

# 股权重估贡献利润，看好业务稳健放量

## 核心观点

8月28日，公司发布2025年半年度业绩报告，实现营业收入1415.93亿元，同比增长1.56%，实现归母净利润44.59亿元，同比增长51.56%，实现扣非后归母净利润21.00亿元，同比下降22.38%，业绩符合我们预期。展望2025年下半年，公司传统分销业务稳健放量，CSO、进口总代、器械大健康等创新业务加速增长，分销业务整体有望实现稳健增长；工业板块集采影响边际减弱，中药内生外延稳步发力，营销改革及降本增效稳步推进，叠加国企改革持续落地，期待公司业绩稳步增长。

## 事件

### 公司发布2025年半年度业绩报告，业绩符合我们预期

8月28日，公司发布2025年半年度业绩报告，实现营业收入1415.93亿元，同比增长1.56%，实现归母净利润44.59亿元，同比增长51.56%，实现扣非后归母净利润21.00亿元，同比下降22.38%，业绩符合我们预期。

## 简评

### 创新业务稳步发展，股权重估贡献利润

2025年上半年，公司收入端增长1.56%，主要由于：1) 商业板块创新业务加速增长，带动商业板块稳健增长2.17%为1294.33亿元；2) 工业板块受集采等因素影响，收入同比下降4.50%为121.6亿元，降幅有所收窄。25H1，公司归母净利润同比增长51.56%，扣非归母净利润同比下降22.38%，主要由于：

### 重要财务指标

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	260295	275251	288931	304610	322030
YOY(%)	12.2	5.7	5.0	5.4	5.7
净利润(百万元)	3768	4553	6271	4923	5361
YOY(%)	-32.9	20.8	37.7	-21.5	8.9
毛利率(%)	12.0	11.1	10.9	10.9	10.9
净利率(%)	2.0	2.1	2.8	2.1	2.1
ROE(%)	5.5	6.4	8.2	6.2	6.4
EPS(摊薄/元)	1.02	1.23	1.69	1.33	1.45
P/E(倍)	18.2	15.1	10.9	13.9	12.8
P/B(倍)	1.0	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

沈兴熙

shenxingxi@csc.com.cn

010-56135334

SAC 编号:S1440525070009

发布日期：2025年09月05日

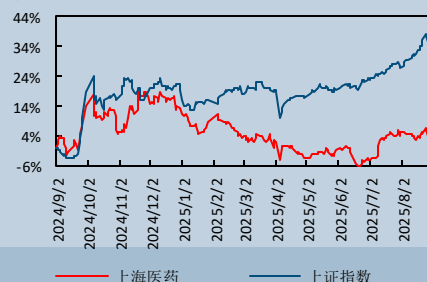
当前股价：18.49元

### 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
-2.89/-11.35	0.38/-15.39	-0.59/-36.95
12月最高/最低价(元)		22.07/17.47
总股本(万股)		370,836.18
流通A股(万股)		278,920.75
总市值(亿元)		618.64
流通市值(亿元)		515.72
近3月日均成交量(万)		1534.46
主要股东		
HKSCC NOMINEES LIMITED		24.76%

### 股价表现



1) 公司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所致，扣除上述事项等一次性特殊损益后的归母净利润为 27.82 亿元，同比下降 2.06%。2) 账期压力有所增加，上半年信用减值损失同比增加 1.31 亿元；3) 一季度子公司信谊联合涉及垄断，被罚款 1.66 亿元。

2025Q2，公司营业收入 708.30 亿元，同比增加 2.27%；归母净利润 31.26 亿元，同比增加 123.33%；扣非归母净利润 8.37 亿元，同比下降 37.13%。二季度业绩变化原因与前述上半年变化原因类似。

### 工业板块：集采因素边际减弱，全年有望稳健增长

2025 年上半年，公司医药工业销售收入为 121.6 亿元，同比下降 4.5%，主要由于部分品种存在基数影响，且受集采影响；贡献利润 11.5 亿元，同比下降 12.35%，利润端降幅环比收窄，且公司持续推进工业板块费用及成本持续节降。

