

上海医药 (601607.SH)

工商一体化龙头，创新业态逻辑持续兑现

买入 (首次评级)

当前价格：19.28 元

投资要点：

➤ 核心管理层完成换届，期待持续改革释放经营潜力。

2023年公司顺利完成董监高班子换届，总裁和执行总裁均已就任，同时引入白云医药首席执行官、总裁董明先生担任公司执行董事，双方战略合作有望更上一层楼；2024年3月董事长杨秋华就任，核心管理层均完成调整。在新管理层带领下，公司有望持续改革，释放经营潜力。

➤ 商业：CSO 等新业态拓展+行业集中度提升有望驱动板块持续增长。

公司作为医药流通行业内领先的龙头之一，有望充分受益于行业集中度提升。近年来公司积极拓展创新商业业态，目前已是国内领先的进口总代平台和进口疫苗分销平台，而CSO业务于2023年实现与赛诺菲深度合作，成功打入海外大药企市场，在行业规范不断提高的情况下，优质的CSO平台稀缺性将逐步凸显，创新商业业务将驱动商业板块业绩持续增长。此外，板块“南北融合”等改革措施顺利落地，盈利潜能和经营效率有望充分释放。

➤ 工业：创新转型即将进入商业化兑现阶段，大品种战略持续落地。

近年来公司持续加大研发投入，创新转型进入商业化兑现阶段。截止2023年末，公司进入临床批件申请阶段、进入后续临床研究阶段以及进入研究者发起的临床研究（IIT）阶段的新药管线已有68项，其中创新药55项（含美国临床II期3项），改良型新药13项。在创新药管线中，已有3项提交pre-NDA或上市申请，4项处于关键性研究或临床III期阶段。此外，公司工业板块大品种战略持续落地，2023年销售过亿的品种数量达到48个；中药板块公司拥有6个中华老字号品牌（雷氏、龙虎、宏仁堂、余天成、鼎炉、神象），云南白药入股以来，双方合作的大品种开发策略成功落地，未来有望成为板块增长的持续驱动力。

➤ 盈利预测与投资建议

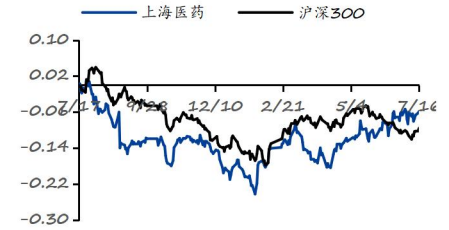
我们预计公司2024-2026年收入分别为2898/3205/3513亿元，同比增长11.3%/10.6%/9.6%，归母净利润分别为52.4/58.4/65.4亿元，分别同比增长39%/12%/12%，对应当前PE分别为13.6/12/11倍。考虑到公司商业和工业板块均贡献较大的利润占比，我们分别选取医药商业板块中的重药控股、九州通、国药股份、国药一致、柳药集团，医药工业板块中的复星医药、华润三九、丽珠集团（剔除最低值和最高值白云山、恒瑞医药）作为可比公司，上海医药估值高于可比公司平均水平，考虑到公司创新业态逻辑持续兑现，业绩增长确定性较强，估值溢价合理。公司作为全国流通行业龙头之一，商业板块创新业务快速发展，工业板块创新转型持续落地，首次覆盖，给予“买入”评级。

风险提示：研发风险、应收账款风险、行业政策风险

基本数据

总股本/流通股本(百万股)	3,703.63/1,931.85
流通A股市值(百万元)	37,245.99
每股净资产(元)	18.92
资产负债率(%)	62.25
一年内最高/最低价(元)	21.30/15.36

一年内股价相对走势



团队成员

分析师 盛丽华(S0210523020001)
 SLH30021@hfzq.com.cn
联系人 何展聪(S0210123040010)
 hzc30081@hfzq.com.cn

相关报告

财务数据和估值	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	231,981	260,295	289,817	320,482	351,311
增长率	7%	12%	11%	11%	10%
净利润(百万元)	5,617	3,768	5,236	5,843	6,539
增长率	10%	-33%	39%	12%	12%
EPS(元/股)	1.52	1.02	1.41	1.58	1.77
市盈率(P/E)	12.7	19.0	13.6	12.2	10.9
市净率(P/B)	1.1	1.0	1.0	0.9	0.9

数据来源：公司公告、华福证券研究所



正文目录

1 上海医药：工商一体化龙头，创新业态逻辑持续兑现	4
1.1 工商业一体化全国龙头，转型升级进行时	4
1.2 收入增长稳健，商业贡献绝大部分收入和过半利润	5
2 医药商业：全国流通巨头，CSO 等新业态持续拓展	7
2.1 医药流通行业：行业规模稳健增长，集中度持续提升	7
2.2 商业收入增长稳健，“南北融合”改革稳步推进，运营效率有望持续提升	9
2.3 CSO：持续发力的创新业务，有望成为板块强劲的增长驱动来源	10
2.4 加速商业创新业态发展，进口创新药、进口疫苗、非药业务持续扩张	11
3 医药工业：创新转型进行时，创新品种有望迎来商业化窗口	13
3.1 工业收入增长稳健，以重点领域和重点品种为抓手	13
3.2 创新转型即将迎来商业化拐点，在研管线持续优化有望提升经营效率	15
3.3 中药：中药业务资源深厚，持续推进大品种培育战略	17
4 盈利预测与投资建议	18
4.1 盈利预测	18
4.2 投资建议	18
5 风险提示	19

图表目录

图表 1：上海医药股权结构图（截止 2024.3.31）	
图表 2：公司董监高班子完成换届	
图表 3：2018-2024Q1 公司营业收入情况	
图表 4：2018-2024Q1 公司归母净利润情况	
图表 5：2018-2023 年公司分业务收入结构情况	
图表 6：2023 年公司归母净利润结构	
图表 7：2018-2024Q1 公司毛利率情况	
图表 8：2018-2023 年公司不同业务毛利率情况	
图表 9：2018-2024Q1 公司费用率情况	
图表 10：2018-2024Q1 公司与同行资产负债率比较	
图表 11：18-24Q1 公司与同行现金循环周期比较	
图表 12：2017-2022 年全国流通行业规模增长情况	
图表 13：2022 年流通行业规模按销售渠道划分	
图表 14：2020-2022 年医药流通行业集中度持续提升	
图表 15：2017-2022 年医药流通行业竞争格局变化情况	
图表 16：2015-2024Q1 公司医药商业收入情况	
图表 17：2018-2024Q1 公司商业板块归母净利润	1
图表 18：2018-2024Q1 公司商业板块净利率	1
图表 19：2022-2024Q1 公司 CSO 业务收入情况	1
图表 20：2022-2024Q1 CSO 业务收入占商业比例	1
图表 21：2018-2023 年公司引进进口新药数量	1
图表 22：2018-2023 年公司进口疫苗收入情况	1
图表 23：2018-2023 年进口疫苗收入占商业比例	1
图表 24：2020-2023 年公司器械大健康业务收入情况	1
图表 25：2020-2023 年公司器械大健康占商业比例	1
图表 26：2015-2024Q1 公司医药工业收入情况	1
图表 27：2018-2024Q1 公司工业板块归母净利润	1
图表 28：2018-2024Q1 公司工业板块净利率	1
图表 29：2018-2023 年公司销售过亿品种数量	1
图表 30：2019-2023 年公司重点品种收入情况	1
图表 31：2023 年公司工业收入按治疗领域划分	1
图表 32：2018-2023 年公司研发投入及研发费用情况	1



图表 33: 2018-2023 公司研发人员数量情况	1
图表 34: 上海医药在研管线 (截止 2023.12.31)	1
图表 35: 2024 年公司终止临床研发的项目情况	1
图表 36: 2022-2023 公司中药板块收入情况	1
图表 37: 2023 年公司旗下中药品牌	1
图表 38: 公司业绩拆分预测表	1
图表 39: 可比公司估值表	1
图表 40: 财务预测摘要	2



