



全国医药流通龙头，工商业一体化发展

——上海医药深度报告

核心观点

工商业一体化大型医药集团，商业+工业双轮驱动。公司是国内工商业均处于领先地位的医药产业集团，主营业务覆盖医药工业与商业，在医药工业领域，公司拥有丰富的产品资源，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；在医药商业领域，公司是国内第二大全国家医药流通企业和领先的进口药品服务平台。2024 年前三季度，公司实现营业收入 2096.29 亿元，同比增长 6.14%；归母净利润 40.54 亿元，同比增长 6.78%。

夯实商业基本盘，加速发展创新业务。2016 年公司与拜耳共同探索跨国药企在中国的 CSO 业务模式，该合作延续至今，2023 年底公司与赛诺菲达成战略合作，该合作涉及重点疾病领域的 20 多个产品，合约规模超 50 亿人民币。2024 年前三季度，公司 CSO 合约推广业务实现高增，实现销售金额约 61 亿元，同比增幅达 176.3%，覆盖赛诺菲、拜耳、益普生、住友、武田、卫材等 18 家药企。同时，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。此外，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，进一步推动公司多元化、多品种、多渠道发展，在 SPD、医美业务方面迎来突破，2024 年前三季度，公司器械大健康业务销售约 326 亿，同比增长 11.9%。

工业板块实力突出，创新管线逐步兑现。在创新药方面，公司贯彻创新转型战略，研发投入持续加码，研发投入从 2018 年的 13.9 亿元增长至 26 亿元，研发费用从 10.6 亿元增至 22 亿元，2024 年 12 月 5 日，公司 X842 项目上市许可申请获国家药监局批准，截至 24 年三季度末，公司处于临床申请获得受理及进入后续临床研究阶段的新药管线共有 60 项，其中创新药 46 项（含美国临床 II 期 3 项），还有 2 项创新药项目提交 pre-NDA、分别为 I001 和 SRD4610，4 项处于关键性研究及临床 III 期阶段。在中药方面，公司具备丰富的中药资源，旗下拥有六个中华老字号品牌，公司持续推进中药大品种和大品牌战略，同时以中药研究所为核心平台，开展循证医学研究，推进中药品种的二次开发。

投资建议

我们预计公司 2024-2026 年营业收入分别为 281,573、308,355、338,586 百万元，同比增长 8.2%/9.5%/9.8%；归母净利润分别为 5,039、5,594、6,306 百万元，同比增长 33.7%/11.0%/12.7%；对应 EPS 分别为 1.36、1.51、1.70 元；对应 PE 倍数为 15.07/13.57/12.04 倍。公司为医药流通行业龙头之一，通过紧密布局医药商业+医药工业板块，实现业绩双轮驱动。医药商业板块为公司基本盘，有望持续受益于行业集中度提升，此外 CSO 等创新业务快速放量，为公司业绩增长提供成长新动能。医药工业板块，随着公司创新药管线的逐步兑现，叠加中药大品种战略推进，有望打造新的增长曲线，首次覆盖，给予“买入”评级。

风险提示

医药行业政策变动风险、创新药研发不及预期风险、地缘政治风险、商誉减值风险。

买入(首次)

行业：医药生物
日期：2025年01月08日
分析师：彭波
E-mail：pengbo@yongxingsec.com
SAC 编号：S1760524100001
分析师：徐昕
E-mail：xuxin@yongxingsec.com
SAC 编号：S1760523100002

基本数据

01 月 03 日收盘价(元)	20.48
12mthA 股价格区间(元)	15.36-23.20
总股本(百万股)	3,707.97
无限售 A 股/总股本	52.22%
流通市值(亿元)	396.53

最近一年股票与沪深 300 比较



资料来源：Wind，甬兴证券研究所

相关报告：

■ 盈利预测与估值

单位：百万元	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	260,295	281,573	308,355	338,586
年增长率 (%)	12.2%	8.2%	9.5%	9.8%
归属于母公司的净利润	3,768	5,039	5,594	6,306
年增长率 (%)	-32.9%	33.7%	11.0%	12.7%
每股收益 (元)	1.02	1.36	1.51	1.70
市盈率 (X)	16.40	15.07	13.57	12.04
净资产收益率 (%)	5.5%	6.9%	7.1%	7.4%

资料来源：Wind，甬兴证券研究所 (2025 年 01 月 03 日收盘价)

正文目录

1. 上海医药：全国医药流通龙头，工商业一体化发展	4
1.1. 工商业一体化布局，发展历史悠久	4
1.2. 国资控股，管理层履新迈入新征程	4
1.3. 营收增长稳健，费用端管控合理	5
2. 医药商业：龙头地位稳固，CSO 等创新业务发展带来增量	7
2.1. 我国医药流通市场：行业规模稳中有升，强者恒强	7
2.2. 夯实商业基本盘，加速发展创新业务	8
3. 医药工业：工业板块实力突出，创新管线逐步兑现	11
3.1. 创新药：坚持创新药转型战略，研发能力逐步兑现	12
3.2. 中药：中药瑰宝禀赋卓越，二次开发深耕细研	14
4. 盈利预测及投资建议	14
5. 风险提示	15

图目录

图 1：公司历史沿革图	4
图 2：公司股权结构图（截至 2024.9.30）	5
图 3：公司 2018-2024 年前三季度收入情况	6
图 4：公司 2018-2024 年前三季度归母净利润情况	6
图 5：公司 2018-2024 年前三季度收入结构情况	6
图 6：公司 2024 年前三季度利润贡献结构	6
图 7：公司 2018-2024 年前三季度盈利能力情况	7
图 8：公司 2018-2024 年前三季度费用率情况	7
图 9：2017-2022 年我国流通行业规模情况	7
图 10：2022 年药品流通企业主营业务收入所有制结构	8
图 11：批发行业集中度不断提升	8
图 12：公司流通分销业务版图	9
图 13：公司旗下华氏药房品牌	9
图 14：2018-2024H1 公司医药商业板块收入情况	9
图 15：2018-2024H1 公司医药商业板块利润情况	9
图 16：2018-2024 前三季度公司引进进口新药数量	10
图 17：2021-2024 前三季度公司器械大健康业务收入	10
图 18：2018-2024 年前三季度公司医药工业板块收入	11
图 19：2018-2024 年前三季度公司医药工业板块利润	11
图 20：2023 年公司工业收入按治疗领域划分占比	12
图 21：2017-2023 年公司全年销售过亿产品数量情况	12
图 22：2018-2024 年 H1 公司研发投入及研发费用情况	12
图 23：2018-2023 年公司研发人员数量情况	12
图 24：公司在研项目	13
图 25：公司旗下中药品牌	14

