

上海医药(601607)

报告日期: 2025 年 04 月 01 日

经营质量持续提升，看好创新持续兑现

——上海医药 2024 年报点评报告

投资要点

□ 业绩：收入增长优于行业，利润平稳修复

2024A: 实现收入 2752.51 亿元，YOY 5.75%；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%；净利润拆分来看，工业板块贡献利润 21.93 亿元，YOY 3.95%；商业板块贡献利润 33.85 亿元，YOY 1.05%；主要参股企业贡献利润 4.70 亿元，YOY -12.98%。

2024Q4: 实现收入 656.22 亿元，YOY+4.52%；归母净利润 4.98 亿元，同比大幅扭亏；扣非归母净利润 3.79 亿元，YOY+29.74%。

□ 成长性：行业重构之下，看好创新业务、产品持续兑现

商业端：创新业务拓展全面领先

2024 年公司商业端实现收入 2515.20 亿元，YOY+7.47%。2024 年公司在创新分销业务方面取得亮眼成绩，这也是 2024 年公司商业板块能够跑赢行业的主要原因。2024 年公司创新药分销实现销售收入 305 亿元，同比增长 29.7%，新增进口总代品规 25 个，涵盖 20 家企业；CSO 业务服务规模高达 80 亿元，同比增长 177%，合约销售产品数量达到 65 个；器械大健康业务实现销售收入 442 亿元，同比增长 10.5%。我们认为 2025 年创新分销业务依然是商业端的胜负手，且在集采提质扩面以及公立医院深化改革背景下，传统药品分销业务或持续承压，而公司稀缺的合规销售及全国院端准入能力将持续凸显，支撑创新分销业务高增持续。

工业端：体系优化完成，存量调整增量可期

2024 年公司工业端实现收入 237.31 亿元，YOY-9.62%。季度变化趋势来看，2024Q4 公司单季度工业收入已接近同比持平，2024Q2 以来公司工业板块单季度收入降幅持续缩窄。存量化药方面，我们认为随着部分大品种主动降价以及集采影响的出清，2026 年后存量化药增长确定性边际提升。中药方面，随着 2025 年上海和黄的并表及其营销团队为公司中药板块在院内循证医学及院外市场拓展的赋能，看好公司中药大品种、大品牌资源的持续释放。创新药方面，从 2024 年公司披露的临床管线数量的变化来看，我们认为截至 2024 年底公司的临床阶段管线调整已经阶段性完成，2025 年将是公司自研创新药商业化的元年，在公司独特的工商一体化赋能下，我们看好已经获批的 X842 以及即将获批的 SPH3127 片商业化超预期；展望来看，2024 年公司完成了研发组织架构调整、开启了以上海前沿为代表的研发生态建设、布局了细胞治疗等新领域，同时也完成了销售体系的大规模调整，我们看好公司利用自身资源禀赋以及商业化优势，加速实现创新转型与价值重估。

□ 盈利能力：看好结构改善带来毛利提升，销售、研发费用或保持合理增长

2024 年公司毛利率为 11.13%，YOY-0.91pct，毛利额为 306.32 亿元，同比下滑 2.22%。公司毛利水平下降一方面和收入结构中工业占比下降有关，另一方面和分销业务毛利率同比下降 0.37pct 有关。展望来看，我们预计在创新分销业务的占比提升下，公司商业端毛利水平或能维持，同时工业端收入占比回升或能带动公司整体毛利水平在 2025 年实现回升。费用端来看，在销售体系优化叠加环境影响下，2024 年公司销售费用大幅优化，其中工业板块销售费用率已经下降至 28.7%，随着创新产品陆续进入商业化阶段，我们预计 2025 年后公司销售费用水平或回升；研发费用端，2024 年公司工业板块研发费用率为 10.1%，研发费用绝对值同比增长 8.64%，我们认为在研发组织架构完成调整后，公司的创新转型战略进一步明确，研发费用率或维持当前水平。

□ 经营质量：现金流优化趋势延续，账期管控能力优于行业

投资评级：买入(维持)