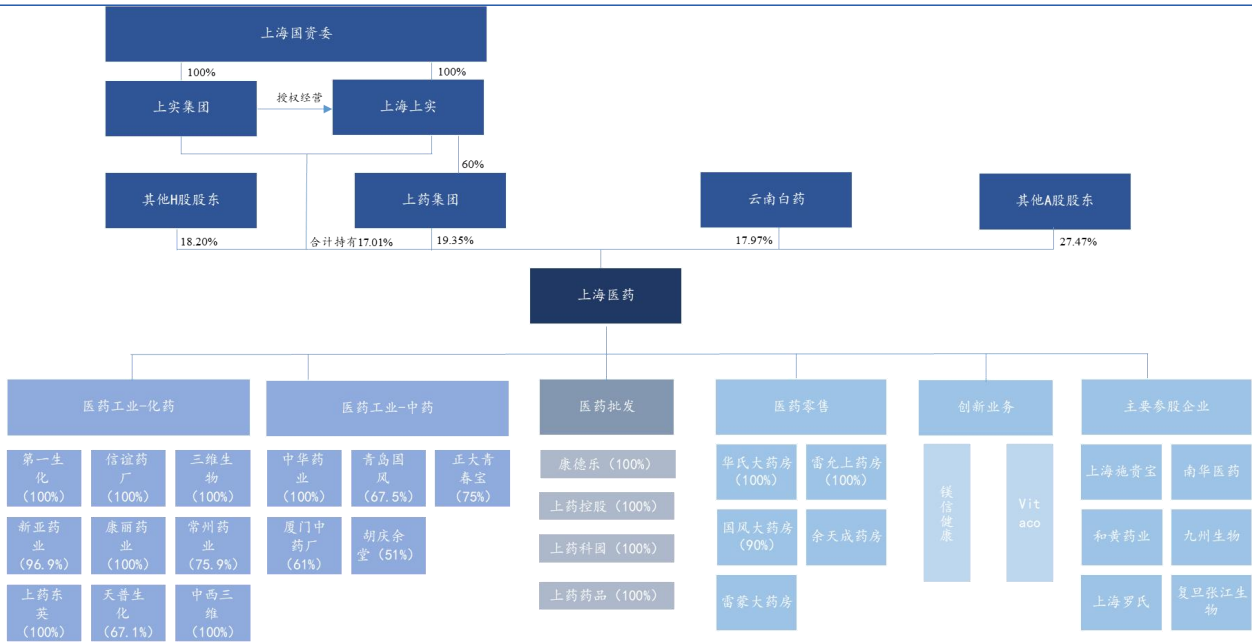
1 上海医药：工商一体化龙头，创新业态逻辑持续兑现

1.1 工商业一体化全国龙头，转型升级进行时

工商业一体化全国龙头，产业链全面布局。公司是国内大型医药集团，注册资本 37.03 亿元，主营业务覆盖医药工业与商业，2023 年营业收入 2603 亿元，位列《财富》世界 500 强与全球制药企业 50 强，综合实力位列中国医药企业前三。**在医药商业领域**，公司是国内第二大全国性医药流通企业和行业领先的进口药品服务平台，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 25 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。**在医药工业领域**，公司工业板块处于全国第一梯队位置，常年生产近 700 个中药和化药品种，20 多种剂型，2023 年过亿产品达 48 个。公司以满足临床需求为导向，不断加大创新投入，积极配置资源，加快自研和产品引入，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，公司目前已有 55 项创新药管线，其中已有三款创新药进入 NDA 或 Pre-NDA 阶段。

股权结构清晰，上海国资委为控股股东。公司股权结构清晰，控股股东为上海国资委，其通过上实集团、上海上实和上药集团合计控制公司 36.36% 股权。2022 年 4 月，公司通过定增引入云南白药作为战略投资者，深度结合云南白药的品牌和公司的研发能力，合作开发中药新老品种。

图表 1：上海医药股权结构图（截止 2024.3.31）



数据来源：公司官网，iFinD，华福证券研究所

核心管理层完成换届，期待持续改革释放经营潜力。2023 年公司顺利完成董监

高班子换届，总裁和执行总裁均已就任，同时引入白云医药首席执行官、总裁董明先生担任公司执行董事，双方战略合作有望更上一层楼；2024年3月董事长杨秋华就任，核心管理层均完成调整。在新管理层带领下，公司有望持续改革，释放经营潜力。

图表 2：公司董监高班子完成换届

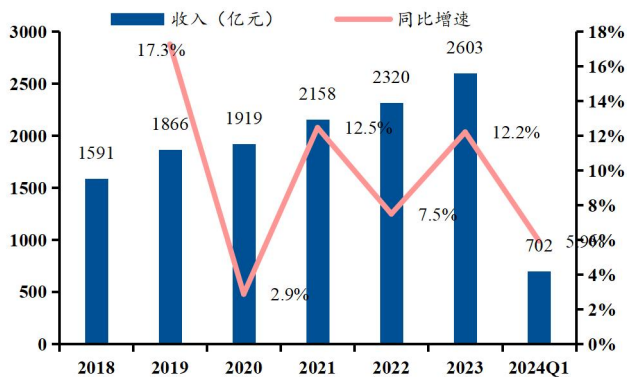
日期	职位	姓名	个人简历
2024/3/19	董事长	杨秋华	具有丰富的企业管理经验，曾任上海三维制药有限公司党委书记、总经理，上海实业投资有限公司副董事长、总经理，香港天厨有限公司董事长，上实投资（上海）有限公司副总裁，南洋兄弟烟草股份有限公司董事长，永发印务有限公司董事长等职务
2023/6/29	董事	董明	现任云南白药集团股份有限公司法定代表人、董事、首席执行官、总裁。
2023/6/29	执行总裁	李永忠	曾任上海市医药股份有限公司总经理助理、副总经理，医药分销事业部总经理、副总经理，上海市医药股份有限公司新药分公司副经理等职
2023/6/29	总裁	沈波	曾任上海金陵股份有限公司财务部副经理、上海实业医药投资股份有限公司财务总监、上海医药（集团）有限公司财务部总经理等职
2023/6/29	监事	马加	现任云南白药集团股份有限公司首席财务官，历任北京松下照明光源有限公司财务管理系系长，华为技术有限公司独联体地区部子公司财务总监
2023/6/29	职工监事	余卫东	现任上海医药（集团）有限公司党委委员、纪委书记，上海医药集团股份有限公司党委委员、纪委书记。

数据来源：iFinD，华福证券研究所

1.2 收入增长稳健，商业贡献绝大部分收入和过半利润

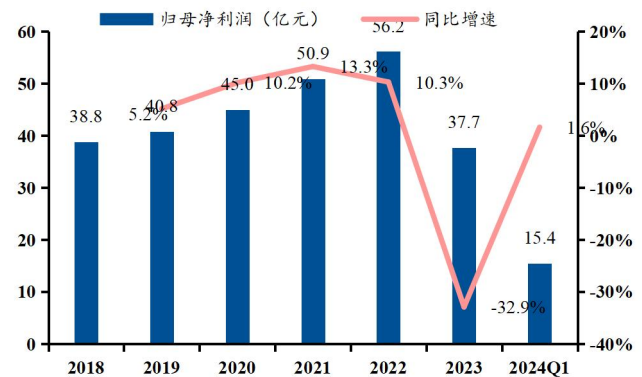
公司整体收入保持稳健增长，净利润受一次性因素影响有所扰动。从2018到2023年，公司营业收入从1591亿元增至2603亿元，年复合增速为10.3%，收入端增长稳健。归母净利润从2018到2022年从38.8亿元增至56.2亿元，年复合增速为9.7%，2023年公司归母净利润有所下滑，主要系受到上药康希诺减值、全资子公司第一生化被行政处罚款等影响，剔除一次性特殊损益后，公司2023年实现归母净利润49.2亿元，同比增长2.99%。2024Q1，公司实现营业收入702亿元，同比增长5.9%，实现归母净利润15.4亿元，同比增长1.6%，业绩维持稳健增长。

图表 3：2018-2024Q1 公司营业收入情况



数据来源：iFinD，华福证券研究所

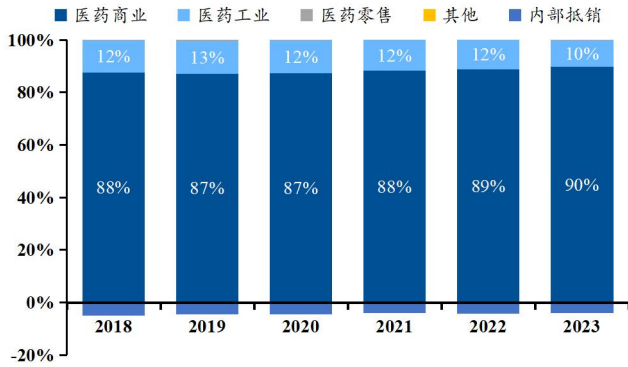
图表 4：2018-2024Q1 公司归母净利润情况



数据来源：iFinD，华福证券研究所

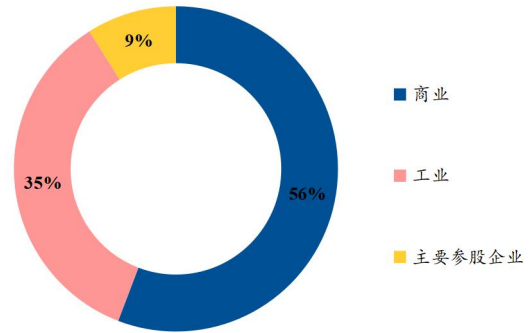
医药商业业务贡献主要收入，利润占比过半，工业贡献超 1/3 利润。公司医药商业业务收入占比最高，其次为医药工业业务，从 2018 到 2023 年，公司医药商业业务收入占比从 88% 升至 90%，医药工业业务占比从 12% 略降至 10%。从利润占比来看，2023 年公司商业板块实现归母净利润 33.5 亿元，工业板块实现归母净利润 21.2 亿元，主要参股企业贡献归母净利润 5.4 亿元，占比分别为 56%、35%、9%。（三者合计归母净利润大于公司整体归母净利润，差额主要系总部费用及研发投入）

