

上海医药(601607.SH)

工业潜力逐步兑现，多点赋能收入增长

推荐（首次）

股价：19.39元

主要数据

行业	医药
公司网址	www.sphchina.com
大股东/持股	上海医药(集团)有限公司/19.34%
实际控制人	上海市国有资产监督管理委员会
总股本(百万股)	3,708
流通A股(百万股)	1,937
流通B/H股(百万股)	919
总市值(亿元)	642
流通A股市值(亿元)	376
每股净资产(元)	19.11
资产负债率(%)	62.8

行情走势图



证券分析师

叶寅	投资咨询资格编号 S1060514100001 BOT335 YEYIN757@pingan.com.cn
倪亦道	投资咨询资格编号 S1060518070001 021-38640502 NIYIDAO242@pingan.com.cn
王钰畅	投资咨询资格编号 S1060524090001 WANGYUCHANG804@pingan.com.cn

平安观点：

- 工业潜力逐步兑现，创新药与中药板块双轮驱动。**上海医药在医药工业领域具备增长潜力，积极布局创新药，多个新药管线进入临床研究阶段，其中I001片、X842等重点品种有望成为未来增长的重要驱动力。中药方面，公司旗下共有8家主要直管中药企业，9个核心中药品牌，其中7家企业荣获“2023年中成药工业百强企业”称号，品牌底蕴深厚。同时，公司通过收购赋能中药板块，如2025年拟收购上海和黄药业10%股权，有助于突破区域壁垒，强化营销下沉以及嫁接国际化路径，进一步强化中药业务布局。
- 商业板块稳定增长，创新业务成为亮点。**公司医药商业板块作为核心支柱之一，分销网络覆盖全国。公司拥有超过2000家优质品牌药房。此外，公司还成功建设了300多个院内供应链服务（SPD）项目，为129家医疗机构提供服务，在服务数量、运营品质和服务模式方面处于行业领先地位。在器械大健康领域，公司积极探索，业务规模持续扩大。通过与仁会生物、法国VIVACY公司等合作，公司在医美等领域取得突破，进一步拓宽了业务边界。同时，公司在创新药服务业务方面全国领先，着力打造创新药全生命周期服务平台，2023年全年成功引入进口总代品种29个。
- CSO业务潜力巨大，合作带来快速增长。**创新业务中，CSO业务作为新兴业务，与多家国内外领先药企达成合作，业务规模快速增长，成为商业板块的重要增长点。2023年，公司CSO业务全年销售额达29亿元，同比增长约50%，并成功与赛诺菲达成覆盖心血管、肿瘤等20多个重点疾病领域的战略合作，合约规模超50亿元。CSO业务规模在总营收中的占比显著提升，平台化服务能力持续增强。
- 投资建议：**公司具备深厚的国资背景和全产业链布局。随着创新药管线的逐步兑现、中药板块的持续增长以及商业板块的稳定发挥，公司未来业绩有望保持较快增长。我们预计公司2024/2025/2026年分别实现归母净利润49.17亿元、56.08亿元、62.83亿元，首次覆盖，给予“推荐”评级。
- 风险提示：**1) 创新药上市进度不及预期；2) 账期延长风险；3) 政策风险等。

	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	231,981	260,295	284,207	309,895	338,207
YOY(%)	7.5	12.2	9.2	9.0	9.1
净利润(百万元)	5,617	3,768	4,917	5,608	6,283
YOY(%)	10.3	-32.9	30.5	14.0	12.0
毛利率(%)	13.1	12.0	12.1	12.1	12.1
净利率(%)	2.4	1.4	1.7	1.8	1.9
ROE(%)	8.4	5.5	6.8	7.4	7.8
EPS(摊薄/元)	1.51	1.02	1.33	1.51	1.69
P/E(倍)	12.8	19.1	14.6	12.8	11.4
P/B(倍)	1.1	1.0	1.0	0.9	0.9

资料来源：同花顺 iFinD，平安证券研究所

正文目录

一、“工商研投”一体，全产业链布局的医药商业龙头	4
1.1 深厚国资背景，全产业链布局	4
1.2 费用管控得当，业绩短期承压	6
二、医药工业：创新药布局广阔、收并购助力中药板块，已成第二增长曲线	7
2.1 创新药与仿制药板块	7
2.1.1 重点品种	8
2.1.2 在研管线	9
2.2 中药板块	11
2.2.1 品牌底蕴深厚，重点品种发力	11
2.2.2 收并购赋能中药品种销售	12
三、医药商业：分销稳定增收，CSO 等新兴业务潜力无穷	13
3.1 核心支柱稳定发挥，商业模式转型升级	13
3.2 打造 CSO 领先品牌，带动商业板块增长	13
3.3 创新药服务全国领先，打造全生命周期服务平台	14
3.4 器械大健康稳步发展，提升全价值链服务能级	15
四、盈利预测和估值评级	15
4.1 盈利预测	15
4.2 相对估值和评级	16
五、风险提示	17

图表目录

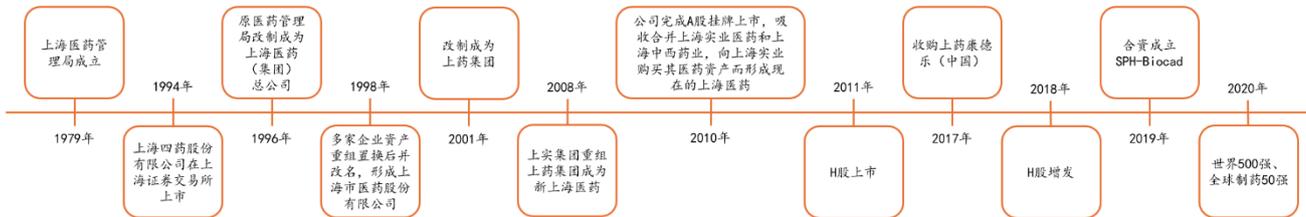
图表 1 上海医药历史发展沿革	4
图表 2 上海医药股权结构示意图	5
图表 3 上海医药几款主力药（产）品基本情况	5
图表 4 公司分行业主营业务收入（亿元）	6
图表 5 公司各项目毛利率（%）	6
图表 6 公司收入（亿元）及归母净利润（亿元）	7
图表 7 公司毛利率及净利率（%）	7
图表 8 公司费用率情况（%）	7
图表 9 2023 年公司按治疗领域或主要药（产）品等分类划分的医药工业收入占比情况	8
图表 10 2020-2023 年公司 60 个重点品种销售收入（亿元）以及增速情况	8
图表 11 2017-2023 年公司全年销售收入过亿品种数量（个）	8
图表 12 图表 12 2019-2023 年公司研发投入（亿元）和研发费用（亿元）及两者增速	8
图表 13 在研管线	10
图表 14 上海医药官网示例中药品牌	11
图表 15 上海医药中药板块六大品种二次开发情况	12
图表 16 公司分销网络全国分布图	13
图表 17 2019-2023 年公司零售收入（亿元）及 YOY	13
图表 18 2019-2023 年公司分销收入（亿元）及 YOY	13
图表 19 2022-2024 前 3 季度公司 CSO 业务收入（亿元）及同比增速	14
图表 20 2018-2024 前 3 季度公司引入进口总代品种数（个）	14
图表 21 2020-2024 前 3 季度公司器械大健康业务收入（亿元）及同比增速情况	15
图表 22 公司分业务收入及毛利率（亿元）	16
图表 23 可比公司估值（PE）	16

