

医药组

上海医药(601607.SH) 增持(首次评级)

公司深度研究

市场价格(人民币): 18.02元

目标价格(人民币): 23.09元

市场数据(人民币)

总股本(亿股)	36.96
已上市流通A股(亿股)	19.25
流通港股(亿股)	9.19
总市值(亿元)	666.09
年内股价最高最低(元)	25.78/16.10
沪深300指数	3871
上证指数	3087
人民币(元)	成交金额(百万元)
24.85	6000
21.17	5000
17.49	4000
13.81	3000
211229	20329
220629	220929
■ 成交金额	—— 上海医药
—— 沪深300	

制药到流通的全产业链医药龙头，创新突破中

公司基本情况(人民币)

项目	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	191,909	215,824	233,541	257,208	285,576
营业收入增长率	2.86%	12.46%	8.21%	10.13%	11.03%
归母净利润(百万元)	4,496	5,093	5,646	6,302	7,314
归母净利润增长率	10.17%	13.28%	10.85%	11.63%	16.05%
摊薄每股收益(元)	1.582	1.792	1.527	1.705	1.979
每股经营性现金流净额	2.05	1.40	0.95	0.57	2.83
ROE(归属母公司)(摊薄)	9.91%	10.32%	8.39%	8.76%	9.43%
P/E	12.14	11.09	11.88	10.65	9.17
P/B	1.20	1.14	1.00	0.93	0.86

来源: 公司年报、国金证券研究所

投资逻辑

- 从制药到流通皆处头部的全产业链医药龙头。(1) 主营优化: 从营收角度, 公司商业与工业贡献比为 9:1; 从毛利角度, 二者各半; 因工业端持续高研发投入, 短期, 公司的净利润贡献六成来自商业, 而未来随着创新药占比的快速提升, 工业端将成为未来利润主力。(2) 龙头地位: 2022 年前三季度, 上海医药, 以 1746 亿元营收额, 位居全部 A 股 443 支医药医疗个股营收第一; 公司是中国最大的药品、疫苗剂医疗器械进口平台, 也是处方药新零售创新先行者。(3) 创新兑现元年将至: 近 6 年公司研发投入保持在 A 股药企前五, 研发投入从 2015 年的 6.2 亿元, 持续增至 2021 年的 25 亿元; 2023 年开始, 每年将有 1-2 个创新药大品种提交上市。
- 工业端, 成长蓄力强劲。(1) 短期: 公司已有 3 款自主研发新药, 53 项在研, 其中 6 项已处临床三期。高血压等管线将有 3 款创新药提交上市。(2) 中期: 公司百亿定增引入云南白药后, 上游将获提质增效, 下游将借鉴白药的气雾剂、创可贴、牙膏等产品在消费端成功经验, 更好开发上药拥有的 9 个核心品牌和八宝丹、六神丸等保密配方品种。(3) 远期: 公司是国内拥有罕见病批文量头部药企, 未来将以上药睿尔为平台加快罕见病药品开发与引入。我们预计, 公司工业端收入将随疫后修复、新药获批等提速增长; 2022/23/24 年工业板块收入 272/301/336 亿元, 同比增速 8.39%/10.56%/11.61%。
- 商业端, 平台协同与规模优势显著。公司是国内第二大全国性医药流通企业和最大的进口药平台, 覆盖超过 31 个省市的超过 3.2 万家医疗机构。基于传统分销业务, 依托“互联网+”商业平台, 公司融合线上解决方案和线下零售业务, 为患者提供药品购买、健康管理、药品支付等服务; 此外, 公司还为新特药提供零售、临床、供应链等覆盖全生命周期的服务。创新模式下, “上药云健康”平台将会作为流量中枢, 整合药企、医院、药房、患者资源, 未来有望带来可观收入增量。我们预计, 分销和零售 2022/23/24 年收入 2153/2368/2625 亿元, 同比增长 8.73%/10.26%/11.10%。

盈利预测与估值

- 我们预计, 公司 2022/23/24 年营收 2335/2572/2856 亿元, 同比增长 8.21%/10.13%/11.03%; 归母净利润 56.46/63.02/73.14 亿元, 同比增长 10.85%/11.63%/16.05%。通过计算可比公司 PE 对公司进行估值, 我们认为, 未来 6-12 个月, 公司的合理市值为 853 亿元, 对应未来 6-12 个月的目标价 23.09 元。给予“买入”评级。

风险提示

- 新药研发失败、商誉减值以及战略合作不及预期等风险。

赵海春 分析师 SAC 执业编号: S1130514100001
(8621)61038261
zhaohc@gjzq.com.cn

内容目录

创新驱动，国际化发展，制药与流通皆领先的世界五百强药企.....	4
制药全球 TOP 50、商业中国 TOP 2 的全产业链医药龙头.....	4
创新持续，产学研多合作、多角度持续创新.....	5
百亿定增落地，云南白药战略入股，发挥协同、优势互补.....	6
工业战略聚焦大产品，创新药、罕见病、化药、中药齐发展	7
特色中药新开发，携手“云南白药”发展中药大健康业务	7
布局全链条创新药项目孵化，以生物药开发为重点	12
立足高壁垒复杂制剂开发，仿制药抢速度、成本优势.....	16
数字化布局，转型成为创新型医药供应链全产业链覆盖服务商	16
全国头部分销平台，受益于行业扩张	16
依托“上药云健康”，打造一体化、全渠道覆盖专业药房体系	19
药险联动，镁信健康提供支付解决方案形成资金、支付、服务闭环.....	21
中国最大的进口疫苗代理商，布局上游研发与生产	23
盈利预测与投资建议.....	24
盈利预测	24
估值	25
风险提示	26

图表目录

图表 1：公司主业构成.....	4
图表 2：上海医药历年营收与毛利及其拆分变化趋势.....	5
图表 3：公司研发投入占比工业销售收入的 9.97%.....	5
图表 4：上海医药股权结构图.....	6
图表 5：定增后，公司资本结构改善.....	7
图表 6：公司拥有多个销售过亿中药品种	8
图表 7：公司拥有 7 家核心中药企业.....	9
图表 8：中医药行业增速维持在 10%左右	10
图表 9：利好中药板块发展政策频出	10
图表 10：云南白药可在影响力、资金、战略性资源上为公司带来收益	11
图表 11：OTC 渠道未来三年新增收入约 20 亿元（预测）	12
图表 12：研发管线	13
图表 13：管线储备日益丰富，稳步推向 3 期	14
图表 14：主要产品 2021 年销售额预测	15
图表 15：公司拥有 21 个在售罕见病药品	15
图表 16：改良型新药布局管线	16
图表 17：分销业务发展历程	17
图表 18：公司分销业务体量全国第三，增速维持 10%左右	18

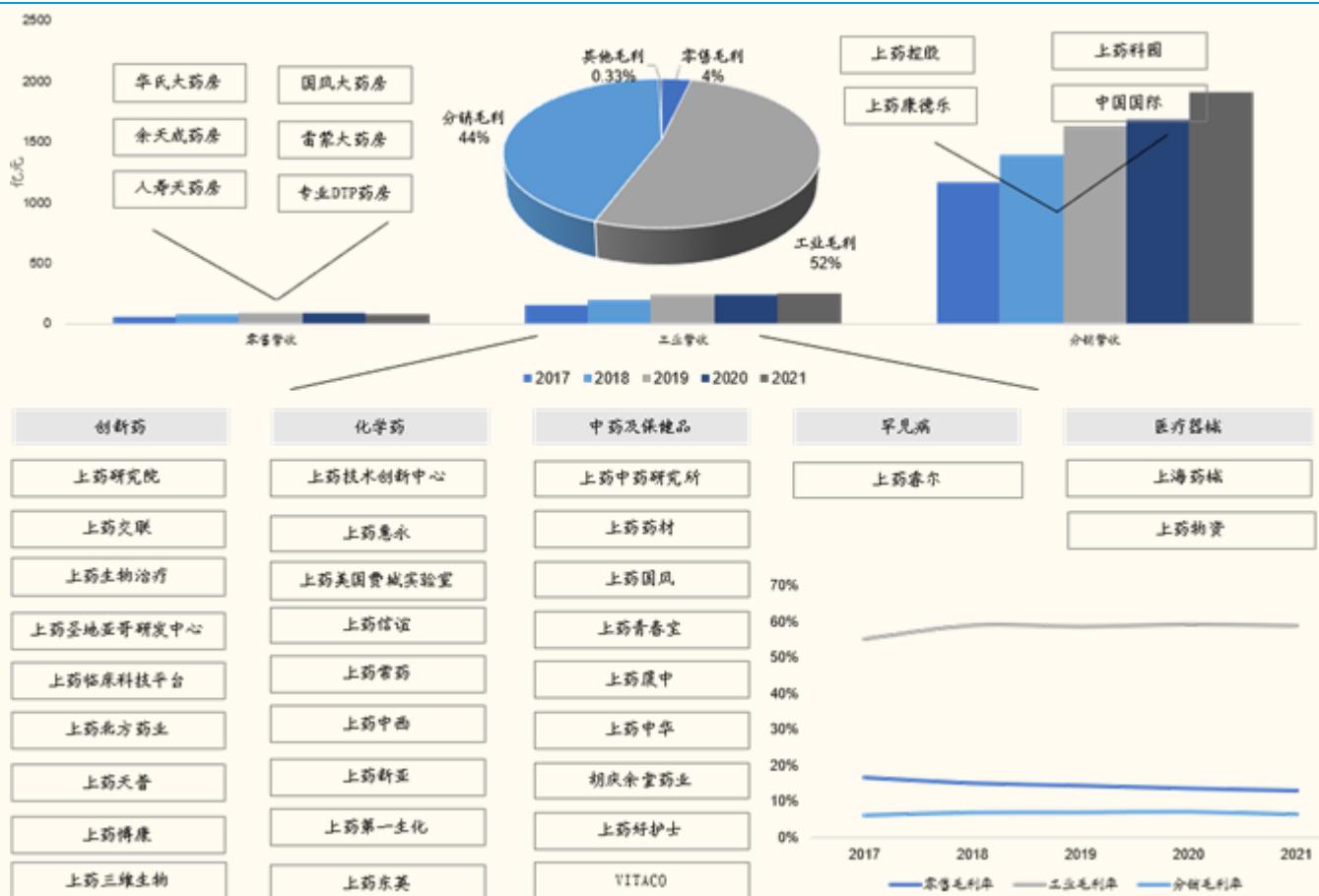
图表 19: 四家流通企业分销业务占比 (2021 年)	18
图表 20: 分销业务毛利处行业平均水平.....	18
图表 21: 2017-2021 年药品流通行业销售规模 (亿元) 及增速.....	19
图表 22: 公司的市场份额逐渐提高.....	19
图表 23: 中国医药流通行业竞争格局 (2021 年)	19
图表 24: 上药云健康“一体两翼”架构.....	20
图表 25: 电子处方平台集合处方、药品、患者数据于一体.....	21
图表 26: 镁信健康的特药解决方案.....	21
图表 27: PBM 模型连接药企、药房、保险.....	22
图表 28: 中国健康险占比仅为 18%(2020 年)	23
图表 29: 美国健康险占比 79% (2020 年)	23
图表 30: 公司疫苗板块全产业链布局	23
图表 31: 进口疫苗受疫情影响分销额有所下降	24
图表 32: 代理疫苗销售额.....	24
图表 33: 2022-2024 年盈利预测 (亿元)	25
图表 34: PE 估值法	25
图表 35: 2016-2022 年商誉变动情况.....	26

创新驱动，国际化发展，制药与流通皆领先的世界五百强药企

制药全球 TOP 50、商业中国 TOP 2 的全产业链医药龙头

- 上海医药成立于 1994 年，是国有大型医药产业集团，在沪港两地上市。公司连续 3 年登上《财富》世界 500 强排行榜。根据 Evaluate Pharma 以营收值所做的排名，公司位列全球制药企业 50 强中的第 41 位。根据商务部数据，公司是中国医药流通业务规模第 2 大的企业。
- 规模龙头；2022 年前三季度，上海医药，以 1746 亿元营收额，位居全部 A 股 443 支医药医疗个股营收第一；公司是中国最大的药品、疫苗剂医疗器械进口平台，也是处方药新零售创新先行者。

