



创新业务高增亮眼，费用端管控良好

——上海医药（601607）2024 年报及 2025Q1 业绩点评

■ 事件

公司发布 2024 年及 2025 年一季度业绩，2024 年实现营收 2752.51 亿元 (yoy+5.75%)，实现归母净利润 45.53 亿元 (yoy+20.82%)，实现扣非归母净利润 40.65 亿元 (yoy+13.04%)。2025Q1 实现营收 707.63 亿元 (yoy+0.87%)，实现归母净利润 13.33 亿元 (yoy-13.56%)，实现扣非归母净利润 12.63 亿元 (yoy-8.10%)。

■ 核心观点

创新业务放量助力商业板块稳健增长，工业板块承压。2024 年公司医药商业板块实现收入 2,515.20 亿元，同比增长 7.47%，预计受益于公司在完成南北整合的基础上，进一步拓展医药商业网络布局，推动管理一体化。同时，公司创新业务初显成效，其中创新药业务收入 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 业务服务规模达 80 亿元，同比大幅增长 177%，合约产品数量达到 65 个；器械及大健康业务收入 442 亿元，同比增长 10.5%；2024 年公司医药工业实现收入 237.31 亿元，同比下降 9.62%。

研发投入加码，持续优化产品管线布局。公司以满足临床需求为导向，不断加大创新投入，2024 年研发投入 28.18 亿元，费用化 23.94 亿元，同比增长 8.64%，总计开发新药管线 54 项，包括 40 项创新药（含美国 II 期临床 1 项），14 项改良型新药。罕见病领域已有 51 个在产品种，覆盖 67 个适应症，其中治疗肌萎缩侧索硬化症的 1 类新药 SRD4610 已提交 III 期临床试验申请，并获得美国 FDA 孤儿药认定。

降本增效成效现，盈利能力稳步提升。公司坚持降本增效，2024 年公司销售、管理、财务费用率分别为 4.62%、2.07%、0.54%，同比分别变动-0.72/-0.12/-0.03pct，2025 年 Q1 进一步降低至 3.9%、1.87%、0.53%，费用端改善显著。受益于此，2024 年公司销售净利率提升 0.15pct 至 2.13%。

投资并购加码，积极拓展海外业务。公司积极开展工业并购及合资合作，2024 年 12 月正式签署了收购和黄药业 10%股权的交易协议，预计本次收购，公司有望依托业务资源的协同整合，赋能现有中药品种。公司积极拓展海外市场，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，截至 2024 年年末，公司已累计完成项目申报 25 个，其中获批 1 个。此外，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。2024 年海外销售收入实现 39.67 亿元，同比增长 24.53%。

■ 投资建议

公司为医药流通行业龙头之一，通过紧密布局医药商业+医药工业板块，实现业绩双轮驱动。我们预计公司 2025-2027 年营收分别为 2,955.67/3,184.51/3,431.29 亿元，同比增速分别为+7.4%/+7.7%/+7.7%。2025-2027 年归母净利润分别为 50.02/55.20/61.04 亿元，对应的 PE 分别为 13.47/12.21/11.04 倍，维持“买入”评级。

■ 风险提示

医药行业政策变动风险、创新药研发不及预期风险、地缘政治风险、

买入(维持)

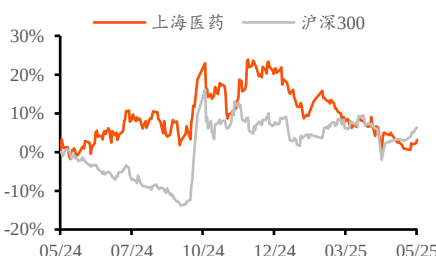
行业：医药生物
日期：2025年05月14日

分析师：彭波
E-mail: pengbo@yongxingsec.com
SAC 编号: S1760524100001
分析师：徐昕
E-mail: xuxin@yongxingsec.com
SAC 编号: S1760523100002

基本数据

05 月 13 日收盘价(元)	18.36
12mthA 股价格区间(元)	17.28-23.20
总股本(百万股)	3,708.36
无限售 A 股/总股本	75.21%
流通市值(亿元)	512.10

