

## 上海医药(601607)/医药商业

## Q2 表现亮眼, 持续加码研发创新

**评级: 买入(维持)**

市场价格: 21.26

分析师: 江琦

执业证书编号: S0740517010002

电话: 021-20315150

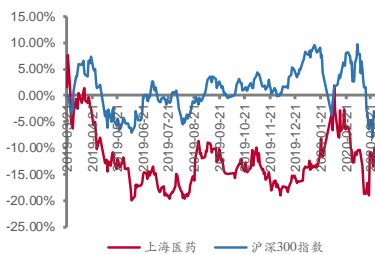
Email: jiangqi@r.qlzq.com.cn

联系人: 孙宇瑶

Email: sunyy@r.qlzq.com.cn

**基本状况**

总股本(百万股)	2842
流通股本(百万股)	1923
市价(元)	21.26
市值(亿元)	521
流通市值(亿元)	409

**股价与行业-市场走势对比**

**相关报告**

1 上海医药(601607)-季报点评:

工业板块表现良好, 研发进展亮点多

2 上海医药(601607): 工商业保持良好势头, 研发创新持续加码

3 上海医药(601607)-年报点评: 工商业稳健经营, 研发投入力度继续加强-买入-(中泰证券\_江琦\_王超)20190329

**公司盈利预测及估值**

指标	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	8458.45	8525.03	8632.03	10909.35	13877.22
增长率 yoy%	34.64%	0.79%	1.26%	26.38%	27.20%
净利润	820.65	-866.47	65.12	900.01	1275.74
增长率 yoy%	53.47%	-173.37%	108.02%	1248.55%	42.86%
每股收益(元)	0.26	-0.22	0.02	0.23	0.33
每股现金流量	0.39	0.32	0.58	0.36	0.43
净资产收益率	12.50%	-11.84%	19.17%	21.22%	22.64%
P/E	114.69	-84.19	1120.30	81.05	57.18
PEG	2.14	0.49	10.37	0.06	1.33
P/B	8.85	9.97	9.50	8.50	7.40

备注: 数据截止 2020/8/28

**投资要点**

- **事件: 公司发布 2020 年半年报, 报告期内公司实现营收 871.65 亿元, 同比下降 5.84%; 实现归母净利润 24.43 亿元, 同比上升 6.84%; 实现归母扣非净利润 22 亿元, 同比上升 5.02%。**
- **点评: 工商业协同, Q2 业务快速恢复。**2020H1 公司实现营收 871.65 亿元、归母净利润 24.43 亿元, 其中工业板块贡献利润 11.66 亿(+7.4%)、商业 10.76 亿(+5.22%), 参股企业贡献利润 5.52 亿(+3.87%), 还原研发费用后归母净利润同比增长 9.44%。Q2 业绩表现亮眼, 单季度实现营业收入 467.17 亿元(+0.32%), 同比增速转正; 其中工业板块贡献收入 60.24 亿元(4.84%); 商业板块贡献收入 406.93 亿元(-0.32%)。Q2 实现归母净利润 14.05 亿元(+21.1%), 其中工业贡献 6.48 亿(+13.06%)、商业贡献 6.13 亿(+20.48%)、参股企业贡献 2.85 亿。经营性现金流 37.06 亿, 同比上升 83.19%。
- **盈利能力稳步提升, 费用端企稳。**报告期内公司综合毛利率 14.74%, 较上年同期上升 0.69pp; 扣除管理、销售及研发费用后的营业利润率 4.39%, 较上年同期上升 0.41pp。工商业毛利率均有提升, 工业板块毛利率 58.55%(+0.79pp), 主要是由于产品结构优化, 重点产品羧氯喹、培菲康等增长势头强劲; 商业板块受益于进口分销板块的良好发展毛利率提高 0.59pp 至 7.08%。三项费用率稳中略升, 其中销售费用率 7.02%, 同比上升 0.07pp; 管理费用率 3.33%, 同比上升 0.2pp; 财务费用率 0.77%, 同比下降 0.01pp。
- **工业板块延续 Q1 的亮眼表现, 海外销售表现突出。**上半年 60 个重点品种销售收入 65.47 亿元, 同比下降 3.00%; 其中 Q2 实现收入 34.84 亿元, 同比增长 3.42%, 环比增长 13.74%。上半年工业产品海外销售表现突出, 一方面通过抗疫药品出口注册加速审批, 实现了数十个国家和地区的准入突破; 另一方面在原料药已有销售的 50 多个国家公司进一步提升市场占有率, 其中出口量最大的他汀系列原料药及替卡格雷系列原料药同比增幅皆在 60% 以上。上半年集团出口总额达 5 亿元以上, 是去年同期的 3 倍多。
- **商业板块 Q2 企稳回升, 进口总经销业务仍将是重要看点。**上半年公司成功引入 8 个进口总代品种, 包括: 独家进口代理安进全球首款 RANKL 抑制剂“地舒单抗”, 还将进口代理梯瓦全球首个氘代药物“氘代丁苯那嗪”, 适应症为罕见病亨廷顿舞蹈症, 此举将进一步加强公司罕见病药物平台的实力。此外疫苗分销业务也颇有亮点, 上半年实现销售收入 21.77 亿元(+49%), 公司代理的 GSK 重磅品种重组带状疱疹疫苗于 7 月 2 日正式开针, 预计将进一步推升下半年的疫苗销售。疫苗分销业务毛利率可达 10%-15%, 净利率 6%-7%, 有望

