



Research and
Development Center

医药流通龙头行稳致远，“高股息&经营质量优化”或助力估值提升
—国药控股(1099.HK)公司深度报告

2025年12月5日

唐爱金 医药行业首席分析师
S1500523080002
tangaijin@cindasc.com

章钟涛 医药行业分析师
S1500524030003
zhangzhongtao@cindasc.com

证券研究报告

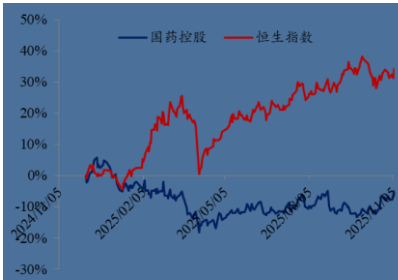
公司研究

公司深度报告

国药控股 (1099.HK)

投资评级 **买入**

上次评级



资料来源: ifind, 信达证券研发中心

公司主要数据

收盘价 (港元)	20.46
52 周内股价波动区间 (港元)	16.00-21.66
最近一月涨跌幅 (%)	5.41%
总股本 (亿股)	31.21
流通 H 股比例 (%)	43%
总市值 (亿港元)	638.49

资料来源: 聚源, 信达证券研发中心

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

医药流通龙头行稳致远, “高股息&经营质量优化” 或助力估值提升

2025 年 12 月 5 日

报告内容摘要:

- ◆**核心逻辑:** 1) 2025Q3 低效业务调整已接近尾声, 利润端已出现明显改善。2025Q3 单季度销售费用率、管理费用率下降, 带动净利率提升 0.2 个百分点, 2025Q3 单季度归母净利润增速达 17%。2) 2025 年既是“十四五”的收官年, 又是“十五五”的基数年, 2025 年公司注重提质增效并且优化业务结构, 我们认为 2026 年公司或可轻装上阵, 利润端或有望持续超预期。此外, 国药集团同样注重推进高质量并购, “十五五”规划或持续重视资产的并购重组, 推动形成生物医药领域的新质生产力。3) 近 4 年公司的分红比例呈稳步提升态势, 公司分红比例从 2021 年的 28.1%逐步提升至 2024 年的 30.98%, 年均提升 0.96 个百分点。同时, 近 5 年股息率均值为 4.45%。此外, 公司 PB 估值小于 1, 当前公司 PB 估值约 0.71 倍 (低于近 5 年 PB 估值均值 0.81 倍)。
- ◆**龙头受益于行业集中度提升, 期待公司创新业务贡献第二增长点:** 1) 分销行业四家龙头公司的集中度从 2019 年的 38.38%逐步提升至 2023 年的 42.69%, 年均提升 1.08 个百分点。其中, 2023 年国药控股市占率达 20.36%。**在药品分销方面,** 2018-2024 年间公司医药分销收入 CAGR 约 7%, 2024 年药品分销收入约 4246 亿元 (占比 73%)。我们认为, 医药分销后续的增长驱动力包括: ①医药流通行业集中度提升。②品种结构向高需求、高价值方向调整优化。③全面推进创新服务发展。**在器械分销方面,** 2018-2024 年间公司医药器械分销收入复合增速约 15.69%, 2024 年器械分销收入约 1175 亿元 (占比约 20%)。从中长期的维度上看, 公司器械分销业务的增长驱动力包括: ①器械分销行业集中度提升。②SPD 业务的增长。③器械工业等创新业务增长。2) 在医药零售板块, 公司持续推进“批零一体化”战略, 不断深化专业药房和国大药房的双品牌战略。2018-2024 年间零售收入 CAGR 约 16%, 其中国大药房收入复合增速为 12.52%, 而专业化药房收入复合增速约为 23.64%。我们认为, 2024 年公司主动优化国大药房盈利较差的门店, 后续或可期待国大药房盈利端的改善; 而专业化药房近年来增速较快, 且单店产出持续提升, 一方面受益于处方外流, 另一方面或与公司分销业务有协同优势, 未来增速仍值得期待。
- ◆**“十五五”规划筹备正当时, 近 4 年分红比例逐年提升且当前公司 PB 小于 1:** ①2024 年国药集团完成治理层变更, 国药集团董事长白忠泉先生于 2024 年 6 月任职, 总经理赵炳祥先生于 2024 年 4 月任职。同时, 国药集团“十四五”规划剑指百强万亿的发展战略目标, 而 2025 年起国药集团自上而下开始规划“十五五”规划, 我们认为经过 2 年的业务优化和提质增效, “十五五”期间国药集团乃至国药控股均有望轻装上阵、行稳致远。②近年来公司的分红比例呈稳步提升态势, 公司分红比例从 2021 年的 28.1%逐步提升至 2024 年的 30.98%, 年均提升 0.96 个百分点。2021-2023 年间公司股息率基本维持在 4.5%以上, 2024 年由于利润有所下滑, 2024 年股息下滑至 3.47%。此外, 近 5 年公司 PB (MRQ) 均值为 0.81 倍, 而截至 2025/11/26 公司的 PB 估值约 0.71 倍, 低于近 5 年均值。
- ◆**盈利预测及投资评级:** 我们预计公司 2025-2027 年营业收入分别为 5771.87 亿元、5978.35 亿元、6193.25 亿元, 同比增速分别为-1%、4%、4%, 实现归母净利润分别为 80.77 亿元、87.51 亿元、95.22 亿元, 同比分别增长 15%、8%、9%, 对应 2025/12/4 股价 PE 分别为 7.27 倍、6.71 倍、6.17 倍。首次覆盖, 给予公司“买入”投资评级。
- ◆**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, 跨市场选取可

比公司风险。

重要财务指标	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入(百万元)	584508	577187	597835	619325
增长率 YoY %	-2%	-1%	4%	4%
归属母公司净利润 (百万元)	7050	8077	8751	9522
增长率 YoY%	-22%	15%	8%	9%
毛利率%	7.57%	7.56%	7.58%	7.60%
净资产收益率ROE%	8.94%	9.55%	9.65%	9.80%
EPS(摊薄)(元)	2.26	2.59	2.80	3.05
市盈率 P/E(倍)	8.67	7.27	6.71	6.17
市净率 P/B(倍)	0.78	0.69	0.65	0.60

资料来源: wind, 信达证券研发中心预测; 股价为2025年12月4日收盘价

目录

一、医药流通行业龙头，25Q3 单季度归母净利润增速达 17%	7
1.1 中国医药流通行业龙头，业务布局医药分销、器械分销及零售	7
1.2 国药集团为公司实际控制人，子公司业务分布明晰，公司控股/参股多家优质上市公司	7
1.3 近 7 年收入 CAGR 约 9%，25Q3 单季度归母净利润增速约 17%	8
二、行业集中度提升，分销创新业务贡献新动力，专业药房增速显著	11
2.1 分销业务：龙头受益于行业集中度提升，创新业务或贡献第二增长曲线	11
2.1.1 药品分销：临床高价值品种增长+营销推广服务扩充	11
2.1.2 器械分销：SPD 业务增长+器械工业增长	12
2.1.3 行业集中度逐步提升，国药控股市占率超 20%	12
2.2 零售业务：2024 年国大药房计提减值，近 7 年专业化药房收入 CAGR 约 24%	14
2.3 其他业务：近 7 年经营溢利率均保持在 8% 以上	16
三、“十五五”规划筹备正当时，近 4 年分红比例逐年提升	17
3.1 国药集团布局大健康全产业链，2024 年治理层完成变更	17
3.2 “十四五”集团剑指百强万亿目标，“十五五”筹备正当时	18
3.3 近 4 年分红比例逐年提升，近 5 年股息率均值为 4.45%	20
四、业务拆分&估值	22
4.1 业务拆分	22
4.2 盈利预测	23
4.3 估值对比	23
五、风险因素	24

表目录

表 1: 十五五规划的进展	19
表 2: 国药集团并购案例汇总	19
表 3: 近 5 年医药流通可比公司的分红比例水平	20
表 4: 近 5 年医药流通可比公司的股息率水平	21
表 5: 国药控股业务拆分	22
表 6: 国药控股盈利预测	23
表 7: 可比公司估值	23

图目录

图 1: 国药控股发展历程回顾	7
图 2: 国药控股股东结构及核心子公司布局（截至 2025/6/30）	8
图 3: 近年来公司营收变动趋势	8
图 4: 近年来公司营收结构变动	8
图 5: 近年来公司归母净利润变动趋势	9
图 6: 近年来公司板块经营溢利占比变动	9
图 7: 近年来公司盈利能力变动	9
图 8: 近年来公司费用率变动趋势	9
图 9: 近年来公司资产负债率变动	10
图 10: 近年来公司周转天数变动	10
图 11: 近年来公司药品分销收入变动趋势	11
图 12: 近年来公司药品板块经营溢利变动趋势	11
图 13: 近年医疗器械收入变动趋势	12
图 14: 近年医疗器械板块经营溢利变动趋势	12
图 15: 近年全国医药流通行业市场规模变动	13
图 16: 近年全国医药流通行业 4 大龙头市占率变动	13
图 17: 2023 年医药流物品类结构	13
图 18: 2023 年医药流通企业所有制结构比例	13
图 19: 2023 年各省市/自治区医药流通规模分布	14
图 20: 近年零售板块收入变动趋势	15
图 21: 近年零售板块经营溢利变动趋势	15
图 22: 近年国药大药房收入变动	15
图 23: 近年专业药房收入变动	15
图 24: 近年国药大药房门店变动	16
图 25: 近年国大药房单店产出变动	16

图 26: 近年专业化药房门店变动	16
图 27: 近年专业化药房单店产出变动	16
图 28: 近年其他业务收入变动趋势	17
图 29: 近年其他业务板块经营溢利变动趋势	17
图 30: 国药集团旗下核心上市公司布局	17
图 31: 国药集团“十四五”规划愿景	18
图 32: 近年来分红比例及股息率变化趋势	20
图 33: 近年来公司 PB 估值变动	24

