

引入云南白药作战投, 强强联合共促发展

投资要点

- **事件:** 公司公告非公开发行 A 股预案, 预案称, 上海医药拟以 16.87 元/股的价格向云南白药及关联方上海潭东定向发行合计不超过 8.5 亿股 A 股股票, 募集资金拟不超过人民币 143.84 亿元, 发行量不超过发行前公司总股本的 30%。
- **控制权方面,** 云南白药认购金额共计 112.29 亿元。预计发行完成后, 云南白药将作为战略投资者持有上海医药 18.02% 的股份, 成为继上海实业之后的第二大股东。另一家定增对象上海潭东为上海上实的全资子公司, 本次也将出资 31.55 亿元。发行完成后, 上海实业集团及其关联方仍将作为上海医药控股股东, 持有 33.21% 的股份, 公司的实际控制人仍然是上海市国资委。
- **交易价格方面,** 是以定价基准日前 20 个交易日 A 股股票交易均价的 80% 来定价的, 对应的价格就是 16.87 元每股。如果在发行之前, 公司最近一期经审计规模净资产高于发行价格, 公司会将发行价调整为归母净资产除以股数, 发行对象最终认购的股份数量也会按相应的比例来进行调整。
- **股份的锁定期,** 认购对象认购获得的所有新发行股份自非公开发行结束之后, 36 个月内也就三年内都不得转让。发行结束后, 如果这些股份因为控股资本公积金转增等等情形衍生获得的股份, 也应该遵守以上的限售安排。
- **募集资金用途方面,** 此次募集资金总额是 143.84 亿元, 扣除掉发行费用之后, 募集资金净额将全部用于补充公司的营运资金以及偿还债务, 具体的分配是 30 亿元用来偿债, 剩余的用来补充营运资金, 并且绝大部分资金将用于创新药研发。
- **与白药未来将在多个方面实现资源整合。** 1) **实现商业网络的区域互补。** 上海医药拥有直接网络覆盖全国 24 个省市、集约化和信息化程度较高的现代药品流通体系, 医药商业体量位居全国第二。云南白药目前的商业渠道网络主要立足于云南省, 2020 年云南白药收入超过 200 亿元, 未来将在医药商业领域与云南白药深入合作, 有望实现医药流通领域更深度整合。2) **优化股权结构, 引入白药管理层有助于健全公司体制。** 云南白药是进行了混改的成功案例, 云南白药对公司的股权在现有基础上是一个比较好的优化。3) **实现中药和大健康的优势互补。** 上海医药在全国各省市已建立多个中药材标准化种植基地, 借助战略合作, 双方将推动中药智能制造。公司旗下中成药在中医药和大健康领域具备较大的挖潜空间, 未来与云南白药强强联手, 中药大品种有望进一步开发, 焕发新的活力。
- **盈利预测与投资建议。** 预计 2021-2023 年 EPS 分别为 1.84 元、2.14 元、2.55 元, 对应 PE 为 11 倍、10 倍、8 倍。考虑公司医药工业逐渐步入收获期, 互联网医疗及总代理业务快速发展, 维持“买入”评级。
- **风险提示:** 非公开发行股票进展不及预期、研发进展不及预期、药品降价风险。

指标/年度	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	191909.16	215828.50	242572.11	273313.54
增长率	2.86%	12.46%	12.39%	12.67%
归属母公司净利润(百万元)	4496.22	5218.02	6092.88	7240.17
增长率	10.17%	16.05%	16.77%	18.83%
每股收益 EPS(元)	1.58	1.84	2.14	2.55
净资产收益率 ROE	10.24%	9.03%	9.58%	10.38%
PE	13.30	11.46	9.81	8.26
PB	1.32	1.20	1.09	0.98

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)	17.39-25.2
总市值(亿元)	617.87
总资产(亿元)	1,560.35
每股净资产(元)	16.69

相关研究

1. 上海医药(601607): Q1 增长超预期, 创新药即将步入收获期 (2021-04-29)
2. 上海医药(601607): Q4 业绩加速恢复, 医药工业地位稳固 (2021-03-31)
3. 上海医药(601607): 多重利好商业发展, 医药工业再次启航 (2020-10-30)

