

中报业绩略低于预期，不改公司业务长期向好趋势

——上海医药（601607）点评

2017年08月29日

强烈推荐/维持

上海医药

财报点评

张金洋	分析师	执业证书编号: S1480516080001
	zhangjy@dxzq.net.cn	010-66554035
缪牧一	联系人	
	miaomy@dxzq.net.cn	010-66554035

事件:

公司发布 2017 年中报，实现收入 657.79 亿元，同比增长 10.19%，实现归母净利润 19.25 亿元，同比增长 11.12%，实现扣非后净利润 17.72 亿元，同比增长 10.62%。

Q2 单季来看，实现收入 326.49 亿元，同比增长 7.33%，实现归母净利润 9.26 亿元，同比增长 9.81%，实现扣非后净利润 8.33 亿元，同比增长 1.00%。

公司分季度财务指标

指标	2015Q4	2016Q1	2016Q2	2016Q3	2016Q4	2017Q1	2017Q2
营业收入（百万元）	26476.25	29275.64	30419.72	30821.5	30247.8	33129.49	32649.38
增长率（%）	11.79%	16.52%	17.79%	9.72%	14.25%	13.16%	7.33%
毛利率（%）	12.47%	12.10%	12.06%	11.55%	11.44%	12.38%	12.73%
期间费用率（%）	9.32%	8.44%	8.28%	8.35%	8.79%	8.63%	9.03%
营业利润率（%）	2.93%	3.84%	3.89%	3.26%	2.96%	4.15%	3.85%
净利润（百万元）	856.11	1103.43	996.73	851.83	877.72	1140.81	1066.33
增长率（%）	10.05%	31.23%	09.06%	13.05%	02.52%	03.39%	06.98%
每股盈利（季度，元）	0.26	0.33	0.31	0.27	0.27	0.37	0.34
资产负债率（%）	54.52%	54.95%	55.62%	55.63%	55.48%	57.33%	58.20%
净资产收益率（%）	2.53%	3.15%	2.84%	2.37%	2.38%	3.01%	2.82%
总资产收益率（%）	1.15%	1.42%	1.26%	1.05%	1.06%	1.28%	1.18%

观点:

1、业绩略低于预期，分销业务短期受到各省新标落地和两票制影响

公司中报业绩略低于预期，我们认为主要是分销业务受到各省陆续执行的新标影响。

分主要版块来看:

- ◆ **医药工业:** 公司医药工业 H1 实现销售收入 75.03 亿元 (+17.03%)，毛利率为 52.31% (+0.57pp)，扣除两项费用后的营业利润率为 13.50% (+0.37pp)。我们认为，公司医药工业实现高速增长的主要原因有两点：①收购 Vitaco 的并表影响。公司去年 12 月收购 Vitaco，Vitaco 上半年收入约为 4.6 亿元左右，

影响工业板块收入增速 7%左右; ②公司持续实施重点产品聚焦战略, 60 个重点品种实现较高增速。公司 60 个重点品种 H1 实现销售收入 39.58 亿元 (+12.82%) 重点品种毛利率 70.16% (+1.13pp)。

◆ **医药分销:** 公司医药分销业务实现销售收入 585.21 亿元 (+9.64%), 毛利率为 6.06% (+0.04pp), 扣除两项费用后的营业利润率 2.74% (-0.05pp)。其中, 纯销业务实现收入约为 355 亿元 (+12.12%), 调拨业务实现收入约为 230 亿元 (+6.04%)。公司 Q2 分销业务增速低于预期, 单季收入为 290.36 亿元 (+6.5%), 结合 Q1 分销业务增速 12.93%来看, 我们认为, 低于预期主要有两方面原因: ①调拨业务受到两票制影响, Q2 单季度或为负增长, 对收入增速影响较大。②纯销业务受到各省新标执行影响, 对收入端增速影响相对较小, 主要影响毛利率, 虽然整体毛利率保持平稳, 我们认为主要是纯销占比提升带来的对冲。此外, 报告期内公司完成收购徐州医药 99.55%的股权、徐州淮海药业 52%的股权、广东中山医药 31.59%的股权、重组收购温州时代医药 51%的股权, 其中徐州医药体量相对较大, 购买日至期末收入为 8.02 亿元, 影响中报的医药分销整体增速约 1.5%左右。

◆ **医药零售:** 公司医药零售业务实现销售收入 27.14 亿元 (+9.00%), 毛利率为 16.00% (+0.36pp), 扣除两项费用后的营业利润率 1.11% (-0.35pp)。公司零售业务实现稳健增长。

