

医药生物

2025 年 06 月 26 日

上海医药 (02607)

——流通+工业双轮驱动，全产业链系统释放创新价值

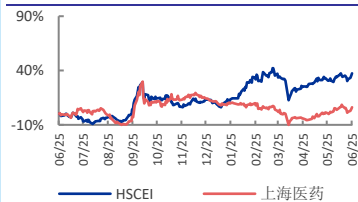
报告原因：首次覆盖

买入 (首次评级)

市场数据： 2025 年 06 月 25 日

收盘价 (港币)	11.92
恒生中国企业指数	8859.29
52 周最高/最低 (港币)	14.70/10.04
H 股市值 (亿港元)	442.04
流通 H 股 (百万股)	919.07
汇率 (人民币/港币)	1.0953

一年内股价与基准指数对比走势：



资料来源：Bloomberg

证券分析师

张静含 A0230522080004
zhangjh@swsresearch.com
余玉君 A0230522080005
yuyj@swsresearch.com
李敏杰 A0230523070006
limj2@swsresearch.com

联系人

李敏杰
(8621)23297818×
limj2@swsresearch.com



申万宏源研究微信服务号

- **国内首家 A+H 医药上市公司，引入云南白药进行混改。**上海医药前身始于中国医药公司上海分公司，通过合并上海医药工业公司等企业，逐步形成覆盖制药、分销和中药材的全产业链布局。1994 年，原上海第四制药厂改制后在上交所上市，2010 年通过吸收合并上实医药和中西药业，更名为“上海医药集团股份有限公司”，实现 A 股复牌上市。2011 年在香港联交所上市，成为中国首家“A+H”股医药企业。2022 年 4 月，云南白药通过参与定增成为公司第二大股东。
- **拥抱流通行业新业态，持续压缩费用提升经营效率。**流通行业集中度持续提升，2023 年国内医药流通 CR4 达 41.3%的情况下，上海医药依旧位居全国医药批发企业第二。行业在政策推动下加速数字化转型，头部企业通过供应链整合与兼并重组巩固优势。公司在当前医药流通行业结构转变之际，积极拥抱新的业务发展模式，2023 年推进医药商业南北板块整合，提升经营效率，并加码创新药械商业，持续扩大创新药商业代理业务，同时利用 SPD 模式将自身商业流通业务深度融入医院终端的精细化运营管理之中。在大本营上海，公司借助“1+1+1”分诊模式推动本地流通业务稳健增长。
- **加码创新研发，完成和黄并表。**公司旗下医药工业板块实力强劲，业务涉及涵盖仿制药、创新药、中药等多个种类。产品覆盖心血管、消化系统、免疫代谢、全身抗感染和抗肿瘤等领域。近年公司持续加码创新药研发，通过自研/BD 引入已将如子肾素抑制剂、IL-17 单抗、PD-1 单抗等品种推进上市申请/临床 III 期阶段。此外公司已完成对于上海和黄药业的并表，后续工业部分收入及利润水平有望进一步增厚。
- **盈利预测与公司评级：**公司积极拥抱新业态，新模式应对医药流通行业整体利润空间压缩和行业竞争格局加剧的态势，同时不断加码创新药研发投入，预计未来有望持续增厚工业板块收入利润，结合流通/医药制造当前发展情况和公司发展阶段，我们预计公司 2025~2027 年有望实现营业收入 3,023/3,333/3,663 亿元，对应同比增速为 10%/10%/10%，预计实现归母净利润 53/62/71 亿元，对应同比增速为 16%/18%/14%，采用市盈率 (PE) 估值法，可比公司当前 PE 估值为 10x，结合公司 2025 年有望实现归母净利润 53 亿元，公司的合理市值应为 540 亿元，较当前市值仍有 34%上涨空间，首次覆盖并给予“买入”评级。
- **风险提示：**集采降价风险、研发失败风险。

财务数据及盈利预测

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入 (百万元)	260,295	275,251	302,302	333,261	366,331
同比增长率 (%)	12.21	5.75	9.83	10.24	9.92
归母净利润 (百万元)	3,768	4,553	5,301	6,236	7,117
同比增长率 (%)	-32.92	20.82	16.45	17.64	14.13
每股收益	1.02	1.23	1.43	1.68	1.92
毛利率	12.04	11.13	11.47	11.60	11.55
ROE	5.50	6.35	7.03	7.79	8.34
PE	10.71	8.86	7.61	6.47	5.67
EV/EBITDA	5.92	5.36	5.20	5.06	4.79

注：“每股收益”为归属于母公司所有者的净利润除以总股本；货币单位为人民币。

投资案件

投资评级与估值

公司积极拥抱新业态，新模式应对医药流通行业整体利润空间压缩和行业竞争格局加剧的态势，同时不断加码创新药研发投入，预计未来有望持续增厚工业板块收入利润，结合流通/医药制造当前发展情况和公司发展阶段，我们预计公司 2025~2027 年有望实现营业收入 3,023/3,333/3,663 亿元，对应同比增速为 10%/10%/10%，预计实现归母净利润 53/62/71 亿元，对应同比增速为 16%/18%/14%，参照可比公司测算 2025 年平均 PE 估值水平为 10x，对应上海医药的目标市值应为 540 亿元，较当前市值仍有 34% 的上涨空间，给予“买入”评级。

关键假设点

医药商业：预计 2025~2027 年分销业务实现收入 2,763/3,039/3,343 亿元，对应同比增速为 10%/10%/10%，同期毛利率预计为 6.1%/6.2%/6.2%，环比略有改善；零售业务预计实现收入 92/99/107 亿元，对应同比增速保持在 8%，预计毛利率保持在 13%；

医药工业：以销售仿制药为主，暂不考虑创新药新增收入贡献的情况下，预计 2025~2027 年实现收入 268/295/316 亿元，对应同比增速为 13%/10%/7%，同期毛利率为保持在 59.2%；

其他及内部抵扣影响：其他业务 2025~2027 年预计收入为 19/26/37 亿元，对应三年同比增速为 40%；预计内部抵消收入为 -119/-127/-139 亿元，毛利抵扣水平与 2024 年保持一致。

有别于大众的认识

市场关注点普遍局限于上海医药固有的流通板块业务发展情况，而忽略了公司在创新药领域的研发布局。公司旗下创新药研发管线丰富，I001 片针对高血压适应症的上市申请已恢复审评，同时公司还打造了上海生物医药前沿产业创新中心，构建“产学研医资”创新生态圈。在业务模式创新上，创新药全生命周期服务平台收入也同样反哺公司商业领域。

股价表现的催化剂

创新药研发获得新进展。

核心假设风险

集采降价风险：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；

研发失败风险：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。

目录

1. 公司简介	6
1.1 发展历史	6
1.2 股权结构及管理层	6
1.3 业绩表现	8
2. 流通业务	10
2.1 全国流通市场情况	10
2.2 流通板块经营情况	11
2.3 增长亮点	13
2.3.1 创新药商业	13
2.3.2 SPD 模式	13
2.3.3 上海本地 “1+1+1” 模式	14
3. 医药工业	15
3.1 仿制药	15
3.2 创新药研发	16
3.2.1 小分子肾素抑制剂 I001 项目	17
3.2.2 CD20 单抗 B001/B007	18
3.2.3 IL-17 单抗 BCD085 项目	19
3.2.4 ROR1 单抗 B013 项目	20
3.3 中药	20
4. 对外投资与合作	21
4.1 和黄完成收购并表	21
4.2 镁信健康与云药房	22
4.3 云南白药合作	24
5. 盈利预测与估值	24
5.1 盈利预测	24
5.2 估值与评级	25
风险提示	26

图表目录

图 1：公司发展历史.....	6
图 2：公司股权格局（截止至 2025/3/31）	7
图 3：公司营业收入表现及增长情况	8
图 4：公司归母净利润表现及增长情况	8
图 5：公司收入构成（剔除内部抵消）	9
图 6：公司整体毛利及毛利率表现	9
图 7：主要业务毛利贡献情况	9
图 8： 主要业务毛利率变化情况.....	9
图 9：主要费率变化情况.....	10
图 10：ROA 和 ROE 变化情况	10
图 11：药品流通行业销售情况.....	11
图 12：药品流通行业毛利率、费用率、利润率及净利率.....	11
图 13：2023 年药品流通企业主营业务收入所有制结构	11
图 14：近年医药流通行业 CR4 集中度变化情况.....	11
图 15：公司商业板块分销布局情况.....	12
图 16：公司分销/零售行业收入贡献（单位：亿元）	12
图 17：公司分销/零售行业毛利率表现.....	12
图 18：引入进口总代品种（个）	13
图 19：进口疫苗代理收入（亿元）	13
图 20：公司 SPD 合作的部分医院	13
图 21：上海“1+1+1”模式.....	14
图 22：公司工业板块核心品牌.....	15
图 23：医药工业整体销售收入.....	15
图 24：销售过亿元品种数量（单位：个）	15
图 25：公司研发管线.....	16
图 26：城市公立医院专用抗高血压药销售情况	17
图 27：城市公立医院内服专用抗高血压药销售情况	17
图 28：SPH3127 与安慰剂相比可显著降低受试者血压	18
图：城市公立医院 CD 单抗销售额（单位：亿元）	