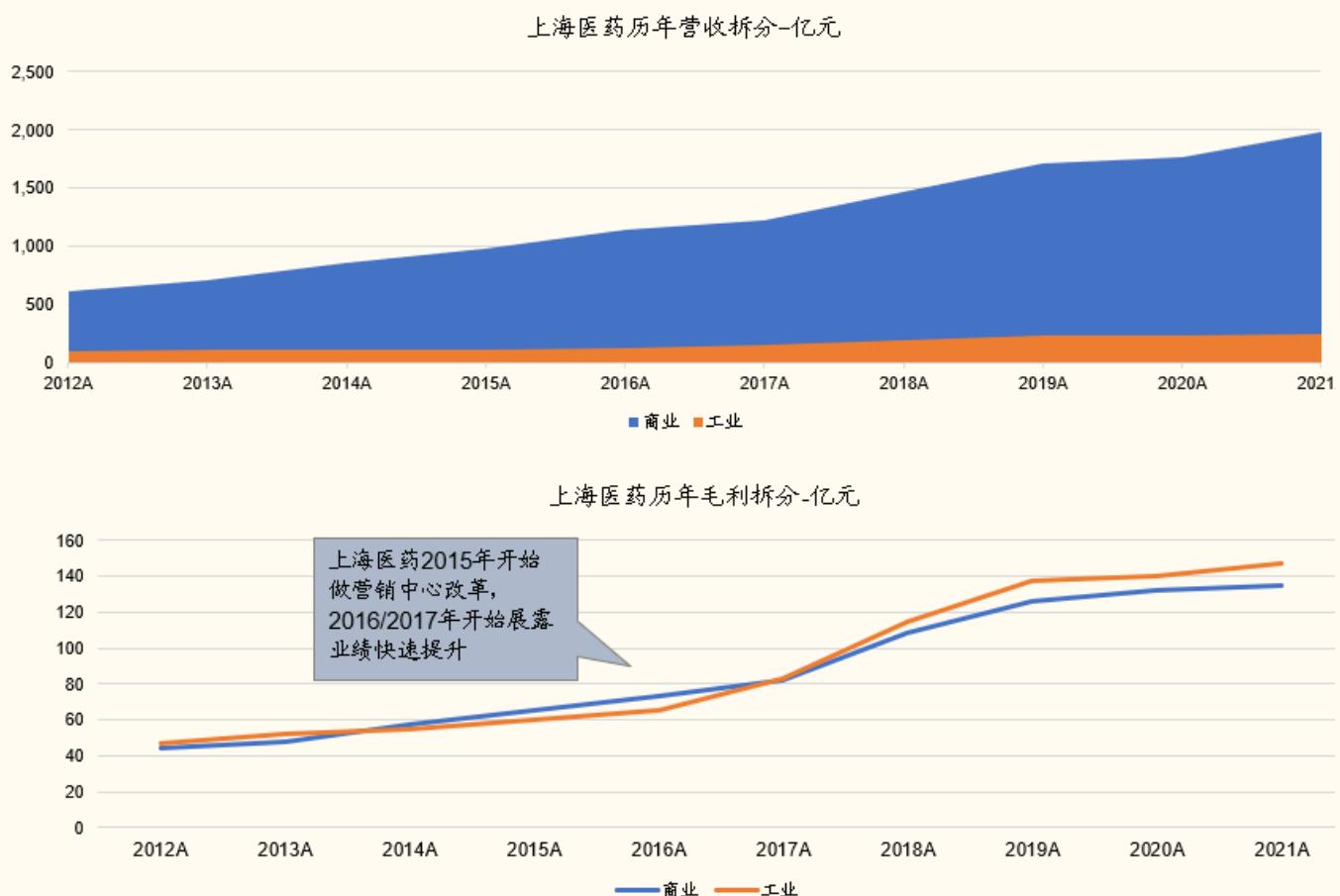
图表 1：公司主业构成



来源：公司官网，Wind，国金证券研究所

- 创新驱动，盈利重心转移中，制药端将成未来利润主力。2021 年，公司营收 2158 亿元，归母净利润 51 亿元；收入主要由医药商业与工业构成。从营收角度，商业与工业贡献比为 9:1；从毛利角度，二者各半；因工业端持续增长的较高研发投入，短期，公司的净利润贡献六成来自商业，而未来随着创新药占比的快速提升，工业端将成为未来利润主力。

图表 2：上海医药历年营收与毛利及其拆分变化趋势

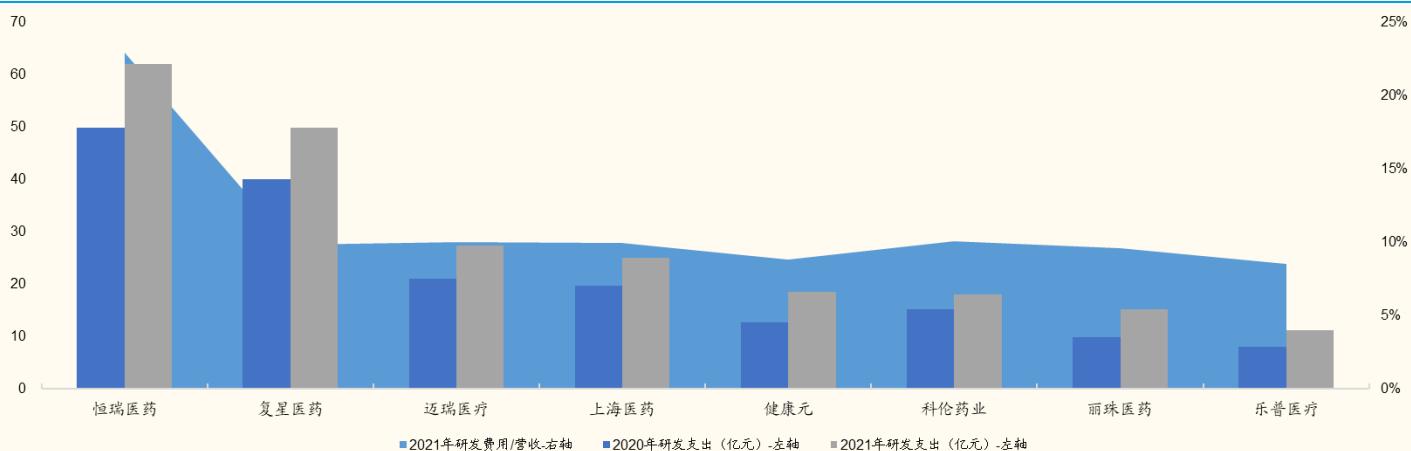


来源：Wind，公司公告，国金证券研究所

创新持续，产学研多合作、多角度持续创新

- 研发投入逐年加码，支出处同行业领先水平。2021 年公司研发投入 25.03 亿元，同比增加 26.94%，占比工业销售收入的 9.97%；公司研发支出在 A 股药企中排名第五。2022 年上半年研发投入 9.68 亿元，占比工业收入 7.41%。

图表 3：公司研发投入占比工业销售收入的 9.97%



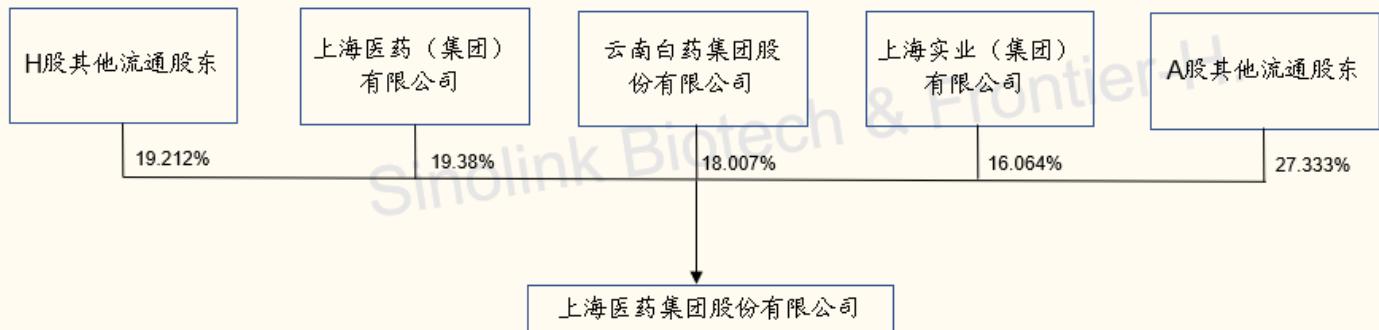
来源：Wind，国金证券研究所 注：上药由研发费用/工业端收入占比得出

- 公司研发人员学硕士及以上学历过半。根据 2021 年公司披露的研发人员情况，博士占比达到 8%，硕士研究生占比达 47%，本科占比达 45%。
- 研发各环节寻知名高校、知名企业合作共创，通过自主研发+对外合作的方式，孵化完整创新产业链，构筑特色“创新生态圈”。公司在上海市生物医药产业基金等资本的支持下，在创新药开发的研发、中试、临床、产业化等关键步骤与名校、名企共同孵化。
- 利用资本优势，建立建全产业化平台。公司在 2021 年投资约 80 亿元建立上药生物医药产业基地；基地主要聚焦治疗性抗体、细胞治疗、微生态、基因治疗等领域，目标为打造集“新的研发中心、创新孵化平台、中试及产业化平台”三大功能为一体的国内领先的生物医药产业基地。
- 携手顶尖医疗资源，突破医学难题。公司与 BIOCOPA 的合资公司将在肿瘤和免疫领域引入 3 个生物类似药，3 个创新生物药，并且合资公司作为 BIOCOPA 在大中华区的唯一平台，未来将持续引入前沿生物医药产品和生物技术。公司还在美国圣地亚哥设立研究中心，对新一代溶瘤病毒以及和现有抗肿瘤产品具备协同性的抗体项目进行商洽。公司携手清华大学，华西医院，共建华西国家精准医学产业创新中心，重点突破细胞治疗、靶向治疗药物筛选关键技术等 6 项“卡脖子”关键核心技术。
- 结合平台优势，扩大临床试验优势。公司以“上药云健康益药”平台为基础，发展 CTS 平台（新药临床多环节供应链及数据服务），拓展临床药械供应服务体系与临床患者招募。上药与瑞金国家转化医学中心，华西临床试验公司进行合作，将为公司在肿瘤、代谢疾病、心脑血管疾病以及临床试验等方面带来优势。

百亿定增落地，云南白药战略入股，发挥协同、优势互补

- 战略投资者云南白药入股参与治理，股权结构优化。2022 年 4 月，公司以 16.39 元/股的价格向上海潭东、云南白药发行 8.53 亿股；共募集资金 139.32 亿元。上海潭东是公司控股股东上海上实的全资子公司，此次发行完成后，云南白药成为公司第二大股东，持股比例为 18.01%，上海医药（集团）有限公司持股比例变为 19.39%。定增完成后，云南白药将拥有公司 2 个董事会席位，深度参与公司的治理与运营。

图表 4：上海医药股权结构图



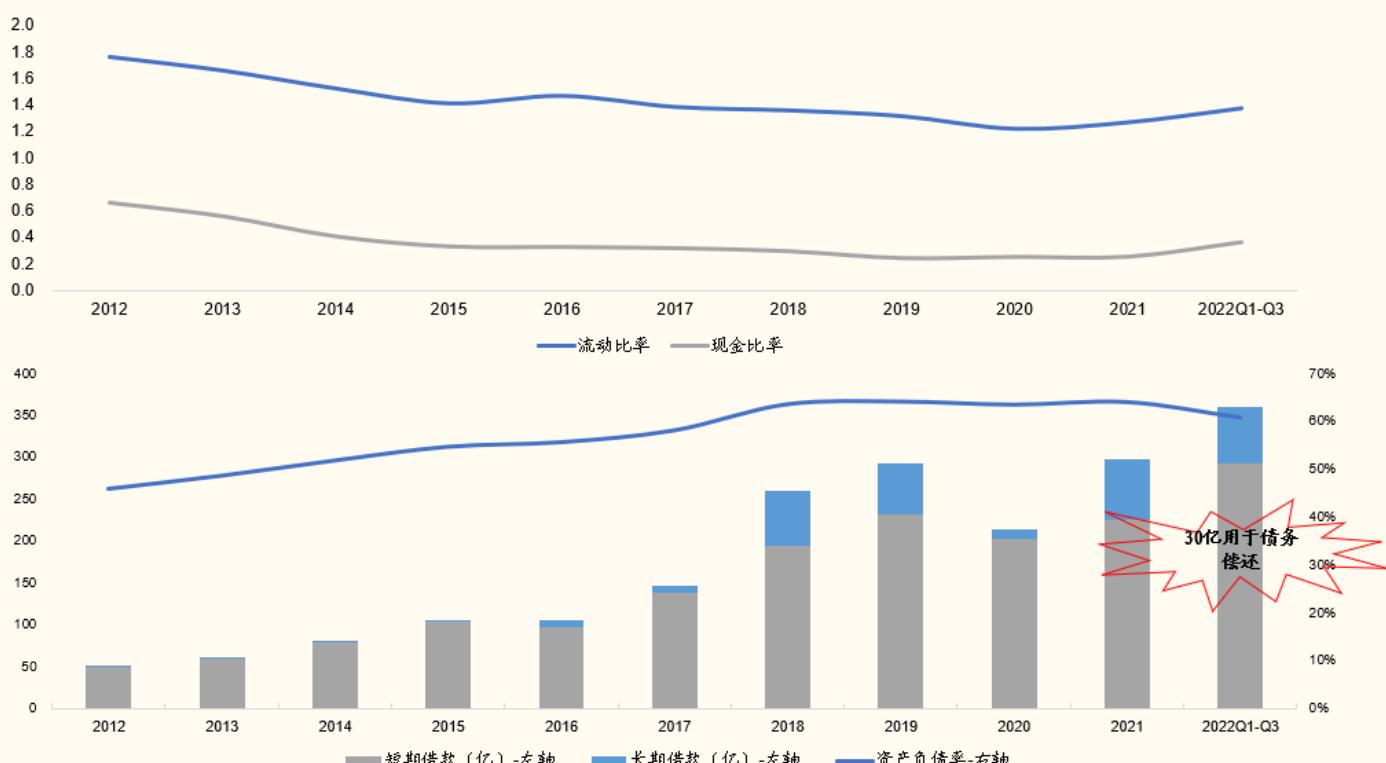
来源：Wind，公司公告，国金证券研究所

- 互相协同三方面：OTC 渠道、中药材开发、商业渠道。（1）云南白药拥有覆盖到终端的、布局完善的中药及大健康产品销售团队，已经形成较为成熟的品牌建设和 OTC 渠道资源搭建。公司旗下拥有 100 多个 OTC 产品以及 9 个中药核心品牌，可依托云南白药 OTC 渠道优势，推动 OTC 端产品增长。（2）进一步丰富上游中药材资源储备。云南白药在云南省内拥有十余个种植基地，公司的中医药业务覆盖从种植、中

