國藥控股（1099）

更新報告

買入

2026 年 4 月 1 日

毛利率承壓下行，淨利率逆勢提升，降本增效有效對沖政策影響

➢**25 年收入-1.06%，歸母淨利潤+1.50%：**2025 年國內醫藥流通行業整體規模略有下降，行業分化加劇。公司實現營業收入 5,751.7 億元，同比下降 1.6%；毛利率 7.25%，同比下降 0.32 個百分點，主要受集采降價、醫保控費等政策影響；費用管控成效顯著，銷管費用率 4.18%、財務費用率 0.35%，分別同比下降 0.19 和 0.05 個百分點；淨利潤 108.3 億元，同比增長 3.94%，淨利潤率 1.88%，同比提升 0.1 個百分點；歸母淨利潤 71.6 億元，同比增長 1.50%。

➢**醫藥分銷：**實現收入 4,353.9 億元，同比下降 2.02%，下半年降幅較上半年收窄。板塊經營利潤率 2.73%，保持穩定。公司通過多措並舉對沖外部影響，華東、華北等核心區域業務穩健。在全國絕大多數省份的市場份額居行業前列。公立醫院主管道優勢鞏固，三級醫院銷售規模與去年持平。加速下沉基層醫療市場，打開增量空間。持續優化品類結構，加大創新藥、專科藥佈局，彌補集采品種收入的波動。

➢ **器械分銷：**實現收入 1,155.3 億元，同比下降 2.02%。板塊經營利潤率 2.23%，略低於上年同期。行業層面受集采擴圍及設備更新放緩影響。公司主動收緊長賬期、低毛利率等低效業務，剝離非核心資產，聚焦高附加值賽道，全年新增 SPD 專案 144 個，服務覆蓋全國 30 個省份，業務結構持續優化。

➢**藥品零售：**實現收入 383.8 億元，同比增長 6.67%，成為核心增長引擎。板塊經營利潤率由 0.90%提升至 1.56%。國大藥房淨利潤由虧損 11.04 億元收窄至 2.17 億元，減虧近 9 億元，剔除減值影響後同比增長 139%。公司有序關停低效門店 1,142 家，內部統采率接近 70%，聚焦“名品、名廠、名店”合作，提升高毛利業務占比。專業藥房受益於門診統籌等政策紅利，收入增長 15%以上。未來將加速構建以患者為中心的健康服務平臺，構建慢病服務場景，配備專業的藥師團隊，提升患者粘性。報告期內公司與 13 家大型藥企的零售業務達成全國統一合作推廣目標，以專業服務增強上游供應商服務黏性，同時賦能分銷板塊業務發展。公司圍繞產品生命週期提供一站式整合服務，涵蓋創新藥的 DTP 藥房、國談後加速醫院准入、成熟產品網路下沉擴大市占，以及集采落標產品的 CSO 服務，以全面提升綜合服務能力。公司正推動藥房從“藥品售賣”向“藥品+健康服務+慢病管理”轉型，構建“國藥健康驛站”。

➢ **其他業務：**實現收入 88.5 億元，同比下降 2.78%。板塊經營利潤率 10.00%，保持較高盈利水準，主要包含研發、醫院管理、進出口等服務類業務。

➢**目標價至 26.7 港元，買入評級：**我們預測未來醫藥分銷收入企穩回升、利潤率穩定；器械分銷恢復正增長、利潤率持穩；醫藥零售收入利潤雙升、領跑增長；其他業務貢獻穩定盈利。整體經營表現優於行業，盈利能力保持穩健。我們採用 10 倍 PE 為公司估值，計算出公司目標價 26.7 元，較現價有 29.6%的上升空間，維持買入評級。

但玉翠

852-25321956

tracy.dan@firstshanghai.com.hk

主要資料

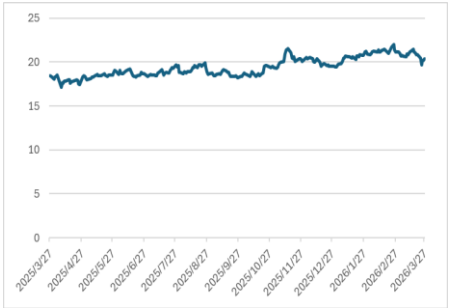
行業	醫藥
股價	20.6 元
目標價	26.7 港元（+29.6%）
股票代碼	1099 · HK
已發行股本	31.2 億股
市值	63.35 億港元
52 周高/低	16.74 港元/22.34 港元
每股淨現值	28.81 港元
主要股東	國藥產業投資有限公司 50.36% 中國醫藥集團有限公司 6.64% FMR LLC 4.98%