一、“工商研投”一体，全产业链布局的医药商业龙头

1.1 深厚国资背景，全产业链布局

国资背景深厚，龙头地位稳固。上海医药集团股份有限公司的前身可以追溯到上海四药股份有限公司和上海医药（集团）总公司。上海医药（集团）总公司前身是 1979 年成立的上海医药管理局。1996 年，原医药管理局改制成为上海医药（集团）总公司。而上海四药股份有限公司，于 1994 年 3 月在上海证券交易所上市。1998 年，上海医药（集团）总公司以下属企业上海市医药有限公司、上海医药工业销售有限公司、上海天平制药厂重组后的经营性资产和原上海四药股份有限公司的资产进行等值整体置换后，形成上海市医药股份有限公司。2001~2002 年，改制成为上药集团。2008 年，上实集团重组上药集团成为新上海医药。2010 年 1 月 29 日，经中国证监会批准，公司吸收合并上海实业医药投资股份有限公司和上海中西药业股份有限公司，向上海医药（集团）有限公司发行股份购买医药资产以及向上海上实（集团）有限公司发行股份募集资金，并以该等资金向上海实业控股有限公司购买其医药资产而形成现在的上海医药。公司于 2010 年和 2011 年分别完成 A 股和 H 股的挂牌上市。

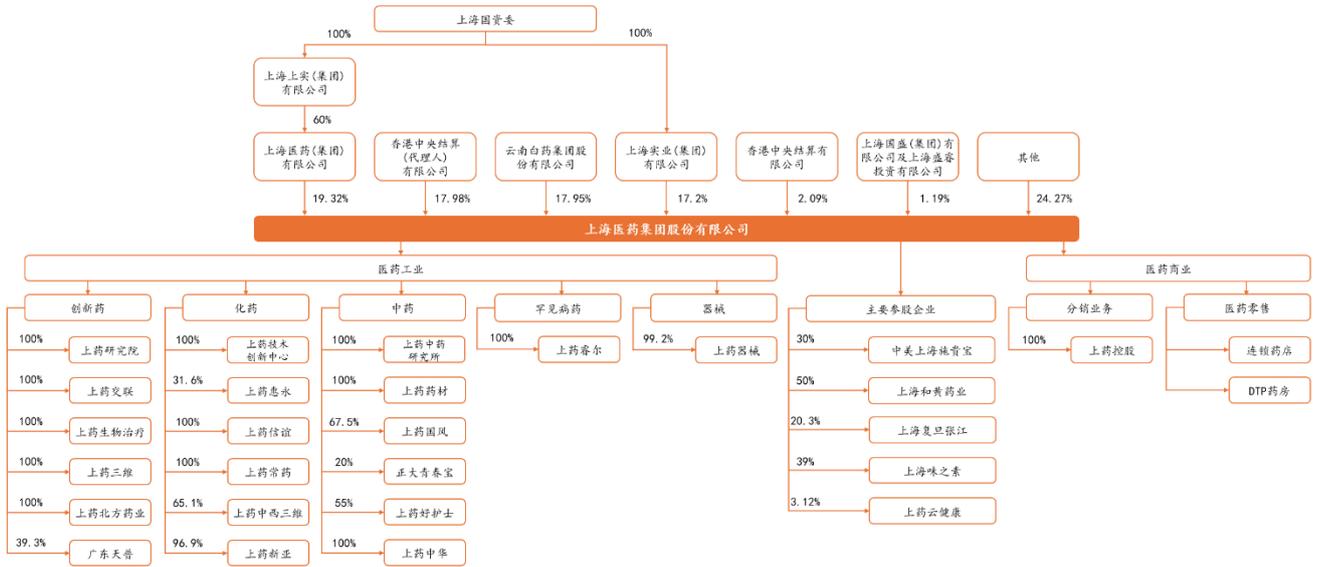
图表1 上海医药历史发展沿革



资料来源：公司官网，平安证券研究所

公司实际控制人为上海国资委。公司实际控制人是上海国资委，截至 2025 年 2 月 20 日，上海市国资委通过上实集团和上海上实直接和间接持有上海医药 36.52% 的股份。云南白药是第二大股东，持股比例约为 17.95%。

图表2 上海医药股权结构示意图



资料来源：公司公告、WIND，平安证券研究所

深耕医药工业与商业，持续创新拓展市场。公司主营业务涵盖医药研发与制造、分销与零售。公司聚焦抗肿瘤、心脑血管、精神神经、抗感染、免疫调节、消化代谢和呼吸系统等七大治疗领域，常年生产约 700 个药品品种，20 多种剂型，多个产品通过 WHO、FDA、欧盟等质量认证。公司在国内 12 个省市及海外建有生产基地，拥有强大的研发和生产能力。

近年来，上海医药持续加大研发投入，积极拓展创新药管线，通过“自研+引进”模式，已有多款创新药进入临床研究阶段。同时，公司持续位列全国医药商业百强第二，在 2022 和 2023 年商务部市场运行和消费促进司发布的全国药品批发企业百强中均位列第二，拥有覆盖全国 25 个省、直辖市与自治区的商业渠道与零售网络，也是全国最大的药品、疫苗及器械进口平台。

图表3 上海医药几款主力药（产）品基本情况

细分行业	主要治疗领域	药（产）品名称	注册分类	适应症或功能主治	是否处方药	是否属于中药保护品种（如涉及）	发明专利起止期限（如适用）	是否纳入国家基药目录	是否纳入国家医保目录
化学药品制剂制造	抗肿瘤及免疫调节	硫酸羟氯喹片	西药 4 类	本品用于对潜在严重副作用小的药物应答不满意的以下疾病：类风湿关节炎，青少年慢性关节炎，盘状红斑狼疮和系统性红斑狼疮，以及由阳光引发或加剧的皮肤病变。	是	否	2010. 12. 28-2030. 12. 28	是	是
化学药品制剂	血液和造血	注射用乌司他丁	-	急性胰腺炎、慢性复发性胰腺炎、急性循环衰竭的抢救辅助用药	是	否	2019. 02. 19-2039. 02. 19	否	是

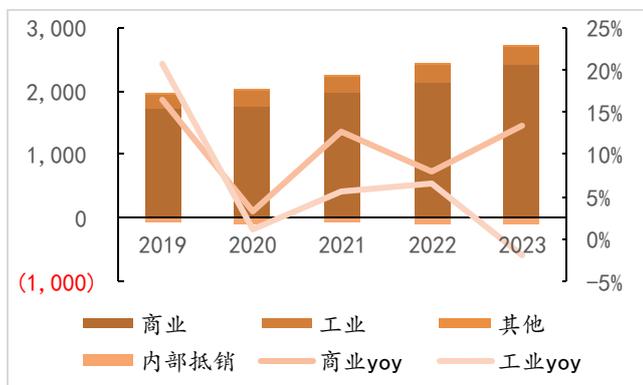
剂制造	器官								
化学药品制剂制造	心血管系统	丹参酮 IIA 磺酸钠注射液	-	冠心病, 心绞痛和心肌梗死的辅助治疗	否	否	2010.9.30-2030.9.30	否	是
化学药品制剂制造	血液和造血器官	多糖铁复合物胶囊	化药 4 类(原)	治疗单纯性缺铁性贫血	否	否	2013.11.20-2033.11.20	否	是
生物药品制剂制造	消化道和新陈代谢	双歧杆菌三联活菌制剂	生物制品 1 类	主治因肠道菌群失调引起的急慢性腹泻、便秘, 也可用于治疗中型急性腹泻, 慢性腹泻及消化不良、腹胀。	否	否	2007.02.16-2027.02.16	是	是

