

上海医药 (601607.SH)

买入 (维持评级)

公司点评

证券研究报告

疫苗减值一过性影响净利，主业强劲增两成

业绩简评

2023年8月29日，公司发布半年报，1H23 营收 1325.92 亿元，同比增长 18.7%；归母/扣非净利润 26/22 亿元，同比下降 29.38%/17.96%。剔除 1H22 公司子公司青春宝搬迁收益和 1H23 上药康希诺计提资产减值的影响，公司 1H23 实现归母净利润 30.76 亿元，同比增长 9.34%。

经营分析

去年同期青春宝搬迁收益叠加上药康希诺减值一过性影响净利，制药板块利润 13.28 亿元，同比增长 20.29%。(1) 公司 1H23，医药工业营收 146.99 亿元，同比增长 12.64%；医药商业营收 1,178.93 亿元，同比增长 19.50%。(2) 上半年公司实际归母净利润 30.76 亿元，受到如前文所述青春宝和上药康希诺一过性影响，表观归母净利为 26 亿元。

研发加力，创新药推进；中药拓展，老字号品牌蓄势待发。(1) 公司 1H23 研发投入 12.18 亿元，同比增加 25.91%。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) 1H23，公司中药板块收入 51.2 亿元，同比增长 21.64%。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 9 个中药核心品牌。我们认为，公司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) 1H23，公司医药商业中的创新药板块销售同比增幅约 24%，成功引入 14 个进口总代品种；进口疫苗总代业务逐渐回升，同比增长 15.7%；器械、大健康等非药业务销售约 204 亿，同比增长约 22.16%。(2) 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。

盈利预测、估值与评级

我们判断，医药反腐等对不同药企的影响会有所分化，需要跟踪 2023 年 3 到 4 季度的变化。目前，我们维持营收预测，预计公司 2023/24/25 年实现营收 2572/2856/3198 亿元，同比增长 11%/11%/12%。考虑到资产处置等一过性影响，下调 2023 年利润预测，预计公司 2023/24/25 年归母净利润 56/69/80 亿元，同比增长-1.01%/23.75%/15.76%。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

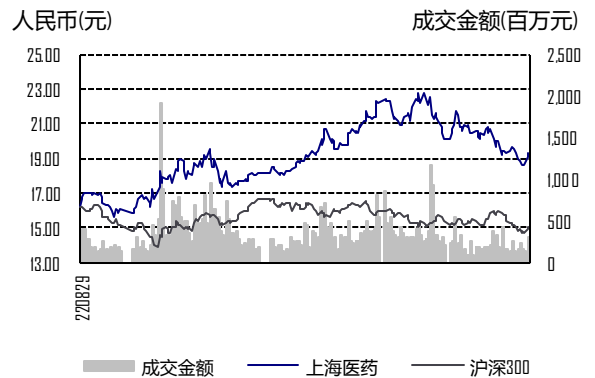
分析师：赵海春 (执业 S1130514100001)

zhaohc@gjzq.com.cn

市价 (人民币)：19.29 元

相关报告：

- 1.《上海医药公司点评：全球原研高血压新药，中国上市申请获受理》，2023.6.21
- 2.《上海医药公司点评：疫后修复增长强劲，创新与国际化布局推进》，2023.4.27
- 3.《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



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	5,560	6,881	7,966
归母净利润增长率	13.28%	10.28%	-1.01%	23.75%	15.76%
摊薄每股收益(元)	1.792	1.519	1.501	1.858	2.151
每股经营性现金流净额	1.78	1.28	2.38	2.09	2.15
ROE(归属母公司)(摊薄)	10.32%	8.38%	7.84%	9.03%	9.66%
P/E	11.09	11.74	12.69	10.26	8.86
P/B	1.14	0.98	0.99	0.93	0.86