药饮片到中成药的全产业链，公司在中药资源方面可产生协同。(3)二者商业业务互补发展。云南白药商业业务在云南省排名第二，拥有丰富的云南省客户资源。公司可加速引入创新医疗器械、新零售、商保服务等，进一步扩大在云南的医疗商业业务规模。

- 三十亿现金偿债，资本结构改善。公司今年加大资本开支，研发投入、运营资金需求不断增长，公司资产负债率维持高位。2021年，公司资产负债率为63.86%，短期借款225亿元；根据定增资金使用计划，30亿元用于偿还公司债务，剩余部分用于补充运营资金；根据2022年三季报数据，定增发行后，公司资产负债率下降至60.63%。流动性改善，公司流动比率由2021年的1.27增长至1.37；现金比率由0.26增长至0.37。

图表5：定增后，公司资本结构改善



来源：Wind，公司公告，国金证券研究所

工业战略聚焦大产品，创新药、罕见病、化药、中药齐发展

特色中药新开发，携手“云南白药”发展中药大健康业务

- 依托上海医药中药研究所，打造中药大品种。公司目前旗下拥有7家中药重点企业、9个广受认可的核心品牌以及八宝丹、六神丸等多项保密配方和胃复春等独家品种，14个产品销售过亿；2021年中药销售规模超74.6亿元，约占比工业收入的30%。

图表 6：公司拥有多个销售过亿中药品种

药物名称	公司名称	适应病症	规格	参考单价	是否独家	药物名称	公司名称	适应病症	规格	参考价格(元)	是否独家
瘀血痹	上药好护士	瘀血阻络所致的痹证，症见肌肉关节剧痛，痛处拒按，固定不移，可有硬节或瘀斑	10g	5.83	否	麝香保心丸	上海和黄药业	冠心病，心绞痛、心肌梗死	22.5mg/丸	0.71	是
冠心宁片	正大青春宝	用于胸痹或心脉瘀阻所致之胸闷、心痛、气促、心悸等	0.38g	7.63	否	瓜蒌皮注射液	上药第一生化药业	用于痰浊阻络之冠心病，稳定型心绞痛	4ml	124.38	是
丹参片	上海雷允上药业	用于瘀血阻滞所致的胸痹，症见胸部疼痛、痛处固定、舌质紫暗；冠心病心绞痛见上述证候者	-	0.18	否	新癀片	上药厦中	热毒瘀血所致的咽喉肿痛、牙痛、痈疮、胁痛、黄疸、无名肿毒等症	0.32g	0.54	是
乳癖消	上药好护士	用于气滞血瘀所致乳腺，乳腺小叶增生，卵巢囊肿，子宫肌瘤	0.34g/片	0.25	否	胃复春片	胡庆余堂药业	主治胃癌癌前病变及胃癌手术后辅助治疗	0.36g	0.35	是
银杏酮酯	上药杏灵	用于血瘀型胸痹（冠心病心绞痛）及血瘀型轻度脑动脉硬化引起的眩晕	0.2g	2.52	否	养心氏片	上药国风	用于气虚血瘀型冠心病、心绞痛、心肌梗塞及合并高血脂、高血糖	0.6g	0.81	是
参麦注射液	正大青春宝	冠心病、病毒性心肌炎、慢性肺心病、粒细胞减少症	100ml	114.19	否	八宝丹	上药厦中	湿热蕴结所致发热，黄疸，小便黄赤，恶心呕吐，纳呆，胁痛腹胀，舌苔黄腻或厚腻干白	0.3g	11.32	是
尪痹片	上药好护士	关节疼痛，局部肿大、僵硬畸形，屈伸不利，腰膝酸软，畏寒乏力；类风湿性关节	0.5g	0.72	否						

来源：医药魔方，国金证券研究所

图表 7：公司拥有 7 家核心中药企业

中药企业	中药企业	代表品牌
上药药材	成立于1955年，涵盖中药材种植、中药饮片、中成药、中药保健品的制造和分销，是沪上首家溯源中药饮片备案企业。	 
正大青春宝	前身原为胡庆余堂的制胶车间，现依托于先进设备，是一家集科研、生产、经营一体化的综合性大型制药企业	
上药厦中	前身厦门中药厂是由具有近400年历史的厦门正和号药铺、怀德居药铺、寿生堂、高峰药房、一贴灵等老字号药铺于1965年合并而成；是一家从事中药消炎止痛领域研发、生产和销售的企业	
胡庆余堂药业	全国知名的老字号中药药企，于1874年（清同治十三年）成立，是我国现存历史悠久的传统中药企业之一，享有“江南药王”盛誉。	
上药好护士	前身为自厚生中药房，“自厚生”是光绪28年（1902年）著名老字号中药堂，历经四代传承，至今已有近百年的中药制药历史。	
上药国风	青岛国风药业股份有限公司成立于1956年，从事现代中成药、化学药物、海洋药物的研发、生产和销售。	
上海和黄药业	前身原上海中药制药一厂，由沪上四家百年药店雷允上、胡庆余、童涵春、蔡同德于1958年合并而成。	

来源：公司官网，国金证券研究所

- 六神丸、麝香保心丸、八宝丹为国家中药保密配方。其中麝香保心丸在 2021 年发表了循证研究成果，成为中国首个以心脑血管事件为主要研究终点的中医药临床研究；研究结果表明，对比安慰剂组，麝香保心丸组在心血管死亡、非致死性心肌梗死和非致死性卒中发生率降低 26.9%，同时显著降低心绞痛发病频率，缓解患者症状，安全性高；此临床为麝香保心丸疗效提供了真正意义上的数据支持。
- 中医药行业受益于国家政策推动，行业规模稳步增长。根据《2021 年中国中医药行业创新发展简报》显示，2022 年我国中医药市场规模有望达到 3.49 万亿，2020-2025 年间 CAGR 为 11.21%。

图表 8：中医药行业增速维持在 10% 左右



来源：2021 年中国中医药行业创新发展简报，国金证券研究所

- 从设计到执行，政策推动中药行业多元化加速发展。自 2019 年以来，中国不断出台政策文件指导中药行业发展，例如 2019 年国务院印发《关于促进中医药传承创新发展的意见》，为中医药行业发展指明方向；2021 年印发《关于加快中医药特色发展若干政策措施的通知》，对各部门进行统筹将中药发展落到实处。

图表 9：利好中药板块发展政策频出

颁布时间	政策名称	主要内容
2019年10月	《关于促进中医药传承创新发展的意见》	坚持中西医并重、打造中医药和西医药相互补充协调发展的中国特色卫生健康发展模式，发挥中医药原创优势、推动我国生命科学实现创新突破，弘扬中华优秀传统文化、增强民族自信和文化自信，促进文明互鉴和民心相通、推动构建人类命运共同体具有重要意义。
2020年5月	《中医病案质量控制中心建设与管理指南(试行)》	建立省级中医病案质控中心，负责对省内各级各类中医医院(含中西医结合医院、民族医医院、中医专科医院，下同)、综合医院和专科医院、社区卫生服务中心、乡镇卫生院等机构中医病案的质量进行管理与控制。逐步建立中医病案质控网络，实现辖区内中医病案质控管理全覆盖，持续提升中医病案质量。
2021年1月	于加快中医药特色发展的若干政策措	夯实中医药人才基础，提高中药产业发展活力，增强中医药发展动力，完善中西医结合制度，实施中医药发展重大工程，提高中医药发展效益，营造中医药发展良好环境，
2021年6月	《关于进一步加强综合医院中医药工作推动中西医协同发展的意见》	进一步提高认识，加强组织领导完善相关制度，进一步加强综合医院中医临床科室建设，创新中西医协作医疗模式，加强医疗质量管理，加强中医药队伍建设
2022年3月	《“十四五”中医药发展规划》	建设优质高效中医药服务体系，提升中医药健康服务能力，建设高素质中医药人才队伍，建设高水平中医药传承保护与科技创新体系，推动中药产业高质量发展，发展中医药健康服务业，推动中医药文化繁荣发展，加快中医药开放发展，深化中医药领域改革，强化中医药发展支撑保障

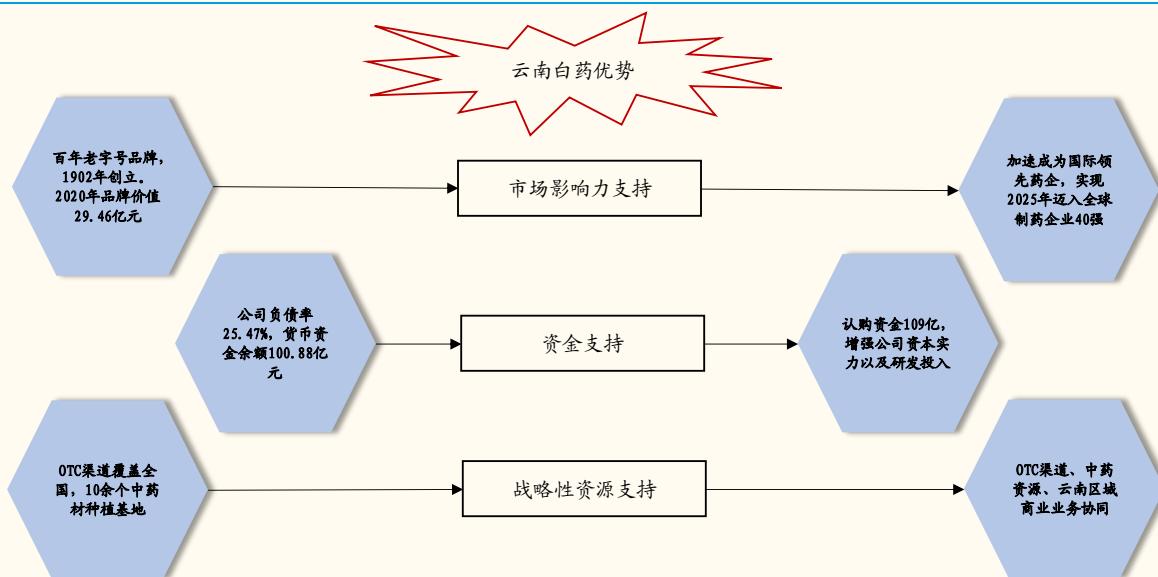
来源：各相关部门官网，国金证券研究所

- 根据中药产品属性，中药产品可分为处方药、OTC 药品以及中药保健品。
- 中药处方药原因为中药处方药缺乏统一标准，不同医生之间处方有差异，因而中药处方药近十年来发展较慢。自 2019 年，国家发布基药“986”、“1+X”等政策要求，弱化了中药基药品种进院门槛，在《“十四五”中医药发展规划》中要求完善中药价格和医保制度，为中药在全国市场拓展提供政策支持，还要求完善中药注册管理机制，此项措施将加速中药名方入载以及中药处方药的标准化，从国家层面对药方进行统一，有利于中药处方药大范围推广。
- OTC 中药在院外销售可及性高，处稳定增长态势。区别于中药处方药的非标准化以及进院困难，OTC 中药销售范围广，群众接受度高，同时具有药性温和、方便服用、安全性高的特点。根据米内网统计，