表目录

表 1：公司业绩拆分预测表	15
---------------------	----

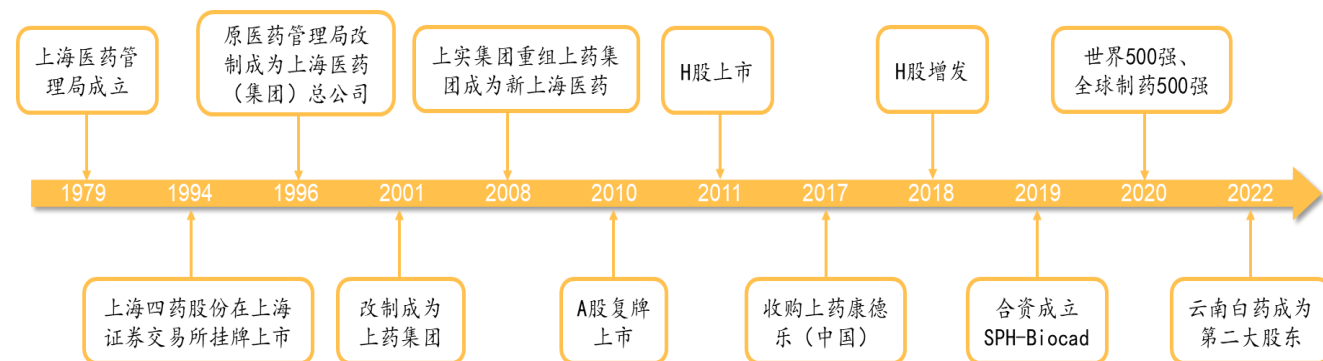
1. 上海医药：全国医药流通龙头，工商业一体化发展

1.1. 工商业一体化布局，发展历史悠久

工商业一体化大型医药集团，商业+工业双轮驱动。据公司披露，上海医药集团有限公司（以下简称“公司”）是国内工商业均处于领先地位的医药产业集团，2023 年公司位列《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第二。公司主营业务覆盖医药工业与商业，在医药工业领域，公司拥有丰富的产品资源，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，覆盖化学和生物药品、现代中药和保健品、医疗器械等范围，聚焦抗肿瘤、心脑血管、精神神经、抗感染、自身免疫、消化代谢和呼吸系统七大治疗领域；在医药商业领域，公司是国内第二大全医药流通企业和领先的进口药品服务平台。公司分销网络覆盖全国 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 7 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。

历史发展悠久，并购、混改步入发展新篇章。公司前身为上海四药股份有限公司，由上海医药（集团）总公司向社会公众发行股份后成立，并于 1994 年在上海证券交易所挂牌上市，上海医药（集团）总公司前身可追溯至 1979 年成立的上海市医药管理局。1998 年上海医药（集团）总公司完成资产重组后，将四药股份更名为上海市医药股份有限公司。2001-2002 年，上海医药（集团）总公司进一步改制为上药集团。2010 年，上海市医药股份有限公司合并吸收上实医药和中西药业后，更名为上海医药集团有限公司（即上海医药），随即在 A 股市场复牌上市，此后 2011 年完成 H 股上市。

图1:公司历史沿革图



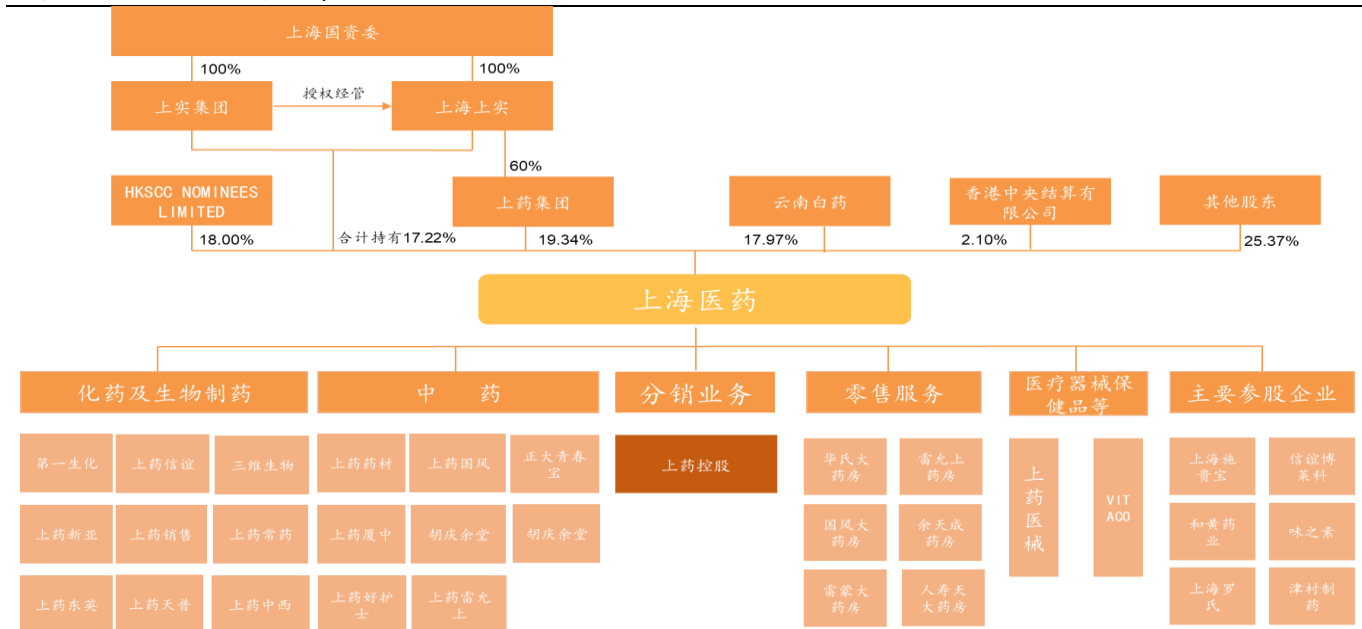
资料来源：公司公告，公司官网，甬兴证券研究所

沪港两地上市后，公司加快业务布局步伐，通过收购康德乐提高了公司在中国医药流通行业的市场地位，巩固细分行业的领先优势。此外，公司于 2022 年以非公开发行 A 股股票方式引入云南白药成为公司第二大股东暨战略投资者。在中医药、大健康、医药商业及新业务等领域，双方将结合各自优势资源，合作共赢，有望开启公司发展的新篇章。

1.2. 国资控股，管理层履新迈入新征程

上海国资控股，股权结构稳定。公司实际控制人为上海市国资委，截至2024 年前三季度，上海市国资委通过上实集团和上海上实直接和间接持有上海医药 28.82%的股份（上海上实通过持有 60.0%上药集团股份，间接持有上海医药 19.35%的股份）。

图2:公司股权结构图（截至 2024.9.30）



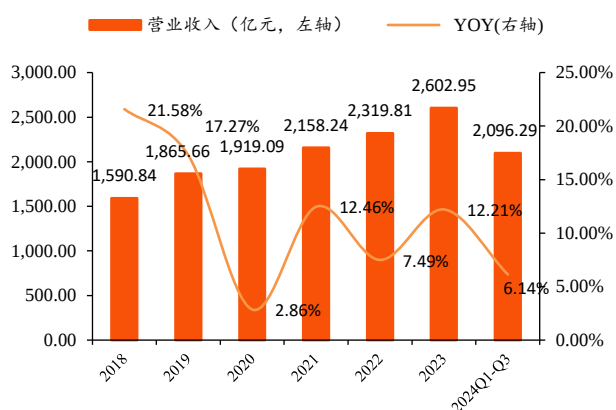
资料来源：公司公告，Wind，甬兴证券研究所

管理层履新迈入新征程。管理层方面，2024 年 3 月公司选举杨秋华先生担任董事长职务，其拥有丰富的企业管理经验，来自于股东上实集团。此外，2024 年 11 月公司聘任买买提艾力担任公司副总裁，买买提艾力先生具备丰富的专业知识和企业管理经验，在公司医药工业和医药商业板块均担任过重要管理职位。同时，公司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。新的管理团队成員陆续履新后，公司有望持续深化改革，迈入发展新征程。

