

# 商业板块逆势增长， 仿创结合驱动价值回升

## 核心观点

3月30日，公司发布2022年年度报告，实现营业收入2319.81亿元，同比增长7.49%，实现归母净利润56.17亿元，同比增长10.28%，实现扣非后归母净利润42.97亿元，同比增长7.40%，业绩符合预期。展望23年，下游医院及药店终端经营恢复正常，叠加公司业务结构持续调整，期待公司盈利水平进一步提升。

## 事件

### 公司发布2022年年度报告

3月30日，公司发布2022年年度报告，实现营业收入2319.81亿元，同比增长7.49%，实现归母净利润56.17亿元，同比增长10.28%，实现扣非后归母净利润42.97亿元，同比增长7.40%，业绩符合预期。

## 简评

### 盈利能力稳健提升，业绩符合预期

2022年全年，公司收入端增长7.49%，医药工业及商业板块均增长稳健；归母净利润同比增长10.28%，扣非归母净利润同比增长7.4%，主要由于1)公司控费效果明显，管理费用率下降幅度较大；2)杭州正大青春宝药业土地被政府收储，资产处置损益同比增长26.24%达到15.76亿元，目前项目基本完结。

22Q4单季，公司营业收入同比上升4.59%为573.7亿元，

### 重要财务指标

	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	215824	231981	257503	287125	321570
YOY(%)	12.5	7.5	11.0	11.5	12.0
净利润(百万元)	5093	5617	6263	7033	7934
YOY(%)	13.3	10.3	11.5	12.3	12.8
毛利率(%)	13.2	13.1	13.2	13.2	13.2
净利率(%)	2.4	2.4	2.4	2.5	2.5
ROE(%)	10.6	8.4	8.7	9.0	9.3
EPS(摊薄/元)	1.38	1.52	1.69	1.90	2.15
P/E(倍)	15.3	13.9	12.5	11.1	9.8
P/B(倍)	1.5	1.1	1.0	1.0	0.9

资料来源: iFinD, 中信建投证券

## 上海医药(601607.SH)

维持

买入

贺菊颖

hejuying@csc.com.cn

010-86451162

SAC 编号:S1440517050001

SFC 编号:ASZ591

刘若飞

liuruofei@csc.com.cn

010-85130388

SAC 编号:S1440519080003

发布日期: 2023年04月07日

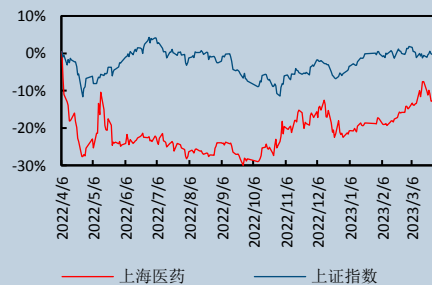
当前股价: 21.09元

### 主要数据

#### 股票价格绝对/相对市场表现(%)

	1个月	3个月	12个月
	5.11/4.65	14.25/8.30	-16.31/-16.50
12月最高/最低价(元)			24.51/16.10
总股本(万股)			369,839.85
流通A股(万股)			192,661.74
总市值(亿元)			683.94
流通市值(亿元)			392.45
近3月日均成交量(万)			1334.78
主要股东			
上海医药(集团)有限公司			19.38%

### 股价表现



### 相关研究报告

2022-08-31 【中信建投医药商业】上海医药(601607):业绩好于预期,期待改革效果

增速相对放缓，主要由于 22Q4 医院及药店终端经营波动较大，公司分销业务发展受限；实现归母净利润 8.03 亿元，同比增长 31.84%，实现扣非后归母净利润 5.99 亿元，同比增长 31.43%，主要由于 1) 公司持续调整产品及业务结构，各板块毛利率均有所提升，带动整体毛利率提升 1.19 个百分点；2) 公司深化控费效果，Q4 单季管理费用率下降 0.71 个百分点。

公司 2022 年利润分配预案以 36.98 亿股为基数，向全体股东每 10 股派发现金红利 6.10 元（含税），不进行资本公积金转增股本。

### 持续加强创新投入，工业有望实现平稳增长

**创仿结合维持稳健毛利水平，营销变革提升盈利能力。**2022 年，公司加快创新转型，研发端深入贯彻“自主研发+对外合作”的模式，持续拓展具有临床价值的创新药产品群；营销端加强精益化、集约化管控，在开源节流的基础上实现高水平降本增效。2022 年全年，公司工业板块销售收入同比增长 6.61% 达到 267.58 亿元，毛利率略减少 0.2 个百分点为 58.55%，贡献利润 22.47 亿元，同比增长 10.55%。我们认为，公司产品重心逐渐由原有品种二次开发转向创新品种，工业板块收入端能够实现平稳增长，盈利能力也有望持续提升。