图表 5：2018-2023 年公司分业务收入结构情况



数据来源：iFinD，华福证券研究所

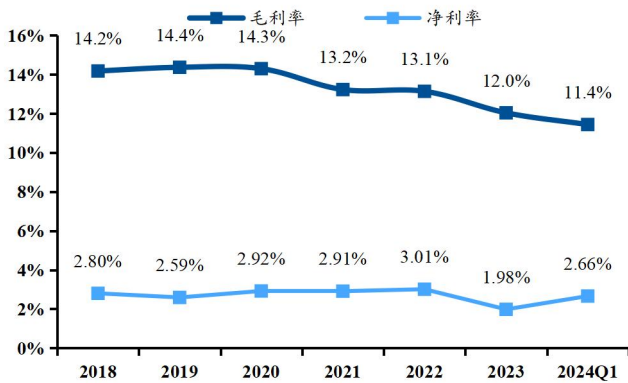
图表 6：2023 年公司归母净利润结构



数据来源：公司公告，华福证券研究所

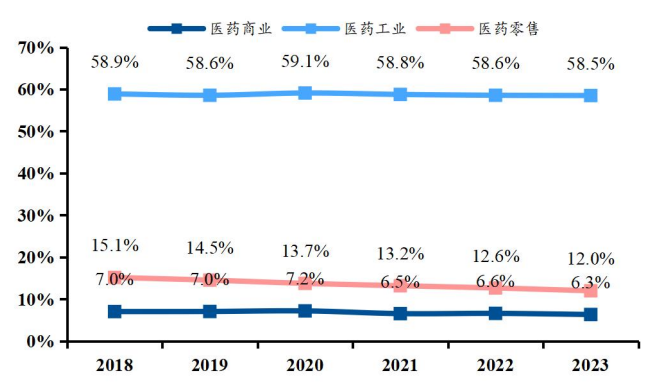
整体毛利率受收入结构变化等影响有所下滑，净利率整体维持平稳。公司整体毛利率有所下滑，从 2018 到 2023 年，公司毛利率从 14.2% 下降至 11.4%，我们认为毛利率下降主要系：（1）毛利率较低的医药商业业务占比有所提升，（2）医药商业业务毛利率受集采等影响有所下降，2018 到 2023 年从 7.0% 下降至 6.3%。医药工业业务毛利率整体维持平稳，医药零售毛利率有所下降。从净利率来看，公司整体净利率维持平稳，除去 2023 年因一次性损益有所下滑，其余年份净利率基本均在 2.5-3.0%。

图表 7：2018-2024Q1 公司毛利率情况



数据来源：iFinD，华福证券研究所

图表 8：2018-2023 公司不同业务毛利率情况

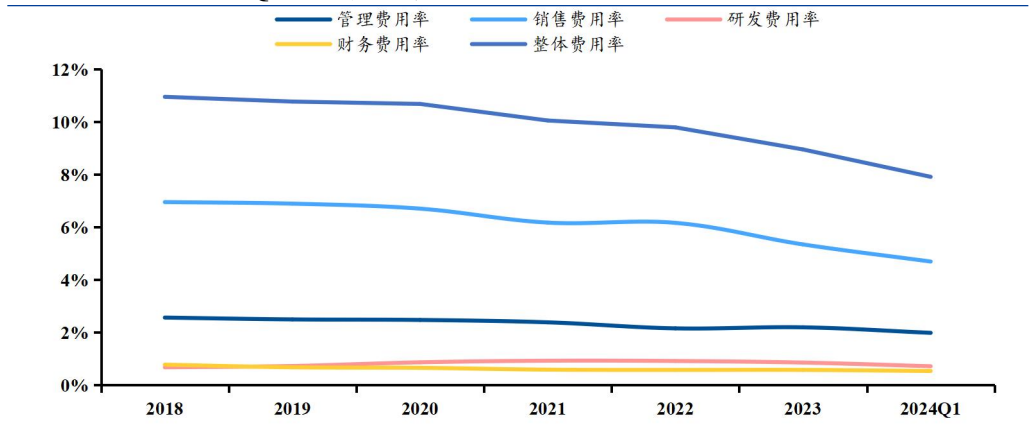


数据来源：iFinD，华福证券研究所

公司整体费用率控制得当。从 2018 年到 2024Q1，公司整体费用率从 10.95% 下降至 7.91%，其中管理费用率从 2.56% 下降至 1.98%，销售费用率从 6.95% 下降至

4.69%，财务费用率从 0.77% 下降至 0.53%，而研发费用率从 0.67% 提升至 0.71%。

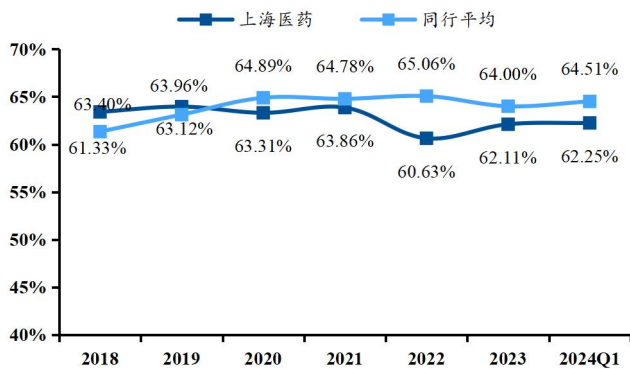
图表 9：2018-2024Q1 公司费用率情况



数据来源：iFinD，华福证券研究所

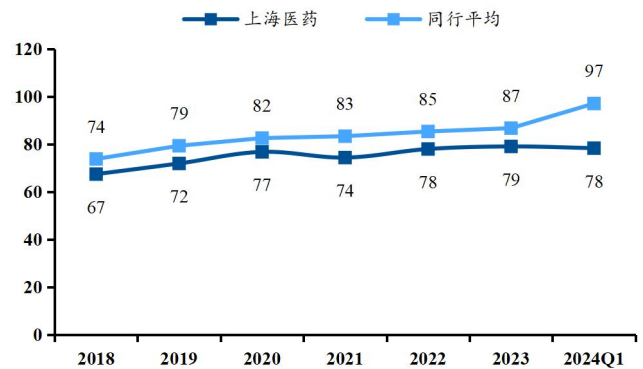
资产负债率及现金循环周期天数低于行业平均，运营情况稳健。2023 年公司的资产负债率为 62.11%，低于同行平均 64%，2020 年以来，公司资产负债率一直低于同行平均水平；2023 年现金循环周期为 79 天，明显低于同行平均的 87 天，公司现金循环周期自 2020 年以来基本保持平稳，而同行呈现逐步上升趋势，这表明公司在上下游均有更强的议价能力，现金回款能力更强。

图表 10：2018-2024Q1 公司与同行资产负债率比较



数据来源：iFinD，华福证券研究所

图表 11：18-24Q1 公司与同行现金循环周期比较



数据来源：iFinD，华福证券研究所

2 医药商业：全国流通巨头，CSO 等新业态持续拓展

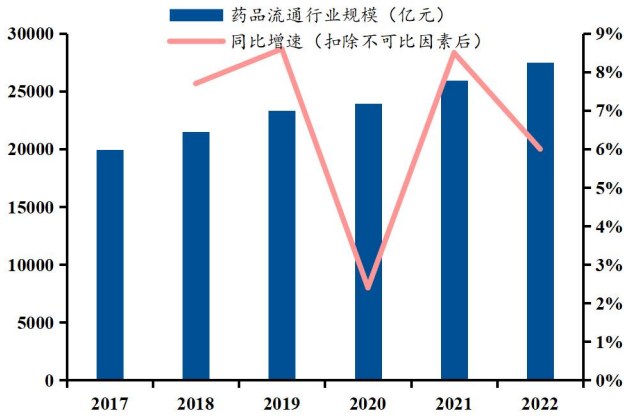
2.1 医药流通行业：行业规模稳健增长，集中度持续提升

2022 年全国医药流通行业规模为 27516 亿元，扣除不可比因素后同比增长 6.0%，从 2017 年到 2022 年，医药流通行业规模 CAGR 为 6.6%，规模增长稳健。

从销售渠道来看，2022 年对终端销售额为 19691 亿元，占比 71%，其中对医疗机构销售额为 13539 亿元，占比 49%，对零售和居民终端销售额为 6152 亿元，占

