



# 上海医药 (601607.SH)

买入 (维持评级)

公司点评  
证券研究报告

## 创新持续，CSO 业务同比增长 172%

### 业绩简评

2024年8月26日，公司发布半年报，1H24 营收/归母/扣非归母净利润分别为 1394/29.4/27.1 亿元，同比增长 5.1%/12.7%/23.0%。2Q24 营收/归母/扣非归母净利润分别为 692.6/14.0/13.3 亿元，同比增长 4.36%/28.15%/57.97%。业绩符合预期。

### 经营分析

收入结构优化，利润率提升；创新药管线 50 项，中药二次开发推进中。(1) 公司 1H24 营收近 1394.13 亿元，同比增长 5.14%。其中，医药工业收入 127.34 亿元，同比下降 13.37%；医药商业收入 1266.79 亿元，同比增长 7.45%。(2) 医药工业，研发投入/费用 14/11 亿元，同比增长 15.26%/7.67%。①创新药：多项提交 pre-NDA(新药上市申请)、NDA 或关键性研究，自研的 1001 片，新一代口服非肽类小分子肾素抑制剂，一有 3 个适应症处于临床中后期，针对高血压适应症的 NDA 已获受理，处于审批阶段。②中药：公司拥有 8 家直管中药企业，9 个中药核心品牌，1H24 中药总收入 51.92 亿元。养心氏片、淤血痹胶囊、冠心宁片、八宝丹、胃复春胶囊及银杏酮酯等 6 大品种，正在推进循证医学研究等二次开发。商业整合与创新并举，推广服务合约额近同比翻 3 倍。(1) 进口平台与 CSO (销售外包服务)：1H24 公司 CSO 合约推广业务快速增长，销售金额约 40 亿元，同比增幅达 172%。公司进口及创新药产业服务能力提升，引入进口总代品种 8 个。上药控股助力进口总代新品“乐意保”(阿尔茨海默病用药，仑卡奈单抗)顺利完成商业上市，上半年成全国 30 个省份共计 54 家客户的开单。(2) 非药商业：1H24，公司器械、大健康等非药业务销售约 218 亿，同比增长约 11.12%。上半年上药控股企业共新增 SPD (药品和耗材集成供应及供应链外包服务) 约 15 个项目，并在陕西、重庆等区域实现“零”的突破。(3) 信息赋能：公司旗下上海信谊微生态智能工厂入选上海市市级智能工厂名单；益生菌产品创新销售渠道，1H24 实现销售 1.73 亿元，同比增长 331%。

### 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 2837/3149/3527 亿元，同比增长 9%/11%/12%；归母净利润 53/64/75 亿元，同比增长 40%/21%/17%。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

分析师：袁维 (执业 S1130518080002)

yuan\_wei@gjzq.com.cn

市价 (人民币)：18.76 元

### 相关报告：

- 《上海医药公司点评：创新药管线渐丰，中药增长，转型提速中》，2024.4.29
- 《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



### 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	283,722	314,931	352,723
营业收入增长率	7.49%	12%	9.00%	11.00%	12.00%
归母净利润(百万元)	5,617	3,768	5,272	6,392	7,481
归母净利润增长率	10.28%	-32.92%	39.91%	21.24%	17.05%
摊薄每股收益(元)	1.519	1.017	1.423	1.726	2.020
每股经营性现金流净额	1.28	1.41	2.23	2.20	2.29
ROE(归属母公司)(摊薄)	n.a.	n.a.	n.a.	7.97%	8.53%
P/E	n.a.	n.a.	n.a.	10.87	9.29
P/B	0.98	0.90	0.94	0.87	0.79

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
主营业务收入	215,824	231,981	260,295	283,722	314,931	352,723
增长率	12.5%	7.5%	12.2%	9.0%	11.0%	12.0%
主营业务成本	-187,281	-201,495	-228,967	-249,448	-275,879	-307,927
%销售收入	86.8%	86.9%	88.0%	87.9%	87.6%	87.3%
毛利	28,543	30,486	31,328	34,274	39,051	44,796
%销售收入	13.2%	13.1%	12.0%	12.1%	12.4%	12.7%
营业税金及附加	-666	-716	-738	-805	-893	-1,000
%销售收入	0.3%	0.3%	0.3%	0.3%	0.3%	0.3%
销售费用	-13,318	-14,279	-13,902	-13,361	-14,830	-16,610
%销售收入	6.2%	6.2%	5.3%	4.7%	4.7%	4.7%
管理费用	-5,143	-4,992	-5,712	-5,839	-6,482	-7,259
%销售收入	2.4%	2.2%	2.2%	2.1%	2.1%	2.1%
研发费用	-1,987	-2,112	-2,204	-2,249	-2,929	-4,233
%销售收入	0.9%	0.9%	0.8%	0.8%	0.9%	1.2%
息税前利润 (EBIT)	7,428	8,387	8,772	12,020	13,918	15,693
%销售收入	3.4%	3.6%	3.4%	4.2%	4.4%	4.4%
财务费用	-1,245	-1,313	-1,486	-1,744	-1,873	-1,911
%销售收入	n.a.	0.6%	0.6%	0.6%	0.6%	0.5%
资产减值损失	-140	-644	-841	-815	-815	-815
公允价值变动收益	-206	219	405	94	73	73
投资收益	1,733	453	-256	188	188	188
%税前利润	21.3%	5.1%	n.a.	2.1%	1.7%	1.5%
营业利润	8,205	9,015	7,667	9,742	11,490	13,228
营业利润率	3.8%	3.9%	2.9%	3.4%	3.6%	3.8%
营业外收支	-62	-206	-613	-613	-613	-613
税前利润	8,144	8,808	7,054	9,129	10,877	12,615
利润率	3.8%	3.8%	2.7%	3.2%	3.5%	3.6%
所得税	-1,869	-1,816	-1,888	-2,318	-2,762	-3,204
所得税率	23.0%	20.6%	26.8%	25.4%	25.4%	25.4%
净利润	6,275	6,992	5,167	6,810	8,115	9,411
少数股东损益	1,181	1,375	1,399	1,538	1,723	1,930
归属于母公司的净利润	5,093	5,617	3,768	5,272	6,392	7,481
净利率	2.4%	2.4%	1.4%	1.9%	2.0%	2.1%

