

上海医药——工商一体化龙头企业，整装待发迎边际催化

股票投资评级：买入|首次覆盖

中邮证券研究所

蔡明子（首席分析师）

SAC编号：S1340523110001

龙永茂（分析师）

SAC编号：S1340523110002

中邮证券

2024年8月5日

➤ 工商一体化龙头企业，基本盘稳固，资产结构优化有望带动释放业绩增量

上海医药是工商一体化的大型综合型龙头企业。2010年，上海医药于A股上市，次年于港股上市。上市后的上海医药加快了业务布局的步伐，通过收购科园信海和康德乐奠定了公司在商业领域的领先地位，与云南白药的混改协同，又开启了公司发展的新篇章。

商业板块中高毛利CSO业务收入体量有望快速增加，利润贡献占比将快速提升。 公司是国内全国性医药流通龙头企业和领先的进口药品服务平台，位列2022年全国药品批发企业百强第2位。营业总收入主要由商业板块贡献，占比约90%。2023年年末，公司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，合约规模超50亿。2023年公司药品CSO业务销售金额约29亿元，因此我们判断2024年CSO业务收入规模有望快速增长。同时，CSO业务毛利率预计超20%，远高于传统配送业务不到10%的毛利率，利润贡献占比有望快速提升。公司与赛诺菲的合作涵盖范围广泛，合作程度深远，有助于公司积累行业口碑，为后续在药品CSO领域长远发展打下坚实基础。

工业板块在化药与中药领域实力雄厚，创新药在研产品逐步进入收获期。 2023年工业板块实现销售收入262.57亿元，同比减少1.87%，主要受到重点产品降价等影响；其中中药收入98.17亿元，同比增长10.30%。公司目前中药有16个过亿品种，拥有六个中华老字号品牌，包括“鼎炉”、“神象”、“雷氏”、“龙虎”、“宏仁堂”、“余天成”在内的品牌历史悠久、文化底蕴深厚。公司与云南白药、天津医药构成“云天上”联盟、强强联合在中药领域的业务协同有望助推公司中药业务蓬勃发展。创新药方面，公司2020年发起设立500亿生物医药产业基金；2021年与中科院、张江集团等单位共同组建上海生物医药前沿产业创新中心，研发实力得到多维度增强。同时研发管线逐步进入兑现收获期，公司工业板块有望迎来较快发展。目前已有安柯瑞（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款创新药，兰索拉唑碳酸氢钠1款改良型新药上市。另有多款产品在临床研究中后期，管线梯度布局丰富，后续有望持续兑现收入。

➤ 管理层改革完成，降本增效促使经营活力不断释放

目前公司管理层换届完成，新董事长已经就任，同时公司引入外部监督管理机制，核心管理层来自包括大股东上实集团、云南白药和上药体系，高管团队具备丰富的企业管理经验，体制机制改革得到进一步深化。新管理层上任后推动一系列降本增效工作，对销售平台进行南北融合，缩减收益不明显的研发项目，有效降低各项费用，公司经营活力有望不断提升、业绩预计逐步释放。

➤ **盈利预测：** 我们预计公司2024-2026年实现归母净利润分别为53.07/58.52/64.40亿元，对应EPS分别为1.43/1.58/1.74元，当前股价对应PE分别为13.56/12.30/11.18倍，首次覆盖，给予“买入”评级。

➤ **风险提示：** 研发进度不及预期，合作进展不及预期。

目录

- 一 | **管理层换届完成，降本增效有望不断释放业绩**
- 二 | **商业龙头地位稳固，CSO业务发展带来增量**
- 三 | **工业板块多年布局，逐步进入收获期**
- 四 | **盈利预测与风险提示**

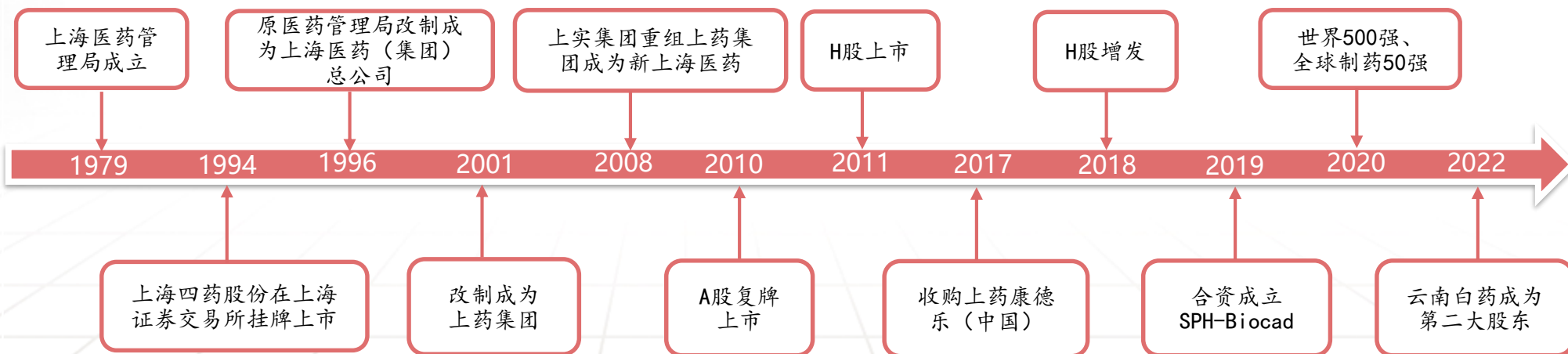
—

管理层换届完成，降本增效有望释放业绩

上海医药具有悠久的发展历史

- 上海医药是工商一体化的大型综合型龙头企业，原名上海四药股份有限公司，于1994年在上海证券交易所上市，其前身为1979年成立的上海市医药管理局。2001年公司改制为上海医药（集团）有限公司，2008年进入上实集团。2010年，上实集团和上药集团医药资产重组，上海医药集团股份有限公司整体上市。次年，上海医药于港股上市，成为两地上市的龙头企业。
- 上市后的上海医药加快了业务布局的步伐，通过收购科园信海和收购康德乐两笔大并购奠定了公司在商业领域的领先地位。与云南白药的混改协同，又开启了公司发展的新篇章。2011年上海医药支付约35.69亿元完成对中信医药实业有限公司股权收购，并将其更名为“上药科园信海医药有限公司”。2018年公司又以5.76亿美元完成了对康德乐中国业务的并购，获得了国内领先的进口医药代理平台，基于此不断发展壮大公司的进口代理业务。2022年公司与云南白药实施重大战略合作，云南白药通过认购上海医药的非公开发行募集资金，成为上海医药第二大股东。

图表1：上海医药历史沿革



资料来源：公司官网、公司公告、中邮证券研究所

对外合作不断深化业务版图

- 2018年通过收购康德乐，使得公司成功完成进口医药代理平台的布局，同年公司收购组建了美国上药费城实验室，进一步加深海外研发布局。2019年，公司与俄罗斯生物药企BIOCAD合作成立合资公司上药博康，成为上海医药研发创新转型和国际化发展的又一里程碑事件。2021年，公司取得贵州生诺新型抑酸剂X842项目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，目前已经成为公司进展最快的研发项目之一。近几年，公司持股的上海云健康、镁信健康完成多轮融资，获得博裕资本、利来亚洲基金等多家市场知名投资机构的青睐，是公司体外培育具有广阔发展前景的优质企业。

图表2：对外合作不断深化业务版图

时间	项目名称	并购/合作对象	投资金额
2018年	收购康德乐中国	康德乐	5.57亿USD
	收购组建美国上药费城实验室	——	——
	参股美国Oncternal公司	Oncternal	1700万USD
	合资设立上海惠永药物研究有限公司	国内高端制剂团队	注册资本金1亿RMB
2019年	完成收购广东天普26.34%股权，实现控股	广东天普	1.44亿USD RMB
	与俄罗斯生物药企BIOCAD合作成立合资公司上药博康	俄罗斯BIOCAD	3006万USD
	上药药材并购重庆慧远药业有限公司	慧远药业有限公司	4.68亿元RMB
	四川省国嘉医药科技有限责任公司并购项目	国嘉医药科技有限责任公司	——
	取得LT3001项目在中国大陆地区开发权益	台湾顺天医药	2.6亿元RMB
2020年	成为翰森制药港股IPO的基石投资者	翰森制药	——
	作为领投方参与成都威斯克生物医药有限公司的A轮融资	威斯克生物医药有限公司	募集资金共计3亿RMB
	与康希诺生物达成战略合作	康希诺	——
	参与设立上海生物医药产业股权投资基金	——	总规模500亿元RMB

对外合作不断深化业务版图

续表：对外合作不断深化业务版图

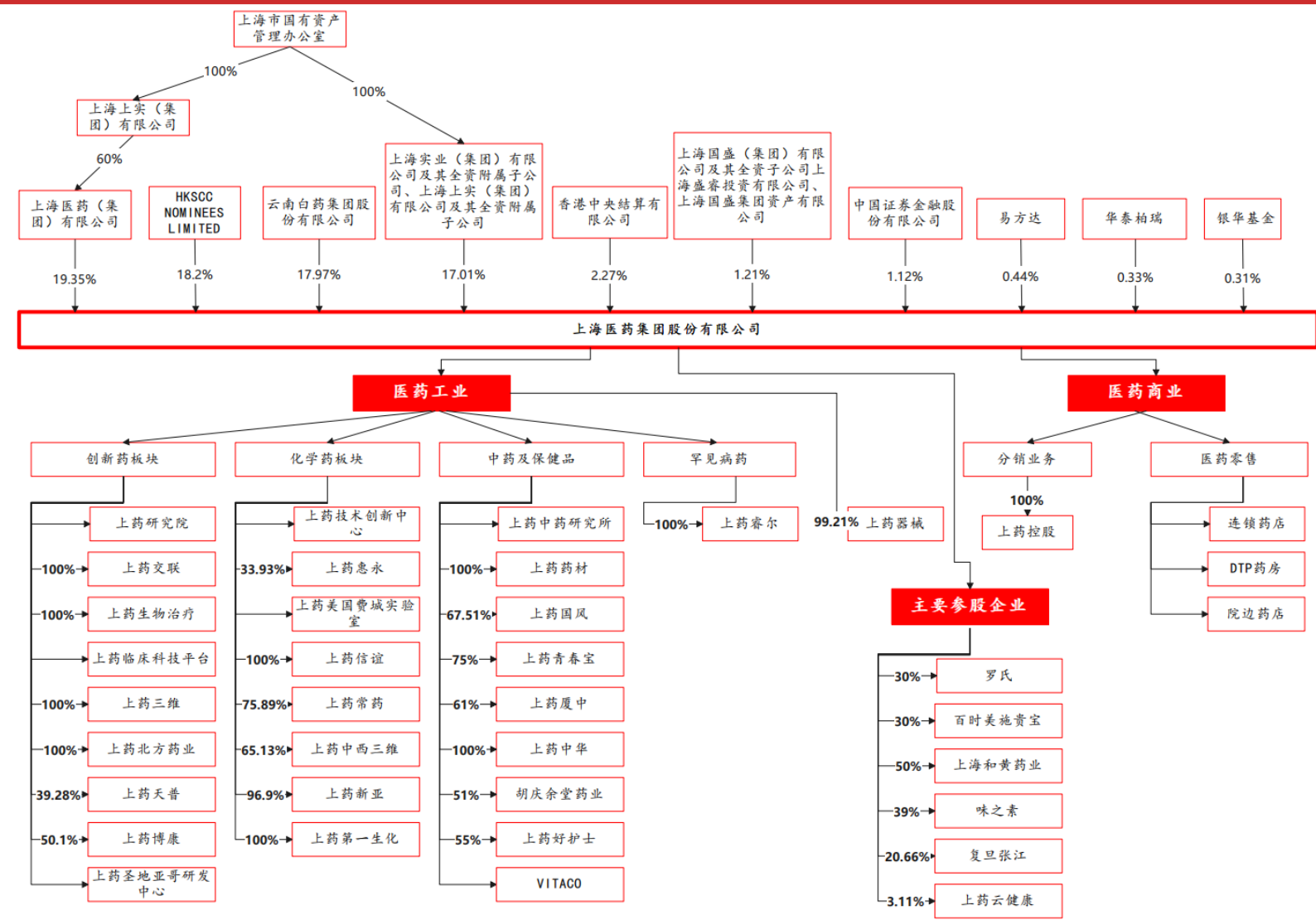
时间	项目名称	并购/合作对象	投资金额
2021年	与杭州艾瑞莎生物医药科技有限公司签订产品引进协议，引进纳米技术改良型新药AP2500及新给药途径	艾瑞莎生物医药科技有限公司	——
	与江阴贝瑞森签订了产品引进协议，引进改良型新药UP-611项目	江阴贝瑞森	——
	与臻赫医药签订了产品引进协议，引进改良型新药GenMA-001项目	臻赫医药	——
	与特色缓控释新药研发公司越洋医药签订C轮融资协议	越洋医药	1.5亿元RMB
	上药医械收购Fimet Invest Oy（“芬兰菲曼特”）100%股权	芬兰菲曼特	——
	作为有限合伙人之一参与设立上海上实生物医药创新转化私募投资基金合伙企业（有限合伙）	——	9,000万元
	国内创新医疗支付服务的领导品牌镁信健康完成B轮融资	蚂蚁集团、上海生物医药基金、创新工场联合领投，华兴新经济基金和北极光创投	10亿元
	国内创新医疗支付服务的领导品牌镁信健康完成C轮融资	博裕资本、礼来亚洲基金、中金公司等	超20亿元
	向云南白药和上海潭东定向增发股票，引入云南白药为战略投资者	——	百亿元RMB
	取得贵州生诺新型抑酸剂X842项目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	——	6.9亿元RMB（除销售提成外）
2022年	“互联网+”医药商业科技平台上药云健康完成B轮融资	上海生物医药基金和建投投资共同领投，三诺健康等5家机构跟投	10.33亿元RMB
	成立海外全资子公司Shanghai Pharma (Thailand) Co., Ltd（上药泰国有限责任公司）、新加坡合资公司Zynexis Healthcare Private Ltd.	——	——
	定增完成，云南白药成为第二大股东	——	139.75亿元RMB
	2023年1月，镁信健康完成C+轮融资，引入汇丰集团作为战略投资者	汇丰集团	——
2023年	收购上药罗欣医药(山东)有限公司	罗欣药业	4.15亿元
	与平安盐野义就抗新冠病毒口服药物Ensirelvir的进口品签订了《进口分销协议》，同时，上海医药与平安盐野义就更广泛的新药和仿制药产品在更深远的合作层面签订了《战略合作框架协议》	平安盐野义	——
	与康方生物签订《新药联用开发合作协议》，约定双方在在中国地区（包括中国大陆、香港、澳门）以联合用药的合作方式共同进行SPH4336片与开坦尼®组合疗法在高分化脂肪肉瘤（WDLS）/去分化脂肪肉瘤（DDLS）等肿瘤适应症上的开发	康方生物	——
	湖南润吉药业并购，填补湖南省生物制品网络空白	润吉药业	——
	正大天晴商业板块并购，填补苏州市、连云港市的网络空白	正大天晴	——