投资聚焦

1. 分销行业集中度持续提升，创新业务或贡献第二增长曲线

从行业规模上看，2019-2023 年间药品流通行业销售总额 CAGR 约 6%，2023 年药品流通行业销售总额达 29304 亿元（若剔除不可比因素同比增长 7.5%）。从行业集中度角度上看，四家龙头公司的集中度从 2019 年的 38.38% 逐步提升至 2023 年的 42.69%，年均提升 1.08 个百分点。从市占率的角度看，国药控股始终占据行业龙头地位，其占据行业销售总额的比例从 2019 年的 18.41% 稳步提升至 2023 年的 20.36%。

在医药分销方面，医药分销是公司的主要业务，主要向医院、其他分销商、零售药店及诊所等客户分销药物及医药制品。2018-2024 年间公司医药分销收入 CAGR 约 7%，近年来公司药品经营溢利率有小幅下降，主要系受到国家集采政策影响，药品终端价格持续下降。我们认为，医药分销后续的增长驱动力包括：1) 公司作为行业龙头受益于行业集中度提升。2) 品种结构向高需求、高价值方向调整优化。3) 全面推进创新服务发展。诸如 2024 年公司与辉瑞、诺华等厂商合作开展 12 项营销自营项目。

在器械分销方面，公司的器械分销业务主要为客户提供医疗器械的分销、安装以及维修服务。2018-2024 年间公司医药器械分销收入复合增速约 15.69%。2018-2023 年间公司器械分销业务经营溢利率均高于医药分销业务。2025H1 公司器械分销经营溢利为 10.98 亿元，经营溢利率降至 1.92%。从中长期的维度上看，公司器械分销业务的增长驱动力包括：1) 器械分销行业集中度提升。2) SPD 业务的增长。3) 器械工业等创新业务增长。

在医药零售方面，2018-2024 年间零售收入 CAGR 约 16%（期间药品分销增速约 7%，器械分销增速约 16%），其中，2018-2024 年间国大药房复合增速为 12.52%。2024 年国大药房收入 220.64 亿元（同比-0.53%）。国大药房的收入下滑主要系受到门诊统筹、医保个账改革及整体市场消费下行的影响，叠加高毛利防疫商品等品种销售的下滑。专业药房方面，2018-2024 年其复合增速约为 23.64%。2024 年专业药房收入约 133.20 亿元（同比+14.26%），2025H1 收入约 61.30 亿元（同比约+12.27%）。

2. “十五五”规划筹备正当时，近 4 年分红比例逐年提升

2024 年国药集团完成治理层变更，国药集团董事长白忠泉先生于 2024 年 6 月任职，总经理赵炳祥先生于 2024 年 4 月任职。集团规划“十四五”末实现百强万亿的发展战略目标。具体上看，集团希望打造超十个百亿级、若干个千亿级的产业集群(产业链)和产业区域(生态圈)集团进入世界 500 强前 100 名，实现营业收入、资产总额或市值过万亿的目标。自 2025 年起国药集团开始筹备“十五五”规划的编制。2025 年 2 月，国药集团召开“十五五”战略规划研讨会，白忠泉董事长指出，在新的发展时期，国药集团作为国资央企，要围绕“国之所需”，承担起新的历史使命，要以制定“十五五”战略规划为契机，凝聚共识，不断增强核心功能、提高核心竞争力，加快布局前瞻性战略性新兴产业等。

近年来公司的分红比例呈稳步提升态势，公司分红比例从 2021 年的 28.1% 逐步提升至 2024 年的 30.98%，年均提升 0.96 个百分点。2021-2023 年间公司股息率基本维持在 4.5% 以上，2024 年由于利润有所下滑，2024 年股息下滑至 3.47%。此外，近 5 年公司 PB (MRQ) 均值为 0.81 倍，而截至 2025/12/3 公司的 PB 估值约 0.71 倍，低于近 5 年均值。

一、医药流通行业龙头，25Q3 单季度归母净利润增速达 17%

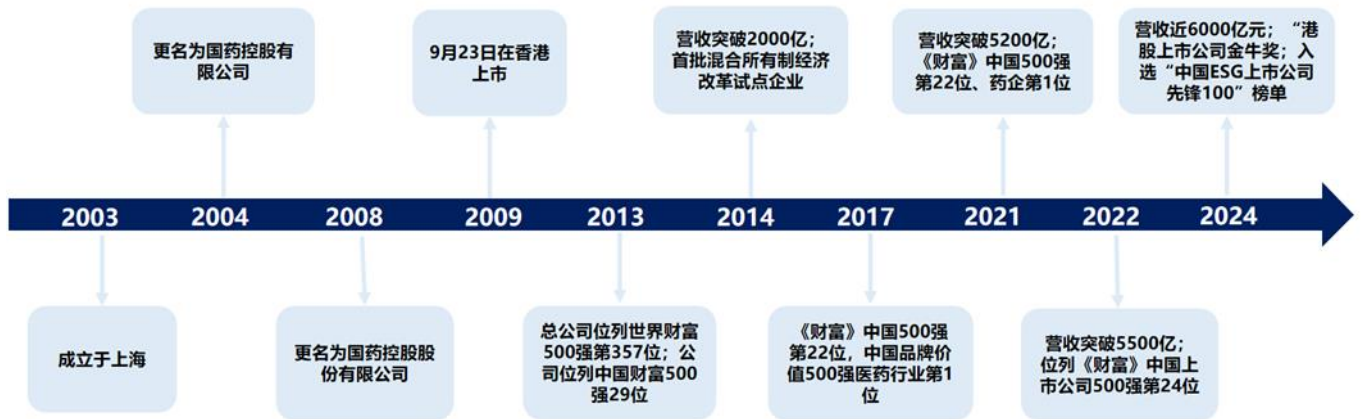
1.1 中国医药流通行业龙头，业务布局医药分销、器械分销及零售

国药控股是国药集团医药商贸流通板块的承载企业。公司于 2003 年 1 月在上海成立，并于 2009 年 9 月在香港上市，下辖 1100 余家子公司（含国药股份、国药一致两家 A 股上市公司）。目前，公司业务涵盖医药分销，器械分销，医药零售三大板块。

在医药和器械分销领域，公司依托覆盖全国的配送网络，为国内外药品、医疗器械、耗材及其他医疗保健产品的制造商和供货商，及下游的医院、其他分销商、零售药店、基层医疗机构等客户提供全面的分销、配送和其他增值服务。在医药零售领域，公司在中国主要城市以直接经营和特许经营方式管理零售连锁药店网络，向终端消费者销售药品及大健康产品，该业务板块一直居于中国医药零售行业前列。2024 年，国药控股实现营业收入 5845 亿元人民币。其中，药品分销业务持续巩固领先优势，各省(区、市)终端网络覆盖 70 余万家，市场份额稳步提升；医疗器械业务网络覆盖优势稳固，综合服务能力持续提升，工业制造扎实推进；药品零售网络持续优化，门店总数超过 10000 家，社会药房与专业药房保持稳健发展。

从发展历程上看，公司于 2003 年 1 月在上海成立，并于 2009 年 9 月在香港上市。2014 年 12 月，经国务院国资委列为首批混合所有制改革试点企业。公司规模持续扩张，逐步发展为中国医药分销行业的领军企业。2014 年，公司营业收入突破 5200 亿元。2022 年，营业收入突破 5500 亿，并荣登《财富》中国上市公司 500 强第 24 位。2024 年，荣获“港股上市公司金牛奖”，并入选“中国 ESG 上市公司先锋 100”榜单。

图1: 国药控股发展历程回顾

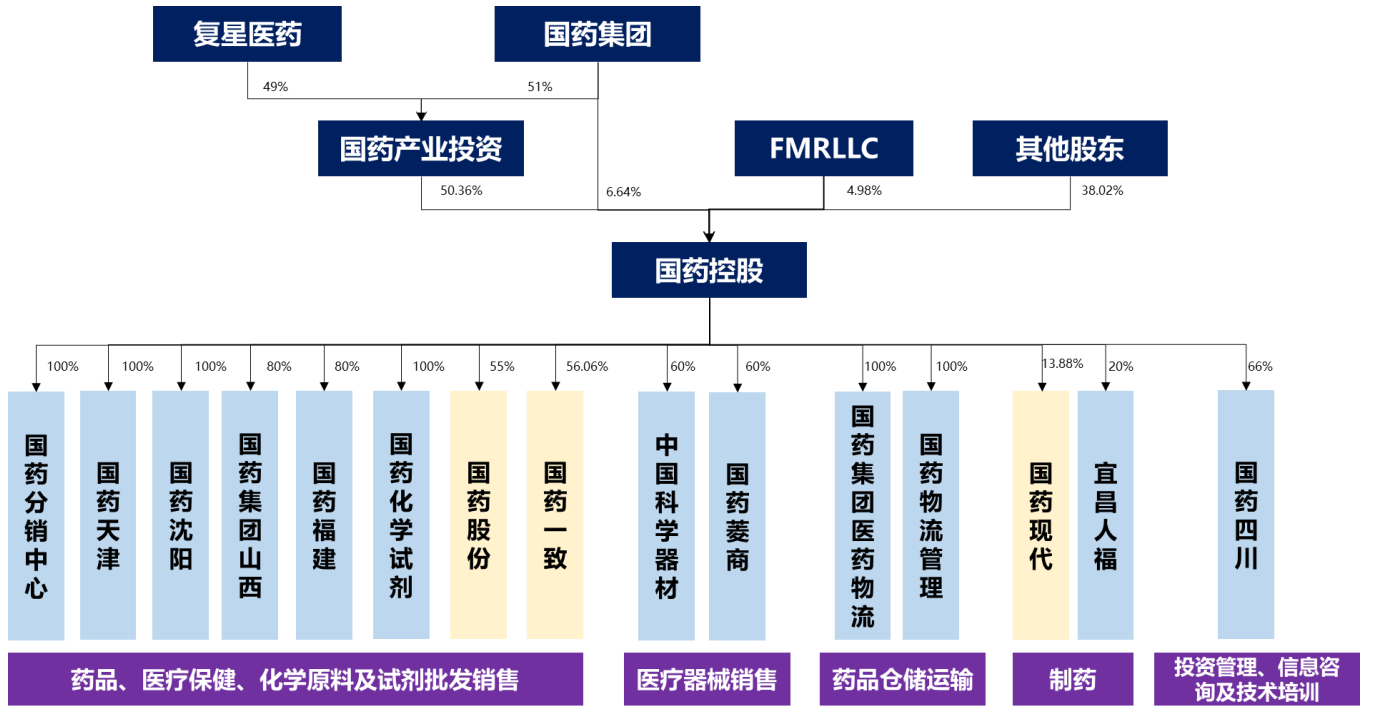


资料来源：公司官网，信达证券研发中心

1.2 国药集团为公司实际控制人，子公司业务分布明晰，公司控股/参股多家优质上市公司

从股东结构上看，截止 2025 年 6 月 30 日，公司的控股股东为国药产业投资有限公司（持股比例为 50.36%），实际控制人为中国医药集团有限公司。

从控股或参股公司的维度上看，公司旗下核心子公司主要覆盖药品批发销售、医疗器械销售、药品仓储运输和制药等。同时，公司还控股国药股份（持股比例约 55%）、国药一致（持股比例 56.06%）。此外，公司参股国药现代（持股比例 13.88%）和宜昌人福（持股比例 20%）。