分主要子公司来看: 占据公司医药分销业务大头的主要是上药控股有限公司及上药科园信海医药有限公司, 其中:

- ◆ **上药控股:** 2017 年 H1 实现收入 11.76%, 实现净利润增速 6.05%, 公司利润增速明显低于收入增速, 我们认为与各地不断落地执行的新标以及调拨业务受到两票制影响存在一定关系, 我们判断影响或将持续到明年上半年。
- ◆ **科园信海:** 2017 年 H1 实现收入 5.31%, 实现净利润增速 20.42%, 公司收入端增速较慢主要是因为去年疫苗执行一票制丢失了一部分疫苗分销的业务。

表 1: 公司主要子公司、参股公司收入利润情况 (万元)

公司名称	业务性质	持股比例	2017H1 营业收入	2017H1 净利润	2016H1 营业收入	2016H1 净利润	收入增速	利润增速
上药控股有限公司	药品销售	100%	4,120,734	69,024	3,687,278	65,089	11.76%	6.05%
上药科园信海医药有限公司	药品销售	100%	1,410,951	23,900	1,339,834	19,848	5.31%	20.42%
上海上药信谊药厂有限公司	药品生产与销售	100%	177,220	14,945	162,748	8,966	8.89%	66.68%
上海上药第一生化药业有限公司	药品生产与销售	100%	50,481	11,893	44,298	13,907	13.96%	-14.48%
上海上药新亚药业有限公司	药品生产与销售	96.90%	103,336	3,825	107,141	4,109	-3.55%	-6.91%
上海市药材有限公司	药品生产与销售	100%	261,618	19,970	238,715	16,299	9.59%	22.52%
正大青春宝药业有限公司	药品生产与销售	75%	65,237	8,725	63,891	6,120	2.11%	42.57%
上药集团常州药业股份有限公司	药品生产与销售	75.89%	305,503	8,364	273,404	5,887	11.74%	42.06%
上海中西三维药业有限公司	药品生产与销售	100%	47,327	24,330	40,642	10,329	16.45%	135.55%
上海医药集团青岛国风药业股份有限公司	药品生产与销售	67.52%	54,441	2,293	46,488	1,498	17.11%	53.03%
杭州胡庆余堂药业有限公司	药品生产与销售	51.01%	22,140	1,448	21,074	18,591	5.06%	-92.21%
厦门中药厂有限公司	药品生产与销售	61.00%	17,976	2,989	16,334	2,152	10.05%	38.90%
辽宁上药好护士药业(集团)有限公司	药品生产与销售	55.00%	26,340	1,681	25,441	2,316	3.53%	-27.42%
上海中华药业有限公司	药品生产与销售	100%	19,683	11,019	18,921	3,305	4.03%	233.37%
上海医药物资供销有限公司	化工原料药批发	100%	10,359	-73	11,769	438	-11.98%	NA
上海医疗器械股份有限公司	医疗器械生产与销售	100%	13,713	-563	15,427	-323	-11.11%	NA
上药东英(江苏)药业有限公司	药品生产与销售	90.25%	11,769	3,030	8,652	2,733	36.03%	10.86%
上海医药集团药品销售有限公司	药品销售	100%	46,803	4,945	44,748	2,559	4.59%	93.24%
合计			6,765,631	211,746	6,166,809	183,826	9.71%	15.19%

资料来源: 公司中报, 东兴证券研究所

从财务指标上来看:

- ◆ **三大费用率:** 公司销售费用率、管理费用率、财务费用率分别为 5.43%、2.81%、0.58%，较去年同期分别+0.33pp、+0.03pp、+0.09pp，销售费用增加幅度较大的项目主要是“差旅和会议费用”和“市场推广及广告成本”，我们认为费用率的提升主要是工业收入占比提升所致。
- ◆ **营运能力:** 公司净营业周期为 57.06 天，较去年的 55.37 天有所上升，主要是应收账款周转天数由去年的 78.90 天上升至今年的 80.40 天，我们认为与零加成全国范围的执行存在一定关系。

2、受益流通行业变革，并购整合有望加速

公司在报告期内完成收购徐州医药 99.55% 的股权、徐州淮海药业 52% 的股权、广东中山医药 31.59% 的股权、重组收购温州时代医药 51% 的股权，并购持续进行。下半年两票制在各省省级层面持续落地，尽管短期调拨业务会受到一定影响，但长期来看仍然利好龙头公司。我们认为，在各省两票制执行并经过 3-6 月的过渡期后，公司并购有望加速，明年上半年有望开始密集落地。从并购上来说，公司具备横向并购（渠道扩张）与纵向并购（调拨转纯销）的可能性，即有望实现分销业务收入增长加速以及毛利率提高的双击。同时，公司作为国企具备融资优势，在加息周期下更具备充足资金把握行业整合机会。

