

**买入**

2024年12月5日

**利润短期仍然承压，期待2025持续改善**

**Q3 收入恢复增长，利润仍然承压：** 公司2024年前三季度累计实现收入4424.2亿元，同比减少0.78%。前三季度公司整体毛利率同比下降0.68 pts至7.55%。前三季度归母净利润52.79亿元，同比减少13.41%。公司Q3收入同比恢复增长1.88%，但主要是由于2023Q3医疗反腐导致的低基数，环比增速仅0.16%。归母净利润15.75亿元，同比减少20.94%，主要由于整体毛利率下降以及应收账款相关信用减值损失，以及23H1子公司收到大额拆迁补偿款所致。

**医药分销业务稳健增长：** 公司药品分销业务上半年维持0.47%的增长。公司着力聚焦核心和重点区域，江浙沪、华中、华北、两广等地的收入占比保持较快增长，市场份额不断提升。随着医保统筹对接和处方外流等政策加速落地，面向医疗机构的直接销售占比略有下降，但在公司渠道覆盖优势下，零售直销业务占比有所增长。随着公司对品类结构进一步优化，持续推进业务创新转型，医药分销业务有望继续维持稳定增长。此外医保基金与医药企业直接结算的进一步铺展也有望优化公司的回款周期，并在利润端产生有益的影响。

**器械分销与医药零售业务仍需改善：** 公司器械分销业务明显承压，上半年收入同比下降7.08%。虽然医用耗材分销业务仍然相对稳健，但医疗设备、IVD检测试剂等高毛利产品收入明显减少，这也对公司整体毛利率产生了较大影响。公司持续加强专业化服务能力建设，截止6月30日集中配送及SPD项目已覆盖28个省份，上半年共新增SPD项目31个，单体医院集中配送项目148个。随着SPD等项目覆盖的持续扩大及医疗设备更新项目的刺激下，器械分销业务有望持续恢复。在医药零售业务方面，受到医保个账规模缩减影响及行业竞争加剧，社会化药房收入同比下降，上半年公司零售业务收入同比减少6.43%至166亿元，其中中国大药房Q2净亏损0.91亿元。通过关闭亏损门店等多项措施，Q3中国大药房亏损缩窄至0.25亿元。期待在有效举措下，零售业务能够在Q4持续改善。

**目标价 26.82 港元，维持买入评级：** 随着中国老龄化进程的加速，公司产品分销业务仍将稳健发展。而设备更新政策及公司多举措的推动下，器械分销及医药零售业务也有望持续恢复。我们采用DCF为公司估值，分别取折现率15%，永续增长率0%，计算出公司目标价26.82港元，有28.0%的上涨空间，维持买入评级。

**高小迪**

852-25321960

[xiaodi.gao@firstshanghai.com.hk](mailto:xiaodi.gao@firstshanghai.com.hk)
**但玉翠**

852-25321956

[tracy.dan@firstshanghai.com.hk](mailto:tracy.dan@firstshanghai.com.hk)
**主要数据**

行业	医药
股价	20.95 港元
目标价	26.82 港元 (+28.0%)
股票代码	1099
总股本	31.21 亿股
市值	647.5 亿港元
52周高/低	23.65/16.02 港元
每股净资产	27.46 港元
主要股东	国药产业投资有限公司 (50.36%) 中国医药集团总公司 (6.64%)

**表：盈利摘要**

截至12月31日止财年度	2023A	2024E	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万人民币)	596,570	605,861	659,618	711,505	760,317
变动	8.0%	1.6%	8.9%	7.9%	6.9%
净利润	9,054	7,905	8,556	9,186	9,796
变动	6.2%	-12.7%	8.2%	7.4%	6.6%
每股盈利(人民币元)	2.90	2.53	2.74	2.94	3.14
市盈率@20.95港元	6.74	7.72	7.14	6.65	6.23
每股派息(人民币元)	0.87	0.76	0.82	0.88	0.94
股息现价比	4.2%	3.6%	3.9%	4.2%	4.5%