资料来源: 公司年报, 平安证券研究所

1.2 费用管控得当, 业绩短期承压

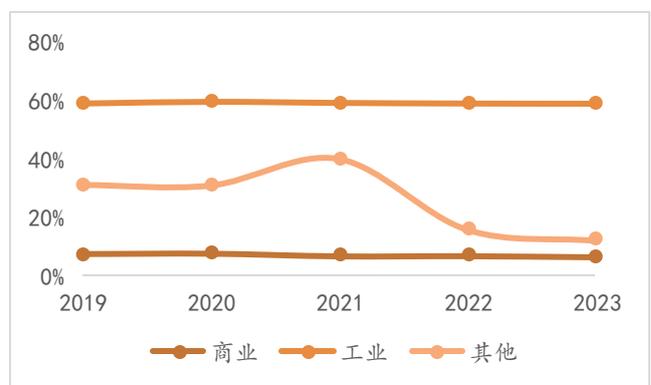
上海医药的业务主要分为医药商业和医药工业两大板块。医药商业板块是公司收入的主要来源, 2023 年实现营业收入 2428.70 亿元, 同比增长 13.5%, 占公司总收入的 93.31%。医药工业板块则在公司利润贡献方面表现突出, 2023 年实现营业收入 262.57 亿元, 毛利率为 58.5%。

图表4 公司分行业主营业务收入(亿元)



资料来源: WIND, 平安证券研究所

图表5 公司各项目毛利率(%)



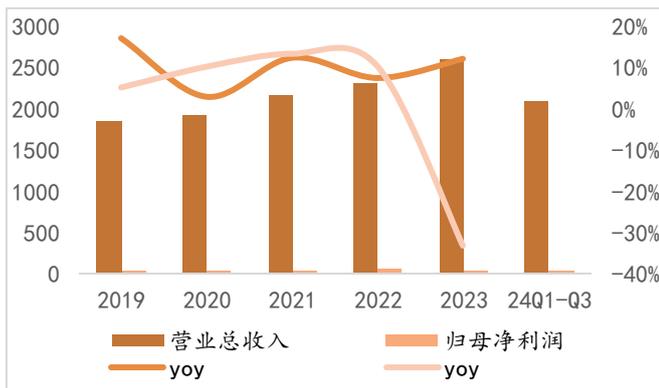
资料来源: WIND, 平安证券研究所

营业收入稳定增长, 23 年利润受到影响但恢复迅速。2019 年至 2023 年期间, 公司营业总收入持续增长, 但归母净利润在 2023 年出现了显著下滑, 主要受一次性特殊损益的影响。23 年公司实现归母净利润 37.68 亿元, 同比下降 32.92%。扣

除一次性特殊损益（上药康希诺计提减值等一次性因素影响利润约 11.51 亿元）后归母净利润为 49.19 亿元，同比增长 2.99%。2024 年 1-9 月，公司实现归母净利润 40.54 亿元，同比增长 6.78%，已逐渐恢复至正常的增长水平。

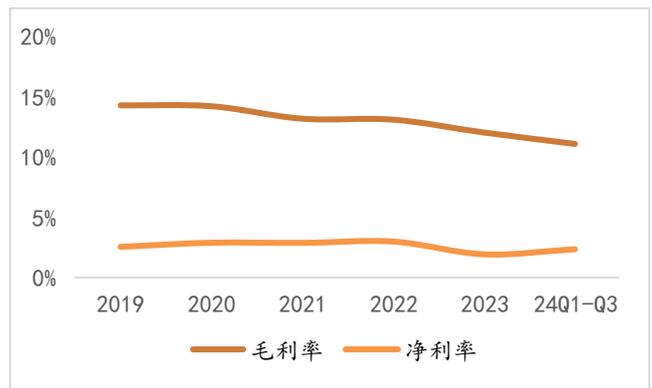
费用率管控得当，盈利能力短期承压。毛利率方面，公司从 2019 年的 14.4% 下降至 2023 年的 12.0%，主要由于医药集采政策的推进导致工业板块部分产品价格下降，尤其是院端集采产品范围扩大，进一步压缩了利润空间，使得公司工业板块收入占比减小，进而影响到公司整体毛利率。2024 年前三季度，上海医药净利率为 2.40%，较 2023 年全年 1.99% 有所上升，主要是由于一次性因素影响减弱，将逐渐恢复至原有水平；同时在费用率方面，公司销售费用率由 2019 年的 6.9% 下降至 2023 年的 5.3%，2024Q1-Q3 销售费用率为 4.5%，同比下降 0.82pp；管理费用率、研发费用率和财务费用率等变化较小，基本保持稳定，2019-2023 公司费用管控能力持续提升，费用率整体呈下降趋势。

图表6 公司收入（亿元）及归母净利润（亿元）



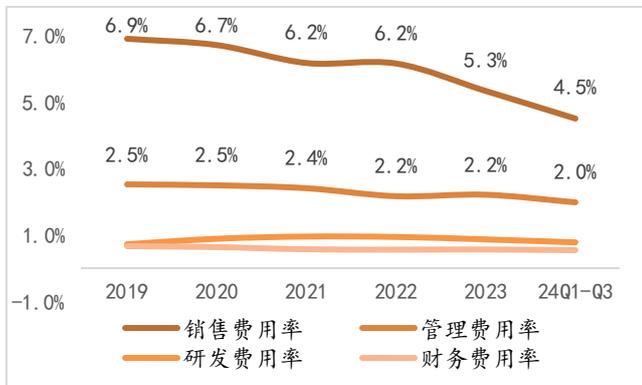
资料来源：WIND，平安证券研究所

图表7 公司毛利率及净利率 (%)



资料来源：WIND，平安证券研究所

图表8 公司费用率情况 (%)



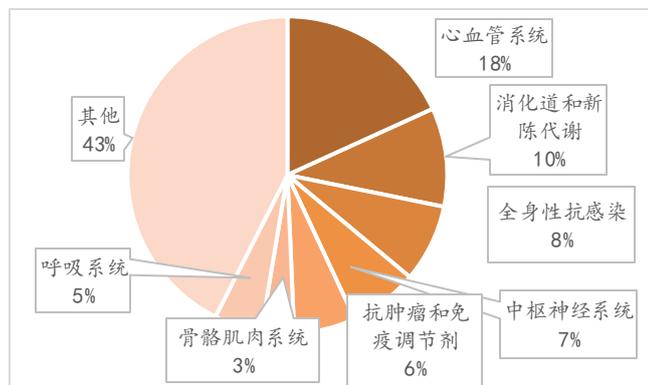
资料来源：WIND，平安证券研究所

二、医药工业：创新药布局广阔、收并购助力中药板块，已成第二增长曲线

2.1 创新药与仿制药板块

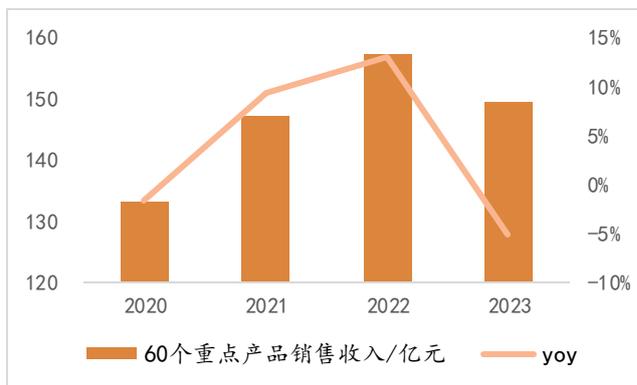
地位领先，布局广阔。2024 年，公司在 Pharm Exec 发布的 2024 年全球制药企业 TOP50 位列第 42 位，在南方医药经济研究所发布的 2023 年中国医药工业百强系列之“中国化药企业 TOP100”中位列第 3 位。截至 24 年 9 月，公司处于临床申请获得受理及进入后续临床研究阶段的新药管线共有 60 项，其中创新药 46 项（含美国临床 II 期 3 项）。与此同时，公司已为患者提供超过 750 个品种的优质药品及健康产品，产品覆盖抗肿瘤、心脑血管、精神神经、抗感染、自身免疫、消化代谢和呼吸系统七大治疗领域，并已形成重点产品和基普药的产品组合梯队。

