

医药商业和工业持续增长，重点布局创新药  
+中药+疫苗三大领域

买入(首次)

2022年04月18日

证券分析师 朱国广  
执业证书: S0600520070004  
zhugg@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2021A	2022E	2023E	2024E
营业总收入(百万元)	215,824	242,731	273,752	305,850
同比	12%	12%	13%	12%
归属母公司净利润(百万元)	5,093	5,980	6,983	8,194
同比	13%	17%	17%	17%
每股收益-最新股本摊薄(元/股)	1.38	1.62	1.89	2.22
P/E(现价&最新股本摊薄)	14.07	11.98	10.26	8.74

## 投资要点

- 工业加大研发投入，凸显创新属性。**2021年，医药工业实现收入250.98亿元，同比增长5.71%，毛利率58.7%，其中60个重点品种销售收入147.24亿元，同比上升9.31%，平均毛利率71.38%。2021年，研发投入达到25.03亿元，同比增长26.94%。公司坚持自主研发和BD双轮驱动，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1类新药上市，在研创新药39项，改良型新药8项，其中6项创新药管线处于关键性研究或临床III期阶段。公司以上药睿尔为平台，目前共有16个在研罕见病项目。
- 中药加速大品种开发，引进云南白药战投。**上海医药旗下拥有7家核心中药子公司、9个广受认可的核心品牌、3项国家保密配方及860种中药产品，重点品种包括麝香保心丸、参麦注射液、瓜蒌皮注射液、新癀片、银杏酮酯、胃复春片、养心氏片、八宝丹、瘀血痹和乳癖消等。2021年引入云南白药战投后，将云南白药品牌经验与公司丰富管线和强研发能力深度结合，合作二次开发新老品种，目标制造6个以上8亿元大品种，预计带来20-30亿元增量收入。截至2022年3月31日，公司首个权激励计划完成行权股份占总量的4.65%，进一步推进体制机制改革，激发活力。
- 商业龙头尚有提升空间，新冠加持提供业绩弹性。**2021年，上海医药商业业务贡献收入1906.2亿元。药品批发企业收入前10位占比55.2%，上海医药占比8.45%，位于全国第二位，尚有提升空间。2021年，公司进口疫苗代理实现销售收入43亿元。公司以新冠疫苗合作引入为突破，进一步将产业链从进口分销延伸至生产与研发，借助已有技术平台和分销优势，与康希诺战略性合作，切入创新疫苗生产领域。公司有望达成新冠药物合作，带来较大业绩增量。
- 盈利预测与投资评级：**预计公司2022-2024年归母净利润分别为59.80/69.83/81.94亿元，增速分别为17%/17%/17%，保持双位增速，当前市值对应2022-2024年PE分别为12/10/9倍。基于1)分销和工业业务稳定发展；2)中药板块与云南白药合作开发大品种，加速放量；3)I001、X842等创新药上市，带来增量；4)商业零售的互联网+平台化建设。首次覆盖，给予“买入”评级。
- 风险提示：**集采风险，研发进度不及预期，商誉减值风险，战略转型不及预期风险，新冠业务存在不确定性

## 股价走势



## 市场数据

收盘价(元)	19.39
一年最低/最高价	17.90/26.40
市净率(倍)	1.12
流通A股市值(百万元)	37,301.05
总市值(百万元)	71,655.89

## 基础数据

每股净资产(元,LF)	17.37
资产负债率(% ,LF)	63.86
总股本(百万股)	3,695.51
流通A股(百万股)	1,923.73

## 内容目录

1. 公司概况：医药工商业航母，加速创新化转型 .....	4
2. 医药工业：工业体系全面，加快创新转型 .....	7
2.1. 收入稳定增长，聚焦重点品种 .....	7
2.2. 创新第一梯队，布局高端制剂 .....	9
2.2.1. X842：新一代抑酸剂 .....	11
2.2.2. BCD100：PD-1 单抗 .....	12
2.2.3. I001：小分子肾素抑制剂 .....	13
2.3. 中药传承创新，培育重磅品种 .....	13
2.4. 罕见病品类全，独立平台运作 .....	14
3. 医药商业：头部地位巩固，仍存提升空间 .....	16
3.1. 医药流通行业集中度提升，头部企业进一步受益 .....	16
3.2. 创造协同效应，加快转型成为创新型医药供应链服务企业 .....	17
3.3. 延伸疫苗产业链，战略布局疫苗板块 .....	18
3.4. 推进器械大健康等非药业务成为企业增长新引擎 .....	19
4. 医药零售：创新发展，医药零售+保险+互联网 .....	19
5. 盈利预测和投资建议 .....	20
5.1. 关键假设和收入拆分 .....	20
5.2. 盈利预测与估值 .....	22
6. 风险提示 .....	23

## 图表目录

图 1: 公司历史沿革.....	4
图 2: 公司股权结构及各子公司情况（截至 2021 年年报）.....	5
图 3: 公司 2017-2021 年总营收情况（百万元）.....	5
图 4: 公司 2017-2021 年归母净利润情况（百万元）.....	5
图 5: 公司 2017-2021 年逐季收入和增速情况.....	6
图 6: 公司 2017-2021 年各业务收入占比情况（%）.....	6
图 7: 公司 2017-2021 年各业务毛利占比情况（%）.....	6
图 8: 公司 2017-2021 年毛利率和净利率情况.....	7
图 9: 公司 2017-2021 年期间费用率情况.....	7
图 10: 上海医药工业板块概况.....	8
图 11: 公司 2015-2021 年医药工业收入情况.....	8
图 12: 公司 2015-2021 年医药工业毛利率情况.....	8
图 13: 公司 2021 年各疾病领域收入情况（万元）.....	9
图 14: 公司 2015-2021 年研发投入情况.....	10
图 15: 公司 2015-2021 年研发人员数量.....	10
图 16: 伏诺拉生全球销售额.....	12
图 17: 公司 7 个中药核心企业.....	14
图 18: 公司 9 个中药核心品牌.....	14
图 19: 中药研发平台情况.....	14
图 20: 特色中药二次开发情况.....	14
图 21: 2016-2020 年国内医药批发企业数量变化趋势.....	17
图 22: 2016-2020 年国内药品批发百强企业营收.....	17
图 23: 2020 年中国医药批发市场代表企业市场份额.....	17
图 24: 2016-2020 年上海医药分销业务收入及占比.....	17
图 25: 医药商业板块从传统分销业务全面向创新型医药供应链服务企业转型.....	18
图 26: 全国领先的疫苗供应链服务平台.....	19
图 27: 2020 年全国百强药房营收（亿元）.....	20
图 28: 公司零售业务收入和毛利率情况.....	20
 表 1: 公司 2021 年重磅产品销售情况.....	9
表 2: 公司研发管线情况（II 期及以上）.....	10
表 3: 战略布局化学高端制剂.....	11
表 4: PCAB 药物和 PPI 药物比较分析.....	11
表 5: BCD-100 研发进展.....	12
表 6: 国内 PD-1/PD-L1 产品获批情况.....	13
表 7: 公司罕见病药物情况.....	15
表 8: 罕见病研发项目.....	15
表 9: 公司云健康（益药）平台提供 6 大服务模块.....	20
表 10: 公司收入拆分及预测.....	21
表 11: 可比公司估值对比（截至 2022 年 4 月 18 日）.....	23

## 1. 公司概况：医药工商业航母，加速创新化转型

上海医药前身为上海四药，于1994年A股挂牌上市，是一家拥有数十年历史的医药工商业一体化平台，旗下拥有创新药、仿制药、重要、商业、零售等多个核心业务部门。2011年H股挂牌上市后公司收购康德乐中国100%股权，成为全国医药商业第二大企业，并在2020年获评世界500强与全球制药企业50强，居全国医药企业第二。