图2: 国药控股股东结构及核心子公司布局 (截至 2025/6/30)


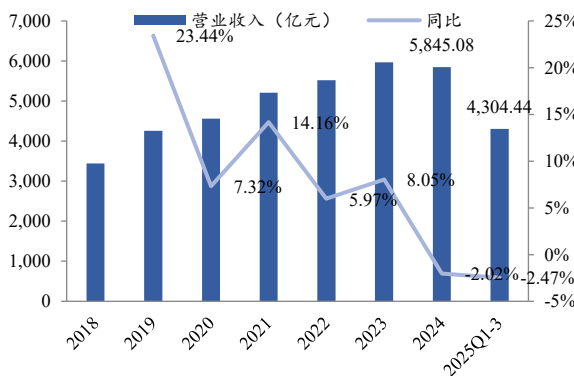
资料来源: ifind, 信达证券研发中心

注: 国药股份、国药一致以及国药现代为 A 股上市公司

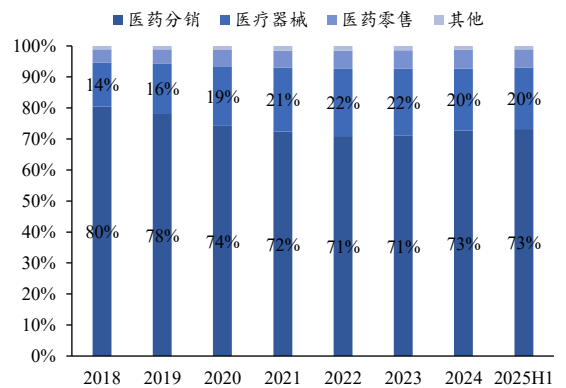
1.3 近 7 年收入 CAGR 约 9%，25Q3 单季度归母净利润增速约 17%

从营收的维度上看，2018-2024 年间公司营收复合增速约 9.21%，近 3 年（2021-2024 年）公司收入复合增速约 4%。2024 年公司营收规模约达 5845 亿元（同比下降 2.02%），其中医药分销业务增长 0.75%，器械分销收入下降约 9.44%（主要系终端需求结构变化，器械品类收入下降，而医用耗材保持稳定增长），而其他业务收入下降约 12.32%（主要系工业制品收入减少）。2025H1 公司营收为 4304.44 亿元（同比-2.47%），其中医药分销业务收入下降 3.52%，器械分销业务收入下降 2.46%，而零售业务收入增长 3.65%。

在收入构成方面，2025H1 医药分销业务营收占比约为 73%，医疗器械业务占比约为 20%，而医药零售业务占比约为 6%，其他业务占比约为 1%。

图3: 近年来公司营收变动趋势


资料来源: ifind, 信达证券研发中心

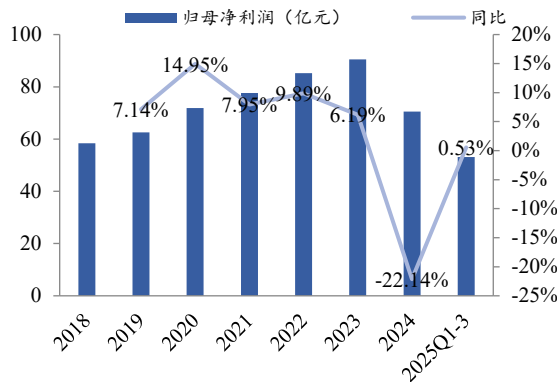
图4: 近年来公司营收结构变动


资料来源: ifind, 信达证券研发中心

从利润维度上看，2020-2023 年间公司归母净利润复合增速约 8%。2024 年公司归母净利润约为 70.50 亿元，同比下滑 22.14%，这主要系公司对国大药房计提了约 10 亿元的商誉和无形资产减值准备。2025Q1-3 公司归母净利润为 53.07 亿元（同比增长约 0.53%），其中 25Q1 单季度归母净利润 14.57 亿元（同比+3%），25Q2 单季度归母净利润 19.98 亿元（同比-12%），25Q3 单季度归母净利润 18.52 亿元（同比+17%），25Q3 利润增长迎来拐点。

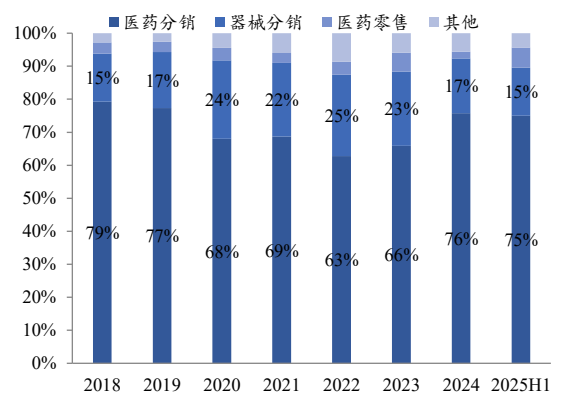
在经营溢利占比方面，公司的主要经营溢利来源为医药分销业务。2025H1 公司医药分销经营溢利占比约 75%，器械分销业务占比约 15%，而医药零售业务占比约 6%，其他业务占比约为 4%。

图5: 近年来公司归母净利润变动趋势



资料来源: ifind, 信达证券研发中心

图6: 近年来公司板块经营溢利占比变动

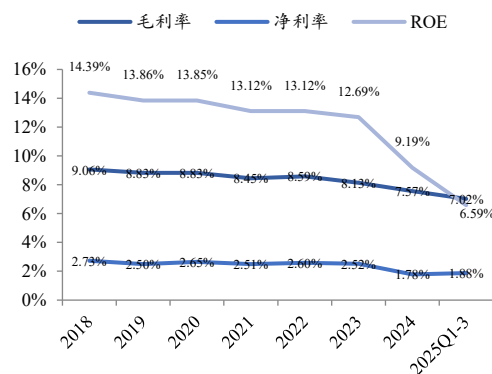


资料来源: 公司公告, 信达证券研发中心

从盈利能力上看，2018-2024 年间公司毛利率水平基本维持在 7%-10%之间，2024 年公司毛利率下降约 0.56 个百分点，我们认为这主要与高毛利业务的器械分销业务和工业业务收入下降相关。2018-2023 年间公司净利率基本维持在 2.5%以上，2024 年公司净利率下降至 1.78%，这主要系公司对国大药房计提了约 10 亿元的商誉和无形资产减值准备。在 ROE 方面，2018-2023 年公司 ROE 基本维持在 12%以上，2024 年下降与净利润的波动相关。

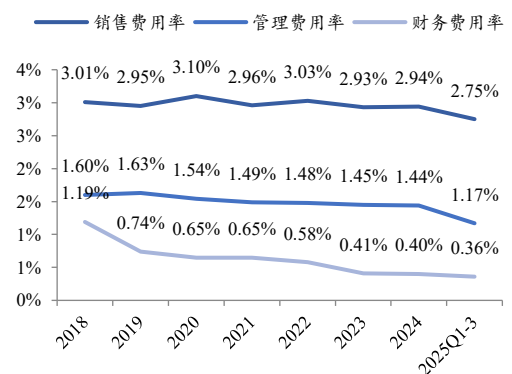
在期间费用率方面，2018-2025Q3 公司的销售费用率、而管理费用率和财务费用率基本呈现出波动中下降的趋势。2024 年销售费用率约为 2.94%（2025Q3 为 2.75%），2024 年行政开支费用率约为 1.44%（2025Q3 为 1.17%），2024 年财务费用率为 0.40%（2025Q3 为 0.36%）。

图7: 近年来公司盈利能力变动



资料来源: ifind, 信达证券研发中心

图8: 近年来公司费用率变动趋势

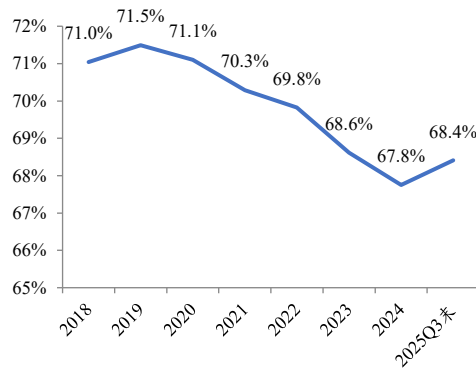


资料来源: ifind, 信达证券研发中心

在资产负债率方面，自2019年起公司资产负债率每年均有所下降，从2019年的71.5%下降至2024年的67.8%，年均下降0.75个百分点。2025Q3资产负债率为68.4%，同比下降约2.7个百分点。

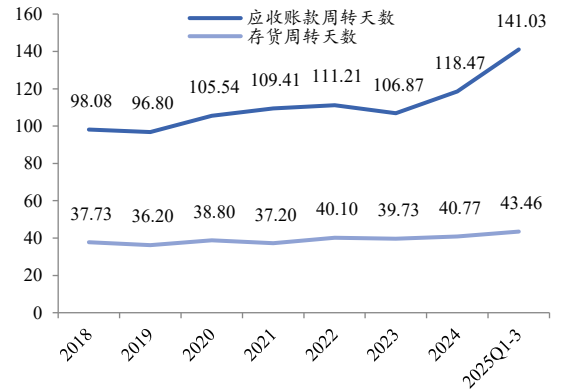
在营运效率方面，近2年应收账款周转天数有所提升，这或与医院经营情况走弱相关，我们认为后续随着医保直接结算等政策的执行，后续应收账款周转效率或有改善空间。存货周转效率方面，近3年存货周转天数基本维持在40天左右。