资料来源：公司资料，第一上海预测

**股价表现**


资料来源：彭博

## 主要财务报表

百万人民币，财务年度截至12月31日											
损益表	2023实际	2024预测	2025预测	2026预测	2027预测	财务分析	2023实际	2024预测	2025预测	2026预测	2027预测
营业收入	596,570	605,861	659,618	711,505	760,317	盈利能力					
营业成本	(548,058)	(558,856)	(609,049)	(657,478)	(702,927)	经营利润率 (%)	3.7%	3.4%	3.2%	3.2%	3.1%
毛利润	48,512	47,005	50,569	54,027	57,390	EBITDA 利润率 (%)	2.9%	2.6%	2.5%	2.5%	2.4%
销售费用	(17,472)	(17,744)	(19,648)	(21,194)	(22,648)	净利率 (%)	2.5%	2.2%	2.2%	2.1%	2.1%
行政开支	(8,678)	(8,753)	(9,529)	(10,279)	(10,984)						
经营盈利	22,362	20,509	21,392	22,555	23,758	营运表现					
其他收入及收益	1,773	1,408	1,467	1,528	1,592	SG&A/收入 (%)	4.4%	4.4%	4.4%	4.4%	4.4%
财务费用	(2,430)	(2,406)	(2,289)	(2,206)	(2,206)	实际税率 (%)	23.1%	23.1%	23.1%	23.1%	23.1%
税前盈利	19,512	17,036	18,439	19,796	21,112	股息支付率 (%)	30.0%	30.0%	30.0%	30.0%	30.0%
所得税	(4,502)	(3,931)	(4,255)	(4,568)	(4,871)						
利润总额	15,010	13,105	14,184	15,229	16,240	应付账款天数	93	95	92	92	93
公司权益持有人溢利	9,054	7,905	8,556	9,186	9,796	应收账款天数	109	112	108	109	109
折旧及摊销	2,358	2,350	2,362	2,374	2,385	存货周转天数	40	39	38	38	38
EBITDA	17,368	15,455	16,546	17,602	18,625						
						财务状况					
每股盈利(元)	2.90	2.53	2.74	2.94	3.14	负债/权益	2.2	2.0	2.0	1.9	1.8
						收入/总资产	1.6	1.5	1.6	1.6	1.7
增长						总资产/股本	122.9	125.5	132.2	139.0	145.9
营业收入 (%)	8.0%	1.6%	8.9%	7.9%	6.9%	息税前保障倍数	9.0	8.1	9.1	10.0	10.6
EBITDA (%)	5.1%	-11.0%	7.1%	6.4%	5.8%						
每股收益 (%)	6.2%	-12.7%	8.2%	7.4%	6.6%	净资产收益率	12.5%	10.2%	10.2%	10.1%	10.0%
资产负债表	2023实际	2024预测	2025预测	2026预测	2027预测	现金流量表	2023实际	2024预测	2025预测	2026预测	2027预测
现金	63,809	65,961	61,339	57,754	55,395	税前盈利	19,512	17,036	18,439	19,796	21,112
应收账款	184,433	187,305	203,924	219,965	235,056	营运资金变化	(1,402)	(1,017)	(9,369)	(8,924)	(8,265)
存货	60,028	60,963	66,372	71,593	76,504	其他经营现金流	3,872	4,388	4,224	4,062	4,009
其他流动资产	27,211	27,806	29,571	31,318	33,045	所得税	(4,563)	(4,226)	(4,593)	(4,957)	(5,319)
总流动资产	336,835	343,390	362,561	381,985	401,355	营运现金流	17,173	16,182	8,700	9,978	11,536
非流动资产											
固定资产	19,898	20,015	20,128	20,235	20,340	资本开支	(3,462)	(3,285)	(3,293)	(3,302)	(3,310)
无形资产	10,196	10,298	10,401	10,505	10,610	其他投资活动	2,518	(301)	(412)	(563)	(696)
其他非流动资产	15,597	17,069	18,644	20,330	22,140	投资活动现金流	(945)	(3,586)	(3,705)	(3,864)	(4,006)
总资产	383,395	391,641	412,602	433,924	455,313						
流动负债						负债变动	3,817	(2,737)	(2,600)	(2,470)	(2,346)
短期借款	54,730	51,994	49,394	46,925	44,578	股本变动	-	-	-	-	-
应付账款	146,632	148,916	162,129	174,883	186,880	其他融资活动现金	(11,461)	(7,707)	(7,018)	(7,229)	(7,542)
其他短期负债	31,932	31,932	31,932	31,932	31,932	融资活动现金流	(7,644)	(10,444)	(9,617)	(9,699)	(9,888)
总流动负债	241,491	241,038	251,651	261,935	271,586						
长期借款	13,834	13,834	13,834	13,834	13,834	现金变化	8,585	2,153	(4,622)	(3,585)	(2,359)
其他固定负债	4,250	4,250	4,250	4,250	4,250						
总负债	263,076	262,623	273,237	283,520	293,172	期初持有现金	55,222	63,809	65,961	61,339	57,754
股东权益	120,319	129,017	139,365	150,404	162,141	期末持有现金	63,809	65,961	61,339	57,754	55,395
负债权益合计	383,395	391,641	412,602	433,924	455,313						

