

创新业务加速贡献， 工业板块经营向好

核心观点

3月27日，公司发布2024年年度业绩报告，实现营业收入2752.51亿元，同比增长5.75%，实现归母净利润45.53亿元，同比增长20.82%，实现扣非后归母净利润40.65亿元，同比增长13.04%，利润端略低于我们预期。展望2025年，公司传统分销业务有望随着需求释放稳步增长，CSO、进口总代、器械大健康等创新业务加速放量，分销业务整体有望实现稳健增长；工业板块大单品持续放量，营销改革及降本增效稳步推进，盈利能力持续提升，叠加国企改革持续推进，期待公司业绩稳步增长。

事件

公司发布2024年年度业绩报告，利润端略低于我们预期

3月27日，公司发布2024年年度业绩报告，实现营业收入2752.51亿元，同比增长5.75%，实现归母净利润45.53亿元，同比增长20.82%，实现扣非后归母净利润40.65亿元，同比增长13.04%，利润端略低于我们预期。

公司拟向全体股东每10股派发现金红利2.90元（含税）。

简评

创新业务加速贡献，工业板块经营向好

2024年，公司收入端增长5.75%，主要由于商业板块创新业务加速增长，带动商业板块稳健增长7.47%为2515.2亿元，其中创新药销售收入同比增长29.7%为305亿元，CSO收入同比增长177%为80亿元，器械大健康收入同比增长10.5%为442亿元。

重要财务指标

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	260295	275251	296804	319988	345503
YOY(%)	12.2	5.7	7.8	7.8	8.0
净利润(百万元)	3768	4553	5012	5522	6088
YOY(%)	-32.9	20.8	10.1	10.2	10.2
毛利率(%)	12.0	11.1	11.3	11.4	11.4
净利率(%)	2.0	2.1	2.2	2.2	2.3
ROE(%)	5.5	6.4	6.6	6.9	7.2
EPS(摊薄/元)	1.02	1.23	1.35	1.49	1.64
P/E(倍)	18.8	15.6	14.1	12.8	11.6
P/B(倍)	1.1	1.0	0.9	0.9	0.8

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

010-56135323

SAC 编号:S1440517050001

SFC 编号:ASZ591

刘若飞

liuruofei@csc.com.cn

010-56135328

SAC 编号:S1440519080003

SFC 编号:BVX723

袁全

yuanquan@csc.com.cn

010-56135332

SAC 编号:S1440523070006

发布日期：2025年3月31日

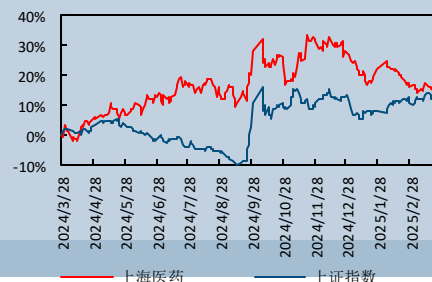
当前股价：19.11元

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
0.05/0.24	-7.13/-6.41	14.24/2.94
12月最高/最低价(元)		22.07/16.72
总股本(万股)		370,836.18
流通A股(万股)		193,658.07
总市值(亿元)		640.59
流通市值(亿元)		376.08
近3月日均成交量(万)		1039.45
主要股东		
HKSCC NOMINEES LIMITED		24.76%

股价表现



归母净利润同比增长 20.82%，扣非归母净利润同比增长 13.04%，增速快于收入端，主要由于：1）上年同期利润端基数较低；2）工业板块持续推进营销改革等降本增效措施，带动整体销售费用率下降 0.72 个百分点为 4.62%；3）持续推进降本增效，管理费用率下降 0.12 个百分点为 2.07%。利润端低于我们预期主要由于：1）公司 24 年对器械板块部分子公司计提商誉减值损失 1.38 亿元，对上药康丽（常州）药业计提商誉减值损失 0.90 亿元，23 年商誉减值损失合计为 0；2）公司 24 年计提使用权资产减值损失 8345 万元，23 年使用权资产减值损失为 0。

