

上海医药 (601607.SH)

买入 (维持评级)

公司点评

创新药步入兑现期，流通变革价值重构

事件

2023年3月30日，公司公告2022年全年业绩，2022年公司营收2319.81亿元，同比上涨7.49%；归母净利润56.17亿元，同比增长10.28%。业绩符合预期。

点评

医药工业、商业收入稳步增长，60个重点品种销售增速达13.12%。公司业务分工业、商业两大板块。(1)营收端，工业板块收入267.58亿元，同比增长6.61%，占比总营收12%；商业板块收入2052.24亿元，同比增长7.6%，占比总营收88%。其中，工业板块中60个重点品种的销售收入157.27亿元，同比上升13.12%。(2)利润端，工业板块毛利率58.55%，与去年减少0.2pct，毛利润156.63亿元；商业板块下分销业务毛利率6.58%，与去年基本持平，毛利润135.43亿元；商业板块下零售业务毛利率12.63%，较去年减少0.54pct，毛利润10.43亿元。两大板块贡献利润基本相当。(3)费用端，总体控制得当，研发投入持续。销售费用142.79亿元，同比增加7.22%；管理费用49.91亿元，同比减少2.95%；研发费用211.22亿元，同比增加6.29%。

研发投入高达28亿，创新药产品逐步进入收获期。(1)创新转型步伐加快，2022年提交2项新药上市申请，研发总投入高达28亿元，同比增长11.87%，占比工业营收10.47%。目前，公司共有3款原研商业化产品安科瑞、凯力康、培菲康、临床阶段创新药50项，其中p-cab抑制剂X482在中国上市申请已获受理、I008-A提交pre NDA，6项出于关键性/3期临床中。(2)商业板块注重创新服务平台打造，为全球创新产品提供全供应链一站式服务管理。2022年，该平台上的创新药销售同比增加15%。进口代理方面，公司2022年共引进20余个产品，进口疫苗代理业务实现收入44亿元，较去年基本持平。

国企改革推进，140亿定增落地，“云天上”联盟加速中药发展。云南白药作为战略投资者，助力中药业务协同发展。上海医药、云南白药、天津医药一起成立“云天上”联盟，加快中药资源协同，保证中药资源领域的稳定供应。

盈利预测、估值与评级

考虑到未来创新药的逐步兑现，我们预测2023/24/25实现营收2572/2856/3198亿元，同比增长10.87%/11.03%/12%；归母净利润63/73/86亿元，同比增长12%/16%/18%。维持“买入”评级。

风险提示

新药研发失败、商誉减值以及战略合作不及预期的风险。

医药组

分析师：赵海春 (执业编号 S1130514100001)

zhaohc@gjzq.com.cn

市价 (人民币)：20.40元

相关报告：

- 《上海医药公司点评：创新兑现伊始，新型抑酸剂上市申请获受理》，2023.2.21
- 《上海医药深度-制药到流通的全产业链医药龙头，创新突破中》，2022.12.29



公司基本情况 (人民币)

项目	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	215,824	231,981	257,208	285,576	319,845
营业收入增长率	12.46%	7.49%	10.87%	11.03%	12.00%
归母净利润(百万元)	5,093	5,617	6,289	7,288	8,630
归母净利润增长率	13.28%	10.28%	11.96%	15.88%	18.41%
摊薄每股收益(元)	1.792	1.519	1.701	1.971	2.333
每股经营性现金流净额	1.78	1.28	1.44	1.93	2.19
ROE(归属母公司)(摊薄)	10.32%	8.38%	8.77%	9.43%	10.24%
P/E	11.09	11.74	11.21	9.67	8.17
P/B	1.14	0.98	0.98	0.91	0.84

来源：公司年报、国金证券研究所

附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)

