

# 上海医药 (601607.SH)

## 买入 (维持评级)

### 2025 年半年报点评：商业创新业务表现持续亮眼，工业板块环比有所改善

#### 投资要点：

**事件：**公司公布 25H1 业绩，报告期内公司实现收入 1415.9 亿元 (+1.6%)，归母净利润 44.59 亿元 (51.6%)，扣非归母净利润 21 亿元 (-22.4%)。归母净利润增速较快主要系对和黄药业会计核算由合营企业权益法核算变更为按子公司核算而产生一次性特殊收益约 16.8 亿元。

#### 商业板块增长稳健，创新业务表现亮眼。

25H1 公司商业板块实现收入 1294 亿元 (+2.2%)，实现净利润 17.9 亿元 (+0.1%)，其中 25Q2 实现收入 646 亿元 (+1.7%)，净利润 9.6 亿元 (-0.1%)，整体增长稳健。25H1 进口总代业务实现收入 175 亿元 (+11.7%)，创新药业务实现收入 242 亿元 (+22.6%)，创新业务表现亮眼；H1 非药业务实现收入 226 亿元 (+3.5%)，实现稳健增长。

#### 工业板块业绩 Q2 有所改善，研发创新持续推进。

25H1 公司工业板块实现收入 121.6 亿元 (-4.5%)，实现净利润 11.5 亿元 (-12.3%)，其中 25Q2 实现收入 62.8 亿元 (+8.4%)，净利润 6.2 亿元 (-3.1%)。报告期内，公司多个创新药研发管线有序推进，其中 I001 (高血压适应症) NDA 申请已获受理，已完成注册检验与注册核查；参芪麝蓉丸 (中药 1.1 类新药，临床拟用于治疗轻、中度脊髓型颈椎病 (气虚血瘀肾亏证)) 处于 III 期临床试验阶段；B007 重症肌无力适应症 II 期临床、天疱疮适应症 II 期临床试验已完成全部受试者入组。

#### 财务分析：盈利能力有所波动。

25Q2 公司实现毛利率 10.84% (-0.91pct)，净利率 4.41% (+2.39pct)；运营能力来看，25Q1 公司应收账款周转天数 75.4 天，相比 24Q1 增加 2.3 天。

#### 盈利预测与投资建议

考虑到 25 年的一次性并表收益，以及医疗政策调整期对公司收入端的影响，我们调整公司盈利预测，预计公司 2025-2027 归母净利润分别为 62.2/49.9/55 亿元 (前值为 47.8/53.7/60.8 亿元)，对应当前 PE 分别为 11/14/13 倍。公司作为全国流通行业龙头之一，商业板块创新业务快速发展，工业板块创新转型持续落地，维持“买入”评级。

#### 风险提示

研发风险、应收账款风险、行业政策风险

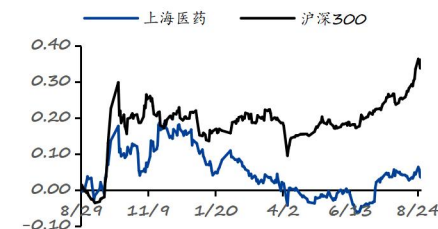
财务数据和估值	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入 (百万元)	260,295	275,251	283,404	295,515	309,968
增长率	12%	6%	3%	4%	5%
净利润 (百万元)	3,768	4,553	6,220	4,992	5,512
增长率	-33%	21%	37%	-20%	10%
EPS (元/股)	1.02	1.23	1.68	1.35	1.49
市盈率 (P/E)	18.7	15.4	11.3	14.1	12.7
市净率 (P/B)	1.0	1.0	0.9	0.9	0.8

数据来源：公司公告、华福证券研究所

#### 基本数据

日期	2025-08-28
收盘价:	18.95 元
总股本/流通股本(百万股)	3,708.36/2,789.21
流通 A 股市值(百万元)	52,855.48
每股净资产(元)	20.25
资产负债率(%)	62.68
一年内最高/最低价(元)	23.20/17.28

