

# Q1 业绩稳步增长， 创新转型加速推进

## 核心观点

4月26日，公司发布2023年第一季度报告，实现营业收入662.26亿元，同比增长16.39%，实现归母净利润15.18亿元，同比增长21.31%，实现扣非后归母净利润13.57亿元，同比增长8.60%，业绩符合预期。2023年，院内诊疗秩序回归正常，公司分销板块有望实现恢复性增长，叠加工业板块步入收获期，期待公司销售规模及盈利水平同步提升。

## 事件

### 公司发布2023年第一季度报告，业绩符合预期

4月26日，公司发布2023年第一季度报告，实现营业收入662.26亿元，同比增长16.39%，实现归母净利润15.18亿元，同比增长21.31%，实现扣非后归母净利润13.57亿元，同比增长8.60%，业绩符合预期。

## 简评

### 商业板块加速恢复，工业板块盈利提升

2023年第一季度，公司收入端增长16.39%，主要归功于商业板块加速恢复，Q1同比增长16.92%达到584.25亿元，工业板块增长稳健；归母净利润同比增长21.31%，主要由于商业板块净利率维持稳定，工业板块净利率同比提升0.47个百分点达到9.08%；扣非归母净利润同比增长8.60%，差异主要由于公司23Q1公允价值变动收益为8940万元，去年同期则亏损6356万元。

### 重要财务指标

	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	215824	231981	257503	287125	321570
YOY(%)	12.5	7.5	11.0	11.5	12.0
净利润(百万元)	5093	5617	6263	7033	7934
YOY(%)	13.3	10.3	11.5	12.3	12.8
毛利率(%)	13.2	13.1	13.2	13.2	13.2
净利率(%)	2.4	2.4	2.4	2.5	2.5
ROE(%)	10.6	8.4	8.7	9.0	9.3
EPS(摊薄/元)	1.38	1.52	1.69	1.90	2.15
P/E(倍)	16.8	15.2	13.6	12.2	10.8
P/B(倍)	1.7	1.3	1.2	1.1	1.0

资料来源：iFinD，中信建投证券

## 上海医药(601607.SH)

维持

买入

贺菊颖

hejuying@csc.com.cn

010-86451162

SAC 编号:S1440517050001

SFC 编号:ASZ591

刘若飞

liuruofei@csc.com.cn

010-85130388

SAC 编号:S1440519080003

发布日期：2023年05月07日

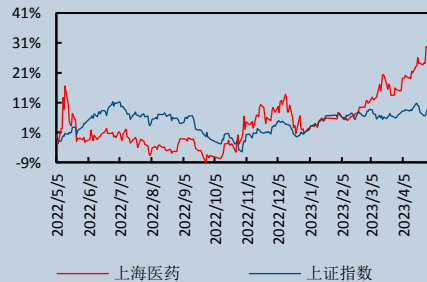
当前股价：23.10元

### 主要数据

#### 股票价格绝对/相对市场表现(%)

	1个月	3个月	12个月
13.57/11.93	21.90/19.23	31.32/21.37	
12月最高/最低价(元)			23.10/16.10
总股本(万股)			369,849.92
流通A股(万股)			192,671.81
总市值(亿元)			772.57
流通市值(亿元)			445.07
近3月日均成交量(万)			1531.38
主要股东			
上海医药(集团)有限公司			19.37%

### 股价表现



### 相关研究报告

【中信建投医药商业】上海医药  
2023-04-07 (601607):商业板块逆势增长，仿创结合  
驱动价值回升

## 研发加速，工业板块盈利支撑作用凸显

**国际化转型，工业板块利润占比明显提升。**2023 年第一季度，公司继续推进“菲越新马泰”征程，瑞舒伐他汀钙片 4 个规格在菲律宾获批上市，国际化进程明显加快。23Q1，公司工业板块销售收入同比增长 12.60% 达到 78.01 亿元，贡献利润 7.08 亿元，同比增长 19.07%，贡献利润占比提升 1.9 个百分点达到 40.55%，支撑作用明显。我们认为，公司国内创新药管线即将迎来收获期，国际化进程亦同步加速，工业板块规模有望快速扩大，考虑到其盈利能力更强，利润支撑作用或将更为明显。

**研发加速，在研管线优势突出。**2023 年第一季度，公司研发总投入进一步增长 15.80% 达到 5.47 亿元，布局管线累计达到 64 项（创新药 52 项，改良型新药 12 项），其中，3 项提交 pre NDA 或上市申请，5 项处于关键性研究或临床 III 期阶段。1) I001 片针对高血压适应症的 III 期临床试验完成揭盲，已达到主要终点，且 Topline 结果证实非劣效成立，另有两个适应症处于临床 II 期，未来放量空间广阔。2) I008 项目适用于艾滋慢性异常免疫激活，目前已提交 pre-NDA/附条件上市沟通交流申请。3) I022 用于脂肪肉瘤的适应症获得美国 FDA 孤儿药资格认定，目前在中国开展 I 期临床，在美国开展 II 期临床。我们认为，公司在研产品优势明显，随着研发投入持续保持高位，研发实力有望加速转化为业绩增长动力。