	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
主营业务收入	191,909	215,824	231,981	257,208	285,576	319,845
增长率		12.5%	7.5%	10.9%	11.0%	12.0%
主营业务成本	-164,474	-187,281	-201,495	-222,113	-246,131	-275,666
%销售收入	85.7%	86.8%	86.9%	86.4%	86.2%	86.2%
毛利	27,435	28,543	30,486	35,096	39,445	44,179
%销售收入	14.3%	13.2%	13.1%	13.6%	13.8%	13.8%
营业税金及附加	-593	-666	-716	-797	-885	-992
%销售收入	0.3%	0.3%	0.3%	0.3%	0.3%	0.3%
销售费用	-12,865	-13,318	-14,279	-15,947	-17,563	-19,670
%销售收入	6.7%	6.2%	6.2%	6.2%	6.2%	6.2%
管理费用	-4,732	-5,143	-4,992	-5,659	-6,283	-7,037
%销售收入	2.5%	2.4%	2.2%	2.2%	2.2%	2.2%
研发费用	-1,657	-1,987	-2,112	-2,829	-2,999	-2,879
%销售收入	0.9%	0.9%	0.9%	1.1%	1.1%	0.9%
息税前利润 (EBIT)	7,589	7,428	8,387	9,864	11,716	13,601
%销售收入	4.0%	3.4%	3.6%	3.8%	4.1%	4.3%
财务费用	-1,240	-1,245	-1,313	-2,364	-2,943	-3,086
%销售收入	0.6%	0.6%	0.6%	0.9%	1.0%	1.0%
资产减值损失	-859	-140	-644	0	0	0
公允价值变动收益	117	-206	219	0	0	0
投资收益	932	1,733	453	450	500	500
%税前利润	13.0%	21.3%	5.1%	4.6%	4.5%	3.9%
营业利润	7,184	8,205	9,015	9,776	11,073	12,816
营业利润率	3.7%	3.8%	3.9%	3.8%	3.9%	4.0%
营业外收支	-9	-62	-206	-50	-50	-50
税前利润	7,175	8,144	8,808	9,726	11,023	12,766
利润率	3.7%	3.8%	3.8%	3.8%	3.9%	4.0%
所得税	-1,570	-1,869	-1,816	-2,237	-2,535	-2,936
所得税率	21.9%	23.0%	20.6%	23.0%	23.0%	23.0%
净利润	5,605	6,275	6,992	7,489	8,488	9,830
少数股东损益	1,109	1,181	1,375	1,200	1,200	1,200
归属于母公司的净利润	4,496	5,093	5,617	6,289	7,288	8,630
净利率	2.3%	2.4%	2.4%	2.4%	2.6%	2.7%

现金流量表 (人民币百万元)

	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
净利润	5,605	6,275	6,992	7,489	8,488	9,830
少数股东损益	1,109	1,181	1,375	1,200	1,200	1,200
非现金支出	3,157	2,466	3,062	432	492	542
非经营收益	-138	-116	-762	1,380	2,105	2,371
营运资金变动	-1,780	-3,564	-4,548	-3,969	-3,944	-4,658
经营活动现金净流	6,845	5,061	4,743	5,332	7,141	8,084
资本开支	-2,626	-3,928	-2,525	180	150	150
投资	-2,364	-1,651	-10,274	-530	-3	-3
其他	3,284	-436	326	450	500	500
投资活动现金净流	-1,706	-6,016	-12,473	100	647	647
股权募资	142	169	14,123	0	0	0
债权募资	1,689	4,332	3,836	22,237	3,717	4,254
其他	-3,092	-2,936	-5,820	-4,753	-5,619	-5,885
筹资活动现金净流	-1,261	1,566	12,139	17,484	-1,903	-1,632
现金净流量	3,860	561	4,396	22,916	5,886	7,100

资产负债表 (人民币百万元)