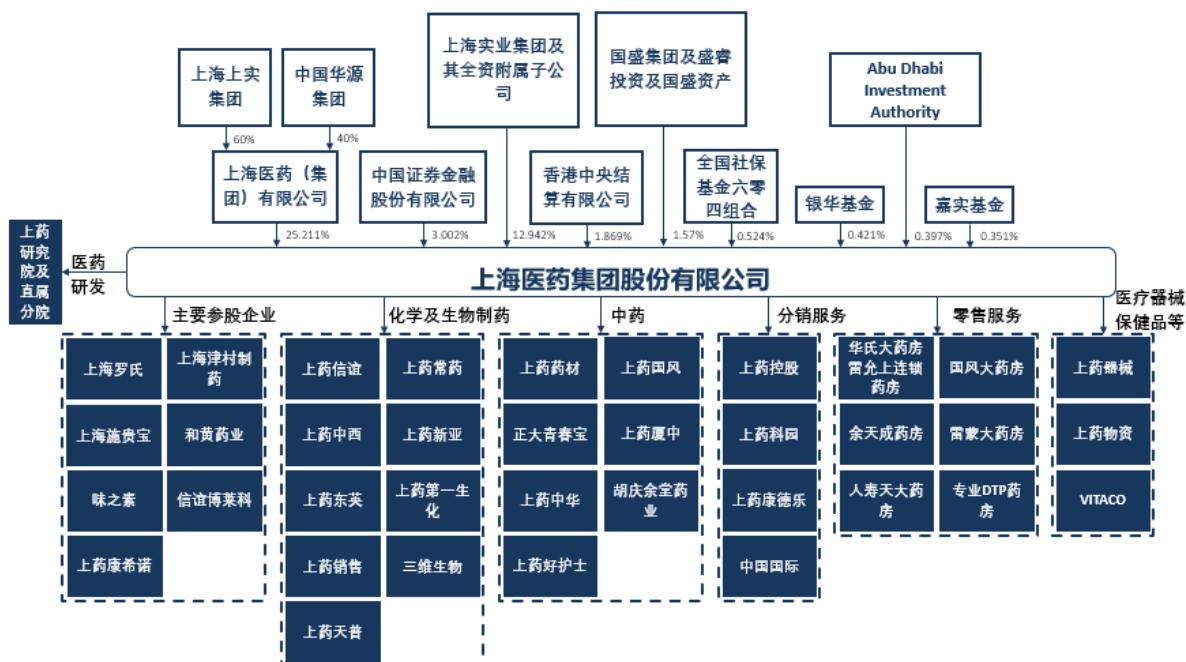
图1：公司历史沿革



数据来源：公司官网，公司公告，东吴证券研究所

**公司股权清晰且结构合理。**截至公司2021年年报，上海市国有资产监督管理委员会为上海医药实际控制人，通过上实集团和上海上实直接和间接持有公司1,084,339,237的股份。**医药工商业航母，全产业链布局。**公司是医药工商业平台化企业，业务实现医药研发、生产、分销、零售等全产业布局。**医药工业板块**位于全国第一梯队，主要控股16家子公司，涵盖上海信谊、上海中西、第一生化、上药常药等多个优质品牌，业务涉及仿制药、创新药、中药等多个种类，产品覆盖心血管、消化系统、免疫代谢、全身抗感染和抗肿瘤等领域；常年生产700余个药品品种，20多种剂型，2021年过亿元产品40个。其中创新药已有6个项目进入关键临床期，核心管线I001进入临床III期，P-CAB靶点新型抑酸剂X842有望2022年申报；中药板块目前已拥有麝香保心丸、八宝丹、六神丸三款核心产品和其余10款收入过亿元的大品种，商标上拥有神象、雷氏、龙虎、青春宝、胡庆余堂等耳熟能详的核心大品牌。在公司完成和云南白药的战略合作后，依托公司近800个中药批文的丰厚基础和白药丰富的营销经验，有望保持高增速，是公司最重要的增量业务板块之一。**医药商业业务**规模排全国第二，拥有控股子公司19家，核心子公司为上药控股、上药科园和上海华氏大药房。**参股联营企业方面**，公司参股设立了上海罗氏、和黄药业和施贵宝制药三家知名大药企。

图2: 公司股权结构及各子公司情况 (截至 2021 年年报)

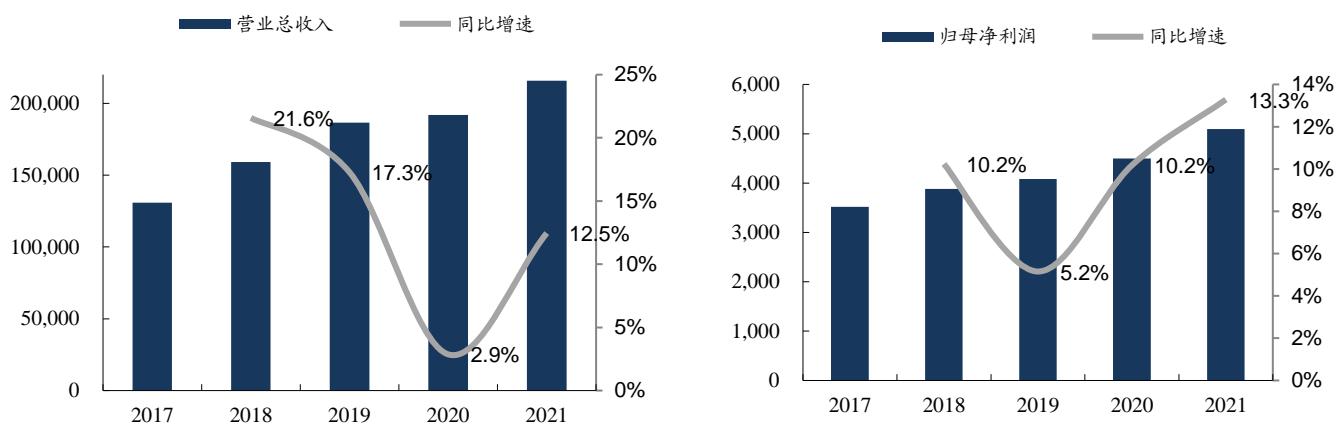


数据来源：公司官网，东吴证券研究所

公司业绩从疫情中恢复，总体保持平稳增长。受到 2020 年新冠疫情影 响，公司 2020 上半年业务受到较大影响，从 2020 年 Q3 开始公司业绩保持快速恢复，2021 年基本恢复疫情前增速。公司 2021 全年收入为 2158.2 亿元，同比增长 12.5%，归母净利润为 50.93 亿元，同比增长 13.3%。剔除疫情影响，公司 2017-2021 年营业收入和归母净利润 CAGR 分别为 13.33% 和 9.67%，业绩保持稳定增长。

图3: 公司 2017-2021 年总营收情况 (百万元)

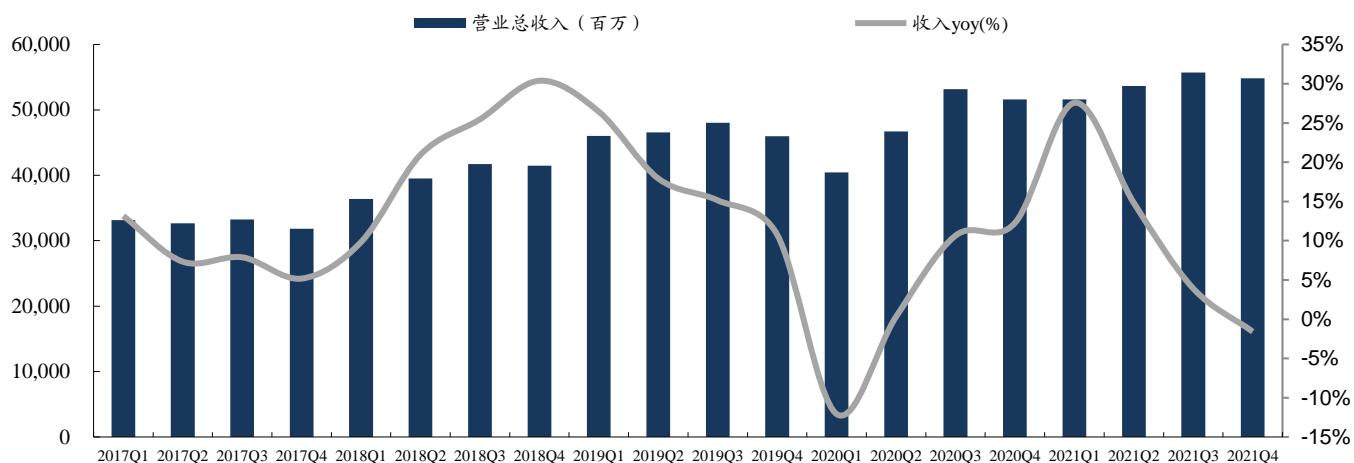
图4: 公司 2017-2021 年归母净利润情况 (百万元)



数据来源：wind，东吴证券研究所

数据来源：wind，东吴证券研究所

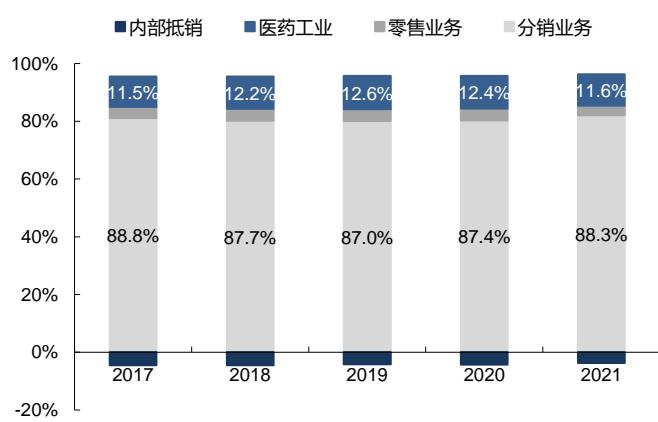
图5：公司 2017-2021 年逐季收入和增速情况



数据来源：wind，东吴证券研究所

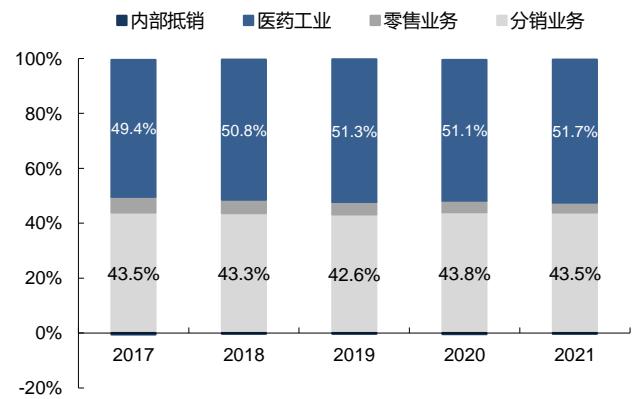
**商业板块贡献收入，工业板块贡献利润。**公司医药商业板块贡献公司大半收入，2021年分销业务贡献收入 1906.2 亿元，占总收入的 88.3%，是主要收入来源。工业板块毛利率较高，在贡献 11.6%收入的情况下，贡献了 51.7%的毛利，是公司未来利润的重要增长点。

