



工业转型降本增效，商业创新多点突破

投资要点

- **事件:** 公司发布2025年年报, 全年实现收入2835.8亿元, 同比+3.03%, 实现归母净利润57.25亿元, 同比+25.74%, 其中Q4实现收入685.07亿元, 同比+4.4%, 环比-6.77%, 实现归母净利润5.77亿元, 同比+15.88%, 环比-16.09%。
- **医药工业深化转型成效显著, 盈利质量持续改善。** 2025年医药工业营收245.22亿元, 同比+3.33%, 整体能级与竞争力稳步提升。通过智能制造与全链条数智化, 关键设备数控率100%, 单位能耗降22%, 设备利用率提升18%, 生产效率与周转率双位数增长。六大降本举措见效, 降本增效超4000万元, 联合采购成本降约8%, 精益攻关156个。营销优化, 过亿产品40个(过10亿4个), 重点品种收入134.43亿元, 覆盖核心治疗领域; 改良新药氨磺必利口崩片新晋医保目录, OTC与大健康第二曲线收入超6亿元, 微生态及清凉系列表现突出。
- **医药商业板块2025年总营收达2674.94亿元, 同比增长3.01%, 创新业务多点突破推动规模优势与增长动能持续巩固。** 基石业务区域平台化加速推进, 25省市纯销稳健增长, 超百亿省份增至8个, 省级平台能力升级。创新业务: CSO首破百亿, 新签多个药品及疫苗推广项目; 创新药服务销售537亿元, 同比大增; 进出口新引进总代品规28个, 进博会签约超140亿元, 落地邮轮直供出口业务; 器械大健康突破447亿元, 签约SPD超30个, 业务结构优化; 新零售及专业药房能力提升。依托镁信健康构建“医-药-险”生态, 数智化加速创新药商业化落地, 高质量发展基础坚实。
- **2025年, 公司主营业务毛利率为10.73%, 同比下降0.40pp。** 其中, 医药商业/医药工业毛利率分别为5.97%/57.13%, 同比分别-0.20pp/-2.08pp。销售/管理/研发费用率分别为4.66%/1.87%/0.83%, 同比+0.04pp/-0.2pp/-0.04pp。毛利率下降主要受医药工业毛利率同比下滑2.08个百分点拖累, 而管理费用率得益于数智化转型与精益管理, 同比下降0.19个百分点, 降本增效成效显现。2025年归母净利率2.02%, 同比+0.37pp。
- **创新管线兑现将驱动增长, 商业结构优化提升盈利质量。** 1类新药信安妥®已上市, 6个III期项目有望陆续提交NDA, 驱动工业收入增速提升至5%以上; 中药板块循证研究深化, 有望维持15%左右增长。商业端CSO破百亿、创新药服务537亿元、器械大健康447亿元, 高毛利业务占比提升有望带动商业毛利率企稳回升。控股和黄协同效应释放, 海外销售初具规模。
- **盈利预测:** 预计2026-2028年EPS分别为1.60元、1.65元、1.87元, 对应动态PE分别为11倍、10倍、9倍。
- **风险提示:** 研发进展不及预期风险, 市场竞争加剧风险。

指标/年度	2025A	2026E	2027E	2028E
营业收入(百万元)	283579.60	300600.62	321993.46	348175.07
增长率	3.03%	6.00%	7.12%	8.13%
归属母公司净利润(百万元)	5724.56	5915.77	6117.59	6920.80
增长率	25.74%	3.34%	3.41%	13.13%
每股收益EPS(元)	1.54	1.60	1.65	1.87
净资产收益率ROE	7.77%	7.59%	7.41%	7.76%
PE	11	11	10	9
PB	0.71	0.67	0.64	0.60

数据来源: Wind, 西南证券

西南证券研究院

分析师: 杜向阳
执业证号: S1250520030002
电话: 021-68416017
邮箱: duxy@swsc.com.cn
联系人: 王钰玮
电话: 021-68415819
邮箱: wangyuwei@swsc.com.cn