分析师：孙建

执业证书号：S1230520080006
02180105933
sunjian@stocke.com.cn

分析师：王帅

执业证书号：S1230523060003
wangshuai1@stocke.com.cn

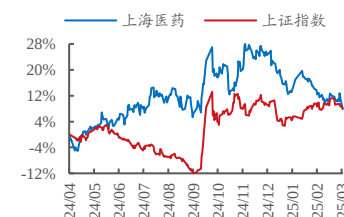
分析师：胡隽扬

执业证书号：S1230524090005
hujunyang@stocke.com.cn

基本数据

收盘价	¥ 18.55
总市值(百万元)	68,790.11
总股本(百万股)	3,708.36

股票走势图



相关报告

- 《创新底色，龙头起航》
2025.01.23
- 《商业稳健增长，工业新生态启航》
2024.11.04
- 《逆势增长，创新兑现》
2024.08.29

2024 年公司实现经营性净现金流 58.27 亿元，同比增长 11.39%，延续改善趋势。账期角度来看，2024 年公司应收账款周转天数为 99.4 天，同比增长约 3 天，在行业回款整体承压背景下，依然保持优于行业的账期管控水平。

□ 盈利预测与估值

考虑到院端回款承压趋势以及工业存量产品调整超过我们此前预期，我们调整此前 2025-2026 年收入增速预测 11.37%/9.78%至 4.93%/7.44%，调整归母净利润增速预测 13.29%/12.19%至 9.28%/10.09%。我们预测公司 2025-2027 年 EPS 为 1.34/1.48/1.62 元/股，2025 年 4 月 1 日现价对应 2025 年 PE 为 14 倍，维持买入评级。

□ 风险提示

院端回款持续恶化风险、创新研发不及预期风险、存量大品种集采风险。

财务摘要

(百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	275251	288826	310305	332071
(+/-) (%)	5.75%	4.93%	7.44%	7.01%
归母净利润	4553	4975	5477	6023
(+/-) (%)	20.82%	9.28%	10.09%	9.97%
每股收益(元)	1.23	1.34	1.48	1.62
P/E	15.11	13.83	12.56	11.42

资料来源：浙商证券研究所

表附录：三大报表预测值

资产负债表

(百万元)	2024	2025E	2026E	2027E
流动资产	171823	170098	184200	200687
现金	35744	30000	36426	45485
交易性金融资产	8633	8000	8000	8000
应收账款	80251	83122	86651	91486
其它应收款	3013	2888	3103	3321
预付账款	1947	2040	2190	2344
存货	38944	40756	44539	46761
其他	3291	3291	3291	3291
非流动资产	49386	48034	46937	44959
金融资产类	0	0	0	0
长期投资	8067	8067	8067	8067
固定资产	14911	14337	14320	13481
无形资产	5617	5084	4437	3765
在建工程	2149	1799	1519	1295
其他	18642	18748	18594	18351
资产总计	221209	218132	231137	245646
流动负债	126038	124001	128981	136770
短期借款	38064	34670	35000	38000
应付款项	59483	60927	65407	70012
预收账款	0	0	0	0
其他	28491	28404	28573	28758
非流动负债	11429	10426	11429	10428
长期借款	8331	7331	8331	7331
其他	3097	3095	3098	3096
负债合计	137467	134427	140410	147198
少数股东权益	12067	13470	15015	16713
归属母公司股东权	71676	70236	75712	81735
负债和股东权益	221209	218132	231137	245646

现金流量表

(百万元)	2024	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	5827	6656	7687	8936
净利润	5870	6378	7022	7721
折旧摊销	1889	1907	1980	2051
财务费用	1481	1646	1814	1831
投资损失	(380)	(200)	(200)	(200)
营运资金变动	(841)	(1612)	272	(955)
其它	(2191)	(1463)	(3202)	(1512)
投资活动现金流	416	309	(819)	(103)
资本支出	(1335)	(400)	(1100)	(400)
长期投资	234	0	0	0
其他	1517	709	281	297
筹资活动现金流	(1864)	(12709)	(442)	225
短期借款	2504	(3394)	330	3000
长期借款	2545	(1000)	1000	(1000)
其他	(6913)	(8315)	(1772)	(1775)
现金净增加额	4379	(5744)	6426	9058