图 30：麝香保心丸的作用机制和临床疗效	21
图 31：MUST 试验组及对照组的 Kaplan-Meier 曲线	22
图 32：MUST 研究两组西雅图心绞痛量表对比	22
图 33：上药云健康线下旗舰店	23
图 34：上药云健康融资经历	23
表 1：公司管理层情况.....	7
表 2：I001 项目研发进展	17
表 3：公司下属 8 家主要直管中药企业	20
表 4：公司具体业务收入及毛利情况（单位：百万元，%）	24
表 5：可比公司 PE 估值情况	26

1. 公司简介

1.1 发展历史

上海医药前身始于成立于 1952 年中国医药公司上海分公司, 公司最初专注于药品分销业务。1956 年后通过合并上海医药工业公司等企业, 逐步形成覆盖制药、分销和中药材的全产业链布局。1994 年, 原上海第四制药厂改制为“上海四药股份有限公司”并在上交所上市, 成为上海医药资本化的起点。1998 年, 通过资产重组并入上海市医药有限公司等资产并更名为“上海市医药股份有限公司”, 业务重心转向医药商业。

2008 年, 上海医药(集团)有限公司并入上实集团, 开启国资主导的新阶段。2010 年, 通过吸收合并上实医药和中西药业, 更名为“上海医药集团股份有限公司”, 实现 A 股复牌上市。2011 年, 公司在香港联交所上市, 成为中国首家“A+H”股医药企业, 此后上药并斥资 36 亿元收购中信医药, 拓展华北市场。2017 年以 5.76 亿美元并购康德乐中国业务, 成为国内第二大医药流通企业。

近年来上海医药通过战略合作与资本运作加速发展。2022 年公司引入云南白药作为第二大股东, 推动中药大健康与创新药研发。同时, 公司持续布局生物药、罕见病等领域, 2024 年位列《财富》世界 500 强第 411 位。

图 1: 公司发展历史



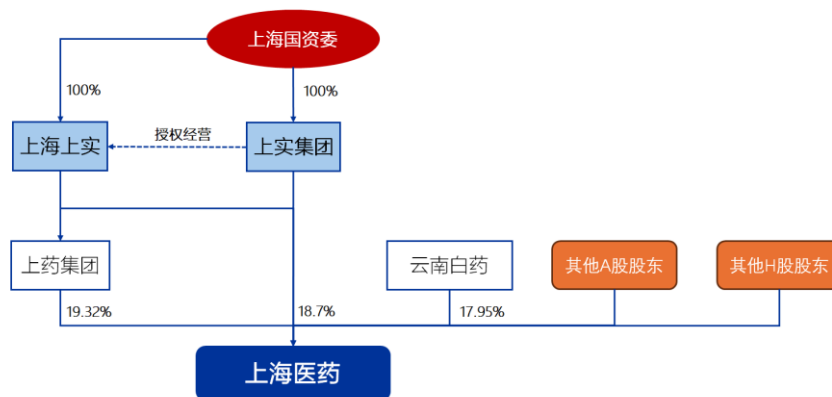
资料来源: 公司官网, 申万宏源研究

1.2 股权结构及管理层

2022 年 4 月, 云南白药通过参与上药定增, 以 109.1 亿元现金认购 6.66 亿股 A 股股份, 从而持有上海医药 18.01% 的股权, 成为其第二大股东。

截至 25Q1，上海医药控股股东为上海上实（集团）有限公司，实控人为上实集团。在具体股权分布方面，上海医药（集团）有限公司作为大股东，持有 19.32% 的流通 A 股；云南白药通过战略投资持股 17.95%。整体来看公司股权结构较为分散，既有国有资本的主导，又引入了战略投资者，形成了多元化的股权格局，有助于提升公司治理效率和市场竞争力。

图 2：公司股权格局（截止至 2025/3/31）



资料来源：公司公告，申万宏源研究

多元化、专业户管理层助力上海医药高质量发展。董事长杨秋华拥有华东理工大学制药工程硕士背景，具备深厚行业认知与管理经验；执行董事李永忠、沈波分别在战略执行与财务管理领域深耕多年；副总裁赵勇、邵帅、买买提艾力等在企业管理、投资、专业技术等方面各有所长。整体而言管理团队融合了医药专业知识、财务管控能力和企业运营经验，能够从战略规划、业务拓展、风险把控等多维度协同发力，为上海医药在研发创新、市场拓展及国际化布局等方面提供有力支持，助力企业实现高质量发展。

表 1：公司管理层情况

姓名	职务	年龄	履历
杨秋华	董事长，执行董事	53	1972 年 8 月出生，华东理工大学制药工程硕士。高级工程师。现为本公司党委书记，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。杨秋华先生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	执行总裁，执行董事	56	1970 年 2 月出生，中欧国际工商学院 EMBA 硕士。药师。现为本公司执行董事，副总裁，并在本公司附属公司上药控股有限公司担任总经理，董事职务，及在本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新药分公司副经理，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副总经理，总经理助理等职。
沈波	总裁，执行董事	53	1973 年 3 月出生，香港中文大学专业会计学硕士。中国注册会计师。现为本公司执行董事，副总裁，财务总监，并在本公司附属公司兼任董事职务。沈波先生现任天大药业有限公司，上海复旦张江生物医药股份有限公司非执行董事。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。
茅建医	副总裁	58	1968 年 5 月出生，上海第二医科大学医疗系毕业，上海东亚 PCEC 学院工商管理硕士，上海财经大学（美国华盛顿国际公开大学）经济学博士。医师。现为本公司副总裁，并在本公司附属公司兼任董事职务。曾任上海医药（集团）有限公司处方药事业部副总裁，上海医药

(集团)有限公司处方药事业部第一生化药业有限公司总经理,上海中西药业股份有限公司总经理,上海中西三维药业有限公司总经理,深圳证券交易所上市公司深圳市康达尔(集团)股份有限公司董事等职。

赵勇	副总裁	53	1972年6月出生,复旦大学国际政治系法学硕士,长江商学院高级工商管理研究生毕业。现任上海医药集团股份有限公司党委副书记,上海医药大学校长。曾任上海兰卫医学检验所股份有限公司副总裁,上海兰卫投资有限公司副总裁,上海卫生计生委副主任,上海人口计生委副主任,纪委书记,上海长宁区信息化委员会主任,上海长宁区仙霞新村街道党工委副书记,办事处主任等职。
钟涛	副总裁,董秘	53	1972年6月出生,复旦大学企业管理专业毕业,研究生学历,硕士学位。现任上海医药副总裁。曾任上海实业城市开发集团有限公司党委委员,执行董事,副总裁,上海城开(集团)有限公司党委委员,董事,副总裁,天津信托有限责任公司董事,上实管理(上海)有限公司董事,津沪深生物医药科技有限公司党组织筹建负责人,上实管理(上海)有限公司策划总监,上海星河数码投资有限公司总经理助理,上实置业(上海)有限公司投资部项目经理等职。
邵帅	副总裁	38	女,1988年5月出生,研究生学历,硕士学位。现任上海天络行品牌管理股份有限公司董事,上海复医天健医疗服务产业股份有限公司监事会主席,新华都实业集团股份有限公司监事。曾任云南白药集团股份有限公司董事长助理,精准医美BU总经理,投资部总经理,CEO助理,海南云帆私募基金管理有限公司执行董事,中国投资有限责任公司投资经理,新华都实业集团(上海)投资有限公司高级经理,副总裁,新华都集团(香港)投资有限公司董事总经理,上海云臻医疗科技有限公司法人代表,执行董事等职。
买买提艾力	副总裁	46	1979年6月出生,复旦大学药学专业本科毕业,上海财经大学工商管理硕士。现任上海上药第一生化药业有限公司总经理。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。曾任上药控股有限公司副总经理,上药康德乐(上海)医药有限公司总经理,上海医药进出口有限公司执行董事、总经理,上海市医药-苏丹制药有限公司总经理等职。
周亚栋	副总裁,财务总监	54	1972年1月出生,华东师范大学国际金融专业本科毕业,香港中文大学会计学硕士,具备丰富的专业知识、工作经验和管理能力。现任上海实业城市开发集团有限公司执行董事。曾任上海上实集团财务有限公司党支部书记、董事、总经理,上海实业(集团)有限公司计划财务部副总经理,上海路桥发展有限公司总经理等职。

资料来源: Wind, 申万宏源研究

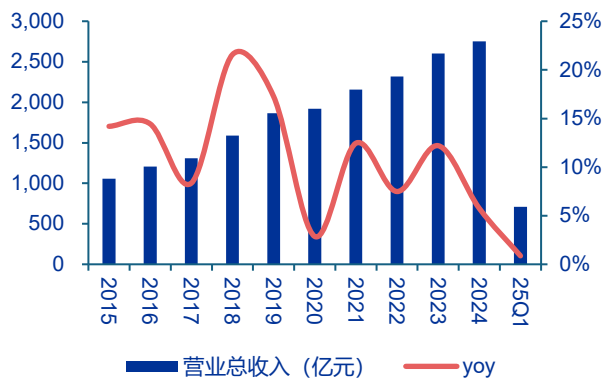
1.3 业绩表现

2024年公司实现营业收入2,753亿元,同比增长5.7%,实现归母净利润45.5亿元,同比增长20.8%。2015~2024年公司营收CAGR为11.2%,归母净利润CAGR为5.2%。2023年归母净利润出现较大幅度下滑主要由于注射用硫酸多黏菌素B降价、上海第一生化罚款及上药康希诺计提资产减值损失。