图9: 近年来公司资产负债率变动



资料来源: ifind, 信达证券研发中心

图10: 近年来公司周转天数变动



资料来源: ifind, 信达证券研发中心

二、行业集中度提升，分销创新业务贡献新动力，专业药房增速显著

2.1 分销业务：龙头受益于行业集中度提升，创新业务或贡献第二增长曲线

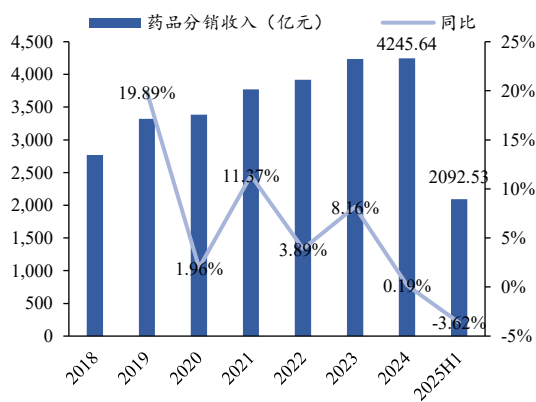
2.1.1 药品分销：临床高价值品种增长+营销推广服务扩充

医药分销是公司的主要业务，主要向医院、其他分销商、零售药店及诊所等客户分销药物及医药制品。公司凭借地域覆盖范围、产品组合种类以及向客户及供货商提供全面的供应链服务等优势，在众多竞争对手中脱颖而出。**此外，公司推动品种结构向高需求、高价值方向调整优化，临床高价值品种获得迅速增长。在营销推广方面，公司与辉瑞、诺华等厂商合作开展 12 项营销自营项目。通过统谈统采与统谈分采业务模式，搭建肿瘤、感染、呼吸、普药等疾病领域专业营销体系，推动全国一体化专业营销平台发展，有效提升药品可及性和可支付性。2024 年，公司加强与勃林格、诺华等品牌的深化合作，新增相关品类的营销推广。**

从收入角度上看，2018-2024 年公司医药分销收入一直处于增长趋势，2018-2024 年间公司医药分销收入 CAGR 约 7%，而近 3 年（2021-2024 年间）医药分销收入 CAGR 约 4%。2025H1 药品分销收入约 2092.53 亿元（同比-3.62%），我们认为 25H1 医药分销收入下降主要与行业趋势相关。

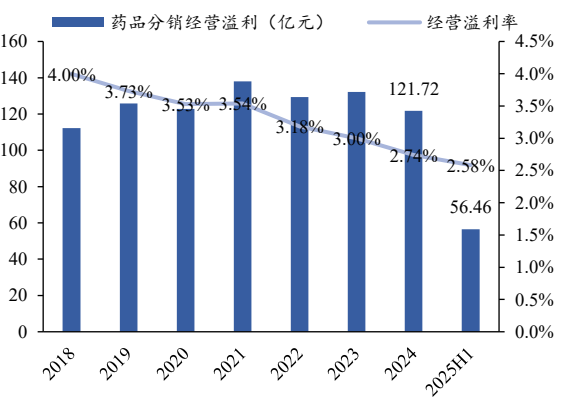
从经营溢利的角度看，近年来公司药品经营溢利率有小幅下降，主要系受到国家集采政策影响，药品终端价格持续下降。2024 年公司医药分销业务的经营溢利为 121.72 亿元，经营溢利率为 2.74%。2025H1 药品经营溢利为 56.46 亿元，经营溢利率为 2.58%。

图11: 近年来公司药品分销收入变动趋势



资料来源: ifind, 信达证券研发中心

图12: 近年来公司药品板块经营溢利变动趋势



资料来源: 公司公告, 信达证券研发中心

我们认为，医药分销后续的增长驱动力包括：1) 集采常态化叠加集采扩面等推动医药流通行业集中度提升，公司作为行业龙头受益于行业集中度提升。2) 品种结构向高需求、高价值方向调整优化。诸如 25H1 公司持续关注并加速国谈品种的引入，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。3) 全面推进创新服务发展。诸如 2024 年公司与辉瑞、诺华等厂商合作开展 12 项营销自营项目。同时，截至 2025 年 6 月底，服务性收入持续增长。

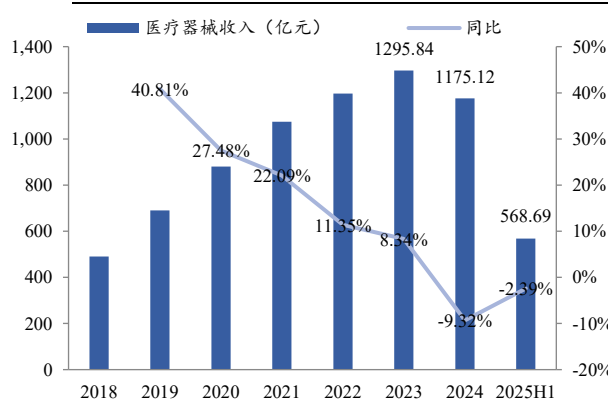
2.1.2 器械分销：SPD 业务增长+器械工业增长

公司的器械分销业务主要为客户提供医疗器械的分销、安装以及维修服务。公司不断强化对上游厂商的承接能力以及下游终端的服务能力，扩大器械分销的覆盖规模，其器械业务已经覆盖 335 个地级市以上地区。此外，公司加强对器械 SPD 业务的拓展，已在 30 个省份积极拓展覆盖各类医疗机构的器械智慧供应链项目。截止 2025 年 6 月底，公司 SPD 项目净增加 7 个，单体医院集中配送项目净增加 18 个，医联体/医共体集中配送项目净增加 1 个。2025 年上半年，由 SPD 及集中配送项目带动的器械业务收入较上年同期增长达到 13%。

从收入规模上看，2018-2024 年间公司医药器械分销收入复合增速约 15.69%。2024 年医药器械分销收入为 1175.12 亿元（同比-9.32%），收入下降一方面系公司调整优化经营发展策略，另一方面系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。2025H1 医药器械分销收入约为 568.59 亿元（同比-2.39%），收入下降主要系受主动业务管治策略叠加集中带量采购产品价格下调因素影响。

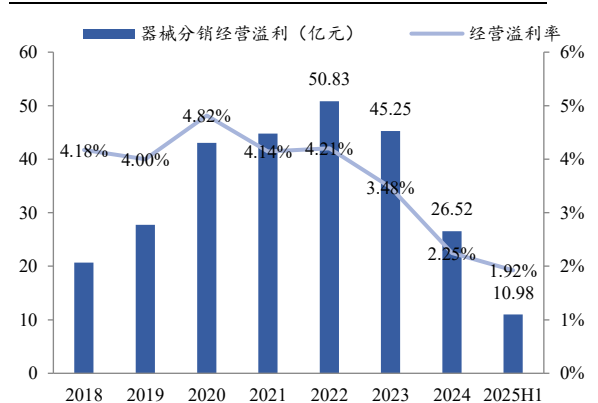
从经营溢利上看，2018-2023 年间公司器械分销业务经营溢利率均高于医药分销业务。2025H1 公司器械分销经营溢利为 10.98 亿元，经营溢利率降至 1.92%，经营溢利率下降一方面系跟收入规模下降相关（规模效应减弱），另一方面系其毛利率水平下降。

图13: 近年医疗器械收入变动趋势



资料来源: ifind, 信达证券研发中心

图14: 近年医疗器械板块经营溢利变动趋势



资料来源: 公司公告, 信达证券研发中心

我们认为，近两年器械分销业务有所下滑与公司主动业务调整等相关，业务质量优化不仅有助于中长期的增长，同时也能改善公司现金流质量。从中长期的维度上看，公司器械分销业务的增长驱动力包括：1) 器械分销行业集中度提升；2) SPD 业务的增长；3) 器械工业等创新业务增长。

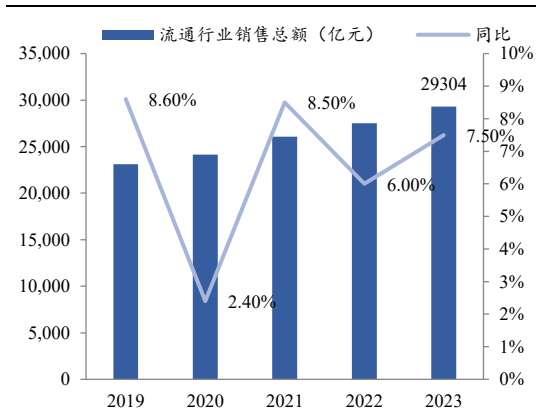
2.1.3 行业集中度逐步提升，国药控股市占率超 20%

从行业规模上看，2019-2023 年间药品流通行业销售总额 CAGR 约 6%，2023 年药品流通行业销售总额达 29304 亿元（若剔除不可比因素同比增长 7.5%）。

从行业集中度角度上看，四家龙头公司的集中度从 2019 年的 38.72% 逐步提升至 2023 年的 42.69%，年均提升 1.08 个百分点。

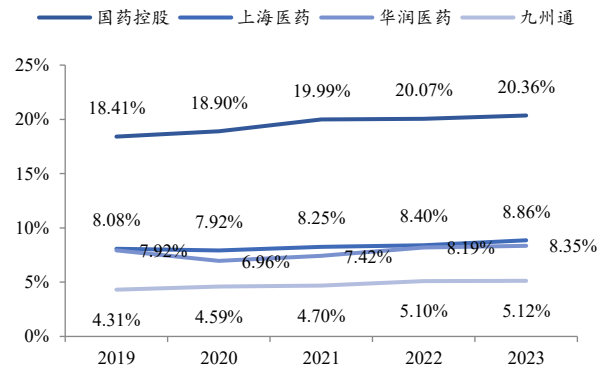
从市占率的角度看，国药控股始终占据行业龙头地位，其占据行业销售总额的比例从 2019 年的 18.41% 稳步提升至 2023 年的 20.36%。2023 年，上海医药、华润医药和九州通分别占据 8.86%、8.35% 和 5.12% 的市场份额。