	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
货币资金	22,296	22,390	27,401	49,853	55,209	61,761
应收款项	57,531	63,425	72,762	76,888	85,368	95,612
存货	24,088	27,104	34,460	33,469	36,414	40,028
其他流动资产	3,647	3,575	14,890	14,336	14,696	15,139
流动资产	107,563	116,494	149,513	174,545	191,687	212,540
%总资产	72.1%	71.3%	75.5%	77.5%	78.7%	80.0%
长期投资	8,068	10,947	11,936	12,466	12,468	12,471
固定资产	12,634	13,801	14,454	14,842	15,230	15,617
%总资产	8.5%	8.4%	7.3%	6.6%	6.2%	5.9%
无形资产	17,177	17,977	18,385	18,876	19,339	19,775
非流动资产	41,623	46,941	48,622	50,717	52,028	53,289
%总资产	27.9%	28.7%	24.5%	22.5%	21.3%	20.0%
资产总计	149,186	163,436	198,135	225,262	243,714	265,828
短期借款	29,107	23,097	31,000	53,221	56,938	61,192
应付款项	49,935	55,058	68,040	67,909	75,237	84,233
其他流动负债	9,091	13,670	11,651	10,366	10,874	11,514
流动负债	88,133	91,824	110,691	131,497	143,049	156,939
长期贷款	1,184	7,158	6,260	6,260	6,260	6,260
其他长期负债	5,128	5,387	3,182	3,678	3,754	3,813
负债	94,445	104,369	120,132	141,434	153,063	167,011
普通股股东权益	45,355	49,359	67,063	71,688	77,312	84,278
其中：股本	2,842	2,842	3,698	3,698	3,698	3,698
未分配利润	25,054	28,599	32,480	37,105	42,729	49,695
少数股东权益	9,386	9,707	10,939	12,139	13,339	14,539
负债股东权益合计	149,186	163,436	198,135	225,262	243,714	265,828

比率分析

	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
每股指标						
每股收益	1.582	1.792	1.519	1.701	1.971	2.333
每股净资产	15.958	17.367	18.137	19.384	20.904	22.788
每股经营现金净流	2.408	1.781	1.283	1.442	1.931	2.186
每股股利	0.440	0.480	0.420	0.450	0.450	0.450
回报率						
净资产收益率	9.91%	10.32%	8.38%	8.77%	9.43%	10.24%
总资产收益率	3.01%	3.12%	2.84%	2.79%	2.99%	3.25%
投入资本收益率	6.90%	6.34%	5.72%	5.26%	5.82%	6.26%
增长率						
主营业务收入增长率	2.86%	12.46%	7.49%	10.87%	11.03%	12.00%
EBIT增长率	2.38%	-2.12%	12.91%	17.60%	18.78%	16.10%
净利润增长率	10.17%	13.28%	10.28%	11.96%	15.88%	18.41%
总资产增长率	8.87%	9.55%	21.23%	13.69%	8.19%	9.07%
资产管理能力						
应收账款周转天数	95.2	93.7	98.2	100.0	100.0	100.0
存货周转天数	54.3	49.9	55.8	55.0	54.0	53.0
应付账款周转天数	71.8	68.3	75.0	75.0	75.0	75.0
固定资产周转天数	20.7	18.4	18.4	17.1	15.9	14.7
偿债能力						
净负债/股东权益	14.60%	13.31%	0.31%	0.01%	-1.80%	-3.97%
EBIT利息保障倍数	6.1	6.0	6.4	4.2	4.0	4.4
资产负债率	63.31%	63.86%	60.63%	62.79%	62.80%	62.83%

来源：公司年报、国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内

来源：聚源数据

历史推荐和目标定价(人民币)

序号	日期	评级	市价	目标价
1	2022-12-29	买入	18.02	23.09~23.09
2	2023-02-21	买入	19.06	N/A

来源：国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得1分，为“增持”得2分，为“中性”得3分，为“减持”得4分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

- 1.00 =买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性
- 3.01~4.0=减持



投资评级的说明：

- 买入：预期未来6—12个月内上涨幅度在15%以上；
- 增持：预期未来6—12个月内上涨幅度在5%—15%；
- 中性：预期未来6—12个月内变动幅度在-5%—5%；
- 减持：预期未来6—12个月内下跌幅度在5%以上。

特别声明：

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告反映撰写研究人员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，国金证券不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他任何损失承担任何责任。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密，只有符合条件的收件人才能使用。根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于 C3 级（含 C3 级）的投资者使用；本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告，则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议，国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

上海	北京	深圳
电话：021-60753903	电话：010-85950438	电话：0755-83831378
传真：021-61038200	邮箱：researchbj@gjzq.com.cn	传真：0755-83830558
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn	邮编：100005	邮箱：researchsz@gjzq.com.cn
邮编：201204	地址：北京市东城区建内大街 26 号	邮编：518000
地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号	新闻大厦 8 层南侧	地址：中国深圳市福田区中心四路 1-1 号
紫竹国际大厦 7 楼		嘉里建设广场 T3-2402