盈利摘要

截至12月31日止財年度	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
营业收入(百万人民币)	584,508	575,168	575,444	578,729	582,908
变动	*-2.0%*	*-1.6%*	*0.0%*	*0.6%*	*0.7%*
净利润	7,050	7,155	7,374	7,401	7,432
变动	*-22.1%*	*1.5%*	*3.1%*	*0.4%*	*0.4%*
每股盈利(人民币元)	2.26	2.29	2.36	2.37	2.38
市盈率@20.6港元	8.07	7.95	7.71	7.69	7.65
每股派息(人民币元)	0.68	0.69	0.71	0.71	0.72
股息现价比	3.3%	3.3%	3.5%	3.5%	3.5%

資料來源：公司資料，第一上海預測

股價表現



資料來源: 彭博

主要財務報表

財务报表摘要
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	575,168	575,444	578,729	盈利能力					
营业成本	(548,058)	(540,253)	(533,496)	(533,783)	(536,877)	经营利润率 (%)	3.7%	3.2%	3.1%	3.1%	3.1%
毛利润	48,512	44,255	41,672	41,662	41,852	EBITDA 利润率(%)	2.9%	2.2%	2.3%	2.3%	2.3%
销售费用	(17,472)	(17,159)	(16,181)	(16,189)	(16,282)	净利率(%)	2.5%	1.8%	1.9%	1.9%	1.9%
行政开支	(8,678)	(8,414)	(7,838)	(7,841)	(7,886)						
经营盈利	22,362	18,683	17,653	17,631	17,684	营运表现					
其他收入及收益	1,773	1,243	1,329	1,329	1,329	SG&A/收入(%)	4.4%	4.4%	4.2%	4.2%	4.2%
财务费用	(2,430)	(2,328)	(1,995)	(1,521)	(1,521)	实际税率 (%)	23.1%	25.6%	26.8%	26.8%	26.8%
税前盈利	19,512	14,001	14,800	15,252	15,307	股息支付率 (%)	30.0%	30.1%	30.1%	30.1%	30.1%
所得税	(4,502)	(3,577)	(3,965)	(4,086)	(4,101)						
利润总额	15,010	10,424	10,834	11,166	11,206	应付账款天数	93	99	102	101	101
公司权益持有人溢利	9,054	7,050	7,155	7,374	7,401	应收账款天数	109	121	129	130	130
折旧及摊销	2,358	2,486	2,327	2,185	2,121	存货周转天数	40	41	42	43	43
EBITDA	17,368	12,910	13,162	13,351	13,328						
						财务状况					
每股盈利(元)	2.90	2.26	2.29	2.36	2.37	负债/权益	2.2	2.1	1.9	1.8	1.7
						收入/总资产	1.6	1.5	1.5	1.5	1.4
增长						总资产/股本	122.9	125.9	125.1	126.5	128.3
营业收入 (%)	8.0%	-2.0%	-1.6%	0.0%	0.6%	息税前保障倍数	9.0	7.0	8.4	11.0	11.1
EBITDA (%)	5.1%	-25.7%	2.0%	1.4%	-0.2%						
每股收益 (%)	6.2%	-22.1%	1.5%	3.1%	0.4%	净资产收益率	12.5%	8.2%	8.1%	7.9%	7.5%

