

优化研发项目，提升研发效率

核心观点：

- 事件：**2024年6月8日，上海医药宣布终止四个研发项目的临床试验及后续开发，继一个月前终止三个研发项目后第二次调整新药开发管线。本次四个项目研发投入1.15亿元，加上此前三个项目投入3.22亿元，近期终止的七个项目累计投入4.37亿元。
- 终止前景较弱管线，有利于聚焦资源投入核心项目，降低研发费用投入释放业绩。**公司2023年研发投入26.02亿元，其中研发费用22.04亿元，同比增长4.35%，占工业营收（262.57亿）的比重为8.39%，占2023年扣除一次性特殊损益影响的归母净利润（49.19亿）比重为44.8%，研发投入对归母净利润影响较大。此次终止前景较弱的早期项目，为合理配置研发资源、聚焦优势管线，有利于提升研发费用效率、释放业绩。
- 此次终止项目以早期项目为主，主要包括4个单抗和3个小分子项目。**单抗项目研发投入3.45亿元，占比79%；其中针对乳腺癌的B003处于II期临床入组阶段，治疗B细胞非霍奇金淋巴瘤的B001和针对乳腺癌的B002处于I期临床结束阶段，用于多发性硬化症的B001-A获批IND后未开展临床试验。小分子项目研发投入0.92亿元，占比21%；其中用于乳腺癌/脂肪肉瘤的I022处于II期临床结束阶段，针对晚期实体瘤的I022-K和治疗NSCLC的I010处于I期临床结束阶段；I022和I022-K均为1类创新药，I022本次仅终止针对乳腺癌一线适应症的临床开发，其他适应症的临床试验及后续开发正常进行。
- 管理层换届完成，期待新管理层改革成果。**上海医药2023年实现管理层换届，新董事长、总裁及管理团队均已就任，同时在执委会层面引入云南白药总裁董明先生作为执行董事，混改引入外部监督管理机制。新管理层聚焦工业园区整合、南北商业整合等一系列降本增效工作，有望提升经营活力、逐步释放业绩。
- 投资建议：**上海医药作为工商一体的综合性大型药企，工商板块业务协同造就竞争优势，创新发展战略引领企业转型。我们看好国企深化改革的潜力，预计公司2024-2026年归母净利润分别为55.30/61.72/67.94亿元，同比增长46.76%/11.61%/10.08%，EPS分别1.49元、1.67元、1.83元，当前股价对应2024-2026年PE 12.6/11.3/10.2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)

推荐 (维持)

分析师

程培

☎：021-20257805

✉：chengpei_yj@chinastock.com.cn

分析师登记编码：S0130522100001

研究助理 闫晓松

市场数据

2024-06-07

股票代码	601607
A股收盘价(元)	18.78
上证指数	3,051.28
总股本万股	370,335
实际流通A股万股	193,152
流通A股市值(亿元)	363

