

收入稳健增长， 看好全年利润增长

核心观点

8月20日，公司发布2025年半年度业绩报告，实现营业收入256.34亿元，同比增长3.54%，实现归母净利润9.49亿元，同比下降5.19%，实现扣非后归母净利润9.32亿元，同比下降7.14%，实现每股收益1.26元，利润端业绩低于我们预期。展望2025年下半年，院内用药需求有望稳健释放，进而带动公司收入端保持稳健增长趋势，公司持续推进费用端精细化管控，叠加子公司经营有望环比改善，我们看好公司业绩增速环比向好。

事件

公司发布2025年半年度业绩报告，利润端业绩低于我们预期

8月20日，公司发布2025年半年度业绩报告，实现营业收入256.34亿元，同比增长3.54%，实现归母净利润9.49亿元，同比下降5.19%，实现扣非后归母净利润9.32亿元，同比下降7.14%，实现每股收益1.26元，收入端业绩符合我们预期，利润端业绩低于我们预期。

简评

母公司表现较好，期待子公司环比改善

2025年上半年，公司营业收入同比增长3.54%，归母净利润同比下降5.19%，扣非后归母净利润同比下降7.14%。25Q2，公司实现营业收入129.21亿元，同比增加2.27%，主要由于院内用药需求持续释放，母公司收入同比增长8.99%为60.66亿元；实

重要财务指标

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	49696	50597	53104	56286	59674
YOY(%)	9.2	1.8	5.0	6.0	6.0
净利润(百万元)	2146	2000	2021	2151	2292
YOY(%)	9.3	-6.8	1.0	6.5	6.6
毛利率(%)	8.0	7.1	6.7	6.7	6.7
净利率(%)	4.7	4.2	4.1	4.1	4.1
ROE(%)	13.6	11.7	10.9	10.7	10.6
EPS(摊薄/元)	2.84	2.65	2.68	2.85	3.04
P/E(倍)	10.4	11.2	11.1	10.4	9.8
P/B(倍)	1.4	1.3	1.2	1.1	1.0

资料来源：iFinD，中信建投证券

国药股份(600511.SH)

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

SFC 编号:BVX723

袁全

yuanquan@csc.com.cn

010-56135332

SAC 编号:S1440523070006

沈兴熙

shenxingxi@csc.com.cn

010-56135334

SAC 编号:S1440525070009

发布日期：2025年09月05日

当前股价：29.70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
0.44/-6.12	0.47/-11.37	-11.29/-41.44

12月最高/最低价(元) 36.55/27.40

总股本(万股) 75,450.30

流通A股(万股) 55,334.64

总市值(亿元) 226.43

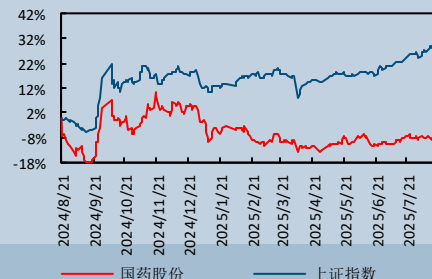
流通市值(亿元) 166.06

近3月日均成交量(万) 432.82

主要股东

国药控股股份有限公司 54.72%

股价表现



现归母净利润 4.90 亿元，同比下降 9.52%；扣非归母净利润 4.85 亿元，同比下降 10.98%，慢于收入端，主要由于：1) 子公司国瑞药业产品受集采和降价影响较大；2) 国控天星及国控康辰受品类结构影响，净利润同比下降。

母公司业绩稳健增长，期待子公司经营边际向好

母公司业绩稳健增长，看好创新转型。2025 年上半年，北京地区整体用药需求稳步释放，带动母公司收入端稳健增长 12.50% 为 120 亿元，净利润同比增长 1.15% 为 7.59 亿元，慢于收入端增速，主要由于降息等因素影响，公司利息收入同比减少 3390 万元。25H1，公司聚焦医院终端，从多维度推进传统直销业务的创新发展：1) 积极跟进集采政策，争取更多带量采购品种的独家授权；2) 加大力度引进国谈产品；3) 不断拓展增值服务领域，提供 SPD 相关服务等，逐步由单纯的药械供应商向综合方案服务提供者转型。我们认为，虽然北京地区分销行业受集采及控费影响，仍面临一定挑战，但公司仍有望凭借渠道、产品完善，叠加服务转型获取超出行业水平的业绩增速。