图15: 近年全国医药流通行业市场规模变动



资料来源：商务部，前瞻产业研究院，信达证券研发中心

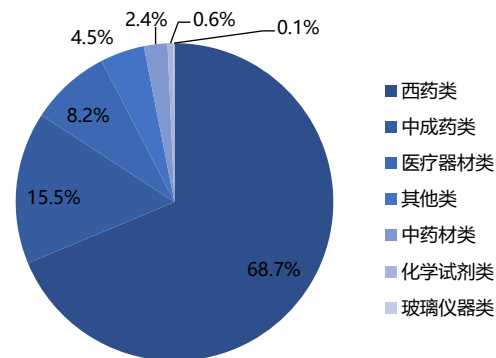
图16: 近年全国医药流通行业 4 大龙头市占率变动



资料来源：商务部，ifind，前瞻产业研究院，信达证券研发中心

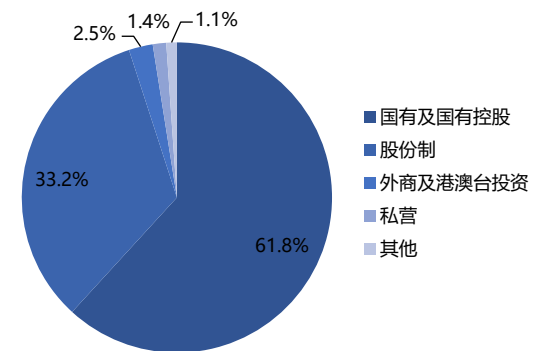
从品类结构上看，2023 年医药流通品类占比 top 3 分别为西药类（占比约 68.7%）、中药类（占比约 15.5%）、医疗器械类（占比约 8.2%）。若按照收入推算企业所有制结构，国有及国有控股的企业收入占比约占 61.8%，而股份制约 33.2%。

图17: 2023 年医药流通品类结构



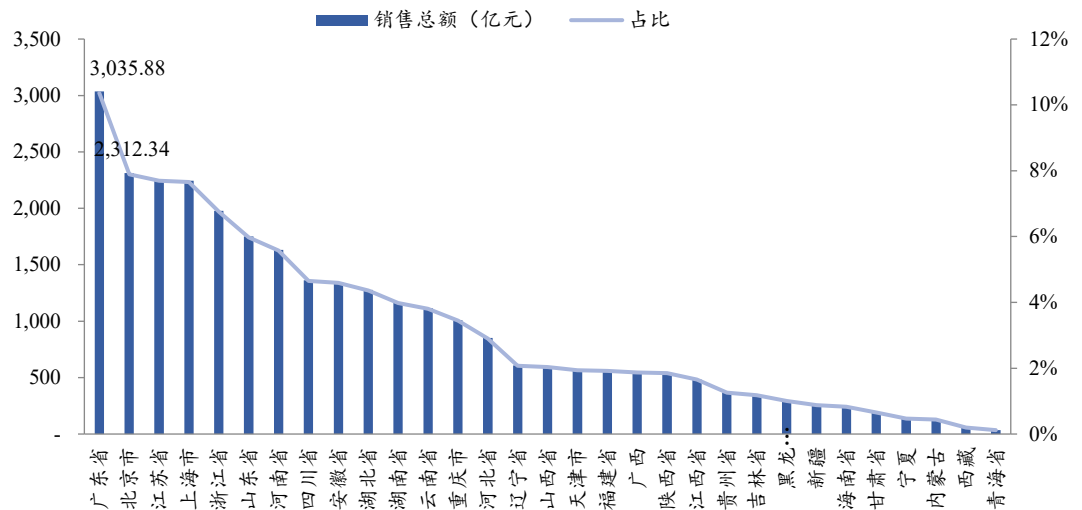
资料来源：商务部，信达证券研发中心

图18: 2023 年医药流通企业所有制结构比例



资料来源：商务部，信达证券研发中心

从区域结构上看，医药流通市场跟当地 GDP 水平、人口数量等因素相关，2023 年全国医药流通规模 top 3 的区域分别为广东（2023 年销售规模约 3036 亿元，占全国比例约 10.4%）、北京（2023 年销售规模约 2312 亿元，占全国比例约 7.9%）和江苏（2023 年销售规模约 2254 亿元，占全国比例约 7.7%）。

图19: 2023年各省市/自治区医药流通规模分布


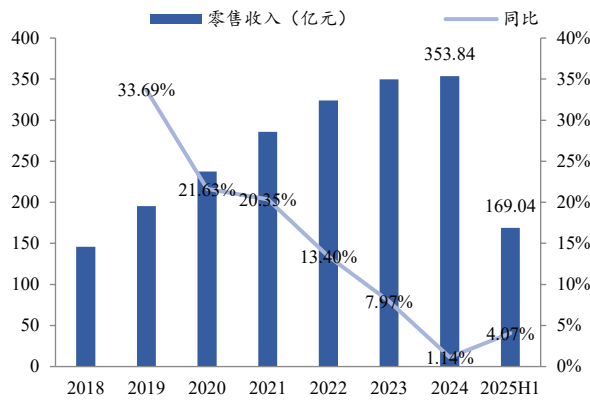
资料来源：商务部，信达证券研发中心

2.2 零售业务：2024年国大药房计提减值，近7年专业化药房收入CAGR约24%

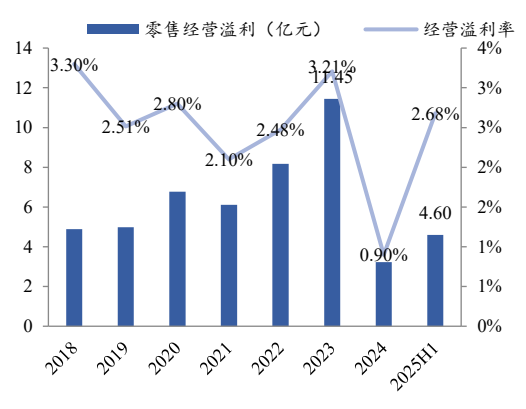
公司的医药零售部门拥有直接经营或特许经营的零售药局网络。公司持续推进“批零一体化”战略，构建起线上线下互联互通、终端布局广泛的全国体系。公司不断深化专业药房和国大药房的双品牌战略，推动业务的高质量发展。国大药房主要负责社会药店。SPS+国药控股专业药店则是承接处方外流、提供药事服务的专业药房服务平台，主要经营范围为新特药、进口药、肿瘤药、肝病药、心脑血管慢病药等。公司增加基于罕见病关爱、医保服务、患者随访等特色业务的专业药房数量，加速构建以患者为中心的健康服务平台，强化医保合规管理体系，持续打造SPS+专业药房核心竞争力。截至2024年末，公司零售药房店铺总数为11213家，其中，国大药房9569家，专业药房1644家。店铺数量覆盖全国30个省、市、自治区，297个城市。公司持续提升面向C端客户的服务专业性，强化终端用药指导能力，承接医院处方外流和医保统筹支付需求。截至2024年末，双通道药房门店数量达到1211家。

从收入上看，2018-2024年间零售收入CAGR约16%（期间药品分销增速约7%，器械分销增速约16%），而近3年（2021-2024年）零售收入CAGR约7%。2024年零售收入为353.84亿元（同比+1.14%），2025H1零售收入约为169.04亿元（同比+4.07%）。

从经营溢利上看，2018-2023年间零售板块经营溢利率均维持在2.1%以上，且2021-2023年间经营溢利率处于持续提升趋势。2024年零售经营溢利为3.23亿元，经营溢利率为0.90%，这主要与国大药房计提商誉及无形资产减值相关。2025H1公司零售板块经营溢利率恢复至2.68%。

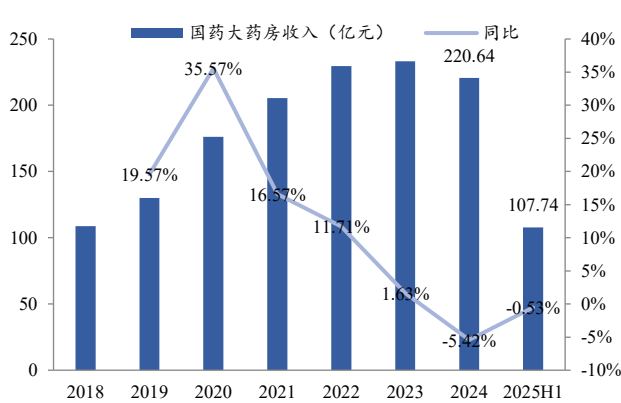
图20: 近年零售板块收入变动趋势


资料来源: ifind, 信达证券研发中心

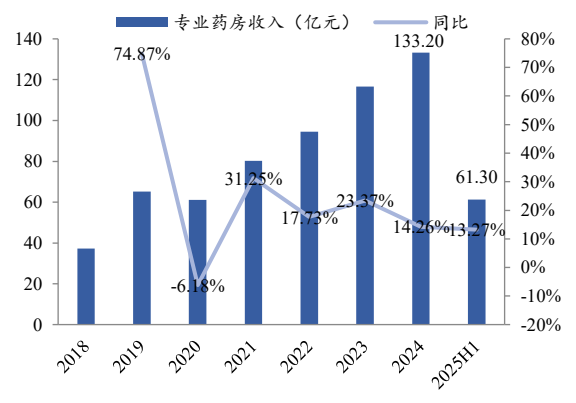
图21: 近年零售板块经营溢利变动趋势


资料来源: 公司公告, 信达证券研发中心

近年来零售业务的同比增长主要得益于专业药房的拉动。**1) 社会药房方面**, 2018-2024 年间国大药房复合增速为 12.52%。2024 年国大药房收入 220.64 亿元 (同比-0.53%), 2025H1 收入约 107.74 亿元 (同比-5.42%)。国大药房的收入下滑主要系受到门诊统筹、医保个账改革及整体市场消费下行的影响, 叠加高毛利防疫商品等品种销售的下滑。**2) 专业药房方面**, 2018-2024 年其复合增速约为 23.64%。2024 年专业药房收入约 133.20 亿元 (同比+14.26%), 2025H1 收入约 61.30 亿元 (同比约+12.27%)。

