

买入

2025年3月27日

24年收入-2.02%，利润-22.1%

►24年收入-2.02%，归母利润-22.1%： 公司2024年收入同比下降2.02%至5845.1亿元，公司毛利率同比下降0.56pts至7.57%。销售、行政费率和财务费率维持稳定在2.94%、1.44%和0.4%。公司经营利润率同比下降0.62个百分点至2.77%。另公司今年资产处置收益为0.47亿（23年同期为6.6亿元）。24年公司无形资产减值11.1亿元（23年为0.4亿），其中国大药房减值9.7亿元。所得税率提升2.5个百分点至25.6%。综上所述，公司期内利润同比下降30.6%至104.2亿元，归母利润同比下降-22.1%至70.5亿元，归母利润率同比下降0.31个百分点至1.21%。公司仍维持30%的派息比率，每股派息0.68元。

►各分部情况： 1、由于分销规模增大，带量采购涉及品种的获取率上升，医药分销收入+0.75%至4443.6亿元，经营利润率同比下降0.26个百分点至2.74%。药品分销方面公司一方面将品种结构向高需求、高价值方向调整优化，临床高价值品种获得迅速增长。另一方面，全面推进创新服务发展，与辉瑞、诺华等厂商合作开展12项营销自营项目。通过统谈统采与统谈分采业务模式，搭建肿瘤、感染、呼吸、普药等疾病领域专业营销体系，推动全国一体化专业营销平台发展，有效提升药品可及性和可支付性。2、集团主动放弃部分低毛利和平台型业务，器械分销收入同比-9.44%至1179.2亿元。由于受到终端需求结构变化的影响，毛利率较高的器械品类销售收入有所下降，医用耗材保持相对稳定增长，经营利润率同比下降1.23个百分点至2.25%。公司将持续提升直销业务占比，逐步下调调拨业务占比。截至2024年末，集团已在30个省份积极拓展覆盖各类医疗机构的器械智能供应链项目，项目数量较2023年末总计新增337个，其中，SPD项目新增110个，单体医院集中配送项目新增217个，医联体、医共体集中配送项目新增10个。3、公司零售药房总数减少896家至11213家，其中国大药房减少947家至9569家，专业药房增加51家至1644家；由于处方药销售增长与集团专业药房体系的网络扩展，公司医药零售业务同比+0.82%至359.8亿元，其中国大药房收入-8%，专业药房收入同比+20%+，经营利润率同比下降2.31个百分点至0.90%。4、由于工业制品收入减少，其他业务收入同比-12.32%至91.1亿元，经营利润率同比下降0.62个百分点至7.57%。

►目标价23.94港元，维持买入评级： 公司市占率约占分销行业的1/4，其发展受制于行业的变化，但长期随着中国老龄化进程的加速，分销业务仍将稳健发展。我们采用DCF为公司估值，分别取折现率11%，永续增长率0%，计算出公司目标价23.94港元，较现价有29.7%的上升空间，维持买入评级。

但玉翠

852-25321956

tracy.dan@firstshanghai.com.hk
高小迪

852-25321960

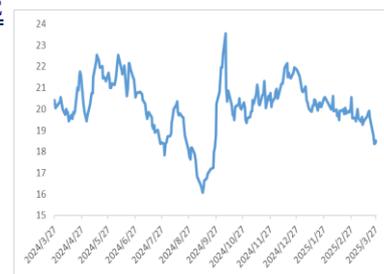
xiaodi.gao@firstshanghai.com.hk
主要数据

行业	医药
股价	18.46 港元
目标价	23.94 港元 (+29.7%)
股票代码	1099
总股本	31.21 亿股
市值	577.95 亿港元
52周高/低	23.65/16.02 港元
每股净资产	28.1 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	584,508	584,842	590,252	601,178
变动	8.0%	-2.0%	0.1%	0.9%	1.9%
净利润	9,054	7,050	7,432	7,558	7,717
变动	6.2%	-22.1%	5.4%	1.7%	2.1%
每股盈利(人民币元)	2.90	2.26	2.38	2.42	2.47
市盈率@18.46港元	5.94	7.63	7.24	7.12	6.97
每股派息(人民币元)	0.87	0.68	0.71	0.73	0.74
股息现价比	4.7%	3.7%	3.9%	3.9%	4.0%