**中药资源丰富，独家品种价值再现。**公司旗下汇聚 8 家核心中药企业，其中，上药厦中目前拥有 4 个国家保密配方、4 个国家中药保护品种；上药雷允上拥有国家保密产品雷氏六神丸；胡庆余堂前身可追溯至 1874 年，历史悠久；正大青春宝明星产品包含冠心宁、抗衰老片等，产品矩阵丰富。我们认为，公司中药产品资源丰富，在此基础上，公司也在持续推进产品二次开发，通过循证研究丰富产品临床证据，中药产品市场价值有望进一步扩大。

## 业务创新，医药商业呈现多元增长趋势

**商业板块高速增长，盈利能力维持稳健。**2023 年第一季度，公司商业板块收入同比增长 16.92% 达到 584.25 亿元，贡献利润 8.61 亿元，同比增长 15.39%，利润率基本维持稳定。我们认为，22Q2 上海多地处于封控状态，居民用药需求受限，目前院内诊疗秩序逐步恢复，看好公司业绩实现恢复性增长。

**一站式管理，创新药板块增长强劲。**公司积极构建创新药服务平台，面向全球创新药企业提供上市前合作、进出口服务、全国分销、创新增值等全链条一站式管理服务。2023 年第一季度，公司共引入 7 个进口总代品种，创新药板块销售同比增长 28%，增长势能强劲。我们认为，公司业务布局完善，全链条一站式管理服务竞争壁垒较高，有望长期驱动业绩稳健增长。

**非药业务贡献新增长引擎：**公司积极探索器械、医美、健康食品等非药新业务，2023 年第一季度收入同比增长约 38% 达到 104 亿元。随着公司积极拓展上游资源，持续梳理品种结构，扩大协同效应，我们看好器械板块加速贡献业绩新增量，考虑到器械等非药新业务毛利率水平更高，其占比提升有望优化分销业务整体盈利能力。

## 毛利率基本稳定，其他指标基本正常

2023 年第一季度，公司综合毛利率为 13.04%，同比上升 0.16 个百分点，基本保持稳定。管理费用率为 2.08%，同比下降 0.01 个百分点，基本保持稳定；销售费用率为 5.91%，同比上升 0.08 个百分点，基本保持稳定；财务费用率持平为 0.63%。经营活动产生的现金流量净额为 -26.23 亿元，同比下降 5.35%，主要由于购买商品、接受劳务支出增加；应付账款周转天数同比增加 3.9 天为 73 天，主要由于公司规模提升，上游话语权增强。存货周

转天数为 52 天，同比增长 4.3 天，主要由于终端需求旺盛，公司增加备货；应收账款周转天数同比增加 0.1 天为 96 天，基本保持稳定。其余指标基本正常。

### 盈利预测及投资评级

上海医药是国内医药工业和商业龙头，工商业协同发展具有优势，受益于医药改革带来的流通集中度提升和公司持续的新药研发投入，长期业绩稳定增长具有较高的确定性。我们预计公司 2023 - 2025 年实现营业收入分别为 2575.03 亿元、2871.25 亿元和 3215.70 亿元，分别同比增长 11.0%、11.5% 和 12.0%，归母净利润分别为 62.63 亿元、70.33 亿元和 79.34 亿元，分别同比增长 11.5%、12.3% 和 12.8%，折合 EPS 分别为 1.69 元/股、1.90 元/股和 2.15 元/股，对应 PE 为 13.6X、12.2X、10.8X，维持买入评级。

## 风险分析

1) 药品降价风险：医保控费和支付方式改革的常态化推进，将促使部分药品价格进一步下调，或将对公司收益产生较大影响；

2) 新药研发风险：创新药研发项目周期长、投入大，相关进展、审批结果以及时间都具有一定的不确定性，倘若新药研发进度不及预期或者研发失败，或对公司长期收入增长存在不利影响；

3) 市场竞争加剧：市场主要竞争者或新进者可能会削弱公司的相对优势和可持续发展的能力，影响公司的市场竞争力，进而影响公司的长远发展；

4) 外延并购标的业绩不达预期致商誉大幅减值：倘若公司外购标的整合不及预期，或将导致商誉减值，进而影响公司业绩。

## 分析师介绍

### 贺菊颖

中信建投证券医药行业首席分析师，复旦大学管理学硕士，10 年以上医药卖方研究从业经验，善于前瞻性把握细分赛道机会，公司研究深入细致，负责整体投资方向判断。2020 年度新浪财经金麒麟分析师医药行业第七名、新财富最佳分析师医药行业入围、万德最佳分析师医药行业第四名等荣誉。2019 年 Wind “金牌分析师”医药行业第 1 名。2018 年 Wind “金牌分析师”医药行业第 3 名，2018 第一财经最佳分析师医药行业第 1 名。2013 年新财富医药行业第 3 名，水晶球医药行业第 5 名。