资料来源：公司公告、公司官网、第一财经、上实集团官网、腾讯新闻、36氪、投资界、中邮证券研究所
 请参阅附注免责声明

公司隶属于上海国资委，股权结构稳定

图表3：上海医药股权结构和子公司情况

- 公司隶属于上海市国资委，其中上实集团直接持股17.01%，上海上实下属的上药集团持股19.35%。云南白药是第二大股东，持股比例约17.97%。
- 公司业务涵盖工业、商业等多个板块，是国内极少数成功从区域走向全国的医药流通公司，也是国内少见的医药工业和商业都位列全国龙头地位的医药集团。



管理层换届完成，核心管理层企业管理经验丰富

- 2024年3月，杨秋华出任公司董事长一职，来自股东上实集团，具备丰富的企业管理经验。同时，公司通过混改引入外部监督管理机制，在董事会中引入云南白药党委书记张文学先生作为非执行董事、总裁董明先生作为执行董事；云南白药首席财务官马加先生作为监事。新管理层上任后推动一系列降本增效工作，公司经营活力有望不断提升、业绩有望逐步释放。

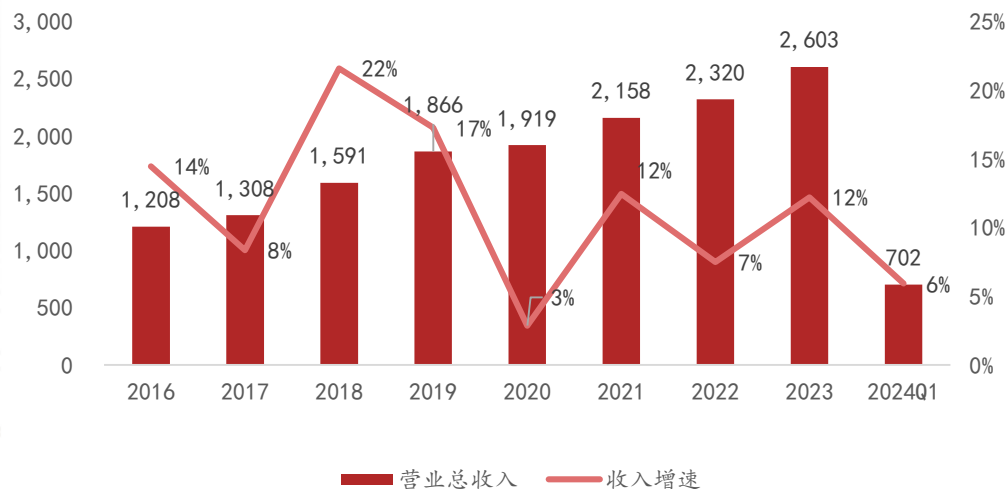
图表4：上海医药管理层

姓名	职位	介绍
杨秋华	董事长、执行董事	现任上海实业（集团）有限公司副总裁，上海实业控股有限公司副行政总裁，上海医药（集团）有限公司党委书记，上海医药集团股份有限公司党委书记。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。
李永忠	执行董事、执行总裁	同时在公司附属公司上药控股有限公司担任董事长、总经理职务，及在公司其他附属公司兼任董事职务。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。
沈波	执行董事、总裁、财务总监	同时兼任上海医药其他附属公司董事，香港天大药业有限公司非执行董事。2012年6月至今任上海复旦张江生物医药股份有限公司非执行董事。
董明	执行董事	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，云白国际有限公司的执行董事、主席。历任华为技术有限公司独联体地区部副总裁，VIP系统部部长，北京分公司总经理，移动系统部部长，华为中国区副总裁。
张文学	非执行董事	现任云南白药集团股份有限公司党委书记、董事长。先后任中国共产党云南省第十届委员会委员、政协云南省第十二届委员会委员。历任云南磷化学工业（集团）公司副总经理，云南磷化集团有限公司总经理、党委副书记，云南磷化集团有限公司党委书记、总经理，云天化集团有限责任公司董事、副总经理、党委委员，云天化集团有限责任公司总经理、党委副书记、副董事长，云天化集团有限责任公司党委书记、董事长，重庆国际复合材料股份有限公司董事长。
马加	监事	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、IFS变革项目经理（中国区）、山东代表处CFO、中国区运营商BG CFO、中国区CFO/中国区行政管理团队成员，负责华为中国区（不含港澳台）的ICT经营管理、风控、销售融资、税务、子公司等财经领域业务，以及财经组织建设等工作。现任云南白药集团股份有限公司首席财务官。
余卫东	职工监事	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。曾任上海实业（集团）有限公司纪检监察室副主任，上海医药集团股份有限公司办公室主任，上海市药材有限公司总经理、党委副书记、党委书记，上海医药集团股份有限公司总监，上海医药集团股份有限公司审计部副总经理、总经理，上海实业医药投资股份有限公司审计部总经理，上海视野国际财务咨询公司业务部经理，上海通达能源集团有限公司财务部副总经理，山东农业大学审计处科员等职。

收入增长保持稳定，盈利能力提升潜力较大

- 公司近几年营业收入稳步增长，2023年营业收入约2603亿元，同比增长12%；2023年归母净利润约37.68亿元，同比减少33%，公司归母净利润同比减少，主要受到上药康希诺一次性资产减值，以及第一生化4.6亿元反垄断罚款影响，剔除该一次性特殊损益后，公司归属于上市公司股东的净利润为49.19亿元，同比增长2.99%。2024年一季度，公司实现营业收入701.53亿元，同比增长5.93%；归母净利润15.42亿元，同比增长1.62%；扣非净利润13.75亿元，同比增长1.30%。随着公司非经常损益的不利因素逐步消除，CSO代理业务持续贡献收入增量，以及工业端研发管线的不断推进上市，公司业绩有望触底反弹，迎来较快增长。

图表5：公司营业总收入（亿元）稳步增长



资料来源：IFinD、中邮证券研究所

图表6：公司归母净利润（亿元）整体增长平缓

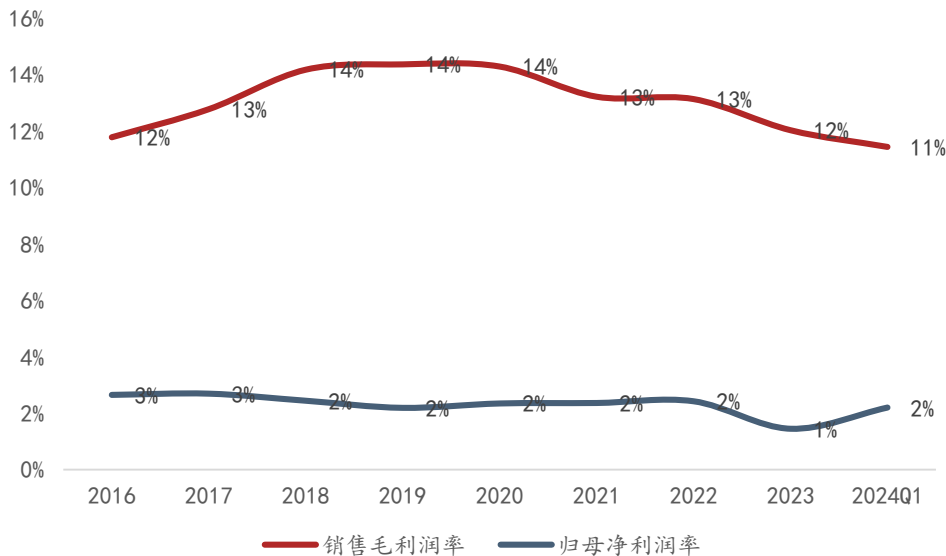


资料来源：iFinD、中邮证券研究所

商业板块南北平台整合，销售费用率逐步下降

- 公司销售费用率从2018年的7%不断下降至2024年Q1的5%，主要与公司销售结构整合有关。公司于2023年8月启动商业板块南北平台整合项目，期望实现全国25省及4大专业板块一体化运营的整合目标，目前已将上药科园（北）整合入上海控股（南）旗下，形成了“国家级现代医药供应链服务平台”。通过整合，公司将进一步强化公司医药商业的运营管控，实现决策与授权体系、运营体系、信息系统、物流、人才与激励、财务体系等的统一，发挥南北优势，扩大产业协同。
- 公司整体毛利率与净利率保持稳定，费用率稳定，整体经营状态良好，增长较为稳健。

