

## 上海医药（601607）

# 2024 年三季报点评：药品 CSO 赋能商业快速增长，工业板块持续推进新药研发

买入（首次）

2024 年 11 月 06 日

证券分析师 朱国广

执业证书：S0600520070004

zhugg@dwzq.com.cn

证券分析师 冉胜男

执业证书：S0600522090008

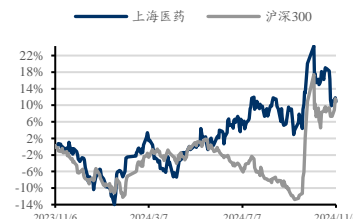
ranshn@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业总收入（百万元）	231981	260295	284350	310295	342470
同比（%）	7.49	12.21	9.24	9.12	10.37
归母净利润（百万元）	5617	3768	5015	5632	6349
同比（%）	10.28	(32.92)	33.10	12.30	12.73
EPS-最新摊薄（元/股）	1.52	1.02	1.35	1.52	1.71
P/E（现价&最新摊薄）	12.89	19.21	14.43	12.85	11.40

### 投资要点

- **事件：**公司发布 2024 年三季报，前三季度实现营收 2096.29 亿元（+6.14%，同比，下同），归母净利润 40.54 亿元（+6.78%），扣非归母净利润 36.86 亿元（+11.56%）。单 Q3 季度，实现营收 702.16 亿元（+8.16%），归母净利润 11.12 亿元（-6.29%），扣非归母净利润 9.81 亿元（-11.20%），业绩符合我们预期。
- **药品 CSO 赋能商业板块快速增长。**2024 前三季度，医药商业营业收入 1913.45 亿元（+8.28%），贡献归母净利润 26.52 亿元（+0.26%），主要系药品 CSO 业务高速增长，2024 前三季度公司引入进口总代品种 13 个、药品 CSO 合约推广业务实现销售收入约 61 亿元，同比增幅达 176.3%。在非药方面，同期公司实现器械大健康业务销售约 326 亿，同比增长 11.9%。
- **工业板块：持续推进新药研发，培育中药大品种。**2024 前三季度，医药工业营业收入 182.84 亿元（-12.10%），贡献归母净利润 18.64 亿元（+3.58%）。公司积极推进创新成果转化和产业化，与赛多利斯集团、上海康健生细胞技术有限公司、上海市生物医药技术研究院、拜耳健康消费品等企业上海签署战略合作协议，截至 2024Q3，公司处于临床申请获得受理及进入后续临床研究阶段的新药管线共有 60 项，其中创新药 46 项（含美国临床 II 期 3 项）。此外在中药方面，公司持续推进大品种培育战略，全年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、银杏酮酯的循证医学研究持续推进，病例入组数进一步增加。
- **盈利预测与投资评级：**考虑公司 CSO 增长动力足，商业板块有望维持双位数增长，工业板块 25-26 年有望成果兑现，我们预计公司 24-26 年归母净利润分别为 50.15/56.32/63.49 亿元，首次覆盖，给予“买入”评级。
- **风险提示：**政策风险、市场竞争风险、应收账款发生坏账风险、新药研发不及预期风险。

### 股价走势



### 市场数据

收盘价(元)	19.53
一年最低/最高价	15.36/23.20
市净率(倍)	1.02
流通 A 股市值(百万元)	37,751.07
总市值(百万元)	72,353.95

### 基础数据

每股净资产(元,LF)	19.13
资产负债率(%，LF)	62.83
总股本(百万股)	3,704.76
流通 A 股(百万股)	1,932.98

### 相关研究

- 《上海医药(601607)：2022 年年报点评：维持高质量发展，主业增长稳健》  
2023-04-01
- 《上海医药(601607)：2022 年三季报点评：业绩符合预期，疫苗、中药、创新药正在发生积极变化》  
2022-10-28