图6：公司 2017-2021 年各业务收入占比情况（%）



数据来源：wind，东吴证券研究所

图7：公司 2017-2021 年各业务毛利占比情况（%）



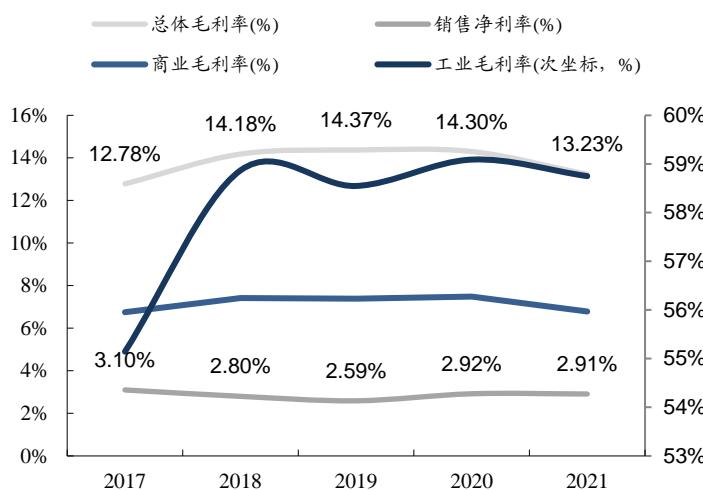
数据来源：wind，东吴证券研究所

**盈利能力短期受损，预计快速恢复。**公司 2021 年实现毛利率 13.23%，对比 2020 年有所下降，主要因为 2021 年大宗原材料价格上涨，对公司盈利能力造成一定影响。分业务看，工业板块毛利率不断提升，2021 年短期受到上游涨价影响，预计将在 2022 年快速恢复；商业业务受到油费上涨等因素影响，预计 2021 年毛利会处于低位。净利率上看，随着公司产品结构的改善和精细化管理改革的推进，净利率保持不断提升的趋势。

**期间费用率稳定，研发大力投入。**公司重视研发投入，2021 年研发费用 19.87 亿元，同比增长 19.96%，占工业收入比重为 7.92%。随着研发投入的不断扩大，公司持续向创

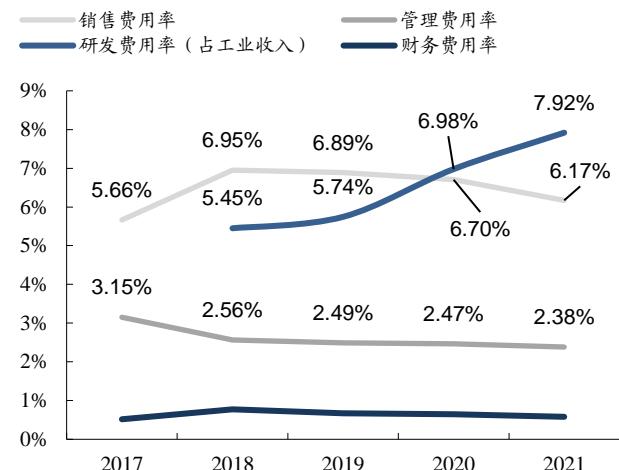
新研发驱动型公司转型。随着公司业务结构的升级优化，公司在创收的同时人员结构保持稳定，销售费用率和管理费用率保持缓慢下降；且公司现金流充足，财务费用率保持在1%以下。

图8：公司 2017-2021 年毛利率和净利率情况



数据来源：wind，东吴证券研究所

图9：公司 2017-2021 年期间费用率情况



数据来源：wind，东吴证券研究所

## 2. 医药工业：工业体系全面，加快创新转型

### 2.1. 收入稳定增长，聚焦重点品种

全球 TOP50 制药企业，具备研、产、销一体化的工业体系。公司具有优势的研发、临床研究、中试、产业化及营销的工业体系，持续为患者提供超过 700 个品种，其中 40 个过亿元品种，40 个品种通过一致性评价，47 项在研新药管线，16 项罕见病在研。上海医药在 Pharm Exec (美国《制药经理人》杂志)发布的 2021 年全球制药企业 TOP50 位列第 42 位，在中国医药工业信息中心发布的中国医药工业企业百强中位列第 8 位，荣获 2021 年中国医药研发产品线最佳工业企业称号。

图10：上海医药工业板块概况

### 工业板块——全球制药TOP50

围绕大产品聚焦战略，以“一品一策”为抓手，产品覆盖心血管、消化系统、免疫代谢、全身抗感染、精神神经和抗肿瘤等领域

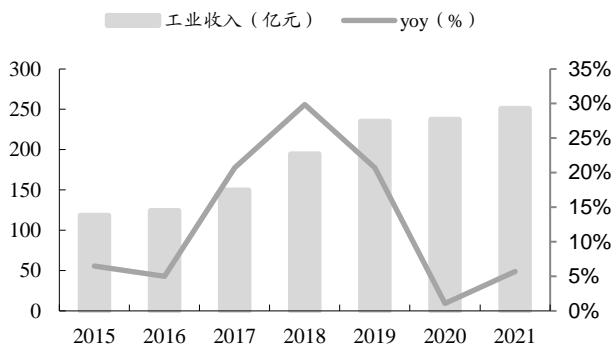


数据来源：公司年报，东吴证券研究所

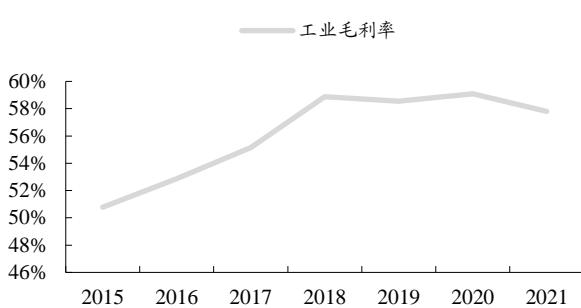
**工业板块收入、毛利率持续增长。**2021年，医药工业实现收入250.98亿元，同比增长5.71%，毛利率58.7%（其中60个重点品种销售收入147.24亿元，同比上升9.31%，平均毛利率71.38%）。坚持创新为核心驱动力，聚焦重点产品，逐步由普通仿制药企迈向以科技创新为驱动的研发型医药企业转型。2020年全年，公司医药工业销售收入237.43亿元，较上年同期增长1.08%，毛利率59.1%。其中60个重点品种销售收入133.18亿元，平均毛利率70.51%。

图11：公司2015-2021年医药工业收入情况

图12：公司2015-2021年医药工业毛利率情况



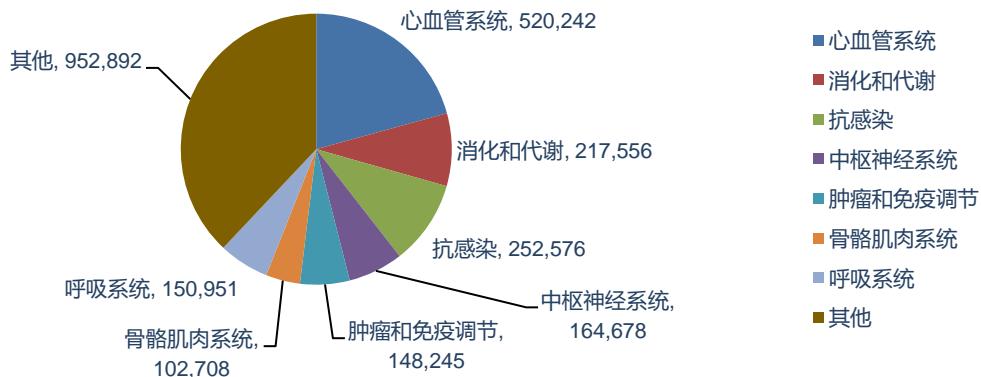
数据来源：wind，东吴证券研究所



数据来源：wind，东吴证券研究所

**聚焦重点领域、大品种，过亿元产品数量逐渐增加。**公司围绕大产品的聚焦战略，以“一品一策”为抓手，实现全年工业销售收入过亿元产品数量40个，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。经测算，2021年注射用硫酸多粘菌素B、硫酸羟氯喹片、注射用乌司他丁、瓜蒌皮注射液和多糖铁复合物胶囊的销售额分别为15.3、13.4、10.3、9.7和7.8亿元。

