

买入

2025年9月26日

毛利率仍在下降，效率提升导致净利润率下降趋缓

►25年上半年-2.95%，归母利润-6.43%： 国药控股 2025 年上半年实现营业收入 2,860.4 亿元，较去年同期下降 2.95%。毛利为 203.5 亿元，同比下降 7.28%。整体毛利率持续承压，上半年为 7.11%，同比下降了 0.34%。净利润为 53.37 亿元，同比下降 9.53%。归属于公司权益持有人的利润为 34.7 亿元，同比下降 6.43%。费用管控成效显著，销售、管理和财务费用率分别降至 2.74%、1.28%和 0.35%，主因融资成本降低、一体化整合深化及业务成本优化。期间费用率下降有效缓解利润压力，推动利润率同比降幅收窄，报告期内利润率为 1.21%，同比下降 3.59 个百分点。

►各分部情况： 1、医药分销板块营业收入为 2,185.3 亿元，同比下降 3.52%。经营溢利率为 2.58%，较上年同期下降 0.17 个百分点，主要受终端销售价格下降和院端品类结构调整影响。2025 年 H1 国谈品种销售额保持快速增长，销售收入及毛利额同比均实现双位数增长。渠道结构上，国药控股积极推进等级医院核心市场品种增长，同时紧抓基层医疗市场刚需，带动整体份额增长。收入下降也部分由于公司主动的战略转型，降低低毛利、低周转的收入占比，推动行业供应链效率和合规提升，持续挖掘新环境下业务可持续发展的能力。2、器械分销业务实现收入 570.5 亿元，同比下滑 2.46%。经营溢利率为 1.92%，同比下降 0.33 个百分点，主要是高毛利器械收入占比降低以及行业配送毛利率整体下行所致。医疗设备与 IVD 品类销售呈现明显回落，而医用耗材保持稳健增长。公司主动收缩长账期、低附加值及资金占用较高的业务规模，持续优化渠道结构，上半年净新增 SPD 项目 7 个、单体医院集中配送项目 18 个及医联体、医共体集中配送项目 1 个。SPD 项目带动器械收入同比增长 13%。此外，公司新增 35 项服务类软件著作权，进一步赋能终端医院运营。3、医药零售板块实现收入 171.6 亿元，同比增长 3.6%，呈现逆市增长。该板块经营溢利率为 2.68%，同比提升 1.13 个百分点，主要得益于收入规模增长、网络结构优化以及费用有效管控。截至 2025 年 6 月底，国大药房门店总数达 8,591 家，较上年末净减少 978 家，通过聚焦门店质量提升和网络优化，实现扭亏为盈并保持良好盈利态势，净利润同比大幅增长 215.8%。专业药房门店数为 1,516 家，较上年末净减少 128 家，但在处方外流及创新药政策支持下，同店收入保持高速增长，增速维持在两位数以上。

►目标价 21.3 港元，维持买入评级： 国药控股作为医药流通行业龙头，短期业绩虽承压，但零售板块逆势增长与国大药房扭亏初显转型成效。长期仍受益于老龄化趋势与集约化政策，预计公司将逐步走出之前调整带来的业务转型压力。我们采用 9.5 倍 PE 为公司估值，计算出公司目标价 21.3 港元，较现价有 16.1% 的上升空间，维持买入评级。

但玉翠

852-25321956

tracy.dan@firstshanghai.com.hk
主要数据

行业	医药
股价	18.37 元
目标价	21.3 港元 (+16.1%)
股票代码	1099
总股本	31.21 亿股
市值	573 亿港元
52 周高/低	23.65/16.74 港元
每股净资产	28.19 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%) FRM LLC (4.82%)

表：盈利摘要

截至12月31日止财年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万人民币)	596,570	584,508	570,335	561,085	557,748
变动	8.0%	-2.0%	-2.4%	-1.6%	-0.6%
净利润	9,054	7,050	6,427	6,250	6,191
变动	6.2%	-22.1%	-8.8%	-2.8%	-1.0%
每股盈利(人民币元)	2.90	2.26	2.06	2.00	1.98
市盈率@18.39港元	5.82	7.47	8.19	8.42	8.50
每股派息(人民币元)	0.87	0.68	0.62	0.60	0.59
股息现价比	4.7%	3.7%	3.4%	3.3%	3.2%