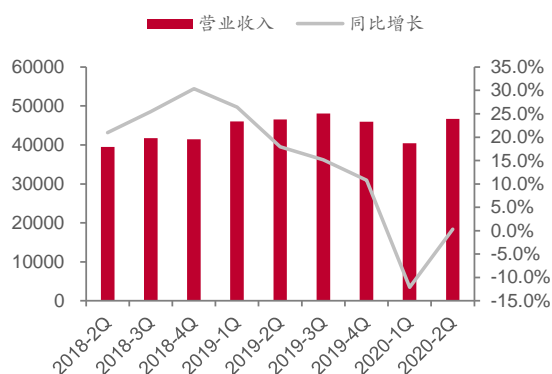
成为商业板块新的利润增长点。

- **研发投入力度继续加强，阶段性进展颇多。**上半年研发投入共计 7.50 亿元，占工业销售收入的 6.42%，其中研发费用投入 6.77 亿元，同比增长 19.96%，占工业销售收入的 5.80%。1) 创新药: 7 月抗肿瘤新药 c-Met 选择性抑制剂“SPH3348” I 期临床试验首例受试者入组，羟基雷公藤内酯醇片“雷腾舒”抗类风湿关节炎适应症 II 期临床试验完成首例受试者入组。另有治疗急性脑卒中新药“注射用 LT3001”和抗肿瘤新药 ErbB2 抑制剂“SPH3261 胶囊”的临床试验申请获批；抗肿瘤小分子新药“SPH4336 片”将于近期启动 I 期临床试验。2) 仿制药一致性评价: 获批一致性评价产品累计增加到 13 个品种（16 个品规），位居行业前列；海外市场中，新一代抗癫痫药醋酸艾司利卡西平片获得美国 FDA 对于该药物四个规格的 ANDA 暂时批准。3) BD 产品引入方面: 8 月公司与亦诺微达成合作协议，引进其溶瘤病毒药物 T3011 的大中华区权益，进一步加强完善公司在肿瘤免疫领域的布局，加速创新转型。
- **盈利预测和投资建议:** 根据公司上半年经营情况，我们对盈利预测略作调整，预计 2020-2022 年公司收入分别为 2082 亿元、2327 亿元和 2585 亿元，同比分别增长 11.6%、11.75%和 11.08%；归属于母公司净利润分别为 44.60 亿元、49.22 亿元和 53.93 亿元，同比分别增长 9.28%、10.36%和 9.58%；对应 EPS 分别为 1.57 元、1.73 元、1.90 元，维持买入评级。
- **风险事件提示:** 医药商业环境竞争加剧利润率下滑；创新药项目的开发不达预期；

