



上海医药 (601607.SH)

买入 (维持评级)

公司点评
证券研究报告

守正创新，重塑营销，CSO 高增 177%

业绩简评

2025 年 3 月 27 日，公司发布年报，2024 年营收、归母和扣非净利润分别为 2752.51/45.53/40.65 亿元，同比增长 5.75%/20.82%/13.04%。业绩基本符合预期。

经营分析

工业承压，商业强劲；守正创新，高血压新药商业化在即。(1) 业绩：公司 2024 年医药工业营收 237.31 亿元（中药收入 95.71 亿元），同比下降 9.62%；但贡献利润 21.93 亿元，同比增长 3.95%。医药商业营收 2515.2 亿元，同比增长 7.47%；贡献利润 33.85 亿元，同比增长 1.05%。主要参股企业贡献利润 4.7 亿元，同比下降 12.98%。(2) 创新进展：公司研发投入 28.18 亿元，研发费用 23.94 亿元，同比增长 8.46%。①新一代口服非肽类小分子肾素抑制剂 1001 项目，有 3 个适应症处于临床中后期，针对高血压的 NDA（新药上市申请）于 2024 年 4 月获 CDE（国家药审中心）受理。②公司子公司上药睿尔用于 ALS（肌萎缩侧索硬化症）的 SRD4610，已完成国内 II 期即将进入 III 临床试验，并获得美国 FDA 孤儿药认定（ODD）。③用于治疗视神经脊髓炎谱系疾病（NMOSD）的 B001 项目处于关键临床阶段。④CD20 单抗的皮下注射剂型 B007 项目，更具便利性、潜在更低的免疫原性和更优的安全性，于 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。

重塑营销，优化布局；CSO 同比增长 177%， “互联网+”提升药品零售新价值。(1) 2024 年，公司整合原有的 5 个销售部门为新上药销售公司，全年销售过亿产品 44 个，过 10 亿品种 2 个。(2) 进口与创新药业务优势进一步扩大，创新药销售 305 亿元，同比增长 29.7%，新增进口总代品规 25 个。(3) 2024 年，CSO（合约销售）业务达 80 亿元，同比增长 177%，产品数 65 个，与诸多跨国药企建立深厚合作。(4) 公司依托旗下的上药云健康“互联网+”平台和镁信健康的“商业保险+专业药房”等创新药首发重要渠道与新零售模式，发挥商业保险在产品集采、渠道、议价等方面的核心作用，加快升级推广商业保险多元支付体系。

盈利预测、估值与评级

根据工业端短期承压的情况，我们下调公司 2025/26 年的营收 3.07%/6.16%至 2945/3179 亿元；归母净利润 17.11%/22.26%至 51/57 亿元；预计 2027 年营收和净利润分别为 3531 和 68.55 亿元。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

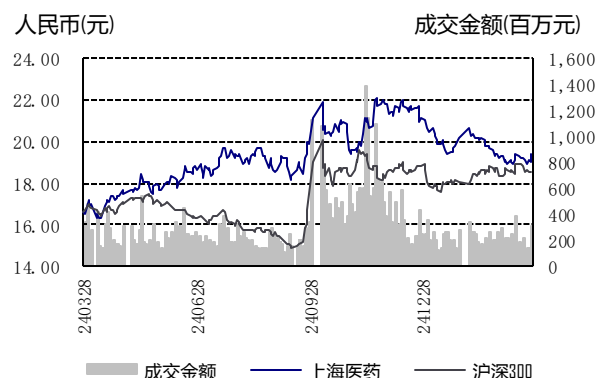
分析师：袁维（执业 S1130518080002）

yuan_wei@gjzq.com.cn

市价（人民币）：19.42 元

相关报告：

- 《上海医药公司点评：拟控股上海和黄药业，中药板块再夯实》，2025.1.2
- 《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