#### 一年内股价相对走势



#### 团队成员

**分析师：** 陈铁林(S0210524080007)  
 cti30598@hfzq.com.cn  
**研究助理：** 何展聪(S0210123040010)  
 hzc30081@hfzq.com.cn

#### 相关报告

- 1、上海医药 2025 一季报点评：商业增长稳健，创新业务表现亮眼——2025.05.06
- 2、2024 年报点评：业绩增长稳健，创新业务持续快速增长——2025.03.29
- 3、上海医药 2024 年三季报点评：Q3 商业增长稳健，工业盈利能力改善——2024.11.08



图表 1: 财务预测摘要

资产负债表					利润表				
单位:百万元	2024A	2025E	2026E	2027E	单位:百万元	2024A	2025E	2026E	2027E
货币资金	35,744	50,069	62,090	74,846	营业收入	275,251	283,404	295,515	309,968
应收票据及账款	80,251	80,098	82,087	84,598	营业成本	244,619	252,504	262,597	274,602
预付账款	1,947	2,010	2,091	2,186	税金及附加	778	801	835	876
存货	38,944	39,712	40,793	42,128	销售费用	12,714	13,091	13,889	14,878
合同资产	0	0	0	0	管理费用	5,690	5,859	6,109	6,408
其他流动资产	14,936	13,740	12,641	11,747	研发费用	2,394	1,999	2,117	2,268
流动资产合计	171,823	185,629	199,701	215,506	财务费用	1,481	1,601	1,623	1,679
长期股权投资	8,067	8,067	8,067	8,067	信用减值损失	-226	-233	-243	-255
固定资产	14,911	14,244	13,797	13,112	资产减值损失	-614	-632	-659	-691
在建工程	2,149	2,307	2,023	2,055	公允价值变动收益	204	210	219	230
无形资产	5,617	5,302	4,905	4,529	投资收益	380	2,060	380	380
商誉	11,146	11,146	11,146	11,146	其他收益	634	846	883	926
其他非流动资产	7,497	7,622	7,736	7,833	<b>营业利润</b>	<b>8,141</b>	<b>9,802</b>	<b>8,923</b>	<b>9,846</b>
非流动资产合计	49,386	48,688	47,673	46,741	营业外收入	156	161	167	176
<b>资产合计</b>	<b>221,209</b>	<b>234,317</b>	<b>247,374</b>	<b>262,247</b>	营业外支出	277	285	297	312
短期借款	38,064	41,871	46,058	50,663	<b>利润总额</b>	<b>8,020</b>	<b>9,677</b>	<b>8,793</b>	<b>9,709</b>
应付票据及账款	59,483	61,400	63,855	66,774	所得税	2,150	2,144	2,357	2,603
预收款项	0	0	0	0	<b>净利润</b>	<b>5,870</b>	<b>7,533</b>	<b>6,436</b>	<b>7,106</b>
合同负债	1,562	1,608	1,677	1,759	少数股东损益	1,317	1,313	1,444	1,594
其他应付款	16,416	16,903	17,625	18,487	<b>归属母公司净利润</b>	<b>4,553</b>	<b>6,220</b>	<b>4,992</b>	<b>5,512</b>
其他流动负债	10,513	10,907	11,171	11,543	EPS (按最新股本摊薄)	1.23	1.68	1.35	1.49
流动负债合计	126,038	132,688	140,385	149,226					
长期借款	8,331	8,331	8,331	8,331					
应付债券	0	0	0	0					
其他非流动负债	3,097	3,097	3,097	3,097					
非流动负债合计	11,429	11,429	11,429	11,429					
<b>负债合计</b>	<b>137,467</b>	<b>144,117</b>	<b>151,813</b>	<b>160,655</b>					
归属母公司所有者权益	71,676	76,820	80,737	85,173					
少数股东权益	12,067	13,380	14,824	16,418					
<b>所有者权益合计</b>	<b>83,742</b>	<b>90,200</b>	<b>95,561</b>	<b>101,592</b>					
<b>负债和股东权益</b>	<b>221,209</b>	<b>234,317</b>	<b>247,374</b>	<b>262,247</b>					

