

2024 年 04 月 29 日
国药一致 (000028.SZ)

SDIC

分销业务稳健增长，盈利能力持续提升

■ 事件：公司发布 2024 年一季度报，分销板块增长稳健。

2024Q1 公司实现营业收入 190.90 亿元，同比增长 2.16%；归母净利润 3.89 亿元，同比增长 7.33%；扣非归母净利润 3.70 亿元，同比增长 5.10%。分业务板块来看，一季度分销板块实现营业收入 139.54 亿元，同比增长 6.77%，实现净利润 2.40 亿元，同比增长 10.07%；零售板块实现营业收入 53.87 亿元，同比下降 8.30%；实现净利润 0.77 亿元，同比下降 49.94%。一季度公司分销板块实现稳健增长，零售板块业绩有所下滑主要系零售板块上年同期理化诊断及口罩等应急物资品种销量较大，同时部分区域受门诊统筹等政策影响，导致业绩同比有所下滑。

■ 期间费用率略有下调，盈利能力有所提升。

2024 年一季度公司实现毛利率为 10.86%/-0.56pct，净利率 2.04%/+0.10pct，期间费用率为 8.20%/-0.20pct，其中，销售、管理、研发、财务费用率分别为 6.61%/-0.14pct、1.32%/-0.10pct、0.03%/+0.02pct、-0.24%/+0.01pct。整体来看，一季度公司期间费用率实现优化，盈利能力有所提升。

■ 商业分销渠道及品种布局扩张，国大药房门店数量持续突破。

公司立足两广，分销业务优势明显，旗下国大药房布局持续推进，批零一体化布局处于行业前列，此外，公司创新业务聚焦数字化转型升级，“一体两翼”战略持续加速。截止 2023 年底，公司分销业务板块覆盖两广二三级医疗机构 1110 家、基层医疗客户 8373 家、零售终端客户（连锁药店、单店、医院自费药房）6155 家，下游渠道资源丰富，在新品引进方面，引进创新厂家 13 个、创新药 35 个（独家 5 个）、医院首单 29 个、药房首单 71 个、双通道首单 11 个，取得 5 个全国总代品种和总经销品种、32 个独家配送品种；零售业务方面，国大药房门店总数达到 10516 家，其中，直营门店 8528 家，加盟门店 1988 家，DTP 药房 232 家，新增 97 个 DTP 品种，国大药房已取得各类医保定点资格门店达 7736 家，占公司直营店总数的 91%，双通道门店数量达 397 家，医保统筹门店 3012 家，此外，根据公司投资者关系记录，2024 年，国大药房预计每年净增加门店数量 10% 左右（不算投资并购），国大药房未来前景值得期待。

■ 投资建议：

买入-A 投资评级，6 个月目标价 41.18 元。我们预计公司 2024 年-2026 年的收入增速分别为 6.55%、6.34%、6.94%，净利润的增速分别

公司快报

证券研究报告

医药流通

投资评级

买入-A
首次评级

6 个月目标价

41.18 元

股价 (2024-04-26)

35.11 元

交易数据

总市值(百万元)

19,541.00

流通市值(百万元)

19,289.56

总股本(百万股)

556.57

流通股本(百万股)

549.40

12 个月价格区间

26.48/65.0 元

股价表现



资料来源：Wind 资讯

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	16.6	9.3	-31.5
绝对收益	17.7	16.8	-41.0

马帅

分析师

SAC 执业证书编号：S1450518120001

mashuai@essence.com.cn

冯俊曦

分析师

SAC 执业证书编号：S1450520010002

fengjx@essence.com.cn

相关报告

为 10.23%、10.17%、9.82%；首次给予买入-A 的投资评级，6 个月目标价为 41.18 元，相当于 2024 年 13 倍的动态市盈率。

■ 风险提示：医药行业政策变动的风险，零售业务布局进度不及预期，行业竞争加剧的风险。

(百万元)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
主营收入	73,443.1	75,477.5	80,423.1	85,522.3	91,459.3
净利润	1,486.7	1,599.3	1,762.9	1,942.3	2,133.0
每股收益(元)	2.67	2.87	3.17	3.49	3.83
每股净资产(元)	28.97	31.29	33.81	36.60	39.67

