

商誉减值致短期承压, 2025年经营有望改善

投资要点

- 事件:** 公司发布2024年业绩快报, 报告期内公司实现营业收入743.78亿元, 同比下降1.5%; 归属于上市公司股东的净利润6.42亿元, 同比下降59.8%, 利润下降主要是因为零售板块受行业政策变化、市场竞争加剧等多重因素叠加影响, 业绩有所下滑, 计提较多减值损失所致。
- 计提减值损失致业绩短期承压。** 由于收购资产组的经营业绩较预期存在较大差距, 公司计提信用减值9932.6万元, 无形资产减值损失9.9亿元(其中商誉减值8.9亿元, 无形资产减值(品牌使用权)3994.9万元, 无形资产减值(销售网络)4213.2万元), 预计减少公司归母净利润6.3亿元。截止2024Q3, 公司商誉27.5亿元, 商誉/总资产比重5.3%。
- 分销:** 2024年实现收入529.8亿元, 同比增长2.0%, 实现净利润9.2亿元, 同比下降12.7%, 主要是因为应收回款延迟占用大量资金规模。公司分销业务主要依托旗下国控广州、国控广西进行, 未来公司将加强与医院合作、提高两广市场占有率和运营效率, 加强应收账款管理。
- 零售(药房):** 2024年实现营业收入223.6亿元, 同比下降8.4%, 实现净利润-11.0亿元, 同比下降309.5%, 主要是因为计提商誉及无形资产减值准备。截止2024年中报旗下国大药房零售门店总数为10,702家, 其中直营门店8676家, 加盟店2026家, 未来公司将积极提高供应链管理水平和优化门店经营、药品结构, 通过线上+线下结合模式, 提高零售业务盈利能力。
- 盈利预测与投资建议。** 预计2024-2026年EPS分别为1.15元、2.37元、2.68元, 对应动态PE分别为23倍、11倍、10倍。我们认为公司两广地区市占率领先, 零售药房全国布局, 看好2025年业绩回暖, 维持“买入”评级。
- 风险提示:** 集采降价风险, 门店拓展不及预期风险, 市场竞争风险。

指标/年度	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	75477.48	74378.49	78097.42	83564.24
增长率	2.77%	-1.46%	5.00%	7.00%
归属母公司净利润(百万元)	1599.26	642.49	1318.46	1492.62
增长率	7.57%	-59.83%	105.21%	13.21%
每股收益EPS(元)	2.87	1.15	2.37	2.68
净资产收益率ROE	9.34%	3.91%	7.03%	7.48%
PE	9	23	11	10
PB	0.84	0.82	0.77	0.72

数据来源: Wind, 西南证券

西南证券研究院

分析师: 杜向阳
执业证号: S1250520030002
电话: 021-68416017
邮箱: duxy@swsc.com.cn

分析师: 汪翌雯
执业证号: S1250522120002
电话: 13761961340
邮箱: wangyw@swsc.com.cn

相对指数表现



数据来源: 聚源数据

基础数据

总股本(亿股)	5.57
流通A股(亿股)	4.78
52周内股价区间(元)	24.15-40.79
总市值(亿元)	147.93
总资产(亿元)	519.81
每股净资产(元)	32.52

相关研究

- 国药一致(000028): 2023年门店稳健扩张, 零售业务净利率提升 (2024-04-16)

盈利预测与估值

关键假设：

假设 1：考虑到公司处于两广区域分销龙头，渗透率有望稳步提升，预计 2024-2026 年公司分销业务增速分别为 2%/5%/6%，2024 年由于资金成本提升毛利率较低，后续随着应收账款管理能力提升，我们预计毛利率有所恢复，预计 2024-2026 年分销业务毛利率为 10%/11%/12%；

假设 2：考虑到公司零售业务一方面药店门店数量有望提升、单店收入有望小幅改善，我们预计公司 2024-2026 年零售业务门店数量为 10900/11100/11500 家，单店收入 205/210/220 万元/年，2024 年由于减值较多毛利率承压，后续随着门店经营改善我们预计毛利率有望小幅回暖，2024-2026 年零售业务毛利率分别为 4%/6%/8%；

假设 3：假设 2024-2026 年抵扣项收入为 -9.7/-9/-9 亿元。

基于以上假设，我们预测公司 2024-2026 年分业务收入成本如下表：

表 1：分业务收入及毛利率

单位：亿元		2023A	2024E	2025E	2026E
分销业务	收入	519.6	529.8	556.9	591.6
	增速	4%	2%	5%	6%
	毛利率	11%	10%	11%	12%
零售业务	收入	244.1	223.6	233.1	253.0
	增速	1.3%	-8.4%	4.2%	8.5%
	毛利率	11%	4%	6%	8%
其他业务抵扣项	收入	-8.9	-9.7	-9.0	-9.0
合计	收入	754.8	743.8	781.0	835.6
	增速	2.8%	-1.5%	5%	7%
	毛利率	12%	11%	12%	13%