最近一年股票与沪深 300 比较



资料来源：Wind，甬兴证券研究所

相关报告：

《全国医药流通龙头，工商业一体化发展》

——2025 年 01 月 17 日

商誉减值风险

■ 盈利预测与估值

单位：百万元	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	275,251	295,567	318,451	343,129
年增长率 (%)	5.7%	7.4%	7.7%	7.7%
归属于母公司的净利润	4,553	5,002	5,520	6,104
年增长率 (%)	20.8%	9.9%	10.4%	10.6%
每股收益 (元)	1.23	1.35	1.49	1.65
市盈率 (X)	17.07	13.47	12.21	11.04
净资产收益率 (%)	6.4%	6.6%	7.0%	7.3%

资料来源：Wind，甬兴证券研究所（2025 年 05 月 08 日收盘价）

资产负债表 单位：百万元

至 12 月 31 日	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	162,434	171,823	188,872	203,578	220,756
货币资金	30,518	35,744	39,447	43,303	48,826
应收及预付	78,033	82,199	91,365	98,333	105,842
存货	36,623	38,944	42,476	45,829	49,449
其他流动资产	17,260	14,936	15,583	16,112	16,639
非流动资产	49,539	49,386	49,887	50,210	48,890
长期股权投资	8,352	8,067	7,967	7,907	7,867
固定资产	12,155	14,911	15,138	15,368	15,466
在建工程	3,570	2,149	2,356	2,562	2,768
无形资产	6,051	5,617	5,227	4,835	4,442
其他长期资产	19,411	18,642	19,200	19,538	18,348
资产总计	211,973	221,209	238,759	253,788	269,646
流动负债	122,372	126,038	137,238	144,622	152,552
短期借款	35,560	38,064	39,064	40,064	41,064
应付及预收	54,632	59,483	63,714	68,744	74,173
其他流动负债	32,179	28,491	34,460	35,814	37,316
非流动负债	9,275	11,429	11,805	14,037	15,978
长期借款	5,786	8,331	9,831	11,331	12,731
应付债券	0	0	0	0	0
其他非流动负债	3,488	3,097	1,974	2,706	3,247
负债合计	131,646	137,467	149,044	158,659	168,530
股本	3,703	3,708	3,708	3,708	3,708
资本公积	29,188	29,648	29,648	29,648	29,648
留存收益	36,129	38,854	42,353	46,209	50,474
归属母公司股东权益	68,524	71,676	75,459	79,315	83,580
少数股东权益	11,802	12,067	14,257	15,814	17,536
负债和股东权益	211,973	221,209	238,759	253,788	269,646

利润表 单位：百万元

至 12 月 31 日	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	260,295	275,251	295,567	318,451	343,129
营业成本	228,967	244,619	263,643	284,456	306,922
营业税金及附加	738	778	828	796	686
销售费用	13,902	12,714	13,153	13,693	14,343
管理费用	5,712	5,690	5,911	6,369	6,863
研发费用	2,204	2,394	2,512	2,707	2,917
财务费用	1,486	1,481	1,611	1,750	1,762
资产减值损失	-561	-614	-612	-624	-649
公允价值变动收益	405	204	0	0	0
投资净收益	-68	380	421	463	502
营业利润	7,667	8,141	8,426	9,288	10,284
营业外收支	-613	-121	-98	-98	-120
利润总额	7,054	8,020	8,328	9,190	10,164
所得税	1,888	2,150	1,915	2,114	2,338
净利润	5,167	5,870	6,413	7,077	7,826
少数股东损益	1,399	1,317	1,411	1,557	1,722
归属母公司净利润	3,768	4,553	5,002	5,520	6,104
EBITDA	11,355	11,934	12,688	14,147	15,255
EPS (元)	1.02	1.23	1.35	1.49	1.65

资料来源：Wind，甬兴证券研究所

现金流量表 单位：百万元

至 12 月 31 日	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	5,232	5,827	5,333	8,426	9,150
净利润	5,167	5,870	6,413	7,077	7,826
折旧摊销	2,379	2,610	2,749	3,207	3,330
营运资金变动	-4,151	-4,236	-6,716	-4,508	-4,801
其它	1,836	1,583	2,887	2,651	2,795
投资活动现金流	-2,492	416	-2,706	-3,112	-1,730
资本支出	-2,791	-2,156	-2,761	-3,204	-1,819
投资变动	-855	1,790	-211	-181	-161
其他	1,154	782	266	273	251
筹资活动现金流	232	-1,864	1,072	-1,458	-1,897
银行借款	7,336	5,049	2,500	2,500	2,400
股权融资	354	86	0	0	0
其他	-7,459	-6,999	-1,428	-3,958	-4,297
现金净增加额	2,966	4,381	3,703	3,856	5,523
期初现金余额	24,534	27,500	31,881	35,584	39,440
期末现金余额	27,500	31,881	35,584	39,440	44,963