1.3. 营收增长稳健，费用端管控合理

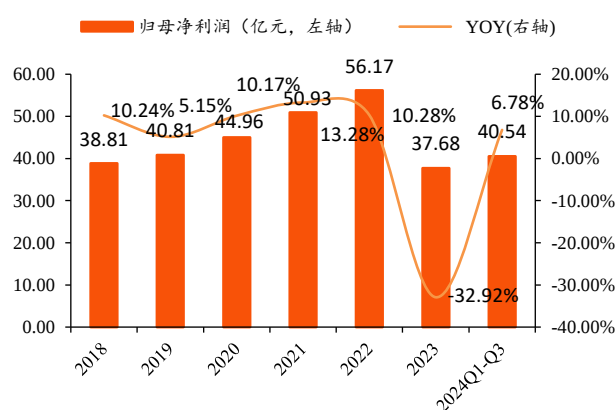
营收稳步增长，利润端企稳。2023 年公司实现营业收入 2602.95 亿元，同比增长 12.21%，增长稳定；实现归母净利润约 37.68 亿元，同比减少 32.92%，公司归母净利润同比减少，预计受到上药康希诺一次性资产减值等影响，扣除一次性特殊损益后，公司归母净利润为 49.19 亿元，同比增长 2.99%。2024 年前三季度，公司实现营业收入 2096.29 亿元，同比增长 6.14%；归母净利润 40.54 亿元，同比增长 6.78%，利润端企稳。我们认为随着 CSO 业务持续放量，以及医药工业端产品逐步推进上市，公司业绩有望稳定增长。

图3:公司 2018-2024 年前三季度收入情况



资料来源：公司公告，Wind，甬兴证券研究所

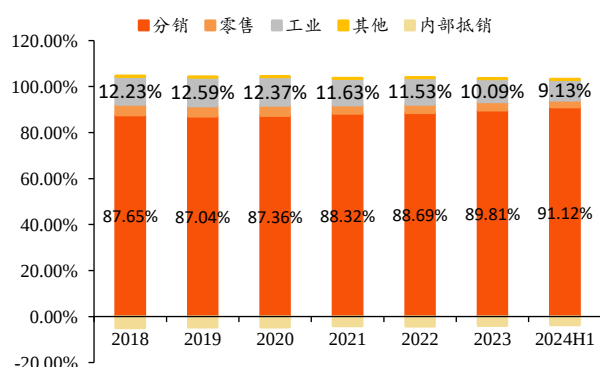
图4:公司 2018-2024 年前三季度归母净利润情况



资料来源：公司公告，Wind，甬兴证券研究所

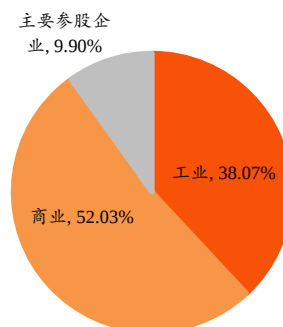
收入结构稳定，分销业务占比最高。公司营业收入主要由医药商业板块贡献，其中分销业务占比最高，其次为医药工业板块。2024 年上半年，公司商业收入约 1311.01 亿元，同比增长 6.51%，其中，分销、零售业务收入分别为 1270.31 亿元、40.70 亿元，商业板块收入合计占比超过 90%。2024 年上半年工业板块在公司收入占比不高约 10%左右，但具有较高的毛利率，贡献了公司接近 40%的净利润。

图5:公司 2018-2024 年前三季度收入结构情况



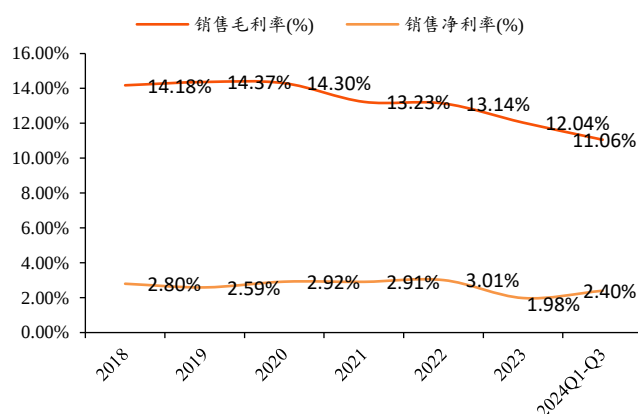
资料来源：公司公告，Wind，甬兴证券研究所

图6:公司 2024 年前三季度利润贡献结构

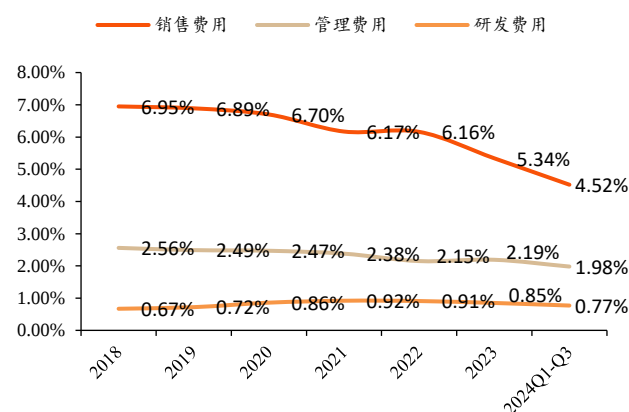


资料来源：公司公告，Wind，甬兴证券研究所

毛利率有所下滑，费用率管控合理。公司毛利率从 2018 年的 14.18% 下降至 2024 年前三季度的 11.06%，预计受毛利率较低的医药商业业务占比有所提升所致。费用率方面，公司提升管理精细化水平，特别是在销售费用方面，公司对外强化渠道合作控制费用，同时对内开源节流并行，受此影响公司销售费用率从 2018 年的 6.95% 下降至 2024 年前三季度的 4.52%，销售费用得到有效控制。同时，管理费用率从 2.56% 下降至 1.98%，而财务费用率从 0.77% 下降至 0.55%。从净利率来看，2024 年前三季度公司净利率为 2.40%，整体净利率平稳。