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)							资产负债表 (人民币百万元)							
	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E		2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E	
主营业务收入	191,909	215,824	231,981	257,208	285,576	319,845	货币资金	22,296	22,390	27,401	29,707	32,975	36,956	
增长率		12.5%	7.5%	10.9%	11.0%	12.0%	应收款项	57,531	63,425	72,762	75,499	83,826	93,885	
主营业务成本	-164,474	-187,281	-201,495	-222,113	-246,131	-275,666	存货	24,088	27,104	34,460	33,932	37,601	42,113	
%销售收入	85.7%	86.8%	86.9%	86.4%	86.2%	86.2%	其他流动资产	3,647	3,575	14,890	14,508	14,885	15,349	
毛利	27,435	28,543	30,486	35,096	39,445	44,179	流动资产	107,563	116,494	149,513	153,646	169,287	188,303	
%销售收入	14.3%	13.2%	13.1%	13.6%	13.8%	13.8%	%总资产	72.1%	71.3%	75.5%	75.8%	77.6%	79.5%	
营业税金及附加	-593	-666	-716	-797	-885	-992	长期投资	8,068	10,947	11,936	11,918	11,918	11,918	
%销售收入	0.3%	0.3%	0.3%	0.3%	0.3%	0.3%	固定资产	12,634	13,801	14,454	13,801	12,677	11,575	
销售费用	-12,865	-13,318	-14,279	-15,947	-17,563	-19,670	%总资产	8.5%	8.4%	7.3%	6.8%	5.8%	4.9%	
%销售收入	6.7%	6.2%	6.2%	6.2%	6.2%	6.2%	无形资产	17,177	17,977	18,385	18,876	19,339	19,775	
管理费用	-4,732	-5,143	-4,992	-5,659	-6,283	-7,037	非流动资产	41,623	46,941	48,622	49,128	48,924	48,693	
%销售收入	2.5%	2.4%	2.2%	2.2%	2.2%	2.2%	%总资产	27.9%	28.7%	24.5%	24.2%	22.4%	20.5%	
研发费用	-1,657	-1,987	-2,112	-2,443	-2,941	-3,294	资产总计	149,186	163,436	198,135	202,775	218,211	236,997	
%销售收入	0.9%	0.9%	0.9%	1.0%	1.0%	1.0%	短期借款	29,107	23,097	31,000	30,474	31,326	32,757	
息税前利润 (EBIT)	7,589	7,428	8,387	10,249	11,773	13,186	应付款项	49,935	55,058	68,040	67,879	75,228	84,255	
%销售收入	4.0%	3.4%	3.6%	4.0%	4.1%	4.1%	其他流动负债	9,091	13,670	11,651	11,625	12,369	13,139	
财务费用	-1,240	-1,245	-1,313	-1,793	-1,728	-1,732	流动负债	88,133	91,824	110,691	109,977	118,923	130,152	
%销售收入	0.6%	0.6%	0.6%	0.7%	0.6%	0.5%	长期贷款	1,184	7,158	6,260	6,260	6,260	6,260	
资产减值损失	-859	-140	-644	0	0	0	其他长期负债	5,128	5,387	3,182	3,439	3,513	3,567	
公允价值变动收益	117	-206	219	0	0	0	负债	94,445	104,369	120,133	119,676	128,696	139,979	
投资收益	932	1,733	453	-300	0	0	普通股股东权益	45,355	49,359	67,063	70,959	76,176	82,478	
%税前利润	13.0%	21.3%	5.1%	n.a	0.0%	0.0%	其中：股本	2,842	2,842	3,698	3,698	3,698	3,698	
营业利润	7,184	8,205	9,015	8,830	10,545	11,953	未分配利润	25,054	28,599	32,480	36,376	41,593	47,895	
营业利润率	3.7%	3.8%	3.9%	3.4%	3.7%	3.7%	少数股东权益	9,386	9,707	10,939	12,139	13,339	14,539	