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实际	2025预测	2026预测	2027预测	财务分析	2023实际	2024实际	2025预测	2026预测	2027预测
营业收入	596,570	584,508	584,842	590,252	601,178	盈利能力					
营业成本	(548,058)	(540,253)	(541,000)	(546,134)	(556,336)	经营利润率 (%)	3.7%	3.2%	3.1%	3.0%	3.0%
毛利润	48,512	44,255	43,842	44,118	44,842	EBITDA 利润率 (%)	2.9%	2.2%	2.3%	2.3%	2.3%
销售费用	(17,472)	(17,159)	(17,461)	(17,622)	(17,949)	净利率 (%)	2.5%	1.8%	1.9%	1.9%	1.9%
行政开支	(8,678)	(8,414)	(8,418)	(8,496)	(8,653)						
经营盈利	22,362	18,683	17,963	17,999	18,240	营运表现					
其他收入及收益	1,773	1,243	1,303	1,366	1,432	SG&A/收入 (%)	4.4%	4.4%	4.4%	4.4%	4.4%
财务费用	(2,430)	(2,328)	(2,336)	(2,190)	(2,190)	实际税率 (%)	23.1%	25.6%	25.6%	25.6%	25.6%
税前盈利	19,512	14,001	14,760	15,010	15,325	股息支付率 (%)	30.0%	30.0%	30.0%	30.0%	30.0%
所得税	(4,502)	(3,577)	(3,771)	(3,835)	(3,916)						
利润总额	15,010	10,424	10,989	11,175	11,410	应付账款天数	93	99	101	100	100
公司权益持有人溢利	9,054	7,050	7,432	7,558	7,717	应收账款天数	109	121	125	124	124
折旧及摊销	2,358	2,350	2,297	2,304	2,312	存货周转天数	40	41	42	41	41
EBITDA	17,368	12,773	13,286	13,480	13,721						
						财务状况					
每股盈利(元)	2.90	2.26	2.38	2.42	2.47	负债/权益	2.2	2.1	1.9	1.8	1.7
						收入/总资产	1.6	1.5	1.5	1.5	1.5
增长						总资产/股本	122.9	125.9	127.4	129.4	132.0
营业收入 (%)	8.0%	-2.0%	0.1%	0.9%	1.9%	息税前保障倍数	9.0	7.0	7.3	7.9	8.0
EBITDA (%)	5.1%	-26.5%	4.0%	1.5%	1.8%						
每股收益 (%)	6.2%	-22.1%	5.4%	1.7%	2.1%	净资产收益率	12.5%	8.2%	8.0%	7.7%	7.4%
资产负债表	2023实际	2024实际	2025预测	2026预测	2027预测	现金流量表	2023实际	2024实际	2025预测	2026预测	2027预测
现金	63,809	54,313	56,591	57,703	57,664	税前盈利	19,512	14,001	14,760	15,010	15,325
应收账款	184,433	200,255	200,369	202,222	205,966	营运资金变化	(1,402)	(17,681)	742	(387)	(1,597)
存货	60,028	62,353	62,388	62,966	64,131	其他经营现金流	3,872	4,261	3,975	3,800	3,742
其他流动资产	27,211	29,308	29,778	30,535	31,592	所得税	(4,563)	(4,499)	(4,133)	(4,251)	(4,393)
总流动资产	336,835	347,448	350,345	354,645	360,571	营运现金流	17,173	11,546	15,345	14,173	13,076
非流动资产											
固定资产	19,898	19,632	19,829	19,914	19,998	资本开支	(3,462)	(1,545)	(3,186)	(3,193)	(3,201)
无形资产	10,196	8,949	9,038	9,129	9,220	其他投资活动	2,518	(2,206)	(677)	(778)	(918)
其他非流动资产	15,597	15,942	17,567	19,310	21,181	投资活动现金流	(945)	(3,751)	(3,862)	(3,971)	(4,119)
总资产	383,395	392,831	397,640	403,858	411,830						
流动负债						负债变动	3,817	2,802	(3,136)	(2,980)	(2,831)
短期借款	54,730	62,729	59,593	56,613	53,782	股本变动	-	-	-	-	-
应付账款	146,632	151,109	151,196	152,594	155,419	其他融资活动现金	(11,461)	(20,087)	(6,069)	(6,110)	(6,166)
其他短期负债	31,932	27,948	27,948	27,948	27,948	融资活动现金流	(7,644)	(17,285)	(9,205)	(9,090)	(8,997)
总流动负债	241,491	250,376	247,325	245,744	245,738						
长期借款	13,834	8,637	8,637	8,637	8,637	现金变化	8,585	(9,490)	2,278	1,112	(39)
其他固定负债	4,250	3,817	3,817	3,817	3,817						
总负债	263,076	266,144	263,094	261,513	261,507	期初持有现金	55,222	63,809	54,313	56,591	57,703
股东权益	120,319	126,687	137,753	145,696	153,819	期末持有现金	63,809	54,313	56,591	57,703	57,664
负债权益合计	383,395	392,831	400,847	407,209	415,325						

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的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。