2024 年第四季度，公司收入端增长 4.52% 为 656.22 亿元，归母净利润同比增长 1832.12% 为 4.98 亿元，扣非归母净利润同比增长 29.74% 为 3.79 亿元，增速快于收入端，主要由于上年同期利润端基数较低。

工业板块：营销改革持续推进，创新研发成果显著

营销改革持续推进，大单品稳定放量。2024 年，公司医药工业销售收入为 237.31 亿元，同比下降 9.62%，主要由于部分工业品种降价影响，但单四季度降幅明显缩窄，贡献利润 21.93 亿元，同比增长 3.95%，利润端表现明显优于收入端，主要由于公司持续推进营销改革，销售费用端持续节降。2024 年，公司继续开展研发工作，全年研发投入 28.18 亿元，其中研发费用 23.94 亿元，同比增长 8.64%。产品方面，2024 年，公司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，同比增长 1.43%。

研发架构完善，内外同步优化。1）发挥“链主”作用，加快构建开源创新生态圈。2024 年，公司上海医药依托上海前沿打造创设“一张桌”机制，加快聚合“产学研医资”等资源，促进创新链、产业链、资金链、人才链深度融合。2）达成多方战略合作，细胞治疗产业化布局有序推进。公司持续推动上海康健生细胞技术有限公司的组建工作，加快细胞治疗产业化布局，与多机构携手推进细胞治疗产品的创新研发与产业化。3）优化研发组织架构。2024 年，公司内部则稳妥推进研发管理组织架构调整，推进专业化分工、扁平化运行。我们认为，公司持续优化内部研发机制，获取外部资源协同，研发效率及研发实力有望快速提升。

创新研发成果显著，多领域共同发力。1）聚焦重点领域，持续优化管线布局。2024 年，公司新设产品规划部，持续完善产品规划，优化研发项目流程，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。截至 24 年底，公司在研新药管线 54 项，其中创新药 40 项，改良型新药 14 项，全年共计 15 个品种获批通过质量和疗效一致性评价。2）中药板块守正创新，持续推进大品种放量。2024 年，公司中药板块收入 95.71 亿元，同时公司积极推进养心氏片、瘀血痹胶囊、冠心宁片、八宝丹、胃富春胶囊及银杏酮酯二次开发，成效显著。3）罕见病药物加速研发。截止 24 年底，公司在罕见病治疗领域已有 51 个在产品种，覆盖 67 个适应症。4）整合分散资源，构建 BD 体系。2024 年，整合了业务发展部（BD 部），重新明确 BD 定位，整合分散的 BD 资源，后续有望加速引进项目。我们认为，公司中药业务有望呈现稳健增长趋势，叠加在研产品陆续贡献额外增量，有望驱动工业板块收入及盈利能力长期稳步提升。

加大投资并购，积极开拓国际业务。2024 年 12 月，公司积极开展工业并购及合资合作，加大项目筛选储备，正式签署了收购和黄药业 10% 股权的交易协议。股权比例由 50% 提升至 60%，实现并表。同时，公司有望依托业务资源的协同整合，赋能现有中药品种，进一步提升其在循证医学、学术推广及国际化方面的能力。此外，公司依托香港总部和上药香港中药发展专班，推动落实一批中成药在港注册和上市的相关工作，同步完成东南亚与中东地区多国的业务布局，实现多治疗领域的产品注册销售落地，2024 年，公司海外销售收入实现 39.67 亿元，同比增长 24.53%。我们认为，通过外延项目并表以及国际化项目落地，有望为公司带来更多业绩增量，进而提升公司长期业绩增长中枢。

商业板块：创新业务加速增长，盈利能力稳步提升

2024 年，公司商业板块收入同比增长 7.47% 达到 2515.20 亿元，贡献利润 33.85 亿元，同比增长 1.05%，贡献利润率下降主要由于传统分销业务产品结构变化，部分高毛利品种销售减少。2024 年，公司在完成南北整合的基础上，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。