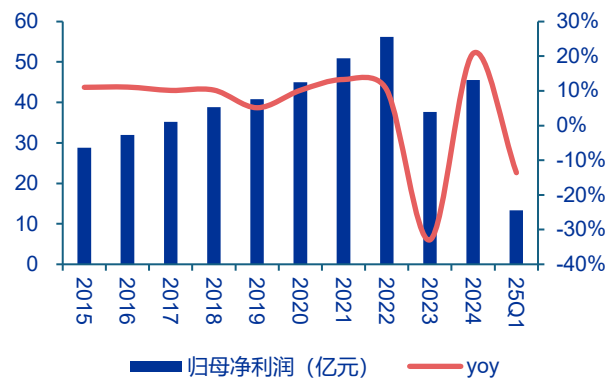
25Q1公司实现营业收入708亿元,同比增长0.9%,实现归母净利润13.3亿元,同比-13.6%。

图 3: 公司营业收入表现及增长情况

图 4: 公司归母净利润表现及增长情况



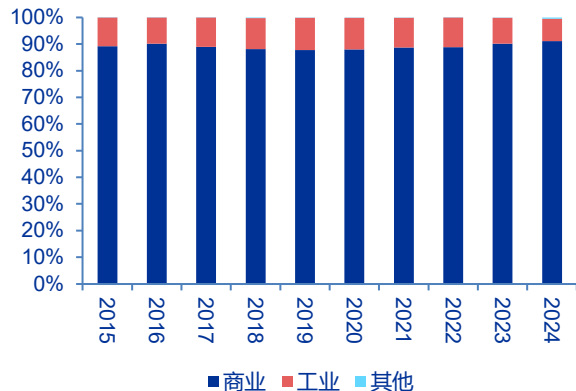
资料来源：Wind，申万宏源研究



资料来源：Wind，申万宏源研究

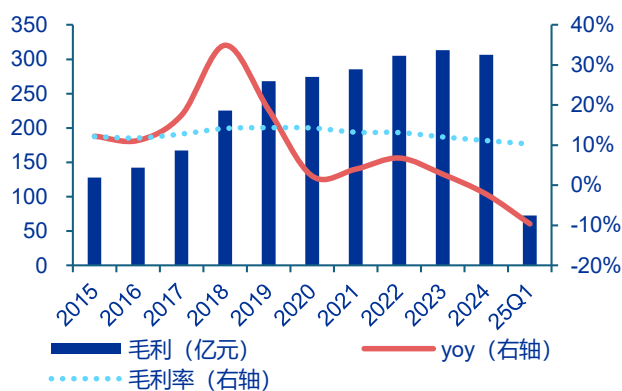
从收入构成方面来看，商业仍然为公司主要收入来源，占比（剔除内部抵消的负值影响，下同）保持在90%以上，2024年商业收入占比为94.3%，且近年维持提升趋势（2019年为91.5%后持续提升）。另一方面受药品集采降价影响，医药工业收入占比有所下降，从2019年的12.6%已下降至2024年的8.6%。盈利表现上，2024年公司实现毛利306亿元，同比下降2.2%，对应综合毛利率为11.1%，同比下降0.9pct，25Q1毛利为73亿元，同比下降9.6%，对应毛利率再次下降到10.3%的低点。

图 5：公司收入构成（剔除内部抵消）



资料来源：Wind，申万宏源研究

图 6：公司整体毛利及毛利率表现

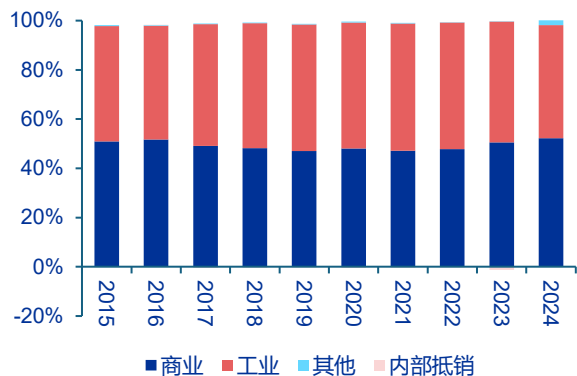


资料来源：Wind，申万宏源研究

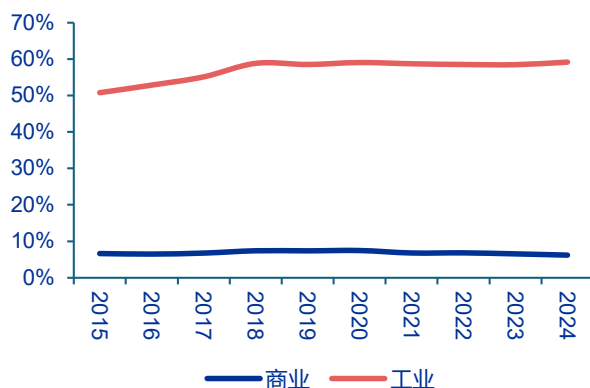
从具体业务板块来看，商业板块毛利贡献较为稳定，2024年商业板块实现毛利160亿元，对应毛利率为6.2%，同比上年下降0.4pct，当期毛利占比为52.3%；工业板块实现毛利141亿元，对应毛利率为59.2%，同比上年提升0.7pct，也是近年工业板块的毛利率高点，毛利占比为45.9%，标志着集采降价对于工业制造毛利压缩的影响已经基本出清。

图 7：主要业务毛利贡献情况

图 8：主要业务毛利率变化情况



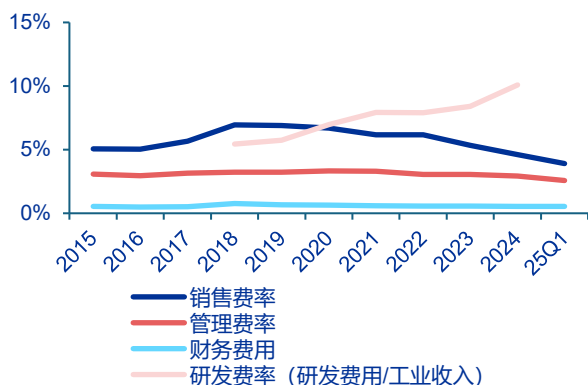
资料来源：Wind，申万宏源研究



资料来源：Wind，申万宏源研究

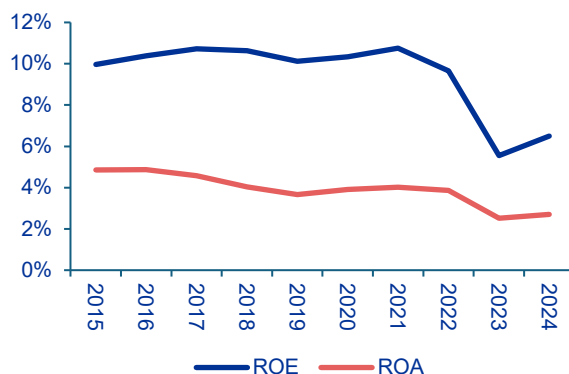
从各项费用水平来看，2018年后销售费用率保持下降趋势，已从2018年的7.0%下降至2024年的4.6%，25Q1进一步下探至3.9%。管理费用率也已下降至3%以下的水平，财务费用率保持在0.5%~0.6%左右。研发费用率（剔除商业流通收入占比大的影响，仅考虑医药工业部分）从2018年的5.5%已提升至2024年的10.1%，研发投入持续增强。

图 9：主要费率变化情况



资料来源：Wind，申万宏源研究

图 10：ROA 和 ROE 变化情况



资料来源：Wind，申万宏源研究

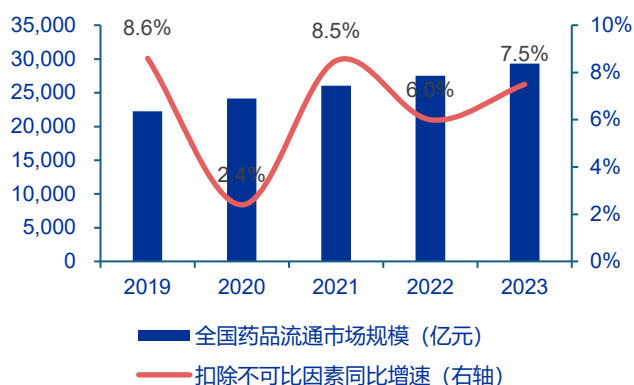
公司整体资产负债率保持在60%左右，整体盈利能力上，ROE 2022~2023年有所下滑，2024年ROE从上年的5.6%提升至6.5%，ROA从2.5%提升至2.7%，仍有修复空间。

2. 流通业务

2.1 全国流通市场情况

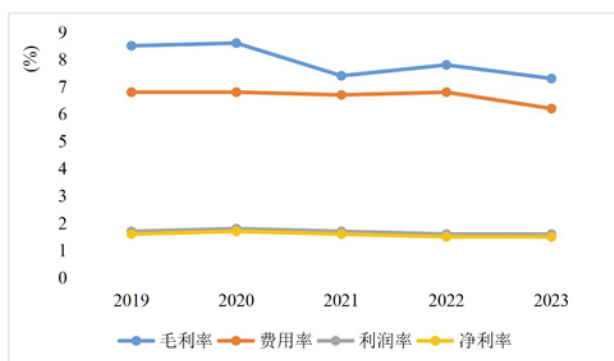
药品商业市场约3万亿规模，流通占比近八成。根据商务部发布的《2023年药品流通行业运行统计分析报告》，2023年全国七大类医药商品销售总额达2.93万亿元，同比增长7.5%。其中药品批发市场销售额2.29万亿元（占比78.15%），零售市场销售额6,402亿元（占比.%）。

