

# 上海医药 (601607.SH)

买入 (维持评级)

公司点评  
证券研究报告

## 创新药管线渐丰，中药增长，转型提速中

### 业绩简评

2024年4月27日，公司发布公告，1Q24 营收、归母和扣非归母净利润分别为 701.53、15.42 和 13.75 亿元，同比增长 5.93%、1.62% 和 1.30%。业绩符合预期。

### 经营分析

收入结构优化，中药增长，创新药羽翼渐丰，利润率提升中。(1) 公司 2023 年营收增长 12% 至近 2603 亿元，1Q24 在 1Q23 高基数的基础上再增长 6% 至近 702 亿元；其中，中药板块收入 98 亿元，同比增长 10%。公司拥有六个中华老字号品牌，通过提升终端覆盖、优化商业布局、开发海外市场、拓展销售渠道、开展健康讲座等方式，大幅提升生脉饮、胃复春、六神丸等过亿品种销售收入，2023 年平均增速超 40%。(2) 公司研发持续高投入，2023 年研发投入 26 亿元，1Q24 单季度研发投入 7.15 亿元，同比增加 31%。2023 年度，公司处于临床阶段的新药管线有 68 项；在创新药管线中，3 项已经提交新药上市预申请或正式申请，4 项处于关键性临床。1Q24，公司新药管线再增结直肠癌和精神分裂症用药进展，阿尔茨海默、重症肌无力、视神经脊髓炎等多项管线获得推进。(3) 2023 年度剔除一过性因素影响，公司归母净利润为 49 亿元；即使考虑公司商业和中药的稳健增长和化药价格受到集采影响，我们保守假设 2024 年公司净利润同比增速 4%，当年表观净利润也将有 35% 的高增长。

### 商业大步创新，创新药销售同比增长 33%，推广服务合约额倍增。

(1) 2024 年 1 季度，公司继续推进医药商业板块创新，创新药销售同比增长约 33%，引入 4 个进口总代品种，继续保持进口创新药总代的领先地位。(2) 随着公司与赛诺菲等国际药企的合作加深，公司商业 CSO 合约推广业务增速显著，报告期内公司药品 CSO 合约推广业务实现销售金额约 17 亿元，同比增幅约达 128%；合约产品数量超 60 个，团队成员 1,608 人。(3) 公司进口疫苗终端推广团队的建设，已由 2023 年第一季度的 340 人增加至 720 余人，

### 盈利预测、估值与评级

我们维持营收预测，预计公司 2024/25/26 年实现营收 2915/3265/3657 亿元，持续同比增长 12%；考虑短期集采对化药板块价格的影响，我们下调 2024/25 年归母净利润 27%/20% 至 51/64 亿元，预计 2026 年归母净利润 78 亿元，2024/25/26 年归母净利润同比增长 35%/25%/22%。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

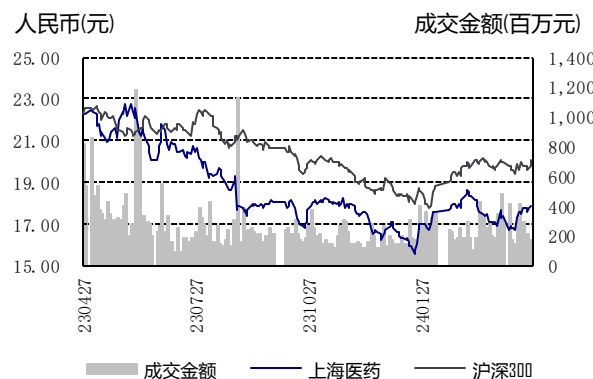
分析师：赵海春 (执业 S1130514100001)

zhaohc@gjzq.com.cn

市价 (人民币)：17.85 元

### 相关报告：

- 《上海医药公司点评：创新药与中药板块同比高增，转型提速中》，2023.10.29
- 《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
- 《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



### 公司基本情况 (人民币)

项目	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	231,981	260,295	291,530	326,514	365,696
营业收入增长率	7.49%	12.20%	12.00%	12.00%	12.00%
归母净利润(百万元)	5,617	3,768	5,102	6,385	7,778
归母净利润增长率	10.28%	-32.92%	35.39%	25.16%	21.81%
摊薄每股收益(元)	1.519	1.017	1.378	1.724	2.100
每股经营性现金流净额	1.28	1.41	0.07	2.43	0.33
ROE(归属母公司)(摊薄)	n.a.	n.a.	n.a.	7.98%	8.86%
P/E	n.a.	n.a.	n.a.	10.35	8.50
P/B	0.98	0.90	0.90	0.83	0.75

