

业绩稳步增长，定增落地布局中药大健康

投资要点

- **事件：**公司发布 2021 年年报和 2022 年一季报。2021 年实现营业收入 2158.2 亿元（+12.5%）；归母净利润 50.9 亿元（+13.3%）；扣非后归母净利润 40 亿元（+4.7%）。2022 年一季度实现营业收入 569 亿元（+10.3%）；归母净利润 12.5 亿元（-41%）；扣非后归母净利润 12.5 亿元（+3%）。
- **医药商业：深化网络布局，巩固全国进口药和创新药服务龙头地位。**医药商业实现收入 1907.3 亿元（+13.4%），贡献利润 25.1 亿元（+13.2%）。上半年公司成功新获武田、诺和诺德等供应商的多个重磅品种的进口总代资格。1) 进口药品方面，公司全年成功引入 18 个进口总代品种，成功签约贵州生诺 X842 新型抑酸项目、韩国 KoBioLabs 益生菌项目（KBL697 与 KBL693）、Phagelux 抗菌 ClyO 项目等多个 license-in 产品，与台湾顺天医药合作的急性脑卒中新药 I037 也进展如期。2) 进口疫苗代理方面，公司报告期内实现销售收入 43 亿元。目前二类疫苗销量受一定程度上的疫情防控影响，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。3) 互联网+：上药云健康完成 10.3 亿元 B 轮融资，2021 年营业收入实现超 50% 的大幅增长，实现近 50 单创新药新品首发和全国首单落地，占上市新特药首单的约 80%。镁信健康立足“互联网+医+药+险”生态模式，完成超 20 亿元 C 轮融资，新增惠民保险产品 46 款，新增服务保单数近 6000 万，被《中国银行保险报》评为 2021 年度中国保险业服务创新典型案例。4) 网络布局：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 2000 家。
- **医药工业：加快自研，转型科技创新驱动的研发型医药企业。**医药工业实现收入 251 亿元（+5.71%），毛利率 57.8%（其中 60 个重点品种销售收入 147.2 亿元，同比上升 9.3%，平均毛利率 71.4%）。1) 新冠疫苗方面：与康希诺开展合作，建成一座按照 GMP 要求设计的年产能 2 亿剂、从原液到制剂一体化的新冠疫苗工厂，开创了上药基建项目“速度之最”。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。2) 中药研发：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。3) 技术创新中心已开发 2 类新药项目共计 16 个，较 2020 年增加 12 项。上海循曜生物科技有限公司预计将有 1-2 个创新药项目进入临床阶段。四川大学华西医院第一批合作研发项目均正常推进，第二轮合作研发项目已有 5 个在前期评估或合作洽谈中。沈阳药科大学签约 1 个早期创新药项目。中国科学院分子细胞科学卓越创新中心签约 4 个早期创新药项目。儿童医学中心已拟在罕见病、儿童制剂、公司管线适应症拓展等方面进行合作。
- **国企改革深化，整合中医药优质产业资源，共同拓展大健康消费市场。**云南白药拥有“豹七三七”“云全 1 号”“千草堂”等中药产品知名品牌，在医美和

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：duxu@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)	36.96
流通 A 股(亿股)	19.24
52 周内股价区间(元)	16.41-28.64
总市值(亿元)	688.69
总资产(亿元)	1,820.23
每股净资产(元)	22.70

相关研究

1. 上海医药（601607）：业绩增长超预期，创新药研发进程加速（2021-09-08）

中药天然植物开发方面独具特色。上海医药的商业版图覆盖全国 24 个省市，中药资源丰富（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），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。双方的合作进一步促进上海医药加大研发投入力度，在关键技术环节、管线布局等方面实现突破性成果，最终形成包含创新药、改良型新药、高端仿制药等多层次、分阶段的新产品梯队，在疫苗、基因治疗、细胞治疗构建新的业务布局。混合所有制改革将从管理体制、激励机制上释放上海医药的活力，为其长期发展提供持续动力。