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

财务报表摘要

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	570,335	561,085	557,748	盈利能力					
营业成本	(548,058)	(540,253)	(530,411)	(521,924)	(518,908)	经营利润率 (%)	3.7%	3.2%	2.8%	2.8%	2.8%
毛利润	48,512	44,255	39,923	39,161	38,839	EBITDA 利润率 (%)	2.9%	2.2%	2.1%	2.1%	2.1%
销售费用	(17,472)	(17,159)	(15,969)	(15,710)	(15,617)	净利率 (%)	2.5%	1.8%	1.7%	1.6%	1.6%
行政开支	(8,678)	(8,414)	(7,928)	(7,799)	(7,753)						
经营盈利	22,362	18,683	16,026	15,651	15,470	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%	4.2%	4.2%	4.2%
财务费用	(2,430)	(2,328)	(2,383)	(2,415)	(2,415)	实际税率 (%)	23.1%	25.6%	25.6%	25.6%	25.6%
税前盈利	19,512	14,001	12,765	12,413	12,295	股息支付率 (%)	30.0%	30.0%	30.0%	30.0%	30.0%
所得税	(4,502)	(3,577)	(3,262)	(3,172)	(3,141)						
利润总额	15,010	10,424	9,503	9,242	9,154	应付账款天数	93	99	101	101	100
公司权益持有人溢利	9,054	7,050	6,427	6,250	6,191	应收账款天数	109	121	127	126	125
折旧及摊销	2,358	2,350	2,297	2,304	2,312	存货周转天数	40	41	42	42	41
EBITDA	17,368	12,773	11,800	11,546	11,465						
						财务状况					
每股盈利(元)	2.90	2.26	2.06	2.00	1.98	负债/权益	2.2	2.1	2.1	1.9	1.8
						收入/总资产	1.6	1.5	1.4	1.4	1.3
增长						总资产/股本	122.9	125.9	132.8	132.7	133.2
营业收入 (%)	8.0%	-2.0%	-2.4%	-1.6%	-0.6%	息税前保障倍数	9.0	7.0	6.4	6.1	6.1
EBITDA (%)	5.1%	-26.5%	-7.6%	-2.2%	-0.7%						
每股收益 (%)	6.2%	-22.1%	-8.8%	-2.8%	-1.0%	净资产收益率	12.5%	8.2%	7.0%	6.5%	6.1%
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	80,238	81,833	82,031	税前盈利	19,512	14,001	12,765	12,413	12,295
应收账款	184,433	200,255	195,399	192,230	191,086	营运资金变化	(1,402)	(17,681)	3,818	2,771	1,437
存货	60,028	62,353	60,841	59,854	59,498	其他经营现金流	3,872	4,261	3,960	4,155	4,096
其他流动资产	27,211	29,308	29,470	29,866	30,609	所得税	(4,563)	(4,499)	(3,623)	(3,587)	(3,619)
总流动资产	336,835	347,448	367,166	365,002	364,442	营运现金流	17,173	11,546	16,920	15,752	14,209
非流动资产						资本开支	(3,462)	(1,545)	(3,186)	(3,193)	(3,201)
固定资产	19,898	19,632	19,829	19,914	19,998	其他投资活动	2,518	(2,206)	(739)	(649)	(789)
无形资产	10,196	8,949	9,038	9,129	9,220	投资活动现金流	(945)	(3,751)	(3,925)	(3,842)	(3,990)
其他非流动资产	15,597	15,942	17,567	19,310	21,181	负债变动	3,817	2,802	18,983	(4,296)	(4,081)
总资产	383,395	392,831	414,461	414,215	415,702	股本变动	-	-	-	-	-
流动负债						其他融资活动现金	(11,461)	(20,087)	(6,054)	(6,019)	(5,941)
短期借款	54,730	62,729	85,914	81,618	77,537	融资活动现金流	(7,644)	(17,285)	12,930	(10,315)	(10,022)
应付账款	146,632	151,109	147,445	145,054	144,191	现金变化	8,585	(9,490)	25,925	1,595	198
其他短期负债	31,932	27,948	27,948	27,948	27,948	期初持有现金	55,222	63,809	54,313	80,238	81,833
总流动负债	241,491	250,376	269,896	263,209	258,266	期末持有现金	63,809	54,313	80,238	81,833	82,031
长期借款	13,834	8,637	4,436	4,436	4,436						
其他固定负债	4,250	3,817	3,817	3,817	3,817						
总负债	263,076	266,144	281,463	274,776	269,832						
股东权益	120,319	126,687	136,267	142,723	149,169						
负债权益合计	383,395	392,831	417,730	417,499	419,001						

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。