

证券研究报告

公司研究

公司点评报告

国药控股(1099.HK)

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

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

减值因素致 24 年利润短期承压, “稳中求进” 经营策略或可修复 25 年业绩

2025 年 03 月 31 日

事件: 公司发布 2024 年年度业绩公告, 2024 年公司实现营业收入 5845.08 亿元 (yoy-2.02%), 归母净利润 70.5 亿元 (yoy-22.14%), 经营活动现金净流入 115.46 亿元 (yoy-33%)。同时, 公司宣派每股人民币 0.68 元股息 (分红比例约 30%)。

点评:

- **终端需求结构变化致器械分销收入下滑约 9%, 专业药房收入增长达 20%:** ①**在收入方面**, 24 年医药分销业务收入约 4443.64 亿元 (同比 +0.75%), 器械分销收入约 1179.15 亿元 (同比-9.44%), 医药零售收入约 359.81 亿元 (同比+0.82%)。三块业务中器械分销业务下滑幅度较大, 其下降主要是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, 而医用耗材保持相对稳定增长。若拆分医药零售业务, 其中专业药房体系收入同比增长 20%, 而国大药房收入则下降 8% 左右 (主要系国大药房受到门诊统筹、医保个账改革及整体市场消费下行的影响, 叠加 24 年高毛利防疫商品等品种销售下滑)。②**在利润方面**, 24 年医药分销经营溢利率为 2.74% (同比下滑 0.26 个百分点), 器械分销经营溢利率为 2.25% (同比下滑 1.23 个百分点, 主要系受行业监管和财政贴息政策下设备采购项目减少以及高毛利防疫物资骤减产生的比较基数影响), 医药零售经营溢利率为 0.9% (同比下降 2.31 个百分点)。此外, 24 年公司计提无形资产减值约 11.06 亿元 (23 年仅 0.51 亿元), 其中商誉减值金额约 9.31 亿元 (23 年仅 0.27 亿元)。同时, 24 年金融和合同资产的预期信贷损失约 13.81 亿元 (23 年仅 6.67 亿元)。
- **器械分销稳中求进, 零售板块或有提升毛利率潜力:** ①**器械分销板块**, 公司将在稳定基本盘的基础上寻求新增量, 诸如拓展基层医疗机构市场、加快推进器械品类结构的调整、进一步提升麻精特殊药品和创新药品的终端市场份额等。②**医药零售板块**, 专业药房体系将加强省级零售平台一体化管理, 提升总部合规管控、强化服务与标准化建设, 围绕各类专业服务能力, 构建差异化、专业化的核心竞争力和服务模式。国大药房体系将通过优化品类、提升统采销售占比等方式, 全力提升单店经营质量, 提高毛利率。③**公司稳步推进转型升级**。公司以 ‘管控一体化’ 与 ‘业务数字化’ 为核心抓手, 推动诸如采销一体化、物流一体化、财务一体化等布局。24 年公司持续执行以利润为导向的预算考核机制, 24 年销管费用率为 4.37% (与上年同期基本持平)。受利率下降和融资结构调整的影响, 财务费用率 (不含保理) 为 0.40% (同比下降 0.01 个百分点)。我们认为随着公司业务的稳健发展, 叠加 25 年大幅减值因素影响削弱, 25 年公司业绩端有望迎来修复。
- **盈利预测:** 我们预计公司 2025-2027 年营业收入分别约为 6137.56 亿元、6457.61 亿元、6795.66 亿元, 同比增速分别约为 5%、5%、5%, 实现归母净利润分别为 92.18 亿元、100.01 亿元、108.22 亿元, 同比分别约增长 31%、8%、8%, 对应当前股价 PE 分别约为 6 倍、6 倍、

5 倍。

- **风险因素：**应收账款回收不及时，融资利率上行，减值因素超预期，市场竞争加剧，集采降价超预期，联营企业业绩不及预期。

重要财务指标	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入(百万元)	584508	613756	645761	679566
增长率 YoY %	-2%	5%	5%	5%
归属母公司净利润(百万元)	7050	9218	10001	10822
增长率 YoY%	-22%	31%	8%	8%
毛利率%	7.57%	7.80%	7.85%	7.90%
净资产收益率ROE%	8.94%	10.72%	10.42%	10.13%
EPS(摊薄)(元)	2.26	2.95	3.20	3.47
市盈率 P/E(倍)	9.42	6.22	5.74	5.30
市净率 P/B(倍)	0.84	0.67	0.60	0.54