图 11：药品流通行业销售情况



资料来源：商务部，申万宏源研究

图 12：药品流通行业毛利率、费用率、利润率及净利率

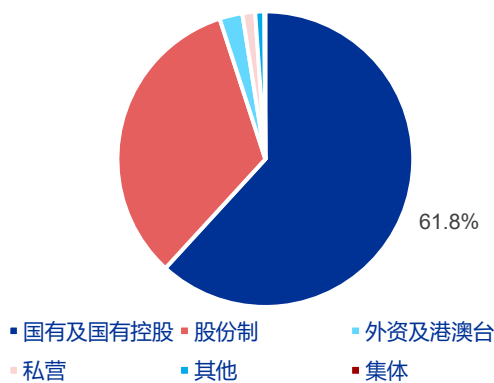


资料来源：商务部，申万宏源研究

行业毛利率仍在压缩。医药流通行业 2023 年平均毛利率 7.3%，同比下降 0.5 个百分点；平均费用率 6.2%，同比下降 0.6 个百分点；平均利润率 1.6%，与上年持平；净利润率 1.5%，与上年持平。

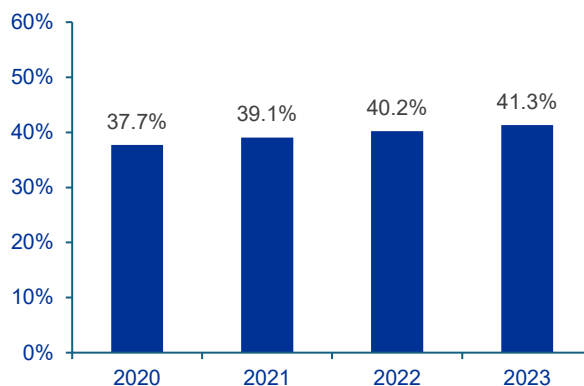
流通行业结构仍有优化空间。2023 年，在全国药品流通直报企业中，国有及国有控股药品流通企业主营业务收入 13,820 亿元，占直报企业总收入的 61.8%，前 10 位药品批发企业主营业务收入占同期全国医药市场总规模的 59.6%。从国际经验看，美国、法国和澳大利亚等欧美发达国家，排名前三位药品流通企业合计均占本国市场总额的 90% 以上；日本排名前五的药品流通企业市场占有率也达 80%，相比之下我国药品流通行业结构仍有较大优化空间。

图 13：2023 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，申万宏源研究

图 14：近年医药流通行业 CR4 集中度变化情况



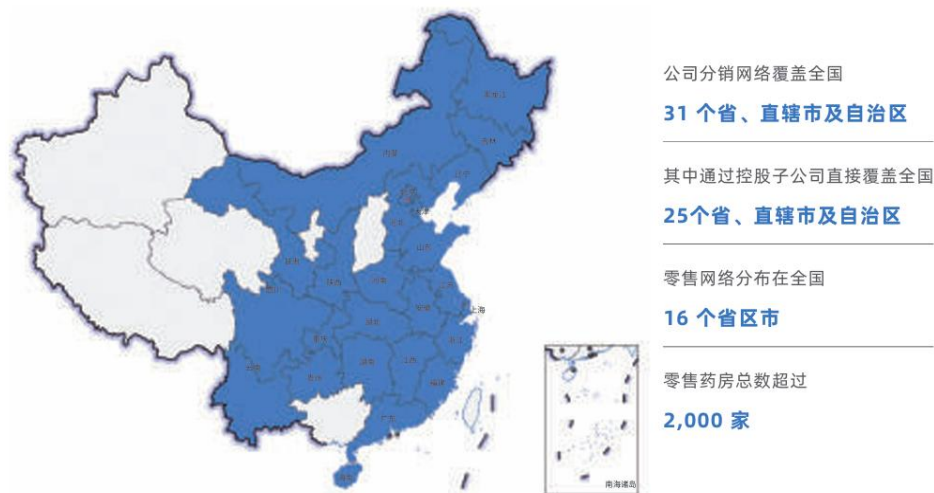
资料来源：商务部，申万宏源研究

2.2 流通板块经营情况

流通行业集中度持续提升，2023 年国内医药流通 CR4（国药、上药、华润、九州通）达 41.3%，上海医药位居全国医药批发企业第二。行业在政策推动下加速数字化转型，头部企业通过供应链整合与兼并重组巩固优势。

上海医药于 2023 年 8 月启动商业板块南北平台整合项目,在此基础上公司进一步拓展医药商业网络布局,推动管理一体化,增强药品应急储备和供应保障能力,完善全国 25 个省市的纯销网络覆盖,基本形成了医药商业流通业务全国布局、区域领先、一体化发展的新格局。

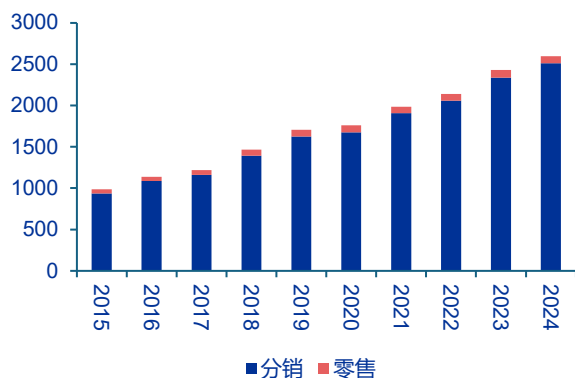
图 15: 公司商业板块分销布局情况



资料来源: 公司公告, 申万宏源研究

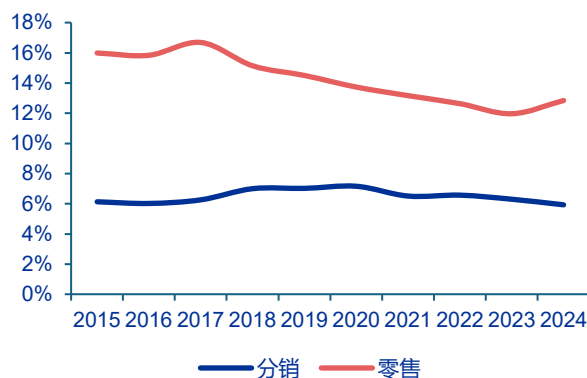
分行业来看, 分销行业 2024 年实现收入 2,512 亿元, 同比增长 7.4%, 2019-2024 年 CAGR 为 9.1%, 零售行业 2024 年实现收入 85 亿元, 同比-6.6%, 2019-2024 年 CAGR 为 0.4%。从毛利率表现来看, 2024 年分销行业毛利率为 5.9%, 同比-0.4pct, 零售行业毛利率为 12.8%, 同比+0.9pct。分销行业从 2020 年以来毛利率仍然呈缓慢下滑态势, 零售行业首次迎来毛利率修复改善。

图 16: 公司分销/零售行业收入贡献 (单位: 亿元)



资料来源: Wind, 申万宏源研究

图 17: 公司分销/零售行业毛利率表现



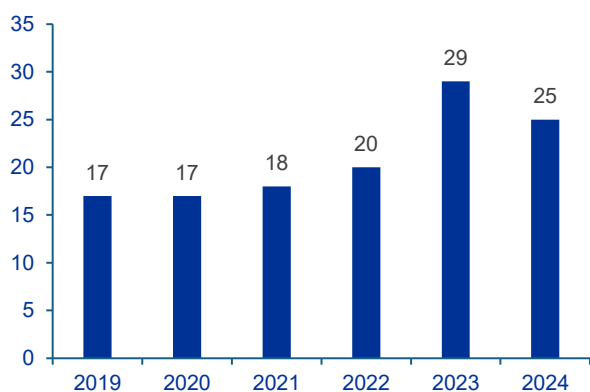
资料来源: Wind, 申万宏源研究

2.3 增长亮点

2.3.1 创新药商业

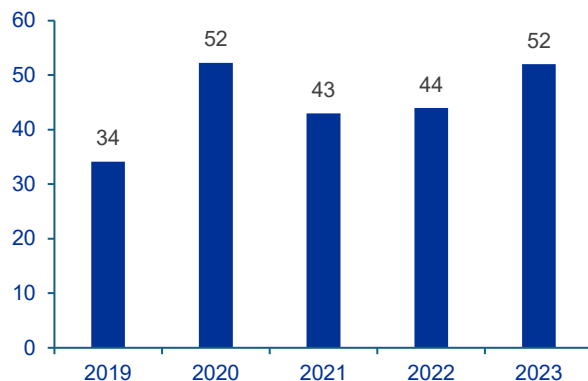
公司着力打造创新药全生命周期服务平台，为全球医药企业创新产品提供涵盖从上市前合作到全国分销的一站式管理服务。2024 年商业板块创新药实现销售 305 亿元，同比增幅 29.7%；新增进口总代品种 25 个，涵盖 20 家企业。

图 18：引入进口总代品种（个）



资料来源：公司公告，申万宏源研究

图 19：进口疫苗代理收入（亿元）



资料来源：公司公告，申万宏源研究

2.3.2 SPD 模式

上海医药已将供应链服务（SPD）作为其核心战略业务之一，致力于为医疗机构提供高效、精益、智能化的院内药品与医疗器械供应链管理解决方案。其 SPD 业务发展迅速，始于 2015 年前后的探索，随后在华东市场，特别是上海取得了显著成果。上海医药充分利用自身强大的上游资源整合能力、物流网络覆盖和技术研发实力，逐步建立起涵盖药品、高值耗材、低值耗材以及试剂全品类的院内智慧供应链管理体系。其 SPD 模式通过院内物资耗材中心建设、智能仓储、精细化管理、专业团队驻场服务以及信息化平台（如大数据、物联网技术）应用，显著提升了医院物资流转效率、降低运营成本和库存资金占用，同时满足了严格的合规与质控要求。