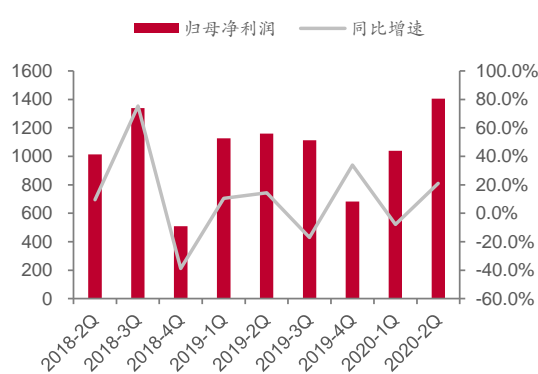
**图表 1: 上海医药分季度财务数据 (单位: 百万)**

	2018-1Q	2018-2Q	2018-3Q	2018-4Q	2019-1Q	2019-2Q	2019-3Q	2019-4Q	2020-1Q	2020-2Q
营业收入	36,386.1	39,492.6	41,722.9	41,482.8	46,006.7	46,568.5	48,041.8	45,948.8	40,448.4	46,716.7
营收同比增长	9.8%	21.0%	25.5%	30.4%	26.4%	17.9%	15.1%	10.8%	-12.1%	0.3%
营收环比增长	14.4%	8.5%	5.6%	-0.6%	10.9%	1.2%	3.2%	-4.4%	-12.0%	15.5%
营业成本	30,928.1	34,002.8	36,056.0	35,534.6	39,402.6	39,884.3	41,654.2	38,810.5	34,195.8	39,859.2
营业费用	2,679.9	2,537.9	2,696.3	3,144.0	3,313.7	3,116.5	3,032.9	3,392.7	2,940.2	3,180.2
管理费用	1,100.9	728.3	1,114.5	1,131.4	1,153.2	1,176.0	1,289.2	1,033.2	1,116.1	1,108.7
财务费用	290.8	347.2	433.6	158.8	332.2	393.1	404.9	128.5	355.1	315.4
营业利润	1,529.5	1,556.4	1,666.9	455.5	1,660.6	1,841.8	1,432.5	1,279.1	1,592.9	2,040.6
利润总额	1,522.0	1,582.9	1,651.1	587.3	1,718.5	1,723.5	1,562.9	1,257.6	1,566.7	2,037.2
所得税	328.9	320.9	149.0	88.3	343.0	348.4	269.1	471.3	338.9	383.8
归母净利润	1,020.0	1,013.3	1,338.6	509.2	1,126.4	1,160.0	1,112.6	682.0	1,038.1	1,404.8
同比增速	2.1%	9.5%	75.3%	-38.8%	10.4%	14.5%	-16.9%	33.9%	-7.8%	21.1%
少数股东损益	173.1	248.8	163.5	-10.2	249.2	215.1	181.2	104.3	189.7	248.6
经营性现金流	95.7	984.8	652.7	1,401.8	153.7	1,869.0	909.7	3,089.9	-592.1	4,297.7
毛利率	15.0%	13.9%	13.6%	14.3%	14.4%	14.4%	13.3%	15.54%	15.46%	14.68%
销售费用率	7.4%	6.4%	6.5%	7.6%	7.2%	6.7%	6.3%	7.4%	7.27%	6.81%
管理费用率	3.0%	3.1%	3.3%	3.5%	3.1%	3.2%	3.3%	3.3%	2.76%	3.09%
财务费用率	0.8%	0.9%	1.0%	0.4%	0.7%	0.8%	0.8%	0.3%	0.88%	0.68%

