

业绩符合预期， 期待主业稳健增长

核心观点

3月30日，公司发布2025年业绩报告，实现营业收入2835.8亿元，同比增长3.03%，实现归母净利润57.25亿元，同比增长25.74%，实现扣非后归母净利润29.80亿元，同比下降26.68%，业绩符合我们预期。展望2026年，公司研发创新管线陆续兑现，中药板块稳健向好，商业板块整体稳定，收入端有望稳健向好，随着公司降本增效稳步推进，叠加国企改革、十五五规划持续落地、减值影响边际减弱，期待公司主业利润稳定增长。

事件

公司发布2025年业绩报告，业绩符合我们预期

3月30日，公司发布2025年业绩报告，实现营业收入2835.8亿元，同比增长3.03%，实现归母净利润57.25亿元，同比增长25.74%，实现扣非后归母净利润29.80亿元，同比下降26.68%，业绩符合我们预期。

上海医药拟向全体股东每10股派发现金红利3.50元(含税)，该方案仍需提交公司股东会审议。

简评

工商板块稳健增长，资产减值影响利润

2025年，公司收入端增长3.03%，主要由于：1)商业板块创新业务增速较快，带动商业板块稳健增长3%为2591亿元；2)工业板块并表上海和黄，收入同比增长3.33%为245.22亿元。2025

重要财务指标

	2024	2025	2026E	2027E	2028E
营业收入(百万元)	275251	283580	297976	314832	334403
YOY(%)	5.7	3.0	5.1	5.7	6.2
净利润(百万元)	4553	5725	5231	5614	6137
YOY(%)	20.8	25.7	-8.6	7.3	9.3
毛利率(%)	11.1	10.7	10.8	10.8	10.8
净利率(%)	2.1	2.5	2.1	2.2	2.2
ROE(%)	6.4	7.5	6.5	6.6	6.9
EPS(摊薄/元)	1.23	1.54	1.41	1.51	1.65
P/E(倍)	13.9	11.1	12.1	11.3	10.3
P/B(倍)	0.9	0.8	0.8	0.7	0.7

资料来源：iFinD，中信建投证券

上海医药(601607.SH)

维持

买入

袁清慧

yuanqinghui@csc.com.cn

010-56135338

SAC 编号:S1440520030001

SFC 编号:BPW879

刘若飞

liuruofei@csc.com.cn

010-56135328

SAC 编号:S1440519080003

SFC 编号:BVX723

沈兴熙

shenxingxi@csc.com.cn

010-56135334

SAC 编号:S1440525070009

袁全

yuanquan@csc.com.cn

010-56135332

SAC 编号:S1440523070006

贺菊颖

hejuying@csc.com.cn

010-56135323

SAC 编号:S1440517050001

SFC 编号:ASZ591

发布日期：2026年04月12日

当前股价：17.09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
-0.29/3.54	-4.20/-1.34	-7.57/-33.66

12月最高/最低价(元) 19.48/16.30

总股本(万股) 370,836.18

流通A股(万股) 278,920.75

总市值(亿元) 573.04

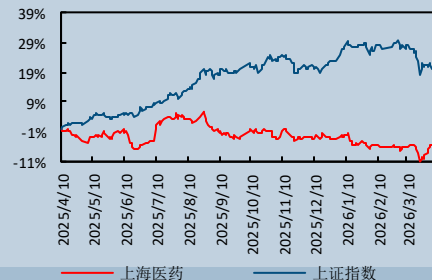
流通市值(亿元) 476.68

近3月日均成交量(万) 1355.74

主要股东

HKSCC NOMINEES LIMITED 24.76%

股价表现



年，公司归母净利润同比增长 25.74%，扣非归母净利润同比下降 26.68%：主要由于：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 47.21 亿元，同比下降 5.56%；2) 账期压力有所增加，信用减值损失同比增加 3.49 亿元、资产减值损失同比增加 4.05 亿元；3) 联合营企业贡献利润同比下降。

2025Q4，公司营业收入 685.07 亿元，同比增加 4.40%；归母净利润 5.77 亿元，同比增长 15.88%；扣非归母净利润 2.82 亿元，同比下降 25.65%，利润端表现差异较大主要由于：1) 受联合营企业影响，公司投资净收益同比减少 2.37 亿元，影响扣非归母端规模；2) 公司 25Q4 公允价值变动损益贡献 2.2 亿元，提升归母端规模。

工业板块：业绩恢复稳健增长，期待后续盈利能力改善

2025 年，公司医药工业收入板块同比增长 3.33% 为 245.22 亿元，收入端回归稳健增长阶段，毛利率同比减少 2.08pct 为 57.13%，主要由于品种结构调整影响，贡献利润 20.39 亿元，同比下降 7%，利润端降幅环比收窄，期待后续盈利能力持续改善。分板块来看，中药板块工业收入实现 111 亿元，同比增长 15.97%，化药板块相对稳健。重点产品方面，2025 年，公司全年工业销售过亿产品数量 40 个，其中过 10 亿产品数量 4 个，60 个重点品种销售收入 134.43 亿元，核心产品表现较为稳健。

