

业绩稳健增长，改革效果逐步显现

——上海医药(601607.SH)年报点评

核心观点:

- **事件:** 公司发布 2022 年年报，2022 年实现营业总收入 2319.81 亿元，同比增长 7.49%；归母净利润 56.17 亿元，同比增长 10.28%；扣非归母净利润 42.97 亿元，同比增长 7.40%。其中，第四季度实现营业总收入 573.69 亿元，同比增长 4.59%；归母净利润 8.03 亿元，同比增长 31.84%；扣非归母净利润 5.99 亿元，同比增长 31.43%。
- **公司收入稳健增长，商业盈利质量改善。** 公司 2022 年实现营业收入 2319.81 亿元，同比增长 7.49%。其中，医药工业实现销售收入 267.58 亿元，同比增长 6.61%；医药商业实现销售收入 2052.24 亿元，同比增长 7.60%。公司 2022 年实现归母净利润 56.17 亿元，同比增长 10.28%。其中，工业板块贡献利润 22.47 亿元，同比增长 10.55%；商业板块贡献利润 30.97 亿元，同比增长 12.56%；主要参股企业贡献利润 4.35 亿元，同比下降 38.78%。公司商业板块利润增速高于收入增速，主要是抗疫物资配送贡献更大弹性。
- **定增引进白药推动混改，强强联手发挥协同效应。** 公司 140 亿规模的定增圆满落地，顺利引进云南白药为战略投资者，为优化股权结构、深化国企改革提供重要支持。双方强强联手也将充分发挥各自中药业务领域优势，开展业务协同。上海医药、云南白药与天津医药的“云天上”产业联盟建设加快推进，积极开展全方位业务对接，促进各领域协同共生发展。报告期内，三方在中药资源领域率先开启合作，已确定首批中药材集采 8 个品种并推进实施，以保证中药材的稳定供应并有效降低原材料成本。
- **投资建议:** 上海医药是工商业并重的综合性大型药企，公司资源丰富，创新药管线品种上市兑现业绩，持续改革的成效将逐渐体现。我们预测 2023-2025 年归母净利润分别为 64.35/72.99/81.45 亿元，同比增长 14.56%、13.43%、11.58%，对应 EPS 为 1.74/1.97/2.20 元，对应 PE 为 12/10/9 倍，给予“推荐”评级。
- **风险提示:** 药品集采降价高于预期的风险、混改整合不畅的风险、新药研发失败的风险等。

主要财务指标

	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	231981.30	256649.15	278802.35	299569.84
收入增长率%	7.49	10.63	8.63	7.45
净利润(百万元)	5617.15	6434.96	7299.49	8144.51
利润增速%	10.28	14.56	13.43	11.58
毛利率%	13.14	13.26	13.46	13.60
摊薄 EPS(元)	1.52	1.74	1.97	2.20
PE	13.43	11.72	10.34	9.26
PB	1.13	1.03	0.93	0.85
PS	0.33	0.29	0.27	0.25

资料来源:公司公告,中国银河证券研究院

上海医药(601607.SH)

推荐 首次评级

合理估值区间: 26.1-31.32 元

分析师

程培

☎: 021-20257805

✉: chengpei_yj@chinastock.com.cn

分析师登记编码: S0130522100001

刘晖

☎: 010-80927650

✉: liuhui_yj@chinastock.com.cn

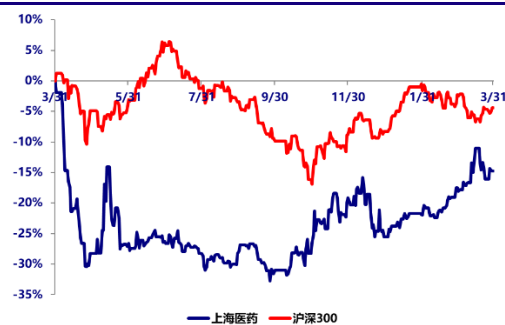
分析师登记编码: S0130520080003

市场数据

2023-03-30

A 股收盘价(元)	20.40
A 股一年内最高价(元)	25.92
A 股一年内最低价(元)	16.01
沪深 300	4038.53
总股本(万股)	369839.85