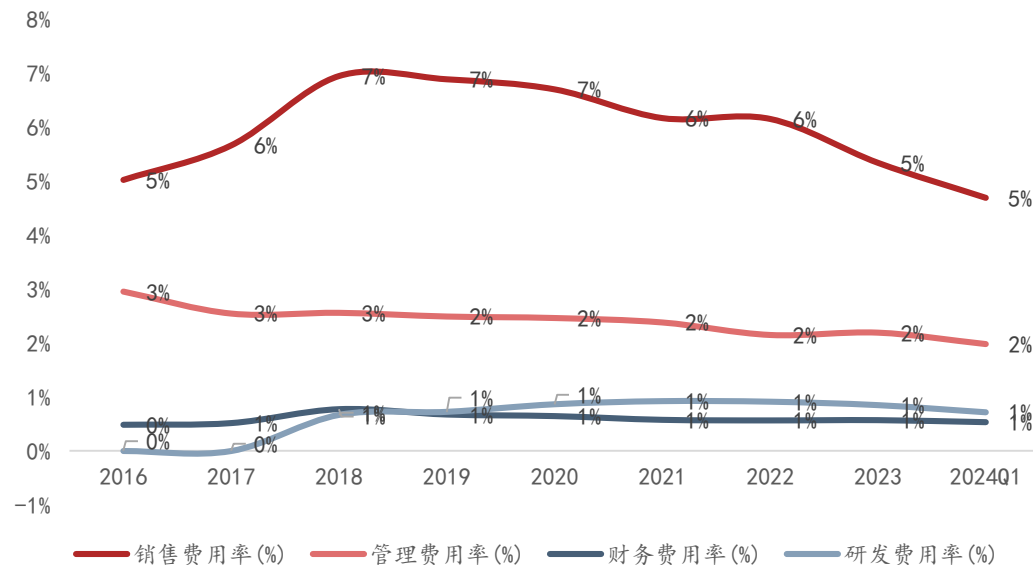
图表7：毛利率和净利率维持稳定



资料来源：iFinD、中邮证券研究所

请参阅附注免责声明

图表8：销售费用率逐步下降

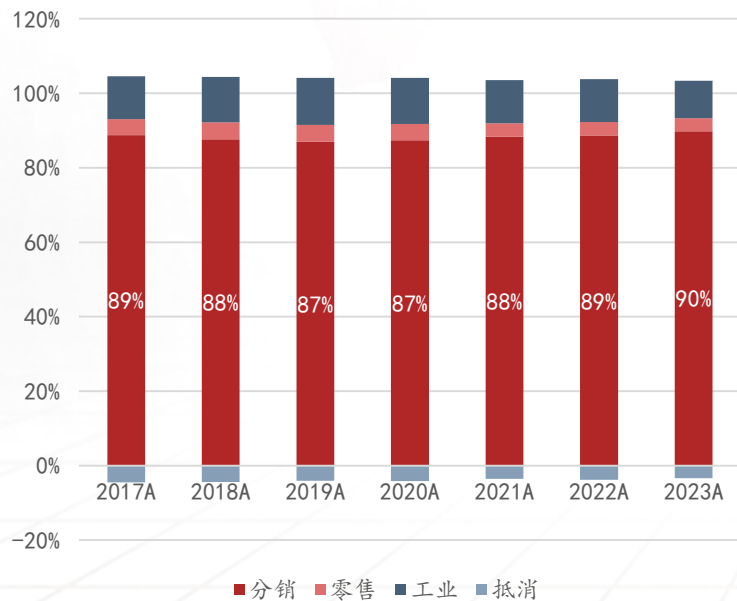


资料来源：iFinD、中邮证券研究所

商业板块收入占比大，工业板块利润贡献多

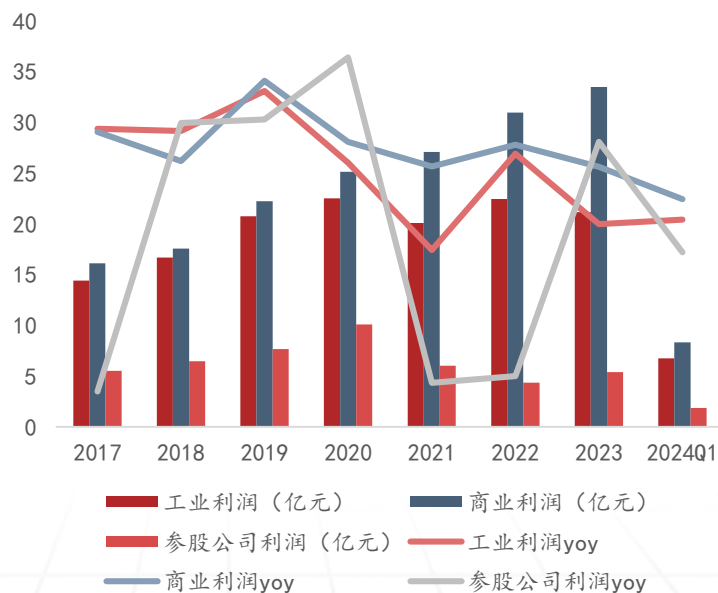
- 公司营业总收入主要由商业板块贡献，其中分销业务是公司收入占比最高的业务。2023年公司商业收入约2428.71亿元，同比增长13%，其中，分销收入约2337.6亿元、零售业务约91.11亿元，二者收入约占到全年总收入的90%左右。2023年公司工业收入约263亿元，同比减少1.87%，占公司全年总收入约10%。工业业务虽然在公司的收入占比不高，但具有较高的毛利率，贡献了公司约35%-40%的净利润。

图表9：商业业务收入占比约90%



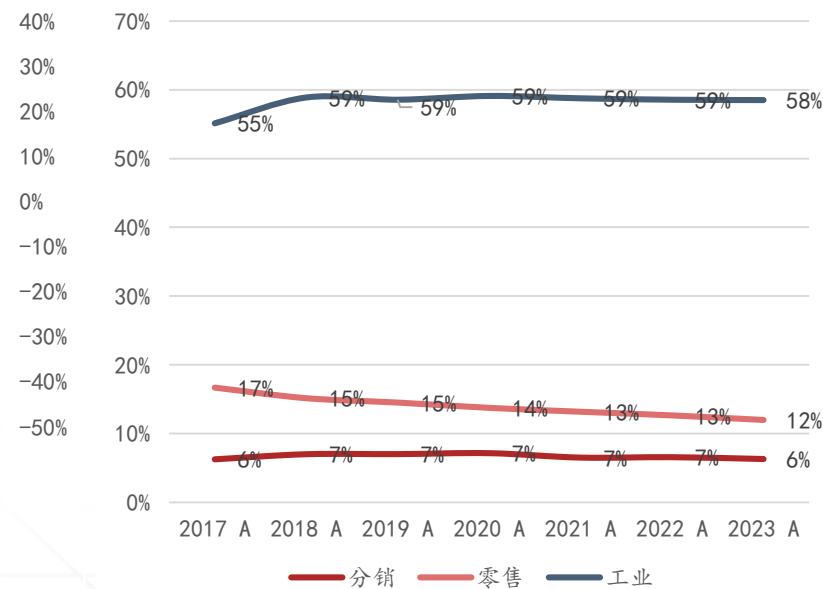
资料来源：iFinD、公司公告、中邮证券研究所

图表10：工业利润与商业利润稳步增长



资料来源：公司公告、中邮证券研究所

图表11：工业毛利率相对较高



资料来源：公司公告、中邮证券研究所

二

商业龙头地位稳固，CSO业务发展带来增量

医药流通全国第二，中国化药企业百强前三

- 公司是沪港两地上市的大型医药产业集团，是控股股东上实集团旗下大健康产业板块核心企业，主营业务医药工业、医药商业均居国内领先地位。2023年，公司在美国《制药经理人》公布的全球制药企业50强中位列第41位，拥有丰富的产品资源，常年生产近700个中药和化药品种，20多种剂型。公司同时也是国内全国性医药流通龙头企业和领先的进口药品服务平台，在商务部《2022年药品流通行业运行统计分析报告》公布的2022年全国药品批发企业百强中位列第2位。公司的工业板块也同样具有较强的竞争实力，在米内网发布的2022年度中国化药企业TOP10中位列前三，同时也是2022年度中国BigPharma企业创新力的TOP10企业。强劲的业务实力以及工商一体化的业务系统优势，为公司的稳健发展铺平了道路，平台化的整体优势也有助于公司在未来发展中叠加业务增量。

医药商业

中国医药流通业务规模体量第2位

中国最大药品、疫苗及医疗器械进口平台之一

SPD/处方药新零售价值创新先行者

医药工业

全球制药企业50强第41位

中国医药化药企业百强第3位

2023年中国医药研发产品线最佳工业企业

多维度拓展商业业务，商业模式转型升级

- 公司持续为全球新药研发提供全面的生命周期管理服务，包括临床前支持、国际贸易以及全国范围内的创新分销和增值服务，从传统的药品分销向提供综合医药供应链服务的创新型企业转变升级。作为国内医药商业的领军企业，公司在进口药品、疫苗和医疗器械服务领域占据龙头地位，目前公司分销网络已经覆盖全国31个省区市，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2,000家。依托于遍布全国的商业网络和零售渠道，公司与国内外众多知名药品制造商建立了深度的战略合作伙伴关系，成为国内药品分销和新药推广的核心力量。

服务合作伙伴

上市前合作——中国领先的临床试验供应链

- 覆盖中国所有临床试验基地，开展临床试剂及样本的采购、进出口、仓储、物流、二次加工等服务

进口服务——中国最大的进口药品、疫苗平台

- 保税区内服务、药检/快速进口服务、多口岸能力、国际供应链能力

全国分销——覆盖全国的医药分销网络

- 全国分销商、零售药店网络、DTP业务

创新增值——多样化的创新服务体系

- 目标市场开发、市场准入、CSO营销服务、商业保险服务

服务医院

■ 上千名公司自有专业药师

■ 300多个SPD项目

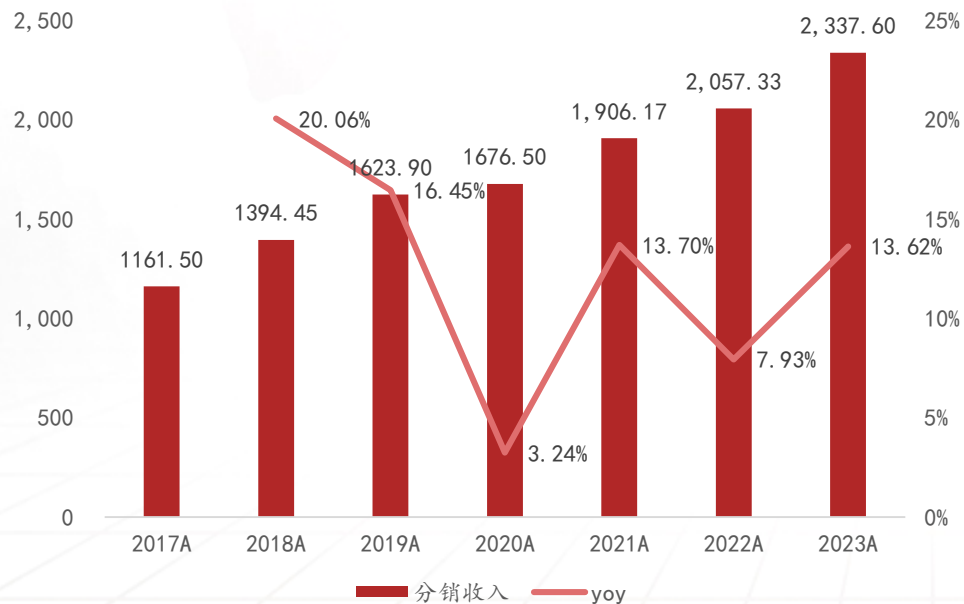
■ 成为上百家知名医院管理的重要力量

可为医院客户量身定制开发信息和数据管理系统；提供灵活组合服务方案，满足医院的个性化服务需求；支持的结算点灵活多样，可以从出药库直至临床使用。

分销是公司收入的主要来源，零售业务保持稳健增长

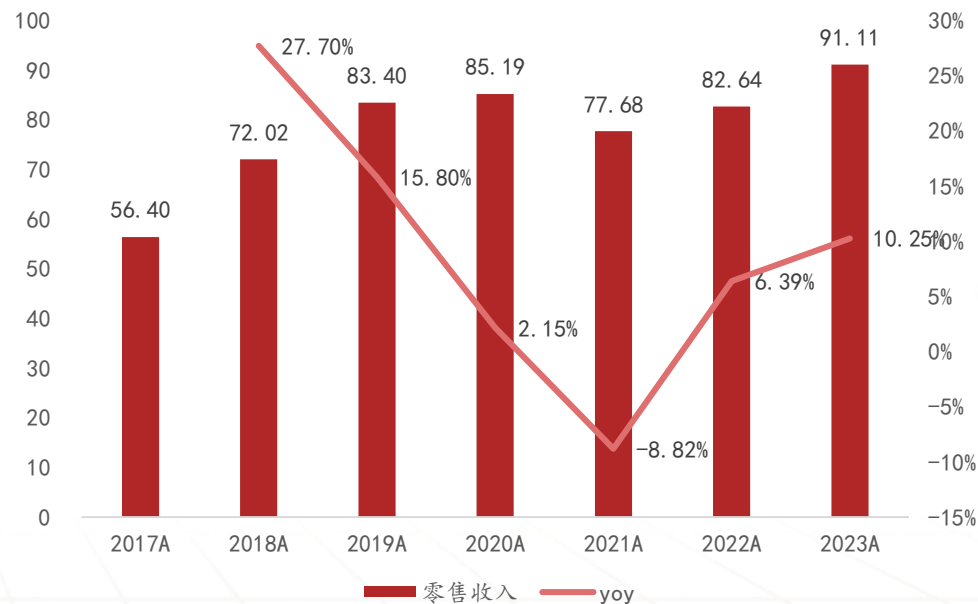
- 公司作为全国商业领域的龙头企业，持续保持着稳健增长。2023年医药商业实现销售收入2,340.38亿元，同比增长14.04%。拆分看，分销业务实现收入2337.6亿元，同比增长13.62%，零售业务实现收入91.11亿元，同比增长10.25%。

