



上海医药

电商业务有望持续拓展

公司动态

公司近况

近日我们调研了上海医药，公司电商团队介绍了电商业务当前经营情况和未来发展规划。

评论

公司希望通过打造线上三层+线下三圈的网络闭环，实现处方对接。线上三层平台包括：1) 电子处方平台：通过对接 HIS 系统，自建自费药处方系统等；2) 药品数据平台：实现零售药品快速配送和数据积累；3) 患者数据平台：实现患者用药提醒、疾病记录、健康管理等。线下三层网络包括：1) 专业药房：新特药实现 6 小时之内、150 公里半径的配送，一个城市一般有 1 个 DTP 药店即可覆盖；2) 医院托管药房/共建药房；3) 社会零售药房。

分阶段推进，打造大健康生态系统。公司设置了分阶段目标，1) 近期目标：目标医院是前十大城市三甲医院和专科医院，定位高端自费肿瘤药，市场规模约 200 亿；2) 中期目标：将业务拓展到特病、慢病零售市场，预估 1200 亿的市场规模；3) 长期目标：整个处方药零售市场。我们认为公司具备推进 GPO、PBM 业务的资源优势，向上下游的业务延伸将进一步打开空间。

公司从新特药直送入手发展电商的优势在于：盈利模式、品种优势、线下药店网络、与医院天然的联系。1) 盈利模式：新特药客单价高、粘性强，易于覆盖配送等成本、并叠加高附加值服务；2) 品种优势：公司本身的外资高端药品的分销权齐全；3) 线下药店网络丰富：含 26 家 DTP 药店、65 家医院托管药店、1800 余家社会药房；4) 与医院的联系：公司分销业务覆盖 14000 多家医院，供应链项目年收入过 10 亿，药房托管业务收入过 14 亿，公司与已有 SPD 项目、药房托管合作的医院的信息系统已对接，在此基础上实现电子处方对接相对容易。相对于其他同为大型流通厂商的竞争对手（华润、国控等），公司具备先发优势，众协团队从事 DTP 业务最早，具备团队、品种（肿瘤药）、病患数据积累等资源。

估值建议

维持 15/16 年 EPS 预期分别为 1.08/1.22 元(+13%/13% YoY)，对应 P/E 为 23x/20x。我们认为后续电商业务有望拓展，将提振估值，且 H 股相对 A 股折价有望缩窄，上调 A 股目标价至 31 元（原为 28 元，幅度 11%），对应 15 年 P/E 29 倍，上调 H 股目标价至 28.5 港币（原为 23 港币，幅度 24%）。维持推荐。

风险

电商业务扩展不及预期。

楼慧源

联系人

huiyuan.lou@cicc.com.cn

SAC 执证编号：S0080114080034

强静，CFA

分析员

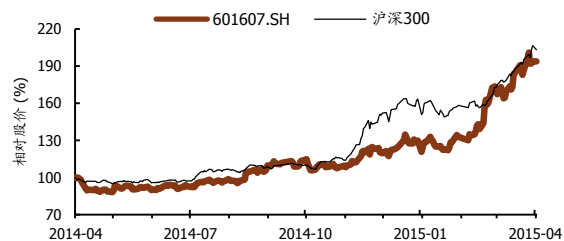
jing.qiang@cicc.com.cn

SAC 执证编号：S0080512070005

SFC CE Ref: AWU229

维持推荐

股票代码	601607.SH	02607.HK
最新收盘价	人民币 24.52	港币 23.70
目标价	人民币 31.00	港币 28.50
52 周最高价/最低价	人民币 27.44~11.64	港币 25.70~13.26
总市值(亿)	人民币 615	港币 771
30 日日均成交额(百万)	人民币 1,146.72	港币 135.07
发行股数(百万)	1,923	766
其中：自由流通股(%)	39	92
30 日日均成交量(百万股)	47.63	6.03
主营业务	医疗保健	



(人民币 百万)	2013A	2014A	2015E	2016E
营业收入	78,223	92,399	105,966	121,876
增速	14.9%	18.1%	14.7%	15.0%
归属母公司净利润	2,243	2,591	2,916	3,282
增速	9.3%	15.5%	12.5%	12.6%
每股净利润	0.83	0.96	1.08	1.22
每股净资产	9.65	10.35	11.14	12.04
每股股利	0.26	0.29	0.33	0.37
每股经营现金流	0.36	0.50	1.95	0.36
市盈率	29.4	25.4	22.6	20.1
市净率	2.5	2.4	2.2	2.0
EV/EBITDA	17.7	16.2	14.0	13.4
股息收益率	1.1%	1.2%	1.3%	1.5%
平均总资产收益率	4.2%	4.3%	4.3%	4.4%
平均净资产收益率	8.9%	9.6%	10.1%	10.5%

