

## 三季度利润环比改善，商业板块稳步增长

上海医药(601607)

推荐 (维持)

### 核心观点:

- **事件:** 公司发布 2023 年三季报, 公司前三季度实现营业收入 1975.08 亿元, 同比增长 13.11%, 归母净利润 37.97 亿元, 同比下降 21.13%, 扣非净利润 33.04 亿元, 同比下降 10.64%, 剔除青春宝搬迁收益及上药康希诺计提的资产减值准备等一次性特殊损益的影响, 前三季度归母净利润 42.65 亿元, 同比增长 8.57%; 经营性现金流净流入 23.02 亿元, 较去年同期-1.59 亿元大幅增长。
- **23Q3 收入增速放缓, 利润环比改善。** 23Q3 单季实现营业收入 649.16 亿元, 同比增长 3.20%, 环比下降 2.26%; 单季度收入增长放缓主要系集采导致工业单品价格下降, 工业板块收入同比减少 8.96%。归母净利润 11.87 亿元, 同比增长 6.14%, 环比增长 8.70%, 扣非净利润 11.05 亿元, 同比增长 8.66%, 环比大增 31.24%; 利润端环比改善主要在医疗反腐政策影响下, 销售推广活动减少导致单季度销售费用率下降 1.40pct, 成本费用得到控制。
- **工业领域丰富研发管线, 培育中药品种。** 23Q1-Q3 工业板块实现营业收入 208 亿元, 同比增长 5.09%。研发管线持续丰富, 23Q3 新增 3 条新药管线, 其中包括 2 条创新药管线: 1) WST04 作为一款针对恶性实体瘤的口服微生态活菌制剂, 可显著增强免疫检查点抑制剂的抗肿瘤作用; 2) I035 作为一款消化系统的免疫调节剂, 可帮助抑制炎症反应, 改善肠道功能。两款药物均于 2023 年 9 月获得国家药监局 IND 受理, 公司拥有自主研发知识产权, 全球目前尚无同类药物获批上市。23Q1-Q3 工业中药板块实现收入 74.72 亿元, 同比增长 16.51%。公司推进包括养心氏片、瘀血痹胶囊、冠心宁片、八宝丹、胃复春、银杏酮酯在内的六大中药品种的循证医学研究, 进一步培育中药大品种。
- **商业领域业绩稳步增长, 打造服务平台。** 23Q1-Q3 商业板块流通业务实现营收 1771.94 亿元, 同比增长 14.17%; 零售业务实现营收 65.32 亿元, 同比增长 15.00%。公司着力在流通供应链领域打造创新药服务平台, 为全球创新药企业提供涵盖上市前合作、进出口服务、全国流通、创新增值四大业务的全供应链一站式管理服务。目前该平台已具备初步成效, 前三季度公司成功签约 21 个进口总代品种, 创新药板块销售收入同比增长 21%。同时在商业科技领域, 公司的“互联网+”平台上药云健康近日完成 5 亿元 C 轮融资。
- **投资建议:** 上海医药作为工商一体的综合性大型药企, 医药工业领域管线持续丰富, 医药商业领域业绩稳步增长。我们看好国企深化改革的潜力, 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 52.34/62.90/69.32 亿元, 同比增长-6.82%/20.18%/10.20%, EPS 分别 1.41 元、1.70 元、1.87 元, 当前股价对应 2023-2025 年 PE 12.5/10.4/9.4 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。

### 分析师

程培

☎: 021-20257805

✉: chengpei\_yj@chinastock.com.cn

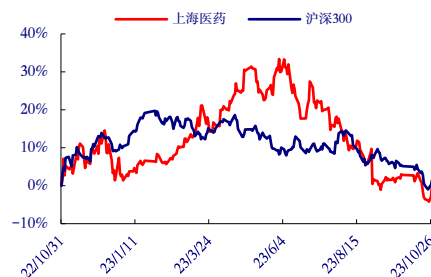
分析师登记编码: S0130522100001

### 市场数据

2023-10-27

股票代码	601607
A 股收盘价(元)	17.67
上证指数	3,017.78
总股本万股	370,330
实际流通 A 股万股	193,152
流通 A 股市值(亿元)	341

