

# 上海医药 (601607.SH)

买入 (维持评级)

## 公司点评

证券研究报告

### 疫后修复增长强劲，创新与国际化布局推进

#### 业绩简评

2023年4月26日，公司发布2023年1季报，1Q23营收662.26亿元，同比增长16.39%；归母/扣非净利润15.18/13.57亿元，同比增长21.31%/8.60%。业绩好于预期。

#### 经营分析

**疫后修复强劲，商业与工业板块净利润高增15%和21%。**(1) 公司1Q23，医药工业营收78亿元，同比增长12.6%（其中60个重点品种销售收入46亿元，同比增长13.84%）；贡献利润7.08亿元，同比增长19.07%。(2) 医药商业营收584亿元，同比增长16.92%；贡献利润8.61亿元，同比增长15.39%。(3) 主要参股企业贡献利润1.77亿元，同比减少15.12%。

**研发加力，创新药推进；深耕中药，老字号品牌蓄势待发。**(1) 公司1Q23研发投入5.47亿元，同比增加15.80%。临床申请获得受理及进入临床研究阶段的新药管线合计64项（创新药52项，改良型新药12项），其中已有3项提交pre-NDA或上市申请，5项处于关键性研究或临床3期阶段。(2) 公司新一代口服非肽类小分子肾素抑制剂（SPH3127），作为公司首个自主研发的1.1类新药，已有3个适应症处于临床中后阶段，针对高血压适应症的3期临床完成揭盲并达到主要终点。其针对炎症性肠病和糖尿病肾病亦在2期临床中显示显著药效。另一款针对艾滋慢性异常免疫适应症的1.1类新药，已提交pre-NDA/附条件上市沟通交流申请。

(2) 公司旗下汇聚8家核心中药企业，拥有上药厦中、上药雷允上、胡庆余堂等中华老字号品牌及其旗下八宝丹、雷氏六神丸、胃复春、安宫牛黄丸、冠心宁、抗衰老片等产品。我们认为，在公司百亿定增引入云南白药合作改革后，拥有诸多国家保密配方和中药保护品种的中药板块，将迎来价值重构的历史新阶段。

**海外拓展，国际化与多元化并举。**(1) 深耕东南亚市场，子公司常州制药厂瑞舒伐他汀钙片4个规格在菲律宾获批上市。(2) 打造创新医药服务平台，1Q23创新药板块销售同比增幅约28%，成功引入7个进口总代品种。(3) 加强进口疫苗终端推广团队建设，终端推广团队已增至340人。(4) 加强非药新业务拓展，器械、大健康等销售约104亿，同比增长约38%。

#### 盈利预测、估值与评级

我们维持盈利预测，预计公司2023/24/25年实现营收2572/2856/3198亿元，同比增长11%/11%/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

新药推进不达预期、商誉减值以及战略合作不及预期等风险。

#### 医药组

分析师：赵海春 (执业S1130514100001)