积极发展多元创新业务，持续贡献额外增量。1) **持续稳固创新药进口服务优势：**2024 年，公司成功引入总代进口品种 25 个，医药商业创新药板块实现销售 305 亿元，同比增幅 29.7%；2) **CSO 服务体系完善，规模稳步放量：**2024 年，公司以“赛诺菲一号工程”项目为主导，搭建全国一体的商业营销体系，全年 CSO 业务实现销售金额 80 亿元，同比增幅达 177%；3) **器械大健康业务快速增长：**公司进一步拓展器械 SPD 战略功能，全年销售增长 10.5% 为 442 亿元；4) **“互联网+”提供新零售价值链方案：**公司推动上药云健康作为上海医药旗下处方药新零售“互联网+”平台的发展，加快院边药房、专业药房布局，打造“商业保险+专业药房”的创新药新零售模式，此外，公司依托镁信健康商业保险创新先发优势，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。我们认为，公司商业板块持续推进结构优化，创新业务盈利能力及增长表现相对较好，有望驱动商业板块高质量发展。

主营业务稳步向好，看好 25 年业绩稳健增长

展望 25 年，我们认为，院内用药需求或将稳步释放，公司院内分销业务收入有望呈现稳健增长趋势，叠加 CSO、进口总代、器械大健康、新零售板块等创新业务稳步放量，商业板块收入增速及盈利能力有望持续优化。工业板块方面，公司研发、销售、生产体系持续优化，大品种战略稳步推进，中药板块有望呈现稳健增长趋势，创新药业务或将贡献额外增量，费用端仍有下降空间。此外，公司商业板块南北融合已经完成，降本增效成果或将逐步体现，主营业务持续向好，期待公司业绩稳健增长。

产品降价影响毛利率，控费效果显著

2024 年，公司综合毛利率为 11.13%，同比下降 0.91 个百分点，主要由于公司部分高毛利品种降价及商业板块品种结构调整影响。销售费用率为 4.62%，同比减少 0.72 个百分点，主要由于公司持续推进营销改革；管理费用率为 2.07%，同比下降 0.12 个百分点，控费效果明显；财务费用率为 0.54%，同比下降 0.03 个百分点，控费效果明显。经营活动产生的现金流量净额同比增长 11.39 为 58.27 亿元；应收账款周转天数同比增加 2.84 天为 99.44 天，基本保持稳定；存货周转天数为 55.61 天，同比下降 0.27 天，基本保持稳定；应付账款周转天数同比下降 1.29 天为 72.23 天，基本保持稳定。其余指标基本正常。

盈利预测及投资评级

我们预计公司 2025 - 2027 年实现营业收入分别为 2968.04 亿元、3199.88 亿元和 3455.03 亿元，分别同比增长 7.8%、7.8% 和 8.0%，归母净利润分别为 50.12 亿元、55.22 亿元和 60.88 亿元，分别同比增长 10.1%、10.2% 和 10.2%，折合 EPS 分别为 1.35 元/股、1.49 元/股和 1.64 元/股，对应 PE 为 14.1X、12.8X、11.6X。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。

5) 政策风险: 医药行业属于高监管行业, 倘若出现较为严苛的政策, 可能对公司经营造成不利影响。

6) 上海医药公告, 下属公司信谊联合因违反《反垄断法》被上海市市场监督管理局处罚, 上海市市场监督管理局决定责令信谊联合立即停止违法行为, 没收违法所得人民币 115,471,142.40 元; 对信谊联合处 2023 年销售额 10% 的罚款并减轻 80% 的罚款, 减轻后, 实际处罚款人民币 50,335,849.29 元, 以上罚没款合计人民币 165,806,991.69 元。信谊联合已主动整改并配合调查, 公司采取健全制度、强化合规机制等措施, 确保未来合规经营。

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、原料药、基因测序、CRO 等细分领域。

2024 年、2023 年、2022 年、2021 年新财富最佳分析师评选医药生物行业第二名、第三名、第四名、第五名团队核心成员。

袁全

中信建投证券医药分析师，耶鲁大学医疗管理硕士，曾就职于瑞士信贷香港投行部，2021 年加入中信建投证券研究发展部，主要负责全球视野研究、中药、医美板块。

研究助理

沈兴熙

shenxingxi@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
朝阳区景辉街 16 号院 1 号楼 18 层
电话：（8610）56135088
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 2103 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