

商业收入超预期增长，利润低于预期

——上海医药(601607.SH)中报点评

核心观点：

- **事件：**公司发布 2023 年半年报，公司 2023H1 实现营业收入 1325.92 亿元，同比增长 18.70%，归母净利润 26.10 亿元，同比下降 29.38%，扣非净利润 21.99 亿元，同比下降 17.96%，剔除去年同期青春宝 10 亿元搬迁收益及本期上药康希诺计提 4 亿元资产减值准备等一次性特殊损益的影响，上半年归母净利润 30.76 亿元，同比增长 9.34%；经营性现金流净流入 16.38 亿元，较去年同期-5.56 亿元大幅增长。23Q2 单季实现营业收入 663.66 亿元，同比增长 21.08%，归母净利润 10.92 亿元，同比下降 55.32%，扣非净利润 8.42 亿元，同比下降 41.15%
- **收入增速超预期，利润显著低于预期主要是一性因素。**营收端超预期增长，但利润端 Q2 大幅下滑，主要是一性因素：1) 上药康希诺因新冠疫苗需求大幅下降、同时承接 CDMO 业务有较大不确定性，资产减值预计影响上药利润 4-5 亿；2) Q2 因应收账款周期拉长致信用资产减值同比多增 1.2 亿；3) 研发费用投入高增长，同比多投 1.2 亿。收入分板块看，2023H1 医药工业实现收入 146.99 亿元，同比增长 12.64%；贡献利润 13.28 亿元，同比增长 20.29%。医药商业实现收入 1178.93 亿元，同比增长 19.50%；贡献利润 17.70 亿元，同比增长 1.43%。主要参股企业贡献利润 3.44 亿元，同比增长 2.69%。在医药流通板块，公司 2023H1 创新药销售同比增长 24.0%，引入进口总代品种 14 个；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 亿元，同比增长 22.16%。
- **稳步推进创新研发，深挖中药品牌价值。**2023H1 公司研发投入 12.18 亿元，同比增长 25.91%。新药管线共计 64 项，其 X842 针对反流性食管炎适应症的上市申请于今年 2 月获受理，中 I001 片针对高血压适应症的上市申请于今年 6 月获受理，公司引进的针对胃酸疾病的 2 类新药信维宁于本年 5 月正式商业化。2023H1 公司中药板块收入 51.20 亿元，同比增长 21.64%。公司旗下拥有 8 家中药企业，9 个核心品牌，中药资源价值丰厚，其中养心氏片是心脏康复规范诊疗的中成药第一品牌，冠心宁片可作为心血管疾病的二级预防用药。未来公司将紧抓中药行业发展机遇，基于自身优势深挖中药品牌价值。
- **投资建议：**上海医药作为工商一体的综合性大型药企，医药工业领域创新管线逐步兑现，中药品种资源丰富。我们看好国企改革潜力，考虑到资产减值影响，我们预计公司 2023-2025 年归母净利润分别为 52.34/63.06/69.48 亿元，同比增长-6.82%/20.48%/10.18%，EPS 分别 1.41 元、1.70 元、1.88 元，当前股价对应 2023-2025 年 PE 12.6/10.5/9.5 倍，维持“推荐”评级。
- **风险提示：**药品集采降价高于预期的风险、混改整合进度不及预期的风险、新药研发失败的风险等。

上海医药(601607.SH)

推荐(维持评级)

合理估值区间：21.15-25.38 元

分析师

程培

☎：021-20257805

✉：chengpei_yj@chinastock.com.cn

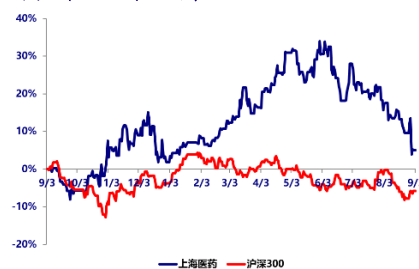
分析师登记编码：S0130522100001

市场数据

2023-09-03

A 股收盘价(元)	17.84
A 股一年内最高价(元)	23.28
A 股一年内最低价(元)	15.54
沪深 300	3791.49
市盈率(2022)	14.58
总股本(万股)	370329.77
实际流通 A 股(万股)	193151.66
限售的流通 A 股(万股)	85270.84
流通 A 股市值(亿元)	344.58