2013-2020 年间，实体药店中中成药销售额 CAGR 达到 7.52%，总体增长较为稳定。

- 中药保健品在中国老龄化的背景下亦将迎来发展机遇。根据华经产业研究院的数据，2012-2021 年我国保健品行业市场规模保持正增长，从 2012 年的 1435 亿元增长至 2021 年的 3289 亿元，其中传统中药保健品市场份额占比超过一半。随着中国老龄化趋势加剧，以及人们健康意识逐渐提高，我们认为中药保健品将愈发受到青睐。
- 公司在中药板块产品储备充足，在政策催化下，我们预计将会有数十亿的收入增量。公司除了有正在生产的 100 多个 OTC 产品外，还有超 600 多个 OTC 产品储备。在中药市场不断向好的背景下，公司通过对大品种进行二次开发，目标打造 6 个 5-8 亿元大品种，预计将会带来 30-40 亿收入增量。
- 战略股东云南白药可为公司丰富 OTC 渠道以及上游原材料资源，二者合作为双方带来可持续的长期收益。

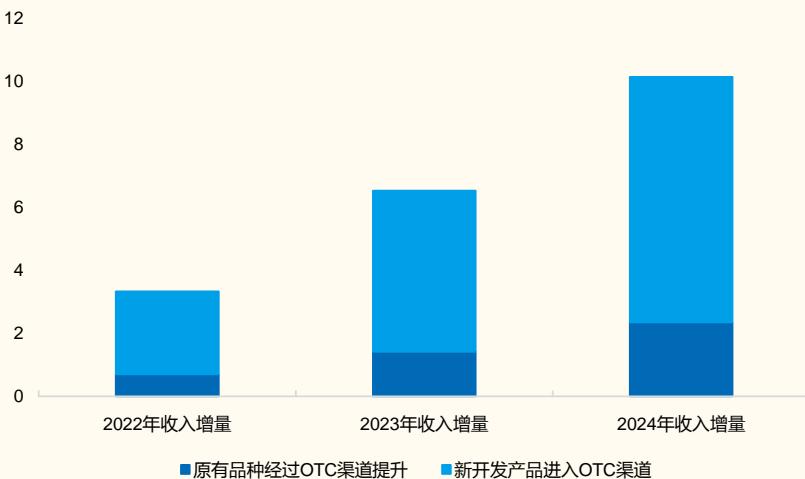
图表 10：云南白药可在影响力、资金、战略性资源上为公司带来收益



来源：公司公告，国金证券研究所

- 渠道资源方面，云南白药在全国拥有完善的 OTC 渠道，营销网络覆盖全国 32 个省份，线下 6.4 万家单体药店以及 40 万家诊疗机构；线上渠道与阿里，京东，拼多多等主要电商均开展合作。基于云南白药自身的 OTC 渠道，其包括气雾剂、创可贴、牙膏产品均在同类产品中市占率第一。对公司来说，超半数 OTC 产品收入来自于中药 OTC 产品，借助云南白药现有的 OTC 渠道，可拓展包括六神丸、八宝丹等约 20 种品种的市场渠道，带来新的销售增量，进一步提高产品品牌力。根据公司提供给交易所的回复函可知，预计未来三年可为公司带来近 20 亿元的新增收入，新增毛利 13 亿元。

图表 11: OTC 渠道未来三年新增收入约 20 亿元 (预测)



来源：公司公告，国金证券研究所

- 原料资源方面，云南白药在中药种植领域拥有丰富的选育，种植以及开发经验，且中药资源广泛，经过多年实践与积累，在云南省内布局 10 个种植基地，重点品种三七市场占有率达 20%，三七总皂苷市场占有率第一。在此基础上，公司可与云南白药在供应价格，质量稳定以及产品收率等方面深化合作，实现成本效益协同。此外，该合作将一定程度上减缓因极端天气等因素造成的上游原材料产品价格剧烈波动所带来的成本上升，以及产品质量不稳定造成的产品质量问题，平滑市场风险。以三七为例，三七是公司的重要原材料，2021 年的采购量为 200 吨，根据公司的回复函，目前三七市场价格维持在 120 元/千克左右，公司预计 2022-2024 年市价将上涨至 250-300 元/千克。在与云南白药合作后，云南白药可为公司提供稳定的三七产品，平滑周期性价格波动，按照未来两年公司对三七 700-800 吨的需求进行测算，假设每千克节省 150 元，预计公司在三七单一品种综合收益达 1-1.2 亿元。公司目前已实现中医药业务从种植、中药饮片到中成药全产业链覆盖，且拥有 8 个道地药材种植基地，此次合作还将为公司带来种植技术，溯源体系，质控体系等多维度提升，在国家对中药可溯源，原材料高标准的背景下，充分建立产品护城河。
- 商业资源方面，云南白药在云南区域已建立成熟的客户资源，公司可借助云南区域的客户资源，以医院 SPD（医院院内供应链服务）合作模式，将器械、疫苗等产品在云南区域进行销售。根据公司回复函中的测算，预计未来三年在云南将会带来 10 亿左右的新增收入，毛利润贡献超 6000 万。

布局全链条创新药项目孵化，以生物药开发为重点

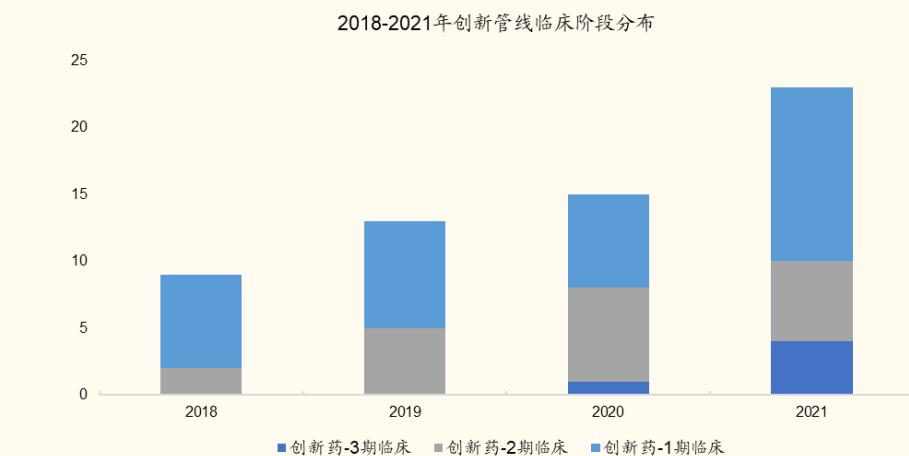
- 创新持续加码，随着候选产品不断进入临床，管线日益丰富。公司通过“自主研发+对外合作”的方式快速扩充产品管线，根据 2022 年半年报，公司一共有 34 个创新药进入临床阶段，其中 6 项处于关键性研究或临床 III 期；涉及心血管、消化代谢、肿瘤、感染、神经、自免、呼吸七大领域。

图表 12：研发管线

治疗领域	药品名称/代号	适应症	中国临床进展				研发方式 自研/引进
			临床前	临床Ⅰ期	临床Ⅱ期	临床Ⅲ期	
心血管	I001	原发性轻、中度高血压					自研
消化代谢	X842	反流性食管炎					引进
肿瘤	BCD-100	宫颈癌					引进
肿瘤	BCD-100	非小细胞肺癌					引进
感染	百纳培南	抗感染					引进
精神神经	SRD4610	肌萎缩侧索硬化症					引进
感染	I008-A	艾滋慢性异常免疫激活					自研
肿瘤	B013	乳腺癌					自研
自身免疫	I008	类风关					自研
消化代谢	I001-A	糖尿病肾病					自研
肿瘤	I036	尤文氏肉瘤					
肿瘤	B003	乳腺癌					自研
肿瘤	I022	晚期实体瘤/脂肪肉瘤					自研
心血管	注射用丹酚酸A	冠心病心绞痛					
精神神经	I037	急性缺血性脑卒中					引进
肿瘤	B001	非霍奇金淋巴瘤					自研
肿瘤	I020	晚期实体瘤					自研
肿瘤	I022-K	晚期实体瘤					自研
肿瘤	I025-A	HER2 阳性晚期乳腺癌					自研
自身免疫	B001-C	视神经脊髓炎					自研
肿瘤	B006	渐变性大细胞淋巴瘤（PTCL），霍奇金淋巴瘤					自研
肿瘤	B007	非霍奇金淋巴瘤					自研
肿瘤	B015	晚期实体瘤					引进
肿瘤	I010	非小细胞肺癌					自研
肿瘤	B002	乳腺癌					自研
自身免疫	BCD-085	强直性关节炎					引进

来源：公司公告，国金证券研究所

图表 13：管线储备日益丰富，稳步推向 3 期



来源：公司公告，国金证券研究所

- I001 片是新一代口服非肽类小分子肾素抑制剂，现正在开展高血压、糖尿病肾病、炎症性肠炎的临床研究。(1) 针对高血压的三期临床已经完成第一阶段的试验和数据清理，第二阶段已经启动中心 35 家，受试者入组 269 例。根据中国疾病预防控制中心数据，我国大约有 2.45 亿高血压患者，且发病率还继续呈现上升趋势。(2) 针对糖尿病肾病的二期临床已于 2021 年 7 月 30 日在中国获批。根据国际糖尿病联盟发布的 2021 年全球糖尿病地图显示，中国是成人糖尿病最多的国家，2021 年中国糖尿病患者人数高达 1.4 亿例。糖尿病肾病是糖尿病常见并发症，根据上海市中西医结合医院肾病科医生数据，1 型糖尿病肾病的发病率为 40%-50%，2 型糖尿病患者为 20%-30%。(3) 针对炎症性肠炎正在美国进行二期临床，中国 IND 已经获批。
- X842 为新一代钾离子竞争性酸阻断剂（P-CAB）口服药，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、疗效无个体差异、不良反应少等优点。该项目于 2021 年 10 月从贵州生诺生物科技有限公司引进，目前针对反流性食管炎的中国 III 期临床试验在正常推进中。根据中华医学会数据，中国胃食管反流病患者人数高达 1.65 亿，其中约 10% 的患者可能进展为胃食管反流炎。
- BCD-100 来源于转基因 CHO-S/aPD-1 细胞系，是国际上第一款具有 Fc 沉默“LALA”突变的 IgG1 抗 PD-1 单抗，一定程度上降低了可能的副作用。2020 年 4 月，BCD-100（商品名为 Forteca）已在俄罗斯批准上市，用于治疗无法手术切除或转移性黑色素瘤。目前在国内 BCD-100 对于宫颈癌和非小细胞肺癌的适应症均处于临床三期阶段。
- 多个重磅药品销售过十亿，三款创新产品成功上市。根据公司年报披露销售量预测，产品注射用硫酸多黏菌素 B、硫酸羟氯喹片销售在 2021 年销售过 10 亿元，注射用乌司他丁销售额接近 10 亿元。此外，公司已有 3 款 1 类新药上市（安柯瑞、凯力康、培菲康），根据 PDB 数据显示，2021 年安柯瑞销售 5000 万，凯力康销售 1.4 亿元，培菲康销售 1.17 亿元。

图表 14：主要产品 2021 年销售额预测

主要产品	单位	销售量	销售量比上年增减 (%)	参考价格(元)	销售额(亿元)
注射用硫酸多黏菌素 B	万支 (50 万 U/支)	61	60.53	2303.00	14.05
硫酸羟氯喹片	万盒 (100mg*14/盒)	4949	2.44	25.62	12.68
注射用乌司他丁	万瓶 (10 万 U/瓶)	952	16.10	103.87	9.89
瓜蒌皮注射液	万支	666	49.89	124.38	8.28
多糖铁复合物胶囊	万粒	23660	17.96	2.83	6.70

来源：公司公告，医药魔方，国金证券研究所

- 依托上药睿尔，罕见病药品批文全国第一。公司目前拥有 21 个治疗罕见病的品种，涉及 34 个罕见病种；此外，公司还有 15 项罕见病在研项目，涉及肿瘤、运动神经元、内分泌、心血管、代谢等多个罕见病门类。

图表 15：公司拥有 21 个在售罕见病药品

产品	适应症
溴吡斯的明片	全身型重症肌无力
格列本脲片	新生儿糖尿病
氨甲环酸片	遗传性血管性水肿
盐酸金刚烷胺片	帕金森病（青年型、早发型）
氨甲环酸注射液	遗传性血管性水肿
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
多巴丝肼胶囊	亨廷顿病
醋酸泼尼松龙片	全身型重症肌无力、进行性肌营养不良
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
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
青霉胺片	肝豆状核变性
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
注射用促皮质素	婴儿严重肌阵挛性癫痫 (Dravet 综合征)
鞣酸加压素注射液	朗格汉斯细胞组织细胞增生症
注射用氨曲南	肺囊肿性纤维化
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
二巯丁二酸胶囊	肝豆状核变性
氟西汀	先天性肌无力综合征
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
盐酸麻黄碱	先天性肌无力综合征
瑞舒伐他汀钙片	纯合子家族性高胆固醇血症