现金流量表				
单位:百万元	2024A	2025E	2026E	2027E
<b>经营活动现金流</b>	<b>5,827</b>	<b>10,636</b>	<b>9,541</b>	<b>10,175</b>
现金收益	9,240	11,234	10,086	10,749
存货影响	-2,320	-768	-1,081	-1,335
经营性应收影响	-3,552	723	-1,410	-1,915
经营性应付影响	3,565	2,404	3,177	3,781
其他影响	-1,105	-2,956	-1,231	-1,106
<b>投资活动现金流</b>	<b>416</b>	<b>2,558</b>	<b>992</b>	<b>731</b>
资本支出	-2,790	-1,276	-899	-935
股权投资	285	0	0	0
其他长期资产变化	2,921	3,834	1,890	1,666
<b>融资活动现金流</b>	<b>-1,864</b>	<b>1,130</b>	<b>1,488</b>	<b>1,851</b>
借款增加	2,927	3,806	4,187	4,606
股利及利息支付	-4,310	-3,318	-3,561	-3,737
股东融资	86	0	0	0
其他影响	-568	642	863	983

主要财务比率				
	2024A	2025E	2026E	2027E
<b>成长能力</b>				
营业收入增长率	5.7%	3.0%	4.3%	4.9%
EBIT 增长率	11.3%	18.7%	-7.6%	9.3%
归属母公司净利润增长率	20.8%	36.6%	-19.7%	10.4%
<b>获利能力</b>				
毛利率	11.1%	10.9%	11.1%	11.4%
净利率	2.1%	2.7%	2.2%	2.3%
ROE	5.4%	6.9%	5.2%	5.4%
ROIC	9.7%	10.2%	8.6%	8.6%
<b>偿债能力</b>				
资产负债率	62.1%	61.5%	61.4%	61.3%
流动比率	1.4	1.4	1.4	1.4
速动比率	1.1	1.1	1.1	1.2
<b>营运能力</b>				
总资产周转率	1.2	1.2	1.2	1.2
应收账款周转天数	99	101	99	97
存货周转天数	56	56	55	54
<b>每股指标 (元)</b>				
每股收益	1.23	1.68	1.35	1.49
每股经营现金流	1.57	2.87	2.57	2.74
每股净资产	19.33	20.72	21.77	22.97
<b>估值比率</b>				
P/E	15	11	14	13
P/B	1	1	1	1
EV/EBITDA	11	10	10	10

数据来源: 公司报告、华福证券研究所

## 分析师声明

本人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，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。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。

## 一般声明

华福证券有限责任公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本公司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。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，该等公开资料的准确性及完整性由其发布者负责，本公司及其研究人员对该等信息不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，之后可能会随情况的变化而调整。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

在任何情况下，本报告所载的信息或所做出的任何建议、意见及推测并不构成所述证券买卖的出价或询价，也不构成对所述金融产品、产品发行或管理人作出任何形式的保证。在任何情况下，本公司仅承诺以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告以供投资者参考，但不就本报告中的任何内容对任何投资做出任何形式的承诺或担保。投资者应自行决策，自担投资风险。

本报告版权归“华福证券有限责任公司”所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。未经授权的转载，本公司不承担任何转载责任。

## 特别声明

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。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。

## 投资评级声明

类别	评级	评级说明
公司评级	买入	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅在 20%以上
	持有	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅介于 10%与 20%之间
	中性	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅介于-10%与 10%之间
	回避	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅介于-20%与-10%之间
	卖出	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅在-20%以下
行业评级	强于大市	未来 6 个月内，行业整体回报高于市场基准指数 5%以上
	跟随大市	未来 6 个月内，行业整体回报介于市场基准指数-5%与 5%之间
	弱于大市	未来 6 个月内，行业整体回报低于市场基准指数-5%以下

备注：评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准；香港市场以恒生指数为基准，美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准（另有说明的除外）

## 联系方式

华福证券研究所 上海

公司地址：上海市浦东新区浦明路 1436 号陆家嘴滨江中心 MT 座 20 层

邮编：200120

邮箱：hfyjs@hfzq.com.cn