

业绩超预期增长，激励效果显现

事件

上海医药发布 2020 年半年报

上海医药 2020 年上半年实现营业收入 871.65 亿，同比下降 5.84%，归母净利润 24.43 亿，同比增长 6.84%，扣非净利润 22 亿元，同比增长 5.02%，经营性现金流净额为 37.06 亿元，同比增长 83.20%。第二季度单季实现营业收入 467.17 亿，同比增长 0.32%，归母净利润 14.05 亿，同比增长 21.10%，扣非净利润 12.17 亿元，同比增长 15.31%。

简评

业绩显著回暖，管理层激励效果显现

公司上半年在营收下滑的情况取得利润正增长，业绩超出市场预期。分项看，医药工业实现收入 116.75 亿元，同比下降 2.24%，贡献利润 11.66 亿元，同比增长 7.40%；医药商业实现收入 754.90 亿元，同比下降 6.38%，贡献利润 10.76 亿元，同比增长 5.22%；参股企业贡献利润 5.52 亿元，同比上升 3.87%。还原研发费用后归属于上市公司股东的净利润同比增长 9.44%。单看二季度公司各项业务全面回暖，公司 20Q2 整体营收、工业收入、商业收入增速分别为 0.32%、4.84%、-0.32%，增速较 20Q1（-12.08%、-8.80%、-12.59%）大幅提升，利润端 20Q2 提升更为显著，归母净利润 14.05 亿，同比增长 21.10%，扣非净利润 12.17 亿元，同比增长 15.31%。

从财务来看，主要是公司整体毛利率提升，同比上升 0.69 个百分点，其中医药工业和医药分销分别上升 0.79 和 0.59 个百分点，扣除管理、销售及研发费用后的营业利润率 4.39%，同比上升 0.41 个百分点。业务上，医药工业品种结构优化、商业创新业务及医药物资出口是盈利能力提升主要原因，我们看好公司管理层激励落地后带来公司经营面貌上的一系列变化，长期成长前景良好。

重要财务指标

	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	159,084	186,566	189,777	211,798	229,701
增长率(%)	21.6	17.3	1.7	11.6	8.5
净利润(百万元)	3,881	4,081	4,842	5,704	6,610
增长率(%)	10.2	5.2	18.6	17.8	15.9
ROE(%)	9.6	9.8	10.5	11.3	11.8
EPS(元/股，摊薄)	1.37	1.44	1.70	2.01	2.33
P/E(倍)	15.5	14.8	12.5	10.6	9.1
P/B(倍)	1.6	1.5	1.3	1.2	1.1

上海医药 (601607)

维持

买入

贺菊颖

hejuying@csc.com.cn

010-86451162

SAC 执证编号: S1440517050001

SFC 中央编号: ASZ591

程培

chengpei@csc.com.cn

021-68821605

SAC 执证编号: S1440518110002

发布日期: 2020 年 08 月 31 日

当前股价: 21.82 元

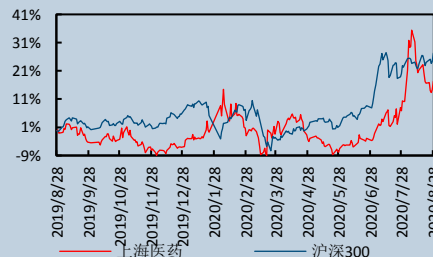
目标价格 6 个月: 31.24 元

主要数据

股票价格绝对/相对市场表现 (%)

1 个月	3 个月	12 个月
8.56/1.58	26.87/0.9	15.57/-11.34
12 月最高/最低价 (元)		25.98/17.02
总股本 (万股)		284,208.93
流通 A 股 (万股)		192,293.5
总市值 (亿元)		620.14
流通市值 (亿元)		419.58
近 3 月日均成交量 (万)		3,007.88
主要股东		
HKSCC NOMINEES LIMITED		29.13%

股价表现



相关研究报告

- 20.04.29 【中信建投医药商业 II】上海医药 (601607): 抗疫新冠凸显中流砥柱
- 【中信建投医药商业 II】上海医药

公司创新业务布局稳步推进，长期发展前景良好

公司新管理层在 2016 年底上任后，各项业务都在积极布局转变，长期看创新成果有望逐步兑现。医药工业板块，近三年来公司研发投入持续加大，新药自研+外延 BD 模式逐步建立起品种丰富、前景良好的创新药研发业务，已有 22 个创新药产品处于研发管线，6 个产品上半年内取得阶段性进展；仿制药一致性评价已有 13 个品种（16 个品规）获批，并有 6 个品种、7 个品规中标。

