

证券研究报告**公司研究****公司点评报告**

上海医药(601607)

投资评级

上次评级

唐爱金 医药行业首席分析师
执业编号: S1500523080002
邮箱: tangaijin@cindasc.com

章钟涛 医药行业分析师
执业编号: S1500524030003
邮箱: zhangzhongtao@cindasc.com

相关研究:

24H1 商业业务逆势增长, 新药&中药有望带来第二增长动力

2024Q1 医药商业营收增长 8%, 商业创新业务表现亮眼

信达证券股份有限公司

CINDA SECURITIES CO., LTD

北京市西城区宣武门西大街甲 127 号金隅大厦 B 座

邮编: 100031

24 年创新业务表现亮眼, 积极推动并购+出海业务

2025 年 03 月 30 日

事件: 公司发布 2024 年年度报告, 2024 年公司实现营业收入 2752.51 亿元 (yoy+5.75%), 实现归母净利润 45.53 亿元 (yoy+20.82%), 扣非归母净利润 40.65 亿元 (yoy+13.04%)。2024Q4 单季度公司实现营业收入 656.22 亿元 (yoy+4.52%), 实现归母净利润 4.98 亿元 (去年同期为-0.29 亿元), 扣除非归母净利润 3.79 亿元 (yoy+29.74%)。

点评:

- **商业创新业务表现亮眼, 工业板块利润贡献增长约 4%:** ①在商业业务方面, 24 年医药商业实现销售收入 2515.20 亿元 (yoy+7.47%), 商业板块贡献利润 33.85 亿元 (yoy+1.05%)。24 年公司创新业务表现亮眼, 其中医药商业创新药板块实现销售 305 亿元 (yoy+29.7%), CSO 业务服务规模达 80 亿元 (yoy+177%), 器械大健康业务销售 442 亿元 (yoy+10.5%)。②在工业业务方面, 24 年工业业务实现销售收入 237.31 亿元 (yoy-9.62%), 工业板块贡献利润 21.93 亿元 (yoy+3.95%)。其中, 24 年中药板块实现收入 95.71 亿元。同时, 24 年工业销售收入过亿产品数量 44 个, 其中过 10 亿产品数量 2 个; 60 个重点品种销售收入 137.32 亿元 (yoy+1.43%)。
- **全面布局“创新药+仿制药+中药”, 积极推动“并购+出海”:** ①在**新药管线布局方面**, 截至 24 年末公司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。②**“仿制药一致性评价+中药循证医学”两手抓**。截至 24 年末公司共计 15 个品种 (16 个品规) 获批通过质量和疗效一致性评价, 过评产品累计增加到 74 个品种 (103 个品规), 位居行业前列。此外, 公司持续推进中药大品种的循证医学研究, 如养心氏片 HEARTRIP 研究论文在国际权威学术期刊《植物医学》刊出, 瘀血痹胶囊治疗慢性肌肉骨骼疼痛真实世界研究已完成全部 2000 例病例入组, 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。③**加大投资并购, 开拓国际业务**。24 年 12 月公司正式签署收购和黄药业 10% 股权的交易协议。同时, 公司 24 年海外收入达 39.67 亿元 (yoy+24.53%), 24 年公司新增海外产品注册申请 18 个。上药泰国公司完成首年度销售目标; 上药菲律宾公司完成公司设立, 加快实体化运营; 上药阿联酋公司完成注册, 启动药品注册工作。
- **盈利预测:** 我们预计公司 2025-2027 年营业收入分别为 2885.68 亿元、3065.74 亿元、3263.46 亿元, 同比增速分别约为 5%、6%、6%, 实现归母净利润分别为 49.16 亿元、53.83 亿元、58.91 亿元, 同比分别增长约 8%、10%、9%, 对应当前股价 PE 分别为 14 倍、13 倍、12 倍。
- **风险因素:** 应收账款回收不及时, 融资利率上行, 市场竞争加剧, 工业新品上市进度不及预期, 集采降价超预期, 联营企业业绩不及预期。

重要财务指标	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入(百万元)	260,295	275,251	288,568	306,574	326,346
增长率 YoY %	12.2%	5.7%	4.8%	6.2%	6.4%
归属母公司净利润 (百万元)	3,768	4,553	4,916	5,383	5,890
增长率 YoY%	-32.9%	20.8%	8.0%	9.5%	9.4%
毛利率%	12.0%	11.1%	11.1%	11.0%	10.9%
净资产收益率ROE%	5.5%	6.4%	6.5%	6.8%	7.1%
EPS(摊薄)(元)	1.02	1.23	1.33	1.45	1.59
市盈率 P/E(倍)	18.81	15.57	14.41	13.16	12.03
市净率 P/B(倍)	1.03	0.99	0.94	0.90	0.85