相对指数表现



数据来源: 聚源数据

基础数据

总股本(亿股)	37.08
流通A股(亿股)	27.89
52周内股价区间(元)	16.3-19.48
总市值(亿元)	641.92
总资产(亿元)	2,331.49
每股净资产(元)	20.46

相关研究

1. 上海医药(601607): 研发投入持续加大, 创新业务表现亮眼 (2025-04-01)

盈利预测

关键假设：

假设 1：受益于创新药服务、CSO 及器械大健康等高增长业务的持续驱动，预计公司商业 2026-2028 年收入端增速分别为 6%/7%/8%，由于分销基石业务竞争加剧及高毛利创新业务占比提升的对冲，预计毛利率稳中微降，分别为 5.9%/5.8%/5.8%；

假设 2：随着 1 类新药信安妥®上市放量、6 个 III 期项目陆续提交 NDA 以及中药板块循证研究深化，工业收入有望提速，预计公司工业 2026-2028 年收入端增速分别为 5%/6%/7%，毛利率由于规模效应提升、智能制造降本增效小幅提升为 58%/59%/60%；

假设 3：假设 2026-2028 年公司其他收入分别为 2.82/2.82/2.82 亿元，其他业务收入为 10.27/10.27/10.27 亿元，内部抵消分别为 -100/-100/-100 亿元。

基于以上假设，我们预测公司 2026-2028 年分业务收入成本如下表：

表 1：分业务收入及毛利率

单位：亿元		2025A	2026E	2027E	2028E
商业	收入	2,674.9	2,835.4	3,033.9	3,276.6
	增速	3.0%	6.0%	7.0%	8.0%
	毛利率	6.0%	5.9%	5.8%	5.8%
工业	收入	245.2	257.5	272.9	292.0
	增速	3.3%	5.0%	6.0%	7.0%
	毛利率	57.1%	58%	59%	60%
其他	收入	2.8	2.8	2.8	2.8
	增速	2.9%	0%	0%	0%
	毛利率	24%	24%	24%	24%
其他业务	收入	10.3	10.3	10.3	10.3
	增速	-3.5%	0%	0%	0%
	毛利率	39.7%	40%	40%	40%
内部抵消	收入	-97.5	-100	-100	-100
	增速	-2.6%	-2.6%	0%	0%
	毛利率	0.4%	0%	0%	0%
合计	收入	2,835.8	3006.0	3,219.9	3,481.8
	增速	3.0%	6.0%	7.1%	8.1%
	毛利率	10.7%	10.7%	10.6%	10.6%

