



上海医药 (601607.SH)

买入 (维持评级)

公司点评
证券研究报告

拟控股上海和黄药业，中药板块再夯实

事件

2025年1月1日，公司公告，上海和黄药业由上海医药全资子公司上药药材与和黄医药合资设立，双方各持股50%；上海医药拟联合上海金浦健服指定主体，共同收购和黄医药持有的上海和黄药业股权。其中上海医药拟以自有资金9.95亿元（以最终国资备案价格为准）收购10%股权。交易完成后，上海医药将合计持有上海和黄药业60%股权，对其实施并表。

点评

工业端再发力，中药大品种、学术与下沉与国际化能力将获进一步夯实。(1) 中药，是公司医药工业的重要构成。根据公司2024半年报，中药收入51.92亿元，已占公司工业总收入127.34亿的近4成，全年可能过百亿元的体量。根据2024年三季报，公司已将养心氏片、瘀血痹胶囊、冠心宁片、八宝丹、胃复春、银杏酮酯等六大中药品种循证医学研究推进，病例入组人数进一步增加。(2) 此次公司交易完成后，公司将持有上海和黄药业60%股权，并对其并表。后者在全国，尤其是县域等下沉市场具有较强的销售推广能力，未来有望赋能公司中药存量品种在下沉市场的销售。同时，上海和黄药业近2,300余人的专业学术推广团队有望进一步加强上海医药自营推广的整体实力。(3) 上海和黄药业通过大量的循证医学及学术推广工作，将麝香保心丸打造为年销售额近30亿元的心脑血管基础用药。通过大型上市后随机、双盲、安慰剂对照临床试验，发布参考国际规范指引的新版《专家共识》，并在核心期刊发表2,800余篇论文，有效提炼出麝香保心丸在临床医学的功效证据，得到临床专家的高度认可。(4) 上海和黄药业的胆宁片分别在2016、2019、2022年实现在加拿大的注册、认证和出口，是其中药国际化的重要里程碑。上海和黄药业在胆宁片国际化方面的经验有望为上海医药中药板块其他品种的海外布局提供助力。

商业端模式新探索，CSO（销售外包服务）合同同比增长176.3%。2024年1-9月，公司引入进口总代品种13个；公司药品CSO合约推广业务实现销售收入约61亿元，同比增幅达176.3%；公司器械大健康业务销售约326亿，同比增长11.9%。

盈利预测、估值与评级

我们维持营收预测，预计公司2024/25/26年实现营收2762/3039/3388亿元，同比增长6%/10%/12%；归母净利润50/61/73亿元，同比增长34%/21%/20%。维持“买入”评级。

风险提示

创新药以及中药大品种推进不达预期、战略合作不及预期等风险。

医药组

分析师：赵海春（执业S1130514100001）

zhaohc@gjzq.com.cn

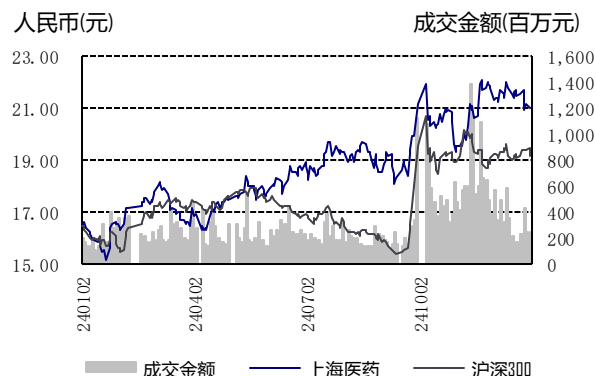
分析师：袁维（执业S1130518080002）

yuan_wei@gjzq.com.cn

市价（人民币）：21.00元

相关报告：

- 《上海医药公司点评：CSO同比增长176%，打造开源创新生态》，2024.10.30
- 《上海医药公司点评：创新持续，CSO业务同比增长172%》，2024.8.27
- 《上海医药公司点评：创新药管线渐丰，中药增长，转型提速中》，2024.4.29



公司基本情况 (人民币)

