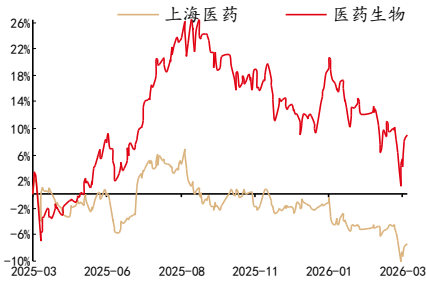




股票投资评级

买入 | 维持

个股表现



资料来源：聚源，中邮证券研究所

公司基本情况

最新收盘价(元)	16.80
总股本/流通股本(亿股)	37.08 / 27.89
总市值/流通市值(亿元)	623 / 469
52周内最高/最低价	19.48 / 16.30
资产负债率(%)	62.1%
市盈率	13.66
第一大股东	HKSCC NOMINEES LIMITED

研究所

分析师: 盛丽华  
SAC 登记编号: S1340525060001  
Email: shenglihua@cnpsec.com  
分析师: 龙永茂  
SAC 登记编号: S1340523110002  
Email: longyongmao@cnpsec.com

上海医药(601607)

创新业务高速增长，中药工业注入新动能

● 营收稳健增长，现金流保持高质量发展

公司发布 2025 年报：2025 年公司实现营业收入 2835.8 亿元 (+3.03%)，归母净利润 57.25 亿元 (+25.74%)，扣非净利润 29.8 亿元 (-26.68%)，经营现金流净额 61.54 亿元 (+5.61%)。公司归母净利润增长较快主要是由于对和黄药业会计核算由合营企业权益法核算变更为子公司核算所产生的一次性特殊收益所致，扣除上述事项等一次性特殊损益后的归母净利润为 47.21 亿元 (-5.56%)。利润端拆分来看，工业板块贡献利润 20.39 亿元，商业板块贡献利润 34.57 亿元，主要参股企业贡献利润 3.25 亿元。

分季度来看，2025Q1、Q2、Q3、Q4 营业收入分别为 707.63 亿元 (+0.87%)、708.3 亿元 (+2.27%)、734.79 亿元 (+4.65%)、685.07 亿元 (+4.40%)；归母净利润分别为 13.33 亿元 (-13.56%)、31.26 亿元 (+123.33%)、6.88 亿元 (-38.13%)、5.77 亿元 (+15.88%)；扣非净利润分别为 12.63 亿元 (-8.10%)、8.37 亿元 (-37.13%)、5.99 亿元 (-38.94%)、2.82 亿元 (-25.65%)。

从盈利能力来看，2025 年毛利率为 10.73% (-0.40pct)，归母净利率为 2.02% (+0.36pct)，扣非净利率为 1.05% (-0.43pct)。

费率方面，2025 年销售费用率为 4.66% (+0.04pct)，管理费用率为 1.87% (-0.19pct)，研发费用率为 0.83% (-0.04pct)，财务费用率为 0.50% (-0.04pct)。

营运能力方面，2025 年应收账款周转天数为 102.47 天 (+3.03 天)，存货周转天数为 59.94 天 (+4.33 天)。

现金流方面，公司全年经营性现金流净流入 61.54 亿元，同比增长 5.61%，继续保持高质量发展。

● 商业板块创新业务高速增长，工业板块中药业务注入新动能

**医药商业板块：**2025 年分销板块实现收入 2588.28 亿元 (+3.05%)，毛利率为 5.79% (-0.15pct)；零售板块实现收入 86.66 亿元 (+1.77%)，毛利率为 11.38% (-1.45pct)。创新业务高速增长，优化收入结构。2025 年，CSO 业务整体规模实现百亿突破；创新药实现销售 537 亿元，取得较大增长；器械大健康业务销售规模突破 447 亿元。这些高附加值业务的快速发展，不仅是商业板块增长的主要动力，也提升了整体盈利能力和抗风险能力。

**医药工业板块：**2025 年工业板块实现收入 245.22 亿元 (+3.33%)，毛利率为 57.13% (-2.08pct)；其中中药板块实现营收 111 亿元 (+15.97%)。公司顺利实现控股上海和黄药业，不仅将麝香保心丸和胆宁片两大中药品种纳入，更借助优势资源，推动双向赋能，放大协同效应。此外，公司积极布局 OTC 与大健康业务，通过打造多元化线