**研发投入持续增长，创新动力保持充沛。**2022 年，公司研发总投入进一步增长 11.87% 达到 28 亿元，占工业销售收入的 10.47%，目前有三款创新药上市，布局管线数达到 62 项，其中创新药 50 项，改良型新药 12 项。拆分来看：

1) **在研品种加速上市，新药放量可期。**公司深耕肿瘤、自身免疫及消化代谢等领域，目前已有 2 项提交 pre NDA 或上市申请，6 项处于关键性研究或临床 III 期阶段，3 个项目进入临床阶段。其中：①X842 聚焦于反流性食管炎领域，起效迅速、抑酸作用强且持久，品类竞争力明显，已于 2023 年 2 月获批上市许可申请，预计将快速商业化放量；②I008 项目适用于艾滋慢性异常免疫激活，目前已完成临床 II 期，提交 pre-NDA；③I001 具备较强降压效果，原发性轻、中度高血压适应症已进入临床 III 期，另有两个适应症处于临床 II 期，未来放量空间广阔。

2) **改良型新药助力丰富产品管线。**公司积极推动改良型新药及高端制剂布局，通过内生研发+外延引进加速产品管线布局，目前开发 2 类新药项目合计 21 个，覆盖呼吸、心血管、精神神经、镇痛、抗感染、消化代谢等多领域。虽然公司目前主要管线仍处于早期，但仍然可期待后续研发加速，贡献业绩增长。

**表 1: 公司改良型新药产品研发进程**

截至报告期末进展情况	数量
获批生产	1
临床 II 期	2
临床 I 期	2
IND (申报/获批)	5
临床前/pre-IND	11
合计	21

资料来源：公司公告，中信建投证券

3) **聚焦罕见病新业务，巩固仿制药竞争优势。**公司围绕上药睿尔积极构建罕见病平台，目前在国内罕见病批文数量最多，共有 21 个品种，34 个批文，在研项目 15 项，覆盖肿瘤、运动神经元、内分泌、心血管及代谢

等讴歌罕见病门类。截至报告期末，用于治疗肌萎缩侧索硬化症的重磅产品 SRD4610 已完成 II 期临床试验患者入组，有望加速商业化放量。仿制药方面，2022 年公司共有 14 个品种（15 个品规）通过一致性评价，目前累计过评产品达到 49 个品种（71 个品规），行业竞争优势明显，期待后续产品持续突破。

**聚焦大品种战略，降本增效提高生产效率。**公司围绕大品种聚焦战略，围绕临床价值、市场价值评估潜力产品并开展二次开发。2022 年，公司共有 48 个产品全年工业销售收入过亿，60 个重点品种收入 157.27 亿元，同比增长 13.12%。在此基础上，公司持续推进生产改革，聚焦于减少负毛利产品，降低报废物料，系统性推动降本增效。我们认为，公司通过开源节流同步发力，有望实现规模效率同步提升。

### 深耕渠道网络建设，医药分销逆势增长

**加速扩大分销网络，整合突破提升盈利能力。**2022 年，公司加速并购拓展，积极推动甘肃等空白区域布局，通过省内平台整合贡献规模效应，持续提升区域竞争力。2022 年全年，公司分销板块收入同比增长 7.93% 达到 2057.33 亿元，毛利率同比增长 0.06 个百分点为 6.58%，贡献利润 30.97 亿元，同比增长 12.56%。我们预计，公司后续仍将积极推进大型商业并购项目，进一步扩大分销网络覆盖面，提升上游议价能力，实现更高盈利能力。

**聚焦全链条服务，创新药板块增速稳健：**公司积极构建创新药服务平台，面向全球创新药企业提供上市前合作、进出口服务、全国分销、创新增值等全链条服务。2022 年全年，公司共引入 20+ 个进口总代品种，创新药板块销售同比增长 15%。我们认为，公司规模及业务布局完善，全链条服务模式竞争壁垒较高，客户吸引力较强，有望长期驱动业绩稳健增长。