来源：公司公告，国金证券研究所

- 全球共约有 3.5 亿名罕见病患者，中国罕见病患者人数超 2000 万。罕见病的患病率通常低于 1/2000，由于医生对罕见病的认知度、临床经验缺乏，罕见病的确诊更加困难，药物研发也相对落后。全球已知的罕见病约有 7000 多种，但仅有不到 5% 存在有效的治疗方法，存在很大的临床未满足需求；中国《第一批罕见病目录》中纳入了 121 种罕见病，约 40% 无有效药物。根据波士顿咨询预测，到 2030 年，罕见病市场预期能达到 600-900 亿元。
- 政策支持，促进罕见病药物发展。我国对罕见病药物开发及上市都有相应的支持政策；2019 年我国出台了《关于罕见病药品增值税政策的通知》，罕见病药品可享受税收优惠；新版本《药品注册管理办法》中明确指出将有明显临床价值的罕见病创新药和改良型新药纳入优先审评审批程序；临床方面，国家药监局对于部分符合条件境外上市的罕

见病药品，可以部分甚至全部豁免国内临床试验，可提交境外临床试验数据进行申报，减少新药临床开发的时间。

立足高壁垒复杂制剂开发，仿制药抢速度、成本优势

- 以上海医药技术创新中心为核心平台，开发高端制剂仿制药。上海医药技术创新中心是公司的全资子公司，从事改良型新药和高端仿制药的技术开发，已经形成吸入、口溶膜、缓控释、复杂制剂和原料药 5 大技术创新平台，拥有超 100 个新品开发项目，改良型新药占比超过 10%。
- 重磅原研专利到期为仿制药发展带来机遇，尤其是高端仿制药有更高的技术壁垒，竞争格局好于一般仿制药。抢先仿制的策略一般需提前 6-10 年布局研发，待原研到期后第一时间上市，在竞争变激烈之前拥有较高的议价能力，因此速度非常重要。此外，同时生产原料药和制剂的公司在成本端控制能力更强，上海医药技术创新中心的复杂制剂和原料药平台间可以产生协同。

图表 16：改良型新药布局管线

制剂	技术	领域
吸入剂	鼻喷、气雾、雾化吸入、粉雾等	麻醉、激素、抗感染、心血管、呼吸道、精神类
缓控释制剂	骨架片、双层片、三层片、渗透泵、微丸	心血管、疼痛、精神神经、内分泌等
口溶膜/透皮吸收制剂	口溶膜、贴片等	中枢神经、解热镇痛、心血管、激素类
复杂注射剂	脂质体、微乳、微球、纳米粒等	低毒抗癌、抗感染、长效疼痛、心血管、内分泌类

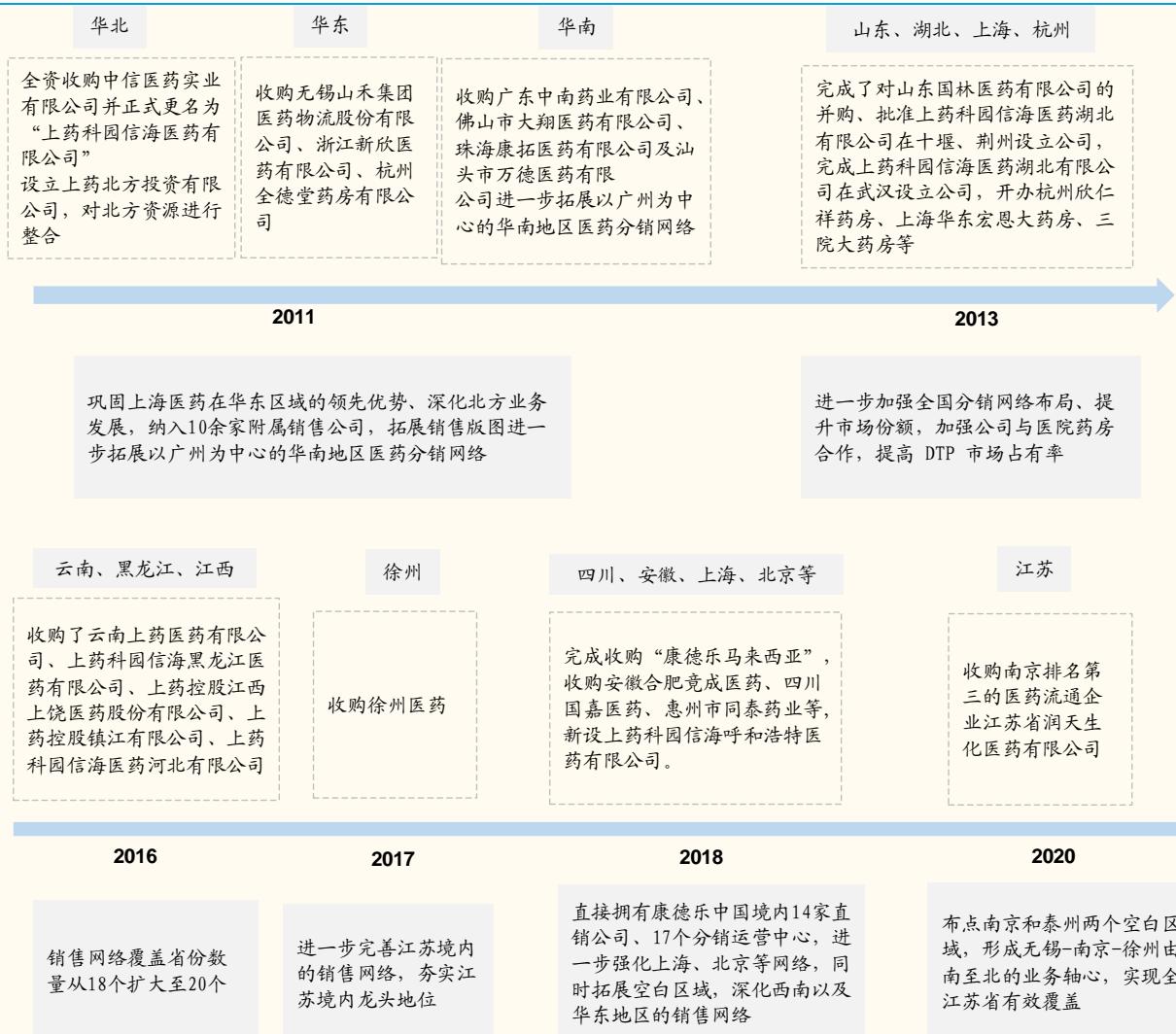
来源：公司公告，国金证券研究所

数字化布局，转型成为创新型医药供应链全产业链覆盖服务商

全国头部分销平台，受益于行业扩张

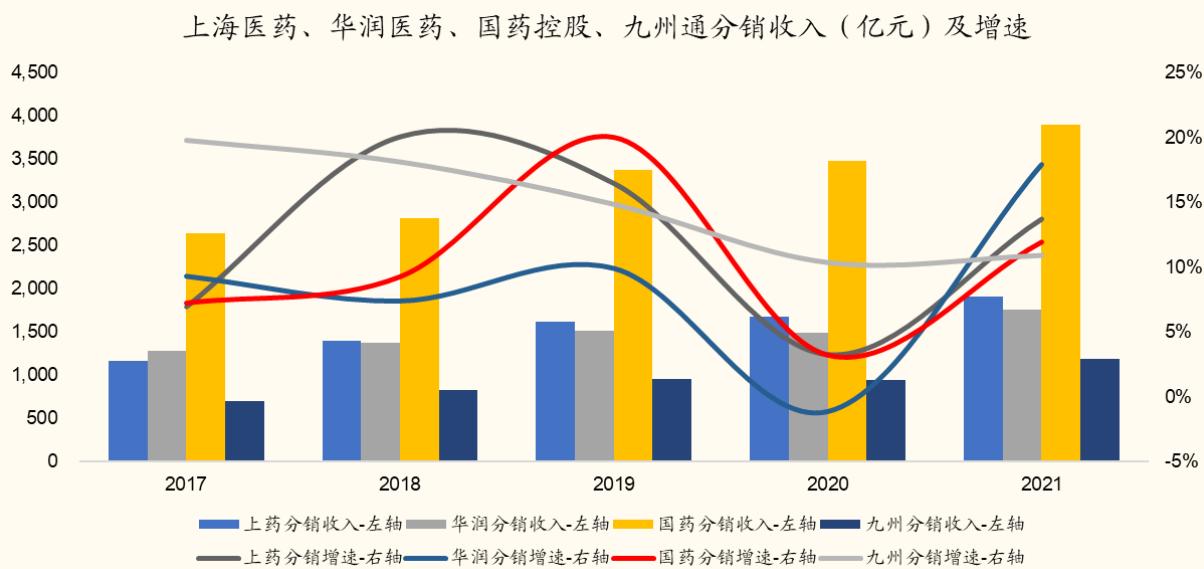
- 公司分销业务规模位居第三，国药控股、华润医药位居第一、二位。得益于不断地并购，目前公司已经覆盖全国 31 个省、直辖市以及自治区；覆盖全国超过 3.2 万家医疗机构。2021 年公司分销业务实现收入 1906 亿元，同比增长 13.7%。
- 通过并购，快速完成全国销售网络覆盖。十年间公司分销业务营业收入实现四倍增长，销售网络已经覆盖全国 31 个省份。公司从 2011 年开始，通过收购控股等方式先辐射上海周围地区，逐步建立起完整的医药分销网络，再向华南、华北等地拓展。其中 2011 年，公司在华南地区实现广东、珠海等地的医药分销网络拓展，在华北地区全资收购中信医药实业有限公司并更名为“上药科园信海医药有限公司”，同时成立上药北方投资有限公司对北方业务资源进行内部整合，深化北方地区业务发展。2013 年，公司分销业务继续向外拓展，完成了对山东国林医药有限公司的并购，同时在湖南、湖北等地布局网络、设立公司，为完善的市场网络布局打下基础。2015 年，公司通过收购北京、陕西和鄂尔多斯的标的公司，拓展了其在华北、中原和西部地区的医药分销业务网络布局。2018 年公司收购康德乐马来西亚，从而拥有康德乐在中国的全部实体业务其中包括 14 个直销公司，17 个分销运营中心以及覆盖 322 座城市的销售网络，该笔交易为当时医药行业最大收购案。2019 年，公司通过对四川国嘉的股权收购，加速建设西南地区分销网络，2020 年收购南京排名第三的医药流通企业江苏省润天生化医药有限公司，覆盖南京、泰州两个空白区域，形成江苏省全覆盖，同时完成云南、山东、湖南等地的省平台网络延伸布局，巩固全国商业布局优势。

图表 17：分销业务发展历程

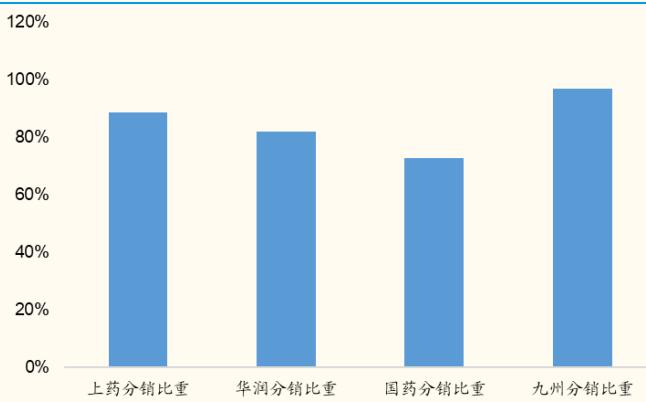


来源：公司公告，国金证券研究所

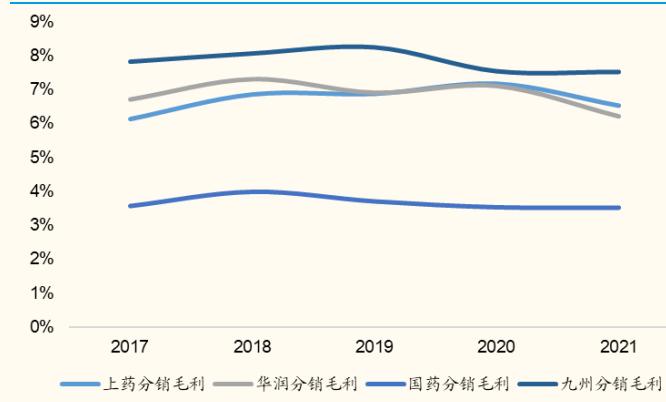
- 完善且全面的销售网络，助力分销业务高速增长。2018年，公司完成对康德乐马来西亚的收购后，当年分销业务增速达20.06%，不考虑受新冠疫情的影响较大的2020年，公司分销业务板块增速一直保持10%以上增长，毛利率水平位居行业前列。2022年上半年受疫情影响下，实现分销业务同比增长7.21%，毛利率达6.87%，保持稳步增长。截至2022年上半年，公司分销网络已经覆盖31个省份，2022年6月公司在“全国药品流通行批发、零售企业百强榜单”排名第二，公司旗下华氏大药房位列药品流通零售企业第七位，上药云健康益药药业（上海）有限公司位列药品流通零售企业第十九位。2022年7月第七批国采上海配送名额中，公司成功拿下28个品种，位列第一。