稳步推进研发创新，二次开发成果显著。2025 年，公司研发投入 26.04 亿元，其中研发费用 23.4 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。2025 年 12 月，公司 1 类创新药苹果酸司妥吉仑片正式获批上市，截至 12 月底，公司临床申请获得受理及进入后续临床研究阶段的新药管线已有 59 项，其中创新药 47 项，改良型新药 12 项。在创新药管线中，已有 1 项提交上市申请并获得受理，有 6 项处于临床 III 期阶段。二次开发方面，公司麝香保心丸的 LESS 研究成果发表于 *Phytomedicine* (《植物药》) 杂志；胃复春被收录于《老年慢性萎缩性胃炎慢病管理指南(2025)》；养心氏片被纳入中国《经皮冠状动脉介入治疗指南(2025)》；冠心宁片被纳入《中西医结合防治血脂异常临床应用指南》。我们认为，公司研发梯队较为完善，在研产品优势明显，随着新药陆续上市，后续有望提升整体估值水平。

深化转型升级，降本增效成果显著。2025 年，公司持续推动工业制造智能化、数字化转型，推动攻关项目 156 个，实现降本增效收益超 4000 万元。此外，公司继续加强供应链管理，全年组织 74 场中药材联合采购，采购成本下降约 8%。我们认为，随着公司工业板块陆续整合，规模化优势逐步体现，盈利能力或将持续改善。

商业板块：创新业务优势明显，期待后续稳健增长

2025 年，公司分销板块收入同比增长 3.05% 为 2588.28 亿元，毛利率同比减少 0.15pct 为 5.79%；零售板块收入同比增长 1.77% 为 86.66 亿元，毛利率同比减少 1.45pct 为 11.38%。商业板块合计贡献利润 34.57 亿元，同比增长 2.1%。2025 年，公司创新业务加速放量，其中：1) CSO 业务整体实现百亿突破，新签多个药品合作项目，取得多款疫苗产品区域推广权；2) 创新药板块全年销售 537 亿元，同比增长较快；3) 器械大健康业务新增 SPD 签约项目超过 30 个，规模突破 447 亿元。我们认为，公司商业板块持续推进业务创新，且公司依托镁信健康在商业保险创新支付的业务优势，构建“医-药-险”的协同生态，随着模式逐步闭环，后续有望驱动商业板块实现高质量发展。

主业经营稳步向好，创新潜力持续释放

展望 2026 年，我们认为，公司院内分销业务收入有望在较低基数基础上呈现稳健增长趋势，CSO、进口总

代、器械大健康、新零售板块等创新业务将维持较快增长趋势，带动整体商业板块收入增速及盈利能力稳步向上。工业板块方面，公司研发潜力陆续兑现，中药二次开发持续推进，产品销售潜力有望逐步释放。2026 年，公司仍将继续推进降本增效，且减值压力相对较低，考虑到十五五规划等战略逐步落地，我们看好公司主营业务及估值稳健提升。

结构调整影响毛利率，降本增效表现较好

2025 年，公司综合毛利率为 10.73%，同比下降 0.40 个百分点，降幅较前三季度有所收窄，主要由于工业板块部分产品受集采等因素影响。销售费用率为 4.66%，同比增加 0.04 个百分点，基本保持稳定；管理费用率为 1.87%，同比下降 0.19 个百分点，控费效果较好；财务费用率为 0.50%，同比下降 0.04 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加 5.61% 为 61.5 亿元，基本保持稳定；应收账款周转天数同比增长 3.03 天为 102.47 天，基本保持稳定；存货周转天数为 59.94 天，同比增加 4.33 天，基本保持稳定；应付账款周转天数同比增加 0.9 天为 73.12 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 2026 - 2028 年实现营业收入分别为 2979.76 亿元、3148.32 亿元和 3344.03 亿元，分别同比增长 5.1%、5.7% 和 6.2%，归母净利润分别为 52.31 亿元、56.14 亿元和 61.37 亿元，分别同比增长 -8.6%、7.3% 和 9.3%，26 年归母净利润同比下降主要由于 25 年上海和黄股权重估带来的一次性影响，导致基数相对较高，预计公司 26 年剔除一次性损益影响后的经营利润保持稳健增长态势，折合 EPS 分别为 1.41 元/股、1.51 元/股和 1.65 元/股，对应 PE 为 12.1X、11.3X、10.3X。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

袁清慧

中信建投研究发展部医药及大健康联席组长，医药行业首席分析师。中山大学理学本科，佐治亚州立大学理学硕士，北卡大学教堂山分校医学院研究学者。曾从事阿尔茨海默、肿瘤相关新药研发，擅长创新药产业研究。2018 年加入中信建投证券研究发展部。

2020 年-2023 年新财富最佳分析师医药行业入围、第 5 名、第 4 名、第 3 名团队核心成员，2024-2025 年证券时报医药行业最佳分析师第 2 名团队核心成员。2024 年-2025 年新浪金麒麟创新药行业最佳分析师第 1 名、第 2 名。

刘若飞

医药消费及生物制品首席分析师，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、CRO、基因测序等细分领域。

2025 年、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、第二名、第三名、第四名、第五名团队核心成员。

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。

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，主要负责中药、医美、原料药、医药商业、全球视野研究等细分领域，2024 年、2023 年新财富最佳分析师评选医药生物行业第二名、第三名团队核心成员。

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。

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