公司基本情况（人民币）

项目	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	260,295	275,251	294,519	317,920	353,128
营业收入增长率	12.21%	6%	7.00%	7.95%	11.07%
归母净利润(百万元)	3,768	4,553	5,060	5,686	6,855
归母净利润增长率	-32.92%	20.82%	11.16%	12.36%	20.56%
摊薄每股收益(元)	1.017	1.228	1.365	1.533	1.848
每股经营性现金流净额	1.41	1.57	1.45	1.08	0.55
ROE(归属母公司)(摊薄)	n.a.	n.a.	n.a.	7.93%	9.48%
P/E	n.a.	n.a.	n.a.	12.67	10.51
P/B	0.90	1.09	1.00	1.00	1.00

来源：公司年报、国金证券研究所



工业端短期

附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)

	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
主营业务收入	231,981	260,295	275,251	294,519	317,920	353,128
增长率	12.5%	12.2%	5.7%	7.0%	7.9%	11.1%
主营业务成本	-201,495	-228,967	-244,619	-261,238	-281,359	-311,812
%销售收入	86.9%	88.0%	88.9%	88.7%	88.5%	88.3%
毛利	30,486	31,328	30,632	33,281	36,561	41,316
%销售收入	13.1%	12.0%	11.1%	11.3%	11.5%	11.7%
营业税金及附加	-716	-738	-778	-832	-898	-998
%销售收入	0.3%	0.3%	0.3%	0.3%	0.3%	0.3%
销售费用	-14,279	-13,902	-12,714	-13,548	-14,783	-16,597
%销售收入	6.2%	5.3%	4.6%	4.6%	4.7%	4.7%
管理费用	-4,992	-5,712	-5,690	-5,890	-6,358	-7,063
%销售收入	2.2%	2.2%	2.1%	2.0%	2.0%	2.0%
研发费用	-2,112	-2,204	-2,394	-1,944	-2,798	-3,108
%销售收入	0.9%	0.8%	0.9%	0.7%	0.9%	0.9%
息税前利润 (EBIT)	8,387	8,772	9,056	11,066	11,723	13,551
%销售收入	3.6%	3.4%	3.3%	3.8%	3.7%	3.8%
财务费用	-1,313	-1,486	-1,481	-1,743	-1,453	-1,586
%销售收入	n.a.	0.6%	0.5%	0.6%	0.5%	0.4%
资产减值损失	-644	-841	-841	-50	-50	-50
公允价值变动收益	219	405	204	73	73	73
投资收益	453	-256	222	0	0	0
%税前利润	5.1%	n.a.	2.8%	0.0%	0.0%	0.0%
营业利润	9,015	7,667	8,141	9,346	10,293	11,988
营业利润率	3.9%	2.9%	3.0%	3.2%	3.2%	3.4%
营业外收支	-206	-613	-121	-578	-578	-578
税前利润	8,808	7,054	8,020	8,768	9,715	11,410
利润率	3.8%	2.7%	2.9%	3.0%	3.1%	3.2%
所得税	-1,816	-1,888	-2,150	-2,350	-2,604	-3,059
所得税率	20.6%	26.8%	26.8%	26.8%	26.8%	26.8%
净利润	6,992	5,167	5,870	6,417	7,110	8,351
少数股东损益	1,375	1,399	1,317	1,357	1,425	1,496
归属于母公司的净利润	5,617	3,768	4,553	5,060	5,686	6,855
净利率	2.4%	1.4%	1.7%	1.7%	1.8%	1.9%

现金流量表 (人民币百万元)