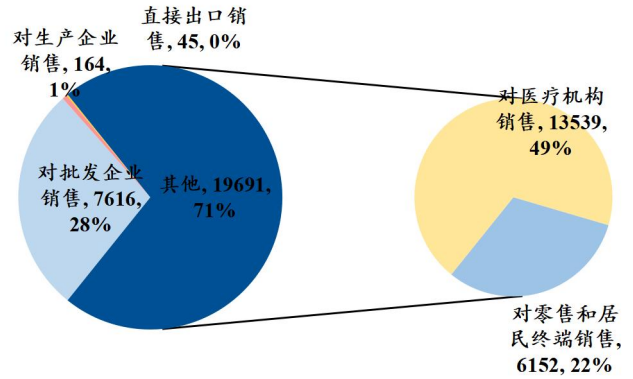
比 22%；对批发企业销售额为 7616 亿元，占比 28%。

图表 12：2017-2022 年全国流通行业规模增长情况



数据来源：商务部《药品流通行业运行统计分析报告》，华福证券研究所

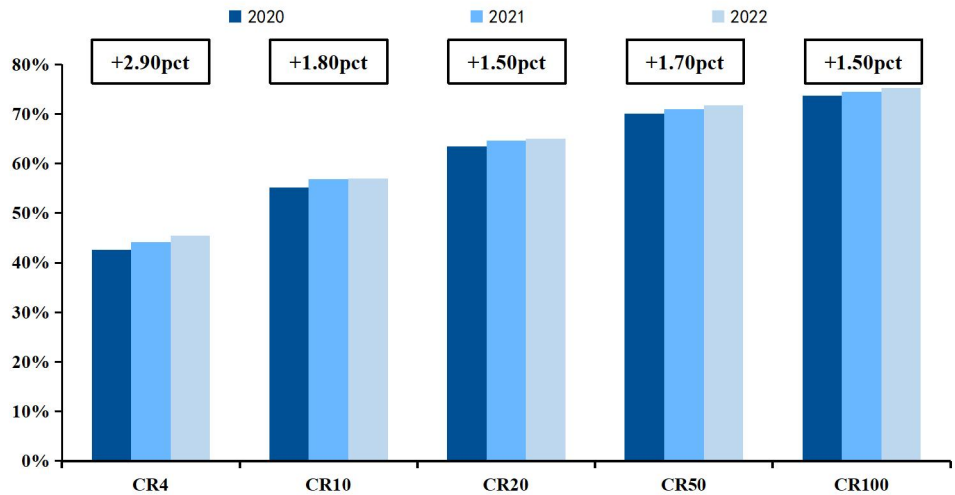
图表 13：2022 年流通行业规模按销售渠道划分



数据来源：商务部《药品流通行业运行统计分析报告》，华福证券研究所

医药流通行业集中度持续提升。近年来，受两票制、带量采购等政策的影响，头部企业的经营合规性、采购规模化等优势越发明显，中小型流通企业经营压力日益加剧，行业集中度持续提升。从 2020 到 2022 年，流通行业前百强公司市占率从 73.7% 提升至 75.2%，提升幅度 1.5pct，其中前 4 强公司市占率从 42.6% 提升至 45.5%，提升幅度 2.9pct，前 10 强公司市占率从 55.2% 提升至 57%，提升幅度 1.8%，集中度提升幅度均高于前百强公司集中度提升幅度。

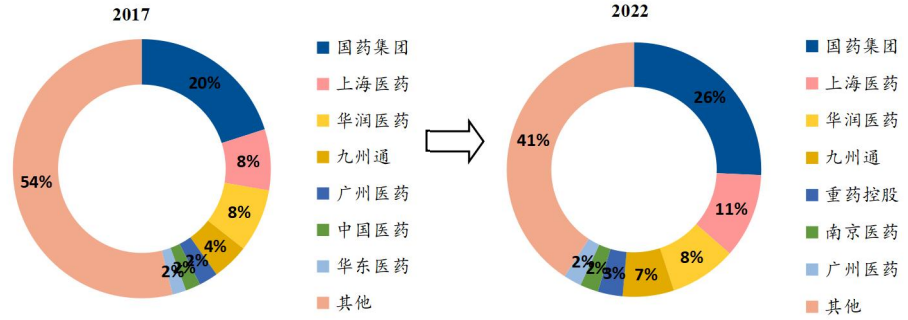
图表 14：2020-2022 年医药流通行业集中度持续提升



数据来源：商务部《药品流通行业运行统计分析报告》，华福证券研究所

公司为全国流通巨头，2022 年市占率稳居行业第二，有望持续受益于行业集中度提升。2022 年公司在流通行业市占率约为 11%，仅次于国药集团，排名行业第二。从 2017 到 2022 年，公司市占率从 8% 提升至 11%，行业排名从第三上升至第二。

图表 15: 2017-2022 年医药流通行业竞争格局变化情况

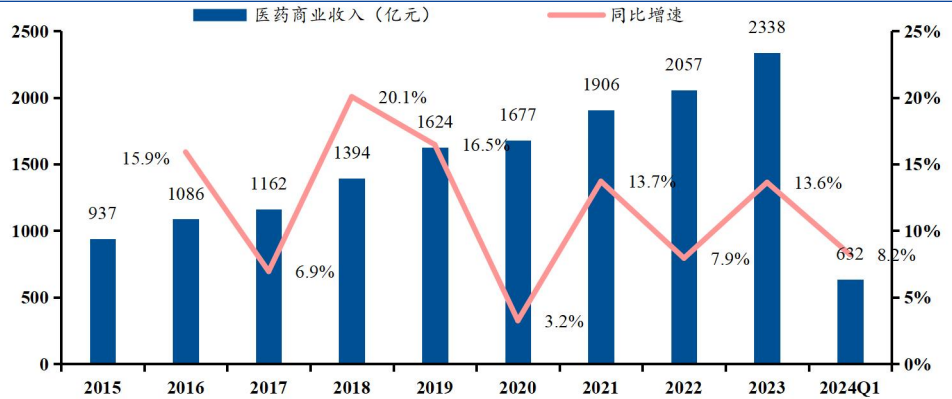


数据来源: 商务部《药品流通行业运行统计分析报告》, 华福证券研究所

2.2 商业收入增长稳健, “南北融合”改革稳步推进, 运营效率有望持续提升

商业业务收入增长稳健。从 2015 到 2023 年, 公司医药商业收入从 937 亿元增至 2338 亿元, CAGR 为 12.1%, 收入增长稳健。2024Q1 公司医药商业实现收入 632 亿元, 同比增长 8.2%。

图表 16: 2015-2024Q1 公司医药商业收入情况



数据来源: iFinD, 华福证券研究所

医药商业业务利润增长稳健, “南北融合”改革顺利落地, 商业板块内生经营效率有望持续提升。从 2018 到 2023 年, 公司医药商业板块归母净利润从 17.6 亿元增至 33.5 亿元, CAGR 为 13.8%, 利润增长稳健, 2024Q1 板块实现归母净利润 8.3 亿元, 同比增长 0.5%。从净利率来看, 从 2018 到 2023 年, 板块净利率从 1.26% 提升至 1.43% 盈利能力有所提升。

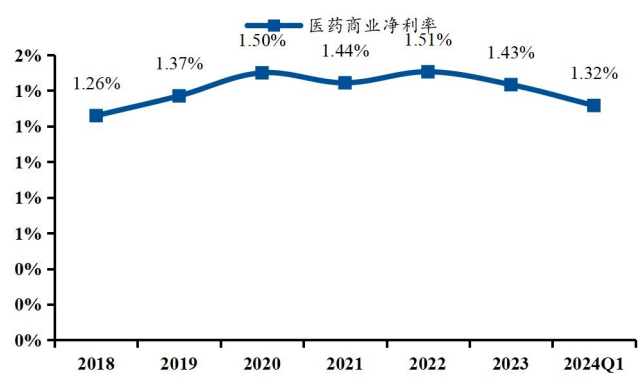
2023 年 8 月公司启动商业板块南北平台 (上药控股和上药科园) 整合项目, 成立了 15 个工作小组, 围绕“组织一体、业务一体、管理一体”制定具体落地方案, 有序有力推进各项整合工作。南北平台整合在 2023 年顺利完成, 实现一套体系、一套考核标准, 从总部穿透到各个层级公司, 有效提高内部运营效率。2024 年公司将从江苏、浙江、安徽等省份开始不断打造省级品牌。核心目标为提升整体盈利能力, 降低运营成本。随着南北融合持续推进, 板块内生经营效率有望持续提升。

图表 17: 2018-2024Q1 公司商业板块归母净利润



数据来源: 公司公告, 华福证券研究所

图表 18: 2018-2024Q1 公司商业板块净利率



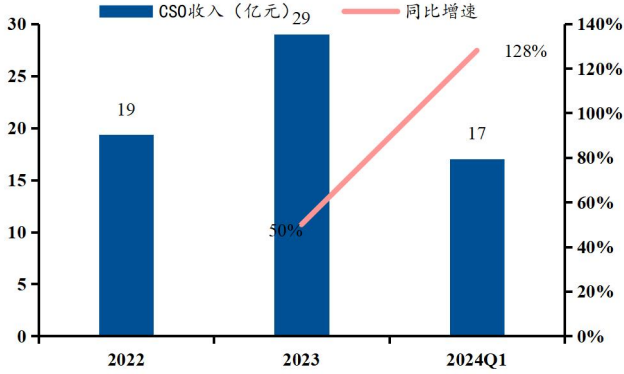
数据来源: 公司公告, 华福证券研究所

2.3 CSO: 持续发力的创新业务, 有望成为板块强劲的增长驱动来源

CSO 业务成功突破海外大药企市场, 业务增速显著。CSO 业务是指通过与药企签订协议, CSO 公司为其产品提供学术推广、消费者教育、产品入院、产品分销、渠道管理、供应链管理等服务, 能够有效为药企降本增效。公司最早于 2016 年开始和拜耳共同探索跨国药企在中国的 CSO 业务模式, 目前和拜耳的合作规模已超 10 亿元。2023 年公司药品 CSO 业务实现收入 29 亿元, 同比增长约 50%。2023 年末, 公司凭借丰富的业务经验以及严谨的合规管理, 成功与赛诺菲达成 CSO 战略合作, 该合作涉及重点疾病领域 20 多个产品, 合约规模超 50 亿, 是近年来医药产业工商之间规模最大、范围最广、程度最深的战略合作之一, 开启了中国商业营销服务新时代。