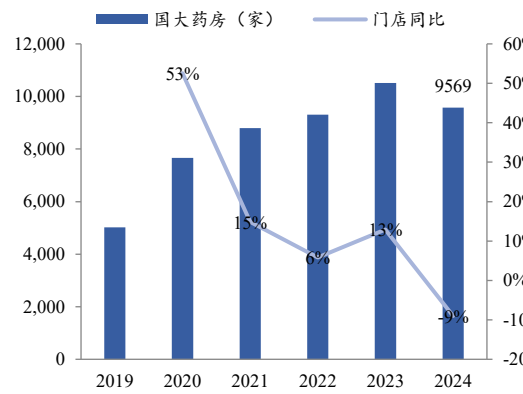
图22: 近年国大药房收入变动


资料来源: ifind, 信达证券研发中心

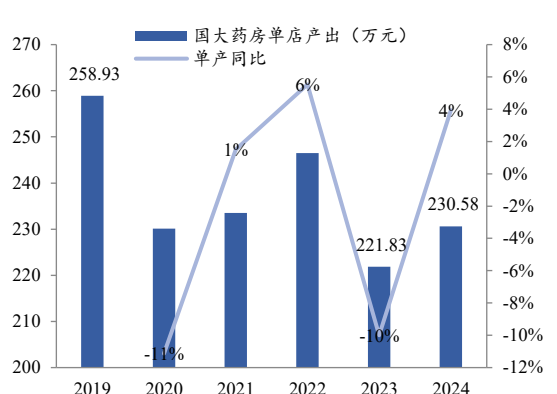
图23: 近年专业药房收入变动


资料来源: ifind, 信达证券研发中心

在社会药房方面, 2024 年国大药房从规模驱动增长向结构优化驱动增长转型, 2024 年国大药房缩减盈利能力较差的门店, 优化区域布局, 2024 年国大药房门店数量达 9569 家 (同比下降 947 家)。同时, 2024 年国大药房的单店产出同比提升 4%, 单店产出约 230.58 万元。

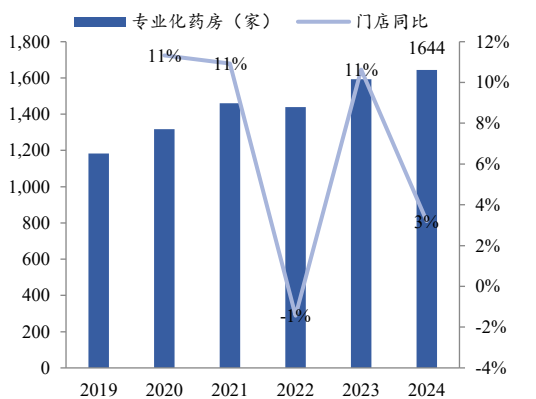
图24: 近年国大药房门店变动


资料来源: 公司公告, 信达证券研发中心

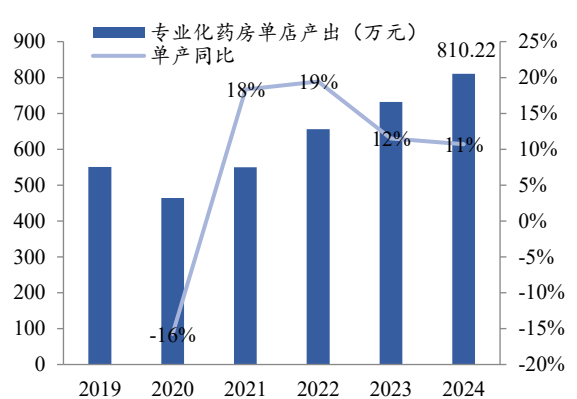
图25: 近年国大药房单店产出变动


资料来源: ifind, 公司公告, 信达证券研发中心

在专业化药房方面，2024 年专业化药房数量达 1644 家，2019-2024 年间专业化药房门店数量 CAGR 约 7%。从单店产出上看，专业化药房单店产出增速较快，2019-2024 年间单店产出 CAGR 约 8%，而 2021-2024 年间专业化药房单店产出增速均维持在 11% 以上，2024 年专业化药房单店产出达 810.22 万元（大约是零售药房单店产出的 3.5 倍）。

图26: 近年专业化药房门店变动


资料来源: 公司公告, 信达证券研发中心

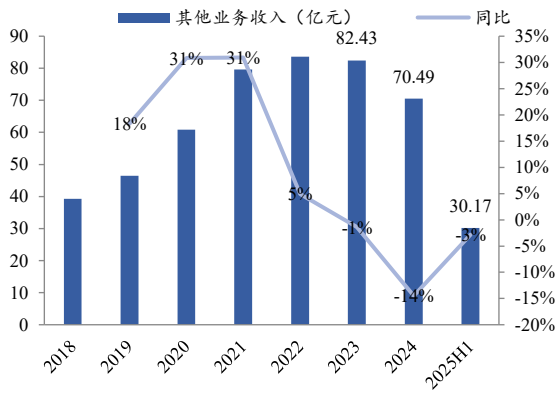
图27: 近年专业化药房单店产出变动


资料来源: ifind, 公司公告, 信达证券研发中心

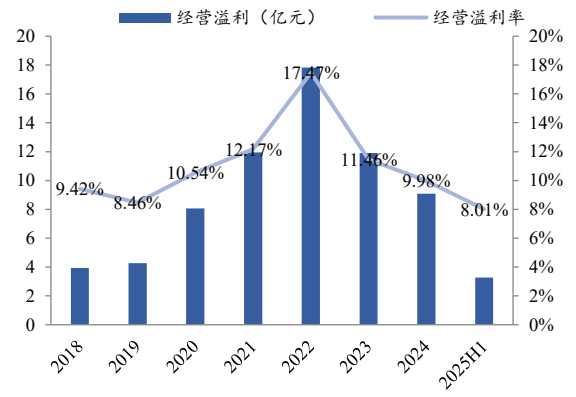
2.3 其他业务：近 7 年经营溢利率均保持在 8% 以上

其他业务包括分销实验室用品、制造及分销化学试剂、生产及销售医药制品。2024 年其他业务收入规模约 70.49 亿元，同比下降约 14%，这主要是工业制品收入减少所致。2025H1 公司其他业务收入约 30.17 亿元，同比下降约 5%，同样也是因为工业制品收入减少。

从经营溢利方面看，其他业务的经营溢利率是 3 块业务中最高的，2018-2024 年间经营溢利率均维持在 8% 以上，2024 年其他业务的经营溢利率达 9.98%。

图28: 近年其他业务收入变动趋势


资料来源: ifind, 信达证券研发中心

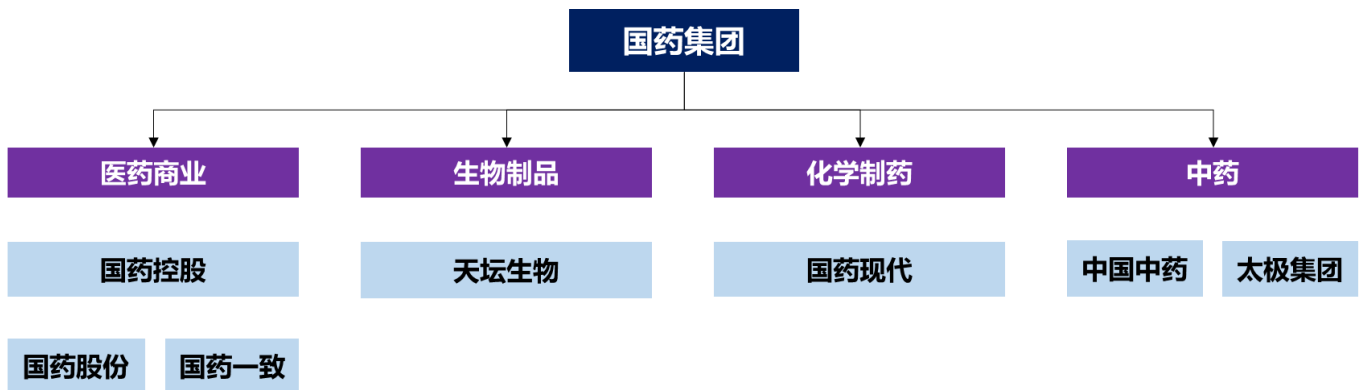
图29: 近年其他业务板块经营溢利变动趋势


资料来源: 公司公告, 信达证券研发中心

三、“十五五”规划筹备正当时，近4年分红比例逐年提升

3.1 国药集团布局大健康全产业链，2024年治理层完成变更

国药集团拥有 1600 余家成员企业，其中包括中国生物、医工总院、国药国际等多家全资或控股二级子公司，以及国药控股、国药股份、国药一致、天坛生物、中国中药、国药现代、国药太极等上市公司。国药集团拥有科技研发、工业制造、物流分销、零售连锁、医疗健康、工程技术、专业会展、国际经营、金融投资等大健康全产业链。

图30: 国药集团旗下核心上市公司布局


资料来源: 国药集团公司官网, 信达证券研发中心

2024年6月，白忠泉先生由中国电气装备集团党委书记、董事长，调任中国医药集团党委书记、董事长。在此次调任之前，白忠泉先后在中国兵器工业总公司、中国兵器装备集团公司任职，2011年6月任中国兵器装备集团副总经理；2012年3月，任中国钢研科技集团总经理、党委副书记；2018年11月，任中国西电集团党委书记、董事长；2021年9月，任新组建的央企中国电气装备集团首任董事长。

2024年4月，国资委公布，赵炳祥先生任中国医药集团有限公司党委副书记、董事，提名为中国医药集团有限公司总经理人选。赵炳祥先生曾任三九医药贸易有限公司区域销售经理和市场办公室主任，三九同达药业有限公司副总经理，华润三九医药股份有限公司（股份代码：

000999) 研发中心高级研究员, 华润三九(雅安) 药业有限公司总经理, 华润紫竹药业有限公司董事长、总经理, 华润医药集团有限公司(股份代号: 03320) 副总裁, 华润三九董事、总裁。

