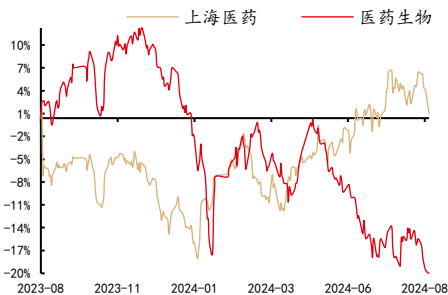


股票投资评级

买入 | 维持

个股表现



资料来源：聚源，中邮证券研究所

公司基本情况

最新收盘价(元)	18.76
总股本/流通股本(亿股)	37.04 / 19.32
总市值/流通市值(亿元)	695 / 362
52周内最高/最低价	20.18 / 15.52
资产负债率(%)	62.1%
市盈率	18.39
第一大股东	上海医药(集团)有限公司

研究所

分析师:蔡明子  
SAC 登记编号:S1340523110001  
Email:caimingzi@cnpsec.com  
分析师:龙永茂  
SAC 登记编号:S1340523110002  
Email:longyongmao@cnpsec.com

上海医药(601607)

CSO 业务成绩亮眼，多业务引擎注入长期增长动能

● 营收、利润稳健增长，费用管控持续优化

公司发布 2024H1 报告：2024H1 公司实现营业收入 1394.13 亿元 (+5.14%)；归母净利润 29.42 亿元 (+12.72%)，其中：工业业务贡献利润 13.12 亿元，商业业务贡献利润 17.93 亿元，主要参股企业贡献利润 3.41 亿元；扣非归母净利润 27.05 亿元 (+23.00%)；经营活动产生的现金流量净额 5.15 亿元 (-68.55%)。公司营收、利润稳健增长，经营活动产生的现金流量净额变动主要是由于贷款支出增加。

分季度来看，2024 年 Q1~Q2 公司分别实现营业收入 701.53 (+5.93%)、692.60 (+4.36%) 亿元，分别实现归母净利润 15.42 (+1.62%)、14.00 (+28.15%) 亿元，分别实现扣非归母净利润 13.75 (+1.30%)、13.31 (+57.97%) 亿元。

从盈利能力来看，2024H1 公司毛利率 11.60% (-1.27pct)，其中分销板块毛利率 5.92% (-0.22pct)，工业板块毛利率 61.57% (+0.08pct)，零售板块毛利率 12.21% (+0.26pct)。2024H1 公司净利率 2.58%，保持持平。

从费用率来看，2024H1 公司销售费用率为 4.71% (-1.12pct)，管理费用率为 2.06% (-0.02pct)，研发费用率为 0.79% (+0.02pct)。财务费用率为 0.51% (-0.07pct)，费用管控持续优化。

● 药品 CSO 业务突飞猛进，中药工业业务稳步前行

**医药商业板块：**2024H1 医药商业实现收入 1266.79 亿元，同比增长 7.45%，其中分销业务营收 1270.31 亿元 (+6.91%)，零售业务营收 40.70 亿元 (-4.50%)。公司以“赛诺菲一号工程”项目为主导，搭建全国一体的商业营销体系。2024 H1 公司药品 CSO 合约推广业务突飞猛进，实现销售金额约 40 亿元，同比增幅达 172%，合约产品覆盖赛诺菲、拜耳等 18 家药企。其中，“赛诺菲一号工程”项目全年目标达成进度已过半。2024H1 公司进口及创新药产业服务能力进一步加强，成功引入进口总代品种 8 个。2024H1 公司器械、大健康等非药业务销售约 218 亿，同比增长约 11.12%。此外，公司服务公立医院高质量发展，重点推进大型医院 SPD 合作，上半年上药控股企业共新增 SPD 约 15 个项目，并在陕西、重庆等区域实现“零”的突破。

**医药工业板块：**2024H1 医药工业实现收入 127.34 亿元，同比下降 13.37%，主要是去年品种降价的一次性影响，预计后续将企稳。其中中药业务持续推进中药大品种和大品牌战略，公司具备丰富的中药资源，旗下拥有 8 家主要直管中药企业，9 个中药核心品牌，2024 年上半年各中药企业实现工业收入合计 51.92 亿元，同比增长 1.41%。