图表9 2023年公司按治疗领域或主要药(产)品等分类划分的医药工业收入占比情况



资料来源：公司年报，平安证券研究所

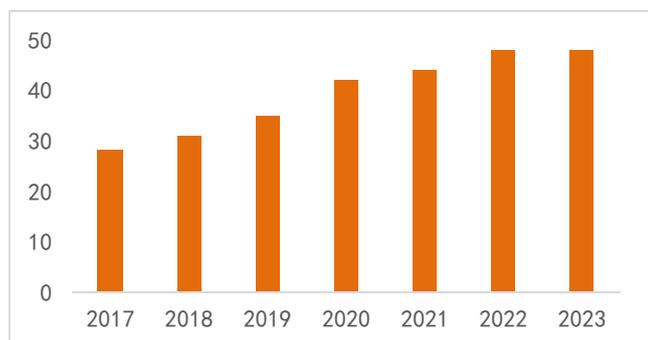
图表10 2020-2023年公司60个重点品种销售收入(亿元)以及增速情况



资料来源：公司年报，平安证券研究所

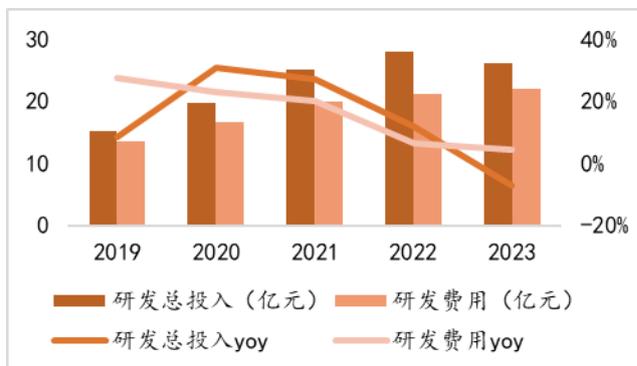
研发投入不断增加,大品种战略成效显著。2018年至2023年,公司研发投入从13.89亿元增长至26亿元,CAGR达13.4%,其中研发费用从10.6亿元增至22亿元。在此推动下,公司60个重点品种销售收入稳健增长,2023年因为“注射用硫酸多黏菌素B价格大幅下降”以及其他品种的降价等原因,使得该部分收入略有下降,但总体仍呈现上涨之势。此外,过亿品种数量从2017年的28个增至2023年的48个。大品种战略不仅巩固了公司工业板块的基本盘,还为创新转型奠定了坚实基础。

图表11 2017-2023年公司全年销售收入过亿品种数量(个)



资料来源：公司年报，平安证券研究所

图表12 2019-2023年公司研发投入(亿元)和研发费用(亿元)及两者增速



资料来源：公司年报，平安证券研究所

2.1.1 重点品种

● I001

I001片(即SPH3127;化学药品1类)是上海医药与日本田边三菱合作研发的新一代口服非肽类小分子肾素抑制剂,通过抑制肾素-血管紧张素-醛固酮系统(RAAS)降低血压,适应症为原发性高血压,并拓展至糖尿病肾病、溃疡性结肠炎等。具有“同类最佳”(Best-in-class)潜质,药效、生物利用度和安全窗优于同类产品,其机制对标全球唯一同类上市药物阿利吉仑(诺华),但通过结构优化提升药效和安全性。

2023年6月,SPH3127片的高血压适应症上市申请已获得国家药监局受理。2024年4月,其NDA上市申请根据CDE的要求重新提交资料后收到CDE受理通知并恢复审评。此前,其III期临床试验已达到主要研究终点,Topline结果显示非劣效成立,试验达到预期结果,有望为广大的轻、中度高血压患者提供更丰富的治疗手段。中国降血压用药市场需求大,IQVIA数据库显示,2023年中国医院处方降血压类药物总计销售金额为234.6亿元。除高血压外,SPH3127还在中国开展糖尿

病肾病的 II 期临床试验，并在美国开展溃疡性结肠炎的 II 期临床试验。

● X842

X842（戊二酸利那拉生酯胶囊）是上海医药与贵州生诺合作开发的新一代钾离子竞争性酸阻断剂（P-CAB）口服药物，主要用于治疗反流性食管炎。该药物通过竞争性阻断 H-K-ATP 酶中的钾离子活性，抑制胃酸分泌，具有起效迅速、抑酸作用强且持久、疗效个体间差异不显著、不良反应少等优点。

2024 年 12 月 3 日，X842 的上市申请已获得国家药监局批准，标志着其正式进入中国市场。目前，PCAB 已在中国胃食管反流病(GERD)专家共识中与 PPI 一并成为治疗 GERD 的首选药物，有望打破抑酸市场 PPI 一家独大的局面。IQVIA 数据库显示，2022 年传统 PPI 类产品销量总计达 130 亿元，2023 年质子泵抑制剂产品销量总计达 115 亿元（其中 P-CAB 约 6.8 亿元）。目前，国内已有三款 P-CAB 药物（武田、罗欣、柯菲平）获批上市，X842 作为第四款获批的 P-CAB 药物，有望凭借其起效快、作用久和副作用小等优势占据一定市场份额。

● I037（“注射用 LT3001”）

I037（注射用 LT3001）是上海医药与顺天医药生技股份有限公司合作开发的全球首创 1 类创新药，结合靶向溶栓和脑神经保护功能，主要用于急性缺血性脑卒中的治疗。2024 年 11 月 29 日，上海医药宣布 I037（LT3001）已完成中国 II 期临床试验结果分析。试验结果显示，LT3001 在急性缺血性脑卒中患者中具有良好的安全性和耐受性，未增加出血风险，并显示出初步疗效，且安全性良好。

作为全球首创的创新药，LT3001 已获得美国 FDA 临床默示许可，并在中国大陆拥有独占权益，市场潜力巨大。IQVIA 数据库显示，2023 年脑血管和外周血管治疗药物市场规模 177 亿元（其中注射剂 129 亿元）。急性缺血性脑卒中占脑卒中病例的 80%，目前主要治疗药物为溶栓药，但因出血风险高和用药时间窗限制，仅 3%-5% 患者接受溶栓治疗。LT3001 有望突破现有药物的时间窗限制，满足未被满足的临床需求。

● 培菲康（双歧杆菌三联活菌散/胶囊）

培菲康（双歧杆菌三联活菌散/胶囊）是上海医药旗下上海信谊药厂自主研发的国内首创微生态制剂，属于国家一类生物新药，主要用于治疗菌群失调引起的急慢性腹泻、腹胀，以及便秘和肝病的辅助治疗。其核心成分包括长双歧杆菌、嗜酸乳杆菌和粪肠球菌，三菌协同作用，调节肠道微生态平衡。2011 年，培菲康已被选为微生态制剂“国家标准菌株”，2016 年获美国 ATCC 标准菌株，2023 年，培菲康再次入选“中国医药·品牌榜”医院终端榜单，历经 20 多年发展，已成为中国微生态制品行业领军品牌。

