

**证券研究报告****公司研究****公司点评报告**

上海医药 (601607)

投资评级

上次评级

唐爱金 医药行业首席分析师

执业编号: S1500523080002

邮箱: tangaijin@cindasc.com

章钟涛 医药行业分析师

执业编号: S1500524030003

邮箱: zhangzhongtao@cindasc.com

**相关研究:**

2024Q1 医药商业营收增长 8%, 商业创新业务表现亮眼

信达证券股份有限公司

CINDA SECURITIES CO., LTD

北京市西城区宣武门西大街甲 127 号金隅大厦 B 座

邮编: 100031

**24H1 商业业务逆势增长, 新药&中药有望带来第二增长动力**

2024 年 08 月 29 日

**事件:** 公司发布 2024 年半年度报告, 2024H1 公司实现营业收入 1394.13 亿元 (yoy+5.14%), 实现归母净利润 29.42 亿元 (yoy+12.72%), 扣非归母净利润 27.05 亿元 (yoy+23%)。其中, 2024Q2 单季度实现营业收入 692.60 亿元 (yoy+4.36%), 归母净利润 14 亿元 (yoy+28.15%), 扣非归母净利润 13.31 亿元 (yoy+57.97%)。

**点评:**

- **“商业板块南北整合+创新业务快速增长”推动商业业务逆势增长:** ①**在收入方面,** 24H1 公司营收同比增长 5.14%, 其中医药商业实现收入 1266.79 亿元 (yoy+7.45%), 医药工业实现收入 127.34 亿元 (yoy-13.37%)。24H1 医药流通行业业绩整体承压, 而公司医药商业板块仍增长约 7% 显得较为亮眼, 一方面得益于公司医药商业南北板块整合等诸多举措, 另一方面系公司创新业务收获丰盈, 诸如 24H1 药品 CSO 合约实现销售金额约 40 亿元 (yoy+172%), 器械、大健康等非药业务销售约 218 亿 (yoy+11%)。②**在利润方面,** 23H1 公司参股公司上药康希诺计提资产减值准备致使公司 23H1 投资收益为 -1.99 亿元 (此项属于经常性损益), 24H1 公司不存在该因素, 因而公司扣非归母净利润增速达 23%。此外, 23H1 公司获得的其他收益 (此项为非经常性损益) 达 3.7 亿元 (其中财政补贴及税收返还约为 3.04 亿元), 24H1 公司其他收益仅 1.38 亿元, 故公司归母净利润增速慢于扣非归母净利润增速。
- **新药管线有望步入兑现期, 中药二次开发深耕细研:** ①**在新药管线方面,** 公司自研的 I001 片 (即 SPH3127; 化学药品 1 类; 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 上市申请根据 CDE 的要求于 2024 年 4 月重新提交资料后收到 CDE 受理通知并恢复审评。此外, 截至 24H1 公司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)。②**在中药布局方面,** 24H1 公司中药板块营收达 51.92 亿元 (yoy+1.41%), 公司继续挖掘自身优势资源, 以中药研究所为核心平台, 开展循证医学研究, 持续推进中药大品种和大品牌战略, 并对中药六大品种 (养心氏片、瘀血痹胶囊、冠心宁片、八宝丹、胃复春胶囊、银杏酮酯) 进行二次开发。诸如养心氏片的 HEARTRIP 研究结果于 6 月 23 日在 2024 东北心血管病大会上发布, 作为国内首个中成药与阳性西药对照, 用于心脏康复的多中心临床研究, 668 例中成药“头对头”挑战阳性对照药多中心随机对照试验 (RCT) 研究获得阳性结果。
- **盈利预测:** 我们预计公司 2024-2026 年营业收入分别为 2819.62 亿元、3064.69 亿元、3341.33 亿元, 同比增速分别约为 8.3%、8.7%、9%, 实现归母净利润分别为 51.3 亿元、57.11 亿元、63.38 亿元, 同比分别增长约 36.2%、11.3%、11%, 对应当前股价 PE 分别为 13 倍、12 倍、

