

股票投资评级

买入 | 维持

个股表现



资料来源：聚源，中邮证券研究所

公司基本情况

最新收盘价(元)	17.80
总股本/流通股本(亿股)	37.08 / 27.89
总市值/流通市值(亿元)	660 / 496
52周内最高/最低价	21.97 / 17.47
资产负债率(%)	62.1%
市盈率	14.47
第一大股东	HKSCC NOMINEES LIMITED

研究所

分析师: 盛丽华  
SAC 登记编号: S1340525060001  
Email: shenglihua@cnpsec.com  
分析师: 龙永茂  
SAC 登记编号: S1340523110002  
Email: longyongmao@cnpsec.com

上海医药(601607)

减值影响利润，看好创新业务驱动成长

● 商业板块稳健增长，Q3 减值影响利润

公司发布 2025 年三季报：2025Q1-3 公司实现营业收入 2150.72 亿元(+2.60%)，其中医药工业实现销售收入 181.64 亿元(-0.66%)，医药商业实现销售收入 1,969.08 亿元(+2.91%)。2025Q1-3 公司归母净利润 51.47 亿元(+26.96%)，其中工业板块贡献利润 16.65 亿元，商业板块贡献利润 26.53 亿元，主要参股企业贡献利润 3.24 亿元。2025Q1-3 公司扣非净利润 26.99 亿元(-26.79%)，经营现金流净额 23.5 亿元(-15.56%)。

分季度来看，2025Q1、Q2、Q3 营业收入分别为 707.63 亿元(+0.87%)、708.3 亿元(+2.27%)、734.79 亿元(+4.65%)，归母净利润分别为 13.33 亿元(-13.56%)、31.26 亿元(+123.33%)、6.88 亿元(-38.13%)，扣非净利润分别为 12.63 亿元(-8.10%)、8.37 亿元(-37.13%)、5.99 亿元(-38.94%)。Q3 净利润下降主要是计提资产减值准备增加所致。

从盈利能力来看，2025Q1-3 毛利率为 10.42%(-0.63pct)，归母净利率为 2.39%(+0.46pct)，扣非净利率为 1.25%(-0.50pct)。

费率方面，2025Q1-3 销售费用率为 4.33%(-0.19pct)，管理费用率为 1.94%(-0.04pct)，研发费用率为 0.70%(-0.07pct)，财务费用率为 0.52%(-0.03pct)。

● 创新引领，医药商业稳步增长

公司医药商业业务继续保持增长韧性，优势区域增长态势强劲，器械大健康业务表现亮眼，新零售战略调整成效显著，CSO 业务规模再创新高，创新药产品结构持续优化，供应链服务面向专业化与价值链高端延伸。2025Q1-3 公司创新药业务实现销售收入 407 亿元，同比增长超过 25%；进口总代业务实现销售收入 276 亿元，同比增长超过 14%；器械大健康业务实现销售收入 339.88 亿元，同比增长超过 4%。

● 工业板块新药研发有序推进

2025 年 1-9 月，公司研发投入 17.29 亿元，占医药工业销售收入的 9.52%。其中，研发费用 15.15 亿元。截至 2025 年 9 月 30 日，公司提交临床试验申请获得受理及进入后续临床试验阶段的新药管线共计 57 项，包括创新药管线 45 项。创新型重组人源 IL-17 单抗 BCD-085 针对强直性脊柱炎的新药已经提交上市申请(NDA)。中药 1.1 类新药参芪麝蓉丸，临床拟用于治疗轻、中度脊髓型颈椎病(气虚血瘀肾亏证)，已完成 III 期临床试验全部受试者入组。靶向 CD19 和 CD22 的嵌合抗原受体自体 T 细胞注射液 B019 注射液，针对儿童急性淋巴细胞白血病和成人淋巴瘤的两个适应症均处于 I 期临床试验阶段并完成部分受试者入组；而针对难治性系统性红斑狼疮适应症

的临床试验申请也已经获得批准。

### ● 盈利预测及投资建议

我们预计公司 2025-2027 年营收分别为 2866.66/3014.40/3171.40 亿元，归母净利润分别为 57.01/55.38/60.74 亿元，当前股价对应 PE 分别为 12/12/11 倍，维持“买入”评级。