**研发体系持续优化，加速构建开源创新生态。**2025 年上半年，公司继续开展研发工作，研发投入 11.48 亿元，其中研发费用 9.59 亿元，公司加快重构研发项目漏斗，聚焦免疫、精神神经、肿瘤、心血管、消化和抗感染六大疾病治疗领域，多个创新药管线研发有序推进，中药大品种二次开发获得较多进展，公司同步推进研发技术平台建设，大分子早研平台、小分子多肽平台、PROTAC 平台及转化评价平台均取得阶段性进展。同时，公司依托上海前沿加速构建开源创新生态圈，上半年完成泌码、慧合谷等 8 家高成长性企业入驻。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。

**降本增效+资源整合，拓展大健康板块。**2025 年上半年，公司持续推进上药销售公司的转型升级，同步组织完成 35 场中药材集中询价采购，节约采购成本约 698 万元，降本幅度 8.6%。同时，公司顺利完成对和黄药业的股权收购交割，推动落实“百日计划”，全力支持和黄药业的高效运营与高质量发展，同时促进和黄药业与公司其他中药资源的优势互补、协同赋能。此外，公司加强“大健康 OTC+新零售”战略布局，打造上药龙虎 GSP 和信谊 GSP 微生态双平台，梳理药品零售、非药电商、大健康新零售等业务板块，加快组建专业直播团队，焕新传统品牌，探索新模式、新赛道，通过新渠道拓展，为公司大健康 OTC 产品提供增长动能，我们认为，通过体系转型及资源整合，公司大单品有望持续放量，集采影响逐步消退，叠加大健康板块稳步放量，公司工业板块后续增长速度有望稳步恢复。

### 商业板块：创新业务加速贡献，主业稳健放量

2025 年上半年，公司商业板块收入同比增长 2.17% 达到 1294.33 亿元，贡献利润 17.94 亿元，同比增长 0.06%，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。2025 年上半年，公司进口总代业务实现销售收入 175 亿元，同比增长 11.7%；同时，公司与安斯泰来、康方生物、乐普生物、科迪药业、中外制药等多家企业达成战略合作，全方位助力新药商业化进程，创新药业务实现销售收入 242 亿元，同比增长达到 22.6%；此外，公司 CSO 业务持续拓展品类，服务规模持续增长；器械大健康业务引进 5 个新产品，实现销售收入 225.7 亿元，医美业务实现销售收入 14 亿元，同比增长 18.8%。此外，公司上半年发布“上药新零售一体化战略”，以“院边药房+DTP 专业药房”为重点加快布局，通过上药云健康、华氏大药房、上药院边药房、镁信健康四大业务板块构建一站式、闭环式新零售体系。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。

### 主业经营逐步向好，看好下半年稳健放量

展望 2025 年下半年，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，且集采影响边际减弱。考虑到公司持续推进降本增效，一过性因素影响逐步消除，看好公司下半年业绩稳健增长。

### 结构调整影响毛利率，控费效果显著

2025 年上半年，公司综合毛利率为 10.55%，同比下降 1.05 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 4.35%，同比减少 0.36 个百分点，主要由于公司持续推进营销改革；管理费用率为 1.88%，同比下降 0.18 个百分点，控费效果明显；财务费用率为 0.53%，同比增加 0.02 个百分点，基本保持稳定。经营活动产生的现金流量净额同比增长 91.98% 为 9.89 亿元，主要由于收到与经营活动有关的现金增加；应收账款周转天数同比增长 5.86 天为 105.2 天，基本保持稳定；存货周转天数为 56.73 天，同比增加 4.24 天，主要由于备货增加；应付账款周转天数同比增加 2.15 天为 75.42 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 2889.31 亿元、3046.10 亿元和 3220.3 亿元，分别同比增长 5.0%、5.4% 和 5.7%，归母净利润分别为 62.71 亿元、49.23 亿元和 53.61 亿元，分别同比增长 37.7%、-21.5% 和 8.9%，25 年利润增速较快主要由于股权重估带来的一次性影响，预计 26 年扣非归母净利润仍保持稳健增长，折合 EPS 分别为 1.69 元/股、1.33 元/股和 1.45 元/股，对应 PE 为 10.9X、13.9X、12.8X。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。

## 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。

### 沈兴熙

医药行业分析师，武汉大学健康经济学硕士，2023年加入中信建投证券研究发展部医药团队，主要覆盖基因检测、药店、医药流通、中药及商保板块。

**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处广电金融中心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