图7:公司 2018-2024 年前三季度盈利能力情况


资料来源：公司公告，Wind，甬兴证券研究所

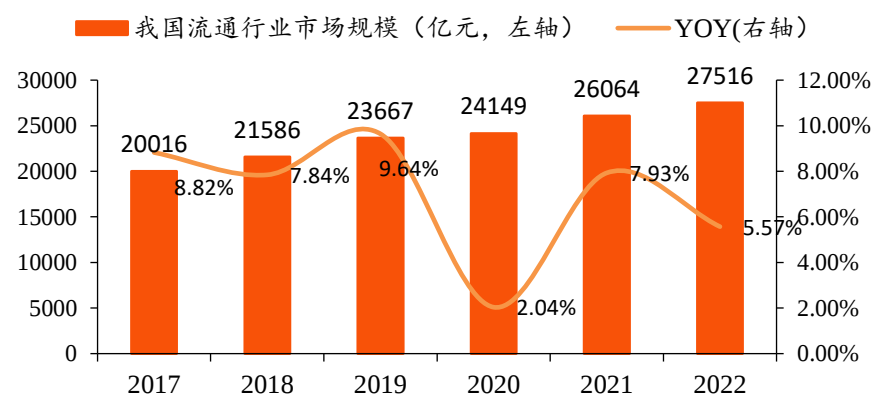
图8:公司 2018-2024 年前三季度费用率情况


资料来源：公司公告，Wind，甬兴证券研究所

2. 医药商业：龙头地位稳固，CSO 等创新业务发展带来增量

2.1. 我国医药流通市场：行业规模稳中有升，强者恒强

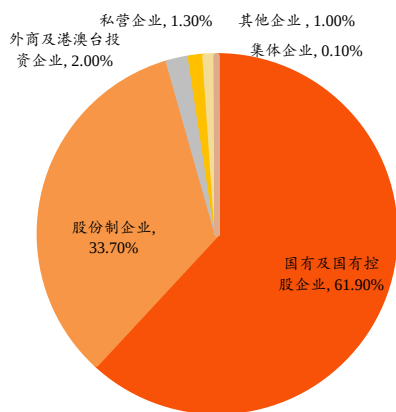
全国药品流通市场销售规模稳中有升。参考商务部《2022 年药品流通行业运行统计分析报告》，数据显示 2022 年全国七大类医药商品销售总额 27516 亿元，扣除不可比因素同比增长 6.0%，2017~2022 年我国药品流通市场行业规模稳中有升，CAGR 为 6.57%。其中，2022 年药品零售市场销售额为 5990 亿元，扣除不可比因素同比增长 10.7%，增速同比加快 3.3 个百分点。药品批发市场销售额为 21526 亿元，扣除不可比因素同比增长 5.4%。

图9:2017-2022 年我国流通行业规模情况


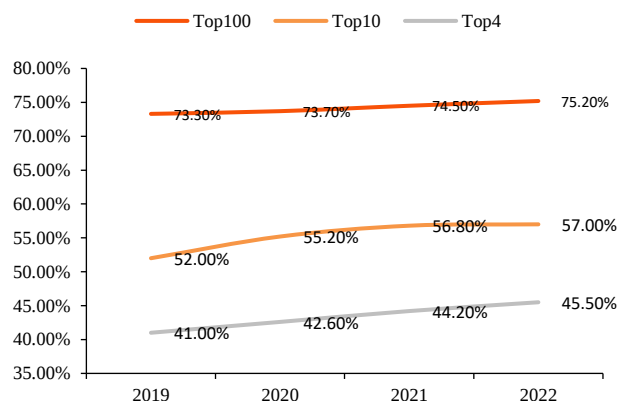
资料来源：商务部，九州通公司公告，甬兴证券研究所

国企占据主导地位，行业集中度稳健提升。2022 年，在全国药品流通直报企业中，国有及国有控股药品流通企业主营业务收入 12945 亿元，占直报企业主营业务收入总额的 61.9%，处于主导地位。此外，从市场占有率看药品批发企业集中度有稳健提升，从 2020 年到 2022 年，行业前 100 强企业的主营业务收入份额从 73.7%增长到了 75.2%，增长了 1.5 个百分点，其中前四强企业的市场份额，从 42.6%增长至 45.5%，增长了 2.9 个百分点，

从增长幅度来看，前四强的行业市占率提升更为突出，行业集中度提升趋势明显。在集采常态化、两票制、分级诊疗深入发展的新形势下，医药流通行业内部分化加大，全国性及区域性商业龙头企业凭借仓储网络、数字化管理、资金等优势，将有效承接中小型流通商的市场份额，持续推动行业集中度提升。

图10:2022 年药品流通企业主营业务收入所有制结构


资料来源：商务部，甬兴证券研究所

图11:批发行业集中度不断提升


资料来源：商务部，甬兴证券研究所

我国流通行业竞争格局成型，公司位居第二。据医药经济报报道，整体来看，我国医药流通行业“4+N”的竞争格局已经凸显，参考上文 CR4 在 2022 年的市场占有率已经达到 45.5%，其分别为国药集团、上海医药、华润医药以及九州通，除九州通为民营企业外，其余三家均为国有企业。2022 年公司在流通行业市占率约仅次于国药集团，排名第二。《商务部关于“十四五”时期促进药品流通行业高质量发展的指导意见》提出，到 2025 年培育形成 1-3 家超五万亿元、5-10 家超千亿元的大型数字化、综合性药品流通企业，前 100 家药品流通企业主营业务收入占同期全国医药市场总规模的 98%以上，这为公司等“千亿级”收入规模的龙头企业带来了发展机遇。随着公司竞争力逐步增强，市占率有望逐步提升。

2.2. 夯实商业基本盘，加速发展创新业务

公司医药商业板块主要为分销业务和零售业务，作为中国第二大的医药商业企业和国内最大的进口药品、疫苗、医疗器械服务商，拥有覆盖全国 25 个省、直辖市与自治区的商业渠道与零售网络，其中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，拥有华氏大药房、雷允上连锁药房等全国或地区性的优质品牌药房。

图12:公司流通分销业务版图



资料来源：公司官网，甬兴证券研究所

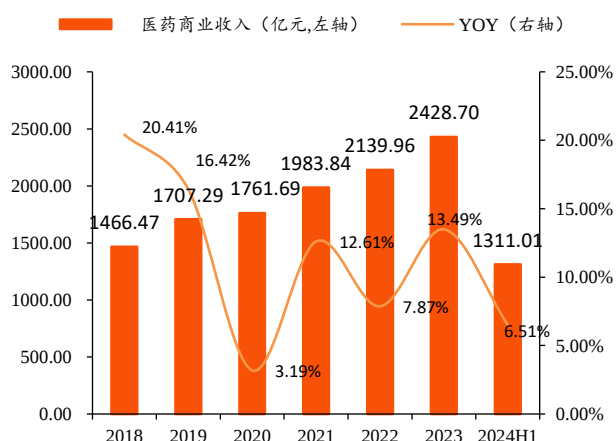
图13:公司旗下华氏药房品牌



资料来源：公司官网，甬兴证券研究所

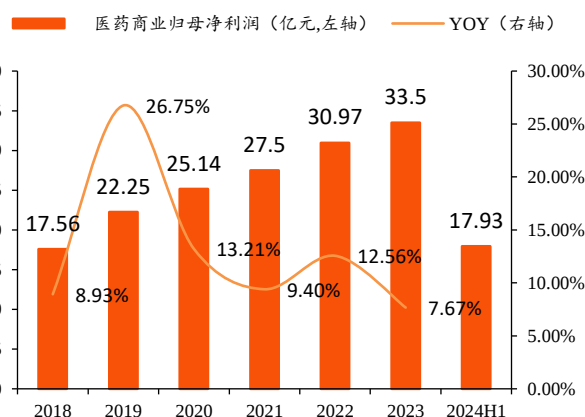
医药商业板块收入、利润稳健增长。医药商业是公司的基本盘，公司医药商业收入从2018年的1466.47亿元增至2023年的2428.70亿元，CAGR为10.62%，收入增长稳健。2024上半年公司医药商业实现收入1311.01亿元，同比增长6.51%。利润端，从2018到2023年，公司医药商业板块归母净利润从17.56亿元增至33.50亿元，CAGR为13.8%，利润增长稳健，2024上半年板块实现归母净利润17.93亿元。