图13：公司 2021 年各疾病领域收入情况（万元）



数据来源：wind, 东吴证券研究所

表1：公司 2021 年重磅产品销售情况

产品	规格	销量	价格	医疗机构的合计实际采购量	销售测算（万元）
注射用硫酸多粘菌素 B	50 万 U/支	61 万支	2120-3100 元 (50 万单位)	54.0 万瓶	152,500
硫酸羟氯喹片	100mg*14/盒	4949 万盒	23-33 元 (0.1g*14 片)	47,741 万片	133,623
注射用乌司他丁	10 万 U/瓶	952 万瓶	93-117 元 (10 万单位) 60-69 元(5 万单位)	10 万单位: 1,009 万瓶 5 万单位: 32 万瓶	102,961
瓜蒌皮注射液	4ml/支	666 万支	106-198 元 (4ml)	534 万支	96,570
多糖铁复合物胶囊	150mg*10 粒	23660 万粒	27-37 元 (150mg*10 粒)	14,174 万粒	78,078

数据来源：公司年报，东吴证券研究所（注：内部根据年报披露的价格和销量测算）

## 2.2. 创新第一梯队，布局高端制剂

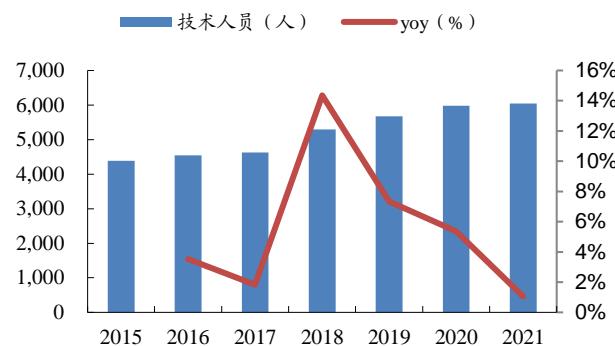
公司研发投入不断加大，进入行业第一梯队。2021 年，公司进一步加码研发，研发投入达到 25.03 亿元，同比增长 26.94%，占工业销售收入的 9.97%。其中研发费用 19.87 亿元，同比增长 19.96%，占工业销售收入的 7.92%。公司根据既定的创新转型战略，研发投入从 2016 年的 6.70 亿元到 2021 年的 25.03 亿元，6 年内增长超 3 倍，坚定地朝着以科技创新为驱动的研发型医药企业迈进。

图14：公司 2015-2021 年研发投入情况



数据来源：wind, 东吴证券研究所

图15：公司 2015-2021 年研发人员数量



数据来源：wind, 东吴证券研究所

**创新药布局：**3个1类新药上市，6项关键临床，47项管线。公司坚持自主研发和BD双轮驱动，持续构建创新药物和改良创新药产品群，研发投入总量位居国内医药企业第一梯队。截至2021年，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1类新药上市，临床申请获得受理及进入临床研究阶段的新药管线已有47项，其中创新药39项，改良型新药8项。在创新药管线中，已有6项处于关键性研究或临床III期阶段。

表2：公司研发管线情况（II期及以上）

治疗领域	药品	适应症	国内研发进展	国外研发进展
心血管	I001	原发性轻、中度高血压	临床III期	/
消化代谢	X842	反流性食管炎	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	/
精神神经	SRD4610	肌萎缩侧索硬化症	临床II期（关键性研究）	/
感染	I008-A	艾滋慢性异常免疫激活	临床II期（关键性研究）	/
自身免疫	I008	类风湿性关节炎	临床II期	/
消化代谢	I001-A	糖尿病肾病	临床II期	/
自身免疫	I001-B	炎症性肠炎	pre-IND	美国，临床II期
肿瘤	I036	尤文氏肉瘤	临床IIa期*（合作开发）	美国，临床II期
肿瘤	B003	乳腺癌	临床II期	/

数据来源：公司年报，东吴证券研究所

**战略布局高端制剂，加速开展一致性评价。**高端制剂方面，以上海医药技术创新中心为核心平台，以技术平台建设带动制剂创新，侧重于开发高端制剂仿制药，立足难仿、抢仿、复杂剂型等改良型新药，8个项改良新药项目进入临床。仿制药方面，公司2021年共计22个品种(29个品规)通过了仿制药一致性评价，过评产品累计增加到40个品种(56个品规)，位居行业前列。其中，注射剂一致性评价工作实现“零”突破，共4

个品种（注射用头孢曲松钠、注射用兰索拉唑、盐酸利多卡因注射液和盐酸多巴胺注射液）获批通过。

表3：战略布局化学高端制剂

高端制剂	技术和领域
吸入制剂	<ul style="list-style-type: none"> <li>技术：鼻喷、气雾、雾化吸入、粉雾等</li> <li>领域：麻醉、激素、抗感染、心血管、呼吸道、精神类</li> </ul>
缓控释制剂	<ul style="list-style-type: none"> <li>技术：骨架片、双层片、三层片、渗透泵、微丸</li> <li>领域：心血管、疼痛、精神神经、内分泌等</li> </ul>
口溶膜/透皮吸收制剂	<ul style="list-style-type: none"> <li>技术：骨架片、双层片、三层片、渗透泵、微丸</li> <li>领域：心血管、疼痛、精神神经、内分泌等</li> </ul>
复杂注射剂	<ul style="list-style-type: none"> <li>技术：脂质体、微乳、微球、纳米粒等</li> <li>领域：低毒抗癌、抗感染、长效疼痛、心血管、内分泌类</li> </ul>

数据来源：公司推介材料，东吴证券研究所

### 2.2.1. X842：新一代抑酸剂

X842 是新一代钾离子竞争性酸阻断剂（P-CAB）口服药物，通过竞争性阻断 H-K-ATP 酶中的钾离子活性，抑制胃酸分泌。目前，X842 处于临床Ⅲ期研究阶段（SND-X842-301），拟用于治疗反流性食管炎。2021 年 10 月，公司与贵州生诺达成合作，取得 X842 的原料药及制剂在中国区域的独家委托生产和所有适应症的工业销售权。

胃食管反流（GERD）是一种临床常见病，烧心和反流是其典型症状。国内消化系统疾病发病率达到 11.2%，GERD 总体患病率为 3.1%，发病率有升高趋势。常规质子泵抑制剂（PPI）是胃食管反流病常用治疗药物，P-CAB 药物相较于 PPI 药物，具有起效快（首剂全效）、抑酸持久（夜间酸抑制良好）、方便服用（无需餐前服用）等优点，与 PPI 共同成为 GERD 首选药物。

表4：PCAB 药物和 PPI 药物比较分析

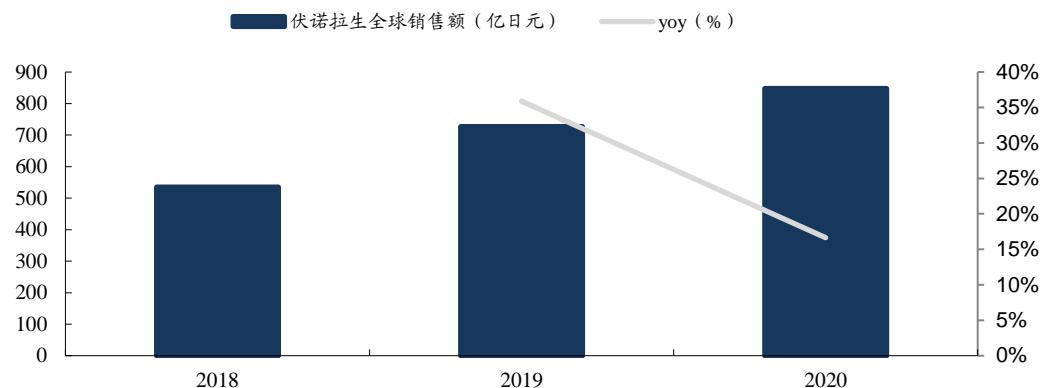
药物性质	P-CAB 药物	PPI 药物
药物结构	吡咯类衍生物	均具有苯丙咪唑环结构
作用机制	可逆地与 H <sup>+</sup> ,K <sup>+</sup> -ATP 酶（质子泵）结合，抑制静息与激活两种状态，抑制胃酸分泌	次磺酰胺与质子泵结合，结合过程不可逆，减少胃酸分泌
稳定性	酸环境稳定，不需要制成肠溶剂型	酸环境不稳定，需要制成肠溶剂型
起效速度	不需要活化，可直接与质子泵结合	需要转化成活性形式，才能和质子泵结合
起效方式	对静息态和活性态的质子泵均有抑制作用	仅对活性态的质子泵均有抑制作用

数据来源：中国消化杂志，东吴证券研究所

国内已上市的 PPI 药物包括奥美拉唑、兰索拉唑、泮托拉唑、雷贝拉唑、艾司奥美拉唑、艾普拉唑等，IMS 数据显示，2020 年传统 PPI 销量达到 202.9 亿元。国内，已上