- **盈利预测与投资建议。**我们预计 2022-2024 年归母净利润分别为 58.1 亿元、65.1 亿元和 74.3 亿元，EPS 分别为 1.57 元、1.76 元和 2.01 元，对应 PE 分别为 13 倍、12 倍和 10 倍，维持“买入”评级。
- **风险提示：**行业政策波动风险；研发进展不及预期；疫情加剧风险。

指标/年度	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入（百万元）	215824.26	241228.83	269847.81	302130.45
增长率	12.46%	11.77%	11.86%	11.96%
归属母公司净利润（百万元）	5093.47	5811.62	6509.91	7430.06
增长率	13.28%	14.10%	12.02%	14.13%
每股收益 EPS（元）	1.38	1.57	1.76	2.01
净资产收益率 ROE	10.62%	10.96%	11.11%	11.43%
PE	15	13	12	10
PB	1.58	1.43	1.30	1.18

数据来源：Wind，西南证券



附表：财务预测与估值

利润表（百万元）	2021A	2022E	2023E	2024E	现金流量表（百万元）	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	215824.26	241228.83	269847.81	302130.45	净利润	6274.57	7159.26	8019.47	9152.99
营业成本	187281.15	208228.73	232932.63	260799.00	折旧与摊销	1685.36	1693.81	1738.81	1783.81
营业税金及附加	666.23	768.77	859.98	962.86	财务费用	1245.37	1440.07	1622.66	1633.25
销售费用	13318.03	15679.87	17540.11	19638.48	资产减值损失	-140.44	500.00	450.00	400.00
管理费用	5143.42	6030.72	6746.20	7553.26	经营营运资本变动	3590.55	-15915.41	-5081.10	-5414.07
财务费用	1245.37	1440.07	1622.66	1633.25	其他	-7594.09	676.04	-1937.42	-58.67
资产减值损失	-140.44	500.00	450.00	400.00	经营活动现金流净额	5061.33	-4446.23	4812.42	7497.31
投资收益	1811.39	300.00	300.00	300.00	资本支出	-2792.55	-1000.00	-1000.00	-1000.00
公允价值变动损益	-206.00	-43.71	-71.06	-84.43	其他	-3223.03	-117.20	-271.06	-284.43
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	-6015.58	-1117.20	-1271.06	-1284.43
营业利润	8205.49	8836.95	9925.19	11359.16	短期借款	2375.39	8992.34	1405.52	-749.38
其他非经营损益	-61.67	220.00	220.00	220.00	长期借款	5973.67	0.00	0.00	0.00
利润总额	8143.81	9056.95	10145.19	11579.16	股权融资	173.14	0.00	0.00	0.00
所得税	1869.25	1897.70	2125.72	2426.18	支付股利	-1250.52	-1018.69	-1162.32	-1301.98
净利润	6274.57	7159.26	8019.47	9152.99	其他	-5706.05	-677.72	-922.66	-933.25
少数股东损益	1181.10	1347.63	1509.56	1722.92	筹资活动现金流净额	1565.63	7295.93	-679.46	-2984.62
归属母公司股东净利润	5093.47	5811.62	6509.91	7430.06	现金流量净额	561.06	1732.50	2861.90	3228.26
资产负债表（百万元）	2021A	2022E	2023E	2024E	财务分析指标	2021A	2022E	2023E	2024E
货币资金	22390.39	24122.88	26984.78	30213.04	成长能力				
应收和预付款项	61844.41	69284.05	77816.52	86965.50	销售收入增长率	12.46%	11.77%	11.86%	11.96%
存货	27104.04	30313.61	35141.21	38787.07	营业利润增长率	14.21%	7.70%	12.31%	14.45%
其他流动资产	5155.60	1103.95	1234.92	1382.66	净利润增长率	11.94%	14.10%	12.02%	14.13%
长期股权投资	9073.28	9073.28	9073.28	9073.28	EBITDA 增长率	10.47%	7.49%	10.99%	11.21%
投资性房地产	213.32	213.32	213.32	213.32	获利能力				
固定资产和在建工程	13398.25	13570.20	13697.14	13779.09	毛利率	13.23%	13.68%	13.68%	13.68%
无形资产和开发支出	17547.63	16724.78	15901.94	15079.09	三费率	9.13%	9.60%	9.60%	9.54%
其他非流动资产	6708.60	7165.69	7622.77	8079.86	净利率	2.91%	2.97%	2.97%	3.03%
资产总计	163435.51	171571.76	187685.89	203572.93	ROE	10.62%	10.96%	11.11%	11.43%
短期借款	22514.57	31506.92	32912.44	32163.06	ROA	3.84%	4.17%	4.27%	4.50%
应付和预收款项	45121.10	50703.67	56637.31	63348.99	ROIC	10.23%	10.07%	9.88%	10.31%
长期借款	7157.75	7157.75	7157.75	7157.75	EBITDA/销售收入	5.16%	4.96%	4.92%	4.89%
其他负债	29575.87	16852.26	18770.08	20843.81	营运能力				
负债合计	104369.30	106220.59	115477.58	123513.61	总资产周转率	1.38	1.44	1.50	1.54
股本	2842.09	3695.72	3695.72	3695.72	固定资产周转率	20.58	22.82	25.17	27.91
资本公积	16070.72	15217.10	15217.10	15217.10	应收账款周转率	3.83	3.89	3.85	3.86
留存收益	30591.06	35383.99	40731.58	46859.66	存货周转率	7.00	6.98	7.00	7.00
归属母公司股东权益	49359.48	54296.80	59644.39	65772.47	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	108.13%	—	—	—
少数股东权益	9706.73	11054.36	12563.92	14286.84	资本结构				
股东权益合计	59066.21	65351.17	72208.31	80059.32	资产负债率	63.86%	61.91%	61.53%	60.67%
负债和股东权益合计	163435.51	171571.76	187685.89	203572.93	带息债务/总负债	28.43%	36.40%	34.70%	31.84%
					流动比率	1.27	1.34	1.39	1.45
					速动比率	0.97	1.02	1.04	1.09
					股利支付率	24.55%	17.53%	17.85%	17.52%
业绩和估值指标	2021A	2022E	2023E	2024E	每股指标				
EBITDA	11136.22	11970.84	13286.65	14776.22	每股收益	1.38	1.57	1.76	2.01
PE	15.28	13.39	11.96	10.47	每股净资产	13.36	14.69	16.14	17.80
PB	1.58	1.43	1.30	1.18	每股经营现金	1.37	-1.20	1.30	2.03
PS	0.36	0.32	0.29	0.26	每股股利	0.34	0.28	0.31	0.35
EV/EBITDA	5.46	7.14	6.28	5.35					
股息率	1.61%	1.31%	1.49%	1.67%					