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	48,796	51,489	53,288	税前盈利	19,512	14,001	14,800	15,252	15,307
应收账款	184,433	200,255	205,622	205,721	206,896	营运资金变化	(1,402)	(17,681)	(8,149)	697	(33)
存货	60,028	62,353	63,341	63,372	63,734	其他经营现金流	3,872	4,398	12,033	3,042	2,979
其他流动资产	27,211	29,308	28,021	28,543	29,302	所得税	(4,563)	(4,499)	(4,515)	(4,514)	(4,593)
总流动资产	336,835	347,448	346,796	350,140	354,235	营运现金流	17,173	11,546	14,138	14,478	13,660
非流动资产											
固定资产	19,898	19,632	18,229	17,526	17,176	资本开支	(3,462)	(1,545)	(568)	(2,561)	(2,568)
无形资产	10,196	8,949	8,175	8,257	8,339	其他投资活动	2,518	(2,206)	(396)	(710)	(838)
其他非流动资产	15,597	15,942	16,343	18,008	19,737	投资活动现金流	(945)	(3,751)	(964)	(3,271)	(3,405)
总资产	383,395	392,831	390,361	394,749	400,306						
流动负债						负债变动	3,817	2,802	(4,400)	(3,166)	(3,008)
短期借款	54,730	62,729	63,321	60,155	57,147	股本变动	-	-	-	-	-
应付账款	146,632	151,109	150,248	150,321	151,179	其他融资活动现金	(11,461)	(20,087)	(14,287)	(5,348)	(5,448)
其他短期负债	31,932	27,948	25,673	25,673	25,673	融资活动现金流	(7,644)	(17,285)	(18,687)	(8,514)	(8,455)
总流动负债	241,491	250,376	246,726	243,632	241,482						
长期借款	13,834	8,637	3,645	3,645	3,645	现金变化	8,585	(9,490)	(5,512)	2,693	1,799
其他固定负债	4,250	3,817	3,259	3,259	3,259						
总负债	263,076	266,144	256,201	253,108	250,958	期初持有现金	55,222	63,809	54,313	48,796	51,489
股东权益	120,319	126,687	134,160	142,129	150,038	期末持有现金	63,809	54,313	48,796	51,489	53,288
负债权益合计	383,395	392,831	390,361	395,236	400,996						
	0	0	0	-487	-690		0.006	0.005	0.002	0	0

資料來源：公司資料，第一上海預測

本報告不可對加拿大、日本、美國地區及美國國籍人士發放

--

第一上海證券有限公司
香港中環德輔道中 71 號
永安集團大廈 19 樓
電話: (852) 2522-2101
傳真: (852) 2810-6789

本報告由第一上海證券有限公司(“第一上海”)編制，僅供機構投資者一般審閱。未經第一上海事先明確書面許可，就本報告之任何材料、內容或印本，不得以任何方式複製、摘錄、引用、更改、轉移、傳輸或分發給任何其他人。本報告所載的資料、工具及材料只提供給閣下作參考之用，並非作為或被視為出售或購買或認購證券或其它金融票據，或就其作出要約或要約邀請，也不構成投資建議。閣下不可依賴本報告中的任何內容作出任何投資決策。本報告及任何資料、材料及內容並未有考慮到個別的投資者的特定投資目標、財務情況、風險承受能力或任何特別需要。閣下應綜合考慮到本身的投資目標、風險評估、財務及稅務狀況等因素，自行作出本身獨立的投資決策。

本報告所載資料及意見來自第一上海認為可靠的來源取得或衍生，但對於本報告所載預測、意見和預期的公平性、準確性、完整性或正確性，並不作任何明示或暗示的陳述或保證。 第一上海或其各自的董事、主管人員、職員、雇員或代理均不對因使用本報告或其內容或與此相關的任何損失而承擔任何責任。對於本報告所載資訊的準確性、公平性、完整性或正確性，不可作出依賴。

第一上海或其一家或多家關聯公司可能或已經，就本報告所載資訊、評論或投資策略，發佈不一致或得出不同結論的其他報告或觀點。 資訊、意見和估計均按“現況”提供，不提供任何形式的保證，並可隨時更改，恕不另行通知。

第一上海並不是美國一九三四年修訂的證券法(「一九三四年證券法」)或其他有關的美國州政府法例下的註冊經紀-交易商。此外，第一上海亦不是美國一九四零年修訂的投資顧問法(下簡稱為「投資顧問法」，「投資顧問法」及「一九三四年證券法」一起簡稱為「有關法例」)或其他有關的美國州政府法例下的註冊投資顧問。在沒有獲得有關法例特別豁免的情況下，任何由第一上海提供的經紀及投資顧問服務，包括(但不限於)在此檔內陳述的內容，皆沒有意圖提供給美國人。此檔及其複印本均不可傳送或被帶往美國、在美國分發或提供給美國人。

在若干國家或司法管轄區，分發、發行或使用本報告可能會抵觸當地法律、規定或其他註冊/發牌的規例。本報告不是旨在向該等國家或司法管轄區的任何人或單位分發或由其使用。

©2026 第一上海證券有限公司 版權所有。保留一切權利。