● 渠道端加速营销体系整合，研发端持续推进新药管线

公司在去年推进医药商业南北板块整合的基础上，于今年上半年

召开了商业专项融合会议，推动落实预算管理 with 绩效考核的统一管理，建立健全相关信息系统和制度体系，加强一体化运营，深化省级平台建设，形成了商业融合发展的新格局。为应对行业调整和市场竞争态势，上半年公司加快营销组织体系调整，组建了集团新的药品销售公司，通过实施营销模式转型，提升终端自营能力，规范代理销售，加强统筹管理与专业赋能。

公司持续加大研发投入，2024H1 研发投入 14.04 亿元，同比增长 15.26%，占工业销售的 11.03%。其中：研发费用 11.05 亿元，同比增长 7.67%。截至 2024H1 临床申请获得受理及进入后续临床研究阶段的新药管线已有 64 项，其中创新药 50 项（含美国临床 II 期 3 项）。在创新药管线中，已有多项提交 pre-NDA、上市申请或处于关键性研究及临床 III 期阶段。公司自研的 I001 片（即 SPH3127；化学药品 1 类）是新一代口服非肽类小分子肾素抑制剂，目前已有 3 个适应症处于临床试验中后阶段，其中针对高血压适应症的 NDA 上市申请恢复审评。

### ● 盈利预测及投资建议

我们预计公司 2024-2026 年实现归母净利润分别为 53.07/58.52/64.40 亿元，对应 EPS 分别为 1.43/1.58/1.74 元，当前股价对应 PE 分别为 13.09/11.87/10.79 倍，维持“买入”评级。

### ● 风险提示：

研发进度不及预期，合作进展不及预期。

### ■ 盈利预测和财务指标

项目\年度	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入（百万元）	260295	287280	316506	348443
增长率(%)	12.21	10.37	10.17	10.09
EBITDA（百万元）	11354.69	11384.91	12454.74	13748.21
归属母公司净利润（百万元）	3768.00	5306.55	5851.73	6439.84
增长率(%)	-32.92	40.83	10.27	10.05
EPS（元/股）	1.02	1.43	1.58	1.74
市盈率（P/E）	18.44	13.09	11.87	10.79
市净率（P/B）	1.01	0.94	0.87	0.81
EV/EBITDA	6.81	7.27	6.58	5.85