图表12：分销收入是公司的主要收入来源（亿元）



资料来源：公司公告、iFinD、中邮证券研究所

图表13：零售业务保持稳健增长（亿元）

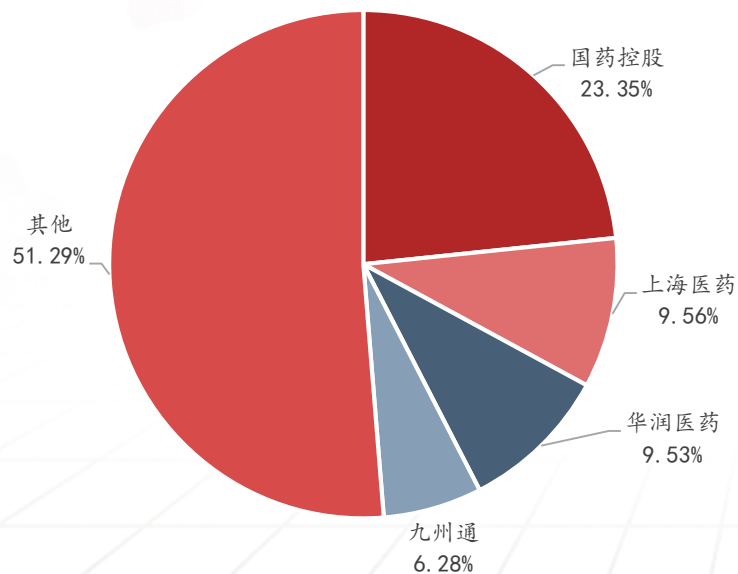


资料来源：公司公告、iFinD、中邮证券研究所

批发行业集中度不断提升，公司作为行业龙头有望获益

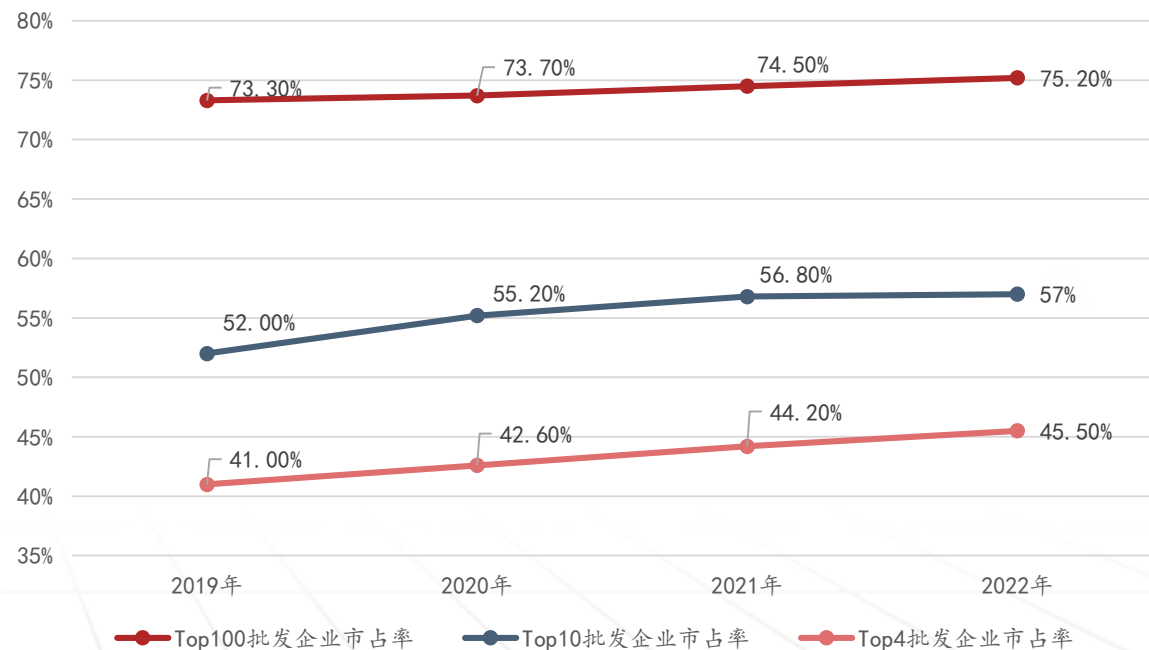
- 在过去几年，药品批发市场的集中度显著增强。从2019年到2022年，行业前100强企业的主营业务收入份额从73.3%增长到了75.2%，增长了1.9个百分点。特别是行业前四强企业的市场份额，从41%增长至45.5%，3年间增长了4.5个百分点，前四强的行业市占率提升速度更为突出，反映出行业集中度的明显提升趋势。作为全国排名第二的药品批发巨头，上海医药有望在行业集中度的这一提升过程中获得更多发展机遇。

图表14：上海医药是TOP2药品批发企业（2022年）



资料来源：商务部《药品流通行业运行统计分析报告》、iFinD、中邮证券研究所
注：为药品批发企业主营业务收入占药品批发市场的比例

图表15：批发行业集中度不断提升



资料来源：商务部《药品流通行业运行统计分析报告》、中邮证券研究所
注：为药品批发企业主营业务收入占同期全国医药市场总规模的比例

- 收购康德乐后，公司年进口总代品种逐年增长。2023年，公司成功引入了29个进口总代理品种，包括K药等多款重磅产品，代理品种丰富度不断提升。在疫苗代理领域，2023年销售收入约52亿元人民币，同比增长了19%。此外，公司还与辉瑞签订了关于13价肺炎球菌多糖结合疫苗（沛儿13）的合约销售协议，进一步巩固了其在疫苗市场的地位。2024年Q1，进口疫苗终端推广团队由2023年Q1的340人增加至720余人，团队不断壮大。

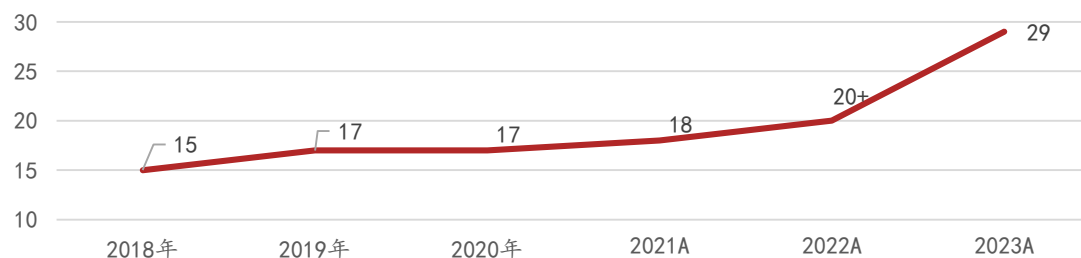
图表16：公司是诸多重磅产品的进口总代理

生产企业	进口药品
BMS	纳武利尤单抗（欧狄沃/Opdivo）
默沙东	帕博利珠单抗（可瑞达/Keytruda）
卫材	甲磺酸仑伐替尼胶囊（乐卫玛）
辉瑞	达可替尼片（多泽润）
辉瑞	头孢他啶阿维巴坦钠（思福妥）
GSK	贝利尤单抗（倍力腾）
UCB Pharma	培塞利珠单抗（希敏佳）
赛诺菲	阿利西尤单抗（波立达）
东沛制药	塞奈吉明滴眼液（欧适维）
武田	注射用维多珠单抗（安吉优）
生产企业	进口疫苗
辉瑞	13价肺炎疫苗（沛儿）
GSK	二价HPV宫颈癌疫苗（希瑞适）
GSK	乙肝疫苗（安在时）

资料来源：公司公告、中新经纬、腾讯新闻、中邮证券研究所

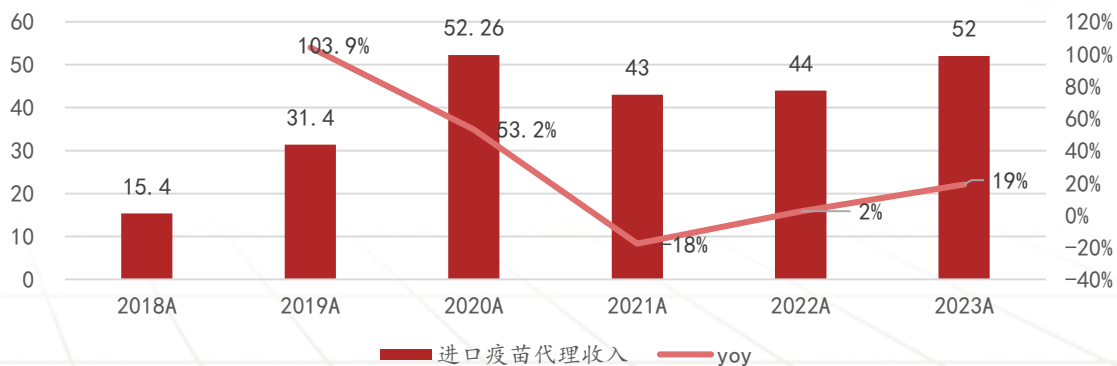
请参阅附注免责声明

图表17：公司进口总代产品数量逐年增长



资料来源：公司公告、中邮证券研究所

图表18：进口代理疫苗业务收入稳步增长（亿元）



资料来源：公司公告、iFinD、中邮证券研究所

打造CSO业务领先品牌，高毛利业务占比逐步提升

- 早在2016年，公司就与拜耳展开了紧密的合作，共同探索跨国药企在中国的合同销售组织（CSO）业务模式。经过多年的努力和发展，双方的合作规模已经成功突破了10亿元人民币规模。公司与跨国大药企的合作，为公司带来了新的增长点和市场机遇。通过该种强强联合，公司在药品CSO领域的业务得到了快速发展，进一步提升了公司的市场竞争力和行业影响力。
- 2023年，公司药品CSO合约推广业务实现销售金额约29亿元，同比增幅约达50%。2024年Q1公司药品CSO合约推广业务实现销售金额约17亿元，同比增幅约达128%；合约产品数量超60个，团队成员1,608人。2023年年末，公司凭借丰富的业务经验以及严谨的合规管理，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，合约规模超50亿，与赛诺菲的合作，有助于公司积累行业口碑，为在CSO领域长远发展打下坚实基础。