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)**

	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
<b>主营业务收入</b>	215,824	231,981	260,295	291,530	326,514	365,696
增长率	12.5%	7.5%	12.2%	12.0%	12.0%	12.0%
<b>主营业务成本</b>	-187,281	-201,495	-228,967	-255,089	-284,067	-316,327
%销售收入	86.8%	86.9%	88.0%	87.5%	87.0%	86.5%
<b>毛利</b>	28,543	30,486	31,328	36,441	42,447	49,369
%销售收入	13.2%	13.1%	12.0%	12.5%	13.0%	13.5%
<b>营业税金及附加</b>	-666	-716	-738	-827	-926	-1,037
%销售收入	0.3%	0.3%	0.3%	0.3%	0.3%	0.3%
<b>销售费用</b>	-13,318	-14,279	-13,902	-15,570	-17,439	-19,532
%销售收入	6.2%	6.2%	5.3%	5.3%	5.3%	5.3%
<b>管理费用</b>	-5,143	-4,992	-5,712	-6,397	-7,836	-9,508
%销售收入	2.4%	2.2%	2.2%	2.2%	2.4%	2.6%
<b>研发费用</b>	-1,987	-2,112	-2,204	-2,507	-3,037	-4,388
%销售收入	0.9%	0.9%	0.8%	0.9%	0.9%	1.2%
<b>息税前利润 (EBIT)</b>	7,428	8,387	8,772	11,140	13,209	14,904
%销售收入	3.4%	3.6%	3.4%	3.8%	4.0%	4.1%
<b>财务费用</b>	-1,245	-1,313	-1,486	-1,814	-1,879	-1,390
%销售收入	n.a.	0.6%	0.6%	0.6%	0.6%	0.4%
<b>资产减值损失</b>	-140	-644	-841	-500	-500	-500
<b>公允价值变动收益</b>	-206	219	405	0	0	0
<b>投资收益</b>	1,733	453	-256	740	740	740
%税前利润	21.3%	5.1%	n.a.	8.2%	6.7%	5.6%
<b>营业利润</b>	8,205	9,015	7,667	9,566	11,571	13,754
营业利润率	3.8%	3.9%	2.9%	3.3%	3.5%	3.8%
<b>营业外收支</b>	-62	-206	-613	-500	-500	-500
<b>税前利润</b>	8,144	8,808	7,054	9,066	11,071	13,254
利润率	3.8%	3.8%	2.7%	3.1%	3.4%	3.6%
<b>所得税</b>	-1,869	-1,816	-1,888	-2,426	-2,962	-3,547
所得税率	23.0%	20.6%	26.8%	26.8%	26.8%	26.8%
<b>净利润</b>	6,275	6,992	5,167	6,640	8,108	9,707
<b>少数股东损益</b>	1,181	1,375	1,399	1,538	1,723	1,930
<b>归属于母公司的净利润</b>	5,093	5,617	3,768	5,102	6,385	7,778
净利率	2.4%	2.4%	1.4%	1.7%	2.0%	2.1%

**现金流量表 (人民币百万元)**

	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
<b>净利润</b>	6,275	6,992	5,167	6,640	8,108	9,707
<b>少数股东损益</b>	1,181	1,375	1,399	1,538	1,723	1,930
<b>非现金支出</b>	2,466	3,062	3,221	607	678	661
非经营收益	-116	-762	995	2,849	6,032	-2,636
营运资金变动	-3,564	-4,548	-4,151	-9,830	-5,837	-6,506
<b>经营活动现金净流</b>	5,061	4,743	5,232	267	8,981	1,226
<b>资本开支</b>	-3,928	-2,525	-2,791	3,749	-709	-809
投资	-1,651	-10,274	-855	0	0	0
其他	-436	326	1,154	740	740	740
<b>投资活动现金净流</b>	-6,016	-12,473	-2,492	4,489	31	-69
股权募资	169	14,123	354	0	0	0
债权募资	4,332	3,836	6,855	1,476	451	43,024
其他	-2,936	-5,820	-6,977	-2,388	-2,350	-1,526
<b>筹资活动现金净流</b>	1,566	12,139	232	-912	-1,899	41,499
<b>现金净流量</b>	561	4,396	2,966	3,844	7,113	42,656

