

23年收入稳健增长, 创新管线步入收获期

投资要点

- **事件:** 公司发布 2023 年年报。2023 年公司实现收入 2603 亿元 (+12.2%); 归母净利润 37.7 亿元 (-32.9%); 扣除一次性特殊损益后归母净利润为 49.2 亿元 (+3%)。全年经营性现金流净流入 52.3 亿元 (+10.3%)。
- **医药商业:** 加速布局商业网络覆盖, 持续巩固领先地位。2023 年医药商业实现收入 2340.4 亿元 (+14%); 实现利润 33.5 亿元 (+7.7%)。2023 年公司进一步完善医药流通网络, 完成湖南润吉药业并购以及正大天晴商业板块并购, 填补湖南省生物制品以及苏州市、连云港市的网络空白。2023 年公司医药商业销售破百亿的省份达 6 个。全年成功引入进口总代品种 29 个; 进口疫苗代理业务全年实现销售收入约 52 亿元, 并与辉瑞达成了关于 13 价肺炎疫苗(沛儿 13) 的合约销售合作; 器械大健康业务全年实现销售收入约 363 亿, 与仁会生物就贝那鲁肽注射液(菲塑美®) 达成销售推广合作; 与赛诺菲达成合约销售战略合作, 该合作涉及重点疾病领域 20 多个产品, 预计合约规模超 50 亿。
- **医药工业:** 围绕大品种战略, 持续推进中药大品种培育战略。2023 年医药工业实现收入 262.6 亿元 (-1.9%); 实现利润 21.2 亿元 (-5%)。公司围绕大品种聚焦战略, 实现全年工业销售收入过亿产品数量 48 个, 与去年持平。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。60 个重点品种销售收入 149.4 亿元, 同比略有下降。中药板块 2023 年实现工业收入 98.2 亿元 (+10.3%)。2023 年公司通过提升终端覆盖、优化商业布局、开发海外市场、拓展销售渠道、开展健康讲座等方式, 大幅提升生脉饮、胃复春、六神丸等过亿品种销售收入, 平均增速超 40%。此外, 公司筛选出数个休眠恢复产品, 苏合香丸等产品已恢复销售。
- **创新管线步入收获期, 市场潜力巨大。**2023 年公司研发投入 26 亿元。其中: 研发费用 22 亿元 (+4.4%)。截至 2023 年末, 公司已有安柯瑞(重组人 5 型腺病毒)、凯菲康(尤瑞克林)、培菲康(双歧杆菌三联活菌) 3 款创新药, 兰索拉唑碳酸氢钠 1 款改良型新药上市。已有 68 个在研新药管线。3 款 1 类新药提交上市申请, 其中 I001(高血压)与 X842(反流性食管炎)上市申请已获得受理, SRD4610(渐冻症)已提交上市申请。
- **盈利预测与投资建议。**预计 2024-2026 年归母净利润分别为 54.4 亿元、60.1 亿元、66.2 亿元, 分别同增 44.3%/10.5%/10.3%, 维持“买入”评级。
- **风险提示:** 行业政策波动风险; 研发进展或不及预期; 商誉减值风险。

指标/年度	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	260295.09	290928.25	326690.03	366970.69
增长率	12.21%	11.77%	12.29%	12.33%
归属母公司净利润(百万元)	3768.00	5437.63	6006.47	6624.77
增长率	-32.92%	44.31%	10.46%	10.29%
每股收益 EPS(元)	1.02	1.47	1.62	1.79
净资产收益率 ROE	6.43%	8.52%	8.70%	8.86%
PE	17	12	10	9
PB	0.91	0.85	0.80	0.75

数据来源: Wind, 西南证券

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: duxy@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)	37.03
流通 A 股(亿股)	19.32
52 周内股价区间(元)	15.52-23.45
总市值(亿元)	626.23
总资产(亿元)	2,119.73
每股净资产(元)	18.50

相关研究

1. 上海医药(601607): 三季度业绩凸显韧性, 创新管线步入收获期 (2023-11-08)
2. 上海医药(601607): 一季度业绩稳步增长, 创新研发收获期将至 (2023-04-28)

关键假设：

假设 1：商业板块。随着带量采购、两票制等医改政策推进，行业集中度持续提升，龙头增速有望高于行业平均水平。我们预计 2024-2026 年商业板块增速订单量有望按照 11%/11%/11% 的增速稳步增长，预期毛利率稳定在 6.5% 波动。

假设 2：工业板块。随着创新管线步入收获期，工业板块有望提速放量。我们预计 2024-2026 年工业板块有望按照 20%/20%/20% 稳步增长，预期毛利率 59% 稳定波动。