图表19：药品CSO业务收入增长（亿元）



资料来源：公司公告、iFinD、中邮证券研究所

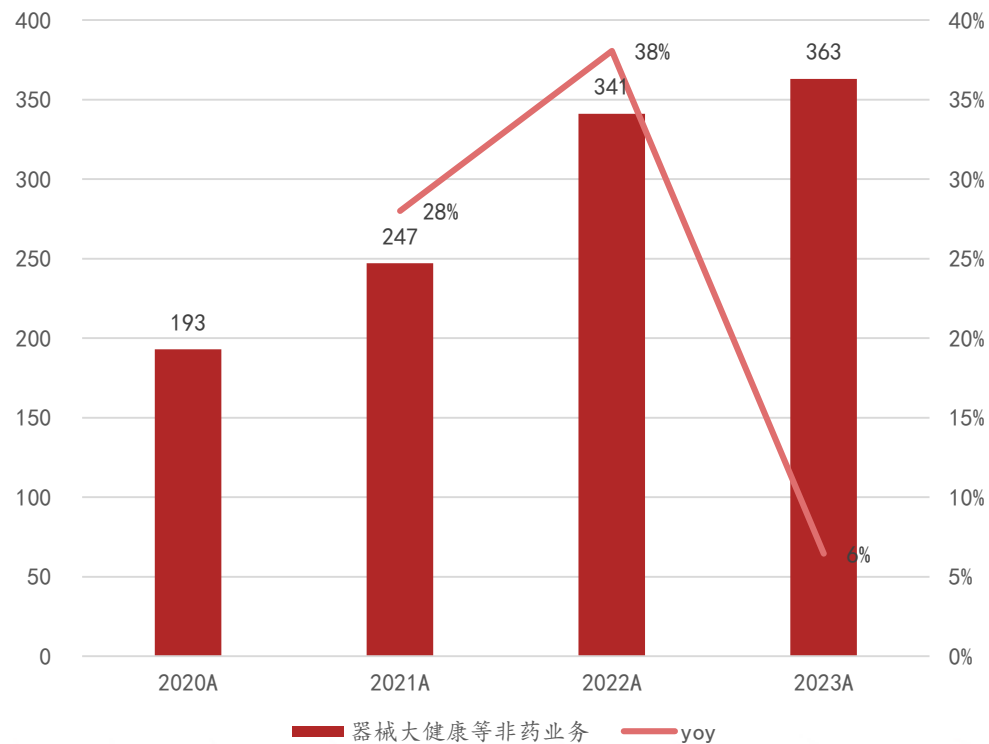
图表20：CSO业务毛利率较高

业务	毛利率情况
配送	约6-8%
总代	约10-15%
CSO	超过20%

资料来源：商务部《2022年药品流通行业运行统计分析报告》、百洋医药公告、九州通公告、中邮证券研究所

- 公司积极探索在器械、医美、健康食品等非药新业务拓展，在全国器械业务基础布局的同时，提升全价值链服务能级，打造细分领域的专业化平台。2020年-2023年，公司器械大健康业务收入规模从193亿元增长至363亿元，复合增速23%。2021年，上药科园器械业务累计引进超过8,000个新产品。2023年上海、四川、浙江、北京等区域公司的医美业务快速增长。上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，进一步推动公司多元化、多品种、多渠道发展。

图表21：器械大健康业务收入增长（亿元）



资料来源：公司公告、iFinD、中邮证券研究所

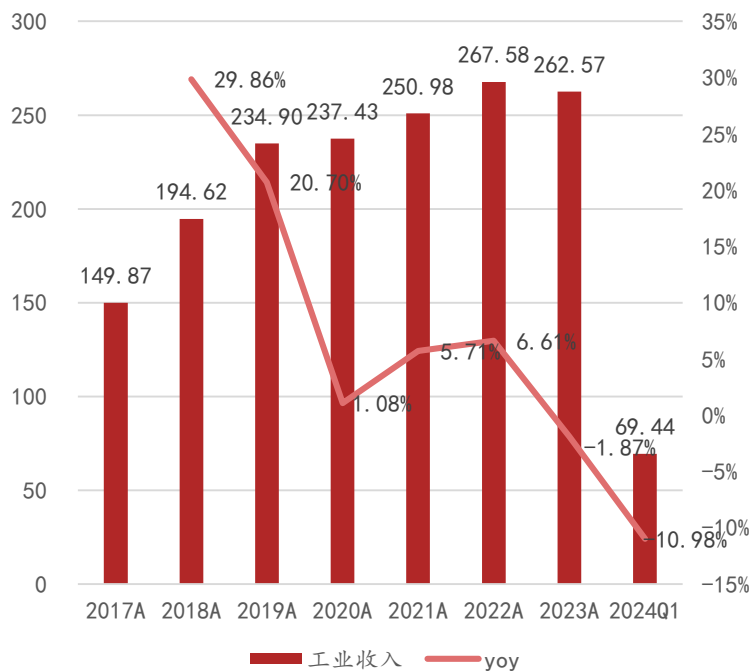
三

工业板块多年布局，逐步进入收获期

公司研发投入不断增长

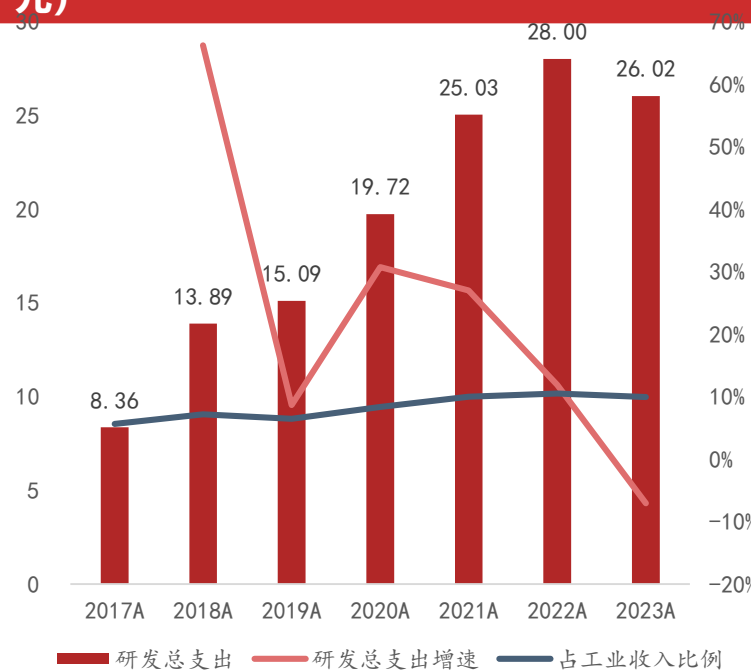
- 公司工业收入逐年提升，研发支出排名靠前。2023年工业板块实现销售收入262.57亿元，同比减少1.87%，2024年Q1医药工业实现销售收入69.44亿元，同比减少10.98%，主要受到重点产品降价等影响。近几年，公司研发投入持续在25亿以上，在A股上市公司中排名靠前。2023年公司研发总投入26.02亿元，占工业销售收入的9.91%。

图表22：公司工业收入（亿元）保持增长



资料来源：公司公告、iFinD、中邮证券研究所

图表23：公司研发总支出占比稳中有升(亿元)



资料来源：公司公告、iFinD、中邮证券研究所

图表24：公司研发总支出排名靠前 (亿元)

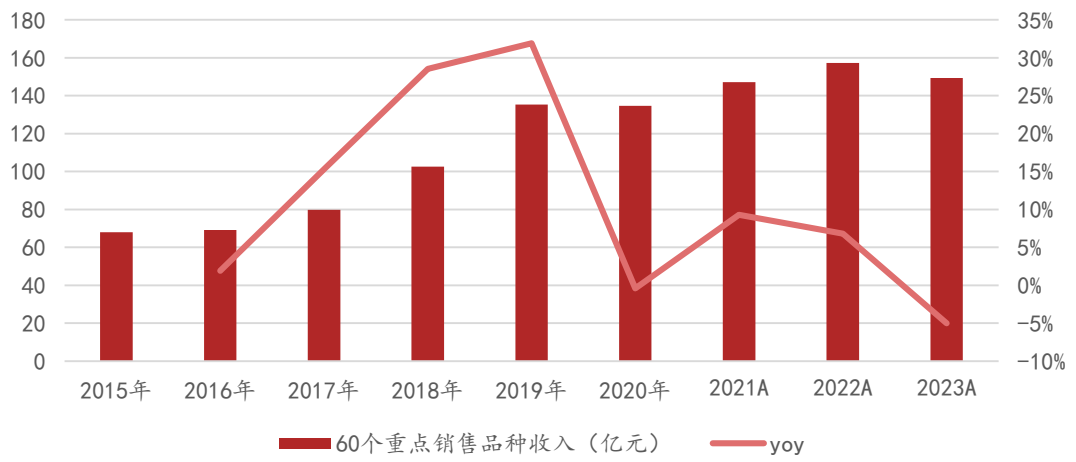
公司	2021年	2022年	2023年	2024年Q1
百济神州	95.38	111.52	128.13	33.28
恒瑞医药	62.03	63.46	61.50	12.20
复星医药	49.75	58.85	59.37	8.30
迈瑞医疗	27.26	31.91	37.79	9.47
上海医药	25.03	28.00	26.02	5.01
长春高新	10.92	16.63	24.19	4.22
科伦药业	18.00	18.15	19.53	5.03
君实生物	20.69	23.84	19.37	2.76
联影医疗	10.48	14.66	19.19	5.07
健康元	18.50	17.59	16.32	3.77
华东医药	9.63	11.96	16.00	2.82
人福医药	10.61	11.34	15.41	3.49
药明康德	9.42	16.14	14.41	3.06
智飞生物	8.14	11.13	13.45	2.34
天士力	7.61	10.16	13.15	1.99
荣昌生物	7.11	9.82	13.06	3.31
万泰生物	6.82	11.39	12.93	2.07
乐普医疗	11.12	12.84	12.42	1.97
丽珠集团	15.23	14.01	12.35	2.38
神州细胞	7.33	9.73	12.17	2.44

资料来源：iFinD、中邮证券研究所

六十个重点品种贡献主要收入，其中过亿品种超过四十个

- 2014年公司将工业板块重点品种数量调整为60个，十年间，重点品种销售额不断攀升，于2018年突破100亿。2023年，60个重点品种销售额约150亿，大品种销售实力不断显现。
- 公司过亿品种数量也在逐年上升，2015年，公司过亿品种为24个，2023年为48个，实现翻倍。公司重点品种覆盖心血管、消化系统、免疫代谢、全身抗感染、精神神经和抗肿瘤等领域，主要包括注射用硫酸多黏菌素、注射用胰蛋白酶、甲硫酸新斯的明注射液、注射用硫代硫酸钠、胃复春、六神丸、替格瑞洛系列原料药、异维A酸软胶囊等。
- 今年以来，公司多款产品获批生产。截止7月底，公司获批生产的品种有盐酸胺碘酮注射液、左西孟旦注射液、注射用甲氨蝶呤、沙库巴曲缬沙坦钠片、马昔腾坦片、磷酸西格列汀片、依折麦布片、盐酸缬更昔洛韦片、艾曲泊帕乙醇胺片等，品种丰富度进一步提升。