数据来源：Wind, 西南证券

预计公司 2024-2026 年营业收入分别为 743.8 亿元 (-1.5%)、781.0 亿元 (+5%) 和 835.6 亿元 (+7%)，归母净利润分别为 6.4 亿元 (-59.8%)、13.2 亿元 (+105.2%)、14.9 亿元 (+13.2%)，EPS 分别为 1.15 元、2.37 元、2.68 元，对应动态 PE 分别为 23 倍、11 倍、10 倍。

综合考虑业务范围，选取了上海医药、柳药集团、老百姓三家同业上市公司，从 PE 角度来看，2025 年行业平均估值为 11.8x。考虑到公司国药系资源赋能，整体经营质量提升空间较大，边际业绩有望改善，给予公司 14x 估值，对应目标价 33.18 元，维持“买入”评级。

表 2：可比公司估值

证券代码	可比公司	总市值 (亿元)	股价 (元)	EPS (元)				PE (倍)			
				23A	24E	25E	26E	23A	24E	25E	26E
601607.SH	上海医药	637.90	19.23	1.02	1.35	1.52	1.70	18.9	14.2	12.7	11.3
603368.SH	柳药集团	74.11	18.58	2.35	2.26	2.48	2.75	7.9	8.2	7.5	6.8
603883.SH	老百姓	149.97	19.73	1.59	1.14	1.30	1.52	12.4	17.3	15.2	13.0
平均值								13.1	13.3	11.8	10.3
000028.SZ	国药一致	135.59	26.27	2.87	1.15	2.37	2.68	9.2	22.8	11.1	9.8

数据来源：Wind, 西南证券整理

附表：财务预测与估值

利润表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E	现金流量表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	75477.48	74378.49	78097.42	83564.24	净利润	1958.49	842.49	1618.46	1842.62
营业成本	66425.43	66196.86	69116.22	73536.53	折旧与摊销	417.80	358.08	363.30	369.48
营业税金及附加	188.18	193.38	203.05	208.91	财务费用	204.54	202.64	206.77	174.39
销售费用	5325.95	5649.79	5310.62	5933.06	资产减值损失	-17.58	-100.00	-10.00	-10.00
管理费用	1106.18	1188.55	1249.56	1420.59	经营营运资本变动	-2412.98	772.89	-644.80	-851.58
财务费用	204.54	202.64	206.77	174.39	其他	2786.87	1085.92	131.81	124.49
资产减值损失	-17.58	-100.00	-10.00	-10.00	经营活动现金流净额	2937.14	3162.01	1665.55	1649.40
投资收益	237.03	0.00	0.00	0.00	资本支出	-74.77	-55.00	-65.00	-75.00
公允价值变动损益	-15.16	-0.48	-5.38	-3.75	其他	-60.66	-0.48	-5.38	-3.75
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	-135.43	-55.48	-70.38	-78.75
营业利润	2467.43	1046.79	2015.82	2297.01	短期借款	1352.16	1387.33	-1000.00	-1000.00
其他非经营损益	5.80	6.32	7.26	6.26	长期借款	-17.50	0.00	0.00	0.00
利润总额	2473.23	1053.12	2023.08	2303.28	股权融资	32.13	0.00	0.00	0.00
所得税	514.74	210.62	404.62	460.66	支付股利	-342.50	-290.00	-113.31	-226.07
净利润	1958.49	842.49	1618.46	1842.62	其他	-3431.92	-1229.84	-206.77	-174.39
少数股东损益	359.23	200.00	300.00	350.00	筹资活动现金流净额	-2407.64	-132.51	-1320.08	-1400.45
归属母公司股东净利润	1599.26	642.49	1318.46	1492.62	现金流量净额	393.12	2974.02	275.10	170.20
资产负债表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E	财务分析指标	2023A	2024E	2025E	2026E
货币资金	6502.35	9476.37	9751.46	9921.66	成长能力				
应收和预付款项	19930.51	18342.45	19283.38	20838.50	销售收入增长率	2.77%	-1.46%	5.00%	7.00%
存货	7989.00	7967.60	8319.64	8852.69	营业利润增长率	7.00%	-57.58%	92.57%	13.95%
其他流动资产	1948.19	211.50	222.07	237.62	净利润增长率	10.54%	-56.98%	92.10%	13.85%
长期股权投资	2746.99	2746.99	2746.99	2746.99	EBITDA 增长率	5.81%	-47.97%	60.86%	9.86%
投资性房地产	112.47	112.47	112.47	112.47	获利能力				
固定资产和在建工程	901.67	755.93	614.95	477.81	毛利率	11.99%	11.00%	11.50%	12.00%
无形资产和开发支出	3362.27	2367.60	2162.92	1978.25	三费率	8.79%	9.47%	8.66%	9.01%
其他非流动资产	4077.63	4024.98	3972.32	3919.66	净利率	2.59%	1.13%	2.07%	2.21%
资产总计	47571.09	46005.88	47186.22	49085.65	ROE	9.34%	3.91%	7.03%	7.48%
短期借款	2612.67	4000.00	3000.00	2000.00	ROA	4.12%	1.83%	3.43%	3.75%
应付和预收款项	18696.98	18165.12	18837.51	20116.16	ROIC	11.70%	5.50%	10.19%	10.80%
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA/销售收入	4.09%	2.16%	3.31%	3.40%
其他负债	5283.60	2318.30	2321.09	2325.31	营运能力				
负债合计	26593.25	24483.41	24158.60	24441.47	总资产周转率	1.67	1.59	1.68	1.74
股本	556.57	556.57	556.57	556.57	固定资产周转率	87.95	93.75	120.15	163.55
资本公积	4260.57	4260.57	4260.57	4260.57	应收账款周转率	4.67	4.24	4.56	4.57
留存收益	12589.80	12942.30	14147.45	15414.01	存货周转率	8.38	8.28	8.47	8.55
归属母公司股东权益	17414.81	17759.44	18964.59	20231.15	销售商品提供劳务收到现金营业收入	102.91%	—	—	—
少数股东权益	3563.03	3763.03	4063.03	4413.03	资本结构				
股东权益合计	20977.84	21522.47	23027.62	24644.18	资产负债率	55.90%	53.22%	51.20%	49.79%
负债和股东权益合计	47571.09	46005.88	47186.22	49085.65	带息债务/总负债	9.82%	16.34%	12.42%	8.18%
					流动比率	1.49	1.62	1.72	1.80
					速动比率	1.17	1.26	1.34	1.40
					股利支付率	21.42%	45.14%	8.59%	15.15%
业绩和估值指标	2023A	2024E	2025E	2026E	每股指标				
EBITDA	3089.76	1607.51	2585.90	2840.88	每股收益	2.87	1.15	2.37	2.68
PE	9.14	22.76	11.09	9.80	每股净资产	31.29	31.91	34.07	36.35
PB	0.84	0.82	0.77	0.72	每股经营现金	5.28	5.68	2.99	2.96
PS	0.19	0.20	0.19	0.17	每股股利	0.62	0.52	0.20	0.41
EV/EBITDA	2.54	3.27	1.54	0.99					
股息率	2.34%	1.98%	0.77%	1.55%					