图表 18：公司分销业务体量全国第三，增速维持 10% 左右


来源：公司公告，国金证券研究所

图表 19：四家流通企业分销业务占比（2021 年）


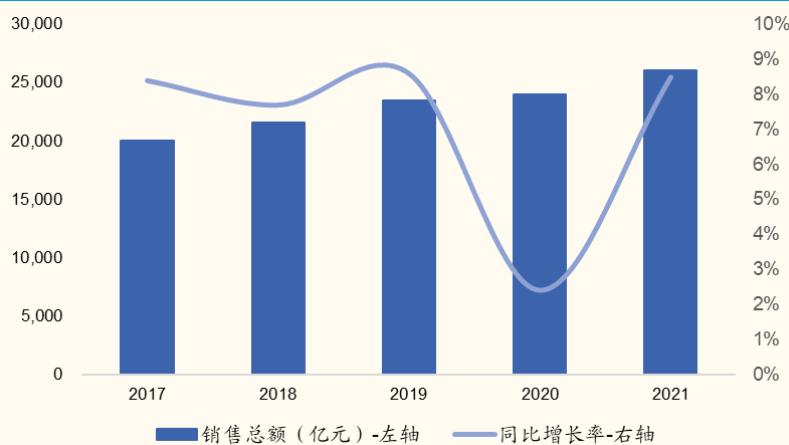
来源：公司公告，国金证券研究所

图表 20：分销业务毛利处行业平均水平


来源：公司公告，国金证券研究所

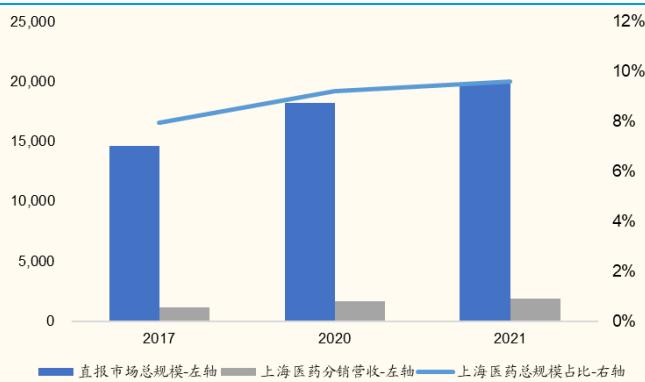
■ 医药流通行业集中度上升，利好头部企业。根据商务部市场运行和消费促进司的统计数据显示，2021 年全国药品流通直报企业主营业务同比增长 9.3%，达到 19823 亿元，前 100 位药品批发企业主营业务收入同比增长 9.1%，4 家千亿级别全国龙头企业主营业务同比增长 11.8%，公司为四家之一；数据显示 2021 药品批发企业主营业务收入前 100 占同期全国医药市场总规模的 74.5%，相较 2012 年提高 10.5 个百分点。我们若以直报企业主营收入作为总医药流通规模，2021 年公司市场总体份额达到 10.89%，相较 2017 年提高近 2 个百分点。

图表 21：2017-2021 年药品流通行业销售规模（亿元）及增速



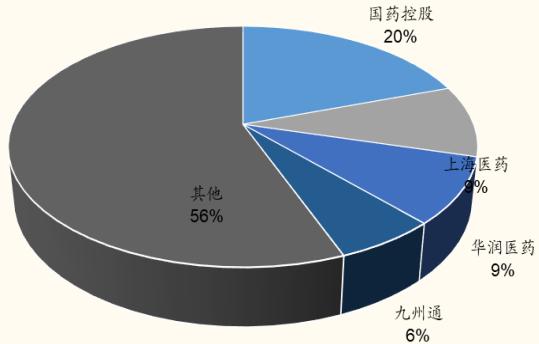
来源：商务部，国金证券研究所

图表 22：公司的市场份额逐渐提高



来源：商务部，国金证券研究所 注：直报企业指加入商务部药品流通系统统计调查的企业。

图表 23：中国医药流通行业竞争格局（2021 年）

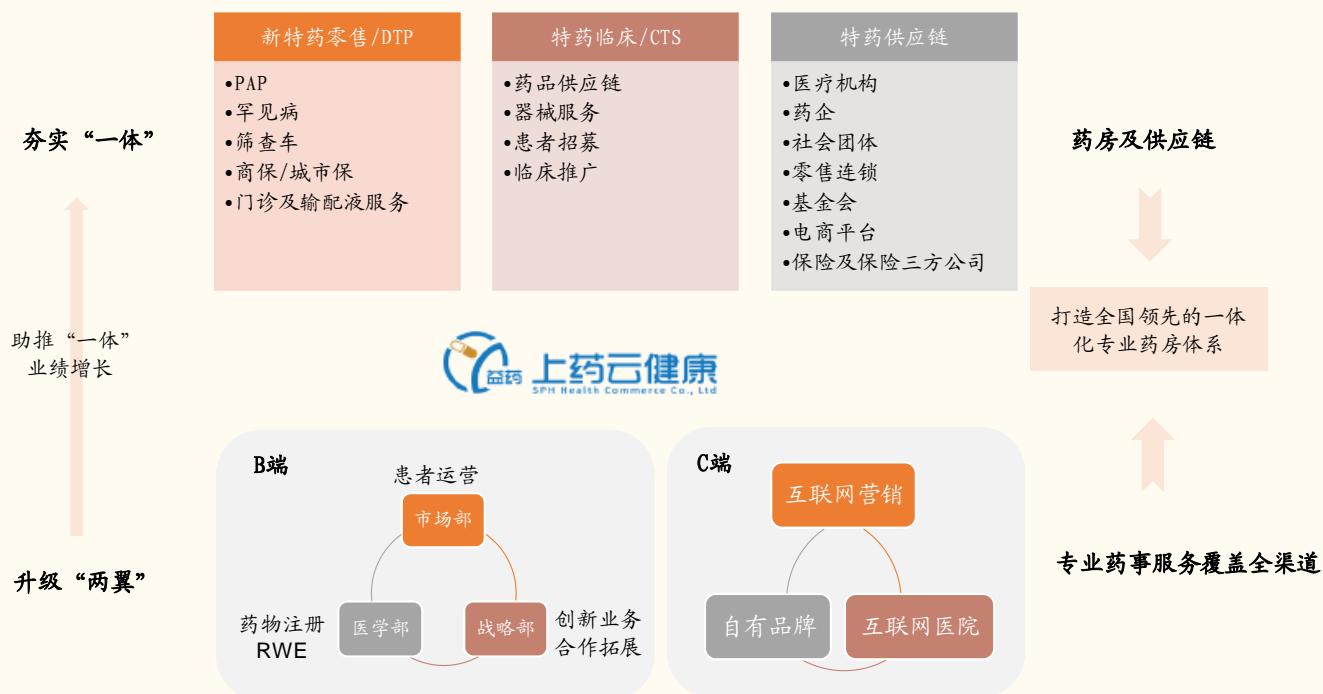


来源：商务部，国金证券研究所

依托“上药云健康”，打造一体化、全渠道覆盖专业药房体系

- “互联网+”医药商业平台上药云健康，融合线上解决方案以及线下零售。上药云健康成立于 2015 年，从事为患者提供专业、安全、便捷的处方药购买和全面的长期健康管理服务。在创新药领域，上药云健康拥有“益药”品牌系列，可在新药零售、临床、供应链等为新特药提供覆盖全生命周期的科技平台。

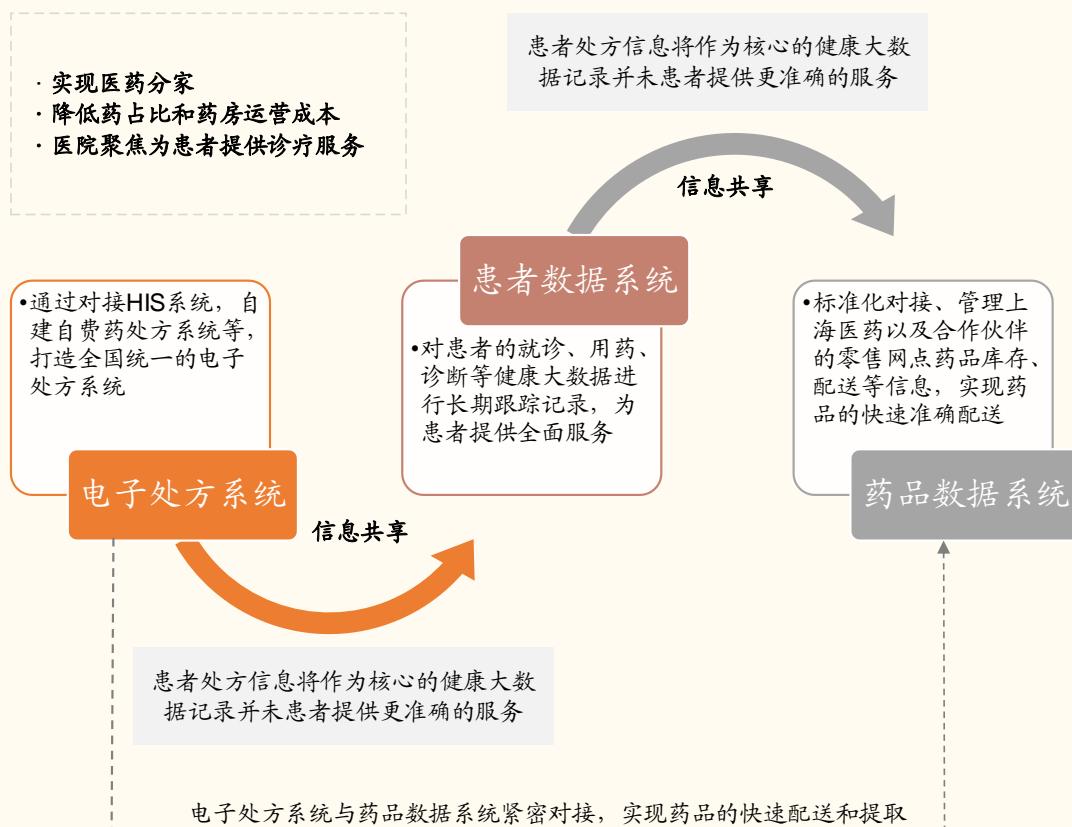
图表 24：上药云健康“一体两翼”架构



来源：公司公告，国金证券研究所

- “益药药房”是上药云健康旗下的 DTP 药房，聚焦新特药的零售、赠药以及患者管理服务；通过并购，公司在专业药房板块融合了康德乐大药房和百济大药房的专业药房网络，以“益药”统一公司体系内的全国院边店。根据公司公告，“益药药房”已成为创新药进入中国的首选渠道，2021 年有接近 50 单创新药新品首发和全国首单落地，占当年上市新特药首单的 80%。
- 经营层面，上药云健康开展 B2C 和 B2B 两大业务板块。B2C 业务主要面向患者，通过互联网医院平台，承接医院的处方外流；公司自己的电子处方系统已经投入使用，对接的各级医疗机构超过 300 家。B2B 业务面向药企，对于例如患者数据收集、新药注册等前端业务提供定制服务，形成战略协同。

图表 25：电子处方平台集合处方、药品、患者数据于一体

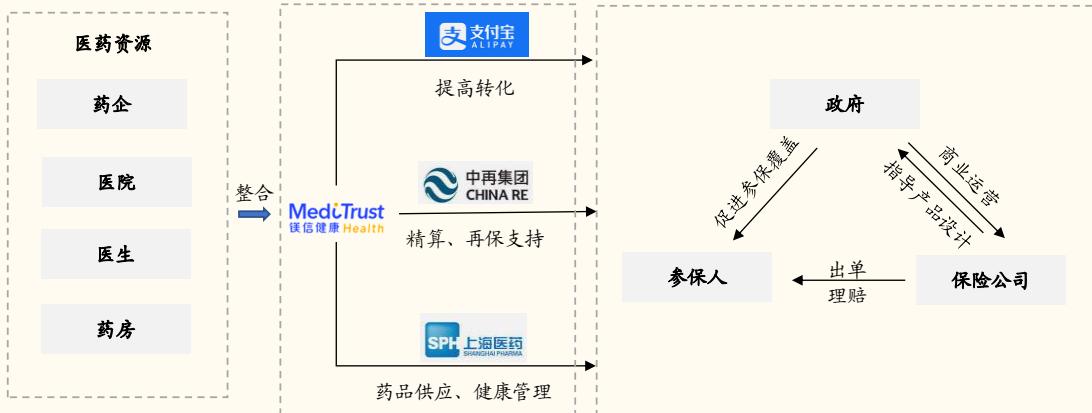


来源：公司官网，国金证券研究所

药险联动，镁信健康提供支付解决方案形成资金、支付、服务闭环

- “互联网+医+药+险”模式探索，镁信健康提供支付解决方案形成资金、支付、服务闭环。2017年，上药云健康作为战略股东，孵化镁信健康，2021年接连完成B轮10亿元和超20亿元的C轮融资，中再集团、蚂蚁集团成为公司的战略股东。镁信健康作为连接患者、药品、保险的平台，打通医疗和保险，患者可以通过更便捷、更低成本的方式支付药品和治疗费用；建立“康付健康”平台，提高患者对于抗肿瘤药、罕见病药的可及性，此外还推出药品福利、医药分期等创新支付方式，在支付端减轻患者支付压力。