### 相对沪深 300 表现图



资料来源: 中国银河证券研究院

### 相关研究

【银河医药】公司点评\_上海医药(601607.SH): 商业收入超预期增长, 利润低于预期 20230903

表1：主要财务指标预测

	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
净利润（百万元）	5617.15	5234.28	6290.31	6931.81
利润增速%	10.28	-6.82	20.18	10.20
毛利率%	13.14	12.65	12.71	12.73
摊薄 EPS(元)	1.52	1.41	1.70	1.87
PE	11.65	12.50	10.40	9.44
PB	0.98	0.94	0.86	0.79
PS	0.28	0.24	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
<b>流动资产</b>	149512.87	158034.97	173789.77	190050.39	营业收入	231981.30	267431.61	290447.40	312030.05
现金	27401.40	28430.81	34002.95	40697.52	营业成本	201494.92	233602.48	253527.97	272314.15
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	1119.29	1090.65
其他	14449.01	14579.94	14894.11	15188.72	资产减值损失	-331.47	0.00	0.00	0.00
<b>非流动资产</b>	48622.03	49688.90	50698.48	51625.26	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	10013.94	11019.89
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	20840.90	20315.65	19935.98	营业外支出	239.08	200.00	200.00	200.00
<b>资产总计</b>	198134.90	207723.87	224488.25	241675.65	利润总额	8808.35	8207.97	9863.94	10869.89
<b>流动负债</b>	110691.05	116902.90	126457.35	135636.30	所得税	1816.34	1692.53	2034.01	2241.44
短期借款	27750.59	30750.59	33750.59	36750.59	净利润	6992.01	6515.43	7829.93	8628.45
应付账款	45603.81	48016.94	52112.62	55974.11	少数股东损益	1374.86	1281.15	1539.62	1696.64
其他	37336.65	38135.37	40594.15	42911.60	归属母公司净利润	5617.15	5234.28	6290.31	6931.81
<b>非流动负债</b>	9441.40	8713.90	8093.90	7473.90	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	1.87
其他	3181.61	2954.10	2834.10	2714.10					
<b>负债合计</b>	120132.45	125616.79	134551.25	143110.20					
少数股东权益	10939.45	12220.60	13760.22	15456.86					
归属母公司股东权益	67063.01	69886.48	76176.78	83108.59					
<b>负债和股东权益</b>	198134.90	207723.87	224488.25	241675.65					

现金流量表(百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
<b>经营活动现金流</b>	4743.36	5447.72	6806.35	7929.57
净利润	6992.01	6515.43	7829.93	8628.45
折旧摊销	2408.28	1781.28	1870.42	1953.22
财务费用	1701.72	1605.11	1687.91	1770.71
投资损失	-674.26	-267.43	-1016.57	-1092.11
营运资金变动	-4538.72	-4061.63	-3628.21	-3387.10
其它	-1145.66	-125.03	62.87	56.39
<b>投资活动现金流</b>	-12473.12	-2484.02	-1926.30	-1844.29
资本支出	-2524.53	-2649.89	-2662.87	-2656.39
长期投资	-10274.18	-250.00	-250.00	-250.00
其他	325.58	415.87	986.57	1062.11
<b>筹资活动现金流</b>	12138.59	-1873.45	692.09	609.29
短期借款	5236.01	3000.00	3000.00	3000.00
长期借款	-897.95	-500.00	-500.00	-500.00
其他	7800.53	-4373.45	-1807.91	-1890.71
<b>现金净增加额</b>	4396.39	1029.41	5572.14	6694.57

数据来源：公司数据 中国银河证券研究院

## 分析师承诺及简介

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。

**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。

## 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

### 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

### 机构请致电：

深广地区：程 曦 0755-83471683 chengxi\_yj@chinastock.com.cn

苏一耘 0755-83479312 suyiyun\_yj@chinastock.com.cn

上海地区：陆韵如 021-60387901 luyunru\_yj@chinastock.com.cn

李洋洋 021-20252671 liyangyang\_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

公司网址：www.chinastock.com.cn

请务必阅读正文最后的中国银河证券股份有限公司免责声明。