数据来源: Wind, 西南证券

分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，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获取任何形式的补偿。

投资评级说明

报告中投资建议所涉及的评级分为公司评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 个月内的相对市场表现，即：以报告发布日后 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。其中：A 股市场以沪深 300 指数为基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。

公司评级	买入：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 20%以上
	持有：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 10%与 20%之间
	中性：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%与 10%之间
	回避：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-20%与-10%之间
	卖出：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-20%以下
行业评级	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于同期相关证券市场代表性指数 5%以上
	跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于同期相关证券市场代表性指数-5%与 5%之间
	弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于同期相关证券市场代表性指数-5%以下

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司签约客户使用，若您并非本公司签约客户，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告

须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告及附录进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告及附录的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

请务必阅读正文后的重要声明部分

西南证券研究院

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴 21 世纪大厦 10 楼

邮编：200120

北京

地址：北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 A 座 8 楼

邮编：100033

深圳

地址：深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 22 楼

邮编：518038

重庆

地址：重庆市江北区金沙门路 32 号西南证券总部大楼 21 楼

邮编：400025

西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
	蒋诗烽	总经理助理、销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	崔露文	销售副总监	15642960315	15642960315	clw@swsc.com.cn
	李煜	资深销售经理	18801732511	18801732511	yfliyu@swsc.com.cn
	田婧雯	高级销售经理	18817337408	18817337408	tjw@swsc.com.cn
	汪艺	高级销售经理	13127920536	13127920536	wyyf@swsc.com.cn
上海	张玉梅	销售经理	18957157330	18957157330	zymf@swsc.com.cn
	魏晓阳	销售经理	15026480118	15026480118	wxyang@swsc.com.cn
	欧若诗	销售经理	18223769969	18223769969	ors@swsc.com.cn
	李嘉隆	销售经理	15800507223	15800507223	ljliong@swsc.com.cn
	龚怡芸	销售经理	13524211935	13524211935	gongyy@swsc.com.cn
	蒋宇洁	销售经理	15905851569	15905851569	jjj@swsc.com.c
	李杨	销售总监	18601139362	18601139362	yfly@swsc.com.cn
	张岚	销售副总监	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	杨薇	资深销售经理	15652285702	15652285702	yangwei@swsc.com.cn
北京	姚航	资深销售经理	15652026677	15652026677	yhang@swsc.com.cn
	张鑫	高级销售经理	15981953220	15981953220	zhxin@swsc.com.cn
	王一菲	高级销售经理	18040060359	18040060359	wyf@swsc.com.cn

	王宇飞	高级销售经理	18500981866	18500981866	wangyuf@swsc.com
	马冰竹	销售经理	13126590325	13126590325	mbz@swsc.com.cn
	郑龔	广深销售负责人	18825189744	18825189744	zhengyan@swsc.com.cn
	龚之涵	高级销售经理	15808001926	15808001926	gongzh@swsc.com.cn
广深	杨举	销售经理	13668255142	13668255142	yangju@swsc.com.cn
	陈韵然	销售经理	18208801355	18208801355	cyryf@swsc.com.cn
	林哲睿	销售经理	15602268757	15602268757	lzh@swsc.com.cn