现金流量表 (人民币百万元)

	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
净利润	6,275	6,992	5,167	6,810	8,115	9,411
少数股东损益	1,181	1,375	1,399	1,538	1,723	1,930
非现金支出	2,466	3,062	3,221	2,468	2,513	2,567
非经营收益	-116	-762	995	2,503	2,623	2,690
营运资金变动	-3,564	-4,548	-4,151	-3,523	-5,117	-6,204
经营活动现金净流	5,061	4,743	5,232	8,258	8,133	8,465
资本开支	-3,928	-2,525	-2,791	-1,882	-2,265	-2,120
投资	-1,651	-10,274	-855	275	73	73
其他	-436	326	1,154	-181	188	188
投资活动现金净流	-6,016	-12,473	-2,492	-1,788	-2,005	-1,860
股权募资	169	14,123	354	0	0	0
债权募资	4,332	3,836	6,855	-1,618	-2,739	-5,515
其他	-2,936	-5,820	-6,977	-2,249	-2,271	-2,338
筹资活动现金净流	1,566	12,139	232	-3,867	-5,010	-7,853
现金净流量	561	4,396	2,966	2,603	1,118	-1,248

资产负债表 (人民币百万元)

	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
货币资金	22,390	27,401	30,518	32,697	36,262	40,629
应收款项	63,425	72,762	80,544	91,121	101,144	113,281
存货	27,104	34,460	36,623	36,046	39,866	44,497
其他流动资产	3,575	14,890	14,749	15,256	15,663	16,156
流动资产	116,494	149,513	162,434	175,120	192,934	214,564
%总资产	71.3%	75.5%	76.6%	78.3%	80.2%	82.1%
长期投资	10,947	11,936	11,145	10,518	9,702	8,887
固定资产	13,801	14,454	15,858	16,009	16,236	16,249
%总资产	8.4%	7.3%	7.5%	7.2%	6.7%	6.2%
无形资产	17,977	18,385	18,229	17,866	17,696	17,535
非流动资产	46,941	48,622	49,539	48,598	47,737	46,677
%总资产	28.7%	24.5%	23.4%	21.7%	19.8%	17.9%
资产总计	163,436	198,135	211,973	223,717	240,671	261,241
短期借款	23,097	31,000	38,524	36,905	36,920	37,244
应付款项	55,058	68,040	72,582	80,491	89,058	99,481
其他流动负债	13,670	11,651	11,266	10,362	10,924	11,554
流动负债	91,824	110,691	122,372	127,758	136,902	148,280
长期贷款	7,158	6,260	5,786	5,786	5,786	5,786
其他长期负债	5,387	3,182	3,488	3,036	2,732	2,513
负债	104,369	120,132	131,646	136,581	145,420	156,579
普通股股东权益	49,359	67,063	68,524	73,796	80,188	87,669
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	39,094	45,486	52,967
少数股东权益	9,707	10,939	11,802	13,340	15,063	16,993
负债股东权益合计	163,436	198,135	211,973	223,717	240,671	261,241

比率分析

	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
每股指标						
每股收益	1.792	1.519	1.017	1.423	1.726	2.020
每股净资产	17.367	18.137	18.504	19.923	21.648	23.668
每股经营现金净流	1.781	1.283	1.413	2.230	2.196	2.286
每股股利	1.169	1.019	1.327	1.394	1.533	1.687
回报率						
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%	7%	7%	8%
增长率						
主营业务收入增长率	12%	7%	12%	9%	11%	12%
EBIT增长率	-2%	13%	5%	37%	16%	13%
净利润增长率	13%	10%	-33%	40%	21%	17%
总资产增长率	10%	21%	7%	6%	8%	9%
资产管理能力						
应收账款周转天数	101.4	98.2	97.9	108.2	108.2	108.2
存货周转天数	48.4	55.8	56.7	52.7	52.7	52.7
应付账款周转天数	72.5	75.0	74.5	78.9	78.9	78.9
固定资产周转天数	34.1	18.4	17.2	15.0	12.8	10.6
偿债能力						
净负债/股东权益	13%	0%	5%	0%	-4%	-7%
EBIT利息保障倍数	6.0	6.4	5.9	6.9	7.4	8.2
资产负债率	64%	61%	62%	61%	60%	60%

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	4	8	10	22
增持	0	2	3	5	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
<b>评分</b>	<b>0.00</b>	<b>1.33</b>	<b>1.27</b>	<b>1.33</b>	<b>1.00</b>

来源：聚源数据

**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：0755-86695353
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：北京市东城区建国内大街 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



**【小程序】**  
国金证券研究服务



**【公众号】**  
国金证券研究