资料来源：wind，信达证券研发中心预测；股价为 2025 年 3 月 28 日收盘价

资产负债表		单位:百万元			
会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E	
流动资产	347,448	362,407	390,981	421,273	
现金	54,313	63,024	76,023	89,866	
应收账款及票据	200,255	204,585	215,254	226,522	
存货	62,353	62,876	66,119	69,542	
其他	30,527	31,921	33,586	35,343	
非流动资产	45,384	44,550	43,777	43,064	
固定资产	12,386	11,767	11,179	10,620	
无形资产	16,195	15,580	14,996	14,442	
其他	16,802	17,202	17,602	18,002	
资产总计	392,831	406,956	434,759	464,337	
流动负债	250,376	251,870	263,750	276,182	
短期借款	62,729	60,729	62,729	64,729	
应付账款及票据	151,109	152,474	160,338	168,640	
其他	36,537	38,667	40,683	42,813	
非流动负债	15,768	16,768	17,768	18,768	
长期债务	8,637	9,637	10,637	11,637	
其他	7,131	7,131	7,131	7,131	
负债合计	266,144	268,638	281,518	294,950	
普通股股本	3,121	3,121	3,121	3,121	
储备	75,767	82,858	92,854	103,670	
归属母公司股东权益	78,884	85,975	95,971	106,787	
少数股东权益	47,804	52,344	57,270	62,600	
股东权益合计	126,687	138,318	153,240	169,387	
负债和股东权益	392,831	406,956	434,759	464,337	

重要财务指标		单位:百万元			
会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E	
营业总收入	584508	613756	645761	679566	
同比 (%)	-2%	5%	5%	5%	
归属母公司净利润	7050	9218	10001	10822	
同比 (%)	-22%	31%	8%	8%	
毛利率 (%)	7.57%	7.80%	7.85%	7.90%	
ROE%	8.94%	10.72%	10.42%	10.13%	
EPS (摊薄)(元)	2.26	2.95	3.20	3.47	
P/E	9.42	6.22	5.74	5.30	
P/B	0.84	0.67	0.60	0.54	
EV/EBITDA	5.18	2.98	2.37	1.78	

利润表		单位:百万元			
会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E	
营业收入	584,508	613,756	645,761	679,566	
其他收入	0	0	0	0	
营业成本	540,253	565,883	595,069	625,880	
销售费用	17,159	18,044	18,985	19,979	
管理费用	8,414	8,838	9,299	9,786	
研发费用	0	0	0	0	
财务费用	2,117	2,437	2,402	2,393	
除税前溢利	14,001	17,836	19,351	20,938	
所得税	3,577	4,077	4,424	4,786	
净利润	10,424	13,758	14,927	16,152	
少数股东损益	3,374	4,540	4,926	5,330	
归属母公司净利润	7,050	9,218	10,001	10,822	
EBIT	16,118	20,273	21,753	23,332	
EBITDA	16,118	21,707	23,125	24,646	
EPS (元)	2.26	2.95	3.20	3.47	

现金流量表		单位:百万元			
会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E	
经营活动现金流	11,546	15,568	13,706	14,578	
归母净利润	7,050	9,218	10,001	10,822	
少数股东权益	3,374	4,540	4,926	5,330	
折旧摊销	0	1,434	1,372	1,314	
营运资金变动及其他	1,122	375	-2,594	-2,887	
投资活动现金流	-3,751	-658	-595	-529	
资本支出	0	-200	-200	-200	
其他投资	-3,751	-458	-395	-329	
筹资活动现金流	-17,285	-6,194	-107	-202	
借款增加	0	-1,000	3,000	3,000	
普通股增加	0	0	0	0	
已付股利	0	-5,194	-3,107	-3,202	
其他	-17,285	0	0	0	
现金净增加额	-9,495	8,711	12,999	13,842	

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。

贺鑫，医药分析师，医疗健康研究组长，北京大学汇丰商学院硕士，上海交通大学工学学士，5年医药行业研究经验，2024年加入信达证券，主要覆盖医疗服务、CXO、生命科学上游、中药等细分领域。

曹佳琳，医药分析师，中山大学岭南学院数量经济学硕士，3年医药生物行业研究经历，曾任职于方正证券，2023年加入信达证券，负责医疗器械设备、体外诊断、ICL等领域的研究工作。

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。

赵丹，医药分析师，北京大学生物医学工程硕士，2年创新药行业研究经历，2024年加入信达证券。主要覆盖创新药。

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。