2024 年上药进一步拓展器械 SPD 战略功能，打造专业标杆新模式，器械大健康业务实现销售 442 亿元，同比增长 10.5%。

图 20：公司 SPD 合作的部分医院



资料来源：公司官网，申万宏源研究

在合作医院方面，上海医药 SPD 业务已成功部署在多家上海及周边地区的顶级大型三甲医院及区域医疗中心，核心医院包括上交附属瑞金医院、上交附属新华医院等，在上海顶级医院的落地，不仅验证了上海医药 SPD 服务的专业能力和模式价值，也为其在更广阔区域的医院复制推广奠定了坚实基础。目前上海医药正积极将 SPD 模式向华东其他地区乃至全国拓展，持续深化在医疗智慧供应链领域的领先地位。其业务发展重点已从单纯的物流配送向提供一体化、智慧化的供应链管理解决方案升级，深度融入医院的精细化运营管理。

2.3.3 上海本地“1+1+1”模式

目前上海市正在推行“1+1+1”医疗机构组合签约模式，旨在构建分级诊疗体系。该模式要求居民自愿选择 1 名家庭医生，并搭配 1 家区级医院和 1 家市级医院组成签约服务组合，该模式通过资源下沉、流程优化和智慧服务，显著提升基层医疗效率与居民获得感。上海医药作为沪上医药流通领军企业，其医院纯销与商业分销核心业务深度契合上海“1+1+1”分级诊疗模式的推进，并从中获得显著发展机遇。

图 21：上海“1+1+1”模式



资料来源：公司官网，申万宏源研究

“1+1+1”模式中，“延伸处方”政策（由家庭医生开具上级医院处方，社区药房配药）是关键一环。上海医药凭借覆盖全市的终端网络和高效物流体系，成为社区医疗机构药品供应的主力军。其强大的配送能力支撑了药品“由三级医院下沉至社区”的流转，并保障了药品的及时、安全配送到家服务，已处理超百万张延伸处方。此外，该模式的推广大幅提升了基层用药需求量和覆盖面。上海医药利用其品类齐全的供应链优势，优化社区药品目录供给。长处方政策增加了慢病药品的单次采购量，提升了基层医药市场容量，直接推动了上海医药在广阔社区层级的商业分销业务增长。

“1+1+1”模式已成为推动上海医药在上海地区流通业务稳健增长的重要引擎和战略性高地。

3. 医药工业

上海医药下医药工业板块实力强劲，业务涉及涵盖仿制药、创新药、中药等多个种类。公司在国内 12 个省市以及海外建有药品生产基地，常年生产约 800 个药品品种，30 多种剂型。产品覆盖心血管、消化系统、免疫代谢、全身抗感染和抗肿瘤等领域。

图 22：公司工业板块核心品牌



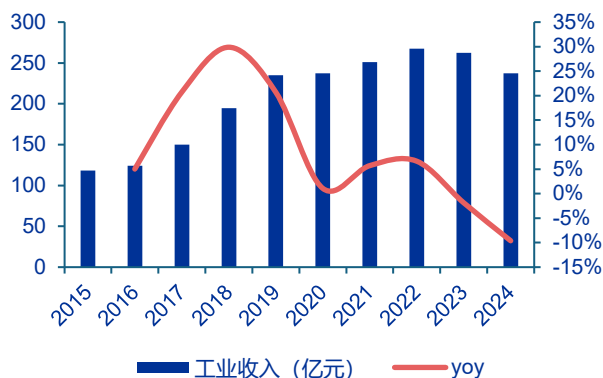
资料来源：公司官网，申万宏源研究

3.1 仿制药

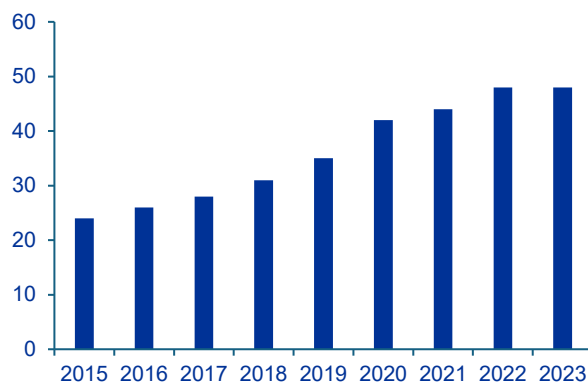
仿制药板块作为上药医药工业的重要组成，2024 年在政策压力下呈现结构性调整。2024 年医药工业收入 237 亿元，同比下降 9.6%。

图 23：医药工业整体销售收入

图 24：销售过亿元品种数量（单位：个）



资料来源: Wind, 申万宏源研究



资料来源: 公司公告, 申万宏源研究

公司 2024 年全年工业销售过亿元产品数量达 44 个, 其中过 10 亿元产品有 2 个; 60 个重点品种销售收入合计 137.32 亿元, 同比增长 1.43%, 覆盖免疫、精神神经、肿瘤、心血管、消化代谢及抗感染等领域。细分领域中, 抗感染药物 (-57.65%)、心血管药物 (-20.56%) 主要受集采降价影响, 但抗肿瘤药 (+9.98%) 和消化代谢药 (+6.11%) 逆势呈现增长。

产品研发成果方面, 2024 年新增 15 个品种 (16 个品规) 通过一致性评价, 累计通过品种达 74 个 (103 个品规), 夯实仿制药质量基础, 公司研发端聚焦难仿药、复杂剂型及首仿药, 通过整合研发资源 (如上药北方药业基地) 强化原料-制剂一体化能力, 应对集采降价压力。

3.2 创新药研发

公司近年明确在免疫、精神神经、肿瘤、心血管、消化代谢及抗感染等疾病领域的布局策略。在免疫和肿瘤领域, 加快产品开发、引进与孵化, 持续布局细胞治疗方向; 策略性发展精神神经领域的改良型新药及创新药, 培养创新发展增长点; 在心血管、消化代谢、抗感染领域, 做好管线内新品种开发。截至 2024 年末, 临床申请获得受理及进入后续临床研究阶段的新药管线已有 54 项, 其中创新药 40 项 (含美国临床 II 期 1 项), 改良型新药 14 项。在创新药管线中, 已有 1 项提交上市申请, 5 项处于临床 III 期阶段。

图 25: 公司研发管线



资料来源：公司官网，申万宏源研究

3.2.1 小分子肾素抑制剂 I001 项目

I001（即 SPH3127，药品名：苹果酸司妥吉仑片）是新一代口服非肽类小分子肾素抑制剂，由上海医药和日本田边三菱制药株式会社合作研发，2012 年双方共同研究产生候选化合物 SPH3127，2018 年 10 月双方达成协议，上药获得 SPH3127 片包括美国在内主要医药市场国家的开发和销售的权利。目前 I001 主要有三个适应症进行临床研发，其中原发性高血压适应症的推进进展最快。

表 2：I001 项目研发进展

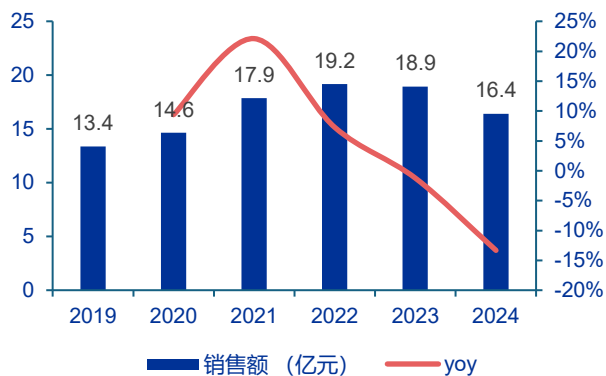
适应症/进展	临床前	IND	I 期	II 期	III 期	NDA	上市
原发性高血压						2024/4/30 承办	
溃疡性结肠炎				2023/6/19 首例入组			
糖尿病肾病				2024/12/31 完成			

资料来源：丁香园 Insight 数据库，申万宏源研究

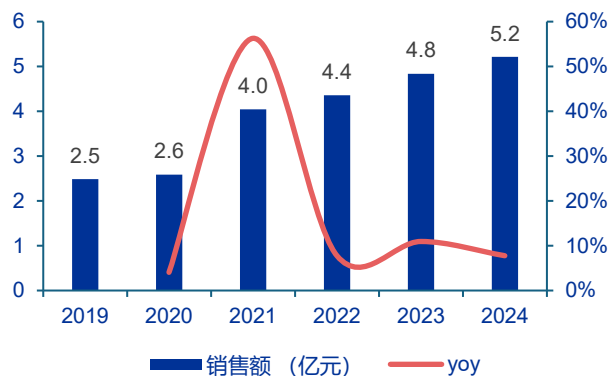
米内数据库显示，2024 年城市公立医院高血压用药销售为 223 亿元，同比下降 1.4%，专用抗高血压用药销售金额为 16.4 亿元，同比下降 13.3%，其中内服高血压用药销售额为 5.2 亿元，同比提升 7.8%，内服用药占比逆势提升。后续如 I001 获批有望切入 200 亿元+ 降压药市场。