营业外收支	-9	-62	-206	-50	-50	-50	负债股东权益合计	149,186	163,436	198,135	202,775	218,211	236,997	
税前利润	7,175	8,144	8,808	8,780	10,495	11,903	比率分析		2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
利润率	3.7%	3.8%	3.8%	3.4%	3.7%	3.7%	每股指标							
所得税	-1,570	-1,869	-1,816	-2,019	-2,414	-2,738	每股收益	1.582	1.792	1.519	1.501	1.858	2.151	
所得税率	21.9%	23.0%	20.6%	23.0%	23.0%	23.0%	每股净资产	15.958	17.367	18.137	19.161	20.570	22.272	
净利润	5,605	6,275	6,992	6,760	8,081	9,166	每股经营现金净流	2.408	1.781	1.283	2.381	2.090	2.153	
少数股东损益	1,109	1,181	1,375	1,200	1,200	1,200	每股股利	0.440	0.480	0.420	0.450	0.450	0.450	
归属于母公司的净利润	4,496	5,093	5,617	5,560	6,881	7,966	回报率							
净利率	2.3%	2.4%	2.4%	2.2%	2.4%	2.5%	净资产收益率	9.91%	10.32%	8.38%	7.84%	9.03%	9.66%	
现金流量表 (人民币百万元)							总资产收益率	3.02%	3.12%	2.84%	2.74%	3.15%	3.36%	
	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E	投入资本收益率	6.90%	6.34%	5.72%	6.53%	7.08%	7.41%	
净利润	5,605	6,275	6,992	6,760	8,081	9,166	增长率							
少数股东损益	1,109	1,181	1,375	1,200	1,200	1,200	主营业务收入增长率	2.86%	12.46%	7.49%	10.87%	11.03%	12.00%	
非现金支出	3,157	2,466	3,062	1,533	1,570	1,597	EBIT 增长率	2.38%	-2.12%	12.91%	22.20%	14.87%	12.00%	
非经营收益	-138	-116	-762	2,522	2,352	2,431	净利润增长率	10.17%	13.28%	10.28%	-1.01%	23.75%	15.76%	
营运资金变动	-1,780	-3,564	-4,548	-2,013	-4,277	-5,234	总资产增长率	8.62%	9.60%	21.47%	2.34%	7.61%	8.61%	
经营活动现金净流	6,845	5,061	4,743	8,803	7,726	7,960	资产管理能力							
资本开支	-2,626	-3,928	-2,525	-1,234	-816	-816	应收账款周转天数	95.2	93.7	98.2	98.2	98.2	98.2	
投资	-2,364	-1,651	-10,274	6	0	0	存货周转天数	54.3	49.9	55.8	55.8	55.8	55.8	
其他	3,284	-436	326	-289	0	0	应付账款周转天数	71.8	68.3	75.0	75.0	75.0	75.0	
投资活动现金净流	-1,706	-6,016	-12,473	-1,516	-816	-816	固定资产周转天数	20.7	18.4	18.4	14.7	11.5	8.8	
股权募资	142	169	14,123	0	0	0	偿债能力							
债权募资	1,689	4,332	3,836	-543	853	1,431	净负债/股东权益	14.60%	13.31%	0.31%	-3.12%	-5.59%	-7.79%	
其他	-3,092	-2,936	-5,820	-3,973	-3,966	-4,045	EBIT 利息保障倍数	6.1	6.0	6.4	5.7	6.8	7.6	
筹资活动现金净流	-1,261	1,566	12,139	-4,516	-3,113	-2,614	资产负债率	63.22%	63.79%	60.63%	59.02%	58.98%	59.06%	
现金净流量	3,860	561	4,396	2,771	3,797	4,530								

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
4	2023-04-27	买入	21.98	N/A
5	2023-06-21	买入	21.11	N/A

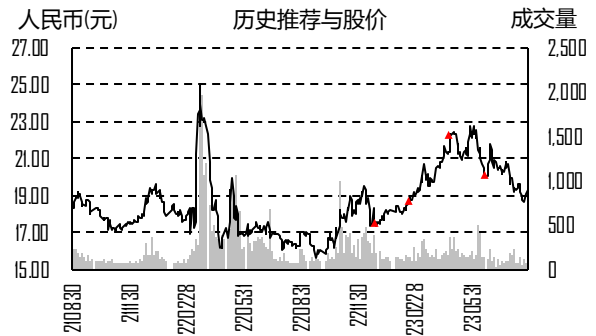
来源：国金证券研究所

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：深圳市福田区金田路 2028 号皇岗商务中心
紫竹国际大厦 7 楼		18 楼 1806