2020 年 10 月 29 日
证券研究报告•2020 年三季报点评
上海医药（601607）医药生物

买入（维持）
当前价：20.42 元
目标价：——元（6 个月）

西南证券 SOUTHWEST SECURITIES

多重利好商业发展，医药工业再次启航

投资要点

- **业绩总结：**2020 年前三季度实现营业总收入 1403.3 亿元（-0.21%），实现归母净利润 36 亿元（+6%），扣非归母净利润为 32.8 亿元（+6.8%）。单三季度营业总收入为 531.6 亿元（+10.6%），归母净利润为 11.6 亿元（+4.1%）。
- **医药商业：加快进口准入、仓储物流等方面发展。**医药商业收入为 1227.5 亿元（+0.01%），贡献利润 17.5 亿元（+15%），毛利率为 13.6%。从三季度来看，医药商业实现收入 474.6 亿元，同比增长 12.7%，业绩回暖加速。**1）在进口药品方面**，引入 12 个进口总代品种，舒坦明、地舒单抗注射液、注射用卡非佐米和注射用倍林妥莫双抗预计于 2021 年上市。**2）在进口疫苗方面，**疫苗业务实现销售收入 39.7 亿元（+62.6%）。代理的 GSK 重磅品种重组带状疱疹疫苗（欣安立适）于 7 正式开针，第三季度已实现销售约 5.5 亿元。**3）仓储物流：**与康希诺生物股份公司签订了战略合作协议，公司在全国范围内开展疫苗产品存储、配送、供应链服务合作，9 月达成了委托生产合作意向，已开始筹划新冠疫苗生产场地的建设工作。此外，上海医药保障基地“绥德路二期项目”启动，强化公司医药物流保障工作。**4）互联网+：**上药云健康已对接（包括正在对接中）65 家互联网医院，并与其中多家达成了独家配送委托关系。上药云健康 B 轮融资目前正在推进当中，拟引入优势产业资源及发展资金，助推公司成为未来行业头部企业。
- **医药工业：保障原料产能供应，积极布局高端制剂领域。**医药工业实现收入 173.7 亿元（-1.8%），贡献利润 16.3 亿元（+6%），毛利率为 58.7%，上升 1.2pp。报告期内 9 个品种（10 个品规）通过了仿制药一致性评价，获批品种已达 15 个（19 个品规），位居行业前列。**1）研发：**与九州药业合作设立子公司，共同开展高端制剂的开发工作，**2）原料：**与上游原料药优质供应商的深度战略合作，保障公司原料药供应，提高公司在仿制药一致性评价及药品二次开发方面的市场竞争力。上药金山绿色制药精品基地（一期）、上海医药辽宁绿色原料药基地（一期）及上药信谊平原医药产业园等原料药项目都在建设当中，预计在未来将有效保障公司原料药需求。**3）制剂生产：**启动“上药宝山医药超级工厂项目”，拟整合沪内高端化药制剂产品，建成多剂型、多品种、高收益的产业园区，项目预计年内正式落地。
- **加大研发投入，1 类新药管线步入收获期。**前三季度研发投入共计 11.8 亿元，占工业销售收入的 6.8%。“SPH3127”用于治疗原发性轻、中度高血压的Ⅲ期临床方案已获批准。急性脑卒中新药“注射用 LT3001”获批开展Ⅰ期临床。8 月引进的新一代重组疱疹溶瘤病毒 T3011 目前已开展Ⅰ期临床试验。抗肿瘤小分子新药“SPH4336 片”正在开展Ⅰ期临床试验。抗肿瘤新药 ErbB2 抑制剂“SPH3261 胶囊”的临床试验申请获得受理。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。同时推进与高校研究院合作，开展 CAR-T 联合靶向治疗研究，推进前沿创新项目的研发提速和产业化落地。
- **盈利预测与投资建议。**预计 2020-2022 年 EPS 分别为 1.6 元、1.78 元、2.07 元，对应 PE 为 13 倍、11 倍、10 倍。考虑公司医药商业进口品种与新冠疫苗放量增长，同时医药工业在保障原料及产能供应下，赢得仿制药核心竞争力，维持“买入”评级。
- **风险提示：**原材料价格大幅波动、研发进展不及预期、新冠疫苗研发不及预期。

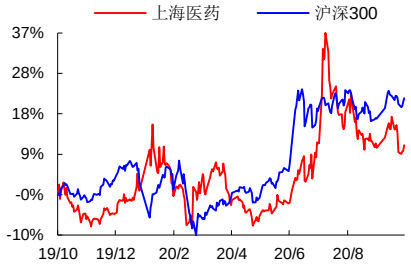
指标/年度	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入（百万元）	186565.80	195177.00	205731.46	223442.41
增长率	17.27%	4.62%	5.41%	8.61%
归属母公司净利润（百万元）	4080.99	4537.29	5048.04	5885.63
增长率	5.15%	11.18%	11.26%	16.59%
每股收益 EPS（元）	1.44	1.60	1.78	2.07
净资产收益率 ROE	9.78%	8.71%	8.87%	9.50%
PE	14.14	12.72	11.43	9.81
PB	1.39	1.26	1.15	1.05