图 26：城市公立医院专用抗高血压药销售情况

图 27：城市公立医院内服专用抗高血压药销售情况

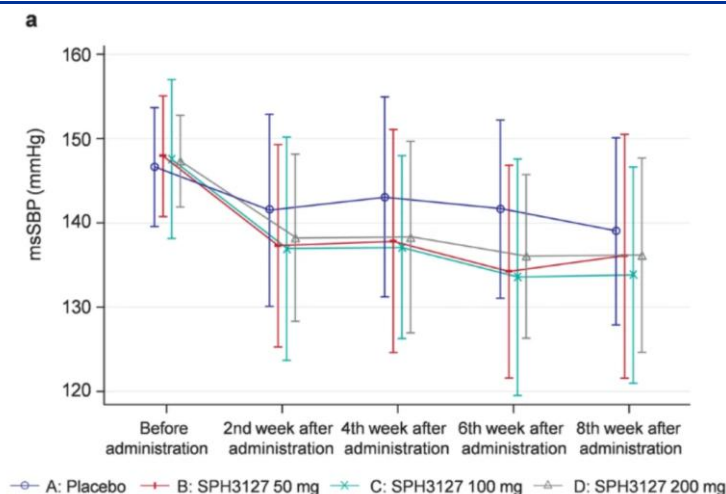


资料来源：米内网，申万宏源研究



资料来源：米内网，申万宏源研究

根据发布于 Hyertension Research (《高血压研究》) 上的 IIa 期临床研究分析结果, 与安慰剂相比, 各剂量 SPH3127 片在治疗 8 周后均能有效降低平均坐位舒张压 (msDBP) 和诊室血压 (msSBP)。SPH3127 100 mg 组的血压降幅显著大于其他剂量组和安慰剂组。

图 28: SPH3127 与安慰剂相比可显著降低受试者血压

资料来源：Hyertension Research (《高血压研究》), 申万宏源研究

I001 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 上市申请于 2024 年 4 月获得 CDE 受理, 有望成为国内首款获批的小分子肾素抑制剂为广大的轻、中度高血压患者提供更丰富的治疗手段, 其他两个适应症 (溃疡性结肠炎、糖尿病肾病) 也已推进至临床 II 期。

3.2.2 CD20 单抗 B001/B007

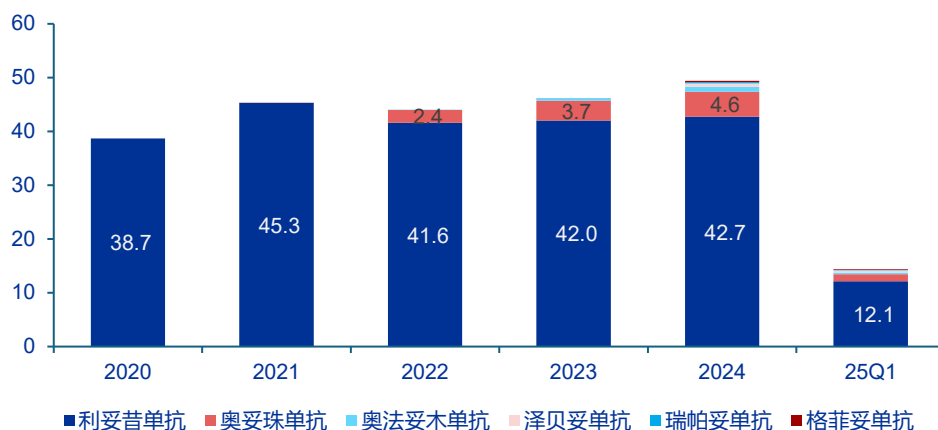
B001/B007 为上海医药自主研发的全球创新型抗 CD20 抗体药物, 包括 B001 (静脉注射液) 和 B007 (皮下注射液), 是一款高度人源化的抗体药物, 在多个罕见病领域进行积极探索。B001 注射液用于治疗视神经脊髓炎谱系疾病 (NMOSD), 2024 年正式进入关键临床研究。B007 注射液作为基于透明质酸酶的皮下制剂, 解决了传统静脉型 CD20 单抗给

药时间长、患者满意度低、护理难度大等临床痛点，2024 年开展了膜性肾病、重症肌无力和天疱疮 3 个适应症的研究。

CD20 (Cluster of Differentiation 20) 是一种跨膜磷蛋白，位于 B 淋巴细胞表面，除在正常 B 细胞中表达外，CD20 还在 B 细胞来源的淋巴瘤、白血病等的肿瘤细胞表达，以及涉及免疫疾病和炎症疾病的 B 细胞中表达，所以 CD20 抗原成为淋巴瘤、白血病和某些自体免疫等疾病治疗的目标靶点。目前全球上市获批的 CD20 单抗已超过二十种，具体可分为：1) 第一代：以利妥昔单抗为代表的嵌合或者鼠源单抗，主要用于联合治疗，如难治愈和复发性的淋巴瘤；2) 第二代：以奥法木单抗为代表的人源化单抗，降低了第一代抗体的免疫原性；3) 第三代：以阿妥珠单抗为代表，抗体的 Fc 片段经过了糖基化修饰增强靶点结合力，使得 ADCC 效应增强。

从竞争格局上看，国内利妥昔单抗生物类似物已有复宏汉霖、信达生物、正大天晴等多家公司产品获批注册。2023 年 5 月，博锐生物泽贝妥单抗获批上市，也是国内首个获批上市的国产抗 CD20 抗体 1 类新药。

图 29：城市公立医院 CD20 单抗销售额（单位：亿元）



资料来源：米内网，申万宏源研究

根据米内网数据，2024 年国内城市公立医院 CD20 单抗合计销售额为 49.4 亿元，其中 86.5% 为利妥昔单抗，后续 B001/B007 如能获批或有望切入这一 50 亿元级别市场。

3.2.3 IL-17 单抗 BCD085 项目

2019 年 6 月，上海医药发布公告，全资子公司 SPH PB 与 BIOCAD HK 签署了关于合资新设 SPH-BIOCAD (HK) Limited (合资公司) 的初步股东协议。SPH PB 出资 2.004 亿美元，占合资公司 50.1% 股权。合资公司将负责 6 个合作产品在大中华区的研发、生产、销售及其他商业化权利。

其中合作项目中的 BCD- 和 BCD- 进展最快，目前已经推进至临床期。

BCD-085 (Netakimab, 商品名 Efleira) 为重组人源抗白介素-17 (IL-17) 单克隆抗体。IL-17 是一种炎症相关的细胞因子, 当其功能异常时会导致自身免疫、炎症性疾病的发生。目前全球多款 IL-17A 抗体上市, 如诺华的 Cosentyx (Secukinumab)、礼来的 Taltz (Ixekizumab) 等。Efleira 已于 2019 年在俄罗斯上市, 获批适应症为重度斑块性银屑病。

BCD-100 (Prolgolimab) 为重组人抗 PD-1 单克隆抗体, 目前全球已经多款 PD-(L)1 单抗获批上市, 如已超过阿达木单抗的新药王帕博利珠单抗 (K 药)。据测算全球 PD-(L)1 市场规模于 2024 年已达 525 亿美金。

3.2.4 ROR1 单抗 B013 项目

B013 注射液是一款旨在抑制受体酪氨酸激酶样孤儿受体 1 (ROR1) 的新型人用重组单克隆抗体制剂, 上海医药于 2018 年 9 月与美国 Oncternal 公司签订了许可协议并获得了大中华区域的独家权益。该药物通过阻断 Wnt5a 诱导的 ROR1 信号传导, 抑制了肿瘤生长相关的信号通路, 从而降低肿瘤细胞的存活率和耐药性。2022 年, B013 注射液获 NMPA 批准开展 II/III 期临床试验, 适应症为一线治疗局部晚期或转移性三阴性乳腺癌。2024 年 1 月 B013 注射液获得临床试验默示许可, 适应症为铂耐药复发卵巢癌、输卵管癌或原发性腹膜癌。

目前全球尚未有 ROR1 单抗或 ROR ADC 获批上市。

3.3 中药

公司深入实施中药大品种大品牌战略, 中药板块 2024 年实现工业收入 95.71 亿元。同时持续推进大品种的循证医学研究, 也取得了积极进展: 养心氏片 HEARTRIP 研究论文在国际权威学术期刊《植物医学》刊出, 胃复春胶囊治疗慢性萎缩性胃炎的随机对照试验研究 (RCT) 进展顺利。

表 3: 公司下属 8 家主要直管中药企业

企业名称	成立时间	业务 / 特色	主要产品	荣誉 / 其他
上药药材	1955 年	涵盖中药材种植、中药饮片、中药保健品制造与销售, 国内大型中药饮片专营企业, 拥有 9 个生产基地, 全流程标准化管理	中药饮片、中药材等	获国家授权专利 119 项 (含发明专利 22 项); 拥有“神象”“天宝”中国驰名商标等
上药雷允上	/	上海医药旗下中成药核心企业, 从事现代中成药与天然药物研发、生产与销售, 传承三百年历史	雷氏六神丸、银杏酮酯系列、丹参片、关节镇痛巴布膏、十全大补膏等	中华老字号企业, 六神丸制作技艺入选国家级非物质文化遗产, 获日内瓦发明展金奖等荣誉
上药青春宝	1972 年起独立创业	以生产天然药物为主, 集科研、生产、经营于一体的综合性制药企业	冠心宁片、参麦注射液、抗衰老系列、生脉饮系列、养胃颗粒等	冠心宁片获国家中药二级保护品种, 相关研究成果获浙江省科技进步一等奖等荣誉
上药国风	1915 年创办公私合	前身为北京乐家老铺, 现形成化学药物、海洋药物、保健品领域研产销一体的完整产业链	养心氏片、红源达 (多糖铁复合物胶囊)、快胃片等	中华老字号, 获中国驰名商标、国家科学技术进步二等奖, 入选山东省“品质鲁药”建设示范企业等