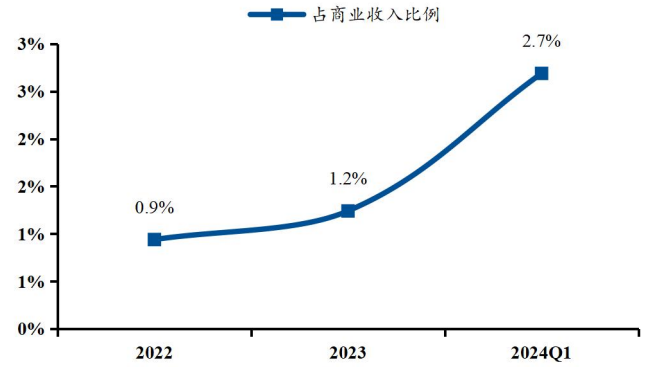
2024Q1, 公司药品 CSO 业务实现收入 17 亿元, 同比增长 128%, 合约产品数超 30 个, 团队成员超过 1600 人。我们认为, 随着集采政策不断推进和行业规范程度不断提高, CSO 将会成为各类型药企产品商业化的重要途径, 尤其是对合规要求更高的跨国药企, 其对 CSO 的依赖程度有望快速提升。公司业务能力已得到赛诺菲等头部跨国药企的认可, 有望为其承接显著的业务需求。

图表 19: 2022-2024Q1 公司 CSO 业务收入情况



数据来源: 公司公告, 华福证券研究所

图表 20: 2022-2024Q1 CSO 业务收入占商业比例

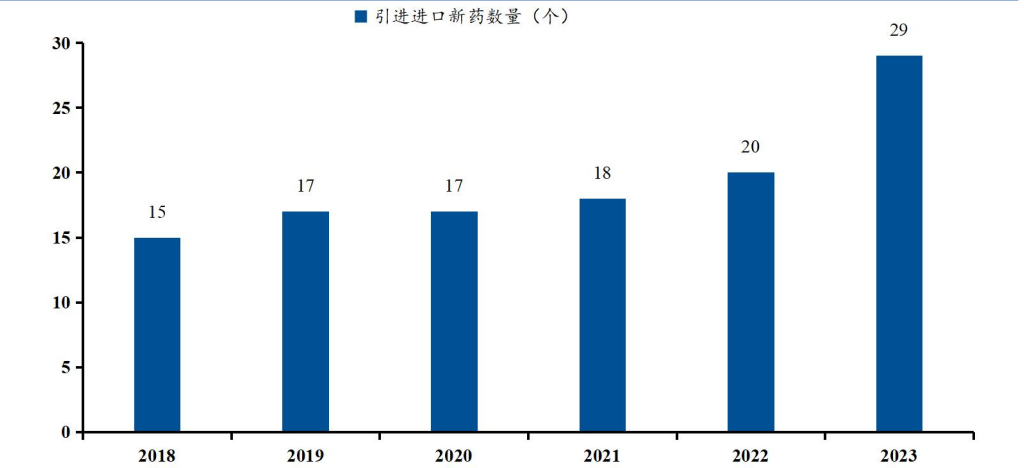


数据来源: 公司公告, iFinD, 华福证券研究所

2.4 加速商业创新业态发展, 进口创新药、进口疫苗、非药业务持续扩张

进口创新药: 全国领先的进口创新药总代。2018 年公司完成康德乐并购后, 成为全国最大的进口总代理商和总分销商, 2018 年公司进口药品占商业收入比例达 55.04%。公司着力打造创新药全生命周期服务平台, 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, 从 2018 到 2023 年每年引进的进口总代品种均不低于 15 个, 且呈现逐年上升的趋势。

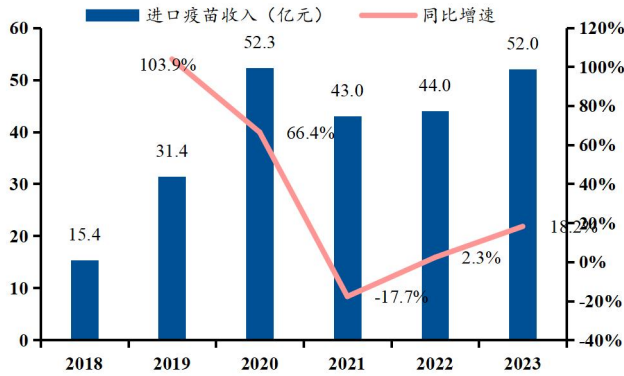
图表 21: 2018-2023 年公司引进进口新药数量



数据来源: 公司公告, 华福证券研究所

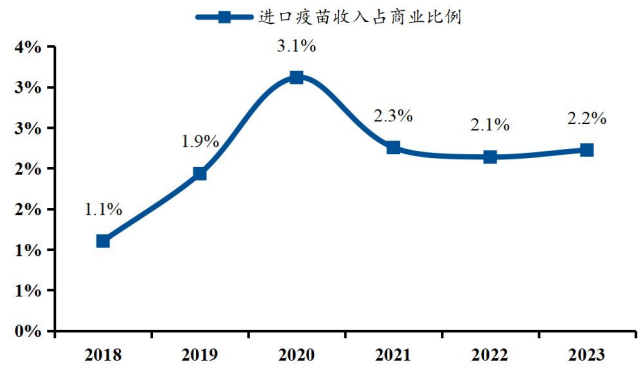
进口疫苗: 不断推进终端推广团队建设, 板块盈利能力有望持续提升。进口疫苗业务是公司重点布局的创新商业业务, 从 2018 到 2023 年, 公司进口疫苗业务收入从 15.4 亿元增至 52 亿元, CAGR 为 27.6%。公司不断推进进口疫苗终端推广团队建设, 24Q1 团队人数已从 23Q1 的 340 人增至 720 人, 并通过系统性培训及专业指导等方式不断提升其专业素养和服务意识。通过提供附加值更高的终端推广服务, 公司有望和上游厂家形成更深的绑定, 同时不断提高疫苗板块的盈利能力。

图表 22: 2018-2023 公司进口疫苗收入情况



数据来源: 公司公告, 华福证券研究所

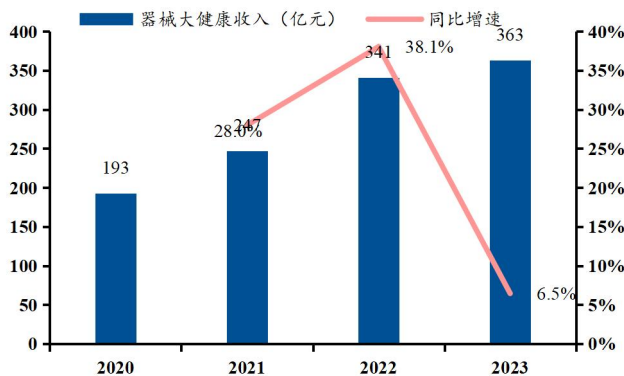
图表 23: 2018-2023 进口疫苗收入占商业比例



数据来源: 公司公告, iFinD, 华福证券研究所

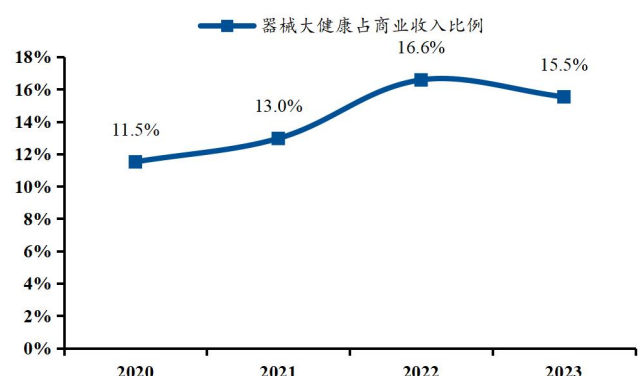
器械大健康业务: 积极探索非药业务拓展, 医美业务成为新增长点。公司积极探索器械、医美、健康食品等非药新业务拓展, 加快全国器械业务基础布局, 提升全价值链服务能级, 打造细分领域的专业化平台, 进一步推动公司多元化、多品种、多渠道发展。从 2020 到 2023 年, 公司器械大健康业务收入从 193 亿元增至 363 亿元, CAGR 为 23.4%, 占商业收入比例从 11.5% 提升至 15.5%。医美业务成为板块新的增长点, 2023 年上海、四川、浙江、北京等区域公司的医美业务快速增长, 药康德乐与仁会生物就贝那鲁肽注射液 (菲塑美®) 的销售推广达成合作, 以菲塑美为切入口打开形体市场, 目前产品已成功准入 300 家头部医美机构, 涵盖 11 家全国连锁型医美集团。