2.1.2 在研管线

图表13 在研管线

药物名称	治疗领域	适应症	IND/pre-IND II T	临床前	临床 I 期	临床 II 期	临床 III 期	NDA/pre-NDA
X842	消化代谢	反流性食管炎	→	→	→	→	→	→
1001	心血管	原发性轻、中度高血压	→	→	→	→	→	→
SRD4610	精神神经	肌萎缩侧索硬化症	→	→	→	→	→	→
BCD-100	肿瘤	宫颈癌	→	→	→	→	→	→
BCD-100	肿瘤	非小细胞肺癌	→	→	→	→	→	→
BCD-085	自身免疫	银屑病	→	→	→	→	→	→
BCD-085	自身免疫	强直性脊柱炎	→	→	→	→	→	→
1008-A	感染	艾滋慢性异常免疫激活	→	→	→	→	→	→
1001-A	消化代谢	糖尿病肾病	→	→	→	→	→	→
1001-B	自身免疫	溃疡性结肠炎	→	→	→	→	→	→
1022	肿瘤	晚期实体瘤/脂肪肉瘤	→	→	→	→	→	→ 美国
1022联合用药	肿瘤	脂肪肉瘤	→	→	→	→	→	→ 美国
1022联合用药	肿瘤	乳腺癌一线治疗	→	→	→	→	→	→
1022联合用药	肿瘤	乳腺癌后线治疗	→	→	→	→	→	→
1022联合用药	肿瘤	乳腺癌脑转移	→	→	→	→	→	→
1036	肿瘤	尤文氏肉瘤	→	→	→	→	→	→
1037	精神神经	急性缺血性脑卒中	→	→	→	→	→	→
百纳培南	感染	抗感染	→	→	→	→	→	→
B013	肿瘤	乳腺癌	→	→	→	→	→	→
S1006	消化代谢	肠易激综合征	→	→	→	→	→	→ 加拿大/美国
1008	自身免疫	类风湿	→	→	→	→	→	→
B003	肿瘤	乳腺癌	→	→	→	→	→	→
注射用丹酚酸A	心血管	冠心病心绞痛	→	→	→	→	→	→
1025-A	肿瘤	HER2阳性晚期乳腺癌	→	→	→	→	→	→
B001-C	自身免疫	视神经脊髓炎	→	→	→	→	→	→
B007-A	自身免疫	膜性肾病	→	→	→	→	→	→
B015联合用药	肿瘤	晚期实体瘤	→	→	→	→	→	→
B015	肿瘤	黑色素瘤	→	→	→	→	→	→
安柯瑞	肿瘤	恶性腹腔积液	→	→	→	→	→	→
SV001	呼吸系统	特发性肺纤维化	→	→	→	→	→	→
1010	肿瘤	非小细胞肺癌	→	→	→	→	→	→
1020	肿瘤	晚期实体瘤	→	→	→	→	→	→
1022-K	肿瘤	晚期实体瘤	→	→	→	→	→	→
B001	肿瘤	非霍奇金淋巴瘤	→	→	→	→	→	→
B002	肿瘤	乳腺癌	→	→	→	→	→	→
B006	肿瘤	渐变性大细胞淋巴瘤 (PTCL), 霍奇金淋巴瘤	→	→	→	→	→	→
B007	肿瘤	非霍奇金淋巴瘤	→	→	→	→	→	→
1035	自身免疫	炎症性肠病	→	→	→	→	→	→
B019	肿瘤	白血病(儿中心项目)	→	→	→	→	→	→
WST01	消化代谢	代谢综合征	→	→	→	→	→	→ 美国
WST04	肿瘤	实体瘤	→	→	→	→	→	→
1039	自身免疫	炎症性肠病	→	→	→	→	→	→
B001-A	自身免疫	多发性硬化	→	→	→	→	→	→
B010-A	肿瘤	晚期肝癌	→	→	→	→	→	→
自体细胞免疫疗法	肿瘤	肺癌	→	→	→	→	→	→
聪明汤	精神神经	阿尔兹海默症	→	→	→	→	→	→
B007	自身免疫	天疱疮	→	→	→	→	→	→
B007	自身免疫	重症肌无力	→	→	→	→	→	→
B013	肿瘤	卵巢癌	→	→	→	→	→	→
BCD-021	肿瘤	非小细胞肺癌, 结直肠癌	→	→	→	→	→	→
C012	精神神经	阿尔兹海默症	→	→	→	→	→	→
1031	肿瘤	肿瘤	→	→	→	→	→	→
1040	精神神经	抑郁症	→	→	→	→	→	→

资料来源：公司官网、平安证券研究所

研发管线稳步推进，创新药成果显著。截至 2024 年三季度末，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），改良型新药 14 项。

公司已有安柯瑞（重组人 5 型腺病毒）、凯力康（尤瑞克林）、培菲康（双歧杆菌三联活菌）3 款创新药，以及兰索拉唑碳酸氢钠 1 款改良型新药成功上市。2024 年 12 月，X842 项目获批上市，标志着公司在创新药领域的又一突破。

在创新药管线中，3 项已提交 pre-NDA 或上市申请，4 项处于关键性研究或临床 III 期阶段。除 X842 外，I001（高血压）和 SRD4610（肌萎缩侧索硬化症）也已进入 NDA 和 pre-NDA 阶段。此外，BCD-100（宫颈癌、非小细胞肺癌）和 BCD-085（银屑病、强直性脊柱炎）处于临床 III 期。公司通过“自研+引入+合作”模式，推动管线从仿制向创新转型，研发体系不断完善。

2.2 中药板块

2.2.1 品牌底蕴深厚，重点品种发力

资源丰富，底蕴深厚。截至 2024 年上半年，公司旗下共有 8 家主要直管中药企业，以及 9 个核心中药品牌。目前公司旗下 7 家企业——雷允上、国风、青春宝、好护士、胡庆余堂、厦门中药厂以及和黄药业，凭借其中成药工业领域的卓越表现，荣获“2023 年中成药工业百强企业”称号。在品牌方面，公司的“鼎炉”和“神象”品牌，凭借其悠久的历史、深厚的文化底蕴以及良好的市场认可度，成功入选最新一批中华老字号名录。此外，公司还拥有“雷氏”“龙虎”“宏仁堂”“余天成”等早先被认定的中华老字号品牌，目前共拥有六个中华老字号品牌。

图表 14 上海医药官网示例中药品牌



资料来源：公司官网、平安证券研究所

公司中药板块 2023 年收入为 98.17 亿元，同比增长 10.30%，占工业板块收入比例为 37%。2024 年上半年，中药板块实现收入 51.92 亿元，占工业板块收入比例提升至 41%。战略方面，公司持续推进大品种培育战略，中药六大品种情况如下：

图15 上海医药中药板块六大品种二次开发情况

品种名称	最新进展	产品展示 (图片)
养心氏片	养心氏片是心脏康复规范诊疗(提高运动耐量)中成药第一品牌。养心氏片的HEARTRIP研究结果于6月23日在2024东北心血管病大会上发布,作为国内首个中成药与阳性西药对照,用于心脏康复的多中心临床研究,668例中成药“头对头”挑战阳性对照药多中心随机对照试验(RCT)研究获得阳性结果,为未来的治疗指南和策略提供了重要参考。	
瘀血痹胶囊	瘀血痹胶囊治疗慢性肌肉骨骼疼痛真实世界研究项目已纳入中国人口福利基金会“中国中西联合防治肌肉骨骼系统慢性疼痛推动计划”示范项目。截至24年6月底项目已启动32家中心,已有22家中心结束入组,剩余10个中心入组,累计完成1605例。	
冠心宁片	2024年发表“GAP研究”循证证据,深化冠心宁片用于PCI术后二级预防,强调“活血不出血”。	
八宝丹	防治肝癌术后复发研究完成287例观察;治疗原发性胆汁性胆管炎总胆红素升高的临床研究已启动。	
胃复春胶囊	治疗慢性萎缩性胃炎的多中心临床试验入组326例;阻断“炎症转化”的真实世界研究入组333例。	
银杏酮酯	GRACE研究(治疗脑小血管病相关认知障碍)进入患者招募入组阶段,由北京天坛医院牵头。	