利润表

(百万元)	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入	275251	288826	310305	332071
营业成本	244619	256236	275078	294443
营业税金及附加	778	842	887	952
营业费用	12714	13459	14524	15526
管理费用	5690	5950	6330	6641
研发费用	2394	2474	2645	2764
财务费用	1481	1646	1814	1831
资产减值损失	841	692	624	658
公允价值变动损益	204	200	200	200
投资净收益	380	200	200	200
其他经营收益	822	800	800	850
营业利润	8141	8728	9603	10505
营业外收支	(121)	(50)	(50)	0
利润总额	8020	8678	9553	10505
所得税	2150	2300	2532	2784
净利润	5870	6378	7022	7721
少数股东损益	1317	1403	1545	1699
归属母公司净利润	4553	4975	5477	6023
EBITDA	11776	12431	13298	14287
EPS（最新摊薄）	1.23	1.34	1.48	1.62

主要财务比率

	2024	2025E	2026E	2027E
成长能力				
营业收入	5.75%	4.93%	7.44%	7.01%
营业利润	6.18%	7.21%	10.03%	9.39%
归属母公司净利润	20.82%	9.28%	10.09%	9.97%
获利能力				
毛利率	11.13%	11.28%	11.35%	11.33%
净利率	2.13%	2.21%	2.26%	2.33%
ROE	5.55%	5.94%	6.28%	6.37%
ROIC	6.00%	6.74%	6.84%	6.94%
偿债能力				
资产负债率	62.14%	61.63%	60.75%	59.92%
净负债比率	34.36%	31.87%	31.46%	31.37%
流动比率	1.36	1.37	1.43	1.47
速动比率	1.05	1.04	1.08	1.13
营运能力				
总资产周转率	1.27	1.31	1.38	1.39
应收账款周转率	3.62	3.61	3.70	3.75
应付账款周转率	4.98	5.05	5.18	5.17
每股指标(元)				
每股收益	1.23	1.34	1.48	1.62
每股经营现金	1.57	1.79	2.07	2.41
每股净资产	19.33	18.94	20.42	22.04
估值比率				
P/E	15.11	13.83	12.56	11.42
P/B	0.96	0.98	0.91	0.84
EV/EBITDA	7.30	7.14	6.41	5.59

资料来源：浙商证券研究所

股票投资评级说明

以报告日后的 6 个月内，证券相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

1. 买入：相对于沪深 300 指数表现 + 20% 以上；
2. 增持：相对于沪深 300 指数表现 + 10% ~ + 20%；
3. 中性：相对于沪深 300 指数表现 - 10% ~ + 10% 之间波动；
4. 减持：相对于沪深 300 指数表现 - 10% 以下。

行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

1. 看好：行业指数相对于沪深 300 指数表现 + 10% 以上；
2. 中性：行业指数相对于沪深 300 指数表现 - 10% ~ + 10% 以上；
3. 看淡：行业指数相对于沪深 300 指数表现 - 10% 以下。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重。

建议：投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

法律声明及风险提示

本报告由浙商证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，经营许可证编号为：Z39833000）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但浙商证券股份有限公司及其关联机构（以下统称“本公司”）对这些信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不发生任何变更。本公司没有将变更的信息和建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告仅供本公司的客户作参考之用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告仅反映报告作者的出具日的观点和判断，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，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。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本公司的交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理公司、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告版权均归本公司所有，未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、发布、传播本报告的全部或部分内容。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明本报告发布人和发布日期，并提示使用本报告的风险。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

浙商证券研究所

上海总部地址：杨高南路 729 号陆家嘴世纪金融广场 1 号楼 25 层

北京地址：北京市东城区朝阳门北大街 8 号富华大厦 E 座 4 层

深圳地址：广东省深圳市福田区广电金融中心 33 层

上海总部邮政编码：200127

上海总部电话：(8621) 80108518

上海总部传真：(8621) 80106010

浙商证券研究所：<https://www.stocke.com.cn>