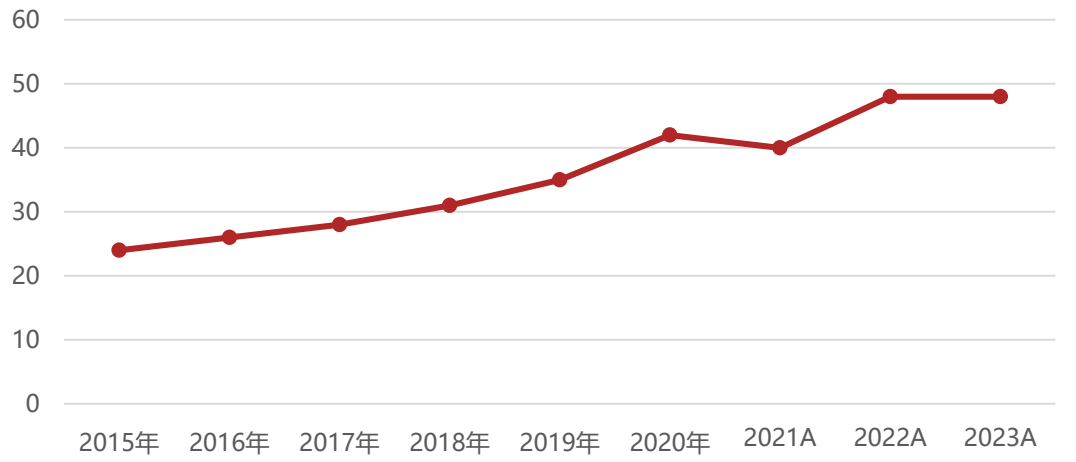
图表25：60个重点品种销售数量逐年增长



资料来源：公司公告、中邮证券研究所

请参阅附注免责声明

图表26：公司过亿品种数量不断攀升



资料来源：公司公告、中邮证券研究所

公司板块重点品种覆盖领域广泛

■ 公司下属子公司众多，重点品种覆盖包括心血管、消化系统、免疫代谢、全身抗感染、精神神经和抗肿瘤等领域。

图表27：工业板块重点品种覆盖领域广泛（部分产品）

产品	疗效	厂家	图片	产品	疗效	厂家	图片
双歧杆菌三联活菌胶囊/散（培菲康）	主治因肠道菌群失调引起的急慢性腹泻；也可用于治疗轻、中型急性腹泻，慢性腹泻及消化不良、腹胀	上海信谊药厂有限公司		注射用糜蛋白酶	能促进血凝块、脓性分泌物和坏死组织等的消化清除，用于眼科手术以松弛睫状韧带，减轻创伤性虹膜睫状体炎；也可用于创口或局部炎症，以减少局部分泌和水肿。	上海上药第一生化药业有限公司	
八宝丹锭剂/胶囊	适用于湿热蕴结所致发热，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，或湿热下注所致尿道灼热刺痛、小腹疼痛，以及传染性病毒性肝炎、急性胆囊炎、急性泌尿系感染等见有上述证候者。	厦门中药厂有限公司		丹参酮IIA磺酸钠注射液（诺新康）	用于冠心病，心绞痛和心肌梗死的辅助治疗	上海上药第一生化药业有限公司	
新癆片	清热解毒，活血化痰，消肿止痛。用于热毒瘀血所致的咽喉肿痛、牙痛、痹痛、胁痛、黄疸、无名肿毒等症	厦门中药厂有限公司		瓜蒌皮注射液（新通）	行气除满，开胸除痹。用于痰浊阻络之冠心病，稳定型心绞痛	上海上药第一生化药业有限公司	
银杏酮酯片/胶囊/颗粒（斯泰隆）	用于冠心病、心绞痛、眩晕等	上海上药杏灵科技药业股份有限公司		注射用二丁酰环磷腺苷钙（力素）	用于心绞痛、急性心肌梗死的辅助治疗，亦可用于心肌炎、心源性休克，手术后网膜下出血和银屑病，并可辅助其他抗癌药治疗白血病	上海上药第一生化药业有限公司	
注射用苯磺顺阿曲库铵（库泰）	各种外科手术中全身麻醉期间的骨骼肌松弛	东英(江苏)药业有限公司		珍菊降压片	降压，用于高血压症	上海雷允上药业有限公司	
胃复春片	健脾益气、活血解毒。用于治疗胃癌前期病变、胃癌手术后辅助治疗，慢性浅表性胃炎属脾胃虚弱证者	杭州胡庆余堂药业有限公司		养心氏片	扶正固本，益气活血，行脉止痛。用于气虚血瘀型冠心病、心绞痛，心肌梗死及合并高血脂、高血糖等症见有上述证候者	上海医药集团青岛国风药业股份有限公司	
注射用乌司他丁（天普洛安）	广东天普生化医药股份有限公司	广东天普生化医药股份有限公司		多糖铁复合物胶囊（红源达）	用于治疗单纯性缺铁性贫血	上海医药集团青岛国风药业股份有限公司	
				中华清凉系列	清凉散热、醒脑提神、止痛止痒	上海中华药业有限公司	

公司板块重点品种覆盖领域广泛

续表：工业板块重点品种覆盖领域广泛（部分产品）

产品	疗效	厂家	图片	产品	疗效	厂家	图片
丹香冠心注射液	活血化瘀，通脉养心。用于冠心病的胸闷，心绞痛	上海上药中西制药有限公司		参麦注射液	益气固脱，养阴生津，生脉。用于治疗气阴两虚型之休克、冠心病、病毒性心肌炎、慢性肺心病、粒细胞减少症	正大青春宝药业有限公司	
硫酸羟氯喹片（纷乐）	用于治疗盘状红斑狼疮及系统性红斑狼疮	上海上药中西制药有限公司		丹参注射液	活血化瘀，通脉养心。用于冠心病胸闷，心绞痛	正大青春宝药业有限公司	
盐酸度洛西汀肠溶胶囊/盐酸度洛西汀肠溶片（奥思平）	用于治疗抑郁症	上海上药中西制药有限公司		抗衰老片	益气养阴、宁心安神。用于中、老年体弱者因气阴两虚所致的神疲乏力、心悸气短、少气懒言、头晕目眩、潮热盗汗、耳鸣健忘、烦躁失眠	正大青春宝药业有限公司	
尪痹片/颗粒	补肝肾，强筋骨，祛风湿，通经络。用于肝肾不足、风湿阻络所致的尪痹，症见肌肉、关节疼痛，局部肿大，僵硬畸形，屈伸不利，腰膝痠软，畏寒乏力；类风湿性关节炎见上述证候者	辽宁上药好护士药业（集团）有限责任公司		注射用头孢曲松钠	用于敏感致病菌所致的下呼吸道感染、尿路、胆道感染以及腹腔感染、盆腔感染、皮肤软组织感染、骨和关节感染、败血症、脑膜炎等及手术期感染预防。单剂可治疗单纯性淋病。	上海上药新亚药业有限公司	
乳癖消片/胶囊	软坚散结，活血消痈，清热解毒。用于乳癖结块，乳痛初起；乳腺囊性增生病及乳腺炎前期	辽宁上药好护士药业（集团）有限责任公司		注射用头孢噻肟钠	适用于敏感细菌所致的肺炎及其他下呼吸道感染、尿路感染、脑膜炎、败血症、腹腔感染、盆腔感染、皮肤软组织感染、生殖道感染、骨和关节感染等。头孢噻肟可以作为小儿脑膜炎的选用药	上海上药新亚药业有限公司	
卡托普利系列（制剂+原料）	治疗高血压、心力衰竭	常州制药厂有限公司		注射用盐酸头孢替安（锋替新0）	抗感染	上海上药新亚药业有限公司	
沙利度胺片（反映亭）	皮肤病治疗药。用于控制瘤型麻风反应症。	常州制药厂有限公司		硫酸沙丁胺醇雾化吸入溶液	支气管哮喘，喘息性支气管炎，肺气肿患者的支气管痉挛等	上海信谊金朱药业有限公司	

资料来源：上实集团官网、公司官网、中邮证券研究所

中药领域收入增长显著，品牌优势突出

- 公司中药板块2020年超70亿，2023年接近100亿，达到98.17亿元，同比增长10.30%。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”；上海医药旗下“鼎炉”、“神象”凭借悠久的历史、深厚的文化底蕴以及良好的市场认可度成功入选最新一批中华老字号名录，加之早前被认定的“雷氏”“龙虎”“宏仁堂”“余天成”，上海医药当前共拥有六个中华老字号品牌。
- 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，快速提升生脉饮、胃复春、六神丸等过亿品种销售收入，平均增速超40%。目前中药有16个过亿品种，除了麝香保心丸没有超10亿品种（不并表）。第二大品种胃复春约6.8亿销售规模，八宝丹约5亿，六神丸1-2亿，安宫牛黄丸约1亿+。未来策略是“大品牌、大品种”发展，拉动整体板块增长。

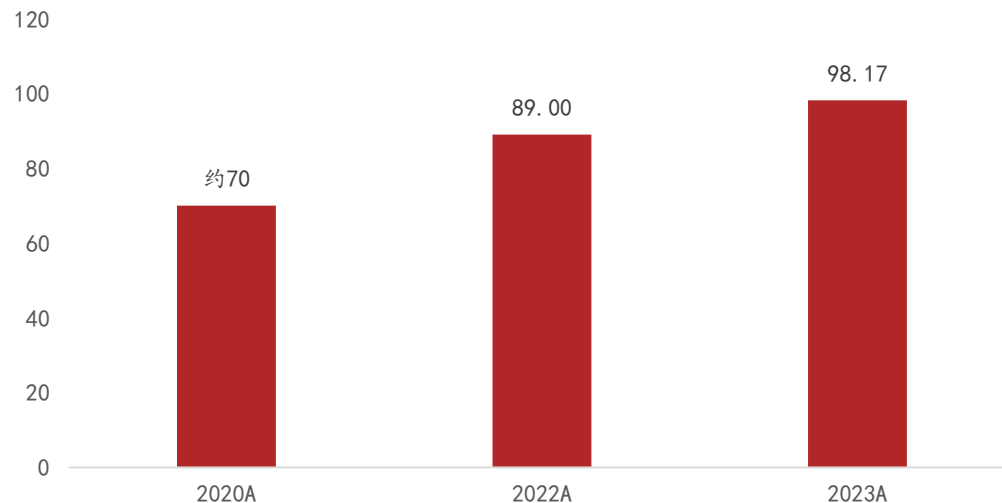
图表28：公司中药核心品牌



资料来源：公司官网、公司公告、美通社、中邮证券研究所

请参阅附注免责声明

图表29：公司中药收入呈增长态势（亿元）



资料来源：公司公告、iFinD、中邮证券研究所

与云南白药在中药领域形成强有力协同合作

- 根据公司公告，云南白药可以在先进机制及业务创新转型经验赋能上海医药，为上海医药创新研发等投资方向提供资金支持。同时，双方可以在OTC渠道业务及大健康业务、中药资源和开发体系、医药商业等方面形成强有力的合作。

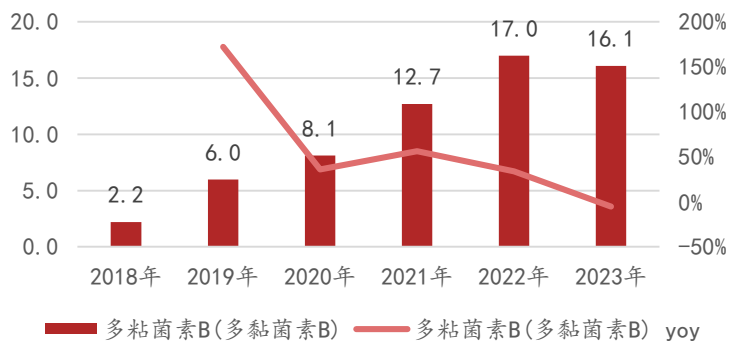
图表30：公司与云南白药的战略合作内容及模式

战略合作领域	战略合作内容	赋能/合作模式	战略合作效应/预测
基于上海医药创新转型发展战略核心层面的长效机制赋能及资金支持	云南白药先进机制及业务创新转型经验赋能上海医药	通过本次非公开发行云南白药成为公司第二大股东并提名1名执行董事、1名非执行董事、1名监事参与公司管理，充分借鉴云南白药在国企混改及业务创新转型方面的成功经验，进一步激发上海医药体制机制活力，发挥在公司治理、创新经营、运营管理、增强活力等方面的长期作用和积极影响	先进机制和经验赋能是本次战略合作的顶层设计核心因素，是上海医药实施创新转型发展战略的关键保障。如能顺利实施，将促进和加快上海医药实现2025年迈入全球制药企业40强的中期目标和2035年迈入全球制药企业20强的长期目标
	云南白药为上海医药创新研发等投资方向提供资金支持	云南白药作为战略投资者拟出资不超过约112.29亿元参与本次非公开发行(约占募集资金总额的78%)并将主要投入创新药研发等方向，为上海医药提供长期的、规模化的、具有创新包容性的战略性资金，支持公司创新发展	有助于充分保障上海医药实现十四五期间研发投入目标(150亿元),大幅加快创新研发投入节奏，提升研发投入医药工业收入比(超过10%),为公司中长期创新发展战略目标的实现构建新产品竞争力
云南白药重要战略性资源赋能带来上海医药业务层面收入增量	OTC渠道业务及大健康业务合作	云南白药充分发挥强大的OTC渠道资源、专业的品牌构建能力、丰富的销售推广经验和持续拓展的产品市场渠道优势，有效挖掘和提升上海医药旗下品牌中药、中药消费品资源和品牌价值，为上海医药OTC渠道带来显著的业务增量，进一步提升上海医药OTC渠道市场份额	云南白药与上海医药拓展其旗下八大领域20个品种的药品OTC渠道业务，未来三年云南白药将合计为上海医药带来OTC渠道增量收入约20亿元，合计约可贡献毛利润13.21亿元，大幅提升公司OTC渠道业务的销售业绩和盈利水平
	中药资源和开发体系合作	双方拟在中药材种植技术、中药资源品种研发、质量标准、追溯体系、炮制规范、质控体系等维度开展全面合作，推进中药资源品种的长期采购战略合作	云南白药将主要协助上海医药在三七等中药材资源展开战略合作，在供应价格、质量稳定、产品收率、定制化等方面带来综合的成本效益协同，预计未来三年可为上海医药带来1-1.2亿元的综合收益
	医药商业合作	双方拟充分发挥各自优势，在产品和客户资源、互联网医疗和新零售、物流配送、药房管理等领域进行深入合作，进行差异化优势互补，协助上海医药进一步巩固提升其全国医药流通行业领先优势	上海医药与云南白药将主要以医院SPD(医院院内供应链服务)项目合作的方式在云南区域开展医疗器械及耗材的商业销售，通过产品和渠道资源协同，预计未来三年可为上海医药的商业业务带来约合计10亿元的增量收入，贡献毛利润约6,000万元