市和在研的 P-CAB 药物，包括伏诺拉生、替戈拉生、柯诺拉赞、非苏拉赞等。伏诺拉生为日本武田制药开发的 P-CAB 药物，2020 年全球销售额达 848 亿日元（约 7.94 亿美元），同比增长 16.7%。P-CAB 药物有望打破抑酸市场 PPI 一家独大的局面，X842 亦有望成为抑酸领域的重磅新药。

图16：伏诺拉生全球销售额



数据来源：武田制药年报，东吴证券研究所

### 2.2.2. BCD100：PD-1 单抗

BCD-100（Prolgolimab 注射液）为 PD1 单抗，肿瘤细胞高表达的 PD-L1 和免疫 T 细胞表面的 PD-1 结合后抑制机体的免疫应答，促进了肿瘤的进展和转移。通过阻断 PD-1/PD-L1 通路，可恢复机体的抗肿瘤免疫，达到肿瘤免疫治疗的效果。目前，BCD-100 的宫颈癌和非小细胞肺癌适应症处于临床三期阶段（BCD-100-5/FERMATA；BCD-100-3/DOMAJOR）。

表5：BCD-100 研发进展

产品	适应症	方案	研发进展	试验代号
BCD-100	宫颈癌 1L	+含铂化疗	III 期	BCD-100-5/FERMATA
BCD-100	非小细胞肺癌 1L	+培美曲塞+顺铂/卡铂	III 期	BCD-100-3/DOMAJOR

数据来源：CDE，东吴证券研究所

国内目前已获批的 PD-(L)1 单抗一共有 13 款，其中国产 PD-(L)1 单抗一共有 9 款，包括卡瑞利珠单抗、信迪利单抗、特瑞普利单抗、替雷利珠单抗、派安普利单抗等。根据公司披露，2021 年，信迪利单抗国内销售约 31 亿元，默沙东的帕博利珠单抗全球销售额达到 171.86 亿美元。BCD-100 有望加速上市，在肿瘤领域抢占一部分市场。

表6：国内 PD-1/PD-L1 产品获批情况

序号	公司	产品	靶点
1	恒瑞医药	卡瑞利珠单抗	PD-1
2	信达生物	信迪利单抗	PD-1
3	君实生物	特瑞普利单抗	PD-1
4	百济神州	替雷利珠单抗	PD-1
5	康方生物	派安普利单抗	PD-1
6	誉衡生物	赛帕利单抗	PD-1
7	复宏汉霖	斯鲁利单抗	PD-1
8	百时美施贵宝	纳武利尤单抗	PD-1
9	默沙东	帕博利珠单抗	PD-1
10	阿斯利康	度伐利尤单抗	PD-L1
11	罗氏制药	阿替利珠单抗	PD-L1
12	康宁杰瑞	恩沃利单抗	PD-L1 (皮下)
13	基石药业	舒格利单抗	PD-L1

数据来源：公司官网，东吴证券研究所

### 2.2.3. I001：小分子肾素抑制剂

I001 片是新一代口服非肽类小分子肾素抑制剂，属于化学药品 1 类。I001 片作为新作用机制的降压药物，2021 年 6 月 10 日 III 期首例患者入组后，已经顺利完成 III 期第一阶段临床试验和数据清理，有望为广大的轻、中度患者提供一种有效的治疗途径和更丰富的治疗手段。公司深入的药理学和转化医学研究发现，肾素在炎症性肠病(UC)病灶处高表达，进而激活补体系统、加剧炎症，并在临床前体内外实验中证实了 I001 对 UC 的药效显著。2020 年 12 月 30 日，I001 新适应症 UC，获得 FDA 的 II 期临床试验资格，并在国内同步申请了针对该适应症的临床试验。

## 2.3. 中药传承创新，培育重磅品种

**引进云南白药战投，9 个核心品牌，7 个中药企业。**上海医药旗下拥有 7 家核心中药子公司、9 个广受认可的核心品牌、3 项国家保密配方及 860 种中药产品，重点品种包括麝香保心丸、参麦注射液、瓜蒌皮注射液、新癀片、银杏酮酯、胃复春片、养心氏片、八宝丹、瘀血痹和乳癖消等。上海医药于 2021 年启动百亿元级定增项目，并拟引进云南白药为战略投资者。公司将与云南白药在中药大健康领域充分挖掘双方在资源、品牌建设及渠道等方面的优势，开展业务协同，共同打造中药及大健康业务平台。

图17：公司 7 个中药核心企业



数据来源：公司年报，东吴证券研究所

图18：公司 9 个中药核心品牌



数据来源：公司官网，东吴证券研究所

**加强中药研发，培育重磅品种。**在中药板块，以中药研究所为核心平台，开展循证医学研究，重点开展中药大品种二次开发，并推进院内制剂开发、经典名方开发。以上海中药研究所为核心，与国内院士、专家团队和科研机构合作，围绕中药重点产品，用现代药物研究的方法进行研究，使其成为药物物质清楚、作用机理明确、临床安全有效、质量稳定可控，具有自主知识产权的重磅中药，如八宝丹、胃复春、养心氏、银杏酮酯、荆银颗粒等。

图19：中药研发平台情况



数据来源：公司推介材料，东吴证券研究所

图20：特色中药二次开发情况



数据来源：公司官网，东吴证券研究所

## 2.4. 罕见病品类全，独立平台运作

**罕见病药品批文最多，渠道优势明显。**在罕见病药板块，成立罕见病药事业部（上海上药睿尔药品有限公司），为罕见病患者提供更多具有临床价值的药品。上药睿尔集中了已上市产品，是国内拥有罕见病药品批文最多的企业之一。另外，公司的商业板块通过中央药房+全国分布式服务的管理模式，与罗氏、辉瑞、赛诺菲、梯瓦等知名药企成功开展多项罕见病药物推广，公司已成为新特罕药进入中国的首选渠道。

表7：公司罕见病药物情况

序号	产品	适应症
1	溴吡斯的明片	全身型重症肌无力
2	格列本脲片	新生儿糖尿病
3	氨甲环酸片	遗传性血管性水肿
4	盐酸金刚烷胺片	帕金森病（青年型、早发型）
5	氨甲环酸注射液	遗传性血管性水肿
6	左旋多巴片	高苯丙氨酸血症、多系统萎缩、帕金森病（青年型、早发型）、原发性遗传性肌张力不全、脊髓小脑性共济失调、四氢生物喋呤缺乏症
7	多巴丝肼胶囊	亨廷顿病
8	醋酸泼尼松龙片	全身型重症肌无力、进行性肌营养不良
9	醋酸氢化可的松片	21-羟化酶缺乏症、先天性肾上腺发育不良、多系统萎缩、普拉德-威利综合征、X连锁肾上腺脑白质营养不良、自身免疫性垂体炎
10	醋酸地塞米松片	21-羟化酶缺乏症、自身免疫性脑炎、POEMS综合征、原发性轻链型淀粉样变
11	青霉胺片	肝豆状核变性
12	注射用绒促性素	特发性低促性腺激素性性腺功能减退症、卡尔曼综合征
13	注射用促皮质素	婴儿严重肌阵挛性癫痫（Dravet综合征）
14	鞣酸加压素注射液	朗格汉斯细胞组织细胞增生症
15	注射用氨曲南	肺囊肿性纤维化
16	注射用左卡尼汀	β酮硫解酶缺乏症、戊二酸血症I型、甲基丙二酸血症、多种酰基辅酶A脱氢酶缺乏症、丙酸血症
17	二巯丁二酸胶囊	肝豆状核变性
18	氟西汀	先天性肌无力综合征
19	熊去氧胆酸	进行性家族性肝内胆汁淤积症，先天性胆汁酸合成障碍
20	盐酸麻黄碱	先天性肌无力综合征
21	瑞舒伐他汀钙片	纯合子家族性高胆固醇血症

数据来源：公司年报，东吴证券研究所

成立罕见病平台公司，力争成为领头企业。公司以上药睿尔为平台，一方面集中现有的罕见病品种资源，另一方面与该领域的国内外研发机构及研发型公司密切对接，积极引入前沿创新品种，目前共有在研项目16项，涉及全球创新药、首仿药以及多个临床急需的短缺药物，涵盖肿瘤、运动神经元、内分泌、心血管、代谢等多个罕见病门类，包括一类新药1项，二类新药2项及多个临床急需的三类、四类项目。目前已有1项进入II期临床，1项进入III期临床研究阶段，多个产品进入待申报生产阶段。

表8：罕见病研发项目

序号	药品	适应症	国内进展	国外进展
1	SRD1301	急性白血病、乳腺癌、尿路上皮癌等	完成申报，审评中	—
2	SRD2407	肺动脉高压	工艺验证	—
3	SRD4512	渐冻症	准备申报生产	—

4	SRD1302	急性早幼粒细胞白血病	处方工艺研究	—
5	SRD1403	急性非淋巴细胞白血病	准备开展工艺验证	—
6	SRD3405	苯丙酮尿症/高苯丙氨酸血症	完成处方工艺研究	完成处方工艺研究 (美)
7	SRD2304	肺动脉高压	工艺验证	—
8	SRD4406	结节性硬化/肾癌	完成工艺验证	—
9	SRD3308	肝豆状核变性	处方工艺研究	处方工艺研究 (美)
10	SRD4610	肌萎缩侧索硬化	临床 II 期	—
11	SRD5211	抗过敏	临床 III 期	—
12	SRD3213	糖原累积症	临床前	—
13	SRD4009	婴儿痉挛	真实世界研究	—
14	SRD6214	$\alpha$ -地中海贫血	临床前	—
15	SRD6016	血友病	临床前	—
16	SRD4415	C 型尼曼匹克病	完成申报	—