数据来源：Wind，西南证券

西南证券研究发展中心

分析师：杜向阳
执业证号：S1250520030002
电话：021-68416017
邮箱：duxy@swsc.com.cn

相对指数表现



数据来源：聚源数据

基础数据

总股本(亿股)	28.42
流通 A 股(亿股)	19.23
52 周内股价区间(元)	17.34-25.2
总市值(亿元)	580.35
总资产(亿元)	0.00
每股净资产(元)	0.00

相关研究

1. 上海医药（601607）：短期业绩受疫情影响，股权激励注入增长活力 (2020-04-29)
2. 上海医药（601607）：工业和商业板块表现靓丽，激励奠定业绩稳定增长 (2020-04-02)

附表：财务预测与估值

利润表（百万元）	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	186565.80	195177.00	205731.46	223442.41
营业成本	159751.67	167805.92	176470.00	190801.87
营业税金及附加	544.76	589.42	621.29	674.78
销售费用	12855.72	14620.16	15513.63	17027.92
管理费用	4651.57	6232.51	6620.98	7369.72
财务费用	1258.77	91.62	96.58	104.89
资产减值损失	-1093.12	500.00	500.00	500.00
投资收益	653.78	300.00	300.00	300.00
公允价值变动损益	122.16	65.56	76.15	80.29
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00
营业利润	6213.95	5702.93	6285.14	7343.53
其他非经营损益	48.52	220.00	220.00	220.00
利润总额	6262.47	5922.93	6505.14	7563.53
所得税	1431.72	1235.64	1357.10	1577.90
净利润	4830.74	4687.29	5148.04	5985.63
少数股东损益	749.75	150.00	100.00	100.00
归属母公司股东净利润	4080.99	4537.29	5048.04	5885.63

现金流量表（百万元）	2019A	2020E	2021E	2022E
净利润	4830.74	4687.29	5148.04	5985.63
折旧与摊销	1465.10	1316.45	1361.45	1406.45
财务费用	1258.77	91.62	96.58	104.89
资产减值损失	-1093.12	500.00	500.00	500.00
经营营运资本变动	-2371.10	-7586.87	-2405.02	-3887.58
其他	1931.99	-641.83	-1447.59	-242.14
经营活动现金流净额	6022.39	-1633.34	3253.45	3867.24
资本支出	-2170.32	-1000.00	-1000.00	-1000.00
其他	-2413.96	-111.18	-123.85	-119.71
投资活动现金流净额	-4584.28	-1111.18	-1123.85	-1119.71
短期借款	3798.39	4863.59	-370.12	-161.94
长期借款	-487.00	0.00	0.00	0.00
股权融资	-124.43	0.00	0.00	0.00
支付股利	-1250.52	-816.20	-907.46	-1009.61
其他	-4262.24	62.01	203.42	195.11
筹资活动现金流净额	-2325.80	4109.40	-1074.15	-976.44
现金流量净额	-889.30	1364.88	1055.45	1771.10

资产负债表（百万元）	2019A	2020E	2021E	2022E
货币资金	18152.82	19517.70	20573.15	22344.24
应收和预付款项	49551.38	52424.22	55351.42	59956.29
存货	24877.36	26344.78	28400.48	30348.03
其他流动资产	5510.03	1144.20	1206.08	1309.91
长期股权投资	4853.78	4853.78	4853.78	4853.78
投资性房地产	292.32	292.32	292.32	292.32
固定资产和在建工程	11095.57	11379.93	11619.28	11813.63
无形资产和开发支出	14931.88	14370.56	13809.24	13247.92
其他非流动资产	7761.26	8221.78	8682.30	9142.82
资产总计	137026.40	138549.28	144788.05	153308.94
短期借款	23138.69	28002.28	27632.16	27470.22
应付和预收款项	39178.74	42914.93	44983.24	48390.05
长期借款	6135.99	6135.99	6135.99	6135.99
其他负债	19187.05	7696.83	7996.83	8296.83
负债合计	87640.47	84750.03	86748.23	90293.10
股本	2842.09	2842.09	2842.09	2842.09
资本公积	15720.60	15720.60	15720.60	15720.60
留存收益	23638.59	27359.68	31500.26	36376.28
归属母公司股东权益	41659.05	45922.37	50062.95	54938.97
少数股东权益	7726.87	7876.87	7976.87	8076.87
股东权益合计	49385.93	53799.25	58039.83	63015.85
负债和股东权益合计	137026.40	138549.28	144788.05	153308.94