相对沪深 300 表现图



资料来源：wind，中国银河证券研究院

相关研究

2023-04-27 上海医药 2023 年一季度报点评：诊疗复苏带动业绩好转，创新研发步入收获期；
2023-03-31 上海医药 2023 年年报点评：业绩稳健增长，改革效果逐步显现。

主要财务指标

	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入（百万元）	231981.30	267431.61	290447.40	312030.05
收入增长率%	7.49	15.28	8.61	7.43
归母净利润（百万元）	5617.15	5234.28	6306.02	6947.77
利润增速%	10.28	-6.82	20.48	10.18
毛利率%	13.14	12.65	12.71	12.73
摊薄 EPS(元)	1.52	1.41	1.70	1.88
PE	11.76	12.62	10.48	9.51
PB	0.99	0.94	0.87	0.79
PS	0.28	0.25	0.23	0.21

资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

公司财务预测表

资产负债表（百万元）				2022A	2023E	2024E	2025E	利润表（百万元）				2022A	2023E	2024E	2025E
流动资产				149512.87	159330.68	175105.04	191385.53	营业收入				231981.30	267431.61	290447.40	312030.0
现金				27401.40	29662.87	35254.57	41969.02	营业成本				201494.92	233602.48	253527.97	272314.1
应收账款				66759.85	71974.66	78168.97	83977.57	营业税金及附加				716.27	825.73	896.80	963.43
其它应收款				2574.81	2878.54	3126.27	3358.58	营业费用				14278.97	16313.33	17572.07	18721.80
预付账款				3867.58	4483.87	4866.33	5226.92	管理费用				4991.69	5754.50	6249.74	6714.15
存货				34460.22	35687.16	38731.15	41601.09	财务费用				1313.19	1057.08	1094.65	1065.62
其他				14449.01	14643.58	14957.76	15252.37	资产减值损失				-331.47	0.00	0.00	0.00
非流动资产				48622.03	49856.98	50866.56	51793.34	公允价值变动收益				218.74	0.00	0.00	0.00
长期投资				9232.64	9232.64	9232.64	9232.64	投资净收益				533.12	267.43	1016.57	1092.11
固定资产				11539.29	13071.22	14306.04	15312.49	营业利润				9014.65	8357.97	10038.58	11044.92
无形资产				6244.14	6544.14	6844.14	7144.14	营业外收入				32.78	50.00	50.00	50.00
其他				21605.96	21008.98	20483.74	20104.06	营业外支出				239.08	200.00	200.00	200.00
资产总计				198134.90	209187.66	225971.60	243178.87	利润总额				8808.35	8207.97	9888.58	10894.92
流动负债				110691.05	118200.11	127754.57	136933.52	所得税				1816.34	1692.53	2039.09	2246.60
短期借款				27750.59	30750.59	33750.59	36750.59	净利润				6992.01	6515.43	7849.49	8648.32
应付账款				45603.81	48016.94	52112.62	55974.11	少数股东损益				1374.86	1281.15	1543.47	1700.55
其他				37336.65	39432.59	41891.36	44208.82	归属母公司净利润				5617.15	5234.28	6306.02	6947.77
非流动负债				9441.40	8784.79	8164.79	7544.79	EBITDA				10868.14	11046.33	12853.65	13913.76
长期借款				6259.80	5759.80	5259.80	4759.80	EPS（元）				1.52	1.41	1.70	1.88
其他				3181.61	3024.99	2904.99	2784.99								
负债合计				120132.45	126984.90	135919.36	144478.31	主要财务比率				2022A	2023E	2024E	2025E
少数股东权益				10939.45	12220.60	13764.07	15464.61	营业收入				7.49%	15.28%	8.61%	7.43%
归属母公司股东权益				67063.01	69982.16	76288.18	83235.95	营业利润				9.86%	-7.28%	20.11%	10.02%
负债和股东权益				198134.90	209187.66	225971.60	243178.87	归属母公司净利润				10.28%	-6.82%	20.48%	10.18%
								毛利率				13.14%	12.65%	12.71%	12.73%
现金流量表（百万元）				2022A	2023E	2024E	2025E	净利率				2.42%	1.96%	2.17%	2.23%
经营活动现金流				4743.36	5460.91	6825.91	7949.44	ROE				8.38%	7.48%	8.27%	8.35%
净利润				6992.01	6515.43	7849.49	8648.32	ROIC				5.76%	5.92%	6.49%	6.53%
折旧摊销				2408.28	1781.28	1870.42	1953.22	资产负债率				60.63%	60.70%	60.15%	59.41%
财务费用				1701.72	1605.11	1687.91	1770.71	净负债比率				154.01%	154.48%	150.93%	146.38%
投资损失				-674.26	-267.43	-1016.57	-1092.11	流动比率				1.35	1.35	1.37	1.40
营运资金变动				-4538.72	-4061.63	-3628.21	-3387.10	速动比率				0.99	1.00	1.02	1.05
其它				-1145.66	-111.85	62.87	56.39	总资产周转率				1.28	1.31	1.33	1.33
投资活动现金流				-12473.12	-2671.63	-1926.30	-1844.29	应收帐款周转率				3.72	3.86	3.87	3.85
资本支出				-2524.53	-2637.60	-2662.87	-2656.39	应付帐款周转率				4.87	4.99	5.06	5.04
长期投资				-10274.18	-250.00	-250.00	-250.00	每股收益				1.52	1.41	1.70	1.88
其他				325.58	215.97	986.57	1062.11	每股经营现金				1.28	1.47	1.84	2.15
筹资活动现金流				12138.59	-526.85	692.09	609.29	每股净资产				18.11	18.90	20.60	22.48
短期借款				5236.01	3000.00	3000.00	3000.00	P/E				11.76	12.62	10.48	9.51
长期借款				-897.95	-500.00	-500.00	-500.00	P/B				0.99	0.94	0.87	0.79
其他				7800.53	-3026.85	-1807.91	-1890.71	EV/EBITDA				7.09	7.09	5.84	5.09
现金净增加额				4396.39	2261.48	5591.70	6714.44	PS				0.28	0.25	0.23	0.21