资料来源：彭博资讯，公司信息，中金公司研究部



财务报表和主要财务比率

财务报表 (百万元)	2013A	2014A	2015E	2016E
利润表				
营业收入	78,223	92,399	105,966	121,876
营业成本	67,980	80,994	93,292	107,615
营业税金及附加	206	229	263	302
营业费用	4,407	4,826	5,323	6,122
管理费用	2,728	2,955	3,283	3,776
财务费用	233	436	555	588
其他	406	311	447	755
营业利润	3,074	3,270	3,697	4,228
营业外收支	738	1,125	1,203	1,290
利润总额	3,261	3,800	4,227	4,758
所得税	634	808	899	1,011
少数股东损益	384	401	413	465
归属母公司净利润	2,243	2,591	2,916	3,282
EBITDA	3,503	4,041	4,519	4,857
资产负债表				
货币资金	12,978	11,608	15,707	15,543
应收账款及票据	17,425	22,235	22,170	27,825
预付款项	727	1,076	1,001	1,395
存货	10,997	13,088	14,314	16,947
其他流动资产	388	651	651	651
流动资产合计	42,515	48,658	53,843	62,362
固定资产及在建工程	4,806	4,993	5,520	6,210
无形资产及其他长期资产	6,018	7,679	8,011	8,321
非流动资产合计	13,797	15,682	16,541	17,541
资产合计	56,312	64,341	70,384	79,903
短期借款	5,898	7,932	9,097	10,463
应付账款及票据	19,046	22,945	25,284	30,245
其他流动负债	755	1,125	1,101	1,405
流动负债合计	25,699	32,003	35,482	42,113
应付长期债券	0	0	0	0
非流动负债合计	1,612	1,239	1,254	1,272
负债合计	27,311	33,241	36,736	43,386
股东权益合计	25,954	27,822	29,958	32,363
少数股东权益	3,047	3,277	3,690	4,154
负债及股东权益合计	56,312	64,341	70,384	79,903
现金流量表				
净利润	2,243	2,591	2,916	3,282
折旧和摊销	550	585	652	734
营运资本变动	-2,275	-2,234	1,094	-3,638
其他	146	-74	118	85
经营活动现金流	973	1,336	5,244	959
投资活动现金流入	12	-553	576	663
投资活动现金流出	-905	-1,291	-1,481	-1,704
投资活动现金流	-893	-1,845	-905	-1,040
股权融资	35	17	0	0
银行借款	1,090	1,258	1,180	1,384
其他	-563	-647	0	0
筹资活动现金流	-722	-949	-240	-82
汇率变动对现金的影响	-15	3	0	0
现金净增加额	-656	-1,455	4,099	-163