### ● 风险提示：

新药研发进度不及预期；商业合作进展不及预期。

### ■ 盈利预测指标

项目\年度	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入（百万元）	275251	286666	301440	317140
增长率(%)	5.75	4.15	5.15	5.21
EBITDA（百万元）	11934.45	13172.97	13167.01	14218.18
归属母公司净利润（百万元）	4552.53	5701.18	5537.82	6074.36
增长率(%)	20.82	25.23	-2.87	9.69
EPS(元/股)	1.23	1.54	1.49	1.64
市盈率（P/E）	14.46	11.55	11.89	10.84
市净率（P/B）	0.92	0.87	0.83	0.79
EV/EBITDA	7.60	5.49	5.20	4.50

资料来源：公司公告，中邮证券研究所

## 财务报表和主要财务比率

财务报表(百万元)					主要财务比率				
	2024A	2025E	2026E	2027E		2024A	2025E	2026E	2027E
<b>利润表</b>					<b>成长能力</b>				
营业收入	275251	286666	301440	317140	营业收入	5.7%	4.1%	5.2%	5.2%
营业成本	244619	254561	267138	279876	营业利润	6.2%	26.9%	-1.5%	8.6%
税金及附加	778	836	862	909	归属于母公司净利润	20.8%	25.2%	-2.9%	9.7%
销售费用	12714	13129	13806	14588	<b>获利能力</b>				
管理费用	5690	5733	6292	6945	毛利率	11.1%	11.2%	11.4%	11.7%
研发费用	2394	2480	2594	2744	净利率	1.7%	2.0%	1.8%	1.9%
财务费用	1481	1494	1479	1534	ROE	6.4%	7.5%	7.0%	7.3%
资产减值损失	-614	-565	-565	-565	ROIC	5.2%	5.9%	5.6%	5.7%
营业利润	8141	10332	10175	11051	<b>偿债能力</b>				
营业外收入	156	77	91	108	资产负债率	62.1%	62.7%	62.1%	61.6%
营业外支出	277	300	300	350	流动比率	1.36	1.38	1.40	1.42
利润总额	8020	10109	9966	11051	<b>运营能力</b>				
所得税	2150	2699	2661	2897	应收账款周转率	3.62	3.57	3.62	3.62
净利润	5870	7410	7305	7913	存货周转率	6.47	6.36	6.43	6.54
归母净利润	4553	5701	5538	6074	总资产周转率	1.27	1.24	1.23	1.23
每股收益(元)	1.23	1.54	1.49	1.64	<b>每股指标(元)</b>				
<b>资产负债表</b>					每股收益	1.23	1.54	1.49	1.64
货币资金	35744	47162	53427	60266	每股净资产	19.33	20.40	21.44	22.59
交易性金融资产	8633	8633	8633	8633	<b>估值比率</b>				
应收票据及应收账款	80251	83345	87021	91630	PE	14.46	11.55	11.89	10.84
预付款项	1947	3486	3169	3127	PB	0.92	0.87	0.83	0.79
存货	38944	41093	41968	43601	<b>现金流量表</b>				
流动资产合计	171823	190511	201435	214579	净利润	5870	7410	7305	7913
固定资产	14911	14821	14588	14213	折旧和摊销	2610	1570	1723	1875
在建工程	2149	2049	1949	1849	营运资本变动	-4236	-1297	-2759	-2784
无形资产	5617	5792	5957	6112	其他	1583	1929	1912	2593
非流动资产合计	49386	49359	49101	48691	经营活动现金流净额	5827	9612	8181	9596
资产总计	221209	239870	250536	263270	资本开支	-2156	-1708	-1694	-1699
短期借款	38064	41064	44064	47064	其他	2572	1943	856	279
应付票据及应付账款	59483	62595	64795	68254	投资活动现金流净额	416	235	-839	-1420
其他流动负债	28491	34688	35117	35911	股权融资	86	0	0	0
流动负债合计	126038	138347	143977	151229	债务融资	3823	4989	2400	2400
其他	11429	12098	11498	10898	其他	-5774	-3404	-3477	-3738
非流动负债合计	11429	12098	11498	10898	筹资活动现金流净额	-1864	1585	-1077	-1338
负债合计	137467	150445	155475	162127	现金及现金等价物净增加额	4381	11418	6265	6838
股本	3708	3708	3708	3708					
资本公积金	29648	29648	29648	29648					
未分配利润	36547	39662	42700	46033					
少数股东权益	12067	13775	15543	17381					
其他	1773	2632	3463	4374					
所有者权益合计	83742	89425	95061	101143					
负债和所有者权益总计	221209	239870	250536	263270					