图14:2018-2024H1 公司医药商业板块收入情况



资料来源：公司公告，Wind，甬兴证券研究所

图15:2018-2024H1 公司医药商业板块利润情况



资料来源：公司公告，Wind，甬兴证券研究所

南北整合成效斐然，降本增效。为应对行业大集中大竞争变革，提升医药商业板块整体实力，公司于2023年8月启动商业板块南北平台整合项目。通过成立15个工作小组密切协作，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，如期实现全国25省及4大专业板块一体化运营的整合目标，形成了“国家级现代医药供应链服务平台”。通过整合，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。公司在23年推进医药商业南北板块整合的基础上，于24年上半年召开了商业专项融合会议，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，改

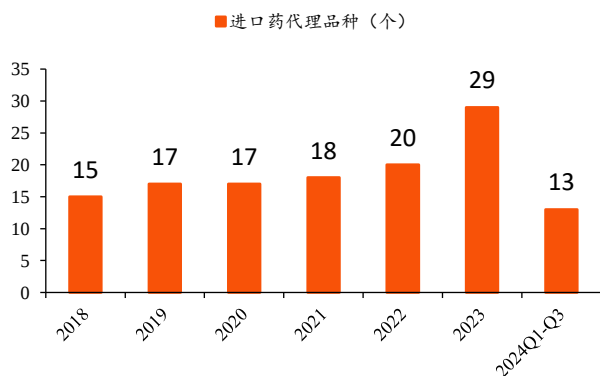
善财务表现，为公司的长远发展奠定坚实的基础。

与赛诺菲达成重要战略合作，CSO 业务有望迎来放量。2016 年公司与拜耳共同探索跨国药企在中国的 CSO 业务模式，该合作延续至今。凭借丰富的业务经验以及严谨的合规管理，2023 年底公司与赛诺菲达成战略合作，该合作涉及重点疾病领域的 20 多个产品，合约规模超 50 亿人民币。2024 年前三季度，公司 CSO 合约推广业务实现高增，实现销售金额约 61 亿元，同比增幅达 176.3%，覆盖赛诺菲、拜耳、益普生、住友、武田、卫材等 18 家药企。我们认为，基于与赛诺菲合作的战略合作，公司 CSO 业务迎来发展契机，特别是随着公司覆盖客户数的增加，CSO 业务拓展机会加大。

打造创新药全生命周期服务平台。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。2018 年公司收购康德乐中国业务后，成为中国最大的进口药品代理商和分销商。2023 年公司全年成功引入进口总代品种 29 个，2024 年前三季度成功引进 13 个进口总代品种。

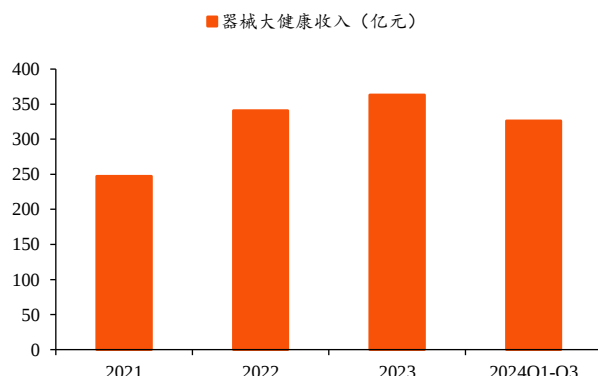
器械大健康业务稳步发展，SPD、医美业务迎来突破。公司积极探索器械、医美、健康食品等非药新业务拓展，加快全国器械业务基础布局，提升全价值链服务能级，打造细分领域的专业化平台，进一步推动公司多元化、多品种、多渠道发展。2024 年前三季度，公司器械大健康业务销售约 326 亿，同比增长 11.9%。此外，2023 年上海、四川、浙江、北京等区域公司的医美业务快速增长，上药康德乐与仁会生物就贝那鲁肽注射液（菲塑美®）的销售推广达成合作，以菲塑美为切入口打开形体市场，并联合行业协会、专家共同打造《身体塑形中心（科室）规范化建设》团体标准，并建立人才培养计划，在提供安全有效产品的基础上，还能够提供更全面、更安全、更有效的形体美学方案，推动形体行业的发展。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。同时，2024 年 H1 公司点推进大型医院 SPD 合作，上药控股企业共新增 SPD 约 15 个项目，并在陕西、重庆等区域实现“零”的突破。

图16:2018-2024 前三季度公司引进进口新药数量



资料来源：公司公告，甬兴证券研究所

图17:2021-2024 前三季度公司器械大健康业务收入



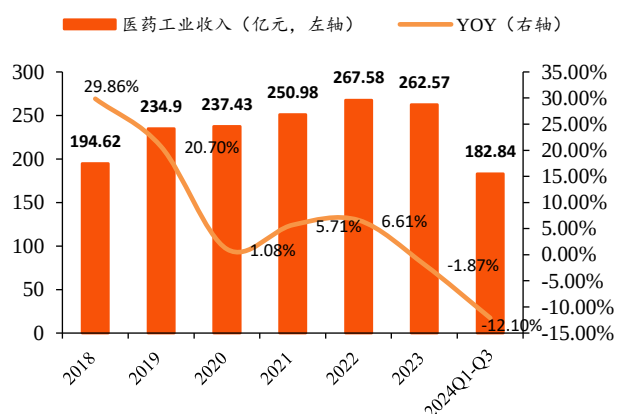
资料来源：公司公告，甬兴证券研究所

3. 医药工业：工业板块实力突出，创新管线逐步兑现

工业板块整体实力突出，医药品种丰富。2024 年，公司凭借卓越的企业实力，在上海百强企业榜单中位列“2024 上海企业 100 强”第 13 位、“上海制造业 100 强”第 3 位，持续保持领先地位。公司拥有丰富的产品资源，常年生产约 750 个药品品种，20 多种剂型，在中国 12 个省市以及海外建有药品生产基地，产品主要覆盖抗肿瘤、心脑血管、精神神经、抗感染、自身免疫、消化代谢和呼吸系统七大治疗领域，并已形成重点产品和基普药的产品组合梯队。

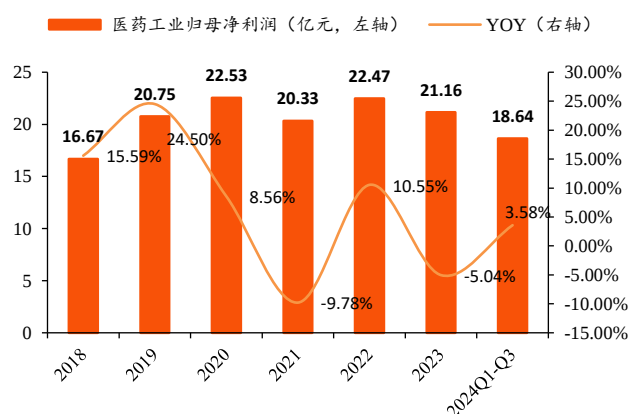
医药工业收入增长稳健，盈利能力整体平稳。从 2018 到 2023 年，公司医药工业收入从 194.62 亿元增至 262.57 亿元，CAGR 为 6.17%，收入增长稳健。预计受短期因素影响，2024 年前三季度公司医药工业实现收入 182.84 亿元，同比下滑 12.10%。利润端，2018 至 2023 年公司工业板块贡献归母净利润从 16.67 亿元增至 21.16 亿元，CAGR 为 4.89%。2024 年前三季度公司医药工业实现归母净利润 18.64 亿元，同比增长 3.58%。

