

# 上海医药 (601607.SH)

买入 (维持评级)

## 公司点评

证券研究报告

### 创新药与中药板块同比高增，转型提速中

#### 业绩简评

2023年10月27日，公司发布三季报，1~3Q23 营收、归母和扣非归母净利润分别为 1975.08、37.97 和 33.04 亿元，同比增长 13.11%、-21.13%和-10.64%；3Q23 单季度，此三项分别为 649.16、11.87 和 11.05 亿元，同比增长 3.2%、6.14%和 8.66%。业绩符合预期。

#### 经营分析

剔除一次性特殊损益影响后，公司归母净利润同比增长 8.57%。

(1) 由于上年同期青春宝搬迁收益以及上药康希诺计提资产减值准备影响，前三季度公司归母净利润 37.97 亿元，剔除一次性损益后归母净利润 42.65 亿，同比增长 8.57%。(2) 前三季度工业贡献利润 18.13 亿 (+9.72%)，商业贡献利润 26.26 亿 (+8.8%)，剔除上药康希诺影响后参股企业贡献利润 4.61 亿 (-3.54%)。

**单季新增 3 项新药管线，持续推进中药大品种。**(1) 三季度公司新增 3 项新药管线；其中 2 项为创新药，包括口服微生态活菌制剂 WST04 拟用于治疗晚期恶性实体瘤，新药临床 (IND) 申请于 9 月获受理；免疫调节剂 I035 拟用于抑制肠道的炎症反应和增强肠道的免疫调节，IND 申请于 9 月获受理。另外新增 2 个一致性评价品种。(2) 截至三季度末，公司已有 1001 片、X842 和 B019 这 3 项新药提交上市申请，累计得获批一致性评价的产品累计增加到 55 个品种。(3) 中药六大品种养心氏片、瘀血痹胶囊、冠心宁片、八宝丹、胃复春、银杏酮酯的循证医学研究持续推进，病例入组数进一步增加。其中前三季度中药营收 74.72 亿元同比增长 16.51%。

**打造创新药服务平台，上药云健康完成 5 亿 C 轮融资。**(1) 公司升级医药流通供应链板块，为全球医药企业创新产品提供涵盖上市前合作、进出口服务、全国流通、创新增值四大领域的全供应链一站式管理服务。其中 2023 年前三季度，公司创新药板块销售同比增幅 21%，成功签约 21 个进口总代品种。(2) 发力“互联网+”医药商业科技领域，上药云健康近日完成 5 亿元 C 轮融资。

#### 盈利预测、估值与评级

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%，归母净利润 58/70/80 亿元，同比增长 3.47%/19.89%/14.54%。维持“买入”评级。

#### 风险提示

创新药以及中药大品种推进不达预期、战略合作不及预期等风险。

#### 医药组

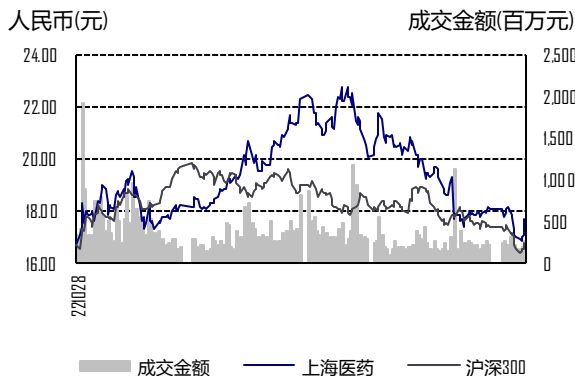
分析师：赵海春 (执业 S1130514100001)

zhaohc@gjzq.com.cn

市价 (人民币)：17.67 元

#### 相关报告：

- 1.《上海医药公司点评：疫苗减值一过性影响净利，主业强劲增两成》，2023.8.30
- 2.《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
- 3.《上海医药公司点评：疫后修复增长强劲，创新与国际布局推进》，2023.4.27