3、一致性评价持续推进，工业板块竞争环境有望改善

公司在报告期内持续推进一致性评价工作，目前已经选定 20 余家药学研究机构以及 44 个产品的临床合作基地开展一致性评价，目前已完成所有一致性评价范围内品种的梳理和立项，第一、二批共立项 99 个品种，125 个品规（其中 36 个品种 43 个品规在 289 目录外），目前已有 15 个产品进入临床阶段，最快的产品预计 2017 年 9 月可以完成申报。

我们认为，公司工业板块的品种以普药为主，公司大手笔推进一致性评价有望改善工业板块未来的竞争环境，一方面在招标过程中将与原研分在同一质量层次有望获得较高中标价格，另一方面一个品种超过三家通过一致性评价后招标将不采购未通过一致性评价的该品种，未来竞争格局有望改善。

4、上药云健康发展迅速，有望对接外流处方

公司的上药云健康携手腾讯推动电子处方和医保在线支付战略合作，打造从微信挂号就诊，到医院在线支付，再到药品供应的闭环生态链。旗下“益药.药房”覆盖区域进一步扩大，门店数已达 30 家，覆盖 13 个省市；“益药.电子处方”已成功对接 100 多家医疗机构，处理电子处方超百万张；“益药.金融”携手阿斯利康，推出针对肺癌靶向创新药品泰瑞沙的金融分期服务，切实为患者及家庭减轻支付压力和治疗负担。

我们认为，上药云健康走在医药电商前列，通过线下连锁药店、医疗机构合办药房、DTP 药房等三类药房服务患者，公司具备医院终端的长期良好合作关系、线下药店的布局以及丰富的品种，未来具备承接外流处方的能力。

结论:

我们预计公司 2017-2019 年归母净利润为 35.66、40.94、47.79 亿元, 同比增长 11.55%、14.81%、16.74%, 对应 PE 为 19x、16x、14x, 公司为流通领域龙头, 短期业绩因为零加成、新标落地、两票制影响调拨业务受到波动, 但长期受益于流通行业整合的逻辑不变, 同时公司工业板块有望随着一致性评价逐渐落地而加速增长, 叠加公司新董事长上任带来的外延预期, 维持“强烈推荐”评级。

风险提示:

新标落地、零加成、两票制的短期影响超出预期; 流通行业长期整合不及预期

公司盈利预测表

资产负债表	单位: 百万元					利润表	单位: 百万元				
	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E		2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
流动资产合计	55585	60267	65758	75127	86436	营业收入	105517	120765	133819	153303	176529
货币资金	12039	11967	13260	15191	17493	营业成本	92715	106531	117908	135444	156281
应收账款	24215	27293	30243	34646	39895	营业税金及附加	264	337	373	428	492
其他应收款	1016	949	1052	1205	1387	营业费用	5348	6067	6691	7512	8473
预付款项	1456	1149	1248	1171	1231	管理费用	3234	3568	3881	4292	4766
存货	15091	16416	18169	20871	24082	财务费用	565	587	633	706	791
其他流动资产	559	898	28	28	28	资产减值损失	350.61	446.34	490.98	515.53	541.30
非流动资产合计	18759	22476	21582	20973	20361	公允价值变动收益	0.31	-0.08	0.00	0.00	0.00
长期股权投资	3637	4227	4227	4227	4227	投资净收益	646.61	978.79	1076.6	1184.3	1302.7
固定资产	4952	5253	4920	4601	4299	营业利润	3687	4207	4919	5591	6486
无形资产	1984	2751	2476	2201	1926	营业外收入	600.90	637.06	350.00	437.50	525.00
其他非流动资产	743	941	941	941	941	营业外支出	115.65	205.16	215.42	226.19	237.50
资产总计	74344	82743	87341	96099	106797	利润总额	4172	4639	5054	5802	6773
流动负债合计	39427	41113	45699	51873	59554	所得税	807	809	884	1015	1185
短期借款	10389	9628	11739	13534	16017	净利润	3364	3830	4169	4787	5588
应付账款	20674	22307	24351	27973	32276	少数股东损益	487	633	604	693	809
预收款项	618	738	871	1023	1198	归属母公司净利润	2877	3196	3566	4094	4779
一年内到期的非流	290	19	19	19	19	EBITDA	6739	8085	6160	6906	7889
非流动负债合计	1110	4795	2570	2560	2549	BPS (元)	1.07	1.19	1.33	1.52	1.78
长期借款	93	838	838	838	838	主要财务比率					
应付债券	0	1999	792	792	792	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E	
负债合计	40536	45908	48268	54433	62103	成长能力					
少数股东权益	3878	5212	5816	6509	7318	营业收入增长	14.20%	14.45%	10.81%	14.56%	15.15%
实收资本(或股本)	2689	2689	2689	2689	2689	营业利润增长	12.76%	14.12%	16.93%	13.66%	16.01%
资本公积	14146	13558	13558	13558	13558	归属于母公司净利润	11.03%	11.10%	11.55%	14.81%	16.74%
未分配利润	11961	14138	14438	14781	15182	获利能力					
归属母公司股东权	29930	31623	33257	35157	37376	毛利率(%)	12.13%	11.79%	11.89%	11.65%	11.47%
负债和所有者权	74344	82743	87341	96099	106797	净利率(%)	3.19%	3.17%	3.12%	3.12%	3.17%
现金流量表						总资产净利润(%)					
单位: 百万元						ROE(%)					
2015A	2016A	2017E	2018E	2019E	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E		
经营活动现金流	1349	1947	2730	2375	2420	偿债能力					
净利润	3364	3830	4169	4787	5588	资产负债率(%)	55%	55%	55%	57%	58%
折旧摊销	2487	3291	608	610	612	流动比率	1.41	1.47	1.44	1.45	1.45
财务费用	565	587	633	706	791	速动比率	1.03	1.07	1.04	1.05	1.05
应付帐款的变化	0	0	-2950	-4403	-5249	营运能力					
预收帐款的变化	0	0	133	152	175	总资产周转率	1.52	1.54	1.57	1.67	1.74
投资活动现金流	-1909	-2890	880	669	761	应收账款周转率	5	5	5	5	5
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	应付账款周转率	5.58	5.62	5.74	5.86	5.86
长期股权投资减少	0	0	269	0	0	每股指标(元)					
投资收益	647	979	1077	1184	1303	每股收益(最新摊薄)	1.07	1.19	1.33	1.52	1.78
筹资活动现金流	636	647	-2316	-1113	-880	每股净现金流(最新)	0.03	-0.11	0.48	0.72	0.86
应付债券增加	0	0	-1206	0	0	每股净资产(最新摊)	11.13	11.76	12.37	13.07	13.90
长期借款增加	0	0	0	0	0	估值比率					
普通股增加	0	0	0	0	0	P/E	23.02	20.72	18.57	16.18	13.86
资本公积增加	-6	-588	0	0	0	P/B	2.21	2.09	1.99	1.88	1.77
现金净增加额	77	-295	1294	1931	2301	EV/EBITDA	9.64	8.25	7.71	9.59	8.42

资料来源: 公司财报、东兴证券研究所

分析师简介

张金洋

医药生物行业小组组长, 3 年证券行业研究经验, 3 年医药行业实业工作经验。2016 年水晶球最佳分析师第一名, 2015 年新财富第七名团队核心成员, 2015 年水晶球第三名团队核心成员。北京大学药剂学硕士、北京大学药学学士、北京大学经济学学士, 和君商学院三届学子。曾就职于中国银河证券股份有限公司、民生证券股份有限公司、西安杨森制药有限公司。2016 年 7 月加盟东兴证券研究所, 整体负责医药行业投资研究工作。

联系人简介

缪牧一

美国罗切斯特大学会计学理学硕士, 美国注册会计师, 2016 年 6 月加盟东兴证券研究所, 从事医药行业研究, 重点专注于医药政策下的投资机会。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师, 在此申明, 本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果, 引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源, 力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写, 东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料, 我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证, 也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正, 但文中的观点、结论和建议仅供参考, 报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价, 投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易, 也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本报告版权仅为我公司所有, 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、刊发, 需注明出处为东兴证券研究所, 且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用, 未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导, 本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和责任。

行业评级体系

公司投资评级 (以沪深 300 指数为基准指数):

以报告日后的 6 个月内, 公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义:

强烈推荐: 相对强于市场基准指数收益率 15% 以上;

推荐: 相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15% 之间;

中性: 相对于市场基准指数收益率介于-5% ~ +5% 之间;

回避: 相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级 (以沪深 300 指数为基准指数):

以报告日后的 6 个月内, 行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义:

看好: 相对强于市场基准指数收益率 5% 以上;

中性: 相对于市场基准指数收益率介于-5% ~ +5% 之间;

看淡: 相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。