相对沪深 300 表现图



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

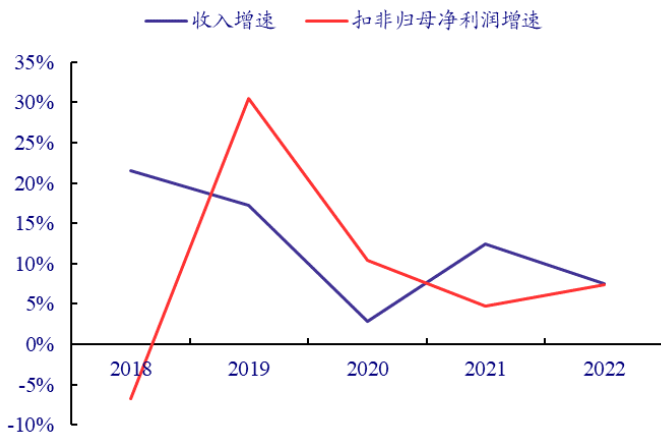
相关研究

公司克服困难保持稳定增长，管理费用下降提高盈利质量

2022 年，国内形势反复、国际冲突加剧、医保支出压力增大、医药市场内卷严重。在多重不确定因素的叠加影响下，公司业绩仍保持正增长。其中，收入同比增长 7.49%，归母净利润同比增长 10.28%，扣非归母净利润同比增长 7.40%。

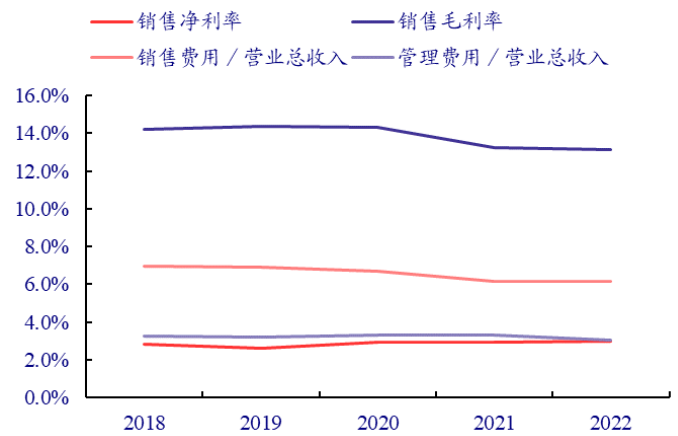
公司盈利质量略有改善，主要受益于管理费用的下降。2022 年公司实现净利率 3.01%，提升 0.10 个百分点；实现毛利率 13.14%，下降 0.09 个百分点，主要是商业收入占比提升；销售费用率 6.16%，下降 0.01 个百分点，管理费用率 3.06%，下降 0.24 个百分点，研发费用率 0.91%，下降 0.01 个百分点，财务费用率 0.57%，下降 0.01 个百分点。

图 1：公司近年来业绩增速



资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

图 2：公司近年来盈利和费用比率



资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

公司研发管线加速扩张，创新即将步入收获期

截至 2022 年末，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 62 项，其中创新药 50 项（含美国临床 II 期 3 项），改良型新药 12 项。在创新药管线中，已有 2 项提交 pre NDA 或上市申请，6 项处于关键性研究或临床 III 期阶段。

表 1：公司进入临床 III 期及以后的新药研发管线

治疗领域	药品名称/代号	适应症	截至 2020 年末在中国的研发进展
消化代谢	X842	反流性食管炎	NDA
感染	I008-A	艾滋慢性异常免疫激活	提交 pre-NDA（临床 II 期完成）
心血管	I001	原发性轻、中度高血压	临床 III 期
肿瘤	BCD-100	宫颈癌	临床 III 期
肿瘤	BCD-100	非小细胞肺癌	临床 III 期
自身免疫	BCD-085	银屑病	临床 III 期
自身免疫	BCD-085	强直性脊柱炎	临床 III 期