数据来源：Wind, 西南证券

附表：财务预测与估值

利润表 (百万元)	2025A	2026E	2027E	2028E	现金流量表 (百万元)	2025A	2026E	2027E	2028E
营业收入	283579.60	300600.62	321993.46	348175.07	净利润	6973.72	7235.77	7447.59	8260.80
营业成本	253163.12	268436.35	287862.15	311268.51	折旧与摊销	2316.22	1877.23	2116.32	2318.87
营业税金及附加	854.16	905.43	969.87	1048.73	财务费用	1407.22	2766.40	2687.71	2738.98
销售费用	13206.18	12925.83	14296.51	15319.70	资产减值损失	-1018.56	-200.00	-300.00	-300.00
管理费用	5312.78	6012.01	6439.87	6963.50	经营营运资本变动	-9295.56	-714.36	-6859.92	-1970.58
财务费用	1407.22	2766.40	2687.71	2738.98	其他	5771.16	-339.20	-5.41	22.28
资产减值损失	-1018.56	-200.00	-300.00	-300.00	经营活动现金流净额	6154.20	10625.83	5086.30	11070.35
投资收益	3170.14	300.00	320.00	340.00	资本支出	-1753.40	-1510.00	-1710.00	-2010.00
公允价值变动损益	332.12	332.12	332.12	332.12	其他	-2228.83	532.12	542.12	552.12
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	-3982.23	-977.88	-1167.88	-1457.88
营业利润	9942.09	10386.72	10689.47	11807.76	短期借款	6027.72	-5974.99	3263.42	-1833.22
其他非经营损益	-122.28	-197.91	-202.40	-175.59	长期借款	-4095.46	0.00	0.00	0.00
利润总额	9819.80	10188.81	10487.07	11632.17	股权融资	39.74	0.00	0.00	0.00
所得税	2846.09	2953.04	3039.48	3371.37	支付股利	-1742.93	-2191.64	-2264.85	-2342.11
净利润	6973.72	7235.77	7447.59	8260.80	其他	-5880.84	-4143.02	-2777.71	-2818.98
少数股东损益	1249.16	1320.00	1330.00	1340.00	筹资活动现金流净额	-5651.77	-12309.65	-1779.14	-6994.31
归属母公司股东净利润	5724.56	5915.77	6117.59	6920.80	现金流量净额	-3482.91	-2661.70	2139.28	2618.16
资产负债表 (百万元)	2025A	2026E	2027E	2028E	财务分析指标	2025A	2026E	2027E	2028E
货币资金	32721.76	30060.06	32199.35	34817.51	成长能力				
应收和预付款项	88052.88	92761.05	99553.24	107675.75	销售收入增长率	3.03%	6.00%	7.12%	8.13%
存货	45358.95	48120.43	51709.50	56029.52	营业利润增长率	22.13%	4.47%	2.91%	10.46%
其他流动资产	14330.11	11887.07	11995.68	12128.61	净利润增长率	18.80%	3.76%	2.93%	10.92%
长期股权投资	7010.20	7010.20	7010.20	7010.20	EBITDA 增长率	18.72%	9.99%	3.08%	8.86%
投资性房地产	411.93	411.93	411.93	411.93	获利能力				
固定资产和在建工程	17487.49	17308.18	17089.78	16968.83	毛利率	10.73%	10.70%	10.60%	10.60%
无形资产和开发支出	21512.61	21331.32	21151.02	20971.73	三费率	7.03%	7.22%	7.27%	7.19%
其他非流动资产	6262.84	6308.21	6363.58	6428.95	净利率	2.46%	2.41%	2.31%	2.37%
资产总计	233148.77	235198.45	247484.29	262443.03	ROE	7.77%	7.59%	7.41%	7.76%
短期借款	44091.82	38116.83	41380.25	39547.03	ROA	2.99%	3.08%	3.01%	3.15%
应付和预收款项	64813.04	68494.59	73554.56	79522.63	ROIC	7.59%	8.19%	7.96%	8.23%
长期借款	4235.88	4235.88	4235.88	4235.88	EBITDA/销售收入	4.82%	5.00%	4.81%	4.84%
其他负债	30220.74	28986.76	27766.46	32671.66	营运能力				
负债合计	143361.47	139834.05	146937.14	155977.20	总资产周转率	1.25	1.28	1.33	1.37
股本	3708.36	3708.36	3708.36	3708.36	固定资产周转率	18.65	18.67	19.16	20.59
资本公积	29687.12	29687.12	29687.12	29687.12	应收账款周转率	3.40	3.45	3.48	3.49
留存收益	43028.82	46752.95	50605.69	55184.39	存货周转率	5.82	5.58	5.61	5.64
归属母公司股东权益	75891.33	80148.43	84001.18	88579.87	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	109.48%	—	—	—
少数股东权益	13895.97	15215.97	16545.97	17885.97	资本结构				
股东权益合计	89787.29	95364.40	100547.14	106465.83	资产负债率	61.49%	59.45%	59.37%	59.43%
负债和股东权益合计	233148.77	235198.45	247484.29	262443.03	带息债务/总负债	33.71%	30.29%	31.04%	28.07%
					流动比率	1.33	1.39	1.41	1.42
					速动比率	1.00	1.02	1.03	1.04
					股利支付率	30.45%	37.05%	37.02%	33.84%
					每股指标				
					每股收益	1.54	1.60	1.65	1.87
					每股净资产	24.21	25.72	27.11	28.71
					每股经营现金	1.66	2.87	1.37	2.99
					每股股利	0.47	0.59	0.61	0.63
业绩和估值指标	2025A	2026E	2027E	2028E					
EBITDA	13665.53	15030.35	15493.50	16865.61					
PE	11.21	10.85	10.49	9.28					
PB	0.71	0.67	0.64	0.60					
PS	0.23	0.21	0.20	0.18					
EV/EBITDA	4.78	4.00	3.94	3.35					
股息率	2.72%	3.41%	3.53%	3.65%					