图18:2018-2024 年前三季度公司医药工业板块收入



资料来源：公司公告，Wind，甬兴证券研究所

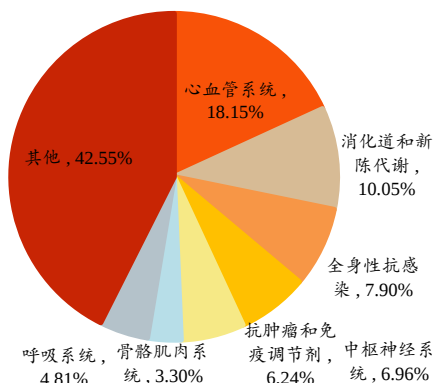
图19:2018-2024 年前三季度公司医药工业板块利润



资料来源：公司公告，Wind，甬兴证券研究所

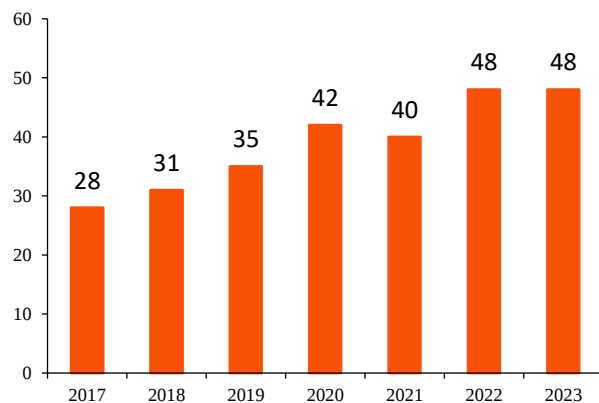
持续推进大品种培育战略，成效斐然。公司围绕大品种聚焦战略，提升规模效应。2023 年上海医药工业板块过亿产品达到 48 个，与 2022 年持平。此外，2023 年公司 60 个重点品种收入增至 149.4 亿元，重点品种占工业收入比例达 56.90%。从治疗领域来看，公司聚焦于心血管、消化系统、免疫代谢、全身抗感染、精神神经和抗肿瘤等重点领域。

图20:2023 年公司工业收入按治疗领域划分占比



资料来源：公司公告，甬兴证券研究所

图21:2017-2023 年公司全年销售过亿产品数量情况

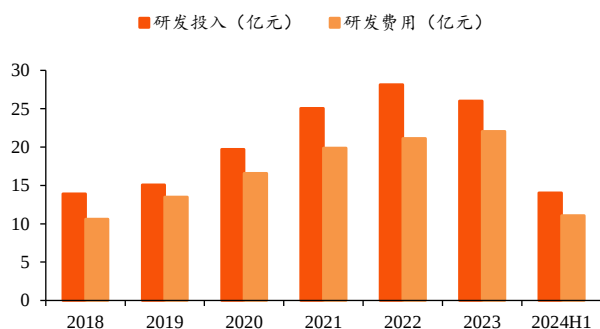


资料来源：公司公告，甬兴证券研究所

3.1. 创新药：坚持创新药转型战略，研发能力逐步兑现

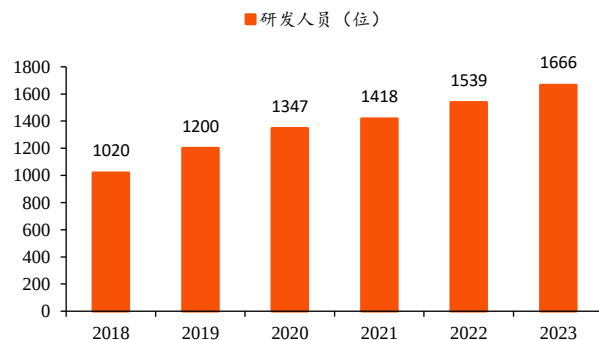
贯彻创新转型战略，研发投入持续加码。公司以满足临床需求为导向，不断加大创新投入，加快自研和产品引入，逐步由普通仿制药企迈向以科技创新为驱动的研发型医药企业转型。公司持续加大研发投入，研发投入从2018 年的 13.89 亿元增长至 26.02 亿元，研发费用从 10.61 亿元增至 22.04 亿元，CAGR 为 15.74%。

图22:2018-2024 年 H1 公司研发投入及研发费用情况



资料来源：公司公告，甬兴证券研究所

图23:2018-2023 年公司研发人员数量情况



资料来源：公司公告，Wind，甬兴证券研究所

研发能力逐步兑现，多款管线进度靠前。根据公司公告，2023 年公司已有（重组人 5 型腺病毒）、凯利康（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。2024 年 12 月 5 日，公司公告称，其 X842 项目上市许可申请获国家药监局批准，我们认为 X842 正式获批是公司新药能力的进一步体现，后续的商业化顺利开展有望为公司增厚收入。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，PCAB 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)。截至 24 年三季度末,公司处于临床申请获得受理及进入后续临床研究阶段的新药管线共有 60 项,其中创新药 46 项(含美国临床 II 期 3 项)。创新药管线方面,在 X842 获批后,公司还有 2 项创新药项目提交 pre-NDA、分别为 I001 和 SRD4610,4 项处于关键性研究及临床 III 期阶段。

图24:公司在研项目

药物名称	治疗领域	适应症	IND/pre-IND BT	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 BT	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							安科瑞	肿瘤	恶性腹膜积液						
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	艾滋病性免疫缺陷							B002	肿瘤	乳腺癌						
I001-A	消化代谢	糖尿病肾病							B006	肿瘤	原发性肝癌(PTCL)、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/脂肪肉瘤							I035	自身免疫	炎症性肠病						
I022联合用药	肿瘤	脂肪肉瘤							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/胆管癌						
百纳格南	感染	抗感染							自体细胞 免疫疗法	肿瘤	肺癌						
B013	肿瘤	乳腺癌							聪明活	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	慢性肾病							I040	精神神经	抑郁症						
B015联合用药	肿瘤	晚期实体瘤															

资料来源:公司官网,甬兴证券研究所

➤ I001 项目

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。

➤ SPH4336

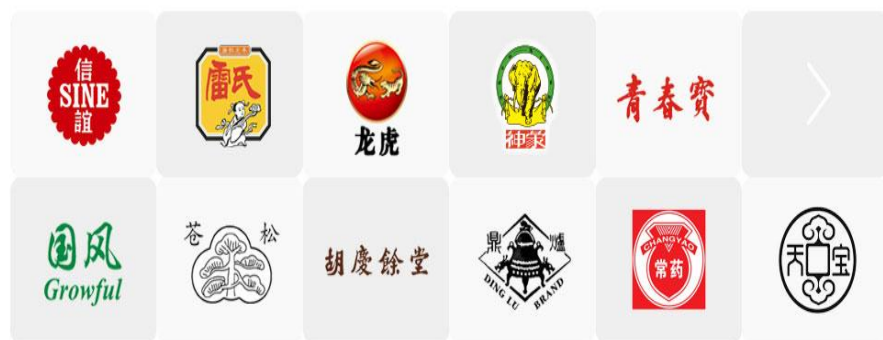
SPH4336 片是上海医药自主开发的口服小分子抑制剂,SPH4336 片针对局部晚期或转移性脂肪肉瘤的 II 期临床试验已获得美国食品药品监督管理局(FDA)批准,在国内,SPH4336 片已完成针对晚期实体瘤的 I 期临床试验,数据显示其具有良好的药效、较高的安全性和优良的药代动力学性质。开坦尼®(卡度尼利单抗注射液)是康方生物自主研发的全球首创