11 倍。

- **风险因素：**应收账款回收不及时，融资利率上行，市场竞争加剧，工业新品上市进度不及预期，集采降价超预期，联营企业业绩不及预期。

重要财务指标	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业总收入(百万元)	231,981	260,295	281,962	306,469	334,133
增长率 YoY %	7.5%	12.2%	8.3%	8.7%	9.0%
归属母公司净利润 (百万元)	5,617	3,768	5,130	5,711	6,338
增长率 YoY%	10.3%	-32.9%	36.2%	11.3%	11.0%
毛利率%	13.1%	12.0%	11.4%	11.1%	10.9%
净资产收益率ROE%	8.4%	5.5%	7.0%	7.2%	7.4%
EPS(摊薄)(元)	1.52	1.02	1.39	1.54	1.71
市盈率 P/E(倍)	12.32	18.36	13.49	12.11	10.92
市净率 P/B(倍)	1.03	1.01	0.94	0.87	0.81

资料来源：wind，信达证券研发中心预测；股价为 2024 年 8 月 29 日收盘价

资产负债表						利润表					
单位:百万元						单位:百万元					
会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E	会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
<b>流动资产</b>	149,513	162,434	172,901	187,048	202,926	<b>营业总收入</b>	231,981	260,295	281,962	306,469	334,133
货币资金	27,401	30,518	31,521	34,415	37,600	营业成本	201,495	228,967	249,767	272,338	297,613
应收票据	1,800	1,909	2,115	2,299	2,506	营业税金及附加	716	738	789	858	936
应收账款	66,760	72,934	78,856	85,481	92,993	销售费用	14,279	13,902	14,239	14,772	15,303
预付账款	3,868	3,190	3,497	3,813	4,167	管理费用	4,992	5,712	5,921	6,129	6,683
存货	34,460	36,623	39,396	42,820	46,672	研发费用	2,112	2,204	2,227	2,329	2,439
其他	15,224	17,260	17,517	18,220	18,988	财务费用	1,313	1,486	1,523	1,655	1,804
<b>非流动资产</b>	48,622	49,539	49,401	49,570	49,686	减值损失合计	-331	-561	-156	-156	-156
长期股权投资	9,233	8,352	8,452	8,552	8,652	投资净收益	533	-68	500	550	600
固定资产(合计)	11,539	12,155	12,541	12,860	13,113	其他	1,739	1,010	590	590	590
无形资产	6,244	6,051	5,913	5,775	5,637	<b>营业利润</b>	9,015	7,667	8,429	9,372	10,388
其他	21,606	22,981	22,495	22,383	22,284	营业外收支	-206	-613	-100	-100	-100
<b>资产总计</b>	198,135	211,973	222,302	236,617	252,612	<b>利润总额</b>	8,808	7,054	8,329	9,272	10,288
<b>流动负债</b>	110,691	122,372	126,982	134,557	143,030	所得税	1,816	1,888	1,916	2,132	2,366
短期借款	27,751	35,560	35,660	35,760	35,860	<b>净利润</b>	6,992	5,167	6,413	7,139	7,922
应付票据	5,962	6,717	7,354	8,019	8,763	少数股东损益	1,375	1,399	1,283	1,428	1,584
应付账款	45,604	47,915	52,035	56,737	62,003	<b>归属母公司净利润</b>	5,617	3,768	5,130	5,711	6,338
其他	31,375	32,179	31,932	34,041	36,403	EBITDA	10,877	11,355	11,455	12,583	13,801
<b>非流动负债</b>	9,441	9,275	8,843	8,443	8,043	EPS(当年)(元)	1.61	1.02	1.39	1.54	1.71
长期借款	6,260	5,786	5,286	4,786	4,286						
其他	3,182	3,488	3,557	3,657	3,757						
<b>负债合计</b>	120,132	131,646	135,824	143,000	151,072						
少数股东权益	10,939	11,802	13,085	14,512	16,097						
归属母公司股东权益	67,063	68,524	73,393	79,105	85,443						
<b>负债和股东权益</b>	198,135	211,973	222,302	236,617	252,612						