附表：财务预测与估值

利润表 (百万元)					现金流量表 (百万元)				
	2020A	2021E	2022E	2023E		2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入	191909.16	215828.50	242572.11	273313.54	净利润	5605.26	5368.02	6192.88	7340.17
营业成本	164473.96	184887.90	207724.79	233729.06	折旧与摊销	1657.16	1543.19	1588.19	1633.19
营业税金及附加	592.99	688.49	773.80	871.86	财务费用	1239.58	1659.14	1974.11	2074.61
销售费用	12864.84	15971.31	17950.34	20225.20	资产减值损失	-898.62	500.00	500.00	500.00
管理费用	4731.79	6043.20	6549.45	7379.47	经营营运资本变动	5913.58	-12425.77	-5293.05	-5738.70
财务费用	1239.58	1659.14	1974.11	2074.61	其他	-6672.25	342.25	-1997.16	-388.99
资产减值损失	-898.62	500.00	500.00	500.00	经营活动现金流净额	6844.72	-3013.18	2964.98	5420.28
投资收益	976.19	300.00	300.00	300.00	资本支出	-1952.65	-1000.00	-1000.00	-1000.00
公允价值变动损益	116.80	101.77	110.18	108.48	其他	246.97	7.09	-89.82	-91.52
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	-1705.68	-992.91	-1089.82	-1091.52
营业利润	7184.39	6480.23	7509.81	8941.83	短期借款	-2999.50	13753.71	3516.92	1738.57
其他非经营损益	-8.91	220.00	220.00	220.00	长期借款	-4951.91	0.00	0.00	0.00
利润总额	7175.48	6700.23	7729.81	9161.83	股权融资	176.99	0.00	0.00	0.00
所得税	1570.22	1332.21	1536.93	1821.66	支付股利	-1250.52	-899.24	-1043.60	-1218.58
净利润	5605.26	5368.02	6192.88	7340.17	其他	7763.72	-9561.77	-1674.11	-1774.61
少数股东损益	1109.05	150.00	100.00	100.00	筹资活动现金流净额	-1261.23	3292.70	799.20	-1254.62
归属母公司股东净利润	4496.22	5218.02	6092.88	7240.17	现金流量净额	3860.19	-713.38	2674.36	3074.14
资产负债表 (百万元)					财务分析指标				
	2020A	2021E	2022E	2023E		2020A	2021E	2022E	2023E
货币资金	22296.23	21582.85	24257.21	27331.35	成长能力				
应收和预付款项	55426.38	60508.59	68246.69	77148.60	销售收入增长率	2.86%	12.46%	12.39%	12.67%
存货	24088.26	27430.43	31889.17	35370.48	营业利润增长率	15.62%	-9.80%	15.89%	19.07%
其他流动资产	5752.06	1294.91	1455.37	1639.81	净利润增长率	16.03%	-4.23%	15.37%	18.53%
长期股权投资	6651.06	6651.06	6651.06	6651.06	EBITDA 增长率	12.79%	-3.95%	14.35%	14.25%
投资性房地产	235.29	235.29	235.29	235.29	获利能力				
固定资产和在建工程	12227.92	12436.22	12599.52	12717.81	毛利率	14.30%	14.34%	14.37%	14.48%
无形资产和开发支出	16761.35	16051.39	15341.44	14631.48	三费率	9.82%	10.97%	10.91%	10.86%
其他非流动资产	5747.11	6205.58	6664.05	7122.51	净利率	2.92%	2.49%	2.55%	2.69%
资产总计	149185.66	152396.32	167339.79	182848.41	ROE	10.24%	9.03%	9.58%	10.38%
短期借款	20139.19	33892.90	37409.82	39148.39	ROA	3.76%	3.52%	3.70%	4.01%
应付和预收款项	40544.20	46275.06	51555.51	58110.49	ROIC	9.37%	8.58%	8.79%	9.36%
长期借款	1184.08	1184.08	1184.08	1184.08	EBITDA/销售收入	5.25%	4.49%	4.56%	4.63%
其他负债	32577.46	11569.37	12566.19	13659.66	营运能力				
负债合计	94444.93	92921.40	102715.60	112102.62	总资产周转率	1.34	1.43	1.52	1.56
股本	2842.09	2842.09	2842.09	2842.09	固定资产周转率	19.25	20.37	22.50	25.03
资本公积	15897.59	15897.59	15897.59	15897.59	应收账款周转率	3.76	3.87	3.89	3.90
留存收益	26880.41	31199.19	36248.47	42270.06	存货周转率	6.45	6.89	6.89	6.90
归属母公司股东权益	45354.68	49938.86	54988.14	61009.74	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	109.43%	—	—	—
少数股东权益	9386.05	9536.05	9636.05	9736.05	资本结构				
股东权益合计	54740.73	59474.92	64624.20	70745.79	资产负债率	63.31%	60.97%	61.38%	61.31%
负债和股东权益合计	149185.66	152396.32	167339.79	182848.41	带息债务/总负债	22.58%	37.75%	37.57%	35.98%
					流动比率	1.22	1.28	1.31	1.35
					速动比率	0.95	0.97	0.98	1.01
					股利支付率	27.81%	17.23%	17.13%	16.83%
					每股指标				
					每股收益	1.58	1.84	2.14	2.55
					每股净资产	15.96	17.57	19.35	21.47
					每股经营现金	2.41	-1.06	1.04	1.91
					每股股利	0.44	0.32	0.37	0.43
业绩和估值指标									
	2020A	2021E	2022E	2023E					
EBITDA	10081.13	9682.56	11072.11	12649.62					
PE	13.30	11.46	9.81	8.26					
PB	1.32	1.20	1.09	0.98					
PS	0.31	0.28	0.25	0.22					
EV/EBITDA	6.13	6.95	6.11	5.20					
股息率	2.09%	1.50%	1.75%	2.04%					

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
行业评级	卖出：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-20%以下
	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
	张方毅	高级销售经理	021-68413959	15821376156	zfyi@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
	黄滢	销售经理	18818215593	18818215593	hying@swsc.com.cn
	蒋俊洲	销售经理	18516516105	18516516105	jiangjz@swsc.com.cn
	刘琦	销售经理	18612751192	18612751192	liuqi@swsc.com.cn
	崔露文	销售经理	15642960315	15642960315	clw@swsc.com.cn
	陈慧琳	销售经理	18523487775	18523487775	chhl@swsc.com.cn
王昕宇	销售经理	17751018376	17751018376	wangxy@swsc.com.cn	
北京	李杨	地区销售总监	18601139362	18601139362	yfly@swsc.com.cn
	张岚	地区销售副总监	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	彭博	销售经理	13391699339	13391699339	pbyf@swsc.com.cn
广深	王湘杰	地区销售副总监	0755-26671517	13480920685	wxj@swsc.com.cn
	林芷璇	高级销售经理	15012585122	15012585122	linzw@swsc.com.cn
	陈慧玲	高级销售经理	18500709330	18500709330	chl@swsc.com.cn
	郑龔	销售经理	18825189744	18825189744	zhengyan@swsc.com.cn