数据来源：公司年报，东吴证券研究所

### 3. 医药商业：头部地位巩固，仍存提升空间

医药流通行业产业链可以分为三大环节，其中医药批发及零售为核心环节。产业链上游是药品及医疗器材的生产厂商，根据销售产品的不同主要有七大类医药产品的生产厂商，分别是西药类、中成药类、中药材类、医疗器械类、化学试剂类、玻璃仪器类以及其他类；产业链中游为医药流通核心环节，医药批发企业主要负责产品的采购、仓储、管理和销售，医药批发企业通过医药零售企业间接或直接将医药产品流通至医药产品的终端市场，包括医院、社区诊所等医疗机构，以及零售药店、医药电商等；产业链的下游则是医药产品的消费市场，包括各类病患以及其他一般消费者。

上海医药是国内第二大全国性医药流通企业和最大的进口药品服务平台。截至 2021 年 12 月，公司分销网络覆盖全国 31 个省、直辖市及自治区，其中通过控股子公司直接覆盖全国 24 个省、直辖市及自治区，覆盖各类医疗机构超过 3.2 万家，零售网络分布在全国 16 个省区市，零售药房总数超过 2,000 家。

#### 3.1. 医药流通行业集中度提升，头部企业进一步受益

随着医药卫生体制改革不断深化，药品流通行业加快转型升级步伐，加强医药供应链协同发展，创新药品零售与服务模式，行业销售总额稳中有升，集约化程度继续提高，显现出长期向好的态势。在医药批发环节，近年来，我国医药批发企业总量变化较为平稳，截至到 2020 年底，全国医药批发企业数量为 1.31 万家。

从市场占有率看，药品批发企业集中度有所提高。2020 年，药品批发企业主营业务收入前 100 位占同期全国医药市场总规模的 73.7%，同比提高 0.4 个百分点。其中，4 家

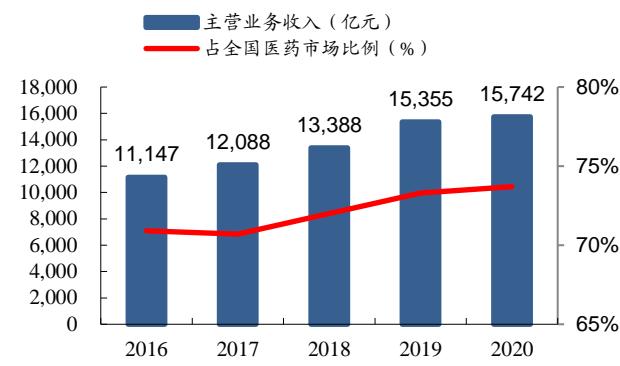
全国龙头企业主营业务收入占同期全国医药市场总规模的 42.6%，前 10 位占 55.2%。

图21：2016-2020 年国内医药批发企业数量变化趋势



数据来源：商务部，东吴证券研究所

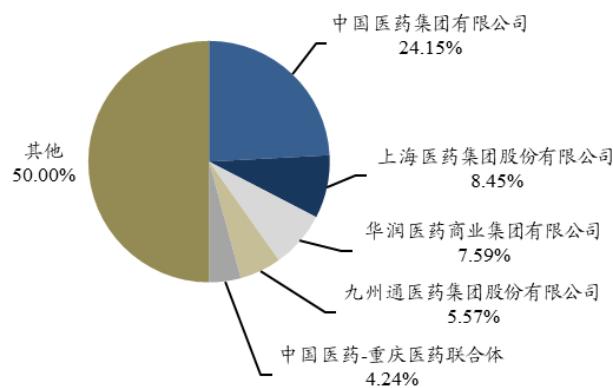
图22：2016-2020 年国内药品批发百强企业营收



数据来源：商务部，东吴证券研究所

目前我国医药批发行业企业按照销售规模可以划分为三个竞争层次。处于第一层次的是四家全国性批发巨头，中国医药集团、上海医药（集团）股份有限公司、华润医药控股有限公司及九州通医药集团有限公司，主营业务收入在千亿元以上水平；处于第二层次的是广州医药、南京医药、重庆医药、瑞康医药、安徽华源等，业务布局以发展核心地区为主，营收在千亿元以下；其他处于第三层次。根据中国医药商业协会统计数据显示，在医药批发市场，2020年，我国医药批发市场仍以国药集团、上海医药、华润医药以及九州通四家为主，在排名前十的药品批发企业中，其中国药集团占比 24.15%，上海医药占比 8.45%，位于全国第二位。

图23：2020 年中国医药批发市场代表企业市场份额



数据来源：药品流通行业运行统计分析报告，东吴证券研究所

图24：2016-2020 年上海医药分销业务收入及占比



数据来源：wind，东吴证券研究所

### 3.2. 创造协同效应，加快转型成为创新型医药供应链服务企业

公司持续推进服务创新，通过提供现代物流、信息化服务、金融服务、全渠道整合

营销服务等一体化的供应链服务与创新性服务解决方案，引领行业价值创新，与行业的上下游客户建立了紧密的合作关系，逐步向“科技型健康服务企业”转型。

公司作为上海艾力斯医药科技股份有限公司科创板上市的战略投资者，与其在物流仓储、全国分销、“互联网+”新零售、创新金融支付、创新药全生命周期管理等领域开展深入合作，并帮助艾力斯在研药物加速完成商业化进程。另外，公司旗下上药国际供应链有限公司作为基石投资者参与了赛生药业香港上市发行认购，并围绕赛生药业的多个进口原研产品，在药品上市前服务、国际供应链、全渠道覆盖、新零售拓展、创新支付等多领域展开全面合作。

在进口药品方面，公司 2021 年全年成功引入 18 个进口总代品种，继续保持了进口创新药商业总代的半壁江山。公司着力打造创新药服务平台，为全球医药企业创新产品提供涵盖上市前合作、进出口服务、全国分销、创新增值四大领域的全供应链一站式管理服务。

图25：医药商业板块从传统分销业务全面向创新型医药供应链服务企业转型



数据来源：公司推介材料，东吴证券研究所

### 3.3. 延伸疫苗产业链，战略布局疫苗板块

进口疫苗代理方面，公司 2021 年实现销售收入 43 亿元。目前二类疫苗销量主要还是受到疫情防控的一定影响，但未来仍具有较好的发展空间。公司拥有领先的疫苗供应链服务平台，具有覆盖全国的冷链物流能力。过去两年内，公司以新冠疫苗合作引入为突破，进一步将产业链从进口分销延伸至生产与研发，加快疫苗领域产业布局。

- 产业化先行。通过宝山疫苗工厂，实现上海医药疫苗领域突破，并参与实现上海市疫苗战略整体规划；通过项目实施，扩充产业人才队伍；通过项目实施，积累完善疫苗产品生产体系与质量控制体系经验。

- 加大研发投入。以产业化基地为载体，加大疫苗研发投入，整合内外部资源，开发 / 合作开发疫苗产品，以丰富产品线。
- 积极引进新品种。积极拓展新品种，通过并购、转让、许可等方式实现新产品注入。

图26：全国领先的疫苗供应链服务平台

### 覆盖全国的冷链物流能力



数据来源：公司推介材料，东吴证券研究所

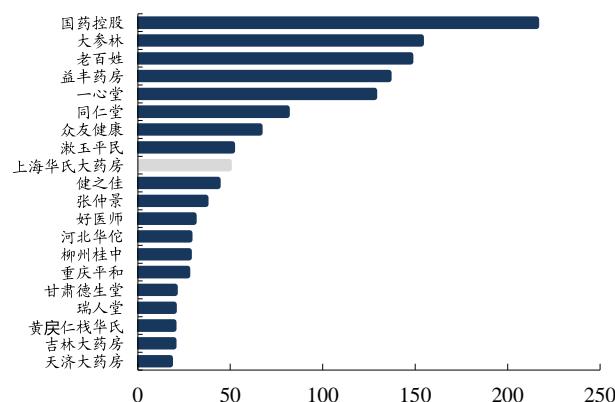
### 3.4. 推进器械大健康等非药业务成为企业增长新引擎

随着中国老龄化程度加深和医疗需求的持续扩容，我国医疗器械行业快速增长，医疗器械流通市场同样增长迅速，且器械流通毛利率高于药品，将成为企业增长新引擎。2017年，公司收购了在中国器械流通领域名列前茅的康德乐中国，自2018年以来，上海医药坚持五位一体、多管齐下，从战略、组织、管理、业务、信息等多层面推进深度整合上药康德乐。经过四年努力，在医药行业基本面承压的态势下，上药康德乐发展态势全面向好，盈利能力持续提升，产业竞争力显著增强，销售净利率从2017年的0.65%攀升至2021年的2%。2021年，公司器械、大健康等非药业务销售约247亿元，同比增长约28%，累计引进超过8,000个新产品。公司积极梳理品种资源，理顺业务管理流程，扩大协同效应，助力器械分销业务持续发展。