图表 24: 2020-2023 公司器械大健康业务收入情况



数据来源: 公司公告, 华福证券研究所

图表 25: 2020-2023 公司器械大健康占商业比例



数据来源: 公司公告, iFinD, 福证证券研究所

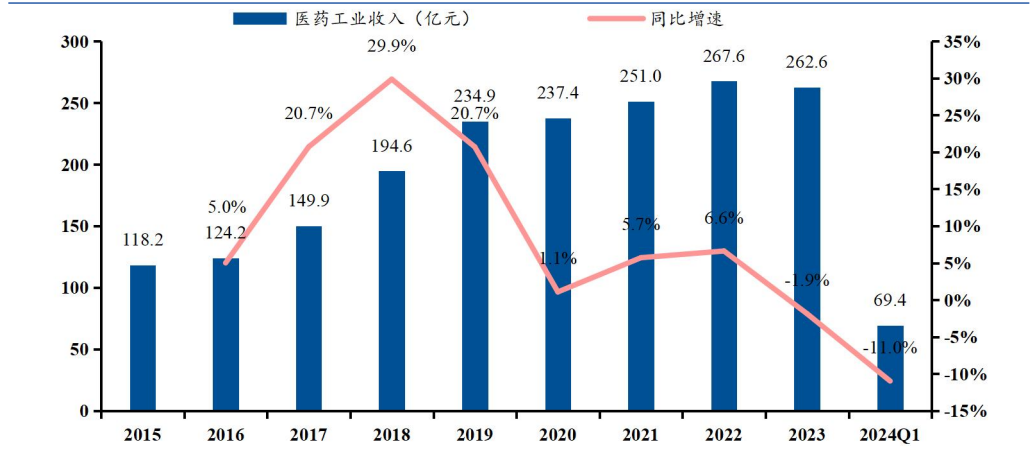
3 医药工业：创新转型进行时，创新品种有望迎来商业化窗口

3.1 工业收入增长稳健，以重点领域和重点品种为抓手

工业板块综合实力突出。2023 公司排名全球制药企业 50 强第 41 位，中国医药上市公司处方药销售第 2 位，中国医药化药企业百强第 3 位，中国医药研发产品线最佳 25 强第 5 位在国内 12 个省市以及海外建有药品生产基地，常年生产约 700 个药品品种，20 多种剂型。

工业业务收入增长稳健。从 2015 到 2023 年，公司医药工业收入从 118.2 亿元增至 262.6 亿元，CAGR 为 10.5%，收入增长稳健。受短期因素影响，2024Q1 公司医药工业实现收入 69.4 亿元，同比下滑 11%。

图表 26：2015-2024Q1 公司医药工业收入情况

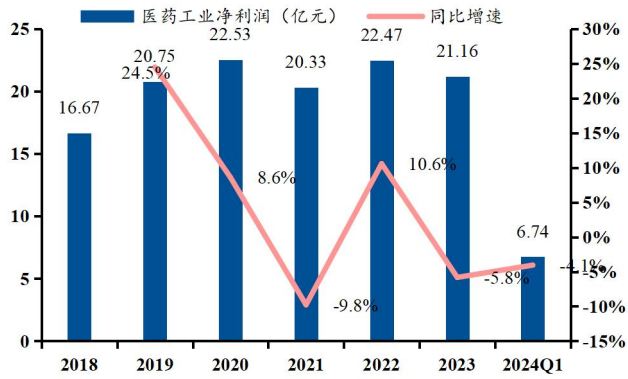


数据来源：iFinD，公司公告，华福证券研究所

工业业务盈利能力整体平稳。从 2018 到 2023 年，公司医药工业归母净利润从 16.67 亿元增至 21.16 亿元，CAGR 为 4.9%，板块净利率从 8.6% 略降至 8.1%。2024Q1 公司医药工业实现归母净利润 6.74 亿元，同比下滑 4.1%，净利率提升至 9.7%。

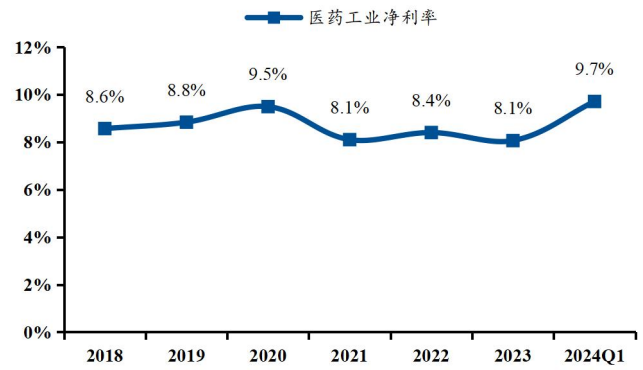


图表 27: 2018-2024Q1 公司工业板块归母净利润



数据来源: 公司公告, 华福证券研究所

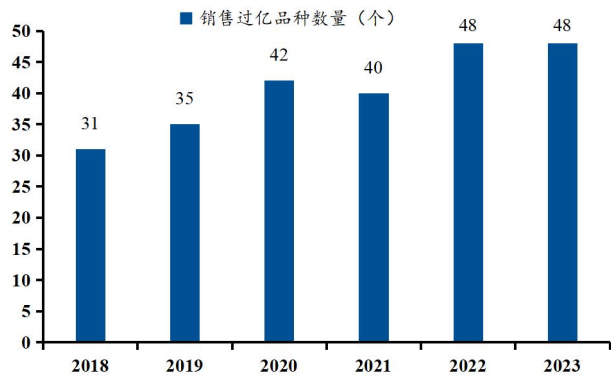
图表 28: 2018-2024Q1 公司工业板块净利率



数据来源: 公司公告, 华福证券研究所

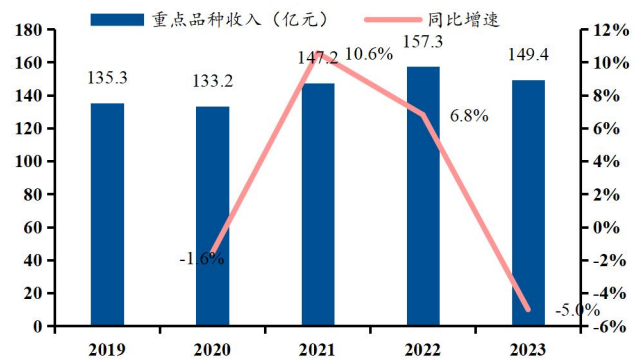
聚焦大品种和重点领域, 过亿品种数量持续增长。公司实行大品种战略, 聚焦重点品种和重点治疗领域。从 2018 到 2023 年, 公司销售过亿品种数量从 31 个增至 48 个; 从 2019 到 2023 年, 公司 60 个重点品种收入从 135.3 亿元增至 149.4 亿元, CAGR 为 2.51%, 2023 年重点品种占工业收入比例达 56.9%。从治疗领域来看, 公司聚焦于心血管、消化系统、免疫代谢、全身抗感染、精神神经和抗肿瘤等重点领域。

图表 29: 2018-2023 公司销售过亿品种数量



数据来源: 公司公告, 华福证券研究所

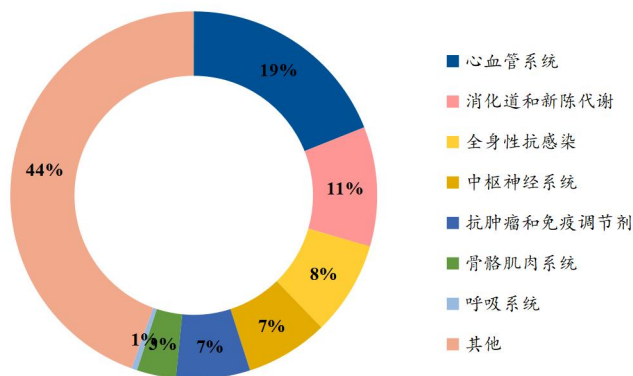
图表 30: 2019-2023 公司重点品种收入情况



数据来源: 公司公告, 华福证券研究所



图表 31：2023 年公司工业收入按治疗领域划分

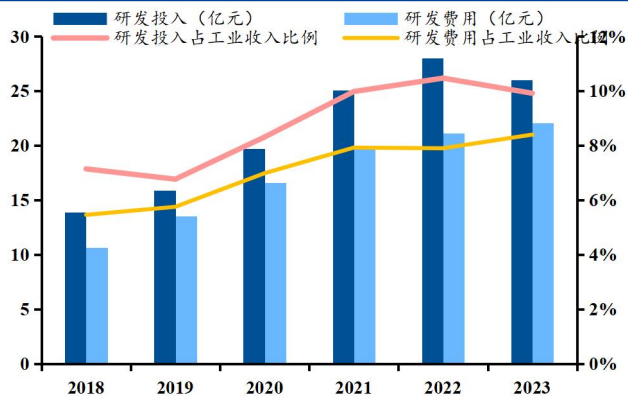


数据来源：公司公告，华福证券研究所

3.2 创新转型即将迎来商业化拐点，在研管线持续优化有望提升经营效率

创新转型战略坚定执行，研发投入持续加大。从 2018 到 2023 年，公司研发投入从 13.9 亿元增至 26 亿元，CAGR 为 13.4%，占工业收入比例从 7.1% 提升至 9.9%；其中研发费用从 10.6 亿元增至 22 亿元，CAGR 为 15.7%，占工业收入比例从 5.5% 提升至 8.4%。研发人员从 1020 人增至 1666 人，CAGR 为 10.3%。

图表 32：2018-2023 公司研发投入及研发费用情况



数据来源：iFinD，华福证券研究所

图表 33：2018-2023 公司研发人员数量情况



数据来源：iFinD，华福证券研究所

研发管线即将进入商业化兑现阶段。截止 2023 年末，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，兰索拉唑碳酸氢钠 1 款改良型新药上市。进入临床批件申请阶段、进入后续临床研究阶段以及进入研究者发起的临床研究（IIT）阶段的新药管线已有 68 项，其中创新药 55 项（含美国临床 II 期 3 项），改良型新药 13 项。**在创新药管线中，已有 3 项提交 pre-NDA 或上市申请，4 项处于关键性研究或临床 III 期阶段。**

- I001：I001 片（即 SPH3127；化学药品 1 类）是新一代口服非肽类小分子肾素抑制剂，其目前已有 3 个适应症处于临床试验中后阶段。其中针对高



血压适应症的 NDA 上市申请已于 2023 年 6 月获受理。目前统计结果显示主要终点已达到，Topline 结果证实非劣效成立，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。I001 对炎症性肠病和糖尿病肾病两项适应症正积极开展入组。