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)一季报点评_业绩增长稳健，创新驱动发展

主要财务指标预测

	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	260295.09	284659.95	308695.29	331655.49
收入增长率%	12.21	9.36	8.44	7.44
净利润(百万元)	3768.00	5530.01	6171.88	6794.06
利润增速%	-32.92	46.76	11.61	10.08
毛利率%	12.04	12.69	12.47	12.48
摊薄 EPS(元)	1.02	1.49	1.67	1.83
PE	18.46	12.58	11.27	10.24
PB	1.01	0.94	0.87	0.80
PS	0.27	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)					利润表 (百万元)				
	2023A	2024E	2025E	2026E		2023A	2024E	2025E	2026E
流动资产	162433.86	175197.29	191428.92	207999.51	营业收入	260295.09	284659.95	308695.29	331655.49
现金	30517.71	37363.91	42814.13	49192.35	营业成本	228966.95	248524.66	270191.53	290268.39
应收账款	72933.88	76611.37	83080.07	89259.42	营业税金及附加	738.11	878.93	953.14	1024.03
其它应收款	3381.13	3063.97	3322.68	3569.82	营业费用	13902.19	17364.26	18676.06	19899.33
预付账款	3190.04	4770.29	5186.18	5571.54	管理费用	5711.83	6125.21	6642.39	7136.44
存货	36623.39	37966.80	41276.82	44343.94	财务费用	1485.76	1293.64	1239.52	1213.31
其他	15787.70	15420.95	15749.04	16062.45	资产减值损失	-561.28	0.00	0.00	0.00
非流动资产	49538.67	50667.16	51619.17	52488.38	公允价值变动收益	404.73	0.00	0.00	0.00
长期投资	8351.91	8351.91	8351.91	8351.91	投资净收益	-68.12	284.66	1080.43	1160.79
固定资产	12155.05	13629.42	14806.68	15755.56	营业利润	7667.23	8821.71	9828.24	10803.89
无形资产	6050.84	6350.84	6650.84	6950.84	营业外收入	40.69	50.00	50.00	50.00
其他	22980.87	22334.99	21809.75	21430.07	营业外支出	653.63	200.00	200.00	200.00
资产总计	211972.53	225864.45	243048.09	260487.89	利润总额	7054.30	8671.71	9678.24	10653.89
流动负债	122371.88	130163.31	140284.43	149887.25	所得税	1887.73	1788.16	1995.71	2196.90
短期借款	35560.50	38560.50	41560.50	44560.50	净利润	5166.57	6883.55	7682.52	8456.99
应付账款	47915.01	51084.19	55537.81	59664.60	少数股东损益	1398.57	1353.53	1510.64	1662.93
其他	38896.37	40518.63	43186.12	45662.15	归属母公司净利润	3768.00	5530.01	6171.88	6794.06
非流动负债	9274.56	8638.66	8018.66	7398.66	EBITDA	11354.69	11804.19	12845.74	13877.99
长期借款	5786.15	5286.15	4786.15	4286.15	EPS (元)	1.02	1.49	1.67	1.83
其他	3488.41	3352.50	3232.50	3112.50					
负债合计	131646.44	138801.97	148303.09	157285.90					
少数股东权益	11801.95	13155.48	14666.12	16329.05	主要财务比率	2023A	2024E	2025E	2026E
归属母公司股东权益	68524.14	73906.99	80078.88	86872.94	营业收入	12.21%	9.36%	8.44%	7.44%
负债和股东权益	211972.53	225864.45	243048.09	260487.89	营业利润	-14.95%	15.06%	11.41%	9.93%
					归属母公司净利润	-32.92%	46.76%	11.61%	10.08%
					毛利率	12.04%	12.69%	12.47%	12.48%
					净利率	1.45%	1.94%	2.00%	2.05%
					ROE	5.50%	7.48%	7.71%	7.82%
					ROIC	5.21%	5.82%	5.94%	6.01%
					资产负债率	62.11%	61.45%	61.02%	60.38%
					净负债比率	19.10%	13.19%	8.88%	4.28%
					流动比率	1.33	1.35	1.36	1.39
					速动比率	0.99	1.01	1.02	1.05
					总资产周转率	1.27	1.30	1.32	1.32
					应收帐款周转率	3.73	3.81	3.87	3.85
					应付帐款周转率	4.90	5.02	5.07	5.04
					每股收益	1.02	1.49	1.67	1.83
					每股经营现金	1.41	2.28	1.87	2.12
					每股净资产	18.50	19.96	21.62	23.46
					P/E	18.46	12.58	11.27	10.24
					P/B	1.01	0.94	0.87	0.80
					EV/EBITDA	6.81	6.86	6.07	5.33
					P/S	0.27	0.24	0.23	0.21

现金流量表(百万元)				
	2023A	2024E	2025E	2026E
经营活动现金流	5231.52	8425.52	6913.98	7837.52
净利润	5166.57	6883.55	7682.52	8456.99
折旧摊销	2379.46	1838.84	1927.99	2010.79
财务费用	1862.95	1903.99	1986.79	2069.59
投资损失	-176.00	-284.66	-1080.43	-1160.79
营运资金变动	-4150.70	-1757.81	-3660.29	-3589.56
其它	149.24	-158.39	57.39	50.50
投资活动现金流	-2491.87	-2517.90	-1856.96	-1769.71
资本支出	-2791.46	-2604.03	-2657.39	-2650.50
长期投资	-854.58	-250.00	-250.00	-250.00
其他	1154.17	336.13	1050.43	1130.79
筹资活动现金流	231.85	1081.23	393.21	310.41
短期借款	7809.91	3000.00	3000.00	3000.00
长期借款	-473.64	-500.00	-500.00	-500.00
其他	-7104.42	-1418.77	-2106.79	-2189.59
现金净增加额	2965.92	6996.59	5450.23	6378.22

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，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，对医疗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2022年新财富最佳分析师医药行业第4名、2021年新财富最佳分析师医药行业第5名、上海证券报最佳分析师第2名，2020年新财富最佳分析师医药行业入围，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。

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，并不构成对客户的具体投资建议，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。

评级标准

评级标准	评级	说明
评级标准为报告发布日后的6到12个月行业指数（或公司股价）相对市场表现，其中：A股市场以沪深300指数为基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准，北交所市场以北证50指数为基准，香港市场以摩根士丹利中国指数为基准。	行业评级	推荐：相对基准指数涨幅10%以上
		中性：相对基准指数涨幅在-5%~10%之间
		回避：相对基准指数跌幅5%以上
公司评级	公司评级	推荐：相对基准指数涨幅20%以上
		谨慎推荐：相对基准指数涨幅在5%~20%之间
		中性：相对基准指数涨幅在-5%~5%之间
	回避：相对基准指数跌幅5%以上	

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

公司网址：www.chinastock.com.cn

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

褚颖 010-80927755 chuying_yj@chinastock.com.cn