

Q4 业绩加速恢复，医药工业地位稳固

投资要点

- **事件：**公司全年实现营业总收入 1919.1 亿元 (+2.9%)，实现归母净利润 45 亿元 (+10.2%)，扣非归母净利润为 38.2 亿元 (+10.4%)。Q4 收入增速为 12%，Q4 归母净利润增速为 31%，业绩逐季呈现加速恢复的趋势。
- **医药商业：巩固进口代理龙头地位，打通互联网闭环生态。**医药商业收入为 1681.7 亿元 (+3.12%)，贡献利润 25.1 亿元 (+13.2%)。1) 全国总代，引入 17 个进口总代品种，四季度新引进的品种包括：欧适维（塞奈吉明滴眼液）、安吉优（注射用维多珠单抗）。进口疫苗业务实现销售收入 52.3 亿元 (+53.2%)。2) 互联网+：上药云健康 B 轮融资金额达 10.3 亿元，已对接 232 家医院，投资创新医疗支付公司镁信健康，已完成 10 亿元 B 轮融资，打通“互联网+医+药+险”闭环生态模式。
- **医药工业：推进制剂与原料药配套，布局生物医药和高端制剂领域。**医药工业实现收入 237.4 亿元 (+1.1%)，贡献利润 22.5 亿元 (+8.6%)，毛利率为 58.1%，上升 0.6pp。2020 年有 42 个品种销售额过亿，工业进入全球制药企业前 50 强。1) 融产结合：与浙江九洲药业新设合资公司，共同开展高端制剂及改良性药物的开发；与上游原料药优质供应商的深度战略合作，保障公司原料药供应。2) 生物医药和高端制剂：上海生物医药产业基地聚焦治疗性抗体、细胞治疗、基因治疗、微生态等生物医药创新领域，预计 2023 年建成一期；上海医药宝山医药产业园主要落地创新药、改良型新药制剂产品，拟建成国内领先、国际一流的高端制剂超级工厂。此外公司也建立了 2 亿剂的疫苗产能用于生产康希诺疫苗。
- **加大研发投入，创新药即将步入收获期。**2020 年研发投入共计 19.7 亿元，占工业销售收入的 8.3%。I001（“SPH3127 片”）用于治疗原发性轻、中度高血压，启动临床 III 期试验。I001-B（“SPH3127 片”）启动溃疡性结肠炎临床 II 期试验。全人抗 PD-1 单抗“Prolgolimab 注射液”启动临床 III 期试验。B003（“注射用重组抗 HER2 人源化单克隆抗体-MCC-DM1 偶联剂”）完成临床 I 期试验。细胞治疗管线中，已有三个项目处于临床前阶段。此外参股了创新疫苗的研发公司成都威斯克的 A 轮融资，目前新冠疫苗已经完成 II 期临床，即将进入 III 期。
- **盈利预测与投资建议。**预计 2021-2023 年 EPS 分别为 1.81 元、2.10 元、2.42 元，对应 PE 为 11 倍、9 倍、8 倍。考虑公司医药商业进口品种与新冠疫苗放量增长，同时医药工业在保障原料及产能供应下，赢得仿制药核心竞争力，维持“买入”评级。
- **风险提示：**研发进展或不及预期、股权投资风险。

指标/年度	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入 (百万元)	191909.16	214169.94	245262.14	281581.91
增长率	2.86%	11.60%	14.52%	14.81%
归属母公司净利润 (百万元)	4496.22	5147.93	5961.10	6888.70
增长率	10.17%	14.49%	15.80%	15.56%
每股收益 EPS (元)	1.58	1.81	2.10	2.42
净资产收益率 ROE	10.24%	8.92%	9.41%	9.95%
PE	12.19	10.65	9.20	7.96
PB	1.21	1.10	1.00	0.91

数据来源: Wind, 西南证券

西南证券研究发展中心

分析师: 杜向阳
 执业证号: S1250520030002
 电话: 021-68416017
 邮箱: duxy@swsc.com.cn

相对指数表现



数据来源: 聚源数据

基础数据

总股本(亿股)	28.42
流通 A 股(亿股)	19.23
52 周内股价区间(元)	17.39-25.2
总市值(亿元)	548.24
总资产(亿元)	1,491.86
每股净资产(元)	15.96

相关研究

1. 上海医药(601607): 多重利好商业发展, 医药工业再次启航 (2020-10-30)
2. 上海医药(601607): 短期业绩受疫情影响, 股权激励注入增长活力 (2020-04-29)
3. 上海医药(601607): 工业和商业板块表现靓丽, 激励奠定业绩稳定增长 (2020-04-02)

