

业绩增长超预期, 创新药研发进程加速

投资要点

- **业绩点评:** 2021H1 公司实现营业收入 1052.4 亿元(+20.7%), 归母净利润 35.7 亿元(+46.1%)。实现扣非归母净 25.5 亿元(同比+16%); 非经常性损益主要来自上药云健康 B 轮融资后出表形成的一次性收益。经营活动现金净流入 21.7 亿元。费用方面, 销售费用率 6.4%(-0.6pp), 管理费用率 3%(-0.3pp), 财务费用率 0.6%(-0.22pp), 研发费用率 0.8%(+0.06pp)。
- **工业: 持续加大研发投入, 创新药研发进程加速。** 医药工业实现收入 126 亿元(+7.9%), 贡献利润 12.3 亿元(+4.7%)。上半年研发投入 11.4 亿元, 同比增长 52%, 占工业销售收入 9%, 创新药研发进程加速。上半年, SPH8216 获得 II 期临床批件, SPH3127 新适应症溃疡性结肠炎获得 FDA 临床默许, 进入临床 II 期, 此外另一新适应症糖尿病肾病在中国拟近期在国内启动 II 期临床试验。治疗急性缺血性脑卒中的新药 I037 的 II a 期临床试验达到主要安全性终点, 表现良好安全性与较好临床效果, 已经向 CDE 提交 II 期临床试验申请, 计划在大陆和全球同步开展两项 II 期临床试验。PD1 宫颈癌和非小细胞肺癌适应症分别获批三期临床批件。截至 2021 年上半年末, 公司已进入临床前及后续研究阶段的创新药管线已有 35 个项目, 其中 24 个项目进入临床或已上市。
- **医药商业: 总代理业务再添重磅品种, 互联网布局成效显著。** 公司医药分销业务实现销售收入 924.9 亿元(+22.6%), 毛利率 6.5%; 医药零售业务实现销售收入 37.1 亿元(-1.6%), 毛利率 13.4%。公司积极优化品种结构, 进一步巩固公司在中国进口药和创新药服务商中的龙头地位。上半年公司成功新获武田、诺和诺德等供应商的多个重磅品种的进口总代资格。公司上半年进口疫苗代理实现收入 22.8 亿元(+4.9%), 主要系二类苗受疫情防控影响, 预计疫情恢复将有望强势反弹。公司作为领投方参股的疫苗研发公司成都威斯克生物医药有限公司已启动新冠疫苗全球多中心的 III 期临床试验。上药云健康与镁信健康打通“互联网+医+药+险”的生态闭环, 推动保险领域与医疗领域深度融合, 截至 2021H1, 镁信健康新上线 40 余个患者福利项目, 新增 32 款健康险产品, 已累计服务 6000 多万张保险保单, “沪惠保”上线后, 参保人数突破 739 万人。
- **白药战投加入, 中药板块有望迎来快速发展。** 公司中药板块销售收入约为工业板块整体收入三分之一, 其中有 12 个过亿元中药品种(2020 年)。2021 年上半年公司中药板块销售收入同比增长 18%。云南白药战投加入后将推动公司中药产品发展更上一步台阶。5 月, 公司联合白药、天药共同签署战略合作框架协议, 共建“云天上·复兴中华优秀传统中医药产业联盟”, 公司未来也将梳理 8 个拟将重点培养的大品种, 其中包括八宝丹等经典名方, 将有望重新焕发生机。
- **盈利预测与投资建议。** 预计 2021-2023 年 EPS 分别为 2.27 元、2.66 元、3.09 元, 对应 PE 为 9 倍、7 倍、6 倍。考虑公司医药工业逐渐步入收获期, 互联网医疗及总代理业务快速发展, 维持“买入”评级。
- **风险提示:** 研发进展不及预期、药品降价风险。

指标/年度	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	191909.16	215828.50	242572.11	273313.54
增长率	2.86%	12.46%	12.39%	12.67%
归属母公司净利润(百万元)	4496.22	6442.73	7556.99	8769.90
增长率	10.17%	43.29%	17.29%	16.05%
每股收益 EPS(元)	1.58	2.27	2.66	3.09
净资产收益率 ROE	10.24%	10.86%	11.42%	11.92%
PE	12.29	8.58	7.31	6.30
PB	1.22	1.08	0.96	0.85

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)	17.78-23.24
总市值(亿元)	552.79
总资产(亿元)	1,584.22
每股净资产(元)	16.79

相关研究

1. 上海医药(601607): 引入云南白药战投, 强强联合共促发展 (2021-05-16)
2. 上海医药(601607): Q1 增长超预期, 创新药即将步入收获期 (2021-04-29)
3. 上海医药(601607): Q4 业绩加速恢复, 医药工业地位稳固 (2021-03-31)
4. 上海医药(601607): 多重利好商业发展, 医药工业再次启航 (2020-10-30)