### 刘若飞

医药行业分析师，北京大学生物技术硕士，2017 年加入中信建投证券研究发展部。主要覆盖中药、医药商业、生物制品、医美、CRO 细分领域。

2022 年（第 20 届）、2021 年（第 19 届）新财富最佳分析师评选医药生物行业第四名、第五名团队核心成员。2022 年第十六届卖方分析师水晶球奖评选医药生物行业第五名团队核心成员。

## 研究助理

### 谢俊

xiejun@csc.com.cn

**评级说明**

投资评级标准		评级	说明
报告中投资建议涉及的评级标准为报告发布日后 6 个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的 6 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A 股市场以沪深 300 指数作为基准；新三板市场以三板成指为基准；香港市场以恒生指数作为基准；美国市场以标普 500 指数为基准。	股票评级	买入	相对涨幅 15% 以上
		增持	相对涨幅 5%—15%
		中性	相对涨幅-5%—5%之间
		减持	相对跌幅 5%—15%
		卖出	相对跌幅 15% 以上
	行业评级	强于大市	相对涨幅 10% 以上
		中性	相对涨幅-10-10%之间
		弱于大市	相对跌幅 10% 以上

**分析师声明**

本报告署名分析师在此声明：（i）以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，结论不受任何第三方的授意或影响。（ii）本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

**法律主体说明**

本报告由中信建投证券股份有限公司及/或其附属机构（以下合称“中信建投”）制作，由中信建投证券股份有限公司在中华人民共和国（仅为本报告目的，不包括香港、澳门、台湾）提供。中信建投证券股份有限公司具有中国证监会许可的投资咨询业务资格，本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格证书编号已披露在报告首页。

在遵守适用的法律法规情况下，本报告亦可能由中信建投（国际）证券有限公司在香港提供。本报告作者所持香港证监会牌照的中央编号已披露在报告首页。

**一般性声明**

本报告由中信建投制作。发送本报告不构成任何合同或承诺的基础，不因接收者收到本报告而视其为中信建投客户。

本报告的信息均来源于中信建投认为可靠的公开资料，但中信建投对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载观点、评估和预测仅反映本报告出具日该分析师的判断，该等观点、评估和预测可能在不发出通知的情况下有所变更，亦有可能因使用不同假设和标准或者采用不同分析方法而与中信建投其他部门、人员口头或书面表达的意见不同或相反。本报告所引证券或其他金融工具的过往业绩不代表其未来表现。报告中所含任何具有预测性质的内容皆基于相应的假设条件，而任何假设条件都可能随时发生变化并影响实际投资收益。中信建投不承诺、不保证本报告所含具有预测性质的内容必然得以实现。

本报告内容的全部或部分均不构成投资建议。本报告所包含的观点、建议并未考虑报告接收人在财务状况、投资目的、风险偏好等方面的具体情况，报告接收者应当独立评估本报告所含信息，基于自身投资目标、需求、市场机会、风险及其他因素自主做出决策并自行承担投资风险。中信建投建议所有投资者应就任何潜在投资向其税务、会计或法律顾问咨询。不论报告接收者是否根据本报告做出投资决策，中信建投都不对该等投资决策提供任何形式的担保，亦不以任何形式分享投资收益或者分担投资损失。中信建投不对使用本报告所产生的任何直接或间接损失承担责任。

在法律法规及监管规定允许的范围内，中信建投可能持有并交易本报告中所提公司的股份或其他财产权益，也可能在过去 12 个月、目前或者将来为本报中所提公司提供或者争取为其提供投资银行、做市交易、财务顾问或其他金融服务。本报告内容真实、准确、完整地反映了署名分析师的观点，分析师的薪酬无论过去、现在或未来都不会直接或间接与其所撰写报告中的具体观点相联系，分析师亦不会因撰写本报告而获取不当利益。

本报告为中信建投所有。未经中信建投事先书面许可，任何机构和/或个人不得以任何形式转发、翻版、复制、发布或引用本报告全部或部分内容，亦不得从未经中信建投书面授权的任何机构、个人或其运营的媒体平台接收、翻版、复制或引用本报告全部或部分内容。版权所有，违者必究。

**中信建投证券研究发展部**

北京  
 东城区朝内大街 2 号凯恒中心 B  
 座 12 层  
 电话：（8610） 8513-0588  
 联系人：李祉瑶  
 邮箱：lizhiyao@csc.com.cn

上海  
 上海浦东新区浦东南路 528 号南  
 塔 2103 室  
 电话：（8621） 6882-1600  
 联系人：翁起帆  
 邮箱：wengqifan@csc.com.cn

深圳  
 福田区福中三路与鹏程一路交  
 汇处广电金融中心 35 楼  
 电话：（86755） 8252-1369  
 联系人：曹莹  
 邮箱：caoying@csc.com.cn

**中信建投（国际）**

香港  
 中环交易广场 2 期 18 楼  
 电话：（852） 3465-5600  
 联系人：刘泓麟  
 邮箱：charleneliu@csci.hk