- X842: X842 是公司引进的 1 类新一代钾离子竞争性酸阻断剂(P-CAB)口服新药，反流性食管炎适应症的 NDA 上市申请已于 2023 年 2 月获受理。该类药物为竞争性阻断 H-K-ATP 酶中的钾离子活性，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。目前，P-CAB 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）。

图表 34：上海医药在研管线（截止 2023.12.31）

药物名称	治疗领域	适应症	IND/pre-IND IT	临床前	临床I期	临床II期	临床III期	NDA pre-NDA	药物名称	治疗领域	适应症	IND/pre-IND IT	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	→						B015	肿瘤	黑色素瘤	→					
I001	心血管	原发性轻、中度高血压	→						安利瑞	肿瘤	恶性胸腔积液	→					
SRD4610	精神神经	肌萎缩侧索硬化症	→						SV001	呼吸系统	特发性肺纤维化	→					
BCD-100	肿瘤	宫颈癌	→						I010	肿瘤	非小细胞肺癌	→					
BCD-100	肿瘤	非小细胞肺癌	→						I020	肿瘤	晚期实体瘤	→					
BCD-085	自身免疫	银屑病	→						I022-K	肿瘤	晚期实体瘤	→					
BCD-085	自身免疫	强直性脊柱炎	→						B001	肿瘤	非霍奇金淋巴瘤	→					
I008-A	感染	艾滋病慢性免疫激活	→						B002	肿瘤	乳腺癌	→					
I001-A	消化代谢	糖尿病肾病	→						B006	肿瘤	metastatic 大细胞淋巴瘤 (PCL), 霍奇金淋巴瘤	→					
I001-B	自身免疫	溃疡性结肠炎	→						B007	肿瘤	非霍奇金淋巴瘤	→					
I022	肿瘤	晚期实体瘤/局部肉瘤	→						I035	自身免疫	炎症性肠病	→					
I022联合用药	肿瘤	局部肉瘤	→						B019	肿瘤	白血病 (儿中心项目)	→					
I022联合用药	肿瘤	乳腺癌一线治疗	→						WST01	消化代谢	代谢综合征	→					
I022联合用药	肿瘤	乳腺癌后线治疗	→						WST04	肿瘤	实体瘤	→					
I022联合用药	肿瘤	乳腺癌脑转移	→						I039	自身免疫	炎症性肠病	→					
I036	肿瘤	尤文氏肉瘤	→						B001-A	自身免疫	多发性硬化	→					
I037	精神神经	急性缺血性脑卒中	→						B010-A	肿瘤	晚期肝癌	→					
百纳达南	感染	抗感染	→						自体细胞 免疫疗法	肿瘤	肺癌	→					
B013	肿瘤	乳腺癌	→						聪明汤	精神神经	阿尔兹海默症	→					
S1006	消化代谢	肠易激综合征	→						B007	自身免疫	天疱疮	→					
I008	自身免疫	类风湿	→						B007	自身免疫	重症肌无力	→					
B003	肿瘤	乳腺癌	→						B013	肿瘤	卵巢癌	→					
注射用丹酚酸A	心血管	冠心病心绞痛	→						BCD-021	肿瘤	非小细胞肺癌, 结直肠癌	→					
I025-A	肿瘤	HER2阳性晚期乳腺癌	→						C012	精神神经	阿尔兹海默症	→					
B001-C	自身免疫	视神经脊髓炎	→						I031	肿瘤	肿瘤	→					
B007-A	自身免疫	膜性肾病	→						I040	精神神经	抑郁症	→					
B015联合用药	肿瘤	晚期实体瘤	→														

数据来源：公司官网，华福证券研究所

在研管线持续优化，有望持续提升研发效率和经营效率。2024 年以来，公司先后宣布终止 3 个和 4 个研发项目，终止的 7 个研发项目累计研发投入 4.37 亿元。此

次终止的研发项目以早期项目为主，终止部分发展前景较弱的早期研发项目，将有利于公司更合理配置研发资源，聚焦优势研发项目，提升研发效率和经营效率。

图表 35：2024 年公司终止临床研发的项目情况

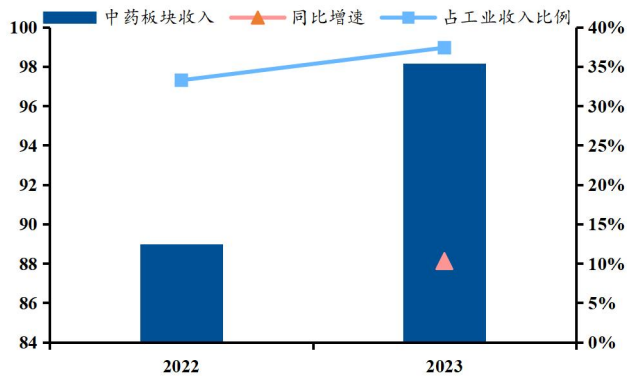
公告日期	项目	类型	临床阶段	适应症	累计研发投入
2024/5/1	I010	EGFR 抑制剂	I 期	NSCLC	0.48 亿元
	B002	HER2 单抗	I 期	HER2 乳腺癌	1.33 亿元
	B003	ADC	II 期	HER2 乳腺癌	1.41 亿元
2024/6/8	B001	CD20 单抗	I 期	B 细胞非霍奇金淋巴瘤	0.65 亿元
	B001-A	CD20 单抗	临床前	多发性硬症	0.06 亿元
	I022	CDK4/6 抑制剂	II 期	乳腺癌一线	0.07 亿元
	I022-K	CDK4/6 抑制剂	I 期	晚期实体瘤	0.37 亿元
合计					4.37 亿元

数据来源：公司公告，华福证券研究所

3.3 中药：中药业务资源深厚，持续推进大品种培育战略

公司在中药领域资源深厚。公司旗下拥有 8 家主要直管中药企业，多个中药核心品牌，6 个中华老字号品牌（雷氏、龙虎、宏仁堂、余天成、鼎炉、神象），旗下雷允上、国风、青春宝、好护士、胡庆余堂、厦门中药厂以及和黄药业 7 家企业荣获“2023 年中成药工业百强企业”。2023 年公司中药板块实现收入 98.17 亿元，同比增长 10.3%，占工业板块收入 37.4%。

图表 36：2022-2023 年公司中药板块收入情况



数据来源：公司公告，华福证券研究所

图表 37：2023 年公司旗下中药品牌



数据来源：公司官网，华福证券研究所

持续推进中药大品种培育战略。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%。另外，公司从临床价值、市场价值等角度评估，筛选出数个睡眠恢复产品，持续跟踪产品上市计划和进度，苏合香丸等产品已恢复销售。



4 盈利预测与投资建议

4.1 盈利预测

(1) 医药商业：公司作为医药流通行业龙头之一，有望充分受益于行业集中度的提升。同时，创新类业务如CSO、进口创新药、进口疫苗、器械大健康等有望持续驱动商业业务增长，我们假设24-26年公司医药商业业务收入增速分别为12.6%/10.7%/9.6%；毛利率假设随着创新类业务占比提升而略有提升，分别为6.4%/6.5%/6.5%。

(2) 医药工业：创新转型即将进入商业化兑现期，有望成为工业板块较强的业绩驱动因素，中药方面，公司大品种战略顺利推进，云南白药的战略合作有望持续赋能中药大品种开发，为板块业绩增长持续提供动能。同时，考虑到第一生化产品降价等短期影响，我们假设24-26年公司医药工业业务收入增速分别为1.0%/9.9%/10.1%；毛利率假设维持稳定，分别为58.5%/58.5%/58.5%。

图表 38：公司业绩拆分预测表

亿元	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入	2158	2320	2603	2898	3205	3513
同比增速	12.5%	7.5%	12.2%	11.3%	10.6%	9.6%
毛利率	13.2%	13.1%	12.0%	11.6%	11.6%	11.7%
医药商业	1906	2057	2338	2633	2914	3192
同比增速	13.7%	7.9%	13.6%	12.6%	10.7%	9.6%
毛利率	6.5%	6.6%	6.3%	6.4%	6.5%	6.5%
医药工业	251	268	263	265	291	321
同比增速	5.7%	6.6%	-1.9%	1.0%	9.9%	10.1%
毛利率	58.7%	58.5%	58.5%	58.5%	58.5%	58.5%
医药零售	78	83	91	100	110	121
同比增速	-8.8%	6.4%	10.2%	10.0%	10.0%	10.0%
毛利率	13.2%	12.6%	12.0%	12.0%	12.0%	12.0%
其他	2	1	3	3	3	4
同比增速	-28.2%	-40.5%	97.9%	10.0%	10.0%	10.0%
毛利率	39.7%	16.0%	12.3%	12.3%	12.3%	12.3%
内部抵销	-87	-97	-103	-116	-128	-140
内部抵销成本	-86	-96	-99	-111	-123	-135

数据来源：iFinD，华福证券研究所

4.2 投资建议

我们预计公司2024-2026年收入分别为2898/3205/3513亿元，同比增长11.3%/10.6%/9.6%，归母净利润分别为52.4/58.4/65.4亿元，分别同比增长