医药分销板块，自 2018 年并购康德乐完成后，公司着力打造进口药品全国总代业务，在 2018 年取得 15 个、2019 年取得 17 个的基础上，2020 年上半年又获得 8 个进口新药、1 个创新进口器械、2 个进口疫苗的全国总代权，进口药品代理业务毛利高出普药分销业务 2-3 个点毛利率，有利于推动公司医药分销业务持续稳健增长。

在互联网医疗创新方面，上药云健康凭借过往 5 年积累的技术和持续投入，今年上半年在疫情推动下、抓住政策契机，高速推进互联网电子处方业务。2020 年 3 月，上药云健康开启 B 轮融资，我们看好电子处方处理系统未来对医药商业带来革命性的变化

毛利率提升显著，经营性现金流大幅增长，财务指标优化

2020 年上半年公司整体毛利率为 15.04%，提升 0.69 个百分点，主要是工业及商业分销业务毛利率整体提升。期间费用率 11.12%，提升 0.26 个百分点，其中销售费用率 7.02%，提升 0.08 个百分点，研发+管理费用率 3.33%，提升 0.20 个百分点，财务费用率 0.77%，下降 0.01 个百分点，费用率相对稳定，主要是研发费用投入增加。经营性现金流净额为 37.06 亿元，同比大幅增长 83.20%。资产负债率为 65.00%，较年初小幅上升 1.04 个百分点。

工商业协同发展，上调盈利预测，维持买入评级

上海医药是国内医药工业和商业龙头，工商业协同发展具有优势，受益于医药改革带来的流通集中度提升和公司持续的新药研发投入，长期业绩稳定增长具有较高的确定性。考虑到 2020 年新冠疫情对一季度医药行业的影响，以及管理层股权激励正式开始考核等因素，我们上调 2020-2022 年盈利预测分别为 48.42 亿、57.04 亿和 66.10 亿，同比增长 18.6%、17.8%和 15.9%（原分别为 46.32 亿、53.41 亿和 60.37 亿，同比增长 13.5%、15.3%和 13.0%），对应每股收益为 1.70、2.01 和 2.33 元，当前 A 股股价对应 2020-2022 年估值分别为 12.5、10.6 和 9.1 倍 PE，H 股股价对应 2020-2022 年估值仅 7.1、6.1 和 5.2 倍 PE（按 2020 年 8 月 27 日港币兑人民币央行中间价 0.8896 计算），维持 A+H 买入评级。

风险提示：

新冠疫情严重致医院诊疗恢复进度低于预期；

新药研发进度低于预期；

核心品种一致性评价进度慢于预期；

外延并购标的业绩不达预期致商誉大幅减值；

报表预测

资产负债表（百万元）

会计年度	2018	2019	2020E	2021E	2022E
流动资产	93278	98092	67386	79643	80600
现金	18695	18153	36232	40436	43854
应收票据及应收账款合计	43972	47614	0	0	0
其他应收款	2292	2203	2369	2733	2800
预付账款	2049	1937	2118	2408	2501
存货	25024	24877	25512	30504	30080
其他流动资产	1246	3307	1155	3562	1364
非流动资产	33601	38935	38000	39726	40995
长期投资	4367	4854	6070	7231	8422
固定资产	9006	9856	9587	10235	10554
无形资产	4117	3930	3971	4029	3992
其他非流动资产	16111	20295	18372	18231	18027
资产总计	126879	137026	105386	119369	121595
流动负债	68710	74608	43110	49796	48653
短期借款	19340	23139	29644	33141	33541
应付票据及应付账款合计	35148	36872	0	0	0
其他流动负债	14222	14596	13466	16656	15112
非流动负债	11736	13033	11747	10579	9346
长期借款	6623	6136	4850	3682	2450
其他非流动负债	5113	6897	6897	6897	6897
负债合计	80446	87640	54857	60375	58000
少数股东权益	7420	7727	8558	9560	10712
股本	2842	2842	2842	2842	2842
资本公积	15845	15721	15721	15721	15721
留存收益	20819	23639	27585	32245	37641
归属母公司股东权益	39014	41659	41971	49434	52883
负债和股东权益	126879	137026	105386	119369	121595