附表：财务预测与估值

利润表（百万元）	2020A	2021E	2022E	2023E	现金流量表（百万元）	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入	191909.16	214169.94	245262.14	281581.91	净利润	5605.26	5297.93	6061.10	6988.70
营业成本	164473.96	184444.29	211035.27	241226.36	折旧与摊销	1657.16	1543.19	1588.19	1633.19
营业税金及附加	592.99	683.20	782.38	898.24	财务费用	1239.58	129.48	148.27	170.23
销售费用	12864.84	15642.14	18035.62	21118.64	资产减值损失	-898.62	500.00	500.00	500.00
管理费用	4731.79	6779.86	7825.44	9573.78	经营营运资本变动	7076.37	-11876.48	-5908.91	-6620.97
财务费用	1239.58	129.48	148.27	170.23	其他	-7835.04	912.48	-1389.99	-751.08
资产减值损失	-898.62	500.00	500.00	500.00	经营活动现金流净额	6844.72	-3493.41	998.66	1920.07
投资收益	976.19	300.00	300.00	300.00	资本支出	-1952.65	-1000.00	-1000.00	-1000.00
公允价值变动损益	116.80	101.77	110.18	108.48	其他	246.97	7.09	-89.82	-91.52
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	-1705.68	-992.91	-1089.82	-1091.52
营业利润	7184.39	6392.75	7345.33	8503.13	短期借款	-2999.50	12538.42	4078.24	3865.88
其他非经营损益	-8.91	220.00	220.00	220.00	长期借款	-4951.91	0.00	0.00	0.00
利润总额	7175.48	6612.75	7565.33	8723.13	股权融资	176.99	0.00	0.00	0.00
所得税	1570.22	1314.82	1504.22	1734.43	支付股利	-1250.52	-899.24	-1029.59	-1192.22
净利润	5605.26	5297.93	6061.10	6988.70	其他	7763.72	-8032.10	151.73	129.77
少数股东损益	1109.05	150.00	100.00	100.00	筹资活动现金流净额	-1261.23	3607.07	3200.38	2803.43
归属母公司股东净利润	4496.22	5147.93	5961.10	6888.70	现金流量净额	3860.19	-879.24	3109.22	3631.98
资产负债表（百万元）	2020A	2021E	2022E	2023E	财务分析指标	2020A	2021E	2022E	2023E
货币资金	22296.23	21416.99	24526.21	28158.19	成长能力	2.86%	11.60%	14.52%	14.81%
应收和预付款项	55426.38	60057.02	69017.61	79488.45	销售收入增长率	15.62%	-11.02%	14.90%	15.76%
存货	24088.26	26639.74	30905.46	35203.70	营业利润增长率	16.03%	-5.48%	14.41%	15.30%
其他流动资产	5752.06	1284.96	1471.51	1689.42	净利润增长率	12.79%	-19.99%	12.60%	13.49%
长期股权投资	6651.06	6651.06	6651.06	6651.06	EBITDA 增长率				
投资性房地产	235.29	235.29	235.29	235.29	获利能力	14.30%	13.88%	13.96%	14.33%
固定资产和在建工程	12227.92	12436.22	12599.52	12717.81	毛利率	9.82%	10.53%	10.60%	10.96%
无形资产和开发支出	16761.35	16051.39	15341.44	14631.48	三费率	2.92%	2.47%	2.47%	2.48%
其他非流动资产	5747.11	6205.58	6664.05	7122.51	净利率	10.24%	8.92%	9.41%	9.95%
资产总计	149185.66	150978.25	167412.14	185897.93	ROE	3.76%	3.51%	3.62%	3.76%
短期借款	20139.19	32677.61	36755.84	40621.72	ROA	9.37%	6.94%	7.03%	7.37%
应付和预收款项	40544.20	46155.91	52368.66	59970.87	ROIC	5.25%	3.77%	3.70%	3.66%
长期借款	1184.08	1184.08	1184.08	1184.08	EB				

分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，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获取任何形式的补偿。

投资评级说明

公司评级

买入：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 20%以上
持有：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 10%与 20%之间
中性：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-10%与 10%之间
回避：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-20%与-10%之间
卖出：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-20%以下

行业评级

强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上
跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间
弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数-5%以下

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知悉范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司客户中的专业投资者使用，若您并非本公司客户中的专业投资者，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告及附录版权为西南证券所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告及附录进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告及附录的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

西南证券研究发展中心

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路 166 号中国保险大厦 20 楼

邮编：200120

北京

地址：北京市西城区南礼士路 66 号建威大厦 1501-1502

邮编：100045

重庆

地址：重庆市江北区桥北苑 8 号西南证券大厦 3 楼

邮编：400023

深圳

地址：深圳市福田区深南大道 6023 号创建大厦 4 楼

邮编：518040

西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	张方毅	高级销售经理	021-68413959	15821376156	zfyi@swsc.com.cn
	吴菲阳	销售经理	021-68415020	16621045018	wfy@swsc.com.cn
	付禹	销售经理	021-68415523	13761585788	fuyu@swsc.com.cn
	黄滢	销售经理	18818215593	18818215593	hying@swsc.com.cn
	蒋俊洲	销售经理	18516516105	18516516105	jiangjz@swsc.com.cn
	刘琦	销售经理	18612751192	18612751192	liuqi@swsc.com.cn
	崔露文	销售经理	15642960315	15642960315	clw@swsc.com.cn
	陈慧琳	销售经理	18523487775	18523487775	chhl@swsc.com.cn
	王昕宇	销售经理	17751018376	17751018376	wangxy@swsc.com.cn
北京	李杨	地区销售总监	18601139362	18601139362	yfly@swsc.com.cn
	张岚	高级销售经理	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	彭博	销售经理	13391699339	13391699339	pbyf@swsc.com.cn
广深	王湘杰	地区销售副总监	0755-26671517	13480920685	wxj@swsc.com.cn
	林芷璇	高级销售经理	15012585122	15012585122	linzw@swsc.com.cn
	陈慧玲	高级销售经理	18500709330	18500709330	chl@swsc.com.cn
	谭凌岚	销售经理	13642362601	13642362601	tl@swsc.com.cn
	郑龔	销售经理	18825189744	18825189744	zhengyan@swsc.com.cn