zhaohc@gjzq.com.cn

市价 (人民币)：21.98元

#### 相关报告：

- 《上海医药公司点评：创新药步入兑现期，流通变革价值重构》，2023.4.1
- 《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	1.700	1.970	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
<b>主营业务收入</b>	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%
<b>主营业务成本</b>	-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%
<b>毛利</b>	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%
<b>营业税金及附加</b>	-593	-666	-716	-797	-885	-992
%销售收入	0.3%	0.3%	0.3%	0.3%	0.3%	0.3%
<b>销售费用</b>	-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%
<b>管理费用</b>	-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%
<b>研发费用</b>	-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%
<b>息税前利润 (EBIT)</b>	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%
<b>财务费用</b>	-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%
<b>资产减值损失</b>	-859	-140	-644	0	0	0
<b>公允价值变动收益</b>	117	-206	219	0	0	0
<b>投资收益</b>	932	1,733	453	450	500	500
%税前利润	13.0%	21.3%	5.1%	4.6%	4.5%	3.9%
<b>营业利润</b>	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%
<b>营业外收支</b>	-9	-62	-206	-50	-50	-50
<b>税前利润</b>	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%
<b>所得税</b>	-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%
<b>净利润</b>	5,605	6,275	6,992	7,489	8,488	9,830
<b>少数股东损益</b>	1,109	1,181	1,375	1,200	1,200	1,200
<b>归属于母公司的净利润</b>	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
<b>净利润</b>	5,605	6,275	6,992	7,489	8,488	9,830
<b>少数股东损益</b>	1,109	1,181	1,375	1,200	1,200	1,200
<b>非现金支出</b>	3,157	2,466	3,062	432	492	542
<b>非经营收益</b>	-138	-116	-762	1,380	2,105	2,371
<b>营运资金变动</b>	-1,780	-3,564	-4,548	-3,969	-3,944	-4,658
<b>经营活动现金净流</b>	6,845	5,061	4,743	5,332	7,141	8,084
<b>资本开支</b>	-2,626	-3,928	-2,525	180	150	150
<b>投资</b>	-2,364	-1,651	-10,274	-530	-3	-3
<b>其他</b>	3,284	-436	326	450	500	500
<b>投资活动现金净流</b>	-1,706	-6,016	-12,473	100	647	647
<b>股权募资</b>	142	169	14,123	0	0	0
<b>债权募资</b>	1,689	4,332	3,836	22,237	3,717	4,254
<b>其他</b>	-3,092	-2,936	-5,820	-4,753	-5,619	-5,885
<b>筹资活动现金净流</b>	-1,261	1,566	12,139	17,484	-1,903	-1,632
<b>现金净流量</b>	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
<b>货币资金</b>	22,296	22,390	27,401	49,853	55,209	61,761
<b>应收款项</b>	57,531	63,425	72,762	76,888	85,368	95,612
<b>存货</b>	24,088	27,104	34,460	33,469	36,414	40,028
<b>其他流动资产</b>	3,647	3,575	14,890	14,336	14,696	15,139
<b>流动资产</b>	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%
<b>长期投资</b>	8,068	10,947	11,936	12,466	12,468	12,471
<b>固定资产</b>	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%
<b>无形资产</b>	17,177	17,977	18,385	18,876	19,339	19,775
<b>非流动资产</b>	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%
<b>资产总计</b>	149,186	163,436	198,135	225,262	243,714	265,828
<b>短期借款</b>	29,107	23,097	31,000	53,221	56,938	61,192
<b>应付款项</b>	49,935	55,058	68,040	67,909	75,237	84,233
<b>其他流动负债</b>	9,091	13,670	11,651	10,366	10,874	11,514
<b>流动负债</b>	88,133	91,824	110,691	131,497	143,049	156,939
<b>长期贷款</b>	1,184	7,158	6,260	6,260	6,260	6,260
<b>其他长期负债</b>	5,128	5,387	3,182	3,678	3,754	3,813
<b>负债</b>	94,445	104,369	120,132	141,434	153,063	167,011
<b>普通股股东权益</b>	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
<b>少数股东权益</b>	9,386	9,707	10,939	12,139	13,339	14,539
<b>负债股东权益合计</b>	149,186	163,436	198,135	225,262	243,714	265,828

**比率分析**

	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
<b>每股指标</b>						
每股收益	1.582	1.792	1.519	1.700	1.970	2.333
每股净资产	15.958	17.367	18.137	19.383	20.904	22.787
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
<b>回报率</b>						
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%
<b>增长率</b>						
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%
<b>资产管理能力</b>						
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
<b>偿债能力</b>						
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
3	2023-04-01	买入	20.37	N/A

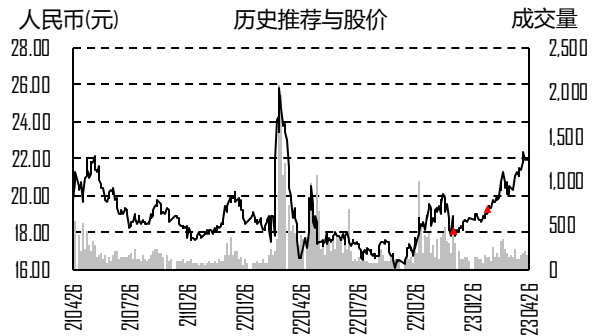
来源：国金证券研究所

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。

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