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：

表 1：分业务收入及毛利率

单位：亿元		2023A	2024E	2025E	2026E
商业	收入	2428.70	2695.86	2992.40	3321.57
	增速	13.49%	11.00%	11.00%	11.00%
	毛利率	6.53%	6.50%	6.50%	6.50%
工业	收入	262.57	315.08	378.10	453.72
	增速	-1.87%	20.00%	20.00%	20.00%
	毛利率	58.49%	59.00%	59.00%	59.00%
其他	收入	2.85	2.99	3.14	3.30
	增速	97.92%	5.00%	5.00%	5.00%
	毛利率	12.31%	15.00%	15.00%	15.00%
内部抵消	收入	-102.60	-104.65	-106.75	-108.88
	增速	6.23%	2.00%	2.00%	2.00%
合计	收入	2602.95	2909.28	3266.90	3669.71
	增速	12.21%	11.77%	12.29%	12.33%
	毛利率	12.04%	12.25%	12.63%	13.04%

数据来源：Wind, 西南证券

附表：财务预测与估值

利润表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E	现金流量表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	260295.09	290928.25	326690.03	366970.69	净利润	5166.57	7455.92	8235.89	9083.69
营业成本	228966.95	255293.58	285418.05	319105.87	折旧与摊销	1692.77	1942.88	1987.88	2032.88
营业税金及附加	738.11	854.06	959.05	1077.30	财务费用	1485.76	2026.84	2354.82	2484.18
销售费用	13902.19	16291.98	19601.40	23853.09	资产减值损失	-561.28	-100.00	-100.00	-100.00
管理费用	5711.83	6982.28	7840.56	8807.30	经营营运资本变动	-5761.13	-22511.82	-8270.77	-9577.38
财务费用	1485.76	2026.84	2354.82	2484.18	其他	3208.83	569.55	-1192.33	794.21
资产减值损失	-561.28	-100.00	-100.00	-100.00	经营活动现金流净额	5231.52	-10616.64	3015.49	4717.59
投资收益	-68.12	300.00	300.00	300.00	资本支出	-2079.52	-1000.00	-1000.00	-1000.00
公允价值变动损益	404.73	200.00	200.00	200.00	其他	-412.35	77.42	0.00	0.00
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	-2491.87	-922.58	-1000.00	-1000.00
营业利润	7667.23	10079.50	11116.15	12242.95	短期借款	7809.91	14162.16	4303.03	3295.95
其他非经营损益	-612.94	-170.00	-170.00	-170.00	长期借款	-473.64	0.00	0.00	0.00
利润总额	7054.30	9909.50	10946.15	12072.95	股权融资	95.30	0.00	0.00	0.00
所得税	1887.73	2453.59	2710.26	2989.26	支付股利	-1250.52	-753.60	-1087.53	-1201.29
净利润	5166.57	7455.92	8235.89	9083.69	其他	-5949.20	-3294.22	-1654.82	-1784.18
少数股东损益	1398.57	2018.29	2229.42	2458.92	筹资活动现金流净额	231.85	10114.34	1560.69	310.48
归属母公司股东净利润	3768.00	5437.63	6006.47	6624.77	现金流量净额	2965.92	-1424.88	3576.18	4028.07
资产负债表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E	财务分析指标	2023A	2024E	2025E	2026E
货币资金	30517.71	29092.82	32669.00	36697.07	成长能力				
应收和预付款项	81174.64	88937.75	100331.22	112745.70	销售收入增长率	12.21%	11.77%	12.29%	12.33%
存货	36623.39	41134.79	47404.38	52343.59	营业利润增长率	-14.95%	31.46%	10.28%	10.14%
其他流动资产	14118.12	11902.28	12117.41	12359.72	净利润增长率	-26.11%	44.31%	10.46%	10.29%
长期股权投资	8351.91	8351.91	8351.91	8351.91	EBITDA 增长率	-9.92%	29.54%	10.03%	8.42%
投资性房地产	314.67	314.67	314.67	314.67	获利能力				
固定资产和在建工程	15724.68	15753.74	15737.80	15676.86	毛利率	12.04%	12.25%	12.63%	13.04%
无形资产和开发支出	17754.68	16830.21	15905.74	14981.27	三费率	8.11%	8.70%	9.12%	9.58%
其他非流动资产	7392.73	7845.26	8297.78	8750.31	净利率	1.98%	2.56%	2.52%	2.48%
资产总计	211972.53	220163.43	241129.91	262221.10	ROE	6.43%	8.52%	8.70%	8.86%
短期借款	35560.50	49722.66	54025.69	57321.64	ROA	2.44%	3.39%	3.42%	3.46%
应付和预收款项	57633.61	65426.32	73413.60	81700.71	ROIC	7.46%	8.61%	8.25%	8.29%
长期借款	5786.15	5786.15	5786.15	5786.15	EBITDA/销售收入	4.17%	4.83%	4.73%	4.57%
其他负债	32666.18	11703.79	13231.60	14857.33	营运能力				
负债合计	131646.44	132638.93	146457.05	159665.84	总资产周转率	1.27	1.35	1.42	1.46
股本	3703.30	3703.30	3703.30	3703.30	固定资产周转率	21.97	23.91	26.83	30.23
资本公积	29187.65	29187.65	29187.65	29187.65	应收账款周转率	3.62	3.65	3.65	3.65
留存收益	36129.28	40813.31	45732.25	51155.73	存货周转率	6.22	6.35	6.36	6.36
归属母公司股东权益	68524.14	73704.26	78623.20	84046.68	销售商品提供劳务收到现金营业收入	108.97%	—	—	—
少数股东权益	11801.95	13820.24	16049.66	18508.58	资本结构				
股东权益合计	80326.09	87524.50	94672.86	102555.26	资产负债率	62.11%	60.25%	60.74%	60.89%
负债和股东权益合计	211972.53	220163.43	241129.91	262221.10	带息债务/总负债	31.41%	41.85%	40.84%	39.52%
					流动比率	1.33	1.39	1.42	1.44
					速动比率	1.03	1.06	1.07	1.09
					股利支付率	33.19%	13.86%	18.11%	18.13%
业绩和估值指标	2023A	2024E	2025E	2026E	每股指标				
EBITDA	10845.76	14049.23	15458.85	16760.01	每股收益	1.02	1.47	1.62	1.79
PE	16.62	11.52	10.43	9.45	每股净资产	18.50	19.90	21.23	22.70
PB	0.91	0.85	0.80	0.75	每股经营现金	1.41	-2.87	0.81	1.27
PS	0.24	0.22	0.19	0.17	每股股利	0.34	0.20	0.29	0.32
EV/EBITDA	5.38	5.06	4.61	4.18					
股息率	2.00%	1.20%	1.74%	1.92%					