#### 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	5,812	6,968	7,982
归母净利润增长率	13.28%	10.28%	3.47%	19.89%	14.54%
摊薄每股收益(元)	1.792	1.519	1.569	1.882	2.155
每股经营性现金流净额	1.78	1.28	0.72	2.02	2.08
ROE(归属母公司)(摊薄)	10.32%	8.38%	8.24%	9.32%	10.04%
P/E	11.09	11.74	11.26	9.39	8.20
P/B	1.14	0.98	0.93	0.88	0.82

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	-221,456	-246,131	-275,666
%销售收入	85.7%	86.8%	86.9%	86.1%	86.2%	86.2%
<b>毛利</b>	27,435	28,543	30,486	35,752	39,445	44,179
%销售收入	14.3%	13.2%	13.1%	13.9%	13.8%	13.8%
<b>营业税金及附加</b>	-593	-666	-716	-714	-793	-888
%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	-15,098	-16,763	-18,775
%销售收入	6.7%	6.2%	6.2%	5.9%	5.9%	5.9%
<b>管理费用</b>	-4,732	-5,143	-4,992	-5,535	-6,145	-6,882
%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	-2,342	-2,600	-2,912
%销售收入	0.9%	0.9%	0.9%	0.9%	0.9%	0.9%
<b>息税前利润 (EBIT)</b>	7,589	7,428	8,387	12,063	13,144	14,721
%销售收入	4.0%	3.4%	3.6%	4.7%	4.6%	4.6%
<b>财务费用</b>	-1,240	-1,245	-1,313	-2,018	-2,383	-2,614
%销售收入	0.6%	0.6%	0.6%	0.8%	0.8%	0.8%
<b>资产减值损失</b>	-859	-140	-644	-612	-68	-82
<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	-225	0	0
%税前利润	13.0%	21.3%	5.1%	n.a	0.0%	0.0%
<b>营业利润</b>	7,184	8,205	9,015	9,208	10,692	12,026
营业利润率	3.7%	3.8%	3.9%	3.6%	3.7%	3.8%
<b>营业外收支</b>	-9	-62	-206	-37	0	0
<b>税前利润</b>	7,175	8,144	8,808	9,171	10,692	12,026
利润率	3.7%	3.8%	3.8%	3.6%	3.7%	3.8%
<b>所得税</b>	-1,570	-1,869	-1,816	-2,202	-2,567	-2,887
所得税率	21.9%	23.0%	20.6%	24.0%	24.0%	24.0%
<b>净利润</b>	5,605	6,275	6,992	6,969	8,125	9,139
<b>少数股东损益</b>	1,109	1,181	1,375	1,157	1,157	1,157
<b>归属于母公司的净利润</b>	4,496	5,093	5,617	5,812	6,968	7,982
净利率	2.3%	2.4%	2.4%	2.3%	2.4%	2.5%

**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	6,969	8,125	9,139
<b>少数股东损益</b>	1,109	1,181	1,375	1,157	1,157	1,157
<b>非现金支出</b>	3,157	2,466	3,062	1,878	1,611	1,718
<b>非经营收益</b>	-138	-116	-762	2,658	2,821	3,045
<b>营运资金变动</b>	-1,780	-3,564	-4,548	-8,836	-5,064	-6,189
<b>经营活动现金净流</b>	6,845	5,061	4,743	2,669	7,493	7,713
<b>资本开支</b>	-2,626	-3,928	-2,525	-1,190	-1,436	-1,536
<b>投资</b>	-2,364	-1,651	-10,274	774	0	0
<b>其他</b>	3,284	-436	326	-219	0	0
<b>投资活动现金净流</b>	-1,706	-6,016	-12,473	-635	-1,436	-1,536
<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	5,324	3,094	4,198
<b>其他</b>	-3,092	-2,936	-5,820	-4,863	-5,608	-6,238
<b>筹资活动现金净流</b>	-1,261	1,566	12,139	462	-2,514	-2,039
<b>现金净流量</b>	3,860	561	4,396	2,495	3,543	4,137