## 上海医药三大财务预测表

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2023A	2024E	2025E	2026E		2023A	2024E	2025E	2026E
<b>流动资产</b>	<b>162,434</b>	<b>179,226</b>	<b>198,582</b>	<b>220,986</b>	<b>营业总收入</b>	<b>260,295</b>	<b>284,350</b>	<b>310,295</b>	<b>342,470</b>
货币资金及交易性金融资产	40,670	49,809	57,622	65,534	营业成本(含金融类)	228,967	250,740	272,532	300,689
经营性应收款项	80,353	86,511	94,390	104,177	税金及附加	738	806	880	971
存货	36,623	38,307	41,637	45,939	销售费用	13,902	15,355	17,377	19,178
合同资产	0	0	0	0	管理费用	5,712	6,240	6,809	7,515
其他流动资产	4,788	4,599	4,933	5,336	研发费用	2,204	2,408	2,948	3,253
<b>非流动资产</b>	<b>49,539</b>	<b>49,628</b>	<b>49,810</b>	<b>49,972</b>	财务费用	1,486	1,329	1,332	1,368
长期股权投资	8,352	8,352	8,352	8,352	加:其他收益	793	711	776	856
固定资产及使用权资产	14,303	15,491	16,273	16,833	投资净收益	(68)	284	310	342
在建工程	3,570	2,709	2,141	1,779	公允价值变动	405	0	0	0
无形资产	6,051	5,834	5,626	5,417	减值损失	(841)	(39)	(40)	(42)
商誉	11,393	11,443	11,503	11,573	资产处置收益	92	28	31	34
长期待摊费用	475	495	500	506	<b>营业利润</b>	<b>7,667</b>	<b>8,457</b>	<b>9,495</b>	<b>10,687</b>
其他非流动资产	5,395	5,304	5,414	5,511	营业外净收支	(613)	(98)	(108)	(105)
<b>资产总计</b>	<b>211,973</b>	<b>228,854</b>	<b>248,391</b>	<b>270,957</b>	<b>利润总额</b>	<b>7,054</b>	<b>8,359</b>	<b>9,387</b>	<b>10,581</b>
<b>流动负债</b>	<b>122,372</b>	<b>133,397</b>	<b>145,894</b>	<b>160,523</b>	减:所得税	1,888	2,090	2,347	2,645
短期借款及一年内到期的非流动负债	38,524	42,628	47,769	52,909	<b>净利润</b>	<b>5,167</b>	<b>6,269</b>	<b>7,040</b>	<b>7,936</b>
经营性应付款项	54,632	59,551	64,726	71,414	减:少数股东损益	1,399	1,254	1,408	1,587
合同负债	1,971	1,990	2,172	2,397	<b>归属母公司净利润</b>	<b>3,768</b>	<b>5,015</b>	<b>5,632</b>	<b>6,349</b>
其他流动负债	27,245	29,227	31,227	33,803	每股收益-最新股本摊薄(元)	1.02	1.35	1.52	1.71
非流动负债	9,275	9,079	9,079	9,079	EBIT	8,975	9,688	10,719	11,949
长期借款	5,786	5,786	5,786	5,786	EBITDA	11,355	11,610	12,786	14,122
应付债券	0	0	0	0	毛利率(%)	12.04	11.82	12.17	12.20
租赁负债	1,550	1,550	1,550	1,550	归母净利率(%)	1.45	1.76	1.82	1.85
其他非流动负债	1,938	1,743	1,743	1,743	收入增长率(%)	12.21	9.24	9.12	10.37
<b>负债合计</b>	<b>131,646</b>	<b>142,476</b>	<b>154,973</b>	<b>169,603</b>	归母净利润增长率(%)	(32.92)	33.10	12.30	12.73
归属母公司股东权益	68,524	73,323	78,955	85,304					
少数股东权益	11,802	13,056	14,464	16,051					
<b>所有者权益合计</b>	<b>80,326</b>	<b>86,378</b>	<b>93,418</b>	<b>101,354</b>					
<b>负债和股东权益</b>	<b>211,973</b>	<b>228,854</b>	<b>248,391</b>	<b>270,957</b>					

现金流量表 (百万元)					重要财务与估值指标				
	2023A	2024E	2025E	2026E		2023A	2024E	2025E	2026E
经营活动现金流	5,232	9,124	7,052	7,432	每股净资产(元)	18.50	19.79	21.31	23.03
投资活动现金流	(2,492)	(1,721)	(2,057)	(2,105)	最新发行在外股份(百万股)	3,705	3,705	3,705	3,705
筹资活动现金流	232	1,760	2,817	2,586	ROIC(%)	5.42	5.54	5.64	5.78
现金净增加额	2,966	9,139	7,812	7,913	ROE-摊薄(%)	5.50	6.84	7.13	7.44
折旧和摊销	2,379	1,922	2,068	2,173	资产负债率(%)	62.11	62.26	62.39	62.59
资本开支	(2,791)	(2,083)	(2,232)	(2,327)	P/E (现价&最新股本摊薄)	19.21	14.43	12.85	11.40
营运资本变动	(4,151)	(756)	(4,186)	(5,002)	P/B (现价)	1.06	0.99	0.92	0.85

数据来源:Wind,东吴证券研究所,全文如无特殊注明,相关数据的货币单位均为人民币,预测均为东吴证券研究所预测。

## 免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“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。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，本公司及作者不对任何人因使用本报告中的内容所导致的任何后果负任何责任。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

在法律许可的情况下，东吴证券及其所属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投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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。

本报告的版权归本公司所有，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。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明出处为东吴证券研究所，并注明本报告发布人和发布日期，提示使用本报告的风险，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

## 东吴证券投资评级标准

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力相对基准表现的预期（A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数，新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的），北交所基准指数为北证 50 指数），具体如下：

公司投资评级：

- 买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 15% 以上；
- 增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 5% 与 15% 之间；
- 中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 -5% 与 5% 之间；
- 减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 -15% 与 -5% 之间；
- 卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 -15% 以下。

行业投资评级：

- 增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于基准 5% 以上；
- 中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对基准 -5% 与 5%；
- 减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于基准 5% 以上。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议。投资者买入或者卖出证券的决定应当充分考虑自身特定状况，如具体投资目的、财务状况以及特定需求等，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

东吴证券研究所  
苏州工业园区星阳街 5 号  
邮政编码：215021

传真：（0512）62938527

公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>