资料来源：公司数据，中金公司研究部

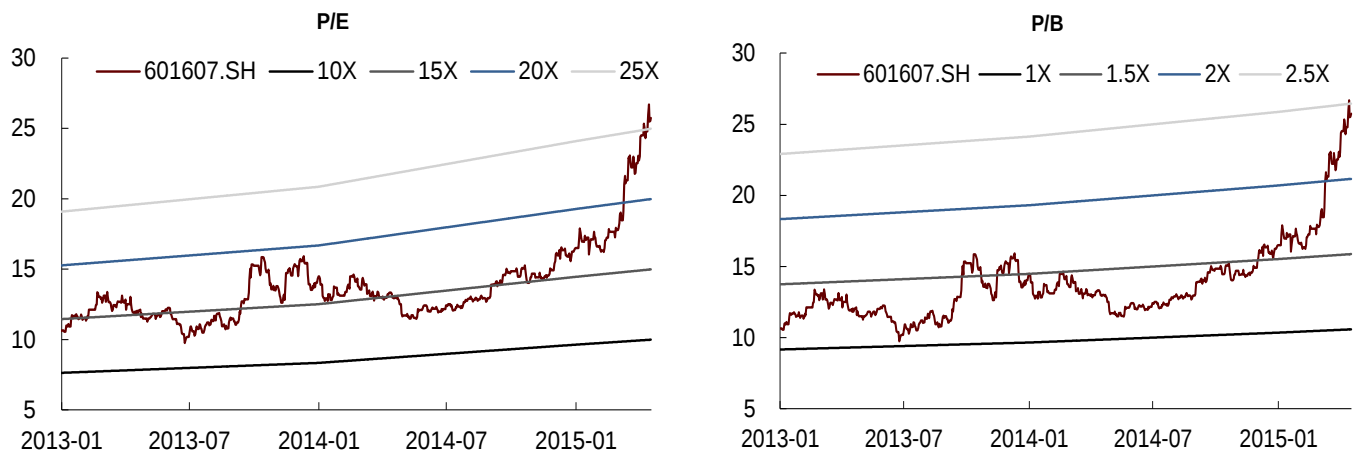
主要财务比率	2013A	2014A	2015E	2016E
成长能力				
营业收入	14.9%	18.1%	14.7%	15.0%
营业利润	10.0%	6.4%	13.1%	14.4%
EBITDA	7.9%	15.4%	11.8%	7.5%
净利润	9.3%	15.5%	12.5%	12.6%
盈利能力				
毛利率	13.1%	12.3%	12.0%	11.7%
营业利润率	3.9%	3.5%	3.5%	3.5%
EBITDA 利润率	4.5%	4.4%	4.3%	4.0%
净利率	2.9%	2.8%	2.8%	2.7%
偿债能力				
流动比率	1.65	1.52	1.52	1.48
速动比率	1.23	1.11	1.11	1.08
现金比率	0.51	0.36	0.44	0.37
资产负债率	48.5%	51.7%	52.2%	54.3%
净债务资本比率	净现金	净现金	净现金	净现金
回报率分析				
总资产收益率	4.2%	4.3%	4.3%	4.4%
净资产收益率	8.9%	9.6%	10.1%	10.5%
每股指标				
每股净利润 (元)	0.83	0.96	1.08	1.22
每股净资产 (元)	9.65	10.35	11.14	12.04
每股股利 (元)	0.26	0.29	0.33	0.37
每股经营现金流 (元)	0.36	0.50	1.95	0.36
估值分析				
市盈率	29.4	25.4	22.6	20.1
市净率	2.5	2.4	2.2	2.0
EV/EBITDA	17.7	16.2	14.0	13.4
股息收益率	1.1%	1.2%	1.3%	1.5%

公司简介

上海医药是吸收合并了上实医药、中西医药，现为上海发展生物医药产业的龙头企业，主要从事医药研发与制造、分销与零售。公司拥有信谊、广东天普、第一生化、新亚、常药、药材、青岛国风、胡庆余堂、正大青春宝等一批核心生产制造企业，生产涵盖化学制剂、生物制剂、中药和保健品、化学原料药等领域产品。公司分销规模位列华东和上海最大、全国名列前茅，分销渠道遍布中国几十个省市。



图表 1：历史 P/E 和 P/B



资料来源：Wind，中金公司研究部

图表 2：可比公司估值表

公司名称	代码	收盘价 2015-4-20	总市值 (百万元)	每股收益(元)			P/E			企业价值倍数			市销率		股息收益率	净资产收益率		P/B	
				2013A	2014A/E	2015E	2013A	2014A/E	2015E	2013A	2014A/E	2015E	2013A	2014A/E		2013A	2014A/E	2013A	2014A/E
化学制药——中值			10,506				74x	49x	38x	29x	30x	41x	7.9x	7.1x	0.3%	10%	17%	8.21	8.27
现代中药——中值			10,294				61x	48x	38x	25x	24x	34x	5.9x	5.4x	0.2%	10%	11%	6.49	5.84
生物制药——中值			14,931				69x	49x	50x	31x	27x	46x	12.8x	9.5x	0.4%	10%	12%	9.42	6.95
化学原料药——中值			10,154				120x	66x	51x	26x	30x	46x	5.7x	4.3x	0.2%	6%	8%	5.57	5.35
品牌中药——中值			18,095				51x	46x	38x	24x	23x	29x	8.1x	5.8x	0.6%	15%	14%	6.85	6.39
医疗服务——中值			15,836				168x	113x	87x	32x	36x	75x	14.6x	6.8x	0.2%	13%	16%	21.29	18.56
器械和诊断——中值			10,024				105x	89x	54x	33x	43x	91x	19.7x	10.1x	0.3%	10%	12%	10.46	9.96
综合性制药企业——中值			15,119				122x	28x	26x	14x	18x	26x	2.9x	2.5x	0.4%	5%	14%	4.33	4.60
国药股份	600511	36.29	17,376	0.86	1.01	1.25	42x	36x	29x	15x	21x	25x	1.7x	1.3x	0.6%	20%	19%	8.2x	6.9x
上海医药	601607	24.52	47,152	0.83	0.96	1.08	29x	26x	23x	9x	9x	13x	0.8x	0.5x	1.0%	9%	9%	2.5x	2.3x
国药一致	000028	70.85	24,103	1.44	1.80	2.27	49x	39x	31x	16x	17x	24x	1.0x	0.7x	0.2%	23%	16%	11.4x	6.2x
九州通	600998	24.12	39,631	0.29	0.34	0.42	83x	70x	58x	25x	33x	42x	1.0x	0.9x	0.0%	9%	10%	7.8x	6.7x
瑞康医药	002589	76.79	21,292	0.52	0.67	0.89	148x	115x	86x	22x	30x	83x	1.4x	1.2x	0.1%	9%	10%	13.0x	11.7x
医药商业——中值			17,376				83x	62x	53x	16x	17x	25x	1.4x	0.9x	0.1%	9%	10%	8.74	6.82
全行业——中值			11,967				79x	56x	46x	25x	26x	40x	6.4x	5.5x	0.3%	9.7%	12.2%	7.93	6.84