资料来源: wind, 信达证券研发中心预测; 股价为 2025 年 3 月 28 日收盘价

资产负债表					
单位:百万元					
会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	162,434	171,823	181,324	192,418	205,408
货币资金	30,518	35,744	42,552	45,994	50,538
应收票据	1,909	1,122	1,202	1,277	1,360
应收账款	72,934	79,129	79,958	84,760	90,052
预付账款	3,190	1,947	2,053	2,183	2,325
存货	36,623	38,944	40,188	42,302	44,668
其他	17,260	14,936	15,370	15,902	16,465
非流动资产	49,539	49,386	48,532	47,915	46,828
长期股权投资	8,352	8,067	8,067	8,067	8,067
固定资产(合计)	12,155	14,911	15,229	15,288	15,109
无形资产	6,051	5,617	5,310	4,997	4,679
其他	22,981	20,791	19,927	19,563	18,974
资产总计	211,973	221,209	229,857	240,333	252,236
流动负债	122,372	126,038	129,530	134,786	140,566
短期借款	35,560	38,064	38,064	38,064	38,064
应付票据	6,717	9,241	9,268	9,853	10,495
应付账款	47,915	50,242	52,759	56,087	59,742
其他	32,179	28,491	29,439	30,782	32,264
非流动负债	9,275	11,429	11,679	11,529	11,779
长期借款	5,786	8,331	8,331	8,331	8,331
其他	3,488	3,097	3,347	3,197	3,447
负债合计	131,646	137,467	141,208	146,315	152,344
少数股东权益	11,802	12,067	13,535	15,143	16,902
归属母公司股东权益	68,524	71,676	75,113	78,874	82,989
负债和股东权益	211,973	221,209	229,857	240,333	252,236

重要财务指标					
单位:百万元					
会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入	260,295	275,251	288,568	306,574	326,346
同比(%)	12.2%	5.7%	4.8%	6.2%	6.4%
归属母公司净利润	3,768	4,553	4,916	5,383	5,890
同比(%)	-32.9%	20.8%	8.0%	9.5%	9.4%
毛利率(%)	12.0%	11.1%	11.1%	11.0%	10.9%
ROE%	5.5%	6.4%	6.5%	6.8%	7.1%
EPS(摊薄)(元)	1.02	1.23	1.33	1.45	1.59
P/E	18.81	15.57	14.41	13.16	12.03
P/B	6.81	7.60	5.81	5.09	4.50

利润表					
单位:百万元					
会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入	260,295	275,251	288,568	306,574	326,346
营业成本	228,967	244,619	256,663	272,857	290,638
营业税金及附加	738	778	808	858	914
销售费用	13,902	12,714	12,697	13,183	13,707
管理费用	5,712	5,690	5,887	6,193	6,527
研发费用	2,204	2,394	2,482	2,637	2,807
财务费用	1,486	1,481	1,515	1,563	1,638
减值损失合计	-561	-614	-517	-517	-517
投资净收益	-68	380	421	481	547
其他	1,010	800	500	500	500
营业利润	7,667	8,141	8,920	9,748	10,646
营业外收支	-613	-121	-200	-200	-200
利润总额	7,054	8,020	8,720	9,548	10,446
所得税	1,888	2,150	2,335	2,557	2,798
净利润	5,167	5,870	6,385	6,991	7,649
少数股东损益	1,399	1,317	1,468	1,608	1,759
归属母公司净利润	3,768	4,553	4,916	5,383	5,890
EBITDA	11,355	11,934	13,283	14,473	15,415
EPS(当年)(元)	1.02	1.23	1.33	1.45	1.59

现金流量表					
单位:百万元					
会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	5,232	5,827	11,628	9,297	9,589
净利润	5,167	5,870	6,385	6,991	7,649
折旧摊销	2,379	2,610	3,048	3,361	3,331
财务费用	1,863	1,837	1,551	1,554	1,556
投资损失	-176	-593	-421	-481	-547
营运资金变动	-4,151	-4,236	248	-2,945	-3,216
其它	149	339	817	817	817
投资活动现金流	-2,492	416	-2,040	-2,530	-1,964
资本支出	-2,791	-2,156	-1,997	-2,547	-2,047
长期投资	-855	1,790	-234	-234	-234
其他	1,154	782	191	251	317
筹资活动现金流	232	-1,864	-2,782	-3,326	-3,081
吸收投资	354	86	0	0	0
借款	7,336	5,049	0	0	0
支付利息或股息	2,966	4,381	6,808	3,442	4,544

研究团队简介

唐爱金，医药首席分析师，浙江大学硕士，曾就职于东阳光药先后任研发工程师及营销市场专员，具备优异的药物化学专业背景和医药市场经营运作经验，曾经就职于广证恒生和方正证券研究所负责医药团队卖方业务工作超 9 年。

贺鑫，医药分析师，医疗健康研究组长，北京大学汇丰商学院硕士，上海交通大学工学学士，5 年医药行业研究经验，2024 年加入信达证券，主要覆盖医疗服务、CXO、生命科学上游、中药等细分领域。

曹佳琳，医药分析师，中山大学岭南学院数量经济学硕士，3 年医药生物行业研究经历，曾任职于方正证券，2023 年加入信达证券，负责医疗器械设备、体外诊断、ICL 等领域的研究工作。

章钟涛，医药分析师，暨南大学国际投融资硕士，超 2 年医药生物行业研究经历，CPA(专业阶段)，曾任职于方正证券，2023 年加入信达证券，主要覆盖中药、医药商业&药店、疫苗。

赵丹，医药分析师，北京大学生物医学工程硕士，2 年创新药行业研究经历，2024 年加入信达证券。主要覆盖创新药。

分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

免责声明

信达证券股份有限公司（以下简称“信达证券”）具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，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出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

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，也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考，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或向人做出邀请。

在法律允许的情况下，信达证券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并进行交易，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

评级说明

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数：沪深 300 指数（以下简称基准）； 时间段：报告发布之日起 6 个月内。	买入 ：股价相对强于基准 15% 以上；	看好 ：行业指数超越基准；
	增持 ：股价相对强于基准 5%~15%；	中性 ：行业指数与基准基本持平；
	持有 ：股价相对基准波动在±5% 之间；	看淡 ：行业指数弱于基准。
	卖出 ：股价相对弱于基准 5% 以下。	

风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券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，投资者需自行承担风险。