39%/12%/12%，对应当前 PE 分别为 13.6/12/11 倍。考虑到公司商业和工业板块均贡献较大的利润占比，我们分别选取医药商业板块中的重药控股、九州通、国药股份、国药一致、柳药集团，医药工业板块中的复星医药、华润三九、丽珠集团（剔除最低值和最高值白云山、恒瑞医药）作为可比公司，上海医药估值高于可比公司平均水平，考虑到公司创新业态逻辑持续兑现，业绩增长确定性较强，估值溢价合理。公司作为全国流通行业龙头之一，商业板块创新业务快速发展，工业板块创新转型持续落地，首次覆盖，给予“买入”评级。

图表 39：可比公司估值表

所属板块	证券代码	可比公司	市值 (亿元)	归母净利润 (亿元)			PE		
				2024E	2025E	2026E	2024E	2025E	2026E
医药商业	000950.SZ	重药控股	79	9.8	11.4	13.1	8.11	6.97	6.07
	600998.SH	九州通	233	28.1	30.1	33.7	8.32	7.75	6.94
	600511.SH	国药股份	235	23.8	26.3	29.1	9.87	8.93	8.07
	000028.SZ	国药一致	161	18.5	20.6	22.4	8.70	7.79	7.18
	603368.SH	柳药集团	67	10.2	12.3	14.8	6.60	5.47	4.55
		医药商业平均值					8.32	7.38	6.56
医药工业	600332.SH	白云山	460	45.5	50.3	55.5	10.11	9.14	8.29
	600196.SH	复星医药	547	34.4	41.9	48.6	15.92	13.06	11.26
	600276.SH	恒瑞医药	2,612	54.8	64.8	77.5	47.71	40.34	33.70
	000999.SZ	华润三九	538	33.2	38.0	43.2	16.19	14.16	12.44
	000513.SZ	丽珠集团	286	21.9	24.7	28.0	13.06	11.60	10.22
		医药工业平均值					15.06	12.94	11.30
	整体平均值					11.69	10.16	8.93	
	601607.SH	上海医药	714	52.4	58.4	65.4	13.64	12.22	10.92

数据来源：iFinD，华福证券研究所，除国药一致、国药股份外其余公司净利润预测均为 iFinD 一致预期，预测时间为 2024/7/16

5 风险提示

研发风险：创新药研发项目周期长、投入大，相关进展、审批结果以及时间都具有一定的不确定性，存在项目研发进度或者临床试验结果不及预期的风险。

应收账款风险：在公立医院综合改革、部队医疗改革、分级诊疗逐步实施等影响下，医疗终端货款回笼周期或延长，从而增加公司的资金成本和资金压力。

行业政策风险：带量采购、两票制等政策对医药批发业务的盈利能力有较大影响，若相关政策边际大幅收紧，相关业务或将会受到较大冲击，从而影响整体经营。


图表 40：财务预测摘要

资产负债表					利润表				
单位:百万元	2023A	2024E	2025E	2026E	单位:百万元	2023A	2024E	2025E	2026E
货币资金	30,518	40,046	48,527	58,704	营业收入	260,295	289,817	320,482	351,311
应收票据及账款	74,843	79,800	86,688	93,323	营业成本	228,967	256,100	283,149	310,153
预付账款	3,190	3,568	3,945	4,321	税金及附加	738	822	909	996
存货	36,623	40,470	44,199	47,817	销售费用	13,902	14,319	15,835	17,358
合同资产	0	0	0	0	管理费用	5,712	6,360	7,033	7,709
其他流动资产	17,260	17,854	18,725	19,571	研发费用	2,204	2,160	2,286	2,452
流动资产合计	162,434	181,737	202,085	223,736	财务费用	1,486	1,655	1,831	2,007
长期股权投资	8,352	8,352	8,352	8,352	信用减值损失	-280	-312	-345	-378
固定资产	12,155	11,796	11,444	11,281	资产减值损失	-561	-625	-691	-757
在建工程	3,570	3,542	3,701	3,695	公允价值变动收益	405	451	499	547
无形资产	6,051	6,129	6,001	5,853	投资收益	-68	533	533	533
商誉	11,393	11,393	11,393	11,393	其他收益	793	986	1,091	1,196
其他非流动资产	8,018	8,153	8,272	8,375	营业利润	7,667	9,435	10,527	11,775
非流动资产合计	49,539	49,366	49,163	48,950	营业外收入	41	46	50	55
资产合计	211,973	231,103	251,248	272,686	营业外支出	654	299	330	362
短期借款	35,560	39,117	43,028	47,331	利润总额	7,054	9,182	10,247	11,468
应付票据及账款	54,632	61,106	67,561	74,004	所得税	1,888	2,003	2,236	2,502
预收款项	0	0	0	0	净利润	5,167	7,179	8,012	8,966
合同负债	1,971	2,194	2,426	2,660	少数股东损益	1,399	1,943	2,169	2,427
其他应付款	17,702	19,710	21,795	23,892	归属母公司净利润	3,768	5,236	5,843	6,539
其他流动负债	12,506	13,694	14,643	15,536	EPS (按最新股本摊薄)	1.02	1.41	1.58	1.77
流动负债合计	122,372	135,821	149,453	163,423					
长期借款	5,786	5,806	5,826	5,846	主要财务比率				
应付债券	0	0	0	0		2023A	2024E	2025E	2026E
其他非流动负债	3,488	3,488	3,488	3,488	成长能力				
非流动负债合计	9,275	9,295	9,315	9,335	营业收入增长率	12.2%	11.3%	10.6%	9.6%
负债合计	131,646	145,116	158,768	172,758	EBIT 增长率	-15.6%	26.9%	11.4%	11.6%
归属母公司所有者权益	68,524	72,242	76,566	81,587	归母公司净利润增长率	-32.9%	39.0%	11.6%	11.9%
少数股东权益	11,802	13,745	15,914	18,341	获利能力				
所有者权益合计	80,326	85,987	92,480	99,928	毛利率	12.0%	11.6%	11.6%	11.7%
负债和股东权益	211,973	231,103	251,248	272,686	净利率	2.0%	2.5%	2.5%	2.6%
					ROE	4.7%	6.1%	6.3%	6.5%
					ROIC	10.1%	11.1%	11.2%	11.3%
现金流量表					偿债能力				
单位:百万元	2023A	2024E	2025E	2026E	资产负债率	62.1%	62.8%	63.2%	63.4%
经营活动现金流	5,232	9,869	8,494	9,887	流动比率	1.3	1.3	1.4	1.4
现金收益	8,341	10,680	11,684	12,788	速动比率	1.0	1.0	1.1	1.1
存货影响	-2,163	-3,847	-3,729	-3,618	营运能力				
经营性应收影响	-5,044	-4,710	-6,575	-6,253	总资产周转率	1.2	1.3	1.3	1.3
经营性应付影响	4,667	8,482	8,540	8,540	应收账款周转天数	97	95	94	92
其他影响	-570	-736	-1,426	-1,569	存货周转天数	56	54	54	53
投资活动现金流	-2,492	-743	-594	-507	每股指标(元)				
资本支出	-2,904	-1,538	-1,519	-1,497	每股收益	1.02	1.41	1.58	1.77
股权投资	881	0	0	0	每股经营现金流	1.41	2.66	2.29	2.67
其他长期资产变化	-469	795	925	990	每股净资产	18.50	19.51	20.67	22.03
融资活动现金流	232	402	582	797	估值比率				
借款增加	7,050	3,576	3,932	4,323	P/E	19	14	12	11
股利及利息支付	-4,916	-3,865	-4,016	-4,181	P/B	1	1	1	1
股东融资	354	0	0	0	EV/EBITDA	13	11	10	9
其他影响	-2,257	692	666	655					

数据来源：公司报告、华福证券研究所



分析师声明

本人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，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，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收到任何形式的补偿。

一般声明

华福证券有限责任公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。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，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，该等公开资料的准确性及完整性由其发布者负责，本公司及其研究人员对该等信息不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，之后可能会随情况的变化而调整。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及资料保持在最新状态，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。

在任何情况下，本报告所载的信息或所做出的任何建议、意见及推测并不构成所述证券买卖的出价或询价，也不构成对所述金融产品、产品发行或管理人作出任何形式的保证。在任何情况下，本公司仅承诺以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告以供投资者参考，但不就本报告中的任何内容对任何投资做出任何形式的承诺或担保。投资者应自行决策，自担投资风险。

本报告版权归“华福证券有限责任公司”所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。未经授权的转载，本公司不承担任何转载责任。

特别声明

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	评级	评级说明
公司评级	买入	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅在 20% 以上
	持有	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅介于 10% 与 20% 之间
	中性	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅介于 -10% 与 10% 之间
	回避	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅介于 -20% 与 -10% 之间
	卖出	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅在 -20% 以下
行业评级	强于大市	未来 6 个月内，行业整体回报高于市场基准指数 5% 以上
	跟随大市	未来 6 个月内，行业整体回报介于市场基准指数 -5% 与 5% 之间
	弱于大市	未来 6 个月内，行业整体回报低于市场基准指数 -5% 以下

备注：评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准；香港市场以恒生指数为基准，美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准（另有说明的除外）

联系方式

华福证券研究所 上海

公司地址：上海市浦东新区浦明路 1436 号陆家嘴滨江中心 MT 座 20 层

邮编：200120

邮箱：hfyjs@hfzq.com.cn