**非药业务贡献新增长引擎：**公司积极探索器械、医美、健康食品等非药新业务，2022 年收入同比增长约 40% 达到 341 亿元。随着公司积极拓展上游资源，持续梳理品种结构，扩大协同效应，我们看好器械板块加速贡献业绩新增量。同时，考虑到器械等非药新业务毛利水平更高，其占比提升有望优化分销业务整体毛利水平。

### 完善医+药+险服务，零售板块增长可期

**公司持续聚焦医+药+险服务，通过数字化赋能零售业态。**1) **医药端：**截至 2022 年底，公司零售药店总数超过 2000 家，其中 DTP 药房及授权院边店 203 家，上药云健康平台累计与 300 多家新特药企达成合作，新增 30+ 种创新药全国首单落地。2) **医疗端：**公司积极推进线上问诊导流，自营互联网医院月均处方量超过 10 万张。3) **保险端：**镁信健康推出了多样化的普惠健康险产品，累计服务保单量超 2 亿，惠民保惠及患者 200 万人。2022 年全年，公司零售板块收入同比增长 6.38% 达到 82.64 亿元，毛利率略减少 0.54 个百分点为 12.63%。我们预计，随着公司持续完善医+药+险的全链条服务模式，叠加疫后药品需求恢复，零售业务增长可期。

### 毛利率基本稳定，管理费用控费效果明显

2022 年，公司综合毛利率为 13.14%，同比下降 0.08 个百分点，基本保持稳定。管理费用率为 2.15%，同比下降 0.23 个百分点，主要由于公司持续推进费用管控；销售费用率为 6.16%，同比下降 0.02 个百分点；财务费用为 0.57%，同比下降 0.01 个百分点，基本保持稳定。经营活动产生的现金流量净额为 47.4 亿元，同比下降 6.28%，主要由于货款支出增加；应付账款周转天数同比增加 6.6 天为 74 天，主要由于公司规模提升，上游话语权增强。存货周转天数为 55 天，同比增长 5.8 天，主要由于外部环境变化，产成品同比增加 28.4%；应收账款周转天数同比增加 4.4 天为 97 天，主要由于医保支出压力大，医院终端回款速度较慢。其余指标基本正常。

## 盈利预测及投资评级

上海医药是国内医药工业和商业龙头，工商业协同发展具有优势，受益于医药改革带来的流通集中度提升和公司持续的新药研发投入，长期业绩稳定增长具有较高的确定性。我们预计公司 2023 - 2025 年实现营业收入分别为 2575.03 亿元、2871.25 亿元和 3215.70 亿元，归母净利润分别为 62.63 亿元、70.33 亿元和 79.34 亿元，分别同比增长 11.5%、12.3% 和 12.8%，折合 EPS 分别为 1.69 元/股、1.90 元/股和 2.15 元/股，对应 PE 为 12.5X、11.1X、9.8X，维持买入评级。

## 风险分析

1) 药品降价风险：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，或将对公司收益产生较大影响；

2) 新药研发风险：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，倘若新药研发进度不及预期或者研发失败，或对公司长期收入增长存在不利影响；

3) 市场竞争加剧：市场主要竞争者或新进者可能会削弱公司的相对优势和可持续发展的能力，影响公司的市场竞争力，进而影响公司的长远发展；

4) 外延并购标的业绩不达预期致商誉大幅减值：倘若公司外购标的整合不及预期，或将导致商誉减值，进而影响公司业绩。

## 分析师介绍

### 贺菊颖

中信建投证券医药行业首席分析师，复旦大学管理学硕士，10 年以上医药卖方研究从业经验，善于前瞻性把握细分赛道机会，公司研究深入细致，负责整体投资方向判断。2020 年度新浪财经金麒麟分析师医药行业第七名、新财富最佳分析师医药行业入围、万德最佳分析师医药行业第四名等荣誉。2019 年 Wind “金牌分析师”医药行业第 1 名。2018 年 Wind “金牌分析师”医药行业第 3 名，2018 第一财经最佳分析师医药行业第 1 名。2013 年新财富医药行业第 3 名，水晶球医药行业第 5 名。

### 刘若飞

医药行业分析师，北京大学生物技术硕士，2017 年加入中信建投证券研究发展部。主要覆盖中药、医药商业、生物制品、医美、CRO 细分领域。

2022 年（第 20 届）、2021 年（第 19 届）新财富最佳分析师评选医药生物行业第四名、第五名团队核心成员。2022 年第十六届卖方分析师水晶球奖评选医药生物行业第五名团队核心成员。