财务分析指标	2019A	2020E	2021E	2022E
成长能力	17.27%	4.62%	5.41%	8.61%
销售收入增长率	19.31%	-8.22%	10.21%	16.84%
营业利润增长率	8.40%	-2.97%	9.83%	16.27%
净利润增长率	15.46%	-20.44%	8.89%	14.36%
EBITDA 增长率				
获利能力	14.37%	14.02%	14.22%	14.61%
毛利率	10.06%	10.73%	10.81%	10.97%
三费率	2.59%	2.40%	2.50%	2.68%
净利率	9.78%	8.71%	8.87%	9.50%
ROE	3.53%	3.38%	3.56%	3.90%
ROA	8.32%	6.14%	6.30%	7.01%
ROIC	4.79%	3.64%	3.76%	3.96%
EBITDA/销售收入				
营运能力	1.41	1.42	1.45	1.50
总资产周转率	20.68	20.36	20.89	22.20
固定资产周转率	3.99	3.85	3.85	3.90
应收账款周转率	6.23	6.37	6.37	6.46
存货周转率	109.74%	—	—	—
销售商品提供劳务收到现金/营业收入				
资本结构	63.96%	61.17%	59.91%	58.90%
资产负债率	36.82%	43.82%	42.38%	40.54%
带息债务/总负债	1.31	1.39	1.44	1.49
流动比率	0.98	1.02	1.05	1.09
速动比率	30.64%	17.99%	17.98%	17.15%
股利支付率				
每股指标	1.44	1.60	1.78	2.07
每股收益	14.66	16.16	17.61	19.33
每股净资产	2.12	-0.57	1.14	1.36
每股经营现金	0.44	0.29	0.32	0.36
每股股利	17.27%	4.62%	5.41%	8.61%

业绩和估值指标	2019A	2020E	2021E	2022E
EBITDA	8937.82	7111.00	7743.16	8854.87
PE	14.14	12.72	11.43	9.81
PB	1.39	1.26	1.15	1.05
PS	0.31	0.30	0.28	0.26
EV/EBITDA	7.25	9.44	8.42	7.09
股息率	2.17%	1.41%	1.57%	1.75%

数据来源：Wind，西南证券

分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，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获取任何形式的补偿。

投资评级说明

公司评级	买入：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 20%以上
	持有：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 10%与 20%之间
	中性：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-10%与 10%之间
	回避：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-20%与-10%之间
	卖出：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-20%以下
行业评级	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上
	跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间
	弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数-5%以下

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《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，本报告仅供本公司客户中的专业投资者使用，若您并非本公司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。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，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。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告及附录版权为西南证券所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告及附录进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告及附录的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

西南证券研究发展中心

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路 166 号中国保险大厦 20 楼

邮编：200120

北京

地址：北京市西城区南礼士路 66 号建威大厦 1501-1502

邮编：100045

重庆

地址：重庆市江北区桥北苑 8 号西南证券大厦 3 楼

邮编：400023

深圳

地址：深圳市福田区深南大道 6023 号创建大厦 4 楼

邮编：518040

西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	张方毅	高级销售经理	021-68413959	15821376156	zfyi@swsc.com.cn
	杨博睿	销售经理	021-68415861	13166156063	ybz@swsc.com.cn
	吴菲阳	销售经理	021-68415020	16621045018	wfy@swsc.com.cn
	付禹	销售经理	021-68415523	13761585788	fuyu@swsc.com.cn
	黄滢	销售经理	18818215593	18818215593	hying@swsc.com.cn
	蒋俊洲	销售经理	18516516105	18516516105	jiangjz@swsc.com.cn
	刘琦	销售经理	18612751192	18612751192	liuqi@swsc.com.cn
	崔露文	销售经理	15642960315	15642960315	clw@swsc.com.cn
	陈慧琳	销售经理	18523487775	18523487775	chhl@swsc.com.cn
北京	张岚	高级销售经理	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	彭博	销售经理	13391699339	13391699339	pbyf@swsc.com.cn
	高妍琳	销售经理	15810809511	15810809511	gyl@swsc.com.cn
广深	王湘杰	地区销售副总监	0755-26671517	13480920685	wxj@swsc.com.cn
	林芷豌	高级销售经理	15012585122	15012585122	linzw@swsc.com.cn
	陈慧玲	高级销售经理	18500709330	18500709330	chl@swsc.com.cn
	谭凌岚	销售经理	13642362601	13642362601	tll@swsc.com.cn
	郑龑	销售经理	18825189744	18825189744	zhengyan@swsc.com.cn