PD1/CTLA-4 双特异性肿瘤免疫治疗药物, SPH4336 联合卡度尼利单抗有望取得更优的抗肿瘤效果, 具有进一步开发的价值。

3.2. 中药：中药瑰宝禀赋卓越，二次开发深耕细研

中药资源丰富，品牌底蕴深厚。公司具备丰富的中药资源，旗下拥有 8 家主要直管中药企业，其中雷允上、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”；同时拥有 9 个中药核心品牌，其中“鼎炉”“神象”“雷氏”“龙虎”“宏仁堂”“余天成”，为公司六个中华老字号品牌。2023 年中药板块实现收入 98.17 亿元，同比增长 10.30%，占 2023 年医药工业收入的 37.39%。2024 年上半年，公司中药板块实现收入 51.92 亿元，在医药工业板块整体承压的基数上，依旧保持增长态势。

图25:公司旗下中药品牌



资料来源：公司官网，甬兴证券研究所

中药大品种+大品牌持续推进，二次开发深耕细研。公司将紧抓中药行业发展机遇，继续挖掘自身优势资源，以中药研究所为核心平台，开展循证医学研究，持续推进中药大品种和大品牌战略。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，筛选出数个休眠恢复产品，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。在中药品种二次开发方面，公司主要围绕养心氏片、瘀血痹胶囊、冠心宁片、八宝丹、胃复春、银杏酮酯六大品种做循证医学研究，截至 2024 年前三季度，病例入组数进一步增加。

4. 盈利预测及投资建议

- (1) **分销业务:**公司作为中国第二大的医药商业企业，有望受益于行业集中度的提升。同时作为国内最大的进口药品、疫苗、医疗器械服务商，近年来创新类业务如 CSO、器械大健康等有望实现突破，持续放量推动分销业务增长，我们假设 24-26 年公司分销业务收入增速分别为 9.00%/10.00%/10.00%；毛利率保持相对稳定，分别为 6.00%/6.50%/6.50%。

(2) **医药工业:**近期X842获批上市,公司创新药管线逐步进入兑现期,有望成为工业板块业绩增长的驱动因素。中药方面,随着公司大品种战略及二次开发顺利推进,为板块业绩增长持续提供动能。我们假设 24-26 年公司医药工业业务收入增速分别为 1.00%/5.00%/8.00%;毛利率预计随着创新药商业化兑现略有提升,分别为 59.00%/60.50%/62.00%。

表1:公司业绩拆分预测表

单位 (百万元)	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入	215,824.26	231,981.30	260,295.09	281,573.05	308,354.93	338,585.75
增长率%	12.46%	7.49%	12.21%	8.17%	9.51%	9.80%
毛利率	13.23%	13.14%	12.04%	11.60%	11.86%	11.90%
归母净利润	5,093.47	5,617.15	3,768.00	5,038.55	5,594.39	6,306.04
增长率%	13.28%	10.28%	-32.9%	33.72%	11.03%	12.72%
分销						
收入	190,616.67	205,732.89	233,759.54	254,797.90	280,277.69	308,305.46
增长率%	13.70%	7.93%	13.62%	9.00%	10.00%	10.00%
毛利率	6.52%	6.58%	6.31%	6.00%	6.50%	6.50%
工业						
收入	25,098.48	26,757.64	26,256.79	26,519.36	27,845.33	30,072.95
增长率%	5.71%	6.61%	-1.87%	1.00%	5.00%	8.00%
毛利率	58.75%	58.55%	58.49%	59.00%	60.50%	62.00%
零售						
收入	7,767.60	8,263.52	9,110.75	9,566.29	10,044.60	10,546.83
增长率%	-8.82%	6.38%	10.25%	5.00%	5.00%	5.00%
毛利率	13.16%	12.63%	11.96%	12.00%	12.00%	12.00%
其他主营业务收入	241.99	144.09	284.53	307.29	331.88	358.43
增长率%	-28.18%	-40.46%	97.47%	8.00%	8.00%	8.00%
毛利率	39.82%	16.04%	12.31%	12.50%	12.50%	12.50%
其他业务收入	782.66	743.24	1,143.03	1,257.33	1,383.07	1,521.37
增长率%	61.06%	-5.04%	53.79%	10.00%	10.00%	10.00%
毛利率	44.41%	36.29%	43.22%	43.00%	43.00%	43.00%
内部抵销	-8,683.13	-9,658.10	-10,259.55	-10,875.12	-11,527.63	-12,219.29
增长率%	-1.62%	11.23%	6.23%	6.00%	6.00%	6.00%
毛利率	1.13%	0.60%	3.99%	3.00%	3.00%	3.00%

资料来源: Wind, 甬兴证券研究所

我们预计公司 2024-2026 年营业收入分别为 281,573、308,355、338,586 百万元,同比增长 8.17%/9.51%/9.80%;归母净利润分别为 5,039、5,594、6,306 百万元,同比增长 33.7%/11.03%/12.72%;对应 EPS 分别为 1.36、1.51、1.70 元;对应 PE 倍数为 15.07/13.57/12.04 倍。公司为医药流通行业龙头之一,通过紧密布局医药商业+医药工业板块,实现业绩双轮驱动。医药商业板块为公司基本盘,有望持续受益于行业集中度提升,此外 CSO 等创新业务快速放量,为公司业绩增长提供成长新动能。医药工业板块,随着公司创新药管线的逐步兑现,叠加中药大品种战略推进,有望打造新的增长曲线,首次覆盖,给予“买入”评级。

5. 风险提示

请务必阅读报告正文后各项声明

医药行业政策变动的风险。医保控费和支付方式改革的常态化推进，将促使部分药品价格进一步下调，可能对公司产品造成一定影响。

创新药研发不及预期的风险。由于创新药物研发周期长、研发投入较高，且失败风险较高，存在产品研发进展不及预期的风险。

地缘政治的风险。考虑地缘政治及国际经济局势影响，国际贸易、国际化投资、大宗原料进口等业务发展在短期内具有波动风险。

商誉减值风险。商誉减值测试以未来现金流预测为基础，包含了管理层作出的有关假设和专业判断，商誉存在一定的减值风险。

资产负债表 单位：百万元

至 12 月 31 日	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
流动资产	149,513	162,434	182,038	200,594	221,458
货币资金	27,401	30,518	37,101	43,106	49,792
应收及预付	72,427	78,033	86,866	94,893	103,996
存货	34,460	36,623	40,102	43,789	48,060
其他流动资产	15,224	17,260	17,969	18,806	19,610
非流动资产	48,622	49,539	50,661	50,969	51,079
长期股权投资	9,233	8,352	8,135	8,135	8,135
固定资产	11,539	12,155	12,593	12,881	13,153
在建工程	2,777	3,570	3,979	4,187	4,393
无形资产	6,244	6,051	5,542	5,159	4,776
其他长期资产	18,829	19,411	20,411	20,606	20,622
资产总计	198,135	211,973	232,699	251,563	272,536
流动负债	110,691	122,372	135,702	145,158	155,989
短期借款	27,751	35,560	39,060	40,060	41,060
应付及预收	51,566	54,632	60,271	66,197	73,092
其他流动负债	31,375	32,179	36,370	38,901	41,836
非流动负债	9,441	9,275	9,986	12,223	14,289
长期借款	6,260	5,786	7,786	9,286	10,786
应付债券	0	0	0	0	0
其他非流动负债	3,182	3,488	2,200	2,937	3,503
负债合计	120,132	131,646	145,688	157,382	170,278
股本	3,698	3,703	3,703	3,703	3,703
资本公积	29,098	29,188	29,188	29,188	29,188
留存收益	34,639	36,129	40,889	46,194	52,169
归属母公司股东权益	67,063	68,524	73,530	78,835	84,810
少数股东权益	10,939	11,802	13,481	15,346	17,448
负债和股东权益	198,135	211,973	232,699	251,563	272,536