资料来源:公司公告、平安证券研究所

2.2.2 收并购赋能中药品种销售

2025年1月1日,上海医药发布公告称,拟以9.95亿元人民币收购上海和黄药业有限公司10%的股权。交易完成后,上海医药将合计持有上海和黄药业60%的股权,成为其控股股东并对其实施并表。

上海和黄药业原为由上海医药全资子公司上海市药材有限公司与上海和黄医药投资(香港)有限公司合资设立,双方各持股50%。其核心产品包括年销售额近30亿元的麝香保心丸、胆宁片等心血管中药品种,2023年净利润6.63亿元,占上海医药同期净利润的12.84%。通过该交易,公司可以在以下三个方面获利:

1. 突破区域壁垒,强化营销下沉

整合上海和黄药业2300余人专业团队及县域市场网络,破解上海医药中药品种区域性推广瓶颈,加速全国覆盖。

2. 经验复用驱动产品升级

移植麝香保心丸循证医学模式(2800+论文、国际规范临床试验),赋能冠心宁片、银杏酮酯等亿元级品种二次开发,提升临床认可度。

3. 嫁接国际化路径

复用胆宁片海外注册经验(加拿大认证出口),推动八宝丹、胃复春等品种出海,加速中药全球化布局。

三、医药商业：分销稳定增收，CSO 等新兴业务潜力无穷

3.1 核心支柱稳定发挥，商业模式转型升级

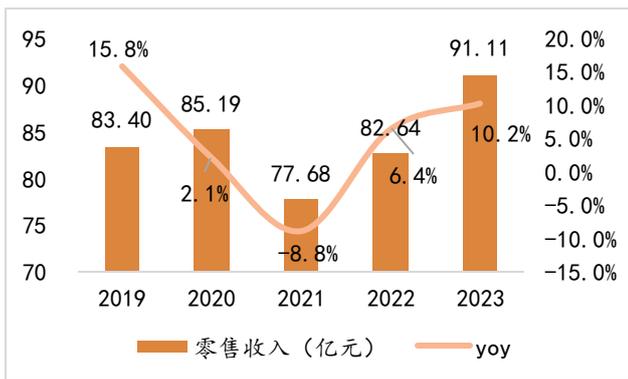
分销网络覆盖全国，稳定增长贡献收入。上海医药的医药商业板块作为公司发展的核心支柱之一，一直是公司稳定发展的坚实基础和重要支撑。经过多年的持续发展，公司已经构建了一个覆盖全国 31 个省、自治区和直辖市的庞大分销网络，其中通过控股子公司直接覆盖全国 25 个省、自治区和直辖市。公司拥有超过 2000 家优质品牌药房，包括华氏大药房、雷允上连锁药房、国风大药房、余天成药房、雷蒙大药房等全国或地区性的知名品牌药房。此外，公司还成功建设了 300 多个院内供应链服务（SPD）项目，通过整体投入、系统投入、设备投入和人员投入等多种形式，为 129 家医疗机构提供服务，在服务数量、运营品质和服务模式方面处于行业领先地位。凭借这一高效的网络布局，上海医药的医药流通业务规模常年位居全国第二，展现出强大的核心竞争力。公司的分销收入从 2019 年的 1623.90 亿元增长至 2023 年的 2337.60 亿元，其中 2021 年和 2023 年分别实现了 13.7% 和 13.6% 的较高增长率。零售收入在 2023 年达到了 91.11 亿元，较 2019 年的 83.40 亿元有所增长，尽管期间有所波动，但 2023 年实现了 10.2% 的同比增长。

图表 16 公司分销网络全国分布图



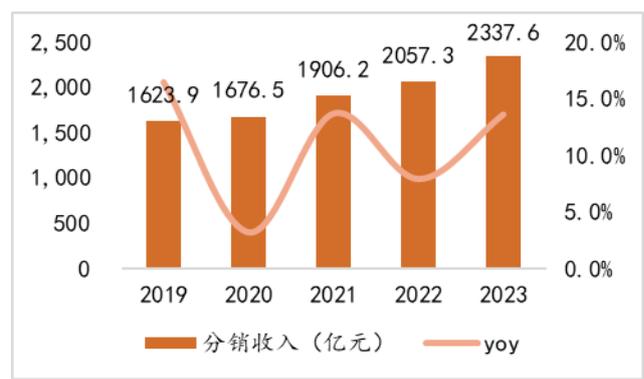
资料来源：公司官网，平安证券研究所

图表 17 2019-2023 年公司零售收入（亿元）及 YOY



资料来源：wind，平安证券研究所

图表 18 2019-2023 年公司分销收入（亿元）及 YOY



资料来源：wind，平安证券研究所

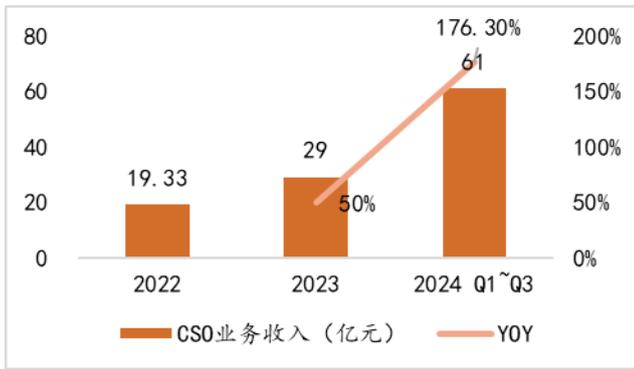
3.2 打造 CSO 领先品牌，带动商业板块增长

发挥公司品牌优势，CSO 业务急速扩张。上海医药作为国内 CSO（合约销售组织）业务的先行者，自 2016 年起便与拜耳中国开启战略合作，探索跨国药企本土化营销新模式。截至 2023 年，双方累计合作规模已突破 10 亿元，成为行业标杆案例。2023 年，公司 CSO 业务全年销售额达 29 亿元，同比增长约 50%，并成功与赛诺菲达成覆盖心血管、肿瘤等 20 多个重点疾病领域的战略合作，合约规模超 50 亿元，创下当时国内医药工商合作范围最广、深度最大的纪录。这一合作不仅涉

及全渠道营销，更通过端到端价值链整合提升药品可及性，标志着中国 CSO 模式迈入新阶段。

2024 年，公司 CSO 业务加速扩张，1-9 月实现销售收入 61 亿元，同比激增 176.3%，合作多家国内外领先药企，覆盖创新药、器械及大健康领域。其中，“赛诺菲一号工程”作为年度重点项目，上半年销售目标完成进度过半，进一步巩固其作为中国最大药品与器械进出口平台的地位。在合规与效率方面，公司开发“CSO 一站式数字营销平台”，实现市场活动全流程线上化监管，通过缩短流通链条降低运营成本，赢得跨国药企高度信任。目前，上药控股 CSO 业务已经驶入快车道，2023 年 CSO 业务规模在总营收中的占比达到 2020 年的 3 倍，其中外资药企合约占比达 90%，平台化服务能力持续增强。这一业务的高速增长，既受益于行业集采背景下药企营销外包需求激增，也得益于公司通过南北整合战略实现全国一体化运营的资源协同优势。