数据来源：公司公告，中国银河证券研究院

分析师简介及承诺

程培，银河证券医药首席分析师，上海交通大学生物化学与分子生物学硕士，7年医学检验行业+6年医药行业研究经验，公司研究深入细致，对医药行业政策和市场营销实务非常熟悉。此前作为团队核心成员，获得新财富最佳分析师医药行业2022年第4名、2021年第5名、2020年入围，2021年上海证券报最佳分析师第2名，2019年Wind“金牌分析师”医药行业第1名，2018年第一财经最佳分析师医药行业第1名等荣誉。

本人承诺，以勤勉的执业态度，独立、客观地出具本报告，本报告清晰准确地反映本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告的具体推荐或观点直接或间接相关。

评级标准

行业评级体系

未来6-12个月，行业指数相对于基准指数（沪深300指数）

推荐：预计超越基准指数平均回报20%及以上。

谨慎推荐：预计超越基准指数平均回报。

中性：预计与基准指数平均回报相当。

回避：预计低于基准指数。

公司评级体系

未来6-12个月，公司股价相对于基准指数（沪深300指数）

推荐：预计超越基准指数平均回报20%及以上。

谨慎推荐：预计超越基准指数平均回报。

中性：预计与基准指数平均回报相当。

回避：预计低于基准指数。

免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券）向其客户提供。银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。若您并非银河证券客户中的专业投资者，为保证服务质量、控制投资风险，应首先联系银河证券机构销售部门或客户经理，完成投资者适当性匹配，并充分了解该项服务的性质、特点、使用的注意事项以及若不当使用可能带来的风险或损失。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资咨询建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告而取代自我独立判断。银河证券认为本报告资料来源是可靠的，所载内容及观点客观公正，但不担保其准确性或完整性。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。银河证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券书面授权许可，任何机构或个人不得以任何形式转发、转载、翻版或传播本报告。特提醒公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告。

本报告版权归银河证券所有并保留最终解释权。

联系方式

中国银河证券股份有限公司 研究院

深圳市福田区金田路3088号中洲大厦20层

上海浦东新区富城路99号震旦大厦31层

北京市丰台区西营街8号院1号楼青海金融大厦

公司网址：www.chinastock.com.cn

机构请致电：

深广地区：苏一耘 0755-83479312 suyiyun_yj@chinastock.com.cn

程曦 0755-83471683 chengxi_yj@chinastock.com.cn

上海地区：李洋洋 021-20252612 liyanyang_yj@chinastock.com.cn

陆韵如 021-60387901 luyunru_yj@chinastock.com.cn

北京地区：田薇 010-80927721 tianwei@chinastock.com.cn

唐嫚玲 010-80927722 tangmanling_bj@chinastock.com.cn