资料来源：《上海医药集团股份有限公司2021年度非公开发行A股股票申请文件反馈意见回复（修订稿）》、中邮证券研究所

部分过亿化药品种保持强劲增长

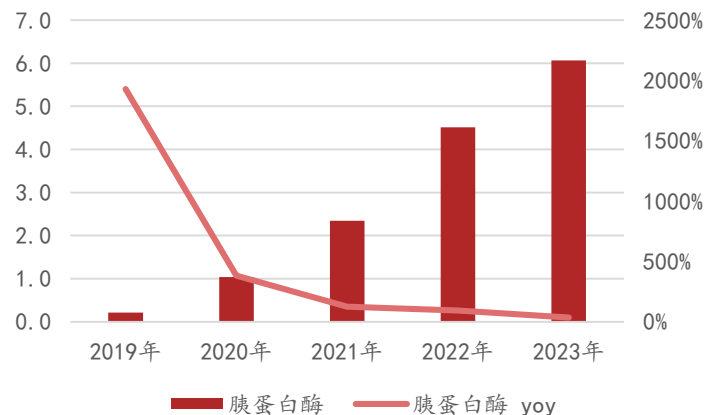
图表31：多粘菌素B面临降价风险（亿元）



资料来源：米内网、中邮证券研究所

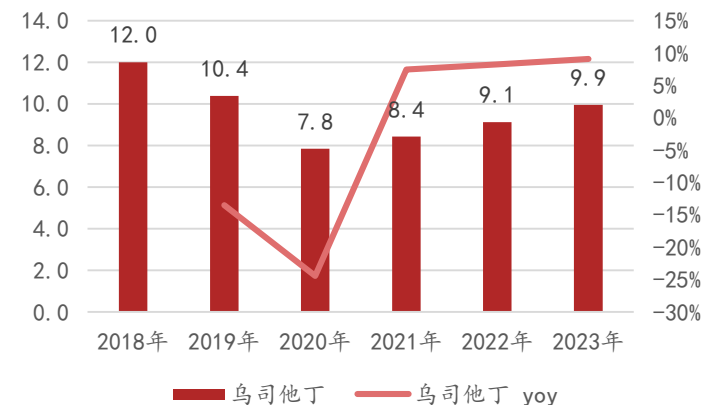
注：2023年H2，上海医药旗下注射用硫酸多黏菌素B（50万单位）挂网价从2303元/瓶降价至270元/瓶

图表32：胰蛋白酶保持较快增长（亿元）



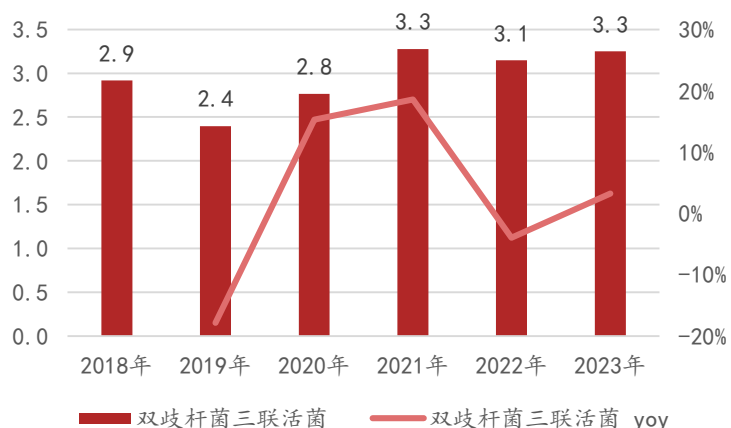
资料来源：米内网、中邮证券研究所

图表33：乌司他丁保持稳定（亿元）



资料来源：米内网、中邮证券研究所

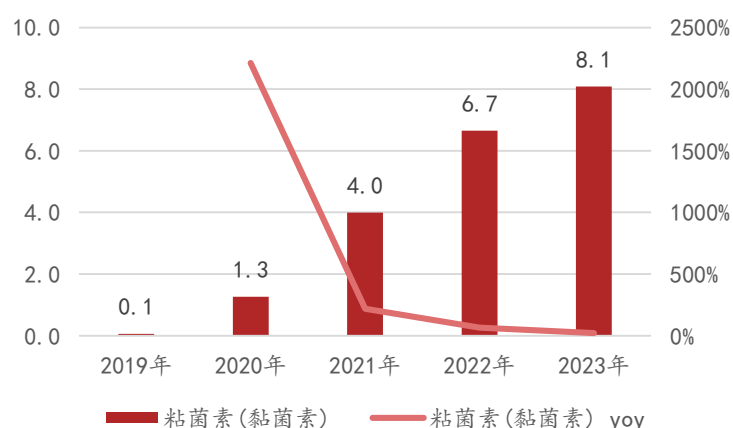
图表34：双歧三联杆菌销售稳健增长（亿元）



资料来源：米内网、中邮证券研究所

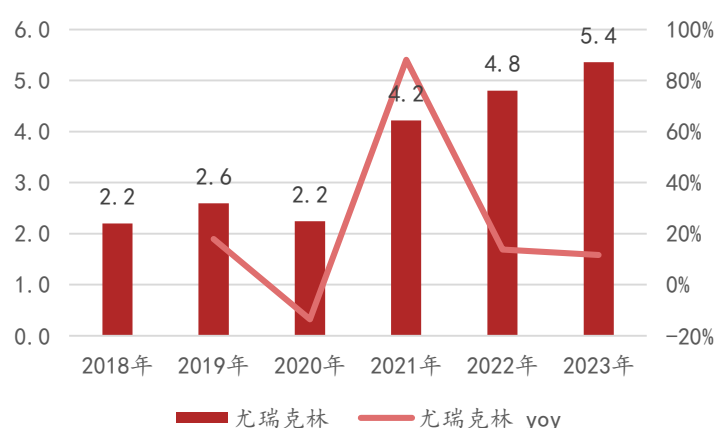
请参见该药品为公司已有三款创新药之一

图表35：粘菌素保持较快增长（亿元）



资料来源：米内网、中邮证券研究所

图表36：尤瑞克林保持较快增长（亿元）



资料来源：米内网、中邮证券研究所

注：该药品为公司已有三款创新药之一

- 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preNDA或上市申请，4项处于关键性研究或临床III期阶段。

图表37：公司创新药管线稳步推进

IND/Pre-IND	临床I期&ITT	临床II期	临床III期	NDA/Pre-NDA	上市
I040 (抑郁症)	I035 (炎症性肠病)	I001-A (糖尿病肾病)	BCD-100 (宫颈癌、NSCLC)	SRD4610 (肌萎缩侧索硬化症)	凯力康 (急性血栓性脑梗死)
I031 (肿瘤)	I020 (晚期实体瘤)	I001-B (溃疡性结肠炎, 中国/美国)	BCD-085 (银屑病、强直性脊柱炎)	I001 (原发性轻、中度高血压)	安科瑞 (肿瘤)
BCD-021 (肿瘤)	I022 (晚期实体瘤)	I008 (类风关)		X842 (反流性食管炎)	培菲康 (肠道菌群失调)
B007 (天疱疮、重症肌无力)	I025-A (乳腺癌)	I008-A (艾滋慢性异常免疫激活)			
B013 (卵巢癌)	I039 (炎症性肠病)	I022 (晚期实体瘤/脂肪肉瘤, 中国/美国)			
BCD-021 (非小细胞肺癌, 结直肠癌)	B001-C (视神经脊髓炎)	I022联合用药 (脂肪肉瘤、乳腺癌后线治疗、乳腺癌脑转移)			
	B006 (渐变性大细胞淋巴瘤 (PTCL), 霍奇金淋巴瘤)	I036 (尤文氏肉瘤, 美国)			
	B007 (非霍奇金淋巴瘤)	I037 (急性缺血性脑卒中)			
	B015 (黑色素瘤)	百纳培南 (抗感染)			
	B007-A (膜性肾病)	B013 (乳腺癌)			
	安柯瑞 (恶性腹腔积液)	SI006 (肠易激综合征, 加拿大/美国)			
	B015 (联合用药, 晚期实体瘤)	注射用丹酚酸 A (冠心病心绞痛)			
	SV001 (特发性肺纤维化)				
	B019 (白血病 (儿中心项目))				
	B001-A (多发性硬化, ITT)				
	WST01 (美国, 代谢综合征)				
	WST04 (实体瘤)				
	自体细胞免疫疗法 (肺癌, ITT)				
	聪明汤 (阿尔兹海默症, ITT)				
	C012 (阿尔兹海默症)				

备注：
 红色标注表示化学药，
 蓝色标注表示生物药，
 绿色标注表示中药，

资料来源：公司公告、中邮证券研究所
 注：SRD为罕见病药物

X842

- 该产品为引进自贵州生诺引进的P-CAB药物。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）。

I001

- 该产品为公司自主研发的高血压的新药，目前糖尿病肾病和溃疡性结肠炎两个适应症在二期，针对高血压适应症的NDA上市申请已于2023年6月获受理。
- 中国降血压用药市场需求较大，根据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。

SRD4610

- 该产品为上海医药旗下罕见病平台上药睿尔重点开发的一款创新药，拟用于治疗渐冻症（肌萎缩侧索硬化症，ALS）。
- 目前渐冻症几乎无药可医，主要治疗药物有依达拉奉和利鲁唑，SRD4610是从院内制剂转化而来，目前正在进行关键性研究，有望成为全球首个治疗渐冻症的中药品种。

收缩收益不明显管线，降本增效释放业绩活力

- 公司今年5月和6月分别公告了两次管线进度情况，终止了I101、B002、B003、B001、I022等多款产品的全部或部分临床适应症，这些项目多在早期临床，累计研发投入金额约4.37亿元。我们认为，在进入投入更多的三期临床前，公司终止部分发展前景不明朗的项目，有助于公司聚焦优势项目，集中精力于关键性产品，节约研发资源，同时释放业绩活力。

图表38：降本增效，终止部分发展前景不明朗的研发项目

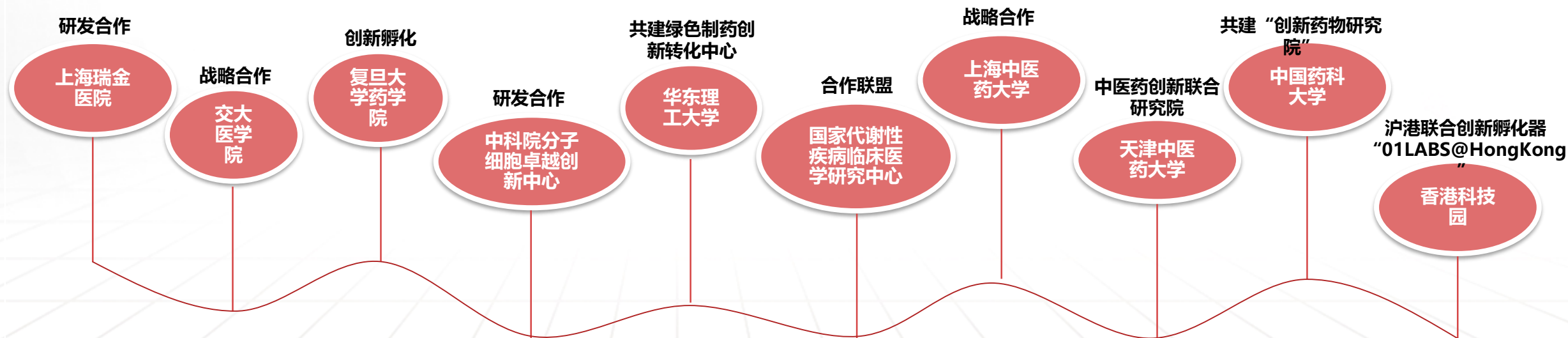
项目	类型	临床阶段	适应症	累计研发投入 (亿元)
I010	EGFR抑制剂	I期结束	NSCLC	0.48
B002	HER2单抗	I期收尾	HER2乳腺癌	1.33
B003	HER2 ADC	II期入组	HER2乳腺癌	1.41
B001	CD20单抗	I期结束	B细胞非霍奇金淋巴瘤	0.65
B001-A	CD20单抗 (与B001完全相同)	临床前	多发性硬症	0.06
I022	CDK4/6抑制剂	II期结束	乳腺癌一线	0.07
I022-K	CDK4/6抑制剂	I期结束	晚期实体瘤	0.37
合计				4.37