现金流量表（百万元）

会计年度	2018	2019	2020E	2021E	2022E
经营活动现金流	3135	6022	16448	6532	8594
净利润	4456	4831	5673	6706	7763
折旧摊销	1296	1458	1320	1456	1620
财务费用	1230	1259	1181	1094	1079
投资损失	-1263	-654	-730	-724	-754
经营性应收项目的减少	-2183	-5084	47433	-290	-93
经营性应付项目的增加	1717	2667	-38041	3174	-1546
其他经营现金流	-401	4212	-38429	-1711	-1021
投资活动现金流	-7693	-4584	-1195	-2356	-2036
资本支出	1943	2753	5976	4062	479
长期投资	-139	-136	-1217	-1205	-1191
其他投资现金流	-5889	-1967	3564	501	-2749
筹资活动现金流	7526	-2326	-3679	-3468	-3541
短期借款	5594	3798	0	0	0
长期借款	5663	-487	-1286	-1167	-1233
普通股增加	153	0	0	0	0
资本公积增加	2338	-124	0	0	0
其他筹资现金流	-6222	-5513	-2393	-2301	-2308
现金净增加额	3036	-889	11574	707	3017

资料来源：公司公告，中信建投

利润表（百万元）

会计年度	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入	159084	186566	189777	211798	229701
营业成本	136521	159752	161314	179325	193950
营业税金及附加	509	545	565	640	696
销售费用	11058	12856	13854	15567	16883
管理费用	4075	4652	5314	6142	6661
研发费用	1061	1350	1423	1652	1838
财务费用	1230	1259	1181	1094	1079
资产减值损失	996	-1093	224	116	122
公允价值变动收益	16	122	33	42	53
其他收益	377	517	269	336	375
投资净收益	1263	654	730	724	754
营业利润	5208	6214	7012	8462	9754
营业外收入	259	153	304	220	234
营业外支出	124	104	156	143	132
利润总额	5343	6262	7160	8539	9856
所得税	887	1432	1488	1833	2093
净利润	4456	4831	5673	6706	7763
少数股东损益	575	750	831	1002	1152
归属母公司净利润	3881	4081	4842	5704	6610
EBITDA	7376	8639	9121	10522	11956
EPS（元）	1.37	1.44	1.70	2.01	2.33

主要财务比率

会计年度	2018	2019	2020E	2021E	2022E
成长能力					
营业收入(%)	21.6	17.3	1.7	11.6	8.5
营业利润(%)	-0.4	19.3	12.8	20.7	15.3
归属于母公司净利润(%)	10.2	5.2	18.6	17.8	15.9
获利能力					
毛利率(%)	14.2	14.4	15.0	15.3	15.6
净利率(%)	2.4	2.2	2.6	2.7	2.9
ROE(%)	9.6	9.8	10.5	11.3	11.8
ROIC(%)	11.4	12.0	17.3	19.2	21.9
偿债能力					
资产负债率(%)	63.4	64.0	52.1	50.6	47.7
净负债比率(%)	22.9	26.1	0.1	-3.0	-9.2
流动比率	1.4	1.3	1.6	1.6	1.7
速动比率	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0
营运能力					
总资产周转率	1.4	1.4	1.6	1.9	1.9
应收账款周转率	4.3	4.2	0.0	0.0	0.0
应付账款周转率	5.0	5.1	0.0	0.0	0.0
每股指标（元）					
每股收益(最新摊薄)	1.37	1.44	1.70	2.01	2.33
每股经营现金流(最新摊薄)	1.13	1.04	5.79	2.30	3.02
每股净资产(最新摊薄)	13.67	14.59	15.85	17.43	19.32
估值比率					
P/E	15.5	14.8	12.5	10.6	9.1
P/B	1.6	1.5	1.3	1.2	1.1
EV/EBITDA	10.6	9.4	7.6	6.5	5.4

分析师介绍

贺菊颖：医药行业首席分析师，复旦大学管理学硕士，10 年医药行业研究经验。2012-2013 年新财富医药行业第 6 名和第 3 名；2007-2011 年，新财富医药行业第 4、2、5、2 名（团队），负责整体投资方向判断。

程培：上海交通大学生物化学与分子学硕士。7 年医学检验+4 年医药行业研究经验，2017 年加入中信建投研究发展部。负责 IVD、血制品、商业板块，对医疗行业政策和市场营销实务非常熟悉，深度追踪医药流通、血制品、IVD 市场信息。