## 研究助理

### 谢俊

xiejun@csc.com.cn



**评级说明**

投资评级标准		评级	说明
报告中投资建议涉及的评级标准为报告发布日后 6 个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的 6 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A 股市场以沪深 300 指数作为基准；新三板市场以三板成指为基准；香港市场以恒生指数作为基准；美国市场以标普 500 指数为基准。	股票评级	买入	相对涨幅 15% 以上
		增持	相对涨幅 5%—15%
		中性	相对涨幅-5%—5%之间
		减持	相对跌幅 5%—15%
		卖出	相对跌幅 15% 以上
	行业评级	强于大市	相对涨幅 10% 以上
		中性	相对涨幅-10-10%之间
		弱于大市	相对跌幅 10% 以上

**分析师声明**

本报告署名分析师在此声明：（i）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，结论不受任何第三方的授意或影响。（ii）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。

**法律主体说明**

本报告由中信建投证券股份有限公司及/或其附属机构（以下合称“中信建投”）制作，由中信建投证券股份有限公司在中华人民共和国（仅为本报告目的，不包括香港、澳门、台湾）提供。中信建投证券股份有限公司具有中国证监会许可的投资咨询业务资格，本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格证书编号已披露在报告首页。

在遵守适用的法律法规情况下，本报告亦可能由中信建投（国际）证券有限公司在香港提供。本报告作者所持香港证监会牌照的中央编号已披露在报告首页。

**一般性声明**

本报告由中信建投制作。发送本报告不构成任何合同或承诺的基础，不因接收者收到本报告而视其为中信建投客户。

本报告的信息均来源于中信建投认为可靠的公开资料，但中信建投对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载观点、评估和预测仅反映本报告出具日该分析师的判断，该等观点、评估和预测可能在不发出通知的情况下有所变更，亦有可能因使用不同假设和标准或者采用不同分析方法而与中信建投其他部门、人员口头或书面表达的意见不同或相反。本报告所引证券或其他金融工具的过往业绩不代表其未来表现。报告中所含任何具有预测性质的内容皆基于相应的假设条件，而任何假设条件都可能随时发生变化并影响实际投资收益。中信建投不承诺、不保证本报告所含具有预测性质的内容必然得以实现。

本报告内容的全部或部分均不构成投资建议。本报告所包含的观点、建议并未考虑报告接收人在财务状况、投资目的、风险偏好等方面的具体情况，报告接收者应当独立评估本报告所含信息，基于自身投资目标、需求、市场机会、风险及其他因素自主做出决策并自行承担投资风险。中信建投建议所有投资者应就任何潜在投资向其税务、会计或法律顾问咨询。不论报告接收者是否根据本报告做出投资决策，中信建投都不对该等投资决策提供任何形式的担保，亦不以任何形式分享投资收益或者分担投资损失。中信建投不对使用本报告所产生的任何直接或间接损失承担责任。

在法律法规及监管规定允许的范围内，中信建投可能持有并交易本报告中所提公司的股份或其他财产权益，也可能在过去 12 个月、目前或者将来为本报中所提公司提供或者争取为其提供投资银行、做市交易、财务顾问或其他金融服务。本报告内容真实、准确、完整地反映了署名分析师的观点，分析师的薪酬无论过去、现在或未来都不会直接或间接与其所撰写报告中的具体观点相联系，分析师亦不会因撰写本报告而获取不当利益。

本报告为中信建投所有。未经中信建投事先书面许可，任何机构和/或个人不得以任何形式转发、翻版、复制、发布或引用本报告全部或部分内容，亦不得从未经中信建投书面授权的任何机构、个人或其运营的媒体平台接收、翻版、复制或引用本报告全部或部分内容。版权所有，违者必究。

**中信建投证券研究发展部**

北京  
 东城区朝内大街 2 号凯恒中心 B  
 座 12 层  
 电话：（8610） 8513-0588  
 联系人：李祉瑶  
 邮箱：lizhiyao@csc.com.cn

上海  
 上海浦东新区浦东南路 528 号南  
 塔 2106 室  
 电话：（8621） 6882-1600  
 联系人：翁起帆  
 邮箱：wengqifan@csc.com.cn

深圳  
 福田区福中三路与鹏程一路交  
 汇处广电金融中心 35 楼  
 电话：（86755） 8252-1369  
 联系人：曹莹  
 邮箱：caoying@csc.com.cn

**中信建投（国际）**

香港  
 中环交易广场 2 期 18 楼  
 电话：（852） 3465-5600  
 联系人：刘泓麟  
 邮箱：charleneliu@csci.hk