚	高级销售经理	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	王梓乔	销售经理	13488656012	13488656012	wzqiao@swsc.com.cn
	高妍琳	销售经理	15810809511	15810809511	gyl@swsc.com.cn
广深	王湘杰	销售经理	0755-26671517	13480920685	wxj@swsc.com.cn
	谭凌岚	销售经理	13642362601	13642362601	tll@swsc.com.cn
	陈霄（广州）	销售经理	15521010968	15521010968	chenxiao@swsc.com.cn