3.2 “十四五”集团剑指百强万亿目标, “十五五”筹备正当时

在“十四五”规划愿景方面, 集团规划“十四五”末实现百强万亿的发展战略目标。具体上看, 集团希望打造超十个百亿级、若干个千亿级的产业集群(产业链)和产业区域(生态圈)集团进入世界 500 强前 100 名, 实现营业收入、资产总额或市值过万亿的目标。

图31: 国药集团“十四五”规划愿景



资料来源: 国药集团公司官网, 信达证券研发中心

自 2025 年起国药集团开始筹备“十五五”规划的编制。2025 年 2 月, 国药集团召开“十五五”战略规划研讨会, 白忠泉董事长指出, 在新的发展时期, 国药集团作为国资央企, 要围绕“国之所需”, 承担起新的历史使命, 要以制定“十五五”战略规划为契机, 凝聚共识, 不断增强核心功能、提高核心竞争力, 加快布局前瞻性战略性新兴产业, 增强企业的公共服务能力、应急保障能力和公益性, 以打造国家医药保障平台和人民安全保障卫士为己任, 聚焦产品、技术、人才、管理、市场、效率六个基本要素, 带头规范行业发展, 持续不断做强产业、做优服务、做大市场, 切实发挥国药集团在建设现代化医药产业体系、构建新发展格局中的科技创新、产业控制、安全支撑作用, 为构筑国家医药卫生保障体系作出国药贡献。2025 年 5 月, 国药集团召开“十五五”发展规划编制工作启动会暨领导小组第一次会议。2025 年 7 月, 国药控股召开“十五五”战略研讨会。2025 年 8 月, 国药股份召开“十五五”战略研讨培训会。

表1: 十五五规划的进展

发布时间	事件	具体事项
2025年2月	国药集团召开“十五五”战略规划研讨会	要以制定“十五五”战略规划为契机，不断增强核心功能、提高核心竞争力，加快布局前瞻性战略性新兴产业，增强企业的公共服务能力、应急保障能力和公益性，以打造国家医药保障平台和人民安全保障卫士为己任，聚焦产品、技术、人才、管理、市场、效率六个基本要素，带头规范行业发展，持续不断做强产业、做优服务、做大市场。
2025年5月	国药集团召开“十五五”发展规划编制工作启动会暨领导小组第一次会议	坚持“可操作、可量化、可评价、可考核”四维标准，通过“规划分解-执行监控-考核反馈”有效提升规划执行力，确保战略部署穿透到底、落实见效。规划工作作为“一把手工程”，各级公司主要领导要全程主导推动，班子成员逐级压实责任链条，将规划工作成效作为衡量管理能力的关键标尺。
2025年7月	国药控股召开“十五五”战略研讨会	会议强调，“十五五”是公司加快转型升级、迈向高质量发展新征程的关键阶段，全体国药控股同仁必须高度重视、提前谋划。
2025年8月	国药股份召开“十五五”战略研讨培训会	会议提出明确四点要求：一是坚定信心谋发展；二是聚焦重点保落实；三是学以致用强本领；四是加倍努力赢未来。

资料来源：国药集团官网，国药控股官方公众号，国药股份官方公众号，信达证券研发中心

在并购重组方面，2024年4月国药集团召开战略性新兴产业和未来产业工作部署推进会，会议上赵炳祥先生指出“推进高质量并购，填补内生发展不足，全面加快发展战略性新兴产业和未来产业，推动形成生物医药领域的新质生产力”。2025年4月，白忠泉先生在2025年一季度运营分析会上强调，要优化产业结构，聚焦主责主业，加大力度推进战略性重组和专业化整合。

在具体并购案例上看，2025年6月国药集团旗下中国生物收购了派林生物，同时国药集团旗下国药国际收购了山东药玻。此外，公司持续进行资产重组，诸如2025年6月国药宜宾挂牌转让信立邦生物制药100%股权，底价7229万元；2025年7月，国药现代在上海联交所公开挂牌转让其持有的上海现代哈森（商丘）药业有限公司51%股权，挂牌底价为1.55亿元；2025年7月，国药集团旗下中国中药有限公司挂牌转让国药药材股份有限公司25%股权（2514.50万股），转让底价2301.6万元。

表2: 国药集团并购案例汇总

时间	案例	描述
2025年6月	收购派林生物	国药集团旗下中国生物以超45亿元收购派林生物(000403.SZ) 21.03%股权，溢价达32%。
2025年6月	收购山东药玻	国药国际及其香港子公司拟向控股股东鲁中投资增资24.49亿元，交易完成后将合计持有鲁中投资51%股权，从而间接控制山东药玻19.5%股份。

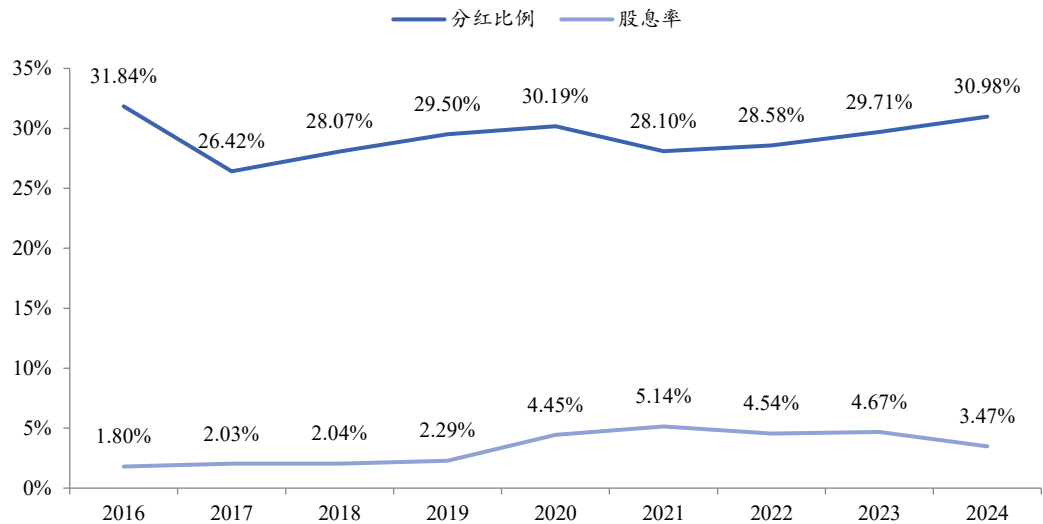
资料来源：观察者网，腾讯新闻，源媒汇，信达证券研发中心

3.3 近 4 年分红比例逐年提升，近 5 年股息率均值为 4.45%

在分红比例方面，近年来公司的分红比例呈稳步提升态势，公司分红比例从 2021 年的 28.1% 逐步提升至 2024 年的 30.98%，年均提升 0.96 个百分点。

在股息率方面，2021-2023 年间公司股息率基本维持在 4.5% 以上，2024 年由于利润有所下滑，2024 年股息下滑至 3.47%。

图32: 近年来分红比例及股息率变化趋势



资料来源: ifind, 信达证券研发中心

从分红比例对比上看，近 5 年公司分红比例均值约 29.51%，略低于上海医药（32.87%）和九州通（36.36%），高于华润医药（24.79%）。从趋势上看，公司分红比例从 2021 年起略有提升，而上海医药和九州通在 2021-2022 年间分红比例较高，上海医药在期间分红比例均超 40%，而九州通均超 44%。

表3: 近 5 年医药流通可比公司的分红比例水平

公司名称	2020	2021	2022	2023	2024	近五年均值
国药控股	30.19%	28.10%	28.58%	29.71%	30.98%	29.51%
上海医药	30.34%	23.44%	40.16%	40.30%	30.13%	32.87%
九州通	29.74%	22.41%	44.94%	44.95%	39.77%	36.36%
华润医药	22.87%	25.00%	25.46%	24.57%	26.04%	24.79%

资料来源: ifind, 信达证券研发中心

从股息率对比上看，近 5 年公司股息率均值为 4.45%，而华润医药仅 3.13%，上海医药 H 股的股息率均值为 3.94%。

表4: 近5年医药流通可比公司的股息率水平

代码	公司名称	2020	2021	2022	2023	2024	近五年均值
1099.HK	国药控股	4.45%	5.14%	4.54%	4.67%	3.47%	4.45%
601607.SH	上海医药	2.50%	2.11%	3.42%	2.45%	1.76%	2.45%
2607.HK	上海医药	4.22%	3.33%	5.11%	3.86%	3.20%	3.94%
600998.SH	九州通	2.75%	2.04%	3.83%	3.57%	3.91%	3.22%
3320.HK	华润医药	3.02%	4.23%	2.53%	3.31%	2.58%	3.13%

资料来源: ifind, 信达证券研发中心

四、业务拆分&估值

4.1 业务拆分

公司业务按照产品划分可分成医药分销、器械分销、零售业务和其他业务共四大块业务。我们对公司四大业务做以下假设：

1) **医药分销**：由于医保控费、集采扩面等因素影响，25H1 行业增速放缓，我们预估 2025 年收入增速为-2%，随着相应因素逐步消化，叠加公司推动营销服务等创新业务的增长，我们预估 2026-2027 年收入增速均为 3%。

2) **器械分销**：2025H1 公司主动进行业务优化，叠加集中带量采购产品价格下调，对应 2025H1 器械分销业务有所下滑，因此我们预估 2025 年收入增速为-1%。随着公司业务整顿节奏收尾，我们预估 2026-2027 年器械分销业务有望恢复增长，对应增速均为 6%。

3) **医药零售**：医药零售业务包括国大药房和专业化药房，我们预估 2025-2027 年国大药房收入增速分别为 0%、3%、3%，而专业化药房收入增速分别为 18%、10%、10%，对应的医药零售板块整体 2025-2027 年收入增速分别为 7%、6%、6%。。

4) **其他业务**：我们预估该业务 2025-2027 年收入增速分别为 0%、2%、2%。

表5: 国药控股业务拆分

项目 (亿元)	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入	5,845.08	5,771.87	5,978.35	6,193.25
同比	-2.02%	-1.25%	3.58%	3.59%
营业成本	5,402.53	5,335.52	5,525.19	5,722.57
毛利率	7.57%	7.56%	7.58%	7.60%
医药分销	4,245.64	4,160.73	4,285.55	4,414.12
同比	0.19%	-2.0%	3.0%	3.0%
器械分销	1,175.12	1,163.37	1,221.54	1,282.61
同比	-9.32%	-1%	5%	5%
医药零售	353.84	377.29	399.37	423.18
同比	1.14%	7%	6%	6%
其他业务	70.49	70.49	71.90	73.34
同比	-14.48%	0%	2%	2%

