

# 器械板块承压， 期待 25 年经营稳健

## 核心观点

10月28日，公司发布2024年第三季度业绩报告，2024年前三季度，公司实现营业收入4424.23亿元，同比下降0.78%，实现归母净利润52.79亿元，同比下降13.41%，业绩低于我们预期，主要由于器械分销业务承压。展望24Q4及25年，公司药品分销业务或将维持稳健增长，器械更新换代有望释放增量，器械分销业务有望环比向好，叠加公司持续聚焦构建批零一体化优势，我们看好公司长期业绩潜力稳步释放。

## 事件

### 公司发布2024年第三季度业绩公告，业绩低于我们预期

10月28日，公司发布2024年第三季度业绩报告，2024年前三季度，公司实现营业收入4424.23亿元，同比下降0.78%，实现归母净利润52.79亿元，同比下降13.41%，业绩低于我们预期。

## 简评

### 器械板块承压，看好25年经营稳健

2024年前三季度，公司营业收入同比下降0.78%，主要由于子公司国药器械收入承压，前三季度收入下降6.94%为560.46亿元；2)医药零售板块受政策及竞争影响，销售亦有承压；归母净利润同比下降13.41%，主要由于受品类结构影响，较高毛利的器械分销业务收入占比及毛利率同步下行。

### 重要财务指标

	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	552148	596570	600808	633876	669203
YoY(%)	6.0	8.0	0.7	5.5	5.6
净利润(百万元)	8526	9054	8155	8763	9398
YoY(%)	9.9	6.2	-9.9	7.5	7.2
毛利率(%)	8.6	8.1	7.8	7.8	7.8
净利率(%)	1.5	1.5	1.4	1.4	1.4
ROE(%)	12.5	12.1	10.2	10.2	10.2
EPS(摊薄/元)	2.73	2.90	2.61	2.81	3.01
P/E(倍)	6.6	6.2	6.9	6.4	6.0
P/B(倍)	0.8	0.8	0.7	0.7	0.6

资料来源: iFinD, 中信建投证券

## 国药控股(1099.HK)

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

发布日期: 2024年11月07日

当前股价: 19.90 港元

### 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
-4.49/-2.97	8.41/-11.09	0.42/-16.31
12月最高/最低价(港元)		23.55/16.06
总股本(万股)		312,065.62
流通H股(万股)		134,181.07
总市值(亿港元)		603.53
流通市值(亿港元)		603.53
近3月日均成交量(万)		847.81
主要股东		
国药产业投资有限公司		50.36%

### 股价表现



### 相关研究报告

【中信建投医药商业】国药控股  
24.09.10 (1099):板块经营分化,看好H2环比改善

2024年第三季度，公司实现营业收入1476.96亿元，同比增长1.88%，主要由于药品分销业务稳健增长；实现归母净利润15.75亿元，同比下降20.94%，慢于收入端增长，推测主要由于器械分销业务收入占比及毛利率同步下行，导致整体毛利率同比下降0.68个百分点为7.55%。

### 药品分销重点地区稳健增长，器械分销短暂承压

2024年前三季度，公司持续加大重点地区规模提升力度，江浙沪、华中、华北和两广地区药品分销业务表现相对较好。此外，随着医保统筹对接以及处方外流加速等政策影响，公司面向医疗机构的直销占比有所下降，但零售直销业务占比有所增长，业务结构持续调整。器械分销方面，受终端需求结构变化，医疗设备、IVD 检验试剂等毛利率较高的品类收入占比下降，医用耗材保持相对稳定，前三季度子公司国药器械营业收入560.46亿元，同比减少6.94%；营业利润10.73亿元，同比减少36.33%。我们认为，公司将进一步优化品类结构，继续推进业务创新转型，通过创新营销服务协同分销业务发展，叠加医疗设备更新换代逐步推进，25年业绩有望稳健增长。

### 期待器械逐步向好，25年业绩有望稳健增长

展望24Q4及2025年，医院合规销售影响趋于正常，叠加公司继续扩大终端网络覆盖面、提升集采、国谈药品配送比例，药品分销业务收入规模或将呈现稳健增长趋势。同时，公司积极推进器械分销SPD服务及制造业务，耗材分销业务有望保持相对稳健，大型医疗设备分销则有望伴随器械更新换代稳步增长。零售板块方面，公司统筹门店占比明显提升，随着比价政策明晰，统筹门店或将加速贡献业绩。此外，公司积极推进数字化转型，在严控风险的前提下提升业务效率，期间费用管控或将持续深化，国企改革进程稳步推进，我们看好公司业绩潜力逐步释放。

### 结构调整影响毛利率，其他指标基本正常

2024年前三季度，公司综合毛利率为7.48%，同比下降0.41个百分点，主要由于高毛利的器械分销业务收入占比及毛利率同比下降。销售费用率为2.89%，同比增加0.06个百分点，基本保持稳定；管理费用率为1.20%，同比下降0.03个百分点，保持相对稳定；财务费用率为0.34%，同比下降0.11个百分点，控费效果较好。经营活动产生的现金流量净额为-477.18亿元，上年同期为-396.70亿元，基本保持稳定。存货周转天数为42.57天，同比增加0.75天，基本保持稳定；应收账款周转天数为132.33天，同比增加7.59天，主要由于部分终端回款延迟。其余财务指标基本正常。

### 盈利预测及投资评级

我们预计公司2024-2026年实现营业收入分别为6008.08亿元、6338.76亿元和6692.03亿元，分别同比增长0.71%、5.50%及5.57%，实现归母净利润分别为81.55亿元、87.63亿元和93.98亿元，分别同比增长-9.92%、7.46%及7.24%，折合EPS分别为2.61元/股、2.81元/股和3.01元/股，对应PE为6.9X、6.4X、6.0X，维持“买入”评级。

## 风险分析

1) 药品集采风险：药品集中采购范围逐渐扩大，可能对公司产生一定的降价风险，影响公司部分业务收益，而且随着带量采购中标品种增加，其规模过大有可能对公司经营收入和利润产生较大影响。

2) 改革与业务转型风险：公司属于国企，倘若国企改革不及预期，员工长期激励效果不足，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，进而影响公司的长远发展；

4) 应收账款周转风险：倘若公司应收账款周期延长或无法收回，或将为公司带来时间和经济上的损失；

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、医美、CRO细分领域。

2023年（第21届）、2022年（第20届）、2021年（第19届）新财富最佳分析师评选医药生物行业第三名、第四名、第五名团队核心成员。

## 研究助理

### 沈兴熙

shenxingxi@csc.com.cn

## 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