利润表 单位：百万元

至 12 月 31 日	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	231,981	260,295	281,573	308,355	338,586
营业成本	201,495	228,967	248,912	271,795	298,303
营业税金及附加	716	738	788	925	1,016
销售费用	14,279	13,902	13,684	14,955	16,421
管理费用	4,992	5,712	5,631	6,784	7,449
研发费用	2,112	2,204	2,393	2,621	2,878
财务费用	1,313	1,486	1,510	1,606	1,706
资产减值损失	-331	-561	-568	-599	-613
公允价值变动收益	219	405	0	0	0
投资净收益	533	-68	563	617	677
营业利润	9,015	7,667	9,120	10,242	11,529
营业外收支	-206	-613	-507	-555	-609
利润总额	8,808	7,054	8,613	9,687	10,920
所得税	1,816	1,888	1,895	2,228	2,511
净利润	6,992	5,167	6,718	7,459	8,408
少数股东损益	1,375	1,399	1,680	1,865	2,102
归属母公司净利润	5,617	3,768	5,039	5,594	6,306
EBITDA	10,877	11,355	12,699	14,252	16,042
EPS (元)	1.61	1.02	1.36	1.51	1.70

资料来源：Wind，甬兴证券研究所

现金流量表 单位：百万元

至 12 月 31 日	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
经营活动现金流	4,743	5,232	7,051	9,380	10,611
净利润	6,992	5,167	6,718	7,459	8,408
折旧摊销	2,418	2,379	2,576	2,959	3,416
营运资金变动	-4,548	-4,151	-4,929	-4,182	-4,502
其它	-118	1,836	2,687	3,144	3,288
投资活动现金流	-12,473	-2,492	-3,415	-3,380	-3,740
资本支出	-2,525	-2,791	-3,292	-3,420	-3,919
投资变动	-10,274	-855	-646	-367	-297
其他	326	1,154	523	408	476
筹资活动现金流	12,139	232	2,971	4	-184
银行借款	4,338	7,336	5,500	2,500	2,500
股权融资	14,123	354	0	0	0
其他	-6,323	-7,459	-2,529	-2,496	-2,684
现金净增加额	4,396	2,966	6,584	6,004	6,687
期初现金余额	20,138	24,534	27,500	34,083	40,088
期末现金余额	24,534	27,500	34,083	40,088	46,774

主要财务比率

至 12 月 31 日	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
成长能力					
营业收入增长	7.5%	12.2%	8.2%	9.5%	9.8%
营业利润增长	9.9%	-14.9%	18.9%	12.3%	12.6%
归母净利润增长	10.3%	-32.9%	33.7%	11.0%	12.7%
获利能力					
毛利率	13.1%	12.0%	11.6%	11.9%	11.9%
净利率	3.0%	2.0%	2.4%	2.4%	2.5%
ROE	8.4%	5.5%	6.9%	7.1%	7.4%
ROIC	5.8%	5.2%	5.7%	5.9%	6.1%
偿债能力					
资产负债率	60.6%	62.1%	62.6%	62.6%	62.5%
净负债比率	14.3%	19.1%	15.9%	11.1%	6.2%
流动比率	1.35	1.33	1.34	1.38	1.42
速动比率	0.99	0.99	1.01	1.04	1.07
营运能力					
总资产周转率	1.28	1.27	1.27	1.27	1.29
应收账款周转率	3.72	3.73	3.65	3.63	3.64
存货周转率	6.55	6.44	6.49	6.48	6.50
每股指标 (元)					
每股收益	1.61	1.02	1.36	1.51	1.70
每股经营现金流	1.28	1.41	1.90	2.53	2.86
每股净资产	18.14	18.50	19.83	21.26	22.87
估值比率					
P/E	11.07	16.40	15.07	13.57	12.04
P/B	0.98	0.90	1.03	0.96	0.90
EV/EBITDA	7.09	6.81	7.07	6.06	5.13

分析师声明

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，以勤勉尽责的职业态度，专业审慎的研究方法，独立、客观地出具本报告，保证报告采用的信息均来自合规渠道，并对本报告的内容和观点负责。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证，本报告所发表的任何观点均清晰、准确、如实地反映了研究人员的观点和结论，并不受任何第三方的授意或影响。此外，所有研究人员薪酬的任何部分不曾、不与、也将不会与本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接相关。

公司业务资格说明

甬兴证券有限公司经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可，具备证券投资咨询业务资格。

投资评级体系与评级定义

股票投资评级：	分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据公司基本面及（或）估值预期以报告日起 6 个月内公司股价相对于同期市场基准指数表现的看法。
买入	股价表现将强于基准指数 20%以上
增持	股价表现将强于基准指数 5-20%
中性	股价表现将介于基准指数±5%之间
减持	股价表现将弱于基准指数 5%以上
行业投资评级：	分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据行业历史基本面及（或）估值对所研究行业以报告日起 12 个月内的基本面和行业指数相对于同期市场基准指数表现的看法。
增持	行业基本面看好，相对表现优于同期基准指数
中性	行业基本面稳定，相对表现与同期基准指数持平
减持	行业基本面看淡，相对表现弱于同期基准指数
相关证券市场基准指数说明：A 股市场以沪深 300 指数为基准；港股市场以恒生指数为基准；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）为基准指数。	

投资评级说明：

不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准，投资者应区分不同机构在相同评级名称下的定义差异。本评级体系采用的是相对评级体系。投资者买卖证券的决定取决于个人的实际情况。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，投资者不应以分析师的投资评级取代个人的分析与判断。

特别声明

在法律许可的情况下，甬兴证券有限公司（以下简称“本公司”）或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券或期权并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问以及金融产品等各种服务。因此，投资者应当考虑到本公司或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，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。也不应当认为本报告可以取代自己的判断。

版权声明

本报告版权归属于本公司所有，属于非公开资料。本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、转载、刊登和引用本报告中的任何内容。否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、转载、刊登和引用者承担。

重要声明

本报告由本公司发布，仅供本公司的客户使用，且对于接收人而言具有保密义务。本公司并不因相关人员通过其他途径收到或阅读本报告而视其为本公司的客户。客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐及其他交流方式等只是研究观点的简要沟通，需以本公司发布的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。本报告首页列示的联系人，除非另有说明，仅作为本公司就本报告与客户的联络人，承担联络工作，不从事任何证券投资咨询服务业务。

本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，本公司对这些信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时思量各自的投资目的、财务状况以及特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本公司特别提示，本公司不会与任何客户以任何形式分享证券投资收益或分担证券投资损失，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。市场有风险，投资须谨慎。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司和关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，本公司可发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。投资者应当自行关注相应的更新或修改。