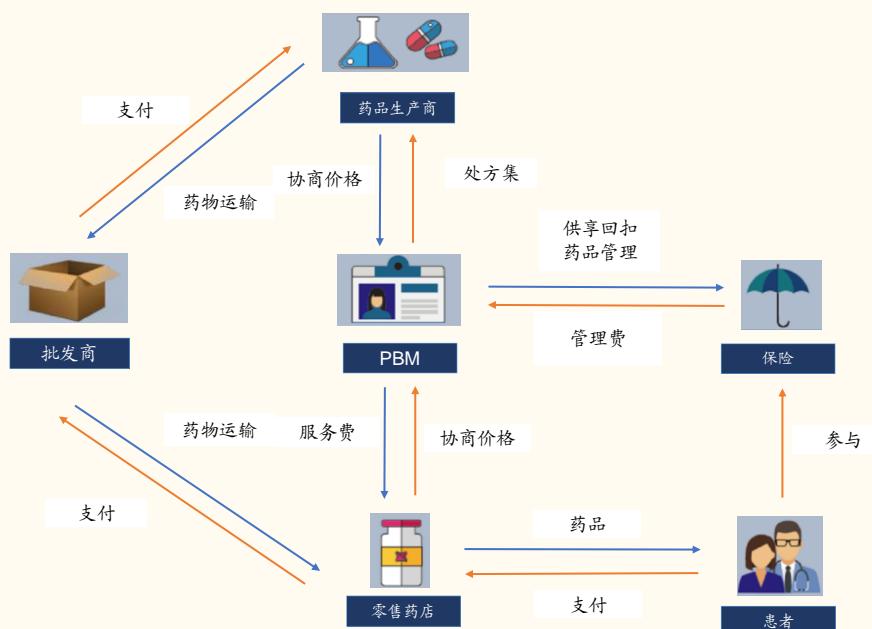
图表 26：镁信健康的特药解决方案



来源：2021年慧保天下保险大会，国金证券研究所

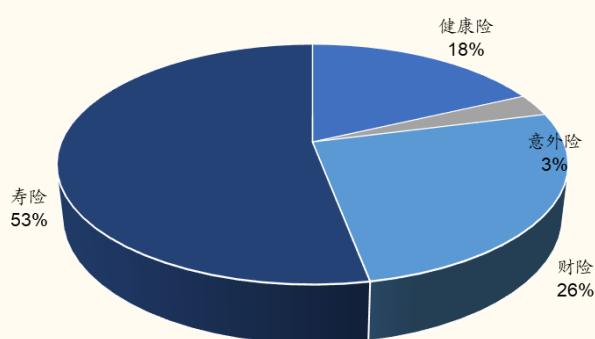
- 类似美国药事福利管理（Pharmacy Benefit Management），镁信健康实行患者福利管理模式（Patient Benefit Management），以患者为中心，聚合患者在自费药品中的需求，打通药企、药房、保险三方，使得患者可以更低的成本接受医疗服务。
- PBM 是以第三方对处方药进行专业化管理的模式，通过商业合作与制衡机制，在维护医疗服务质量的同时降低患者医疗费用。根据《中国卫生政策研究》，PBM 模式在美国盛行，管理着美国约 70% 的处方，其主要运作模式为①药企与 PBM 协商使药品以较大折扣进入处方集②零售药店与 PBMs 协商销售价格，药店收取一定的服务费③患者可以直接在零售药店买药或者通过购买保险向 PBM 支付管理费用，有些药物可以直接配送到家④PBM 与保险公司合作，患者购买保险后收取回扣。

图表 27：PBM 模型连接药企、药房、保险

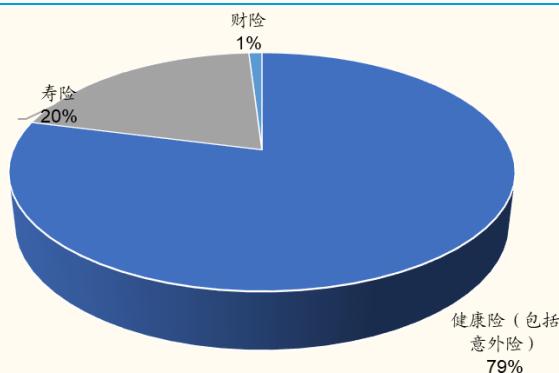


来源：ATAP，国金证券研究所

- 我国商业健康保险占比医疗总开支小，具有较大的开发潜力。根据罗兰贝格数据显示，2020 年中国商业健康保险在保险市场的占比为 18%；而美国这一数字高达 79%。商业健康险是对普通医保的有力补充，尤其是没有进入医保的创新药，借助商业保险可减轻患者的支付负担。我们认为，未来商业健康险市场在①人口老龄化趋势；②政策推动行业标准化、规范化；③国民经济水平上升；④基于大数据的算法赋能保险产品的推动下，将迎来快速发展。

图表 28：中国健康险占比仅为 18% (2020 年)


来源：国家统计局，罗兰贝格，国金证券研究所

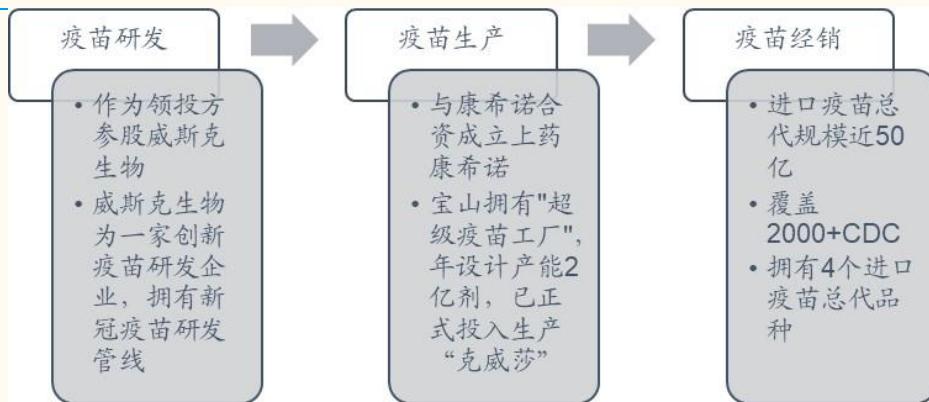
图表 29：美国健康险占比 79% (2020 年)


来源：国家统计局，罗兰贝格，国金证券研究所

- 镁信健康在特药险市场占据优势，服务客户超 100 万。截至 2022 年上半年，镁信健康理赔和服务的客户超过 100 万，累计节省医疗费用超过 4 亿元。2021 年新增保单 1 亿单，惠民保 46 项，服务保单数量约 6000 万；2022 年上半年惠民保已经累积覆盖全国 90 多个城市

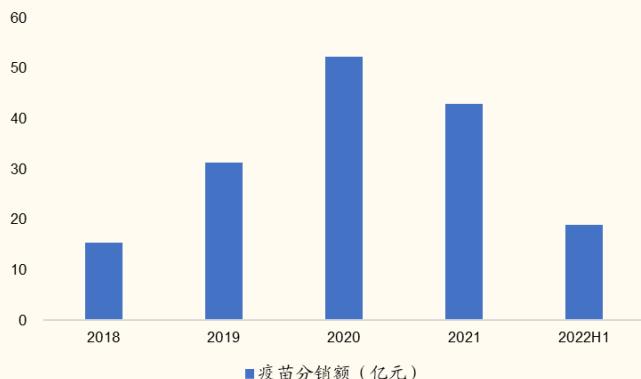
中国最大的进口疫苗代理商，布局上游研发与生产

- 疫苗板块战略布局，研发、生产、经销全覆盖。公司是中国最大的进口疫苗代理商，基于新冠疫苗契机，公司在疫苗上的布局从原先的总代业务延伸至上游生产、研发环节以及下游终端推广。

图表 30：公司疫苗板块全产业链布局


来源：公司公告，国金证券研究所

- 半年建成“疫苗超级工厂”，保障新冠疫苗供应。公司与康希诺合作，共投资约 15 亿，仅用半年时间建成年产能 2 亿剂、从原液到制剂一体化的符合 GMP 要求的新冠疫苗工厂，于 2021 年底取得上海首张新冠疫苗生产许可证。2022 年 1 月，上药康希诺的新冠疫苗正式量产；8 月，取得原液 1 号线以及制剂 1 号线补充注册申请批件，是唯一一家从原液到制剂生产全过程承接疫苗委托生产的企业。
- 中国领先的进口创新药代理商，疫苗类代理 4 款重磅疫苗。公司目前拥有 4 款进口疫苗的代理权，分别是辉瑞的 13 价肺炎疫苗、GSK 的 2 价 HPV 宫颈癌疫苗、GSK 的重组带状疱疹疫苗以及 GSK 的乙肝疫苗。2021 年进口疫苗实现销售收入 43 亿元，2022 年上半年实现销售收入 19 亿元；由于疫情防控的影响销售额较前几年有所下滑。我们认为，代理疫苗品类中不乏竞争格局优、国产疫苗尚不能替代的品种，未来仍具有较好的发展空间。

图表 31：进口疫苗受疫情影响分销额有所下降


来源：公司公告，国金证券研究所

图表 32：代理疫苗销售额

产品	生产企业	全球销售额 (亿美元)	中国参考售价 (元/剂)
13价肺炎疫苗	辉瑞	58.5	698
二价HPV宫颈癌疫苗	GSK	1.53	580
重组带状疱疹疫苗	GSK	19.05	1603.5
乙肝疫苗	GSK	1.25	80

来源：国金证券研究所 注：GSK、辉瑞全球销售额为 2021、2020 年数据

盈利预测与投资建议

盈利预测

- 公司业务可分成商业和工业两大板块，其中商业板块可再细化成分销板块和零售板块。我们预计，公司 2022/23/24 年销售收入 2335/2572/2856 亿元，同比增长 8.21%/10.13%/11.03%；平均毛利率 13.51%/13.64%/13.81%。
- 医药工业：工业领域，公司重点布局创新药、罕见病、化学药和中药，已经拥有超过 44 个过亿品种，后续还会有新药品获批。2022 年上半年尽管疫情封控对工业生产产生了一定影响，但公司旗下的多个工业企业克服困难，始终保持着不间断生产，且我们认为下半年会出现好转，综合考虑往年非疫情期间以及疫情期间公司在工业板块的增速，我们认为现阶段还处于逐步恢复阶段，预计未来增速呈上升趋势；因此，预计 2022/23/24 年工业板块总体收入 272.04/300.76/335.69 亿元，同比增长 8.39%/10.56%/11.61%。毛利率方面，我们认为创新药、高端仿制药会拥有更高的毛利率，未来会带动总体毛利率有所提升；因此，我们预测 2022/23/24 年毛利率为 57.31%/57.91%/58.41%。
- 医药商业：分销板块，公司已经形成覆盖全国的销售网络，是中国医药商业龙头之一，销售网络已经覆盖全国 31 个省份，十年间分销业务收入增长超过 4 倍。我们认为，公司龙头地位稳固，未来增长的趋势确定，但考虑到 2022 年上半年疫情对物流配送的影响，我们假设 2022 年分销板块增速会有所放缓，后会逐步恢复。我们预计，2022/23/24 年分销业务实现收入 2072.62/2285.29/2538.87 亿元，同比增长 8.73%/10.26%/11.10%；毛利率端维持在 7% 左右，预计 2022/23/24 年毛利率 7.03%/7.13%/7.25%。零售板块，公司已经拥有超过 2000 家线下零售药店，但线下药房在疫情封控下客流会有较大的减少，考虑到 2022 年仍处于疫情散发的状态，我们认为零售板块的增速未恢复到疫情前水平，因此我们预计 2022/23/24 年零售板块实现销售收入 80.03/82.77/86.01 亿元，同比增长 3.03%/3.42%/3.91%。毛利率端，我们认为随着处方外流，零售药店承接的处方药 SKU 会增多，但高端药品在零售端的毛利低于普通 OTC 药品，因此，我们认为未来零售药房的毛利率呈现下降趋势，预计 2022/23/24 年毛利率为 12.75%/12.22%/12.12%。

图表 33: 2022-2024 年盈利预测 (亿元)