**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	29,541	32,825	36,775
<b>应收款项</b>	57,531	63,425	72,762	78,718	87,400	97,888
<b>存货</b>	24,088	27,104	34,460	29,992	33,333	37,333
<b>其他流动资产</b>	3,647	3,575	14,890	14,274	14,658	15,117
<b>流动资产</b>	107,563	116,494	149,513	152,525	168,216	187,113
%总资产	72.1%	71.3%	75.5%	76.1%	77.9%	79.7%
<b>长期投资</b>	8,068	10,947	11,936	11,157	11,157	11,157
<b>固定资产</b>	12,634	13,801	14,454	14,581	14,613	14,643
%总资产	8.5%	8.4%	7.3%	7.3%	6.8%	6.2%
<b>无形资产</b>	17,177	17,977	18,385	18,334	18,286	18,239
<b>非流动资产</b>	41,623	46,941	48,622	47,779	47,673	47,572
%总资产	27.9%	28.7%	24.5%	23.9%	22.1%	20.3%
<b>资产总计</b>	149,186	163,436	198,135	200,304	215,889	234,685
<b>短期借款</b>	29,107	23,097	31,000	36,860	39,954	44,153
<b>应付款项</b>	49,935	55,058	68,040	62,939	69,951	78,345
<b>其他流动负债</b>	9,091	13,670	11,651	9,453	9,853	10,299
<b>流动负债</b>	88,133	91,824	110,691	109,252	119,758	132,796
<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	2,145	1,887	1,699
<b>负债</b>	94,445	104,369	120,132	117,657	127,905	140,755
<b>普通股股东权益</b>	45,355	49,359	67,063	70,550	74,731	79,520
其中：股本	2,842	2,842	3,698	3,703	3,703	3,703
未分配利润	25,054	28,599	32,480	35,967	40,148	44,937
<b>少数股东权益</b>	9,386	9,707	10,939	12,096	13,253	14,410
<b>负债股东权益合计</b>	149,186	163,436	198,135	200,304	215,889	234,685

**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	1.569	1.882	2.155
每股净资产	15.958	17.367	18.137	19.051	20.180	21.473
每股经营现金净流	2.408	1.781	1.283	0.721	2.023	2.083
每股股利	0.000	0.000	0.000	0.628	0.753	0.862
<b>回报率</b>						
净资产收益率	9.91%	10.32%	8.38%	8.24%	9.32%	10.04%
总资产收益率	3.01%	3.12%	2.84%	2.90%	3.23%	3.40%
投入资本收益率	6.90%	6.34%	5.72%	7.24%	7.39%	7.70%
<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%	43.83%	8.96%	12.00%
净利润增长率	10.17%	13.28%	10.28%	3.47%	19.89%	14.54%
总资产增长率	8.87%	9.55%	21.23%	1.09%	7.78%	8.71%
<b>资产管理能力</b>						
应收账款周转天数	95.2	93.7	98.2	102.8	102.8	102.8
存货周转天数	54.3	49.9	55.8	50.4	50.4	50.4
应付账款周转天数	71.8	68.3	75.0	74.9	74.9	74.9
固定资产周转天数	20.7	18.4	18.4	16.3	14.4	12.5
<b>偿债能力</b>						
净负债/股东权益	14.60%	13.31%	0.31%	4.79%	4.28%	4.28%
EBIT 利息保障倍数	6.1	6.0	6.4	6.0	5.5	5.6
资产负债率	63.31%	63.86%	60.63%	58.74%	59.25%	59.98%

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
6	2023-08-30	买入	19.29	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：021-80234211	电话：010-85950438	电话：0755-83831378
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn	邮箱：researchbj@gjzq.com.cn	传真：0755-83830558
邮编：201204	邮编：100005	邮箱：researchsz@gjzq.com.cn
地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号 紫竹国际大厦 5 楼	地址：北京市东城区建国门内大街 26 号 新闻大厦 8 层南侧	邮编：518000 地址：深圳市福田区金田路 2028 号皇岗商务中心 18 楼 1806