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	215828.50	242572.11	273313.54	净利润	5605.26	6592.73	7656.99	8869.90
营业成本	164473.96	184887.90	207724.79	233729.06	折旧与摊销	1657.16	1543.19	1588.19	1633.19
营业税金及附加	592.99	688.49	773.80	871.86	财务费用	1239.58	130.48	146.65	165.23
销售费用	12864.84	15971.31	17950.34	20225.20	资产减值损失	-898.62	500.00	500.00	500.00
管理费用	4731.79	6043.20	6549.45	7379.47	经营营运资本变动	5913.58	-12425.77	-5293.05	-5738.70
财务费用	1239.58	130.48	146.65	165.23	其他	-6672.25	342.25	-1997.16	-388.99
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	-3317.12	2601.62	5040.64
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	8008.89	9337.28	10851.20	短期借款	-2999.50	12529.00	2297.76	501.66
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	8228.89	9557.28	11071.20	股权融资	176.99	0.00	0.00	0.00
所得税	1570.22	1636.16	1900.28	2201.30	支付股利	-1250.52	-899.24	-1288.55	-1511.40
净利润	5605.26	6592.73	7656.99	8869.90	其他	7763.72	-8033.11	153.35	134.77
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	3596.65	1162.56	-874.97
归属母公司股东净利润	4496.22	6442.73	7556.99	8769.90	现金流量净额	3860.19	-713.38	2674.36	3074.14
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	21582.85	24257.21	27331.35	成长能力				
应收和预付款项	55426.38	60508.59	68246.69	77148.60	销售收入增长率	2.86%	12.46%	12.39%	12.67%
存货	24088.26	27430.43	31889.17	35370.48	营业利润增长率	15.62%	11.48%	16.59%	16.21%
其他流动资产	5752.06	1294.91	1455.37	1639.81	净利润增长率	16.03%	17.62%	16.14%	15.84%
长期股权投资	6651.06	6651.06	6651.06	6651.06	EBITDA 增长率	12.79%	-3.95%	14.35%	14.25%
投资性房地产	235.29	235.29	235.29	235.29	获利能力				
固定资产和在建工程	12227.92	12436.22	12599.52	12717.81	毛利率	14.30%	14.34%	14.37%	14.48%
无形资产和开发支出	16761.35	16051.39	15341.44	14631.48	三费率	9.82%	10.26%	10.16%	10.16%
其他非流动资产	5747.11	6205.58	6664.05	7122.51	净利率	2.92%	3.05%	3.16%	3.25%
资产总计	149185.66	152396.32	167339.79	182848.41	ROE	10.24%	10.86%	11.42%	11.92%
短期借款	20139.19	32668.18	34965.94	35467.60	ROA	3.76%	4.33%	4.58%	4.85%
应付和预收款项	40544.20	46275.06	51555.51	58110.49	ROIC	9.37%	8.58%	8.79%	9.36%
长期借款	1184.08	1184.08	1184.08	1184.08	EBITDA/销售收入	5.25%	4.49%	4.56%	4.63%
其他负债	32577.46	11569.37	12566.19	13659.66	营运能力				
负债合计	94444.93	91696.68	100271.72	108421.82	总资产周转率	1.34	1.43	1.52	1.56
股本	2842.09	2842.09	2842.09	2842.09	固定资产周转率	19.25	20.37	22.50	25.03
资本公积	15897.59	15897.59	15897.59	15897.59	应收账款周转率	3.76	3.87	3.89	3.90
留存收益	26880.41	32423.90	38692.35	45950.85	存货周转率	6.45	6.89	6.89	6.90
归属母公司股东权益	45354.68	51163.58	57432.02	64690.53	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	109.43%	—	—	—
少数股东权益	9386.05	9536.05	9636.05	9736.05	资本结构				
股东权益合计	54740.73	60699.63	67068.08	74426.58	资产负债率	63.31%	60.17%	59.92%	59.30%
负债和股东权益合计	149185.66	152396.32	167339.79	182848.41	带息债务/总负债	22.58%	36.92%	36.05%	33.80%
					流动比率	1.22	1.30	1.35	1.40
					速动比率	0.95	0.98	1.01	1.05
					股利支付率	27.81%	13.96%	17.05%	17.23%
业绩和估值指标	2020A	2021E	2022E	2023E	每股指标				
EBITDA	10081.13	9682.56	11072.11	12649.62	每股收益	1.58	2.27	2.66	3.09
PE	12.29	8.58	7.31	6.30	每股净资产	15.96	18.00	20.21	22.76
PB	1.22	1.08	0.96	0.85	每股经营现金	2.41	-1.17	0.92	1.77
PS	0.29	0.26	0.23	0.20	每股股利	0.44	0.32	0.45	0.53
EV/EBITDA	5.68	6.35	5.48	4.55					
股息率	2.26%	1.63%	2.33%	2.73%					

数据来源: Wind, 西南证券

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
行业评级	卖出：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-20%以下
	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情范围内，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	zfy@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
	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	地区销售副总监	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	陈含月	销售经理	13021201616	13021201616	chhy@swsc.com.cn
	彭博	销售经理	13391699339	13391699339	pbyf@swsc.com.cn
	王兴	销售经理	13167383522	13167383522	wxing@swsc.com.cn
	来趣儿	销售经理	15609289380	15609289380	lqe@swsc.com.cn
广深	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
	郑龔	销售经理	18825189744	18825189744	zhengyan@swsc.com.cn
	杨新意	销售经理	17628609919	17628609919	yxy@swsc.com.cn