	2020	2021	2022E	2023E	2024E
销售总收入 (亿元)	1923.93	2158.24	2335.41	2572.08	2855.76
yoy	2.90%	12.18%	8.21%	10.13%	11.03%
毛利	268.12	274.35	315.48	350.96	394.45
毛利率	14.26%	12.96%	13.51%	13.64%	13.81%
商业收入 (亿元)	1761.69	1983.84	2152.65	2368.06	2624.88
yoy	3.19%	12.61%	8.51%	10.01%	10.84%
毛利	131.86	134.53	155.91	173.06	194.49
毛利率	7.48%	6.78%	7.24%	7.31%	7.41%
分销	1676.50	1906.17	2072.62	2285.29	2538.87
yoy	3.24%	13.70%	8.73%	10.26%	11.10%
毛利	120.16	124.31	145.71	162.94	184.07
毛利率	7.17%	6.52%	7.03%	7.13%	7.25%
零售	85.19	77.68	80.03	82.77	86.01
yoy	2.15%	-8.82%	3.03%	3.42%	3.91%
毛利	11.7	10.23	10.20	10.11	10.42
毛利率	13.73%	13.17%	12.75%	12.22%	12.12%
工业收入 (亿元)	237.43	250.98	272.04	300.76	335.69
yoy	1.08%	5.71%	8.39%	10.56%	11.61%
毛利	140.30	147.44	155.90	174.16	196.07
毛利率	59.09%	58.75%	57.31%	57.91%	58.41%
其他 (亿元)	8.23	10.25	10.76	11.31	11.90
yoy	-9.06%	24.54%	5.01%	5.11%	5.15%
毛利	3.39	4.44	4.88	5.20	5.49
毛利率	55.69%	41.19%	43.32%	46.28%	45.31%

来源: Wind, 国金证券研究所

■ 费用端: 参考近年公司在费用端的花销, 我们认为费率端不会出现大幅的波动。我们预计, 2022/23/24 年销售费率为 6.2%/6.0%/6.0%, 管理费用率 2.4%/2.2%/2.2%, 研发费用率为 1%/0.9%/1%。剔除费用后, 我们预测公司 2022/23/24 年归母净利润为 56.46/63.02/73.14 亿元。

估值

■ 我们采用 PE 法对公司进行估值, 工业板块选取华东医药、复星医药、恒瑞医药为可比公司; 商业板块选取九州通、华润医药、国药控股为可比公司: (1) 根据公司财报公布的工业、商业板块的利润结构, 我们假设 2023 年工业板块的利润率为 9.6%, 商业板块的利润率为 2.1%, 分别计算出 2023 年工业板块贡献利润 29 亿, 商业板块贡献利润 50 亿。(2) 我们参考可比公司 2023 年 PE 的平均值, 我们认为, 公司在工业、商业领域已经在中国形成较为稳定的市场地位, 布局疫苗、创新药等高研发壁垒的药物, 给予工业板块 2023 年 25X PE, 商业板块 2023 年 10X PE。(3) 根据 2022 年 11 月底以来国内疫情波动的影响, 我们判断, 2023 年一季度可能存在业绩受到疫情短期影响的风险, 因此, 在利用商业、工业分部估值得到的市值基础上给这个 30% 的折价。我们认为, 未来 6-12 个月, 公司的合理市值为 853 亿元, 对应目标价 23.09 元。给予“买入”评级。

图表 34: PE 估值法

代码	名称	股价(元)	EPS					PE				
			2020	2021	2022E	2023E	2024E	2020	2021	2022E	2023E	2024E
工业板块												
600196.SH	复星医药	35.18	1.46	1.85	1.81	2.27	2.75	41.66	34.24	19.47	15.50	12.78
600276.SH	恒瑞医药	37.07	1.10	0.98	0.68	0.78	0.93	111.54	51.25	54.68	47.51	39.74
000963.SZ	华东医药	46.62	1.71	1.33	1.50	1.81	2.21	16.52	24.95	30.98	25.81	21.09
平均值								56.57	36.81	35.04	29.60	24.54
商业板块												
600998.SH	九州通	13.03	1.52	1.78	1.21	1.40	1.86	19.71	8.97	10.76	9.28	7.01
3320.HK	华润医药	6.37	0.45	0.50	0.72	0.81	0.87	7.61	6.76	8.81	7.89	7.30
1099.HK	国药控股	19.58	2.12	2.54	2.73	3.05	3.36	8.43	6.20	7.16	6.43	5.83
平均值								11.92	7.31	8.91	7.87	6.71
601607.SH	上海医药	18.15	1.51	1.89	1.53	1.71	1.98	13.37	12.56	11.88	10.65	9.17

来源: wind, 国金证券研究所 注: 股价为 2022/12/28 日收盘价

风险提示

- 新药研发失败的风险。公司持续加大在研发上的投入，研发费用占工业收入的比例逐年提高；公司在化药、中药、罕见病药上均有改良、创新产品研发中。其中，在创新药管线中，已经有超过 50 项新药管线，6 项处于关键性研究或者三期临床阶段，但创新研发项目周期长、投入大，后续申报节奏具有不确定性，存在研发进度或者临床结果不及预期的风险。
- 商誉减值的风险。截至目前，公司资产负债表显示商誉 112.38 亿元，占非流动资产的 23.84%，是 2021 年归母净利润的 1.72 倍；因公司通过外延并购后多家企业纳入所致。若相关企业未来的经营业绩不达预期，公司存在商誉减值的风险。

图表 35：2016-2022 年商誉变动情况

	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022
商誉（亿元）	58.4799	66.0671	113.4529	107.8992	113.4227	112.3897	112.3883
收并购			康德乐、同辐股 上海华氏大药房份、新世纪药业 、TCBA				上海生物医药

来源：Wind，国金证券研究所

- 战略合作不及预期的风险。公司与云南白药的合作包括给与云南白药 2 个董事会席位，云南白药将深度参与公司的治理与运营。若白药入股后，没有形成比较好的协同作用，存在战略合作不及预期的风险。

附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)

	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
主营业务收入	186,566	191,909	215,824	233,541	257,208	285,576
增长率	2.9%	12.5%	8.2%	10.1%	11.0%	
主营业务成本	-159,752	-164,474	-187,281	-201,993	-222,113	-246,131
%销售收入	85.6%	85.7%	86.8%	86.5%	86.4%	86.2%
毛利	26,814	27,435	28,543	31,548	35,096	39,445
%销售收入	14.4%	14.3%	13.2%	13.5%	13.6%	13.8%
营业税金及附加	-545	-593	-666	-794	-797	-885
%销售收入	0.3%	0.3%	0.3%	0.3%	0.3%	0.3%
销售费用	-12,856	-12,865	-13,318	-14,480	-15,433	-17,135
%销售收入	6.9%	6.7%	6.2%	6.2%	6.0%	6.0%
管理费用	-4,652	-4,732	-5,143	-5,675	-5,659	-6,283
%销售收入	2.5%	2.5%	2.4%	2.4%	2.2%	2.2%
研发费用	-1,350	-1,657	-1,987	-2,219	-2,366	-2,713
%销售收入	0.7%	0.9%	0.9%	1.0%	0.9%	1.0%
息税前利润 (EBIT)	7,413	7,589	7,428	8,380	10,841	12,430
%销售收入	4.0%	4.0%	3.4%	3.6%	4.2%	4.4%
财务费用	-1,259	-1,240	-1,245	-1,869	-2,308	-2,583
%销售收入	0.7%	0.6%	0.6%	0.8%	0.9%	0.9%
资产减值损失	0	-859	-140	0	0	0
公允价值变动收益	122	117	-206	2	0	0
投资收益	630	932	1,733	500	700	700
%税前利润	10.1%	13.0%	21.3%	5.6%	7.2%	6.3%
营业利润	6,214	7,184	8,205	8,941	9,793	11,107
营业利润率	3.3%	3.7%	3.8%	3.8%	3.9%	
营业外收支	49	-9	-62	-50	-50	-50
税前利润	6,262	7,175	8,144	8,891	9,743	11,057
利润率	3.4%	3.7%	3.8%	3.8%	3.9%	
所得税	-1,432	-1,570	-1,869	-2,045	-2,241	-2,543
所得税率	22.9%	21.9%	23.0%	23.0%	23.0%	23.0%
净利润	4,831	5,605	6,275	6,846	7,502	8,514
少数股东损益	750	1,109	1,181	1,200	1,200	1,200
归属于母公司的净利润	4,081	4,496	5,093	5,646	6,302	7,314
净利率	2.2%	2.3%	2.4%	2.4%	2.5%	2.6%

资产负债表 (人民币百万元)

	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
货币资金	18,153	22,296	22,390	45,371	49,644	55,052
应收账款	52,004	57,531	63,425	69,387	83,325	84,691
存货	24,877	24,088	27,104	28,777	29,331	32,368
其他流动资产	3,057	3,647	3,575	4,015	4,317	4,677
流动资产	98,092	107,563	116,494	147,550	166,617	176,789
%总资产	71.6%	72.1%	71.3%	74.8%	76.2%	76.5%
长期投资	5,990	8,068	10,947	11,476	11,479	
固定资产	11,506	12,634	13,801	14,590	15,379	16,169
%总资产	8.4%	8.5%	8.4%	7.4%	7.0%	7.0%
无形资产	15,327	17,177	17,977	19,046	20,046	21,009
非流动资产	38,935	41,623	46,941	49,778	52,021	54,204
%总资产	28.4%	27.9%	28.7%	25.2%	23.8%	23.5%
资产总计	137,026	149,186	163,436	197,328	218,637	230,993
短期借款	24,327	29,107	23,097	36,173	45,264	47,521
应付账款	46,438	49,935	55,058	62,582	68,525	71,223
其他流动负债	3,842	9,444	13,985	9,975	10,362	10,874
流动负债	74,608	88,487	92,139	108,730	124,151	129,618
长期贷款	6,136	1,184	7,158	7,158	7,158	7,158
其他长期负债	6,897	4,774	5,072	3,240	3,289	3,327
负债	87,640	94,445	104,369	119,128	134,598	140,102
普通股股东权益	41,659	45,355	49,359	67,294	71,933	77,584
其中：股本	2,842	2,842	2,842	3,696	3,696	3,696
未分配利润	21,971	25,054	28,599	32,581	37,221	42,872
少数股东权益	7,727	9,386	9,707	10,907	12,107	13,307
负债股东权益合计	137,026	149,186	163,436	197,328	218,637	230,993

比率分析

	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
每股指标						
每股收益	1.436	1.582	1.792	1.527	1.705	1.979
每股净资产	14.658	15.958	17.367	18.205	19.460	20.989
每股经营现金净流	1.804	2.048	1.403	0.950	0.565	2.826
每股股利	0.440	0.480	0.420	0.450	0.450	0.450
回报率						
净资产收益率	9.80%	9.91%	10.32%	8.39%	8.76%	9.43%
总资产收益率	2.98%	3.01%	3.12%	2.86%	2.88%	3.17%
投入资本收益率	6.83%	6.90%	6.34%	5.26%	6.07%	6.52%
增长率						
主营业务收入增长率	17.27%	2.86%	12.46%	8.21%	10.13%	11.03%
EBIT增长率	26.50%	2.38%	-2.12%	12.82%	29.36%	14.66%
净利润增长率	5.15%	10.17%	13.28%	10.85%	11.63%	16.05%
总资产增长率	8.00%	8.87%	9.55%	20.74%	10.80%	5.65%
资产管理能力						
应收账款周转天数	87.5	95.2	93.7	100.0	110.0	100.0
存货周转天数	57.0	54.3	49.9	52.0	48.2	48.0
应付账款周转天数	71.7	71.8	68.3	80.0	80.0	73.0
固定资产周转天数	19.3	20.7	18.4	16.7	14.9	13.1
偿债能力						
净负债/股东权益	30.99%	14.60%	13.31%	-2.61%	3.30%	-0.41%
EBIT利息保障倍数	5.9	6.1	6.0	4.5	4.7	4.8
资产负债率	63.96%	63.31%	63.86%	60.37%	61.56%	60.65%

来源：公司年报、国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	0	2	8	12	20
增持	0	1	3	4	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	0.00	1.33	1.27	1.25	1.00

来源：聚源数据

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得 1 分，为“增持”得 2 分，为“中性”得 3 分，为“减持”得 4 分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 = 买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性
3.01~4.0=减持

投资评级的说明：

买入：预期未来 6 - 12 个月内上涨幅度在 15%以上；

增持：预期未来 6 - 12 个月内上涨幅度在 5% - 15%；

中性：预期未来 6 - 12 个月内变动幅度在 -5% - 5%；

减持：预期未来 6 - 12 个月内下跌幅度在 5%以上。

特别声明：

国金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。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告反映撰写研究人员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，国金证券不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他任何损失承担任何责任。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密，只有符合条件的收件人才能使用。根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于C3级（含C3级）的投资者使用；本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告，则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议，国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

上海

电话：021-60753903
传真：021-61038200
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn
邮编：201204
地址：上海浦东新区芳甸路1088号
紫竹国际大厦7楼

北京

电话：010-66216979
传真：010-66216793
邮箱：researchbj@gjzq.com.cn
邮编：100053
地址：中国北京西城区长椿街3号4层

深圳

电话：0755-83831378
传真：0755-83830558
邮箱：researchsz@gjzq.com.cn
邮编：518000
地址：中国深圳市福田区中心四路1-1号
嘉里建设广场T3-2402