

国药股份 (600511.SH)

买入 (维持评级)

2025 半年报点评: 收入增长稳健, 应收账款周转率有所改善

投资要点:

事件: 公司公布 2025 半年报, 报告期内公司实现收入 256.34 亿元(+3.54%), 归母净利润 9.49 亿元 (-5.2%), 扣非归母净利润 9.32 亿元 (-7.14%)。

其中 Q2 实现收入 129.21 亿元(+2.27%), 实现归母净利润 4.9 亿元(-9.52%), 扣非归母净利润 4.85 亿元 (-10.98%)。

➤ 母公司收入增长稳健, 部分子公司影响归母净利润。

25H1 母公司实现收入 120.04 亿元 (+12.5%), 实现净利润 7.59 亿元 (+1.15%), 其中 25Q2 实现收入 60.66 亿元 (+8.99%), 实现净利润 4.22 亿元 (-2.93%)。报告期内公司的部分子公司收入和利润波动较大, 其中北京华鸿收入 29.9 亿元 (-5.2%), 净利润 0.32 亿元 (+11.4%)、北京天星收入 25.2 亿元 (-11.2%), 净利润 0.36 亿元 (-23.5%)、北京康辰收入 19.4 亿元 (+12.7%), 净利润 0.49 亿元 (-13.6%)、国瑞药业收入 1.99 亿元 (-24.5%), 净利润 -0.08 亿元 (-128.2%), 宜昌人福收入 44.2 亿元 (-1.8%), 净利润 14.3 亿元 (+0.5%), 对整体利润有所影响。

➤ 应收账款周转率有所优化, 应收占比有所提升。

从运营能力来看, 25H1 公司应收账款 (还原 ABS、保理等应收账款融资后) 周转天数为 104.8 天, 同比 24H1 减少 0.6 天。25H1 年应收账款 (还原 ABS、保理等应收账款融资后) 占总资产比例为 45.8%, 同比增加 0.85pct。

➤ 财务分析: 各项费用率控制得当。

25H1 公司实现毛利率 6.14% (-0.94pct), 归母净利率 3.7% (-0.34pct), 实现管理/销售/财务费用率 0.79%/1.19%/-0.05%, 分别同比变化 -0.02/-0.38/+0.16pct;

25Q2 公司实现毛利率 5.96% (-1.17pct), 归母净利率 3.79% (-0.49pct), 实现管理/销售/财务费用率 0.8%/1.19%/-0.04%, 分别同比变化 +0.01/-0.29/+0.15pct, 各项费用率控制得当。

➤ 盈利预测与投资建议

考虑到医疗政策环境变化对公司短期经营扰动, 我们预测 25-27 年归母净利润分别为 20.4/21.7/23.1 亿元 (前值为 21.5/22.9/24.5 亿元), 对应当前 PE 分别为 11/11/10 倍。公司作为全国领先的医药批发平台, 流通+工业一体化布局麻精行业, 北京区域流通龙头地位稳固, 口腔、工业、仓储多业态并举, 业绩增长确定性强, 维持“买入”评级。

➤ 风险提示

研发风险、应收账款风险、行业政策风险

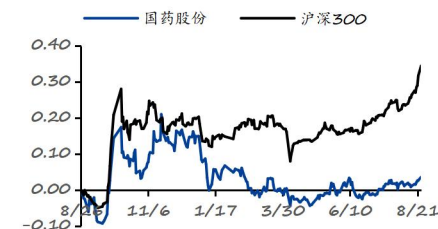
财务数据和估值	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入 (百万元)	49,696	50,597	53,037	56,743	60,711
增长率	9%	2%	5%	7%	7%
净利润 (百万元)	2,146	2,000	2,041	2,172	2,313
增长率	9%	-7%	2%	6%	6%
EPS (元/股)	2.84	2.65	2.71	2.88	3.07
市盈率 (P/E)	10.7	11.5	11.3	10.6	9.9
市净率 (P/B)	1.5	1.3	1.2	1.1	1.1

数据来源: 公司公告、华福证券研究所

基本数据

日期	2025-08-25
收盘价:	30.44 元
总股本/流通股本(百万股)	754.50/553.35
流通 A 股市值(百万元)	16,843.87
每股净资产(元)	23.16
资产负债率(%)	44.41
一年内最高/最低价(元)	38.00/27.12

一年内股价相对走势



团队成员

分析师: 陈铁林(S0210524080007)
ctl30598@hfzq.com.cn
研究助理: 何展聪(S0210123040010)
hzc30081@hfzq.com.cn

相关报告

- 1、2024 年报点评: 收入增长稳健, 利润受子公司影响有所波动——2025.03.24
- 2、2024 年三季报点评: Q3 收入增长稳健, 运营能力有所改善——2024.10.25
- 3、【华福医药】国药股份: 麻精类药物全国配送龙头, 多业态并举驱动稳健增长——2024.05.19