资料来源：公司公告、中邮证券研究所

与高校、医院、科研院所合作共赢

- 公司多维度布局研发实力，与高校、医院、科研院所加强合作，深化产业布局，积极构建“自主研发+并购引进+孵化培育”开放多元的创新体系。2021年10月，由中国科学院院士牵头，上药联合上实集团、交大医学院、复旦、中科院、张江集团等单位共同组建的上海生物医药前沿产业创新中心正式揭牌，集聚了多方资源加快构建相互协同的前沿成果转化平台。同年，公司着力打造上药生物医药产业基地，旨在成为全国领先的开放式研发公共服务平台和孵化平台。2022年公司与香港科技园、上海生物医药基金签署战略合作协议，共建生物医药国际创新平台。2023年公司与上海交大联合申报“创新免疫治疗全国重点实验室”；与中国药科大学签署战略合作协议共建“创新药物研究院”。2024年与香港科技园合力打造沪港联合创新孵化器，以开放心态欢迎科技创新团队、创新项目，与香港生命科技和医药创新资源进行融合创新。

图表39：公司与多家高校、医院、科研院所合作共赢



资料来源：公司公告、公司官网、上实集团官网、各院校官网、中邮证券研究所

请参阅附注免责声明

四

盈利预测与风险提示

- 我们预计公司2024-2026年实现归母净利润分别为53.07/58.52/64.40亿元，对应EPS分别为1.43/1.58/1.74元，当前股价对应PE分别为13.56/12.30/11.18倍，首次覆盖，给予“买入”评级。

图表40：盈利预测和财务指标

项目\年度	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	260,295	287,280	316,506	348,443
增长率(%)	12.21	10.37	10.17	10.09
EBITDA(百万元)	11,355	11,385	12,455	13,748
归属母公司净利润(百万元)	3,768	5,307	5,852	6,440
增长率(%)	-32.92	40.83	10.27	10.05
EPS(元/股)	1.02	1.43	1.58	1.74
市盈率(P/E)	19.10	13.56	12.30	11.18
市净率(P/B)	1.05	0.97	0.90	0.84
EV/EBITDA	6.81	7.49	6.78	6.03

资料来源：公司公告、中邮证券研究所

图表41：财务报表和主要财务比率

财务报表(百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E	主要财务比率	2023A	2024E	2025E	2026E
利润表					成长能力				
营业收入	260,295.09	287,280.33	316,505.93	348,442.79	营业收入	12.21%	10.37%	10.17%	10.09%
营业成本	228,966.95	251,742.18	276,390.16	302,636.72	营业利润	-14.95%	29.69%	10.15%	12.14%
税金及附加	738.11	862.82	941.78	1,023.80	归属于母公司净利润	-32.92%	40.83%	10.27%	10.05%
销售费用	13,902.19	16,087.70	18,673.85	21,255.01	获利能力				
管理费用	5,711.83	6,443.97	7,189.43	8,205.83	毛利率	12.04%	12.37%	12.67%	13.15%
研发费用	2,204.03	2,642.98	2,880.20	3,250.97	净利率	1.45%	1.85%	1.85%	1.85%
财务费用	1,485.76	0.00	0.00	0.00	ROE	5.50%	7.19%	7.34%	7.48%
资产减值损失	-561.28	-118.81	-143.88	-100.92	ROIC	5.21%	5.21%	5.22%	5.23%
营业利润	7,667.23	9,943.78	10,952.93	12,283.14	偿债能力				
营业外收入	40.69	50.00	50.00	50.00	资产负债率	62.11%	62.41%	62.89%	62.74%
营业外支出	653.63	200.00	200.00	350.00	流动比率	1.33	1.34	1.35	1.36
利润总额	7,054.30	9,793.78	10,802.93	11,983.14	营运能力				
所得税	1,887.73	2,546.38	2,808.76	3,175.53	应收账款周转率	3.73	3.76	3.75	3.75
净利润	5,166.57	7,247.40	7,994.17	8,807.61	存货周转率	7.32	7.51	7.45	7.44
归母净利润	3,768.00	5,306.55	5,851.73	6,439.84	总资产周转率	1.27	1.29	1.29	1.30
每股收益(元)	1.02	1.43	1.58	1.74	每股指标(元)				
资产负债表					每股收益	1.02	1.43	1.58	1.74
货币资金	30,517.71	38,348.90	45,214.02	53,011.55	每股净资产	18.50	19.93	21.51	23.25
交易性金融资产	10,152.15	10,852.15	11,552.15	12,252.15	估值比率				
应收票据及应收账款	74,842.53	81,934.23	91,216.51	99,592.69	PE	19.10	13.56	12.30	11.18
预付款项	3,190.04	3,881.04	4,472.31	4,593.04	PB	1.05	0.97	0.90	0.84
存货	36,623.39	39,917.68	45,101.26	48,592.96	现金流量表				
流动资产合计	162,433.86	182,040.85	205,426.56	226,850.36	净利润	5,166.57	7,247.40	7,994.17	8,807.61
固定资产	12,155.05	12,476.08	12,944.06	13,256.02	折旧和摊销	2,379.46	1,591.12	1,651.81	1,765.08
在建工程	3,569.63	4,180.44	4,602.54	5,210.93	营运资本变动	-4,150.70	-3,117.06	-5,386.55	-5,413.03
无形资产	6,050.84	6,336.03	6,431.56	6,494.04	其他	1,836.19	-85.69	7.38	261.55
非流动资产合计	49,538.67	50,947.60	52,082.22	53,316.76	经营活动现金流净额	5,231.52	5,635.78	4,266.81	5,421.20
资产总计	211,972.53	232,988.45	257,508.78	280,167.12	资本开支	-2,791.46	-3,001.48	-2,829.99	-3,206.49
短期借款	35,560.50	40,700.94	46,763.06	53,100.55	其他	299.59	-556.50	-633.82	-754.68
应付票据及应付账款	54,632.45	60,313.75	67,633.07	72,924.45	投资活动现金流净额	-2,491.87	-3,557.98	-3,463.81	-3,961.16
其他流动负债	32,178.93	35,138.38	38,283.10	40,504.97	股权融资	354.28	0.41	0.00	0.00
流动负债合计	122,371.88	136,153.07	152,679.23	166,529.97	债务融资	6,855.01	5,748.70	6,062.12	6,337.49
其他	9,274.56	9,258.66	9,258.66	9,258.66	其他	-6,977.44	-3.44	0.00	0.00
非流动负债合计	9,274.56	9,258.66	9,258.66	9,258.66	筹资活动现金流净额	231.85	5,745.66	6,062.12	6,337.49
负债合计	131,646.44	145,411.72	161,937.88	175,788.62	现金及现金等价物净增加额	2,965.92	7,831.20	6,865.12	7,797.52
股本	3,703.30	3,703.30	3,703.30	3,703.30					
资本公积金	29,187.65	29,188.06	29,188.06	29,188.06					
未分配利润	33,822.33	38,340.63	43,314.61	48,788.47					
少数股东权益	11,801.95	13,742.80	15,885.24	18,253.01					
其他	1,810.86	2,601.93	3,479.69	4,445.66					
所有者权益合计	80,326.09	87,576.72	95,570.89	104,378.50					
负债和所有者权益总计	211,972.53	232,988.45	257,508.78	280,167.12					

- 研发进度不及预期，合作进展不及预期。

分析师声明

撰写此报告的分析师（一人或多人）承诺本机构、本人以及财产利害关系人与所评价或推荐的证券无利害关系。

本报告所采用的数据均来自我们认为可靠的目前已公开的信息，并通过独立判断并得出结论，力求独立、客观、公平，报告结论不受本公司其他部门和人员以及证券发行人、上市公司、基金公司、证券资产管理公司、特定客户等利益相关方的干涉和影响，特此声明。

免责声明

中邮证券有限责任公司（以下简称“中邮证券”）具备经中国证监会批准的开展证券投资咨询业务的资格。

本报告信息均来源于公开资料或者我们认为可靠的资料，我们力求但不保证这些信息的准确性和完整性。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价，中邮证券不对因使用本报告的内容而导致的损失承担任何责任。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。

中邮证券可发出其它与本报告所载信息不一致或有不同结论的报告。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且不予通告。

中邮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头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者计划提供投资银行、财务顾问或者其他金融产品等相关服务。

《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，本报告仅供中邮证券客户中的专业投资者使用，若您非中邮证券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。本公司不会因接收人收到、阅读或关注本报告中的内容而视其为专业投资者。

本报告版权归中邮证券所有，未经书面许可，任何机构或个人不得存在对本报告以任何形式进行翻版、修改、节选、复制、发布，或对本报告进行改编、汇编等侵犯知识产权的行为，亦不得存在其他有损中邮证券商业性权益的任何情形。如经中邮证券授权后引用发布，需注明出处为中邮证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节或修改。

中邮证券对于本申明具有最终解释权。

公司简介

中邮证券有限责任公司，2002年9月经中国证券监督管理委员会批准设立，注册资本50.6亿元人民币。中邮证券是中国邮政集团有限公司绝对控股的证券类金融子公司。

公司经营范围包括：证券经纪；证券自营；证券投资咨询；证券资产管理；融资融券；证券投资基金销售；证券承销与保荐；代理销售金融产品；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问。此外，公司还具有：证券经纪人业务资格；企业债券主承销资格；沪港通；深港通；利率互换；投资管理人受托管理保险资金；全国银行间同业拆借；作为主办券商在全国中小企业股份转让系统从事经纪、做市、推荐业务资格等业务资格。

公司目前已经在北京、陕西、深圳、山东、江苏、四川、江西、湖北、湖南、福建、辽宁、吉林、黑龙江、广东、浙江、贵州、新疆、河南、山西、上海、云南、内蒙古、重庆、天津、河北等地设有分支机构，全国多家分支机构正在建设中。

中邮证券紧紧依托中国邮政集团有限公司雄厚的实力，坚持诚信经营，践行普惠服务，为社会大众提供全方位专业化的证券投、融资服务，帮助客户实现价值增长，努力成为客户认同、社会尊重、股东满意、员工自豪的优秀企业。

投资评级说明

投资评级标准	类型	评级	说明
报告中投资建议的评级标准： 报告发布日后的6个月内的相对市场表现，即报告发布日后的6个月内的公司股价（或行业指数、可转债价格）的涨跌幅相对同期相关证券市场基准指数的涨跌幅。 市场基准指数的选取：A股市场以沪深300指数为基准；新三板市场以三板成指为基准；可转债市场以中信标普可转债指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普500或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	预期个股相对同期基准指数涨幅在20%以上
		增持	预期个股相对同期基准指数涨幅在10%与20%之间
		中性	预期个股相对同期基准指数涨幅在-10%与10%之间
		回避	预期个股相对同期基准指数涨幅在-10%以下
	行业评级	强于大市	预期行业相对同期基准指数涨幅在10%以上
		中性	预期行业相对同期基准指数涨幅在-10%与10%之间
		弱于大市	预期行业相对同期基准指数涨幅在-10%以下
	可转债评级	推荐	预期可转债相对同期基准指数涨幅在10%以上
		谨慎推荐	预期可转债相对同期基准指数涨幅在5%与10%之间
		中性	预期可转债相对同期基准指数涨幅在-5%与5%之间
		回避	预期可转债相对同期基准指数涨幅在-5%以下

中邮证券研究所

北京

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com

地址：北京市东城区前门街道珠市口东大街17号

邮编：100050

上海

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com

地址：上海市虹口区东大名路1080号大厦3楼

邮编：200000

深圳

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com

地址：深圳市福田区滨河大道9023号国通大厦二楼

邮编：518048



中邮证券

CHINA POST SECURITIES