	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
净利润	6,992	5,167	5,870	5,600	5,600	5,600
少数股东损益	1,375	1,399	1,317	1,357	1,425	1,496
非现金支出	3,062	3,221	3,450	149	278	284
非经营收益	-762	995	742	3,690	2,121	2,213
营运资金变动	-4,548	-4,151	-4,236	-4,056	-4,009	-6,045
经营活动现金净流	4,743	5,232	5,827	5,383	3,989	2,051
资本开支	-2,525	-2,791	-2,156	-961	-1,887	-1,742
投资	-10,274	-855	1,790	73	73	73
其他	326	1,154	782	0	0	0
投资活动现金净流	-12,473	-2,492	416	-888	-1,814	-1,669
股权募资	14,123	354	86	0	0	0
债权募资	3,836	6,855	3,823	3,556	37,020	43,468
其他	-5,820	-6,977	-5,774	-7,417	-7,289	-7,975
筹资活动现金净流	12,139	232	-1,864	-3,861	29,732	35,493
现金净流量	4,396	2,966	4,381	635	1,653	1,324

资产负债表 (人民币百万元)

	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
货币资金	27,401	30,518	35,744	34,296	37,040	41,099
应收款项	72,762	80,544	85,324	95,031	102,582	113,943
存货	34,460	36,623	38,944	37,941	40,863	45,286
其他流动资产	14,890	14,749	11,811	12,556	12,857	13,312
流动资产	149,513	162,434	171,823	179,824	193,342	213,639
%总资产	75.5%	76.6%	77.7%	78.9%	79.7%	81.0%
长期投资	11,936	11,145	10,588	10,588	10,588	10,588
固定资产	14,454	15,858	17,193	18,108	19,168	20,083
%总资产	7.3%	7.5%	7.8%	7.9%	7.9%	7.6%
无形资产	18,385	18,229	17,513	17,498	17,563	17,618
非流动资产	48,622	49,539	49,386	48,076	49,108	49,988
%总资产	24.5%	23.4%	22.3%	21.1%	20.3%	19.0%
资产总计	198,135	211,973	221,209	227,900	242,450	263,628
短期借款	31,000	38,524	38,906	31,283	39,936	44,310
应付款项	68,040	72,582	76,280	82,399	88,809	98,437
其他流动负债	11,651	11,266	10,852	10,248	10,600	11,160
流动负债	110,691	122,372	126,038	123,930	139,344	153,907
长期贷款	6,260	5,786	8,331	8,331	8,331	8,331
其他长期负债	3,182	3,488	3,097	5,928	3,581	3,384
负债	120,132	131,646	137,467	138,190	151,256	165,623
普通股股东权益	67,063	68,524	71,676	71,693	71,706	72,294
其中：股本	3,698	3,703	3,708	3,708	3,708	3,708
未分配利润	32,480	33,822	36,547	36,565	36,577	37,165
少数股东权益	10,939	11,802	12,067	13,424	14,849	16,345
负债股东权益合计	198,135	211,973	221,209	227,900	242,450	263,628

比率分析

	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
每股指标						
每股收益	1.519	1.017	1.228	1.365	1.533	1.848
每股净资产	18.137	18.504	19.330	19.333	19.336	19.495
每股经营现金净流	1.283	1.413	1.572	1.452	1.076	0.553
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	8%	5%	6%	7%	8%	9%
总资产收益率	2%	2%	2%	2%	2%	3%
投入资本收益率	6%	5%	5%	6%	6%	7%
增长率						
主营业务收入增长率	7%	12%	6%	7%	8%	11%
EBIT 增长率	13%	5%	3%	22%	6%	16%
净利润增长率	10%	-33%	21%	11%	12%	21%
总资产增长率	21%	7%	4%	3%	6%	9%
资产管理能力						
应收账款周转天数	102.8	97.9	100.8	108.8	108.8	108.8
存货周转天数	50.4	56.7	56.4	53.0	53.0	53.0
应付账款周转天数	74.9	74.5	73.2	78.6	78.6	78.6
固定资产周转天数	31.5	17.2	19.9	19.4	18.9	17.6
偿债能力						
净负债/股东权益	0%	5%	3%	4%	3%	3%
EBIT 利息保障倍数	6.4	5.9	6.1	6.3	8.1	8.5
资产负债率	61%	62%	62%	62%	64%	65%

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	0	1	1	11	27
增持	0	2	3	5	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	0.00	1.67	1.75	1.31	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。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、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