  

重要财务指标					
单位:百万元					
会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业总收入	231,981	260,295	281,962	306,469	334,133
同比(%)	7.5%	12.2%	8.3%	8.7%	9.0%
归属母公司净利润	5,617	3,768	5,130	5,711	6,338
同比(%)	10.3%	-32.9%	36.2%	11.3%	11.0%
毛利率(%)	13.1%	12.0%	11.4%	11.1%	10.9%
ROE%	8.4%	5.5%	7.0%	7.2%	7.4%
EPS(摊薄)(元)	1.52	1.02	1.39	1.54	1.71
P/E	12.32	18.36	13.49	12.11	10.92
P/B	1.03	1.01	0.94	0.87	0.81
EV/EBITDA	7.09	6.81	7.20	6.30	5.49

  

现金流量表					
单位:百万元					
会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
<b>经营活动现金流</b>	4,743	5,232	5,323	6,792	7,233
净利润	6,992	5,167	6,413	7,139	7,922
折旧摊销	2,418	2,379	1,604	1,657	1,709
财务费用	1,702	1,863	2,030	2,207	2,406
投资损失	-674	-176	-500	-550	-600
营运资金变动	-4,548	-4,151	-4,562	-4,076	-4,619
其它	-1,146	149	338	416	416
<b>投资活动现金流</b>	-12,473	-2,492	-1,013	-1,392	-1,342
资本支出	-2,525	-2,791	-1,278	-1,666	-1,666
长期投资	-10,274	-855	-266	-266	-266
其他	326	1,154	530	540	590
<b>筹资活动现金流</b>	12,139	232	-3,298	-2,507	-2,706
吸收投资	14,123	354	76	0	0
借款	4,338	7,336	-400	-400	-400
支付利息或股息	-3,769	-4,916	-2,326	-2,207	-2,406
<b>现金流净增加额</b>	4,396	2,966	1,003	2,894	3,185

## 研究团队简介

**唐爱金**，医药首席分析师。浙江大学硕士，曾就职于东阳光药先后任研发工程师及营销市场专员，具备优异的药物化学专业背景和医药市场经营运作经验，曾经就职于广证恒生和方正证券研究所负责医药团队卖方业务工作超9年。

**史慧颖**，医药研究员，上海交通大学药学硕士，曾在PPC佳生和 Parexel 从事临床 CRO 工作，2021 年加入信达证券，负责 CXO 行业研究。

**曹佳琳**，医药研究员，中山大学岭南学院数量经济学硕士，2 年医药生物行业研究经历，曾任职于方正证券，2023 年加入信达证券，负责医疗器械设备、体外诊断、ICL 等领域的研究工作。

**章钟涛**，医药研究员，暨南大学国际投融资硕士，1 年医药生物行业研究经历，CPA(专业阶段)，曾任职于方正证券，2023 年加入信达证券，主要覆盖中药、医药商业&药店、疫苗。

**赵丹**，医药研究员，北京大学生物医学工程硕士，2 年创新药行业研究经历，2024 年加入信达证券。主要覆盖创新药。

## 分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

## 免责声明

信达证券股份有限公司（以下简称“信达证券”）具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人做出邀请。

在法律允许的情况下，信达证券或其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，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

## 评级说明

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数：沪深 300 指数（以下简称基准）；  时间段：报告发布之日起 6 个月内。	<b>买入</b> ：股价相对强于基准 15% 以上；	<b>看好</b> ：行业指数超越基准；
	<b>增持</b> ：股价相对强于基准 5%~15%；	<b>中性</b> ：行业指数与基准基本持平；
	<b>持有</b> ：股价相对基准波动在±5% 之间；	<b>看淡</b> ：行业指数弱于基准。
	<b>卖出</b> ：股价相对弱于基准 5% 以下。	

## 风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，投资者需自行承担风险。