

证券研究报告

公司研究

公司点评报告

上海医药(601607)

投资评级

上次评级

唐爱金 医药行业首席分析师
执业编号: S1500523080002
邮箱: tangaijin@cindasc.com

章钟涛 医药行业分析师
执业编号: S1500524030003
邮箱: zhangzhongtao@cindasc.com

相关研究:

24 年创新业务表现亮眼, 积极推动并购+出海业务

24H1 商业业务逆势增长, 新药&中药有望带来第二增长动力

2024Q1 医药商业营收增长 8%, 商业创新业务表现亮眼

信达证券股份有限公司
CINDA SECURITIES CO., LTD
北京市西城区宣武门西大街甲 127 号金隅大厦 B 座
邮编: 100031

基石业务持续巩固升级, 重视工业营销转型及创新布局

2026 年 04 月 13 日

事件: 公司发布 2025 年年报, 2025 年公司实现营业收入 2835.80 亿元(同比+3.03%), 归母净利润 57.25 亿元(同比+25.74%), 扣非归母净利润 29.80 亿元(同比-26.68%)。其中, 2025Q4 单季度公司实现营业收入 685.07 亿元(同比+4.40%), 实现归母净利润 5.77 亿元(同比+15.88%), 扣非归母净利润 2.82 亿元(同比-25.65%), 经营现金流净额 38.04 亿元(同比+24.97%)。

点评:

- **收入端商业稳健增长&中药板块增速较快, 子公司会计核算变更致使 2025 年投资收益较高:** ①**从收入上看,** 2025 年医药分销收入规模 2588.28 亿元(同比+3.05%), 工业收入 245.22 亿元(同比+3.33%), 零售业务收入 86.66 亿元(同比+1.77%)。在分销业务中, 公司 CSO 业务整体规模突破 100 亿, 创新药服务销售规模达 537 亿元, 器械大健康业务销售规模突破 447 亿元。在工业业务中, 2025 年公司中药板块收入规模达 111 亿元(同比+15.97%); 在重点品种方面, 麝香保心丸销量同比增长 8.79%, 多糖铁复合物胶囊销量同比增长 10.64%, 胃复春胶囊销量同比增长 19.25%。②**从利润上看,** 2025 年公司归母净利润同比增速达 25.74%, 主要是公司对和黄药业会计核算由合营企业权益法核算变更为子公司核算所产生的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%)。在利润结构方面, 工业板块贡献利润 20.39 亿元, 商业板块贡献利润 34.57 亿元, 主要参股企业贡献利润 3.25 亿元。
- **巩固升级基石业务, 工业营销+研发双轮驱动, 数智建设取得成果:** ①**基石业务持续巩固升级。**公司持续推进全国区域平台化、一体化建设, 以准入体系建设和中后台整合为重点, 促进省级平台能力升级。截至 2025 年末, 公司覆盖全国 25 个省市的纯销业务保持稳健增长, 业务总规模超百亿的省份增加至 8 个。②**工业端营销转型, 创造第二增长曲线。**2025 年公司持续优化工业营销体系, 改善和提升终端推广能力, 2025 年公司工业销售过亿产品数量 40 个, 其中过 10 亿产品数量 4 个, 而 60 个重点品种销售收入 134.43 亿元。在研发管线方面, 截至 2025 年末公司拥有 47 个创新药项目, 其中 1 个项目提交上市申请获得受理, 37 个项目进入临床阶段, 7 个项目获批临床, 2 个项目申请临床获得受理。③**数智转型+AI 应用全方位推进。**在研发领域, 公司项目管理功能模块已全面上线, 覆盖 50 多个在研项目。在生产领域, 公司完成 QMS 三期系统上线及验收工作, 质量法规 AI 助手同步上线, 实现质量管控的智能化升级。在商业领域, 公司正式组建数据与人工智能创新中心, 开展 30 余个“AI+”项目。
- **盈利预测:** 我们预计公司 2026-2028 年营业收入分别为 2979.97 亿元、3140.29 亿元、3317.78 亿元, 同比增速分别约为 5.1%、5.4%、5.7%,

实现归母净利润分别为 52.54 亿元、56.3 亿元、60.5 亿元，同比分别增长约-8.2%、7.2%、7.5%，对应当前股价 PE 分别为 12 倍、11 倍、10 倍。

- **风险因素：**应收账款回收不及时，融资利率上行，市场竞争加剧，工业新品上市进度不及预期，集采降价超预期，联营企业业绩不及预期。

重要财务指标	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
营业总收入(百万元)	275,251	283,580	297,997	314,029	331,778
增长率 YoY %	5.7%	3.0%	5.1%	5.4%	5.7%
归属母公司净利润(百万元)	4,553	5,725	5,254	5,630	6,050
增长率 YoY%	20.8%	25.7%	-8.2%	7.2%	7.5%
毛利率%	11.1%	10.7%	10.9%	10.9%	10.9%
净资产收益率ROE%	6.4%	7.5%	6.6%	6.7%	6.9%
EPS(摊薄)(元)	1.23	1.54	1.42	1.52	1.63
市盈率 P/E(倍)	13.91	11.06	12.06	11.25	10.47
市净率 P/B(倍)	0.88	0.83	0.80	0.76	0.72