**资产负债表 (人民币百万元)**

	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
<b>货币资金</b>	22,390	27,401	30,518	33,938	37,943	42,513
<b>应收款项</b>	63,425	72,762	80,544	95,783	107,277	120,151
<b>存货</b>	27,104	34,460	36,623	37,270	41,504	46,217
<b>其他流动资产</b>	3,575	14,890	14,749	14,289	14,756	15,277
<b>流动资产</b>	116,494	149,513	162,434	181,280	201,480	224,157
%总资产	71.3%	75.5%	76.6%	80.8%	82.6%	84.1%
<b>长期投资</b>	10,947	11,936	11,145	10,645	10,145	9,645
<b>固定资产</b>	13,801	14,454	15,858	12,388	12,548	12,808
%总资产	8.4%	7.3%	7.5%	5.5%	5.1%	4.8%
<b>无形资产</b>	17,977	18,385	18,229	17,968	17,941	17,927
<b>非流动资产</b>	46,941	48,622	49,539	43,043	42,574	42,222
%总资产	28.7%	24.5%	23.4%	19.2%	17.4%	15.9%
<b>资产总计</b>	163,436	198,135	211,973	224,323	244,054	266,380
<b>短期借款</b>	23,097	31,000	38,524	40,211	37,862	43,024
<b>应付款项</b>	55,058	68,040	72,582	85,602	95,411	106,399
<b>其他流动负债</b>	13,670	11,651	11,266	3,968	4,513	5,123
<b>流动负债</b>	91,824	110,691	122,372	129,781	137,786	154,546
<b>长期贷款</b>	7,158	6,260	5,786	5,786	5,786	5,786
<b>其他长期负债</b>	5,387	3,182	3,488	1,790	5,408	1,266
<b>负债</b>	104,369	120,132	131,646	137,357	148,980	161,598
<b>普通股股东权益</b>	49,359	67,063	68,524	73,626	80,011	87,788
其中：股本	2,842	3,698	3,703	3,703	3,703	3,703
未分配利润	28,599	32,480	33,822	38,924	45,309	53,087
<b>少数股东权益</b>	9,707	10,939	11,802	13,340	15,063	16,993
<b>负债股东权益合计</b>	163,436	198,135	211,973	224,323	244,054	266,380

**比率分析**

	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
<b>每股指标</b>						
每股收益	1.792	1.519	1.017	1.378	1.724	2.100
每股净资产	17.367	18.137	18.504	19.881	21.605	23.705
每股经营现金净流	1.781	1.283	1.413	0.072	2.425	0.331
每股股利	1.169	1.019	1.327	1.460	1.606	1.767
<b>回报率</b>						
净资产收益率	11%	8%	5%	7%	8%	9%
总资产收益率	4%	3%	2%	2%	3%	3%
投入资本收益率	7%	6%	5%	6%	7%	7%
<b>增长率</b>						
主营业务收入增长率	12%	7%	12%	12%	12%	12%
EBIT增长率	-2%	13%	5%	27%	19%	13%
净利润增长率	13%	10%	-33%	35%	25%	22%
总资产增长率	10%	21%	7%	6%	9%	9%
<b>资产管理能力</b>						
应收账款周转天数	101.4	98.2	97.9	110.6	110.6	110.6
存货周转天数	48.4	55.8	56.7	53.3	53.3	53.3
应付账款周转天数	72.5	75.0	74.5	80.5	80.5	80.5
固定资产周转天数	34.1	18.4	17.2	15.5	14.0	12.6
<b>偿债能力</b>						
净负债/股东权益	13%	0%	5%	2%	-5%	-4%
EBIT利息保障倍数	6.0	6.4	5.9	6.1	7.0	10.7
资产负债率	64%	61%	62%	61%	61%	61%

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
买入	0	5	7	7	15
增持	0	2	2	3	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	0.00	1.29	1.22	1.30	1.00

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
7	2023-10-29	买入	17.67	N/A

来源：国金证券研究所

投资评级的说明：

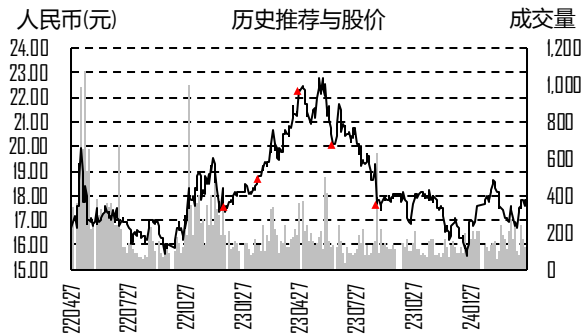
- 买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 15%以上；
- 增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—15%；
- 中性：预期未来 6—12 个月内变动幅度在 -5%—5%；
- 减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以上。

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



**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：0755-86695353
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn	邮箱：researchbj@gjzq.com.cn	邮箱：researchsz@gjzq.com.cn
邮编：201204	邮编：100005	邮编：518000
地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号 紫竹国际大厦 5 楼	地址：北京市东城区建内大街 26 号 新闻大厦 8 层南侧	地址：深圳市福田区金田路 2028 号皇岗商务中心 18 楼 1806