图表 1: 财务预测摘要

资产负债表					利润表				
单位:百万元	2024A	2025E	2026E	2027E	单位:百万元	2024A	2025E	2026E	2027E
货币资金	10,886	12,347	14,156	15,514	营业收入	50,597	53,037	56,743	60,711
应收票据及账款	12,343	12,467	12,901	13,634	营业成本	47,002	49,441	52,895	56,593
预付账款	198	198	199	226	税金及附加	129	135	145	155
存货	4,956	4,636	5,040	5,555	销售费用	805	743	794	850
合同资产	5	1	2	3	管理费用	462	484	518	554
其他流动资产	1,974	2,082	2,213	2,373	研发费用	74	77	83	88
流动资产合计	30,357	31,730	34,509	37,302	财务费用	-68	-68	-68	-68
长期股权投资	2,034	2,034	2,034	2,034	信用减值损失	-23	-25	-27	-29
固定资产	532	562	588	610	资产减值损失	-1	0	0	0
在建工程	1	1	1	1	公允价值变动收益	-18	-19	-20	-22
无形资产	277	296	315	337	投资收益	514	540	567	595
商誉	204	204	204	204	其他收益	12	13	13	14
其他非流动资产	1,524	1,530	1,535	1,542	营业利润	2,677	2,733	2,909	3,098
非流动资产合计	4,571	4,627	4,677	4,728	营业外收入	2	2	2	2
资产合计	34,928	36,356	39,186	42,030	营业外支出	26	27	29	31
短期借款	485	485	485	485	利润总额	2,654	2,708	2,882	3,069
应付票据及账款	12,086	11,916	12,980	13,911	所得税	524	535	569	606
预收款项	0	0	0	0	净利润	2,130	2,173	2,313	2,463
合同负债	275	289	309	330	少数股东损益	130	132	141	150
其他应付款	1,496	1,496	1,496	1,496	归属母公司净利润	2,000	2,041	2,172	2,313
其他流动负债	513	509	525	536	EPS (按最新股本摊薄)	2.65	2.71	2.88	3.07
流动负债合计	14,856	14,694	15,794	16,759					
长期借款	0	20	40	60					
应付债券	0	0	0	0					
其他非流动负债	1,097	1,097	1,097	1,097					
非流动负债合计	1,097	1,117	1,137	1,157					
负债合计	15,953	15,811	16,932	17,916					
归属母公司所有者权益	17,128	18,566	20,134	21,844					
少数股东权益	1,847	1,979	2,120	2,270					
所有者权益合计	18,975	20,545	22,254	24,114					
负债和股东权益	34,928	36,356	39,186	42,030					

现金流量表				
单位:百万元	2024A	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	1,659	1,616	1,941	1,470
现金收益	2,190	2,211	2,357	2,514
存货影响	-994	320	-404	-515
经营性应收影响	-3,412	-124	-436	-760
经营性应付影响	572	-171	1,064	932
其他影响	3,303	-620	-641	-700
投资活动现金流	-2,584	361	384	403
资本支出	-125	-154	-158	-164
股权投资	-307	0	0	0
其他长期资产变化	-2,152	515	541	567
融资活动现金流	-1,582	-516	-516	-516
借款增加	243	20	20	20
股利及利息支付	-746	-663	-664	-665
股东融资	0	0	0	0
其他影响	-1,079	127	128	129

主要财务比率				
	2024A	2025E	2026E	2027E
成长能力				
营业收入增长率	1.8%	4.8%	7.0%	7.0%
EBIT 增长率	-7.8%	2.1%	6.6%	6.7%
归母公司净利润增长率	-6.8%	2.0%	6.4%	6.5%
获利能力				
毛利率	7.1%	6.8%	6.8%	6.8%
净利率	4.2%	4.1%	4.1%	4.1%
ROE	10.5%	9.9%	9.8%	9.6%
ROIC	15.4%	14.4%	14.0%	13.7%
偿债能力				
资产负债率	45.7%	43.5%	43.2%	42.6%
流动比率	2.0	2.2	2.2	2.2
速动比率	1.7	1.8	1.9	1.9
营运能力				
总资产周转率	1.4	1.5	1.4	1.4
应收账款周转天数	76	84	80	79
存货周转天数	34	35	33	34
每股指标 (元)				
每股收益	2.65	2.71	2.88	3.07
每股经营现金流	2.20	2.14	2.57	1.95
每股净资产	22.70	24.61	26.69	28.95
估值比率				
P/E	11	11	11	10
P/B	1	1	1	1
EV/EBITDA	11	11	11	10

数据来源: 公司报告、华福证券研究所

分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。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。

一般声明

华福证券有限责任公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本公司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。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，该等公开资料的准确性及完整性由其发布者负责，本公司及其研究人员对该等信息不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，之后可能会随情况的变化而调整。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

在任何情况下，本报告所载的信息或所做出的任何建议、意见及推测并不构成所述证券买卖的出价或询价，也不构成对所述金融产品、产品发行或管理人作出任何形式的保证。在任何情况下，本公司仅承诺以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告以供投资者参考，但不就本报告中的任何内容对任何投资做出任何形式的承诺或担保。投资者应自行决策，自担投资风险。

本报告版权归“华福证券有限责任公司”所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。未经授权的转载，本公司不承担任何转载责任。

特别声明

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	评级	评级说明
公司评级	买入	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅在 20%以上
	持有	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅介于 10%与 20%之间
	中性	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅介于-10%与 10%之间
	回避	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅介于-20%与-10%之间
	卖出	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅在-20%以下
行业评级	强于大市	未来 6 个月内，行业整体回报高于市场基准指数 5%以上
	跟随大市	未来 6 个月内，行业整体回报介于市场基准指数-5%与 5%之间
	弱于大市	未来 6 个月内，行业整体回报低于市场基准指数-5%以下

备注：评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准；香港市场以恒生指数为基准，美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准（另有说明的除外）

联系方式

华福证券研究所 上海

公司地址：上海市浦东新区浦明路 1436 号陆家嘴滨江中心 MT 座 20 层

邮编：200120

邮箱：hfys@hfzq.com.cn