资料来源：公司公告，中邮证券研究所

**财务报表和主要财务比率**

财务报表(百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E	主要财务比率	2023A	2024E	2025E	2026E
<b>利润表</b>					<b>成长能力</b>				
营业收入	260295	287280	316506	348443	营业收入	12.2%	10.4%	10.2%	10.1%
营业成本	228967	251742	276390	302637	营业利润	-14.9%	29.7%	10.1%	12.1%
税金及附加	738	863	942	1024	归属于母公司净利润	-32.9%	40.8%	10.3%	10.1%
销售费用	13902	16088	18674	21255	<b>获利能力</b>				
管理费用	5712	6444	7189	8206	毛利率	12.0%	12.4%	12.7%	13.1%
研发费用	2204	2643	2880	3251	净利率	1.4%	1.8%	1.8%	1.8%
财务费用	1486	0	0	0	ROE	5.5%	7.2%	7.3%	7.5%
资产减值损失	-561	-119	-144	-101	ROIC	5.2%	5.2%	5.2%	5.2%
<b>营业利润</b>	<b>7667</b>	<b>9944</b>	<b>10953</b>	<b>12283</b>	<b>偿债能力</b>				
营业外收入	41	50	50	50	资产负债率	62.1%	62.4%	62.9%	62.7%
营业外支出	654	200	200	350	流动比率	1.33	1.34	1.35	1.36
<b>利润总额</b>	<b>7054</b>	<b>9794</b>	<b>10803</b>	<b>11983</b>	<b>营运能力</b>				
所得税	1888	2546	2809	3176	应收账款周转率	3.73	3.76	3.75	3.75
<b>净利润</b>	<b>5167</b>	<b>7247</b>	<b>7994</b>	<b>8808</b>	存货周转率	7.32	7.51	7.45	7.44
<b>归母净利润</b>	<b>3768</b>	<b>5307</b>	<b>5852</b>	<b>6440</b>	总资产周转率	1.27	1.29	1.29	1.30
<b>每股收益(元)</b>	<b>1.02</b>	<b>1.43</b>	<b>1.58</b>	<b>1.74</b>	<b>每股指标(元)</b>				
<b>资产负债表</b>					每股收益	1.02	1.43	1.58	1.74
货币资金	30518	38349	45214	53012	每股净资产	18.50	19.93	21.51	23.25
交易性金融资产	10152	10852	11552	12252	<b>估值比率</b>				
应收票据及应收账款	74843	81934	91217	99593	PE	18.44	13.09	11.87	10.79
预付款项	3190	3881	4472	4593	PB	1.01	0.94	0.87	0.81
存货	36623	39918	45101	48593	<b>现金流量表</b>				
<b>流动资产合计</b>	<b>162434</b>	<b>182041</b>	<b>205427</b>	<b>226850</b>	净利润	5167	7247	7994	8808
固定资产	12155	12476	12944	13256	折旧和摊销	2379	1591	1652	1765
在建工程	3570	4180	4603	5211	营运资本变动	-4151	-3117	-5387	-5413
无形资产	6051	6336	6432	6494	其他	1836	-86	7	262
<b>非流动资产合计</b>	<b>49539</b>	<b>50948</b>	<b>52082</b>	<b>53317</b>	<b>经营活动现金流净额</b>	<b>5232</b>	<b>5636</b>	<b>4267</b>	<b>5421</b>
<b>资产总计</b>	<b>211973</b>	<b>232988</b>	<b>257509</b>	<b>280167</b>	资本开支	-2791	-3001	-2830	-3206
短期借款	35560	40701	46763	53101	其他	300	-557	-634	-755
应付票据及应付账款	54632	60314	67633	72924	<b>投资活动现金流净额</b>	<b>-2492</b>	<b>-3558</b>	<b>-3464</b>	<b>-3961</b>
其他流动负债	32179	35138	38283	40505	股权融资	354	0	0	0
<b>流动负债合计</b>	<b>122372</b>	<b>136153</b>	<b>152679</b>	<b>166530</b>	债务融资	6855	5749	6062	6337
其他	9275	9259	9259	9259	其他	-6977	-3	0	0
<b>非流动负债合计</b>	<b>9275</b>	<b>9259</b>	<b>9259</b>	<b>9259</b>	<b>筹资活动现金流净额</b>	<b>232</b>	<b>5746</b>	<b>6062</b>	<b>6337</b>
<b>负债合计</b>	<b>131646</b>	<b>145412</b>	<b>161938</b>	<b>175789</b>	<b>现金及现金等价物净增加额</b>	<b>2966</b>	<b>7831</b>	<b>6865</b>	<b>7798</b>
股本	3703	3703	3703	3703					
资本公积金	29188	29188	29188	29188					
未分配利润	33822	38341	43315	48788					
少数股东权益	11802	13743	15885	18253					
其他	1811	2602	3480	4446					
<b>所有者权益合计</b>	<b>80326</b>	<b>87577</b>	<b>95571</b>	<b>104378</b>					
<b>负债和所有者权益总计</b>	<b>211973</b>	<b>232988</b>	<b>257509</b>	<b>280167</b>					