评级说明

投资评级标准		评级	说明
报告中投资建议涉及的评级标准为报告发布日后 6 个月内的相对市场表现,也即报告发布日后的 6 个月内公司股价(或行业指数)相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A 股市场以沪深 300 指数作为基准;新三板市场以三板成指为基准;香港市场以恒生指数作为基准;美国市场以标普 500 指数为基准。	股票评级	买入	相对涨幅 15%以上
		增持	相对涨幅 5%—15%
		中性	相对涨幅-5%—5%之间
		减持	相对跌幅 5%—15%
		卖出	相对跌幅 15%以上
	行业评级	强于大市	相对涨幅 10%以上
		中性	相对涨幅-10-10%之间
		弱于大市	相对跌幅 10%以上

分析师声明

本报告署名分析师在此声明:(i)以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法,使用合法合规的信息,独立、客观地出具本报告,结论不受任何第三方的授意或影响。(ii)本人不曾因,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收到任何形式的补偿。

法律主体说明

本报告由中信建投证券股份有限公司及/或其附属机构(以下合称“中信建投”)制作,由中信建投证券股份有限公司在中华人民共和国(仅为本报告目的,不包括香港、澳门、台湾)提供。中信建投证券股份有限公司具有中国证监会许可的投资咨询业务资格,本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格证书编号已披露在报告首页。

本报告由中信建投(国际)证券有限公司在香港提供。本报告作者所持香港证监会牌照的中央编号已披露在报告首页。

一般性声明

本报告由中信建投制作。发送本报告不构成任何合同或承诺的基础,不因接收者收到本报告而视其为中信建投客户。

本报告的信息均来源于中信建投认为可靠的公开资料,但中信建投对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载观点、评估和预测仅反映本报告出具日该分析师的判断,该等观点、评估和预测可能在不发出通知的情况下有所变更,亦有可能因使用不同假设和标准或者采用不同分析方法而与中信建投其他部门、人员口头或书面表达的意见不同或相反。本报告所引证券或其他金融工具的过往业绩不代表其未来表现。报告中所含任何具有预测性质的内容皆基于相应的假设条件,而任何假设条件都可能随时发生变化并影响实际投资收益。中信建投不承诺、不保证本报告所含具有预测性质的内容必然得以实现。

本报告内容的全部或部分均不构成投资建议。本报告所包含的观点、建议并未考虑报告接收人在财务状况、投资目的、风险偏好等方面的具体情况,报告接收者应当独立评估本报告所含信息,基于自身投资目标、需求、市场机会、风险及其他因素自主做出决策并自行承担投资风险。中信建投建议所有投资者应就任何潜在投资向其税务、会计或法律顾问咨询。不论报告接收者是否根据本报告做出投资决策,中信建投都不对该等投资决策提供任何形式的担保,亦不以任何形式分享投资收益或者分担投资损失。中信建投不对使用本报告所产生的任何直接或间接损失承担责任。

在法律法规及监管规定允许的范围内,中信建投可能持有并交易本报告中所提公司的股份或其他财产权益,也可能在过去 12 个月、目前或者将来为本报中所提公司提供或者争取为其提供投资银行、做市交易、财务顾问或其他金融服务。本报告内容真实、准确、完整地反映了署名分析师的观点,分析师的薪酬无论过去、现在或未来都不会直接或间接与其所撰写报告中的具体观点相联系,分析师亦不会因撰写本报告而获取不当利益。

本报告为中信建投所有。未经中信建投事先书面许可,任何机构和/或个人不得以任何形式转发、翻版、复制、发布或引用本报告全部或部分内容,亦不得从未经中信建投书面授权的任何机构、个人或其运营的媒体平台接收、翻版、复制或引用本报告全部或部分内容。版权所有,违者必究。

中信建投证券研究发展部

北京
东城区朝内大街 2 号凯恒中心 B
座 12 层
电话:(8610) 8513-0588
联系人:杨洁
邮箱: yangjie@csc.com.cn

上海
浦东新区浦东南路 528 号上海
证券大厦北塔 22 楼 2201 室
电话:(8621) 6882-1612
联系人:翁起帆
邮箱: wengqifan@csc.com.cn

深圳
福田区益田路 6003 号荣超商务
中心 B 座 22 层
电话:(86755) 8252-1369
联系人:陈培楷
邮箱: chenpeikai@csc.com.cn

中信建投(国际)

香港
中环交易广场 2 期 18 楼
电话:(852) 3465-5600
联系人:刘泓麟
邮箱: charleneliu@csci.hk