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

报告中投资建议所涉及的评级分为公司评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 个月内的相对市场表现，即：以报告发布日后 6 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。其中：A 股市场以沪深 300 指数为基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。

公司评级	买入：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 20% 以上
	持有：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 10% 与 20% 之间
	中性：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 -10% 与 10% 之间
	回避：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 -20% 与 -10% 之间
	卖出：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 -20% 以下
行业评级	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于同期相关证券市场代表性指数 5% 以上
	跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于同期相关证券市场代表性指数 -5% 与 5% 之间
	弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于同期相关证券市场代表性指数 -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，本报告仅供本公司签约客户使用，若您并非本公司签约客户，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。

请务必阅读正文后的重要声明部分

西南证券研究发展中心

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴 21 世纪大厦 10 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：深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 22 楼

邮编：518038

重庆

地址：重庆市江北区金沙门路 32 号西南证券总部大楼 21 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	销售副总监	15642960315	15642960315	clw@swsc.com.cn
	谭世泽	高级销售经理	13122900886	13122900886	tsz@swsc.com.cn
	汪艺	高级销售经理	13127920536	13127920536	wyyf@swsc.com.cn
	李煜	高级销售经理	18801732511	18801732511	yfliyu@swsc.com.cn
	卞黎旻	高级销售经理	13262983309	13262983309	bly@swsc.com.cn
	田婧雯	高级销售经理	18817337408	18817337408	tjw@swsc.com.cn
	张玉梅	销售经理	18957157330	18957157330	zymf@swsc.com.cn
	龙思宇	销售经理	18062608256	18062608256	lsyu@swsc.com.cn
	阙钰	销售经理	17275202601	17275202601	kyu@swsc.com.cn
魏晓阳	销售经理	15026480118	15026480118	wxyang@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
	杨薇	资深销售经理	15652285702	15652285702	yangwei@swsc.com.cn
	姚航	高级销售经理	15652026677	15652026677	yhang@swsc.com.cn
	胡青璇	高级销售经理	18800123955	18800123955	hqx@swsc.com.cn
	张鑫	高级销售经理	15981953220	15981953220	zhxin@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
	路漫天	销售经理	18610741553	18610741553	lmtf@swsc.com.cn
	马冰竹	销售经理	13126590325	13126590325	mbz@swsc.com.cn
	郑龔	广深销售负责人	18825189744	18825189744	zhengyan@swsc.com.cn
	杨新意	广深销售联席负责人	17628609919	17628609919	yxy@swsc.com.cn
	张文锋	高级销售经理	13642639789	13642639789	zwf@swsc.com.cn
广深	龚之涵	销售经理	15808001926	15808001926	gongzh@swsc.com.cn
	丁凡	销售经理	15559989681	15559989681	dingfyf@swsc.com.cn
	陈紫琳	销售经理	13266723634	13266723634	chzlyf@swsc.com.cn
	陈韵然	销售经理	18208801355	18208801355	cyryf@swsc.com.cn