营				
上药护士	百年前	集研发、生产、销售为一体的中药制药企业，生产 47 个品种、71 个规格药品，涵盖多类中药及配方颗粒产品	成药片剂、颗粒剂、胶囊剂（涉及骨骼肌肉类、妇科类等药品）	辽宁省首家实现中药配方颗粒产品上市企业，拥有“苍松”“好护士”等四大商标品牌
胡庆余堂药业	清同治十三年(1874 年)	百年传统中药老字号企业，倡导“戒欺”宗旨，采办务真，修制务精	胃复春、安宫牛黄丸、杞菊地黄丸等	获多项发明专利，胃复春、安宫牛黄丸获“浙江制造精品”等称号，近五年获省部级科技进步奖 4 项
上药中华	1911 年	前身为龙虎公司，近 110 年历史，生产成药、生化药、妆品的综合型制药企业	龙虎人丹、小红霞清凉油等	旗下“龙虎”为中华老字号品牌，“宇宙”为生化药品牌，“野虎”为南通子公司清凉品牌
上药厦中	前身厦门中药厂近 400 年历史	聚集闽南名医名药传统经典名方，生产八宝丹、新疆片、肾舒颗粒等产品	八宝丹、新疆片、肾舒颗粒、海珠喘息定片等	拥有两项市级非物质文化遗产项目，“鼎炉”商标入选“胡润中国最具历史文化底蕴品牌”

资料来源：公司公告，申万宏源研究

2024 年公司重点中药品种如胃复春、八宝丹、冠心宁、尕痹片等年销售额持续向好，创新研发方面，上海睿尔复方中药创新药 SRD4610 已在国内完成针对肌萎缩侧索硬化症（ALS）的 II 期临床试验，此外 SRD4610 同适应症已于 2024 年末获得美国食品药品监督管理局（FDA）孤儿药资格认定，截至目前没有同靶点的产品获得 FDA 批准上市以治疗 ALS。

4. 对外投资与合作

4.1 和黄完成收购并表

2025 年 1 月 1 日，公司发布公告，拟以约 9.95 亿元收购上海和黄药业 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。2025 年 4 月，上药宣布完成对于上海和黄药业股权变更的交易，成为上海和黄药业的实控人。

回顾上海和黄药业的发展历史，2001 年上药旗下的上药药材与和黄医药合资设立上海和黄药业，双方各持股 50%。上海和黄药业目前拥有甘芍消渴片、柏子仁丸、麝香保心丸等独家中药品种。

麝香保心丸已被纳入国家医保甲类目录，国家基药目录，该药品源于 900 多年前中成药专著《太平惠民和剂局方》中记载的“苏合香丸”。1974 年，在上海市卫生局的领导下，由上海中药制药一厂（上海和黄药业前身）和复旦大学附属华山医院牵头组成科研攻关组，1981 年新一代微粒丸制剂麝香保心丸诞生。

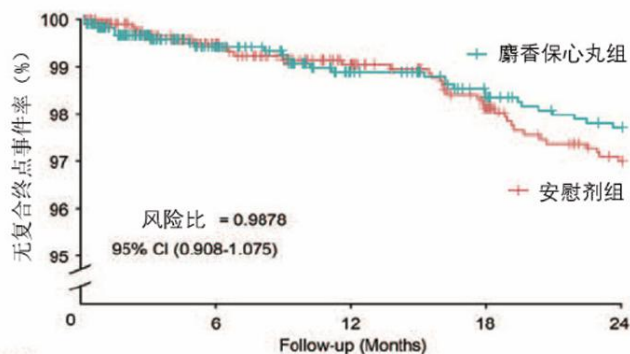
图 30：麝香保心丸的作用机制和临床疗效



资料来源：中华医学信息导报，申万宏源研究

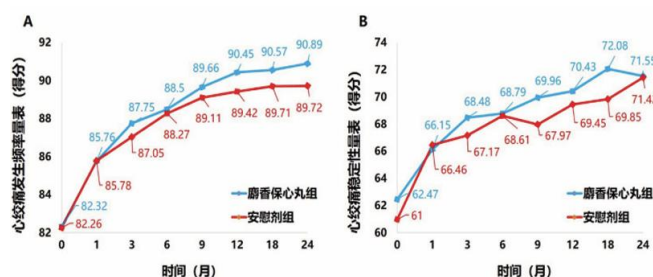
公司通过大量的循证医学及学术推广工作，现已将麝香保心丸打造为年销售额近 30 亿元的心脑血管基础用药。2021 年 1 月，历时十年的麝香保心丸 MUST 研究发表于《中华医学杂志英文版》（Chinese Medical Journal）（MUST-A）。研究结果显示，麝香保心丸组较安慰剂组的主要不良心血管事件（MACE）风险降低 26.9%，麝香保心丸治疗 24 个月显著降低稳定型 CAD 患者的心绞痛发生率，同时具有良好的安全性。

图 31：MUST 试验组及对照组的 Kaplan-Meier 曲线



资料来源：《中华医学杂志英文版》，申万宏源研究

图 32：MUST 研究两组西雅图心绞痛量表对比



资料来源：《中华医学杂志英文版》，申万宏源研究

数据显示上海和黄药业 2024 年 1-10 月实现扣非净利润 6.05 亿元。预计合并并表后上药医药工业板块收入及利润有望进一步增厚。

4.2 镁信健康与云药房

2015 年，上海医药成立处方药新零售“互联网+”的平台——上药云健康，成为其布局药品零售的重要触角。最初上药云健康从新特药销售开始业务探索，着重于处方实现和服务的平台化，上海医药将旗下最主要的 DTP 网络上药众协划给上药云健康，并通过收购在国内率先完成 DTP 药房的品牌整合。

图 33： 上药云健康线下旗舰店



资料来源：公司官网，申万宏源研究

据上海医药 2023 年年报，上药云健康已拥有 200+家 DTP 专业药房及授权院边店，DTP 专业药房覆盖全国 25 省 66 市，累计已与 300 多家新特药企达成合作。

图 34： 上药云健康融资经历



资料来源：公司官网，申万宏源研究

2017 年，上药云健康成立两年之后，COO 张小栋作为创始人打造了子公司镁信健康，打造健康险行业知名的 PBM 模式（药品福利计划），即第三方管理组织通过协调药品企业、医院、药店、保险公司、参保人等多方关系，实现药品费用增长控制和医疗服务质量管理。

镁信健康在随后 5 年间拿下 5 轮超 30 亿元融资，目前估值也突破百亿元，成为新晋独角兽。其中仅在 2021 年镁信健康就先后完成两轮、共 30 亿元的融资。

4.3 云南白药合作

上海医药与云南白药近年保持紧密合作。2021年,云南白药参与上海医药非公开发行,成为其第二大股东。此后,双方在多个领域展开合作,如在中药材种植方面,就三七、砂仁等品种开展基地联合种植等合作,共建原料药材保障供应体系。2024年,双方召开深化战略合作研讨会,明确在客户资源拓展、市场渠道共享、中药材产业链等方面深入合作。2025年上海医药向云南白药销售产品金额上限达12亿元,采购上限7亿元。此外,双方还与天津医药共同签署协议,拟建中医药产业联盟。

5. 盈利预测与估值

5.1 盈利预测

结合公司近年运营情况,我们对公司主要板块2025~2027年收入及毛利情况进行了预测,具体情况如下:

1) 医药商业: 医药商业板块主要包括分销和零售两大业务,预计2025~2027年分销业务实现收入2,763/3,039/3,343亿元,对应同比增速为10%/10%/10%,同期毛利率预计为6.1%/6.2%/6.2%,环比略有改善;零售业务预计实现收入92/99/107亿元,对应同比增速保持在8%,预计毛利率保持在13%;

2) 医药工业: 医药工业板块目前以销售仿制药为主,暂不考虑创新药新增收入贡献的情况下,预计2025~2027年实现收入268/295/316亿元,对应同比增速为13%/10%/7%,同期毛利率为保持在59.2%;

3) 其他及内部抵扣影响: 其他业务2025~2027年预计收入为19/26/37亿元,对应三年同比增速为40%,预计内部抵消收入为-119/-127/-139亿元,毛利抵扣水平与2024年保持一致。

表4: 公司具体业务收入及毛利情况 (单位: 百万元, %)

年份	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业总收入	260,295	275,251	302,302	333,261	366,331
YoY			10%	10%	10%
毛利率	12.0%	11.1%	11.5%	11.6%	11.6%
毛利	31,328	30,632	34,684	38,670	42,318
1.商业	242,870	259,682	285,480	313,844	345,030
1.1 分销收入	233,760	251,167	276,284	303,913	334,304
YoY			10%	10%	10%
毛利率	6.3%	5.9%	6.1%	6.2%	6.2%
毛利	14,759	14,926	16,853	18,843	20,727
1.2 零售收入	9,111	8,514	9,196	9,931	10,726
YoY			8%	8%	8%
毛利率	.%	.%	.%	.%	.%