资料来源：公司资料，第一上海预测

## 第一上海证券有限公司

香港中环德辅道中 71 号

永安集团大厦 19 楼

电话：(852) 2522-2101

传真：(852) 2810-6789

本报告由第一上海证券有限公司（“第一上海”）编制，仅供机构投资者一般审阅。未经第一上海事先明确书面许可，就本报告之任何材料、内容或印本，不得以任何方式复制、摘录、引用、更改、转移、传输或分发给任何其他人。本报告所载的资料、工具及材料只提供给阁下作参考之用，并非作为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据，或就其作出要约或要约邀请，也不构成投资建议。阁下不可依赖本报告中的任何内容作出任何投资决策。本报告及任何资料、材料及内容并未有考虑到个别投资者的特定投资目标、财务情况、风险承受能力或任何特别需要。阁下应综合考虑到本身的投资目标、风险评估、财务及税务状况等因素，自行作出本身独立的投资决策。

本报告所载资料及意见来自第一上海认为可靠的来源取得或衍生，但对于本报告所载预测、意见和预期的公平性、准确性、完整性或正确性，并不作任何明示或暗示的陈述或保证。第一上海或其各自的董事、主管人员、职员、雇员或代理均不对因使用本报告或其内容或与此相关的任何损失而承担任何责任。对于本报告所载信息的准确性、公平性、完整性或正确性，不可作出依赖。

第一上海或其一家或多家关联公司可能或已经，就本报告所载信息、评论或投资策略，发布不一致或得出不同结论的其他报告或观点。信息、意见和估计均按“现况”提供，不提供任何形式的保证，并可随时更改，恕不另行通知。

第一上海并不是美国一九三四年修订的证券法（「一九三四年证券法」）或其他有关的美国州政府法例下的注册经纪-交易商。此外，第一上海亦不是美国一九四零年修订的投资顾问法（下简称为「投资顾问法」，「投资顾问法」及「一九三四年证券法」一起简称为「有关法例」）或其他有关的美国州政府法例下的注册投资顾问。在没有获得有关法例特别豁免的情况下，任何由第一上海提供的经纪及投资顾问服务，包括（但不限于）在此档内陈述的内容，皆没有意图提供给美国人。此档及其复印本均不可传送或被带往美国、在美国分发或提供给美国人。

在若干国家或司法管辖区，分发、发行或使用本报告可能会抵触当地法律、规定或其他注册/发牌的规例。本报告不是旨在向该等国家或司法管辖区的任何人或单位分发或由其使用。