上平台，培育“第二增长曲线”。报告期内，微生态及清凉系列等相关产品实现销售收入超6亿元，显示出公司在院外市场的拓展潜力。

● **新药管线梯次化布局不断优化，数字化转型赋能全产业链**

在新药研发方面，1类创新药苹果酸司妥吉仑片成功获批上市，为国内超3亿原发性高血压患者带来全新治疗方案，成为公司近年来创新发展的标志性成果之一；用于治疗视神经脊髓炎谱系疾病的高度人源化全球创新型抗CD20抗体药物——B001注射液——已完成关键性研究的主要终点分析，用于脊髓型颈椎病的中药1.1类新药参芪麝蓉丸已完成III期临床全部病例出组，用于治疗急性缺血性脑卒中的化药1类新药SHPL-49注射液和用于治疗肌萎缩侧索硬化症的SRD4610（藿苓生肌颗粒）正稳步推进III期临床，管线梯次化布局不断优化；细胞与基因治疗新赛道取得积极进展，有望在未来为创新发展注入新动能。

数字化转型赋能全产业链。公司积极拥抱AI和数字化浪潮，在研发、生产、商业等领域均有落地应用。商业板块组建了数据与人工智能创新中心，并将两大核心数据产品在深圳数据交易所挂牌交易，展示了公司在数据资产化和智能化服务方面的探索与潜力。

● **盈利预测及投资建议**

我们预计公司2026-2028年营收分别为2980.87/3136.25/3300.09亿元，归母净利润分别为55.53/60.05/66.05亿元，当前股价对应PE分别为11/10/9倍，维持“买入”评级。

● **风险提示：**

新药研发进度不及预期；商业合作进展不及预期。

■ **盈利预测和财务指标**

项目\年度	2025A	2026E	2027E	2028E
营业收入(百万元)	283580	298087	313625	330009
增长率(%)	3.03	5.12	5.21	5.22
EBITDA(百万元)	14287.64	14006.79	14262.09	15595.73
归属母公司净利润(百万元)	5724.56	5553.19	6005.14	6604.95
增长率(%)	25.74	-2.99	8.14	9.99
EPS(元/股)	1.54	1.50	1.62	1.78
市盈率(P/E)	10.88	11.22	10.37	9.43
市净率(P/B)	0.82	0.77	0.72	0.67
EV/EBITDA	6.00	4.94	4.44	3.64