资料来源：Wind，中金公司研究部；注：浅灰色背景表示的是中金覆盖公司（采用中金预测），白色背景为未覆盖公司（采用 Wind 一致预期）



法律声明

一般声明

本报告由中国国际金融有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但中国国际金融有限公司及其关联机构（以下统称“中金公司”）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、意见等均仅供投资者参考之用，不构成所述证券买卖的出价或征价。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。投资者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、税收等方面咨询专业财务顾问的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，中金公司及/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，中金公司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。

中金公司的销售人员、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。中金公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。中金公司的资产管理部门、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。

本报告由受香港证券和期货委员会监管的中国国际金融香港证券有限公司于香港提供。香港的投资者若有任何关于中金公司研究报告的问题请直接联系中国国际金融香港证券有限公司的销售交易代表。本报告作者的香港证监会中央编号已披露在报告首页的作者姓名旁。

本报告由受新加坡金融管理局监管的中国国际金融（新加坡）有限公司（“中金新加坡”）于新加坡向符合新加坡《证券期货法》及《财务顾问法》定义下的认可投资者及/或机构投资者提供。提供本报告于此类投资者，有关财务顾问将无需根据新加坡之《财务顾问法》第 36 条就任何利益及/或其代表就任何证券利益进行披露。有关本报告之任何查询，在新加坡获得本报告的人员可向中金新加坡提出。本报告无意也不应，以直接或间接的方式，发送或传递给任何位于新加坡的其他人士。

本报告由受金融市场行为监管局监管的中国国际金融（英国）有限公司（“中金英国”）于英国提供。本报告有关的投资和服务仅向符合《2000 年金融服务和市场法 2005 年（金融推介）令》第 19（5）条、38 条、47 条以及 49 条规定的人士提供。本报告并未打算提供给零售客户使用。在其他欧洲经济区国家，本报告向被其本国认定为专业投资者（或相当性质）的人士提供。

本报告将依据其他国家或地区的法律法规和监管要求于该国家或地区提供本报告。

特别声明

在法律许可的情况下，中金公司可能会持有本报告中提及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争取提供投资银行业务服务。因此，投资者应当考虑到中金公司及/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。

研究报告评级分布可从 <http://www.cicc.com.cn/CICC/chinese/operation/page4-4.htm> 获悉。

个股评级标准：“确信买入”（Conviction BUY）：分析员估测未来 6~12 个月，某个股的绝对收益在 30% 以上；绝对收益在 20% 以上的个股为“推荐”、在 -10%~20% 之间的为“中性”、在 -10% 以下的为“回避”；绝对收益在 -20% 以下“确信卖出”（Conviction SELL）。

行业评级标准：“超配”，估测未来 6~12 个月某行业会跑赢大盘 10% 以上；“标配”，估测未来 6~12 个月某行业表现与大盘的关系在 -10% 与 10% 之间；“低配”，估测未来 6~12 个月某行业会跑输大盘 10% 以上。

本报告的版权仅为中金公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式转发、翻版、复制、刊登、发表或引用。

V150323

编辑：杨梦雪、龙莹



北京

中国国际金融有限公司
北京市建国门外大街1号
国贸写字楼2座28层
邮编: 100004
电话: (86-10) 6505-1166
传真: (86-10) 6505-1156

Singapore

China International Capital
Corporation (Singapore) Pte. Limited
#39-04, 6 Battery Road,
Singapore 049909
Tel: (65) 6572-1999
Fax: (65) 6327-1278