图表 19 2022-2024 前 3 季度公司 CSO 业务收入(亿元)及同比增速

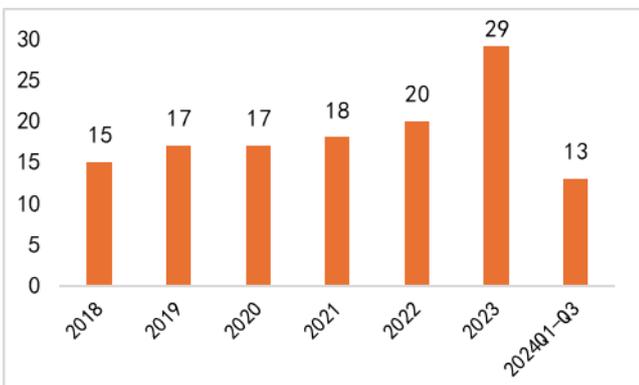


资料来源：公司年报，平安证券研究所

3.3 创新药服务全国领先，打造全生命周期服务平台

创新药服务平台建设成效显著，引入品种呈上升趋势。上海医药致力于构建一个覆盖创新药物全生命周期的服务平台，为全球医药企业的创新产品提供全面的供应链管理服务。这些服务涵盖上市前合作、进出口服务、全国分销以及创新增值四大领域，旨在为客户提供一站式解决方案。自 2018 年整合康德乐业务以来，上海医药已成为中国最大的进口总代理商和分销商，在进口药品的规格数量和销售金额方面均位居全国首位。2023 年，公司全年成功引入了 29 个进口总代品种。2024 年前三季度，公司继续引入了 13 个进口总代品种。从 2018 年到 2023 年，公司每年引入的进口总代品种数量均不少于 15 个，并且呈现出逐年增长的趋势。2024 年 10 月，上药控股与武田中国在上药云健康益药·药房综合旗舰店举行了交流会并签署了新品合作协议。益药·药房自成立以来，一直致力于构建一体化药房网络。

图表 20 2018-2024 前 3 季度公司引入进口总代品种数(个)

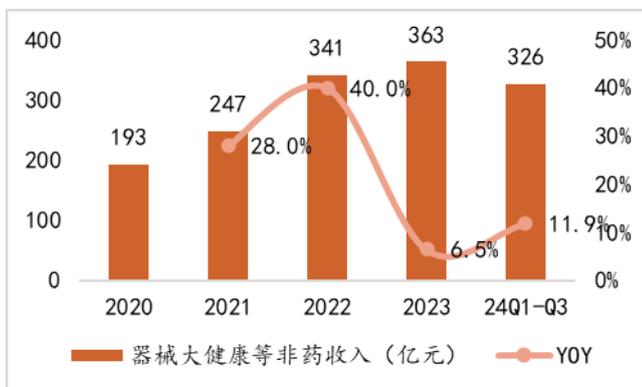


资料来源：公司年报，平安证券研究所

3.4 器械大健康稳步发展，提升全价值链服务能级

积极探索非药业务，器械大健康逐步拓宽。上海医药的器械大健康业务近年来实现了显著的增长，成为公司多元化发展的重要组成部分。2020年和2021年，该业务板块的收入分别为193亿元和247亿元。2022年，收入进一步攀升至341亿元，同比增长40.0%。2023年，公司器械大健康业务销售额约为363亿元。在市场拓展方面，公司积极探索器械、医美、健康食品等非药业务领域，加快全国器械业务基础布局，提升全价值链服务能力，打造细分领域的专业化平台。在医美领域，上海医药与仁会生物合作，负责贝那鲁肽注射液（菲塑美®）的销售推广，以菲塑美为切入点进入形体市场，并联合行业协会、专家共同制定《身体塑形中心（科室）规范化建设》团体标准，建立人才培养计划，推动形体行业的发展。此外，公司还与法国VIVACY公司签署战略合作协议，助力VIVACY将优质产品引入中国市场，共同探索创新合作模式。目前，该产品已成功进入300家头部医美机构，包括11家全国连锁型医美集团。2024年1-9月，公司器械大健康业务销售额约为326亿元，同比增长11.9%。

图表21 2020-2024 前3季度公司器械大健康业务收入（亿元）及同比增速情况



资料来源：公司年报，平安证券研究所

四、盈利预测和估值评级

4.1 盈利预测

关键假设：

假设 1：商业板块：由于 2024 年有 CSO 业务带来增量以及预计未来将有持续的 CSO 订单带来增量，预计分销板块 24-26 年收入增速 10%/9%/9%，毛利率维持不变为 6.31%/6.31%/6.31%；由于药店行业监管政策趋严，药店行业竞争格局加剧等原因，公司零售板块预计 24-26 年收入增速 5%/7%/7%，毛利率相较于之前由于比价政策等因素影响略有降低为 10%/10%/10%。

假设 2：工业板块：1) 由于创新药获批，预计将在 25-26 年快速放量；2) 由于中药大单品持续放量；3) 由于收购上海和黄药业 10% 股权助力中药业务放量等原因，预计 24-26 年收入增速 7%/9%/10%，毛利率由于中药产品等高毛利率品种放量而提升，预计 24-26 年为 61%/61%/61%。

基于以上假设，我们预测公司 2024-2026 年分业务收入成本如下表：

图22 公司分业务收入及毛利率（亿元）

	2023A	2024E	2025E	2026E
收入	2602.95	2842.07	3098.95	3382.07
yoy	12.21%	9.19%	9.04%	9.14%
毛利	313.40	343.55	374.25	409.56
毛利率	12.04%	12.09%	12.08%	12.11%
商业	2428.70	2667.03	2905.14	3164.56
yoy	13.49%	9.81%	8.93%	8.93%
毛利	158.49	171.82	187.09	203.73
毛利率	6.53%	6.44%	6.44%	6.44%
分销	2337.60	2571.36	2802.78	3055.03
yoy	13.62%	10.00%	9.00%	9.00%
毛利	147.59	162.25	176.86	192.77
毛利率	6.31%	6.31%	6.31%	6.31%
零售	91.11	95.67	102.36	109.53
yoy	10.25%	5.00%	7.00%	7.00%
毛利	10.90	9.57	10.24	10.95
毛利率	11.96%	10.00%	10.00%	10.00%
工业	262.57	280.95	306.24	336.86
yoy	-1.87%	7.00%	9.00%	10.00%
毛利	153.58	171.38	186.80	205.48
毛利率	58.49%	61.00%	61.00%	61.00%
其他	2.85	2.85	2.85	2.85
yoy	97.92%	0.00%	0.00%	0.00%
毛利	0.35	0.35	0.35	0.35
毛利率	12.31%	12.31%	12.31%	12.31%
内部抵消	-102.60	-108.76	-115.28	-122.20
yoy	6.23%	6.00%	6.00%	6.00%
其他收入	11.43	0.00	0.00	0.00

资料来源：iFind，平安证券研究所 备注：公司2024年归母净利润快速增长主要由于2023年归母净利润受非经常性损益影响基数偏低

4.2 相对估值和评级

公司作为国内医药商业头部企业，医药流通业务遍布全国，且优势区域位于财政状况较好区域，我们选取同样拥有商业业务以及工业业务的九州通、柳药集团、百洋医药作为可比公司，2025年行业平均估值10倍PE，相对于柳药集团、百洋医药等区域性优质公司，上海医药商业业务覆盖全国，覆盖区域广，相对于九州通，上海医药工业业务体量更大，条线以及品类更多，故给予公司15倍PE，预计公司2025年归母净利润56.08亿元，市值841.2亿元，首次覆盖给予“推荐”评级。

图23 可比公司估值（PE）

证券代码	可比公司	股价（元）	市值（亿元）	归母净利润（亿元）			PE		
				2024E	2025E	2026E	2024E	2025E	2026E
600998.SH	九州通	5.13	259	23.32	26.00	28.93	11	10	9
301015.SZ	百洋医药	23.99	126	8.43	10.48	12.77	15	12	10
603368.SH	柳药集团	18.62	74	9.00	9.89	10.96	8	8	7
平均值							11	10	9
601607.SH	上海医药	19.39	719	49.17	56.08	62.83	15	13	11

