

业绩符合预期， 期待 Q4 利润增长加速

核心观点

10 月 27 日，公司发布 2025 年三季度业绩报告，2025 年前三季度，公司实现营业收入 4314.79 亿元，同比下降 2.47%，实现归母净利润 53.07 亿元，同比增长 0.53%，业绩符合我们此前报告预期。展望 25Q4 及 26 年，公司药品分销业务收入端或将稳健增长，器械分销板块有望快速增长，零售板块持续恢复，随着降本增效成果逐步体现，盈利能力或将环比改善，我们看好公司长期业绩潜力稳步释放。

事件

公司发布 2025 年三季度业绩公告，业绩符合我们此前报告预期

10 月 27 日，公司发布 2025 年三季度业绩报告，2025 年前三季度，公司实现营业收入 4314.79 亿元，同比下降 2.47%，实现归母净利润 53.07 亿元，同比增长 0.53%，业绩符合我们此前报告预期。

简评

药械价格承压影响毛利率，降本增效成果逐步体现

2025 年前三季度，公司营业收入同比下降 2.47%，归母净利润同比增长 0.53%。2025 年第三季度，公司营业收入同比下降 1.53% 为 1454.36 亿元，降幅有所收窄，主要由于院内控费影响边际减弱，且器械板块相对稳健。单三季度，公司归母净利润同比增长 16.9% 为 18.4 亿元，主要由于公司积极推进降本增效，期间费用率同比下降 0.23 个百分点，毛利率则维持相对稳定。

重要财务指标

	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入（百万元）	596570	584508	589221	619591	651789
YoY(%)	8.0	-2.0	0.8	5.2	5.2
净利润（百万元）	9054	7050	7266	7766	8313
YoY(%)	6.2	-22.1	3.1	6.9	7.0
毛利率(%)	8.1	7.6	7.5	7.3	7.2
净利率(%)	2.5	1.8	2.0	2.0	2.0
ROE(%)	12.1	8.9	8.8	9.1	9.3
EPS(摊薄/元)	2.90	2.26	2.33	2.49	2.66
P/E(倍)	6.3	8.0	7.8	7.3	6.8
P/B(倍)	0.8	0.7	0.7	0.7	0.6

资料来源：iFinD，中信建投证券

国药控股(1099.HK)

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 11 月 11 日

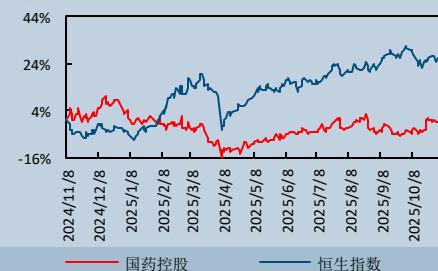
当前股价：19.96 港元

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
	7.89/10.55	5.94/0.60	0.30/-27.47
12 月最高/最低价（港元）			22.15/17.12
总股本（万股）			312,065.62
流通 H 股（万股）			134,181.07
总市值（亿港元）			622.88
流通市值（亿港元）			622.88
近 3 月日均成交量（万）			527.65
主要股东			
国药产业投资有限公司			50.36%

股价表现



药品分销重点地区稳健增长，器械分销持续改善

2025 年前三季度，公司持续加大重点地区规模提升力度，华东、华北等重点区域市场保持稳定增长态势，同时，公司积极调整品类及营销体系，毛利率及盈利能力有望同步提升。器械分销方面，公司单三季度仍受到集采等因素影响，收入及净利润仍有一定承压，但降幅相对可控。我们认为，器械更新换代有望逐步落地，叠加公司继续培育 SPD 等器械分销服务优势，器械板块整体增长可期。

看好盈利能力提升，期待业绩稳健增长

展望 25Q4 及 26 年，医院合规销售影响趋于正常，医疗服务价格改革影响口径可比，集采降价影响边际减弱，公司药品分销板块有望回归稳健增长态势。同时，公司积极推进器械分销 SPD 服务及制造业务，器械分销业绩有望加速释放。零售板块持续调整品类结构及门店结构，盈利能力有望提升。此外，公司降本增效成果持续体现，盈利能力有望逐步提升，考虑到 25Q4 业绩基数较低，公司四季度利润端有望加速增长。此外，公司明年或将稳步落地十五五规划，有望催化估值。

结构调整影响毛利率，其他指标基本正常

2025 年前三季度，公司综合毛利率为 7.25%，同比下降 0.23 个百分点，主要由于高毛利率业务收入占比及毛利率同比下降，但降幅环比缩窄。销售费用率为 2.74%，同比下降 0.15 个百分点，控费效果较好；管理费用率为 1.13%，同比下降 0.08 个百分点，控费效果较好；财务费用率为 0.36%，同比增加 0.02 个百分点，基本保持稳定。经营活动产生的现金流量净额为-390.77 亿元，上年同期为-477.18 亿元，主要由于账款收回。存货周转天数为 43.47 天，同比增加 0.90 天，基本保持稳定；应收账款周转天数为 141.03 天，同比增加 8.7 天，主要由于部分终端回款延迟。其余财务指标基本正常。

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 5892.21 亿元、6195.91 亿元和 6517.89 亿元，分别同比增长 0.8%、5.2%及 5.2%，实现归母净利润分别为 72.66 亿元、77.66 亿元和 83.13 亿元，分别同比增长 3.1%、6.9%及 7.0%，折合 EPS 分别为 2.33 元/股、2.49 元/股和 2.66 元/股，对应 PE 为 7.8X、7.3X、6.8X，维持“买入”评级。

风险分析

- 1) 药品集采风险：药品集中采购范围逐渐扩大，可能对公司产生一定的降价风险，影响公司部分业务收益，而且随着带量采购中标品种增加，其规模过大有可能对公司经营收入和利润产生较大影响。
- 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，员工长期激励效果不足，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，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

医药消费及生物制品联席首席分析师，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、医药流通、连锁药店、疫苗、血制品、CRO、原料药、基因测序等细分领域。

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，主要负责中药、医美、医药商业、全球视野研究等细分领域，2024 年、2023 年新财富最佳分析师评选医药生物行业第二名、第三名团队核心成员。

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。版权所有，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