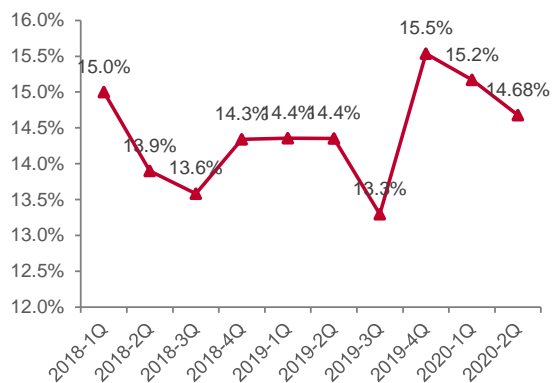
来源: 公司公告, 中泰证券研究所

**图表 2: 分季度营业收入 (单位: 百万)**


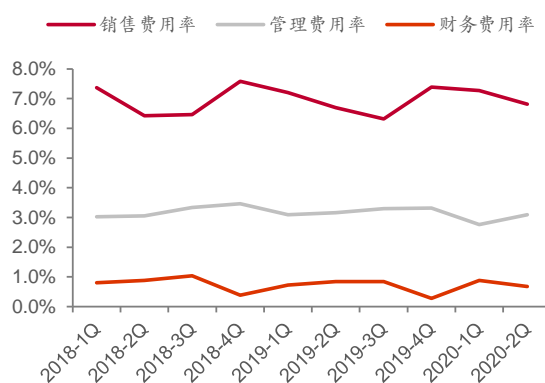
来源: 公司公告, 中泰证券研究所

**图表 3: 分季度归母净利润 (单位: 百万)**


来源: 公司公告, 中泰证券研究所

**图表 4: 分季度毛利率情况**


来源: 公司公告, 中泰证券研究所

**图表 5: 分季度三项费用率情况**


来源: 公司公告, 中泰证券研究所

图表 6: 上海医药财务预测模型

资产负债表					利润表				
单位: 百万元					单位: 百万元				
会计年度	2019	2020E	2021E	2022E	会计年度	2019	2020E	2021E	2022E
<b>流动资产</b>	98092	108995	120341	131909	<b>营业收入</b>	186566	208210	232680	258459
现金	18153	18000	19000	20000	营业成本	159752	181805	202201	223324
应收账款	47340	53611	59621	66334	营业税金及附加	545	633	710	776
其他应收款	2203	2639	2882	3226	营业费用	12856	14179	16055	18092
预付账款	1937	2380	2582	2875	管理费用	4652	5101	5794	6436
存货	24877	29671	33109	36229	财务费用	1259	1582	1754	2086
其他流动资产	3581	2694	3147	3244	资产减值损失	-1093	-1000	-400	200
<b>非流动资产</b>	38935	33593	35121	40062	公允价值变动收益	122	66	76	80
长期投资	4854	5000	5200	5400	投资净收益	654	1200	1350	1500
固定资产	9446	9768	9637	9260	<b>营业利润</b>	6214	6447	7087	7928
无形资产	3930	3908	3860	3727	营业外收入	153	190	189	184
其他非流动资产	20705	14917	16424	21675	营业外支出	104	125	118	118
<b>资产总计</b>	137026	142588	155462	171971	<b>利润总额</b>	6262	6512	7158	7994
<b>流动负债</b>	74608	77306	85699	97094	所得税	1432	1335	1431	1688
短期借款	23139	23890	28235	33866	<b>净利润</b>	4831	5177	5727	6306
应付账款	31819	38730	41675	46802	少数股东损益	750	718	805	912
其他流动负债	19650	14686	15789	16427	<b>归属母公司净利润</b>	4081	4460	4922	5393
<b>非流动负债</b>	13033	11793	11993	12284	EBITDA	8931	9488	10426	11679
长期借款	6136	6136	6136	6136	EPS (元)	1.44	1.57	1.73	1.90
其他非流动负债	6897	5657	5857	6148					
<b>负债合计</b>	87640	89099	97692	109378	<b>主要财务比率</b>				
少数股东权益	7727	8444	9250	10162	<b>会计年度</b>	<b>2019</b>	<b>2020E</b>	<b>2021E</b>	<b>2022E</b>
股本	2842	2842	2842	2842	<b>成长能力</b>				
资本公积	15721	15721	15721	15721	营业收入	17.3%	11.6%	11.8%	11.1%
留存收益	23639	26848	30424	34326	营业利润	19.3%	3.7%	9.9%	11.9%
归属母公司股东权益	41659	45044	48520	52430	归属于母公司净利润	5.2%	9.3%	10.4%	9.6%
<b>负债和股东权益</b>	137026	142588	155462	171971	<b>获利能力</b>				
					毛利率(%)	14.4%	12.7%	13.1%	13.6%
					净利率(%)	2.2%	2.1%	2.1%	2.1%
					ROE(%)	9.8%	9.9%	10.1%	10.3%
					ROIC(%)	10.2%	10.2%	10.3%	10.1%
					<b>偿债能力</b>				
					资产负债率(%)	64.0%	62.5%	62.8%	63.6%
					净负债比率(%)	34.76%	35.03%	36.40%	37.66%
					流动比率	1.31	1.41	1.40	1.36
					速动比率	0.97	1.01	1.00	0.97
					<b>营运能力</b>				
					总资产周转率	1.41	1.49	1.56	1.58
					应收账款周转率	4	4	4	4
					应付账款周转率	5.09	5.15	5.03	5.05
					<b>每股指标(元)</b>				
					每股收益(最新摊薄)	1.44	1.57	1.73	1.90
					每股经营现金流(最新摊薄)	2.12	-0.16	0.24	1.42
					每股净资产(最新摊薄)	14.66	15.85	17.07	18.45
					<b>估值比率</b>				
					P/E	14.81	13.55	12.28	11.20
					P/B	1.45	1.34	1.25	1.15
					EV/EBITDA	8	8	7	6