上海

中国国际金融有限公司上海分公司
上海市浦东新区陆家嘴环路1233号
汇亚大厦32层
邮编: 200120
电话: (86-21) 5879-6226
传真: (86-21) 5888-8976

United Kingdom

China International Capital
Corporation (UK) Limited
Level 25, 125 Old Broad Street
London EC2N 1AR, United Kingdom
Tel: (44-20) 7367-5718
Fax: (44-20) 7367-5719

香港

中国国际金融(香港)有限公司
香港中环港景街1号
国际金融中心第一期29楼
电话: (852) 2872-2000
传真: (852) 2872-2100

北京建国门外大街证券营业部

北京市建国门外大街甲6号
SK大厦1层
邮编: 100022
电话: (86-10) 8567-9238
传真: (86-10) 8567-9235

上海德丰路证券营业部

上海市奉贤区德丰路299弄1号
A座11楼1105室
邮编: 201400
电话: (86-21) 5879-6226
传真: (86-21) 6887-5123

南京汉中路证券营业部

南京市鼓楼区汉中路2号
亚太商务楼30层C区
邮编: 210005
电话: (86-25) 8316-8988
传真: (86-25) 8316-8397

厦门莲岳路证券营业部

厦门市思明区莲岳路1号
磐基中心商务楼4层
邮编: 361012
电话: (86-592) 515-7000
传真: (86-592) 511-5527

重庆洪湖西路证券营业部

重庆市北部新区洪湖西路9号
欧瑞蓝爵商务中心10层及欧瑞
蓝爵公馆1层
邮编: 401120
电话: (86-23) 6307-7088
传真: (86-23) 6739-6636

佛山季华五路证券营业部

佛山市禅城区季华五路2号
卓远商务大厦一座12层
邮编: 528000
电话: (86-757) 8290-3588
传真: (86-757) 8303-6299

宁波扬帆路证券营业部

宁波市高新区扬帆路999弄5号
11层
邮编: 315103
电话: (86-0574) 8907-7288
传真: (86-0574) 8907-7328

北京科学院南路证券营业部

北京市海淀区科学院南路2号
融科资讯中心A座6层
邮编: 100190
电话: (86-10) 8286-1086
传真: (86-10) 8286-1106

深圳福华一路证券营业部

深圳市福田区福华一路6号
免税商务大厦裙楼201
邮编: 518048
电话: (86-755) 8832-2388
传真: (86-755) 8254-8243

广州天河路证券营业部

广州市天河区天河路208号
粤海天河城大厦40层
邮编: 510620
电话: (86-20) 8396-3968
传真: (86-20) 8516-8198

武汉中南路证券营业部

武汉市武昌区中南路99号
保利广场写字楼43层4301-B
邮编: 430070
电话: (86-27) 8334-3099
传真: (86-27) 8359-0535

天津南京路证券营业部

天津市和平区南京路219号
天津环贸商务中心(天津中心)10层
邮编: 300051
电话: (86-22) 2317-6188
传真: (86-22) 2321-5079

云浮新兴东堤北路证券营业部

云浮市新兴县新城镇东堤北路温氏科技园服务
楼C1幢二楼
邮编: 527499
电话: (86-766) 2985-088
传真: (86-766) 2985-018

福州五四路证券营业部

福州市鼓楼区五四路128-1号恒力城办公楼
38层02-03室
邮编: 350001
电话: (86-591) 8625 3088
传真: (86-591) 8625 3050

上海淮海中路证券营业部

上海市淮海中路398号
邮编: 200020
电话: (86-21) 6386-1195
传真: (86-21) 6386-1180

杭州教工路证券营业部

杭州市教工路18号
世贸丽晶城欧美中心1层
邮编: 310012
电话: (86-571) 8849-8000
传真: (86-571) 8735-7743

成都滨江东路证券营业部

成都市锦江区滨江东路9号
香格里拉办公楼1层、16层
邮编: 610021
电话: (86-28) 8612-8188
传真: (86-28) 8444-7010

青岛香港中路证券营业部

青岛市市南区香港中路9号
香格里拉写字楼中心11层
邮编: 266071
电话: (86-532) 6670-6789
传真: (86-532) 6887-7018

大连港兴路证券营业部

大连市中山区港兴路6号
万达中心16层
邮编: 116001
电话: (86-411) 8237-2388
传真: (86-411) 8814-2933

长沙车站北路证券营业部

长沙市芙蓉区车站北路459号
证券大厦附楼三楼
邮编: 410001
电话: (86-731) 8878-7088
传真: (86-731) 8446-2455