子公司经营承压，期待 H2 边际向好。25H1，公司部分核心子公司经营略有承压，其中：1) 国瑞药业净利润为-792 万，同比下降 127.97%，主要由于集采和降价影响，同时创新产品市场开拓未达预期，叠加原材料成本上涨、环保合规成本增加等多重因素共同影响。2) 国控天星净利润为 3605 万，同比下降 23.38%，国控康辰净利润 4948 万，同比下降 13.6%。主要由于品类结构影响。展望下半年，我们认为，随着产品结构调整持续推进，且该些子公司 24H2 业绩基数较低，下半年业绩增速有望边际改善。

持续夯实麻精药分销市场优势，投资收益持续贡献

2025 年上半年，公司积极行动开展“麻精药品基层行”培训，覆盖 6000 家医疗机构，持续提升对麻精药品客户的专业化学术服务水平，夯实市场优势。2025 年上半年，公司实现投资收益 2.93 亿元，同比增长 22.17%，对联营企业和合营企业的投资收益为 2.72 亿元，同比增长 11.98%，利润端贡献较为明显，其中宜昌人福净利润 14.32 亿元，同比增长 0.5%。我们认为，2025 年全年麻精药需求有望稳步释放，对公司利润贡献或将稳步提升。

子公司利润贡献有望恢复，降本增效持续推进

展望 2025 年下半年，我们认为，居民医疗需求仍将呈增长趋势，公司集采品种优势明显，市占率仍呈现稳步提升趋势，收入端增速将明显快于行业增速。利润端方面，子公司品类结构调整影响逐步削弱，利润端基数相对较低，贡献利润有望逐步恢复，叠加麻精药需求或将稳步增加、医保局持续推动回款改善政策落地、国企改革及降本增效稳步推进，公司整体利润端表现有望环比改善，我们看好公司 25 年全年业绩稳健向好。

品类及业务结构影响毛利率，降本增效持续推进

2025 年上半年，公司综合毛利率为 6.14%，同比下降 0.94 个百分点，主要由于品类及业务结构变化。销售费用率为 1.19%，同比下降 0.38 个百分点，控费效果明显；管理费用率为 0.79%，同比下降 0.02 个百分点，基本保持稳定；财务费用为-0.05%，同比提升 0.16 个百分点，主要由于利息收入减少。经营活动产生的现金流量净额同比减少 4.44 亿元为-15.1 亿元，主要由于销售规模扩大，购买商品、接受劳务支付现金增加。存货周转天数为 38.42 天，同比增加 3.51 天，主要由于公司部分品类备货增加；应收账款周转天数为 95.03 天，同比增加 26.7 天，主要由于公司降低了应收账款融资规模；应付账款周转天数为 67.66 天，同比下降 1.31 天，基本保持稳定。其余指标保持相对稳定。

盈利预测及投资评级

我们预计公司 2025 - 2027 年实现营业收入分别为 531.04 亿元、562.86 亿元和 596.74 亿元，分别同比增长 5.0%、6.0% 和 6.0%，归母净利润分别为 20.21 亿元、21.51 亿元和 22.92 亿元，分别同比增长 1.0%、6.5% 和 6.6%，折合 EPS 分别为 2.68 元/股、2.85 元/股和 3.04 元/股，对应 PE 为 11.1X、10.4X、9.8X，维持买入评级。

风险分析

- 1) 药品降价风险：麻醉药品、一类精神药品为公司收益稳定的核心业务，该品类价格一旦发生变化将对公司收益产生较大影响；
- 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，员工不能与企业共享改革发展成果，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，影响公司的市场竞争力，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、原料药、基因测序、CRO 等细分领域。2024 年、2023 年、2022 年、2021 年新财富最佳分析师评选医药生物行业第二名、第三名、第四名、第五名团队核心成员。

袁全

中信建投证券医药分析师，耶鲁大学医疗管理硕士，曾就职于瑞士信贷香港投行部，2021 年加入中信建投证券研究发展部，主要负责全球视野研究、中药、医美板块。

沈兴熙

医药行业分析师，武汉大学健康经济学硕士，2023 年加入中信建投证券研究发展部医药团队，主要覆盖基因检测、药店、医药流通、中药及商保板块。

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。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