资料来源：公司公告，中邮证券研究所

## 中邮证券投资评级说明

投资评级标准	类型	评级	说明
报告中投资建议的评级标准： 报告发布日后的 6 个月内的相对市场表现，即报告发布日后的 6 个月内的公司股价（或行业指数、可转债价格）的涨跌幅相对同期相关证券市场基准指数的涨跌幅。 市场基准指数的选取：A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指为基准；可转债市场以中信标普可转债指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	预期个股相对同期基准指数涨幅在 20%以上
		增持	预期个股相对同期基准指数涨幅在 10%与 20%之间
		中性	预期个股相对同期基准指数涨幅在-10%与 10%之间
		回避	预期个股相对同期基准指数涨幅在-10%以下
	行业评级	强于大市	预期行业相对同期基准指数涨幅在 10%以上
		中性	预期行业相对同期基准指数涨幅在-10%与 10%之间
		弱于大市	预期行业相对同期基准指数涨幅在-10%以下
	可转债评级	推荐	预期可转债相对同期基准指数涨幅在 10%以上
		谨慎推荐	预期可转债相对同期基准指数涨幅在 5%与 10%之间
		中性	预期可转债相对同期基准指数涨幅在-5%与 5%之间
		回避	预期可转债相对同期基准指数涨幅在-5%以下

## 分析师声明

撰写此报告的分析师（一人或多人）承诺本机构、本人以及财产利害关系人与所评价或推荐的证券无利害关系。

本报告所采用的数据均来自权威的目前已公开的信息，并通过独立判断并得出结论，力求独立、客观、公平，报告结论不受本公司其他部门和人员以及证券发行人、上市公司、基金公司、证券资产管理公司、特定客户等利益相关方的干涉和影响，特此声明。

## 免责声明

中邮证券有限责任公司（以下简称“中邮证券”）具备经中国证监会批准的开展证券投资咨询业务的资格。

本报告信息均来源于公开资料或者我们认为可靠的资料，我们力求但不保证这些信息的准确性和完整性。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价，中邮证券不对因使用本报告的内容而导致的损失承担任何责任。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。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，中邮证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

中邮证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者计划提供投资银行、财务顾问或者其他金融产品等相关服务。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供中邮证券签约客户使用，若您非中邮证券签约客户，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司不会因接收人收到、阅读或关注本报告中的内容而视其为签约客户。

本报告版权归中邮证券所有，未经书面许可，任何机构或个人不得存在对本报告以任何形式进行翻版、修改、节选、复制、发布，或对本报告进行改编、汇编等侵犯知识产权的行为，亦不得存在其他有损中邮证券商业性权益的任何情形。如经中邮证券授权后引用发布，需注明出处为中邮证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节或修改。

中邮证券对于本申明具有最终解释权。

## 公司简介

中邮证券有限责任公司，2002年9月经中国证券监督管理委员会批准设立，是中国邮政集团有限公司绝对控股的证券类金融子公司。

公司经营范围包括：证券经纪，证券自营，证券投资咨询，证券资产管理，融资融券，证券投资基金销售，证券承销与保荐，代理销售金融产品，与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问等。

公司目前已经在北京、陕西、深圳、山东、江苏、四川、江西、湖北、湖南、福建、辽宁、吉林、黑龙江、广东、浙江、贵州、新疆、河南、山西、上海、云南、内蒙古、重庆、天津、河北等地设有分支机构，全国多家分支机构正在建设中。

中邮证券紧紧依托中国邮政集团有限公司雄厚的实力，坚持诚信经营，践行普惠服务，为社会大众提供全方位专业化的证券投、融资服务，帮助客户实现价值增长，努力成为客户认同、社会尊重、股东满意、员工自豪的优秀企业。

## 中邮证券研究所

### 北京

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com

地址：北京市东城区前门街道珠市口东大街17号

邮编：100050

### 上海

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com

地址：上海市虹口区东大名路1080号邮储银行大厦3楼

邮编：200000

### 深圳

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com

地址：深圳市福田区滨河大道9023号国通大厦二楼

邮编：518048