资料来源：公司公告，中邮证券研究所

## 中邮证券投资评级说明

投资评级标准	类型	评级	说明
报告中投资建议的评级标准： 报告发布日后的 6 个月内的 相对市场表现，即报告发布日后 的 6 个月内的公司股价（或行 业指数、可转债价格）的涨跌 幅相对同期相关证券市场基准 指数的涨跌幅。 市场基准指数的选取：A 股市 场以沪深 300 指数为基准；新 三板市场以三板成指为基准； 可转债市场以中信标普可转债 指数为基准；香港市场以恒生 指数为基准；美国市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基 准。	股票评级	买入	预期个股相对同期基准指数涨幅在 20%以上
		增持	预期个股相对同期基准指数涨幅在 10%与 20%之间
		中性	预期个股相对同期基准指数涨幅在-10%与 10%之间
		回避	预期个股相对同期基准指数涨幅在-10%以下
	行业评级	强于大市	预期行业相对同期基准指数涨幅在 10%以上
		中性	预期行业相对同期基准指数涨幅在-10%与 10%之间
		弱于大市	预期行业相对同期基准指数涨幅在-10%以下
	可转债 评级	推荐	预期可转债相对同期基准指数涨幅在 10%以上
		谨慎推荐	预期可转债相对同期基准指数涨幅在 5%与 10%之间
		中性	预期可转债相对同期基准指数涨幅在-5%与 5%之间
		回避	预期可转债相对同期基准指数涨幅在-5%以下

## 分析师声明

撰写此报告的分析师（一人或多人）承诺本机构、本人以及财产利害关系人与所评价或推荐的证券无利害关系。

本报告所采用的数据均来自我们认为可靠的目前已公开的信息，并通过独立判断并得出结论，力求独立、客观、公平，报告结论不受本公司其他部门和人员以及证券发行人、上市公司、基金公司、证券资产管理公司、特定客户等利益相关方的干涉和影响，特此声明。

## 免责声明

中邮证券有限责任公司（以下简称“中邮证券”）具备经中国证监会批准的开展证券投资咨询业务的资格。

本报告信息均来源于公开资料或者我们认为可靠的资料，我们力求但不保证这些信息的准确性和完整性。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价，中邮证券不对因使用本报告的内容而导致的损失承担任何责任。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。

中邮证券可发出其它与本报告所载信息不一致或有不同结论的报告。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且不予通告。

中邮证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者计划提供投资银行、财务顾问或者其他金融产品等相关服务。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供中邮证券客户中的专业投资者使用，若您非中邮证券客户中的专业投资者，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司不会因接收人收到、阅读或关注本报告中的内容而视其为专业投资者。

本报告版权归中邮证券所有，未经书面许可，任何机构或个人不得存在对本报告以任何形式进行翻版、修改、节选、复制、发布，或对本报告进行改编、汇编等侵犯知识产权的行为，亦不得存在其他有损中邮证券商业性权益的任何情形。如经中邮证券授权后引用发布，需注明出处为中邮证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节或修改。

中邮证券对于本申明具有最终解释权。

---

## 公司简介

---

中邮证券有限责任公司，2002年9月经中国证券监督管理委员会批准设立，注册资本50.6亿元人民币。中邮证券是中国邮政集团有限公司绝对控股的证券类金融子公司。

公司经营范围包括：证券经纪；证券自营；证券投资咨询；证券资产管理；融资融券；证券投资基金销售；证券承销与保荐；代理销售金融产品；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问。此外，公司还具有：证券经纪人业务资格；企业债券主承销资格；沪港通；深港通；利率互换；投资管理人受托管理保险资金；全国银行间同业拆借；作为主办券商在全国中小企业股份转让系统从事经纪、做市、推荐业务资格等业务资格。

公司目前已经在北京、陕西、深圳、山东、江苏、四川、江西、湖北、湖南、福建、辽宁、吉林、黑龙江、广东、浙江、贵州、新疆、河南、山西、上海、云南、内蒙古、重庆、天津、河北等地设有分支机构，全国多家分支机构正在建设中。

中邮证券紧紧依托中国邮政集团有限公司雄厚的实力，坚持诚信经营，践行普惠服务，为社会大众提供全方位专业化的证券投、融资服务，帮助客户实现价值增长，努力成为客户认同、社会尊重、股东满意、员工自豪的优秀企业。

---

## 中邮证券研究所

---

### 北京

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com  
地址：北京市东城区前门街道珠市口东大街17号  
邮编：100050

### 上海

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com  
地址：上海市虹口区东大名路1080号邮储银行大厦3楼  
邮编：200000

### 深圳

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com  
地址：深圳市福田区滨河大道9023号国通大厦二楼  
邮编：518048