毛利	1,090	1,093	1,195	1,291	1,394
2.工业收入	26,257	23,731	26,816	29,497	31,562
YoY			13%	10%	7%
毛利率	58.5%	59.2%	59.2%	59.2%	59.2%
毛利	15,359	14,050	15,875	17,462	18,685
3.其他	1,428	1,339	1,874	2,624	3,673
YoY			40%	40%	40%
毛利率	37.1%	43.6%	42.0%	42.0%	42.0%
毛利	529	583	787	1,102	1,543
4.内部抵销	(10,260)	(9,500)	(11,867)	(12,704)	(13,934)
YoY			25%	7%	10%
毛利率	4.2%	0.2%	0.2%	0.2%	0.2%
毛利	(409)	(21)	(26)	(28)	(31)

资料来源：Wind，申万宏源研究

注：货币单位为人民币。

综合以上因素预计公司 2025~2027 年实现营业总收入 3,023/3,333/3,663 亿元，对应同比增速为 10%/10%/10%，结合公司各项费率持续优化和经营效率提升情况，预计同期实现归母净利润为 53/62/71 亿元，对应同比增速为 16%/18%/14%。此外，结合公司历年分红情况，我们假设公司 2025~2027 年股利支付比率为 30%。

5.2 估值与评级

我们预计公司 2025 年有望实现营业总收入 3,023 亿元，实现归母净利润 53 亿元。结合公司目前处于稳定经营阶段且预计能保持持续盈利状态，我们使用相对估值法的市盈率（PE）估值法对公司合理市值进行评估。

作为同时经营医疗流通和医药工业制造两大板块的综合性药企，同时兼具创新药研发能力，我们根据业务相似性选择以下公司作为上海医药的可比公司：

- 1) 复星医药：**两家企业均构建了“研发—生产—分销—零售”的一体化产业链。复星医药涵盖制药、医疗器械、医疗服务，并通过参股国药控股布局医药商业；
- 2) 华东医药：**公司流通业务收入占比在六成以上，传统医药工业收入占比在三成左右，同时通过参控股公司布局降糖/肿瘤等领域创新药；
- 3) 国药控股：**国内流通行业领军企业之一，医药商业规模在全国居于首位，通过子公司（如国药现代）布局化药和中药；
- 4) 白云山：**工业板块拥有多家老字号品牌，商业板块主导华南地区；
- 5) 华润医药：**商业网络覆盖 28 省，零售药房超 790 家（含 272 家 DTP 药房）；工业板块为国内大型 OTC 制造商（如三九感冒灵），拥有多个仿制药药品批文。

我们预计 2025 年公司归母净利润为 53 亿元，参照以上 4 家可比公司测算 2025 年平均 PE 估值水平为 10x，对应上海医药的目标市值为 540 亿元，较当前市值仍有 34% 的上涨空间，给予“买入”评级。

表 5：可比公司 PE 估值情况

公司代码	简称	总市值 (亿元)	归母净利润 (亿元)				PE		
		2025/6/25	2024A	2025E	2026E	2027E	2025E	2026E	2027E
2196.HK	复星医药	398	27.7	33.7	37.9	40.5	12	11	10
000963.SZ	华东医药	711	35.1	40.4	46.1	51.9	18	15	14
1099.HK	国药控股	531	70.5	78.3	83.9	89.7	7	6	6
0874.HK	白云山	259	28.4	35.5	38.8	-	7	7	-
3320.HK	华润医药	302	33.5	40.7	44.5	49.3	7	7	6
	平均						10	9	9
2607.HK	上海医药-B	404	45.5	53.0	62.4	71.2	8	6	6

资料来源：Wind，申万宏源研究

备注：1) 可比公司 2025~2027 年归母净利润预测值为 Wind 一致性预期值；2) 鉴于归母净利润单位均为人民币，因此已将以上公司总市值单位经 Wind 换算为人民币。

风险提示

集采降价风险：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；

研发失败风险：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。

合并损益表

百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入	260,295	275,251	302,302	333,261	366,331
主营收入	260,295	275,251	302,302	333,261	366,331
营业成本	-228,967	-244,619	-267,618	-294,592	-324,013
销售及营销费用	-13,902	-12,714	-13,997	-15,430	-16,485
一般行政管理费用	-5,712	-5,690	-6,462	-7,109	-7,739
研发费用	-2,204	-2,394	-2,721	-3,033	-3,114
其他经营损益	-738	-778	-854	-942	-1,035
利息收入	462	522	540	474	488
利息支出	-1,885	-1,857	-2,323	-2,444	-2,604
投资收益	-68	380	156	268	212
资产减值损失	-841	-841	0	0	0
其他非经常性损益	615	759	383	469	426
除税前利润	7,054	8,020	9,406	10,923	12,467
所得税	-1,888	-2,150	-2,522	-2,928	-3,342
净利润	5,167	5,870	6,885	7,995	9,125
少数股东损益及其他	1,399	1,317	1,583	1,759	2,007
归属普通股股东净利润	3,768	4,553	5,301	6,236	7,117

资料来源：聚源数据，申万宏源研究

合并资产负债表

百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
流动资产	162,434	171,823	183,240	197,438	213,749
现金及等价物	30,518	35,744	36,276	36,659	38,465
应收款项	83,734	87,271	95,836	105,737	116,401
存货	36,623	38,944	42,479	46,392	50,235
其他流动资产	11,559	9,864	8,649	8,649	8,649
非流动资产	49,539	49,386	46,912	46,245	45,071
长期投资	10,603	9,835	9,835	9,835	9,835
固定资产	15,858	17,193	16,626	15,960	14,810
投资物业	315	366	366	366	366
无形资产及商誉	19,903	18,960	17,124	17,110	17,071
其他非流动资产	2,860	3,032	2,960	2,974	2,989
资产总计	211,973	221,209	230,153	243,683	258,820
流动负债	122,372	126,038	129,629	136,755	144,639
短期借款	35,560	38,064	41,120	46,360	50,412
应付款项	77,554	80,903	81,437	83,323	87,155
其他流动负债	9,258	7,072	7,072	7,072	7,072
非流动负债	9,275	11,429	11,430	11,430	11,430
负债合计	131,646	137,467	141,059	148,184	156,069
股本	3,703	3,708	3,708	3,708	3,708
总储备	64,821	67,968	71,735	76,381	81,627
其他股东权益	0	0	0	0	0
非控股权益	11,802	12,067	13,650	15,409	17,417
权益总额	80,326	83,742	89,093	95,498	102,752
负债和股东权益合计	211,973	221,209	230,153	243,683	258,820

资料来源：聚源数据，申万宏源研究

合并现金流量表

百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
净利润	5,167	5,870	6,885	7,995	9,125
加：折旧摊销减值			1,180	1,211	1,214
利息净支出			1,783	1,970	2,116
投资损失			-156	-268	-212
营运资本变动			-10,351	-11,929	-10,674
其它经营现金流			-383	-469	-426
经营活动现金流					

资本开支			-614	-545	-64
其它投资现金流			2,446	738	662
投资活动现金流	-2,492	416	1,832	194	598
支付股利和利息			-3,316	-3,561	-3,986
其它融资现金流			3,058	5,239	4,052
融资活动现金流	232	-1,864	-258	1,679	66
净现金流	2,966	4,381	532	382	1,806

资料来源：聚源数据，申万宏源研究

信息披露

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，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。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。

与公司有关的信息披露

本公司隶属于申万宏源证券有限公司。本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。本公司关联机构在法律许可情况下可能持有或交易本报告提到的投资标的，还可能为或争取为这些标的提供投资银行服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。客户可通过 compliance@swsresearch.com 索取有关披露资料或登录 www.swsresearch.com 信息披露栏目查询从业人员资质情况、静默期安排及其他有关的信息披露。

机构销售团队联系人

华东组	茅炯	021-33388488	maojiong@swsresearch.com
银行团队	李庆	021-33388245	liqing3@swsresearch.com
华北组	肖霞	010-66500628	xiaoxia@swsresearch.com
华南组	张晓卓	13724383669	zhangxiaozhuo@swsresearch.com
华东创新团队	朱晓艺	021-33388860	zhuxiaoyi@swsresearch.com
华北创新团队	潘烨明	15201910123	panyeming@swsresearch.com

股票投资评级说明

证券的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入 (Buy)	：相对强于市场表现 20% 以上；
增持 (Outperform)	：相对强于市场表现 5% ~ 20%；
中性 (Neutral)	：相对市场表现在 - 5% ~ + 5% 之间波动；
减持 (Underperform)	：相对弱于市场表现 5% 以下。

行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好 (Overweight)	：行业超越整体市场表现；
中性 (Neutral)	：行业与整体市场表现基本持平；
看淡 (Underweight)	：行业弱于整体市场表现。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读完整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。申银万国使用自己的行业分类体系，如果您对我们的行业分类有兴趣，可以向我们的销售员索取。

本报告采用的基准指数：沪深 300 指数

法律声明

本报告由上海申银万国证券研究所有限公司（隶属于申万宏源证券有限公司，以下简称“本公司”）在中华人民共和国境内（香港、澳门、台湾除外）发布，仅供本公司的客户（包括合格的境外机构投资者等合法合规的客户）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司 <http://www.swsresearch.com> 网站刊载的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的真实性、准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请。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、价值及投资收入可能会波动。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。

客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。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。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司强烈建议客户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。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。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。市场有风险，投资需谨慎。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

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。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记，未获本公司同意，任何人均无权在任何情况下使用他们。