资料来源：WIND，平安证券研究所 备注：数据更新至2025年3月15日

五、 风险提示

1. **创新药上市进展不及预期：**公司创新药产品上市有可能不及预期，影响公司工业板块业绩。
2. **账期延长风险：**商业公司账期延长导致财务费用率提升，影响公司利润，且有坏账风险。
3. **政策风险：**医疗反腐持续时间及影响具备不确定性。

资产负债表

单位:百万元

会计年度	2023A	2024E	2025E	2026E
流动资产	162,434	170,455	184,949	200,901
现金	30,518	28,421	30,989	33,821
应收票据及应收账款	77,163	83,525	91,074	99,395
其他应收款	3,381	3,344	3,646	3,979
预付账款	3,190	3,819	4,164	4,545
存货	36,623	39,618	43,204	47,134
其他流动资产	11,559	11,728	11,870	12,027
非流动资产	49,539	47,285	45,001	42,908
长期投资	8,352	8,352	8,352	8,352
固定资产	14,437	14,090	13,705	13,284
无形资产	6,051	5,085	4,112	3,129
其他非流动资产	20,699	19,758	18,832	18,144
资产总计	211,973	217,740	229,950	243,809
流动负债	122,372	125,147	133,684	143,152
短期借款	35,560	28,576	28,384	28,274
应付票据及应付账款	54,632	59,861	65,280	71,217
其他流动负债	32,179	36,710	40,019	43,660
非流动负债	9,275	7,342	5,399	3,497
长期借款	7,336	5,403	3,461	1,559
其他非流动负债	1,938	1,938	1,938	1,938
负债合计	131,646	132,489	139,083	146,649
少数股东权益	11,802	13,177	14,745	16,502
股本	3,703	3,708	3,708	3,708
资本公积	29,188	29,183	29,183	29,183
留存收益	35,633	39,183	43,231	47,767
归属母公司股东权益	68,524	72,074	76,122	80,658
负债和股东权益	211,973	217,740	229,950	243,809

现金流量表

单位:百万元

会计年度	2023A	2024E	2025E	2026E
经营活动现金流	4,545	9,445	7,270	7,488
净利润	5,167	6,292	7,176	8,040
折旧摊销	1,689	2,238	2,284	2,093
财务费用	1,486	1,601	1,350	1,241
投资损失	68	0	0	0
营运资金变动	-4,151	-358	-3,197	-3,542
其他经营现金流	286	-327	-343	-343
投资活动现金流	-2,492	343	343	343
资本支出	2,912	0	-0	0
长期投资	-855	0	0	0
其他投资现金流	-4,549	343	343	343
筹资活动现金流	232	-11,885	-5,044	-5,000
短期借款	7,810	-6,984	-192	-110
长期借款	-225	-1,933	-1,943	-1,902
其他筹资现金流	-7,353	-2,968	-2,910	-2,988
现金净增加额	2,279	-2,097	2,569	2,831

资料来源:同花顺 iFinD, 平安证券研究所

利润表

单位:百万元

会计年度	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	260,295	284,207	309,895	338,207
营业成本	228,967	249,852	272,470	297,251
税金及附加	738	854	931	1,016
营业费用	13,902	15,347	16,424	17,925
管理费用	5,712	5,968	6,508	7,102
研发费用	2,204	2,537	2,766	3,019
财务费用	1,486	1,601	1,350	1,241
资产减值损失	-561	-398	-620	-676
信用减值损失	-280	-229	-250	-273
其他收益	793	562	562	562
公允价值变动收益	405	0	0	0
投资净收益	-68	0	0	0
资产处置收益	92	530	530	530
营业利润	7,667	8,513	9,668	10,796
营业外收入	41	52	52	52
营业外支出	654	345	345	345
利润总额	7,054	8,219	9,374	10,502
所得税	1,888	1,927	2,198	2,462
净利润	5,167	6,292	7,176	8,040
少数股东损益	1,399	1,375	1,568	1,757
归属母公司净利润	3,768	4,917	5,608	6,283
EBITDA	10,229	12,058	13,008	13,836
EPS (元)	1.02	1.33	1.51	1.69

主要财务比率

会计年度	2023A	2024E	2025E	2026E
成长能力				
营业收入(%)	12.2	9.2	9.0	9.1
营业利润(%)	-14.9	11.0	13.6	11.7
归属于母公司净利润(%)	-32.9	30.5	14.0	12.0
获利能力				
毛利率(%)	12.0	12.1	12.1	12.1
净利率(%)	1.4	1.7	1.8	1.9
ROE(%)	5.5	6.8	7.4	7.8
ROIC(%)	6.6	6.9	7.5	8.0
偿债能力				
资产负债率(%)	62.1	60.8	60.5	60.1
净负债比率(%)	15.4	6.5	0.9	-4.1
流动比率	1.3	1.4	1.4	1.4
速动比率	1.0	1.0	1.0	1.0
营运能力				
总资产周转率	1.2	1.3	1.3	1.4
应收账款周转率	3.5	3.5	3.5	3.5
应付账款周转率	4.8	4.7	4.7	4.7
每股指标(元)				
每股收益(最新摊薄)	1.02	1.33	1.51	1.69
每股经营现金流(最新摊薄)	1.23	2.55	1.96	2.02
每股净资产(最新摊薄)	18.48	19.44	20.53	21.75
估值比率				
P/E	19.1	14.6	12.8	11.4
P/B	1.0	1.0	0.9	0.9
EV/EBITDA	9.8	8.8	8.2	7.6

平安证券研究所投资评级：

股票投资评级：

- 强烈推荐（预计 6 个月内，股价表现强于市场表现 20% 以上）
- 推 荐（预计 6 个月内，股价表现强于市场表现 10% 至 20% 之间）
- 中 性（预计 6 个月内，股价表现相对市场表现在 $\pm 10\%$ 之间）
- 回 避（预计 6 个月内，股价表现弱于市场表现 10% 以上）

行业投资评级：

- 强于大市（预计 6 个月内，行业指数表现强于市场表现 5% 以上）
- 中 性（预计 6 个月内，行业指数表现相对市场表现在 $\pm 5\%$ 之间）
- 弱于大市（预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场表现 5% 以上）

公司声明及风险提示：

负责撰写此报告的分析师（一人或多人）就本研究报告确认：本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格。

平安证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本公司研究报告是针对与公司签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本公司研究报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。未经书面授权刊载或者转发的，本公司将采取维权措施追究其侵权责任。

证券市场是一个风险无时不在的市场。您在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。请您务必对此有清醒的认识，认真考虑是否进行证券交易。市场有风险，投资需谨慎。

免责条款：

此报告旨在发给平安证券股份有限公司（以下简称“平安证券”）的特定客户及其他专业人士。未经平安证券事先书面明文批准，不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容及其复印本予任何其他人。

此报告所载资料的来源及观点的出处皆被平安证券认为可靠，但平安证券不能担保其准确性或完整性，报告中的信息或所表达观点不构成所述证券买卖的出价或询价，报告内容仅供参考。平安证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负上任何责任，除非法律法规有明确规定。客户并不能仅依靠此报告而取代行使独立判断。

平安证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。报告所载资料、意见及推测仅反映分析员于发出此报告日期当日的判断，可随时更改。此报告所指的证券价格、价值及收入可跌可升。为免生疑问，此报告所载观点并不代表平安证券的立场。

平安证券在法律许可的情况下可能参与此报告所提及的发行商的投资银行业务或投资其发行的证券。

平安证券股份有限公司 2025 版权所有。保留一切权利。

平安证券

平安证券研究所

电话：4008866338

深圳

深圳市福田区益田路 5023 号平安金融中心 B 座 25 层

上海

上海市陆家嘴环路 1333 号平安金融大厦 26 楼

北京

北京市丰台区金泽西路 4 号院 1 号楼丽泽平安金融中心 B 座 25 层