数据来源: Wind, 西南证券

分析师承诺

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，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，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获取任何形式的补偿。

投资评级说明

报告中投资建议所涉及的评级分为公司评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 个月内的相对市场表现，即：以报告发布日后 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。其中：A 股市场以沪深 300 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；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。

公司评级	买入：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 20% 以上
	持有：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 10% 与 20% 之间
	中性：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 -10% 与 10% 之间
	回避：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 -20% 与 -10% 之间
	卖出：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 -20% 以下
行业评级	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于同期相关证券市场代表性指数 5% 以上
	跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于同期相关证券市场代表性指数 -5% 与 5% 之间
	弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于同期相关证券市场代表性指数 -5% 以下

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《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，本报告仅供本公司签约客户使用，若您并非本公司签约客户，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。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。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保持在最新状态。同时，本公司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。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告及附录版权为西南证券所
须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告及附录进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告及附录的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

请务必阅读正文后的重要声明部分

西南证券研究院

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴 21 世纪大厦 10 楼

邮编：200120

北京

地址：北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 A 座 8 楼

邮编：100033

深圳

地址：深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 22 楼

邮编：518038

重庆

地址：重庆市江北区金沙门路 32 号西南证券总部大楼 21 楼

邮编：400025

西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	手机	邮箱
上海	崔露文	销售岗	15642960315	clw@swsc.com.cn
	李煜	销售岗	18801732511	yfliyu@swsc.com.cn
	汪艺	销售岗	13127920536	wyfy@swsc.com.cn
	戴剑箫	销售岗	13524484975	daijx@swsc.com.cn
	张方毅	销售岗	15821376156	zfy@swsc.com.cn
	李嘉隆	销售岗	15800507223	ljlong@swsc.com.cn
	叶佳缘	销售岗	15800609605	yejy@swsc.com.cn
	欧若诗	销售岗	18223769969	ors@swsc.com.cn
	贾文婷	销售岗	13621609568	jiawent@swsc.com.cn
	张嘉诚	销售岗	18656199319	zhangjc@swsc.com.cn
毛玮琳	销售岗	18721786793	mwl@swsc.com.cn	
北京	李杨	北京销售主管兼销售岗	18601139362	yfly@swsc.com.cn
	张岚	销售岗	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	姚航	销售岗	15652026677	yhang@swsc.com.cn
	杨薇	销售岗	15652285702	yangwei@swsc.com.cn
	王宇飞	销售岗	18500981866	wangyuf@swsc.com.cn
	王一菲	销售岗	18040060359	wyf@swsc.com.cn

	马冰竹	销售岗	13126590325	mbz@swsc.com.cn
	刘艳	销售岗	18456565475	liuyanyj@swsc.com.cn
	高欣	广深销售主管兼销售岗	13923418464	gaoxin@swsc.com.cn
	龚之涵	销售岗	15808001926	gongzh@swsc.com.cn
广深	文柳茜	销售岗	13750028702	wlq@swsc.com.cn
	林哲睿	销售岗	15602268757	lzh@swsc.com.cn
	黄诗洁	销售岗	18817316880	hsj@swsc.com.cn