项目	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	231,981	260,295	276,230	303,853	338,796
营业收入增长率	7.49%	12%	6.12%	10.00%	11.50%
归母净利润(百万元)	5,617	3,768	5,039	6,105	7,313
归母净利润增长率	10.28%	-32.92%	33.74%	21.15%	19.79%
摊薄每股收益(元)	1.519	1.017	1.359	1.647	1.973
每股经营性现金流净额	1.28	1.41	2.27	1.99	2.05
ROE(归属母公司)(摊薄)	n.a.	n.a.	n.a.	7.66%	8.41%
P/E	n.a.	n.a.	n.a.	12.75	10.65
P/B	0.98	0.90	1.06	0.98	0.90

来源：公司年报、国金证券研究所



附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)

	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
主营业务收入	215,824	231,981	260,295	276,230	303,853	338,796
增长率	12.5%	7.5%	12.2%	6.1%	10.0%	11.5%
主营业务成本	-187,281	-201,495	-228,967	-243,911	-267,694	-298,141
%销售收入	86.8%	86.9%	88.0%	88.3%	88.1%	88.0%
毛利	28,543	30,486	31,328	32,319	36,159	40,656
%销售收入	13.2%	13.1%	12.0%	11.7%	11.9%	12.0%
营业税金及附加	-666	-716	-738	-783	-862	-961
%销售收入	0.3%	0.3%	0.3%	0.3%	0.3%	0.3%
销售费用	-13,318	-14,279	-13,902	-13,008	-14,309	-15,954
%销售收入	6.2%	6.2%	5.3%	4.7%	4.7%	4.7%
管理费用	-5,143	-4,992	-5,712	-5,685	-6,254	-6,973
%销售收入	2.4%	2.2%	2.2%	2.1%	2.1%	2.1%
研发费用	-1,987	-2,112	-2,204	-2,189	-2,408	-2,685
%销售收入	0.9%	0.9%	0.8%	0.8%	0.8%	0.8%
息税前利润 (EBIT)	7,428	8,387	8,772	10,653	12,326	14,082
%销售收入	3.4%	3.6%	3.4%	3.9%	4.1%	4.2%
财务费用	-1,245	-1,313	-1,486	-1,671	-1,816	-1,851
%销售收入	n.a.	0.6%	0.6%	0.6%	0.6%	0.5%
资产减值损失	-140	-644	-841	0	0	0
公允价值变动收益	-206	219	405	94	91	91
投资收益	1,733	453	-256	188	188	188
%税前利润	21.3%	5.1%	n.a.	2.2%	1.8%	1.6%
营业利润	8,205	9,015	7,667	9,264	10,789	12,510
营业利润率	3.8%	3.9%	2.9%	3.4%	3.6%	3.7%
营业外收支	-62	-206	-613	-578	-578	-578
税前利润	8,144	8,808	7,054	8,686	10,211	11,932
利润率	3.8%	3.8%	2.7%	3.1%	3.4%	3.5%
所得税	-1,869	-1,816	-1,888	-2,206	-2,593	-3,030
所得税率	23.0%	20.6%	26.8%	25.4%	25.4%	25.4%
净利润	6,275	6,992	5,167	6,480	7,618	8,902
少数股东损益	1,181	1,375	1,399	1,441	1,513	1,588
归属于母公司的净利润	5,093	5,617	3,768	5,039	6,105	7,313
净利率	2.4%	2.4%	1.4%	1.8%	2.0%	2.2%

现金流量表 (人民币百万元)

	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
净利润	6,275	6,992	5,167	6,480	7,618	8,902
少数股东损益	1,181	1,375	1,399	1,441	1,513	1,588
非现金支出	2,466	3,062	3,221	1,653	1,697	1,752
非经营收益	-116	-762	995	2,443	2,559	2,620
营运资金变动	-3,564	-4,548	-4,151	-2,159	-4,500	-5,663
经营活动现金净流	5,061	4,743	5,232	8,417	7,374	7,610
资本开支	-3,928	-2,525	-2,791	-1,847	-2,231	-2,086
投资	-1,651	-10,274	-855	275	91	91
其他	-436	326	1,154	-181	188	188
投资活动现金净流	-6,016	-12,473	-2,492	-1,753	-1,952	-1,807
股权募资	169	14,123	354	0	0	0
债权募资	4,332	3,836	6,855	-2,584	-3,203	-6,230
其他	-2,936	-5,820	-6,977	-2,225	-2,259	-2,320
筹资活动现金净流	1,566	12,139	232	-4,810	-5,462	-8,550
现金净流量	561	4,396	2,966	1,854	1,653	1,324