资料来源: wind, 信达证券研发中心预测; 股价为 2026 年 4 月 13 日收盘价

资产负债表		单位:百万元				
会计年度	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E	
流动资产	171,823	180,464	189,943	200,726	212,480	
货币资金	35,744	32,722	39,564	43,413	47,431	
应收票据	1,122	1,031	1,076	1,134	1,198	
应收账款	79,129	82,306	85,858	90,259	95,157	
预付账款	1,947	1,622	1,700	1,791	1,891	
存货	38,944	45,359	43,719	45,531	47,598	
其他	14,936	17,424	18,026	18,598	19,205	
非流动资产	49,386	52,685	51,849	50,645	49,360	
长期股权投资	8,067	7,010	7,010	7,010	7,010	
固定资产(合计)	14,911	15,493	15,642	15,552	15,260	
无形资产	5,617	8,744	8,278	7,808	7,333	
其他	20,791	21,438	20,919	20,275	19,756	
资产总计	221,209	233,149	241,792	251,372	261,840	
流动负债	126,038	135,198	139,187	143,765	148,847	
短期借款	38,064	44,092	44,092	44,092	44,092	
应付票据	9,241	8,810	9,592	10,103	10,670	
应付账款	50,242	52,594	54,599	57,511	60,740	
其他	28,491	29,702	30,904	32,058	33,345	
非流动负债	11,429	8,163	8,013	7,863	7,713	
长期借款	8,331	4,236	4,236	4,236	4,236	
其他	3,097	3,927	3,777	3,627	3,477	
负债合计	137,467	143,361	147,200	151,628	156,560	
少数股东权益	12,067	13,896	15,049	16,285	17,613	
归属母公司股东权益	71,676	75,891	79,543	83,458	87,667	
负债和股东权益	221,209	233,149	241,792	251,372	261,840	

重要财务指标		单位:百万元				
会计年度	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E	
营业总收入	275,251	283,580	297,997	314,029	331,778	
同比(%)	5.7%	3.0%	5.1%	5.4%	5.7%	
归属母公司净利润	4,553	5,725	5,254	5,630	6,050	
同比(%)	20.8%	25.7%	-8.2%	7.2%	7.5%	
毛利率(%)	11.1%	10.7%	10.9%	10.9%	10.9%	
ROE%	6.4%	7.5%	6.6%	6.7%	6.9%	
EPS(摊薄)(元)	1.23	1.54	1.42	1.52	1.63	
P/E	13.91	11.06	12.06	11.25	10.47	
P/B	0.88	0.83	0.80	0.76	0.72	

利润表		单位:百万元				
会计年度	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E	
营业总收入	275,251	283,580	297,997	314,029	331,778	
营业成本	244,619	253,163	265,616	279,785	295,491	
营业税金及附加	778	854	834	879	929	
销售费用	12,714	13,206	13,708	14,445	15,262	
管理费用	5,690	5,313	5,513	5,747	6,005	
研发费用	2,394	2,340	2,473	2,606	2,754	
财务费用	1,481	1,407	1,492	1,580	1,691	
减值损失合计	-841	-1,593	-837	-837	-797	
投资净收益	380	3,170	400	400	400	
其他	1,026	1,069	950	950	950	
营业利润	8,141	9,942	8,873	9,500	10,200	
营业外收支	-121	-122	-120	-120	-120	
利润总额	8,020	9,820	8,753	9,380	10,080	
所得税	2,150	2,846	2,346	2,514	2,701	
净利润	5,870	6,974	6,407	6,866	7,378	
少数股东损益	1,317	1,249	1,153	1,236	1,328	
归属母公司净利润	4,553	5,725	5,254	5,630	6,050	
EBITDA	11,934	11,788	13,524	14,506	15,440	
EPS(当年)(元)	1.23	1.54	1.42	1.52	1.63	

现金流量表		单位:百万元				
会计年度	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E	
经营活动现金流	5,827	6,154	12,168	9,180	9,468	
净利润	5,870	6,974	6,407	6,866	7,378	
折旧摊销	2,610	3,061	3,279	3,547	3,669	
财务费用	1,837	1,670	1,504	1,496	1,489	
投资损失	-593	-3,409	-400	-400	-400	
营运资金变动	-4,236	-3,817	772	-2,936	-3,235	
其它	339	1,676	607	607	567	
投资活动现金流	416	-3,982	-2,070	-1,970	-1,970	
资本支出	-2,156	-2,221	-2,170	-2,070	-2,070	
长期投资	1,790	-2,167	-70	-70	-70	
其他	782	406	170	170	170	
筹资活动现金流	-1,864	-5,652	-3,253	-3,360	-3,481	
吸收投资	86	24	0	0	0	
借款	5,049	1,932	0	0	0	
支付利息或股息	4,381	-3,483	6,842	3,850	4,017	

研究团队简介

唐爱金，医药首席分析师，浙江大学硕士，曾就职于东阳光药先后任研发工程师及营销市场专员，具备优异的药物化学专业背景和医药市场经营运作经验，曾经就职于广证恒生和方正证券研究所负责医药团队卖方业务工作超9年。

章钟涛，医药分析师，暨南大学国际投融资硕士，超2年医药生物行业研究经历，CPA(专业阶段)，曾任职于方正证券，2023年加入信达证券，主要覆盖中药、医药商业&药店、疫苗。

李春辰，医药研究员，中国药科大学本科，北京大学硕士，1年医药行业研究经历，2025年加入信达证券，主要覆盖创新药、新兴生物技术等领域。

分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

免责声明

信达证券股份有限公司（以下简称“信达证券”）具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人做出邀请。

在法律允许的情况下，信达证券或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

评级说明

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数：沪深 300 指数（以下简称基准）； 时间段：报告发布之日起 6 个月内。	买入 ：股价相对强于基准 15% 以上；	看好 ：行业指数超越基准；
	增持 ：股价相对强于基准 5%~15%；	中性 ：行业指数与基准基本持平；
	持有 ：股价相对基准波动在±5% 之间；	看淡 ：行业指数弱于基准。
	卖出 ：股价相对弱于基准 5% 以下。	

风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券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，投资者需自行承担风险。