现金流量表				
单位: 百万元				
会计年度	2019	2020E	2021E	2022E
<b>经营活动现金流</b>	6022	-452	685	4027
净利润	4831	5177	5727	6306
折旧摊销	1458	1459	1585	1665
财务费用	1259	1582	1754	2086
投资损失	-654	-1200	-1350	-1500
营运资金变动	-2353	-9134	-6322	-4796
其他经营现金流	1482	1664	-710	266
<b>投资活动现金流</b>	-4584	2205	-831	-5089
资本支出	2753	600	600	600
长期投资	136	301	198	201
其他投资现金流	-1695	3106	-32	-4289
<b>筹资活动现金流</b>	-2326	-1906	1145	2062
短期借款	3719	751	4346	5631
长期借款	-487	0	0	0
普通股增加	0	0	0	0
资本公积增加	-124	0	0	0
其他筹资现金流	-5433	-2657	-3200	-3569
<b>现金净增加额</b>	-889	-153	1000	1000

来源: 中泰证券研究所

**投资评级说明:**

	评级	说明
股票评级	买入	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 15%以上
	增持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
	持有	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在-10%~+5%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数跌幅在 10%以上
行业评级	增持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在 10%以上
	中性	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数跌幅在 10%以上

备注: 评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价 (或行业指数) 相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准; 新三板市场以三板成指 (针对协议转让标的) 或三板做市指数 (针对做市转让标的) 为基准; 香港市场以摩根士丹利中国指数为基准, 美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准 (另有说明的除外)。

**重要声明:**

中泰证券股份有限公司 (以下简称“本公司”) 具有中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料, 反映了作者的研究观点, 力求独立、客观和公正, 结论不受任何第三方的授意或影响。但本公司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, 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, 可能会随时调整。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改, 投资者应当自行关注相应的更新或修改。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用, 不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议, 本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户, 不构成客户私人咨询建议。

市场有风险, 投资需谨慎。在任何情况下, 本公司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。

投资者应注意, 在法律允许的情况下, 本公司及其本公司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投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“中泰证券股份有限公司”所有。未经事先本公司书面授权, 任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发, 需注明出处为“中泰证券研究所”, 且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。