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：北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 A 座 8 楼

邮编：100033

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

重庆

地址：重庆市江北区金沙门路 32 号西南证券总部大楼

邮编：400025

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	总经理助理 销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	崔露文	高级销售经理	15642960315	15642960315	clw@swsc.com.cn
	黄滢	高级销售经理	18818215593	18818215593	hying@swsc.com.cn
	王昕宇	高级销售经理	17751018376	17751018376	wangxy@swsc.com.cn
	陈燕	高级销售经理	18616232050	18616232050	chenyanyf@swsc.com.cn
	陈慧琳	销售经理	18523487775	18523487775	chhl@swsc.com.cn
	薛世宇	销售经理	18502146429	18502146429	xsy@swsc.com.cn
北京	李杨	销售总监	18601139362	18601139362	yfly@swsc.com.cn
	张岚	销售副总监	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	王兴	销售经理	13167383522	13167383522	wxing@swsc.com.cn
	来趣儿	销售经理	15609289380	15609289380	lqe@swsc.com.cn
	王一菲	销售经理	18040060359	18040060359	wyf @swsc.com.cn
	王宇飞	销售经理	18500981866	18500981866	wangyuf@swsc.com
广深	郑龔	广州销售负责人 销售经理	18825189744	18825189744	zhengyan@swsc.com.cn
	陈慧玲	销售经理	18500709330	18500709330	chl@swsc.com.cn
	杨新意	销售经理	17628609919	17628609919	yxy@swsc.com.cn
	张文锋	销售经理	13642639789	13642639789	zwf@swsc.com.cn
	龚之涵	销售经理	15808001926	15808001926	gongzh@swsc.com.cn