资料来源：公司公告，ifind，信达证券研发中心

4.2 盈利预测

我们预计公司 2025-2027 年营业收入分别为 5771.87 亿元、5978.35 亿元、6193.25 亿元，同比增速分别为-1%、4%、4%，实现归母净利润分别为 80.77 亿元、87.51 亿元、95.22 亿元，同比分别增长 15%、8%、9%，对应 2025/12/4 股价 PE 分别为 7.27 倍、6.71 倍、6.17 倍。首次覆盖，给予公司“买入”投资评级。

表6: 国药控股盈利预测

重要财务指标	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入(百万元)	584508	577187	597835	619325
增长率YoY%	-2%	-1%	4%	4%
归属母公司净利润(百万元)	7050	8077	8751	9522
增长率YoY%	-22%	15%	8%	9%
毛利率%	7.57%	7.56%	7.58%	7.60%
净资产收益率ROE%	8.94%	9.55%	9.65%	9.80%
EPS(摊薄)(元)	2.26	2.59	2.80	3.05
市盈率P/E(倍)	8.67	7.27	6.71	6.17
市净率P/B(倍)	0.78	0.69	0.65	0.60

资料来源: ifind, 信达证券研发中心; 股价为 2025 年 12 月 4 日收盘价

4.3 估值对比

我们选取华润医药、上海医药、九州通、国药股份、国药一致作为国药控股的可比公司，2025-2027 年国药控股可比公司的 PE 平均估值分别 10.17 倍、9.73 倍、8.96 倍，我们预计 2025-2027 年国药控股的估值分别为 7.27 倍、6.71 倍、6.17 倍。首次覆盖，我们给予公司“买入”投资评级。

表7: 可比公司估值

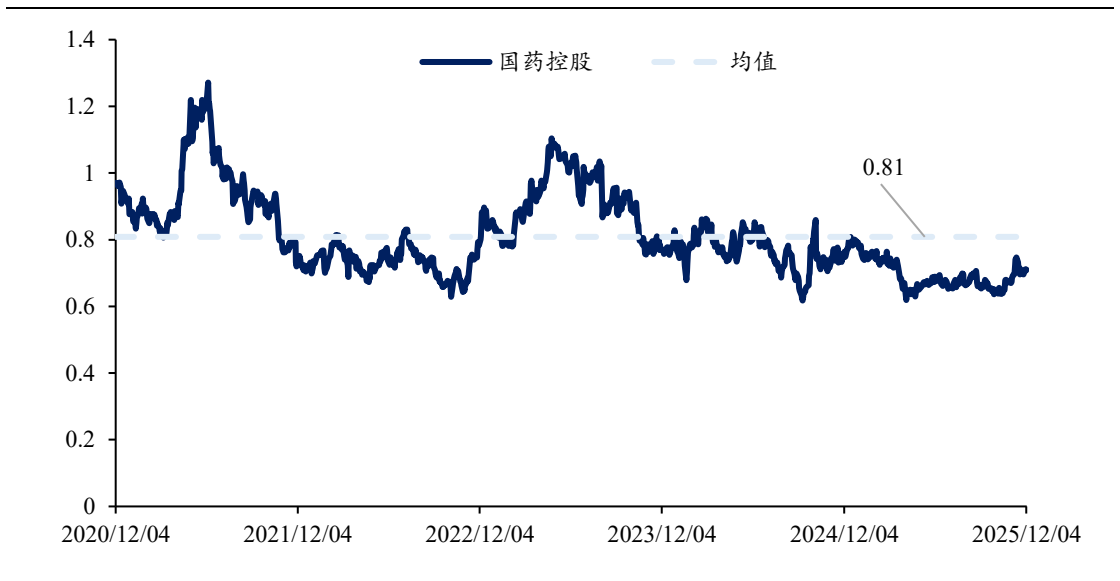
公司	币种	总市值(亿元)	归母净利润(亿元, 人民币)				利润复合增速	PE		
			2024A	2025E	2026E	2027E		2025E	2026E	2027E
华润医药	港币	304.07	33.51	35.61	40.30	45.31	11%	8.54	7.55	6.71
上海医药	人民币	599.83	45.53	57.51	54.74	59.06	9%	10.43	10.96	10.16
九州通	人民币	256.16	25.07	24.97	26.63	29.07	5%	10.26	9.62	8.81
国药股份	人民币	221.22	20.00	20.31	21.50	22.66	4%	10.89	10.29	9.76
国药一致	人民币	130.87	6.42	12.19	12.79	13.99	30%	10.73	10.24	9.36
均值	-	-	26.11	30.12	31.19	34.02	9%	10.17	9.73	8.96
国药控股	港币	638.49	70.50	80.77	87.51	95.22	11%	7.27	6.71	6.17

资料来源: ifind, 信达证券研发中心(注: 数据截至 2025/12/4)

注: 可比公司盈利预测来自 ifind 一致预期。

从历史 PB 估值上看，近 5 年公司 PB (MRQ) 均值为 0.81 倍，而截至 2025/12/4 公司的 PB 估值约 0.71 倍，低于近 5 年均值。

图33: 近年来公司 PB 估值变动



资料来源: ifind, 信达证券研发中心

注: 估值截至 2025/12/4

五、风险因素

- ◆ **应收账款回收不及时:** 医药流通行业应收账款账期较长，应收账款占总资产比重较高，若相应应收账款回收不及时，或将影响公司整体资金周转，从而对公司稳健运营产生影响。
- ◆ **融资利率上行:** 医药流通行业具备一定的垫资属性，若后续融资利率上升，或将导致公司的财务成本提升，从而对公司运营产生影响。
- ◆ **减值因素超预期:** 无形资产减值、商誉减值均是较大的减值因素，若相关减值超预期，或将对公司利润产生冲击。
- ◆ **市场竞争加剧:** 医药流通板块四大龙头占据绝大部分市场份额，若后续四大龙头相互竞争加剧，或将对业务规模、盈利水平产生冲击。
- ◆ **集采降价超预期:** 近年来随着集采扩面，医药流通行业的毛利率也呈现出逐步下降趋势，若后续集采降价超预期，则或将对公司盈利水平产生影响。
- ◆ **联营企业业绩不及预期:** 联营企业对公司利润有较大影响，诸如宜昌人福等企业，若相应的联营企业业绩不及预期，则相应的投资收益或将不及预期，从而影响公司整体利润规模。
- ◆ **跨市场选取可比公司风险:** 选取的可比公司与公司在不同证券交易所上市，存在一定的估值体系差异风险。

会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	347,448	363,072	383,978	406,097
现金	54,313	60,322	73,733	88,156
应收账款及票据	200,255	208,429	212,564	216,764
存货	62,353	63,730	65,995	68,353
其他	30,527	30,591	31,685	32,824
非流动资产	45,384	47,384	46,708	46,085
固定资产	12,386	11,767	11,179	10,620
无形资产	14,175	13,661	13,173	12,709
其他	18,823	21,956	22,356	22,756
资产总计	392,831	410,456	430,686	452,182
流动负债	250,376	258,312	267,344	276,662
短期借款	62,729	60,729	62,729	64,729
应付账款及票据	151,109	160,066	165,756	171,677
其他	36,537	37,517	38,859	40,256
非流动负债	15,768	15,830	16,830	17,830
长期债务	8,637	9,637	10,637	11,637
其他	7,131	6,192	6,192	6,192
负债合计	266,144	274,141	284,174	294,492
普通股股本	3,121	3,121	3,121	3,121
储备	75,767	81,416	87,303	93,792
归属母公司股东权益	78,884	84,533	90,420	96,909
少数股东权益	47,804	51,782	56,092	60,781
股东权益合计	126,687	136,315	146,512	157,690
负债和股东权益	392,831	410,456	430,686	452,182

会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入	584508	577187	597835	619325
同比 (%)	-2%	-1%	4%	4%
归属母公司净利润	7050	8077	8751	9521
同比 (%)	-22%	15%	8%	9%
毛利率 (%)	7.57%	7.56%	7.58%	7.60%
ROE%	8.94%	9.55%	9.68%	9.82%
EPS(摊薄)(元)	2.26	2.59	2.80	3.05
P/E	8.67	7.24	6.69	6.15
P/B	0.78	0.69	0.65	0.60
EV/EBITDA	3.71	3.49	2.80	2.11

会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	584,508	577,187	597,835	619,325
其他收入	0	0	0	0
营业成本	540,253	533,552	552,519	572,257
销售费用	17,159	16,796	17,277	17,589
管理费用	8,414	7,850	7,951	8,051
研发费用	0	0	0	0
财务费用	2,328	2,437	2,424	2,412
除税前溢利	14,001	15,862	17,073	18,527
所得税	3,577	3,807	4,012	4,317
净利润	10,424	12,055	13,061	14,210
少数股东损益	3,374	3,978	4,310	4,689
归属母公司净利润	7,050	8,077	8,751	9,521
EBIT	16,329	18,299	19,497	20,939
EBITDA	21,063	19,633	20,774	22,161
EPS(元)	2.26	2.59	2.80	3.05

会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	11,546	16,665	16,772	17,946
净利润	7,050	8,077	8,751	9,521
少数股东权益	3,374	3,978	4,310	4,689
折旧摊销	4,734	1,333	1,276	1,223
营运资金变动及其他	-3,611	3,277	2,434	2,513
投资活动现金流	-3,751	-4,157	-390	-290
资本支出	-1,968	-200	-200	-200
其他投资	-1,783	-3,957	-190	-90
筹资活动现金流	-17,285	-6,495	-2,966	-3,229
借款增加	-9,935	-1,000	3,000	3,000
普通股增加	0	0	0	0
已付股利	-2,715	-5,495	-5,966	-6,229
其他	-4,635	0	0	0
现金净增加额	-9,495	6,009	13,411	14,423

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，医药联席首席分析师，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。