资料来源：Wind，中国银河证券研究院

报表预测

资产负债表 (百万元) 2022					利润表 (百万元)				
	2022	2023E	2024E	2025E	2022	2023E	2024E	2025E	
流动资产	149512.87	161323.93	182227.51	195438.08	营业收入	231981.30	256649.15	278802.35	299569.84
现金	27401.40	34728.13	40625.25	50581.39	营业成本	201494.92	222619.13	241285.80	258840.02
应收账款	66759.85	71385.63	78684.17	82564.07	营业税金及附加	716.27	792.44	860.84	924.96
其它应收款	2574.81	2950.14	3051.71	3397.21	营业费用	14278.97	15797.34	17160.92	18439.20
预付账款	3867.58	4273.05	4631.35	4968.29	管理费用	4991.69	5522.48	5999.17	6446.03
存货	34460.22	33558.27	40163.58	38921.74	财务费用	1313.19	1057.08	993.35	958.20
其他	14449.01	14428.70	15071.44	15005.39	资产减值损失	-331.47	0.00	0.00	0.00
非流动资产	48622.03	49720.75	50730.33	51657.11	公允价值变动收益	218.74	0.00	0.00	0.00
长期投资	9232.64	9232.64	9232.64	9232.64	投资净收益	533.12	1026.60	975.81	1048.49
固定资产	11539.29	13071.22	14306.04	15312.49	营业利润	9014.65	10140.77	11496.46	12821.55
无形资产	6244.14	6544.14	6844.14	7144.14	营业外收入	32.78	50.00	50.00	50.00
其他	21605.96	20872.75	20347.50	19967.83	营业外支出	239.08	200.00	200.00	200.00
资产总计	198134.90	211044.68	232957.83	247095.19	利润总额	8808.35	10090.77	11446.46	12771.55
流动负债	110691.05	116210.84	129657.87	134277.25	所得税	1816.34	2080.78	2360.33	2633.57
短期借款	27750.59	30750.59	33750.59	36750.59	净利润	6992.01	8009.99	9086.12	10137.97
应付账款	45603.81	45914.82	53277.67	53131.35	少数股东损益	1374.86	1575.03	1786.63	1993.46
其他	37336.65	39545.43	42629.61	44395.31	归属母公司净利润	5617.15	6434.96	7299.49	8144.51
非流动负债	9441.40	8821.40	8201.40	7581.40	EBITDA	10868.14	11875.54	13300.77	14594.61
长期借款	6259.80	5759.80	5259.80	4759.80	EPS (元)	1.52	1.74	1.97	2.20
其他	3181.61	3061.61	2941.61	2821.61					
负债合计	120132.45	125032.24	137859.27	141858.65	主要财务比率	2022	2023E	2024E	2025E
少数股东权益	10939.45	12514.48	14301.11	16294.57	营业收入	7.49%	10.63%	8.63%	7.45%
归属母公司股东权益	67063.01	73497.96	80797.45	88941.96	营业利润	9.86%	12.49%	13.37%	11.53%
负债和股东权益	198134.90	211044.68	232957.83	247095.19	归属母公司净利润	10.28%	14.56%	13.43%	11.58%
					毛利率	13.14%	13.26%	13.46%	13.60%
					净利率	2.42%	2.51%	2.62%	2.72%
					ROE	8.38%	8.76%	9.03%	9.16%
					ROIC	5.76%	6.31%	6.55%	6.65%
					资产负债率	60.63%	59.24%	59.18%	57.41%
					净负债比率	154.01%	145.37%	144.96%	134.80%
					流动比率	1.35	1.39	1.41	1.46
					速动比率	0.99	1.05	1.05	1.12
					总资产周转率	1.17	1.22	1.20	1.21
					应收帐款周转率	3.47	3.60	3.54	3.63
					应付帐款周转率	5.09	5.59	5.23	5.64
					每股收益	1.52	1.74	1.97	2.20
					每股经营现金	1.28	2.27	1.91	3.01
					每股净资产	18.13	19.87	21.85	24.05
					P/E	13.43	11.72	10.34	9.26
					P/B	1.13	1.03	0.93	0.85
					EV/EBITDA	7.09	6.88	5.88	4.84
					P/S	0.33	0.29	0.27	0.25

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，银河证券医药首席分析师，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，对医药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，获得新财富最佳分析师医药行业2022年第4名、2021年第5名、2020年入围，2021年上海证券报最佳分析师第2名，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。

刘晖，北京大学汇丰商学院西方经济学硕士，生命科学学院学士。2018年加入中国银河证券。

评级标准

行业评级体系

未来6-12个月，行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）相对于基准指数（交易所指数或市场中主要的指数）

推荐：行业指数超越基准指数平均回报20%及以上。

谨慎推荐：行业指数超越基准指数平均回报。

中性：行业指数与基准指数平均回报相当。

回避：行业指数低于基准指数平均回报10%及以上。

公司评级体系

推荐：指未来6-12个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报20%及以上。

谨慎推荐：指未来6-12个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报10%-20%。

中性：指未来6-12个月，公司股价与分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报相当。

回避：指未来6-12个月，公司股价低于分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报10%及以上。

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。

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：苏一耘 0755-83479312 suyiyun_yj@chinastock.com.cn

程曦 0755-83471683 chengxi_yj@chinastock.com.cn

上海地区：何婷婷 021-20252612 hetingting@chinastock.com.cn

陆韵如 021-60387901 luyunru_yj@chinastock.com.cn

北京地区：唐嫚玲 010-80927722 tangmanling_bj@chinastock.com.cn