资产负债表 (人民币百万元)

	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
货币资金	22,390	27,401	30,518	31,949	35,103	39,131
应收款项	63,425	72,762	80,544	88,715	97,586	108,809
存货	27,104	34,460	36,623	35,246	38,683	43,082
其他流动资产	3,575	14,890	14,749	15,170	15,537	16,006
流动资产	116,494	149,513	162,434	171,080	186,909	207,027
%总资产	71.3%	75.5%	76.6%	77.6%	79.1%	80.8%
长期投资	10,947	11,936	11,145	11,333	11,333	11,333
固定资产	13,801	14,454	15,858	16,009	16,236	16,249
%总资产	8.4%	7.3%	7.5%	7.3%	6.9%	6.3%
无形资产	17,977	18,385	18,229	17,866	17,696	17,535
非流动资产	46,941	48,622	49,539	49,413	49,368	49,124
%总资产	28.7%	24.5%	23.4%	22.4%	20.9%	19.2%
资产总计	163,436	198,135	211,973	220,493	236,277	256,151
短期借款	23,097	31,000	38,524	35,938	36,456	36,529
应付款项	55,058	68,040	72,582	78,697	86,375	96,201
其他流动负债	13,670	11,651	11,266	10,229	10,723	11,321
流动负债	91,824	110,691	122,372	124,865	133,554	144,052
长期贷款	7,158	6,260	5,786	5,786	5,786	5,786
其他长期负债	5,387	3,182	3,488	3,035	2,731	2,511
负债	104,369	120,132	131,646	133,686	142,071	152,349
普通股股东权益	49,359	67,063	68,524	73,564	79,669	86,982
其中：股本	2,842	3,698	3,703	3,708	3,708	3,708
未分配利润	28,599	32,480	33,822	38,862	44,967	52,280
少数股东权益	9,707	10,939	11,802	13,242	14,755	16,343
负债股东权益合计	163,436	198,135	211,973	220,493	236,277	256,151

比率分析

	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
每股指标						
每股收益	1.792	1.519	1.017	1.359	1.647	1.973
每股净资产	17.367	18.137	18.504	19.841	21.488	23.460
每股经营现金净流	1.781	1.283	1.413	2.270	1.989	2.053
每股股利	1.169	1.019	1.327	1.394	1.533	1.687
回报率						
净资产收益率	11%	8%	5%	7%	8%	8%
总资产收益率	4%	3%	2%	2%	3%	3%
投入资本收益率	7%	6%	5%	6%	7%	7%
增长率						
主营业务收入增长率	12%	7%	12%	6%	10%	12%
EBIT增长率	-2%	13%	5%	21%	16%	14%
净利润增长率	13%	10%	-33%	34%	21%	20%
总资产增长率	10%	21%	7%	4%	7%	8%
资产管理能力						
应收账款周转天数	101.4	98.2	97.9	108.2	108.2	108.2
存货周转天数	48.4	55.8	56.7	52.7	52.7	52.7
应付账款周转天数	72.5	75.0	74.5	78.9	78.9	78.9
固定资产周转天数	34.1	18.4	17.2	15.4	13.3	11.1
偿债能力						
净负债/股东权益	13%	0%	5%	0%	-3%	-7%
EBIT利息保障倍数	6.0	6.4	5.9	6.4	6.8	7.6
资产负债率	64%	61%	62%	61%	60%	60%

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	3	7	16	19	36
增持	0	2	5	10	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	1.00	1.22	1.24	1.34	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。

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	北京	深圳
电话：021-80234211	电话：010-85950438	电话：0755-86695353
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn	邮箱：researchbj@gjzq.com.cn	邮箱：researchsz@gjzq.com.cn
邮编：201204	邮编：100005	邮编：518000
地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号 紫竹国际大厦 5 楼	地址：北京市东城区建国内大街 26 号 新闻大厦 8 层南侧	地址：深圳市福田区金田路 2028 号皇岗商务中心 18 楼 1806



【小程序】
国金证券研究服务



【公众号】
国金证券研究