资料来源：公司公告，中邮证券研究所

**财务报表和主要财务比率**

财务报表(百万元)					主要财务比率				
	2025A	2026E	2027E	2028E		2025A	2026E	2027E	2028E
<b>利润表</b>					<b>成长能力</b>				
营业收入	283580	298087	313625	330009	营业收入	3.0%	5.1%	5.2%	5.2%
营业成本	253163	264561	277683	290790	营业利润	22.1%	2.9%	7.1%	10.8%
税金及附加	854	852	899	951	归属于母公司净利润	25.7%	-3.0%	8.1%	10.0%
销售费用	13206	13652	14442	15378	<b>获利能力</b>				
管理费用	5313	5366	5959	6600	毛利率	10.7%	11.2%	11.5%	11.9%
研发费用	2340	2534	2697	2838	净利率	2.0%	1.9%	1.9%	2.0%
财务费用	1407	1650	1651	1676	ROE	7.5%	6.9%	6.9%	7.1%
资产减值损失	-1019	-565	-565	-565	ROIC	5.6%	5.6%	5.6%	5.8%
<b>营业利润</b>	<b>9942</b>	<b>10226</b>	<b>10950</b>	<b>12136</b>	<b>偿债能力</b>				
营业外收入	106	110	110	100	资产负债率	61.5%	61.1%	60.4%	59.4%
营业外支出	228	230	230	230	流动比率	1.33	1.36	1.39	1.43
<b>利润总额</b>	<b>9820</b>	<b>10106</b>	<b>10830</b>	<b>12006</b>	<b>营运能力</b>				
所得税	2846	2781	3007	3372	应收账款周转率	3.51	3.57	3.61	3.62
<b>净利润</b>	<b>6974</b>	<b>7325</b>	<b>7822</b>	<b>8633</b>	存货周转率	6.01	6.05	6.47	6.51
归母净利润	5725	5553	6005	6605	总资产周转率	1.25	1.24	1.23	1.22
每股收益(元)	1.54	1.50	1.62	1.78	<b>每股指标(元)</b>				
<b>资产负债表</b>					每股收益	1.54	1.50	1.62	1.78
货币资金	32722	47779	56004	62626	每股净资产	20.46	21.85	23.34	24.98
交易性金融资产	10361	10361	10361	10361	<b>估值比率</b>				
应收票据及应收账款	83337	86278	90837	95327	PE	10.88	11.22	10.37	9.43
预付款项	1622	3139	3103	3560	PB	0.82	0.77	0.72	0.67
存货	45359	42054	43748	45548	<b>现金流量表</b>				
<b>流动资产合计</b>	<b>180464</b>	<b>196975</b>	<b>211522</b>	<b>225301</b>	净利润	6974	7325	7822	8633
固定资产	15493	15305	14973	14500	折旧和摊销	3061	2250	1781	1914
在建工程	1994	1894	1794	1694	营运资本变动	-3817	4151	-2677	-2777
无形资产	8744	8919	9084	9239	其他	-63	2036	2239	2498
<b>非流动资产合计</b>	<b>52685</b>	<b>51800</b>	<b>51384</b>	<b>50835</b>	<b>经营活动现金流净额</b>	<b>6154</b>	<b>15762</b>	<b>9166</b>	<b>10268</b>
<b>资产总计</b>	<b>233149</b>	<b>248774</b>	<b>262905</b>	<b>276136</b>	资本开支	-2221	-1507	-1479	-1515
短期借款	44092	47092	50092	50092	其他	-1761	716	590	450
应付票据及应付账款	61405	64170	67719	70984	<b>投资活动现金流净额</b>	<b>-3982</b>	<b>-791</b>	<b>-888</b>	<b>-1065</b>
其他流动负债	29702	33271	34098	35944	股权融资	24	0	0	0
<b>流动负债合计</b>	<b>135198</b>	<b>144533</b>	<b>151908</b>	<b>157020</b>	债务融资	-892	2400	2400	0
其他	8163	7563	6963	6963	其他	-4784	-2311	-2452	-2582
<b>非流动负债合计</b>	<b>8163</b>	<b>7563</b>	<b>6963</b>	<b>6963</b>	<b>筹资活动现金流净额</b>	<b>-5652</b>	<b>89</b>	<b>-52</b>	<b>-2582</b>
<b>负债合计</b>	<b>143361</b>	<b>152097</b>	<b>158872</b>	<b>163983</b>	<b>现金及现金等价物净增加额</b>	<b>-3483</b>	<b>15057</b>	<b>8225</b>	<b>6622</b>
股本	3708	3708	3708	3708					
资本公积金	29687	29687	29687	29687					
未分配利润	40722	45007	49645	54746					
少数股东权益	13896	15668	17485	19514					
其他	1774	2607	3508	4498					
<b>所有者权益合计</b>	<b>89787</b>	<b>96677</b>	<b>104033</b>	<b>112153</b>					
<b>负债和所有者权益总计</b>	<b>233149</b>	<b>248774</b>	<b>262905</b>	<b>276136</b>					

资料来源: 公司公告, 中邮证券研究所

## 中邮证券投资评级说明

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	

## 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。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。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，中邮证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

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签约客户使用，若您非中邮证券签约客户，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签约客户。

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。

中邮证券对于本声明具有最终解释权。

## 公司简介

中邮证券有限责任公司于2002年9月经中国证券监督管理委员会批准设立，公司注册资本61.68亿元人民币，是中国邮政集团有限公司绝对控股的证券类金融子公司，公司是中邮创业基金管理股份有限公司的第二大股东。

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，具备展业的各项资格。截至2025年10月底，公司在全国设有58家分支机构(含29家分公司、29家营业部)，1家资产管理分公司和1家另类投资公司。

中邮证券紧密依托中国邮政集团有限公司的雄厚实力，通过强化“自营+协同”发展模式，实现快速发展，当前服务的经纪客户已超过260万人。公司始终坚持诚信经营、践行金融为民，为社会大众提供全方位专业化的证券投融资服务，努力成为员工自豪、股东放心、客户信赖、社会尊重的优秀企业，打造契合中国邮政资源禀赋和市场地位的特色精品券商。

## 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号邮储银行大厦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