## 4. 医药零售：创新发展，医药零售+保险+互联网

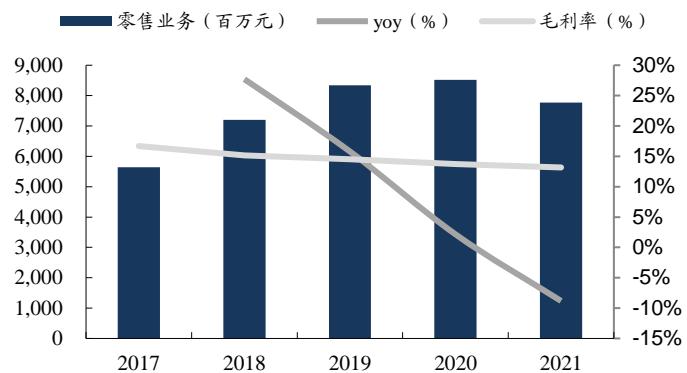
公司零售业务主要包括连锁药房、院边药房、DTP药房三类模式，在全国16个省区市，拥有超过2000家的优质品牌药房，旗下拥有华氏大药房、雷允上连锁药房、国风大药房、余天成大药房等多个全国或地区性的优质品牌药房。其中，根据商务部《2020年药品流通行业运行统计分析报告》，公司旗下上海华氏大药房在2020年营收在全国百强药房中排名九。公司零售业务2021全年实现收入77.68亿元，同比下降8.82%，主要为上药云健康融资后不再并表。

图27: 2020年全国百强药房营收(亿元)



数据来源: 商务部, 东吴证券研究所

图28: 公司零售业务收入和毛利率情况



数据来源: wind, 东吴证券研究所

以“DTP专业药房”和“互联网+服务”为两大业务基石,发展“益药”品牌生态圈。公司持续利用自身平台优势,以新机制加快新业务拓展和创新模式培育。旗下上药云健康定位于“互联网+”医药商业科技平台,持续强化以专业药房为基础的创新药全生命周期服务、以电子处方+云药房为基础的普慢药“互联网+”服务,致力于打造新“益药”系列生态圈。孵化镁信健康,打造医药商保平台。公司旗下镁信健康积极在个人自费、商业健康险以及补充医疗保险层面创新支付解决方案,打通筹资、支付到服务的完整闭环,建立医药+保险产业新生态,提供全方位惠及患者的一站式解决方案。公司旗下镁信健康积极在个人自费、商业健康险以及补充医疗保险层面创新支付解决方案。

表9: 公司云健康(益药)平台提供6大服务模块

平台	平台职责	业务特色
益药·云药房	专业处方药零售配送药房	电子处方对接与订单化处理; 严格执业药师审方; 全程 GSP 标准配送; 冷链产品全程温控。
益药·药房	领先的 DTP 服务网络	全国拥有 32 家益药专业药房, 网点遍布 13 个省 27 个市, 拥有专业管理团队和后台系统。
益药·电子处方	电子处方云平台	通过专业化的药品配送服务实现从处方到药物到家的一站式服务。
益药·互联网医院	互联网医疗全套解决方案	通过物联网+互联网, 助力三甲医院推行远程分级诊疗; 提供患者就诊、购药和长期健康管理全套解决方案。
益药·会员	全方位特病、慢病用药服务	提供药师服务、免费配送、金融服务、用药提醒、患教服务等全方位服务。
益药·商保	金融及保险服务	整合医疗金融服务提供商, 提供全流程服务

数据来源: 公司官网, 东吴证券研究所

## 5. 盈利预测和投资建议

### 5.1. 关键假设和收入拆分

**商业板块：**公司是全国第二大医药商业企业，龙头优势明确，预计 2022-2024 年将保持稳定双位数的增长。公司是国内进口疫苗代理商两大龙头之一，且开始重视上下游产业链协同，向下逐渐建立终端推广团队，补齐终端的销售能力，向上与康希诺合作建设产线，实现疫苗亿剂级别产能，且积极投资成都威斯克等创新疫苗企业，加速疫苗领域全产业链布局。公司同时孵化上药云健康、镁信健康等互联网+企业，加快企业信息化建设，依托公司资源优势，加大对医疗互联网相关业务的开发。综合来看，我们认为公司商业板块业务在 2022-2024 年将维持 11%-13% 的稳定双位数增速。

**工业板块：**公司创新药管线有序推进，截至 2021 年底，已有 6 个项目进入关键临床期，P-CAB 新药 X842 有望 2022 年申报，为工业业务提供业绩动能支持。中药业务方面，是公司重要的业务板块，目前已拥有麝香保心丸、八宝丹、六神丸三款核心产品，和其余多款收入过亿元的大品种。在公司完成和云南白药的战略合作后，依托公司近 800 个中药批文的丰厚基础和白药丰富的营销经验，中药板块有望再提速，我们预计 2022 年中药板块将维持 15-20% 的增速。综合来看，我们认为公司工业板块在 60 个重点品种和中药的带动下，2022-2024 年将保持约 15% 的增速。

表10：公司收入拆分及预测

	2018	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
<b>营业收入（百万元）</b>	159,084	186,566	191,909	215,824	242,731	273,752	305,850
yoY	21.58%	17.27%	2.86%	12.46%	12.47%	12.78%	11.73%
<b>毛利率</b>	14.18%	14.37%	14.30%	13.23%	13.56%	14.03%	14.47%
<b>毛利（百万元）</b>	22,563	26,814	27,435	28,544	32,902	38,404	44,264
<b>一、商业板块</b>							
<b>收入（百万元）</b>	146,647	170,729	176,169	198,384	222,229	250,988	278,597
yoY	20.41%	16.42%	3.19%	12.61%	12.02%	12.94%	11.00%
<b>毛利率</b>	7.41%	7.39%	7.48%	6.78%	6.97%	7.18%	7.27%
<b>毛利（百万元）</b>	10,870	12,625	13,186	13,453	15,492	18,010	20,259
<b>1.1 分销业务</b>							
<b>收入（百万元）</b>	139,445	162,390	167,650	190,617	213,491	241,244	267,781
yoY	20.06%	16.45%	3.24%	13.70%	12.0%	13.0%	11.0%
<b>毛利率</b>	7.01%	7.03%	7.17%	6.52%	6.7%	6.9%	7.0%
<b>毛利（百万元）</b>	9,779	11,415	12,016	12,430	14,304	16,646	18,745
<b>1.2 零售业务</b>							
<b>收入（百万元）</b>	7,202	8,340	8,519	7,768	8,739	9,743	10,815
yoY	27.70%	15.80%	2.15%	-8.82%	12.5%	11.5%	11.0%
<b>毛利率</b>	15.14%	14.50%	13.73%	13.16%	13.6%	14.0%	14.0%
<b>毛利（百万元）</b>	1,091	1,209	1,170	1,022	1,188	1,364	1,514

## 二、工业板块

收入 (百万元)	19,462	23,490	23,743	25,098	28,860	33,175	38,331
yoY	29.86%	20.70%	1.08%	5.71%	14.99%	14.95%	15.54%
毛利率	58.87%	58.55%	59.09%	58.75%	58.85%	60.03%	61.17%
毛利 (百万元)	11,457	13,754	14,030	14,745	16,983	19,917	23,447

### 2.1 60个重点品种

收入 (百万元)	9,854	13,528	13,318	14,724	17,448	20,850	25,020
yoY	23.50%	37.28%	-1.55%	9.31%	18.5%	19.5%	20.0%
毛利率	71.50%	71.00%	70.51%	71.38%	71.5%	71.7%	71.9%
毛利 (百万元)	7,046	9,605	9,391	10,510	12,475	14,950	17,990
过亿品种数 (个)	31	35	42	40	46	50	55

### 2.2 其余工业品种

收入 (百万元)	9,608	9,963	10,425	10,374	11,412	12,325	13,311
yoY	37.10%	3.70%	4.64%	-0.49%	10.0%	8.0%	8.0%
毛利率	45.92%	41.65%	44.50%	40.82%	39.5%	40.3%	41.0%
毛利 (百万元)	4,411	4,149	4,639	4,235	4,508	4,967	5,457

## 三、其他

收入 (百万元)	823	905	823	1,025	1,230	1,414	1,626
yoY	42.37%	10.01%	-9.12%	24.52%	20.0%	15.0%	15.0%
毛利率	38.23%	55.73%	41.20%	43.33%	44.0%	44.0%	44.0%
毛利 (百万元)	315	505	339	444	541	622	715

## 四、内部抵销

收入抵消 (百万元)	-7,847	-8,560	-8,826	-8,683	-9,588	-11,825	-12,704
yoY	20.58%	9.08%	3.11%	-1.6%	10.4%	23.3%	7.4%
比例	-4.93%	-4.59%	-4.60%	-4.02%	-3.8%	-4.1%	-4.0%
毛利抵消 (百万元)	-79	-69	-120	-98	-114	-145	-158
yoY	-5.2%	-13.0%	74.9%	-18.0%	16.1%	26.9%	9.0%
比例	-0.35%	-0.26%	-0.44%	-0.34%	-0.3%	-0.4%	-0.4%