主要财务比率

至 12 月 31 日	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
成长能力					
营业收入增长	12.2%	5.7%	7.4%	7.7%	7.7%
营业利润增长	-14.9%	6.2%	3.5%	10.2%	10.7%
归母净利润增长	-32.9%	20.8%	9.9%	10.4%	10.6%
获利能力					
毛利率	12.0%	11.1%	10.8%	10.7%	10.6%
净利率	2.0%	2.1%	2.2%	2.2%	2.3%
ROE	5.5%	6.4%	6.6%	7.0%	7.3%
ROIC	5.2%	5.2%	5.4%	5.6%	5.8%
偿债能力					
资产负债率	62.1%	62.1%	62.4%	62.5%	62.5%
净负债比率	19.1%	15.4%	15.3%	13.0%	9.2%
流动比率	1.33	1.36	1.38	1.41	1.45
速动比率	0.99	1.03	1.03	1.05	1.08
营运能力					
总资产周转率	1.27	1.27	1.29	1.29	1.31
应收账款周转率	3.73	3.62	3.59	3.59	3.60
存货周转率	6.44	6.47	6.48	6.44	6.44
每股指标 (元)					
每股收益	1.02	1.23	1.35	1.49	1.65
每股经营现金流	1.41	1.57	1.44	2.27	2.47
每股净资产	18.50	19.33	20.35	21.39	22.54
估值比率					
P/E	16.40	17.07	13.47	12.21	11.04
P/B	0.90	1.09	0.89	0.85	0.81
EV/EBITDA	6.81	7.60	6.39	5.64	5.03

分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉尽责的职业态度，专业审慎的研究方法，独立、客观地出具本报告，保证报告采用的信息均来自合规渠道，并对本报告的内容和观点负责。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证，本报告所发表的任何观点均清晰、准确、如实地反映了研究人员的观点和结论，并不受任何第三方的授意或影响。此外，所有研究人员薪酬的任何部分不曾、不与、也将不会与本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接相关。

公司业务资格说明

甬兴证券有限公司经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可，具备证券投资咨询业务资格。

投资评级体系与评级定义

股票投资评级：	分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据公司基本面及（或）估值预期以报告日起 6 个月内公司股价相对于同期市场基准指数表现的看法。
买入	股价表现将强于基准指数 20%以上
增持	股价表现将强于基准指数 5-20%
中性	股价表现将介于基准指数±5%之间
减持	股价表现将弱于基准指数 5%以上
行业投资评级：	分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据行业历史基本面及（或）估值对所研究行业以报告日起 12 个月内的基本面和行业指数相对于同期市场基准指数表现的看法。
增持	行业基本面看好，相对表现优于同期基准指数
中性	行业基本面稳定，相对表现与同期基准指数持平
减持	行业基本面看淡，相对表现弱于同期基准指数
相关证券市场基准指数说明：A 股市场以沪深 300 指数为基准；港股市场以恒生指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准指数。	

投资评级说明：

不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准，投资者应区分不同机构在相同评级名称下的定义差异。本评级体系采用的是相对评级体系。投资者买卖证券的决定取决于个人的实际情况。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，投资者不应以分析师的投资评级取代个人的分析与判断。

特别声明

在法律许可的情况下，甬兴证券有限公司(以下简称“本公司”)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或期权并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问以及金融产品等各种服务。因此，投资者应当考虑到本公司或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。也不应当认为本报告可以取代自己的判断。

版权声明

本报告版权属于本公司所有，属于非公开资料。本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、转载、刊登和引用本报告中的任何内容。否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、转载、刊登和引用者承担。

重要声明

本报告由本公司发布，仅供本公司的客户使用，且对于接收人而言具有保密义务。本公司并不因相关人员通过其他途径收到或阅读本报告而视其为本公司的客户。客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐及其他交流方式等只是研究观点的简要沟通，需以本公司发布的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。本报告首页列示的联系人，除非另有说明，仅作为本公司就本报告与客户的联络人，承担联络工作，不从事任何证券投资咨询服务业务。

本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，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。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时思量各自的投资目的、财务状况以及特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本公司特别提示，本公司不会与任何客户以任何形式分享证券投资收益或分担证券投资损失，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。市场有风险，投资须谨慎。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司和关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断。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，本公司可发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司的销售人员、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。投资者应当自行关注相应的更新或修改。