数据来源: wind, 公司公告, 东吴证券研究所

## 5.2. 盈利预测与估值

公司为医药工商业平台化企业, 我们选取了: 1) 科伦药业、恒瑞医药、华东医药、复星医药等拥有仿制药和创新药研发的平台型企业作为医药工业可比公司; 2) 选取医

药分销企业国药股份、柳药股份、九州通等企业作为商业分销可比公司；3)选取益丰药房、老百姓、大参林作为医药零售可比公司。我们按公司 2021 年各版块比例计算出 2022 年行业内可比公司加权 PE 估值为 10 倍。

预计公司 2022-2024 年归母净利润分别为 59.80/69.83/81.94 亿元，增速分别为 17%/17%/17%，保持双位增速，当前市值对应 2022-2024 年 PE 分别为 12/10/9 倍。基于 1) 分销和工业业务稳定发展；2) 中药板块与云南白药合作开发大品种，加速放量；3) I001、X842 等创新药上市，带来增量；4) 商业零售的互联网+平台化建设。首次覆盖，给予“买入”评级。

表11：可比公司估值对比（截至 2022 年 4 月 18 日）

代码	公司	收盘价 (元)	归母净利润(亿元)			P/E(倍)			市值(亿元)
			2020A	2021E	2022E	2020A	2021E	2022E	
<b>工业板块</b>									
002422.SZ	科伦药业	16.2	8.3	12.9	15.1	27.8	17.8	15.2	230
600276.SH	恒瑞医药	34.1	63.3	70.0	78.2	34.4	31.1	27.8	2,175
000963.SZ	华东医药	34.3	28.2	26.2	33.3	21.3	22.9	18.0	601
600196.SH	复星医药	47.3	36.6	49.0	62.8	26.0	19.4	15.2	951
<b>分销板块</b>									
600511.SH	国药股份	27.7	13.8	17.5	18.8	15.1	11.9	11.1	209
603368.SH	柳药股份	15.9	7.1	7.0	8.4	8.1	8.2	6.9	58
600998.SH	九州通	13.7	30.8	29.6	33.7	8.3	8.6	7.6	256
<b>零售板块</b>									
603939.SH	益丰药房	36.3	7.7	10.1	12.6	34.0	26.0	20.7	261
603883.SH	老百姓	33.6	6.2	7.9	9.6	24.3	19.1	15.7	151
603233.SH	大参林	27.7	10.6	12.2	16.2	20.6	17.9	13.5	219
<b>可比公司平均(按 2021 各版块收入比例加权计算)</b>						13.2	11.6	10.1	
601607.SH	上海医药	19.39	45.0	50.9	59.8	12.1	14.1	12.0	637

数据来源：wind，东吴证券研究所（注：华东医药、恒瑞医药、益丰药房、复星医药、老百姓、大参林采用内部预测，上海医药 2021 年数据为真实数据，其余为 wind 一致预期）

## 6. 风险提示

**集采风险：**公司产品管线较多，仿制药产品有进入集采的风险。

**研发进度不及预期：**公司研发管线存在不及预期风险。

**商誉减值风险：**公司存在大量投资并购，2021Q3 商誉为 113 亿元，存在商誉减值风险。

**战略转型不及预期风险：**公司引入云南白药战投进行企业改革，存在转型不及预期

的风险。

**新冠业务存在不确定性:** 新冠业务存在较大不确定性, 存在不达预期的风险。

## 上海医药三大财务预测表

资产负债表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E	利润表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
<b>流动资产</b>	<b>116,494</b>	<b>129,023</b>	<b>143,646</b>	<b>159,682</b>	<b>营业总收入</b>	<b>215,824</b>	<b>242,731</b>	<b>273,752</b>	<b>305,850</b>
货币资金及交易性金融资产	22,390	23,327	24,154	27,056	营业成本(含金融类)	187,281	209,828	235,348	261,586
经营性应收款项	63,463	70,655	80,914	89,753	税金及附加	666	752	847	946
存货	27,104	31,214	34,464	38,359	销售费用	13,318	15,413	18,205	20,186
合同资产	0	0	0	0	管理费用	5,143	6,068	6,981	7,952
其他流动资产	3,537	3,827	4,114	4,514	研发费用	1,987	2,427	2,874	3,364
<b>非流动资产</b>	<b>46,941</b>	<b>49,737</b>	<b>52,708</b>	<b>55,125</b>	<b>财务费用</b>	<b>1,245</b>	<b>861</b>	<b>866</b>	<b>872</b>
长期股权投资	9,073	10,642	12,572	14,545	加:其他收益	499	643	712	771
固定资产及使用权资产	12,477	12,788	12,428	11,537	投资净收益	1,811	1,374	1,747	1,315
在建工程	2,914	3,442	4,040	4,807	公允价值变动	-206	0	0	0
无形资产	6,049	6,693	7,614	8,421	减值损失	-140	-41	-38	-45
商誉	11,239	11,204	11,341	11,341	资产处置收益	58	75	78	61
长期待摊费用	429	454	479	504	<b>营业利润</b>	<b>8,205</b>	<b>9,431</b>	<b>11,130</b>	<b>13,045</b>
其他非流动资产	4,760	4,513	4,234	3,969	营业外净收支	-62	-7	-26	-32
<b>资产总计</b>	<b>163,436</b>	<b>178,759</b>	<b>196,354</b>	<b>214,807</b>	<b>利润总额</b>	<b>8,144</b>	<b>9,424</b>	<b>11,104</b>	<b>13,013</b>
<b>流动负债</b>	<b>91,824</b>	<b>99,421</b>	<b>107,991</b>	<b>115,966</b>	减:所得税	1,869	2,127	2,495	2,949
短期借款及一年内到期的非流动负债	23,097	23,097	23,097	23,097	<b>净利润</b>	<b>6,275</b>	<b>7,297</b>	<b>8,609</b>	<b>10,064</b>
经营性应付款项	41,995	47,830	53,422	59,221	减:少数股东损益	1,181	1,317	1,626	1,870
合同负债	1,311	1,716	1,813	1,995	<b>归属母公司净利润</b>	<b>5,093</b>	<b>5,980</b>	<b>6,983</b>	<b>8,194</b>
其他流动负债	25,421	26,778	29,659	31,652					
非流动负债	12,545	12,975	13,390	13,805	每股收益-最新股本摊薄(元)	1.38	1.62	1.89	2.22
长期借款	7,158	7,258	7,358	7,458	EBIT	7,876	8,241	9,498	11,815
应付债券	0	30	45	60	EBITDA	10,195	10,597	12,150	14,817
租赁负债	1,434	1,734	2,034	2,334					
其他非流动负债	3,953	3,953	3,953	3,953					
<b>负债合计</b>	<b>104,369</b>	<b>112,396</b>	<b>121,381</b>	<b>129,770</b>	毛利率(%)	13.23	13.56	14.03	14.47
归属母公司股东权益	49,359	55,340	62,323	70,517	归母净利率(%)	2.36	2.46	2.55	2.68
少数股东权益	9,707	11,023	12,649	14,519					
<b>所有者权益合计</b>	<b>59,066</b>	<b>66,363</b>	<b>74,973</b>	<b>85,037</b>	收入增长率(%)	12.46	12.47	12.78	11.73
<b>负债和股东权益</b>	<b>163,436</b>	<b>178,759</b>	<b>196,354</b>	<b>214,807</b>	归母净利润增长率(%)	13.28	17.41	16.77	17.33

现金流量表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E	重要财务与估值指标	2021A	2022E	2023E	2024E
经营活动现金流	5,061	5,342	5,374	7,720	每股净资产(元)	17.37	19.47	21.93	24.81
投资活动现金流	-6,016	-3,751	-3,864	-4,119	最新发行在外股份 (百万股)	3,696	3,696	3,696	3,696
筹资活动现金流	1,566	-654	-684	-699	ROIC(%)	6.85	6.74	7.15	8.10
现金净增加额	561	937	827	2,902	ROE-摊薄(%)	10.32	10.81	11.21	11.62
折旧和摊销	2,318	2,356	2,652	3,002	资产负债率(%)	63.86	62.88	61.82	60.41
资本开支	-3,928	-3,547	-3,702	-3,465	P/E (现价&最新股本摊薄)	14.07	11.98	10.26	8.74
营运资本变动	-3,564	-5,061	-7,819	-6,754	P/B (现价)	1.12	1.00	0.88	0.78

数据来源:Wind,东吴证券研究所

### 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，本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。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。如引用、刊发、转载，需征得东吴证券研究所同意，并注明出处为东吴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

### 东吴证券投资评级标准：

#### 公司投资评级：

买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15%以上；

增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5%与 15%之间；

中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-5%与 5%之间；

减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-15%与-5%之间；

卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在-15%以下。

#### 行业投资评级：

增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于大盘 5%以上；

中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对大盘-5%与 5%；

减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于大盘 5%以上。

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>