盈利和估值	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
市盈率(倍)	13.1	12.2	11.1	10.1	9.2
市净率(倍)	1.2	1.1	1.0	1.0	0.9
净利润率	2.0%	2.1%	2.2%	2.3%	2.3%
净资产收益率	9.2%	9.2%	9.4%	9.5%	9.7%
股息收益率	1.8%	0.0%	1.8%	2.0%	2.2%
ROIC	16.4%	18.3%	16.2%	19.4%	23.7%

数据来源：Wind 资讯，国投证券研究中心预测

1. 盈利预测

关键假设：公司立足广东、广西优势区域，流通业务布局辐射全国，且批零一体化优势显著。我们认为，公司作为两广地区医药商业领军企业，品种资源及下游渠道资源丰富，医药批发业务有望稳健增长，而品牌连锁药房布局有望持续受益于处方外流趋势，叠加公司持续开拓门店，零售业务有望实现持续稳健增长，我们预计 2024 年-2026 年公司医药批发业务收入增速为 7.23%、6.90%、6.46%，医药零售业务收入增速为 5.00%、5.00%、8.00%。基于上述假设，我们预计公司 2024 年-2026 年的收入增速分别为 6.55%、6.34%、6.94%，净利润的增速分别为 10.23%、10.17%、9.82%。

2. 估值分析与投资建议

我们选取上海医药、九州通、重药控股作为可比公司，可比公司 2024 年平均 PE 估值水平为 10.97 倍。考虑到公司作为两广医药商业领军企业，批发业务有望稳健增长，国大药房在医药流通公司中处于药房领先地位，有望助力公司零售业务持续稳健增长。首次覆盖，给予买入-A 的投资评级，6 个月目标价为 41.18 元，相当于 2024 年 13 倍的动态市盈率。

表1：可比公司估值分析

公司名称	公司代码	市值 (亿元)	归母净利润 (亿元)			PE 估值水平		
			2024E	2025E	2026E	2024E	2025E	2026E
上海医药	601607.SH	661	54.12	59.60	64.40	12.22	11.09	10.26
重药控股	000950.SZ	92	10.16	11.89	-	9.08	7.76	-
九州通	600998.SH	321	27.63	32.46	-	11.62	9.89	-
平均						10.97	9.58	-
国药一致	000028.SZ	195	17.63	19.42	21.33	11.08	10.06	9.16

资料来源：Wind，国投证券研究中心，备注：上海医药、重药控股、九州通的归母净利润为 Wind 一致预期，市值对应 2024 年 4 月 26 日收盘价

财务报表预测和估值数据汇总

利润表						财务指标					
(百万元)	2022	2023	2024E	2025E	2026E		2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入	73,443.1	75,477.5	80,423.1	85,522.3	91,459.3	成长性					
减:营业成本	64,516.9	66,425.4	70,514.3	74,787.3	79,952.5	营业收入增长率	7.4%	2.8%	6.55%	6.34%	6.94%
营业税费	192.3	188.2	203.5	217.8	230.8	营业利润增长率	18.1%	7.0%	8.5%	11.6%	9.5%
销售费用	5,272.8	5,326.0	5,680.2	6,071.7	6,468.9	净利润增长率	11.2%	7.6%	10.23%	10.17%	9.82%
管理费用	1,129.1	1,106.2	1,215.1	1,286.8	1,366.1	EBITDA 增长率	15.3%	5.5%	12.9%	10.5%	8.7%
研发费用	9.1	26.8	28.6	30.4	32.5	EBIT 增长率	16.6%	5.6%	14.3%	11.2%	9.3%
财务费用	189.5	204.5	217.9	231.8	247.8	NOPLAT 增长率	14.2%	10.6%	6.4%	11.3%	9.9%
资产减值损失	-93.2	-94.6	-93.9	-94.2	-94.1	投资资本增长率	-0.5%	20.3%	-7.0%	-10.2%	-13.2%
加:公允价值变动收益	28.9	-15.2	-15.0	-15.0	-15.0	净资产增长率	7.9%	7.9%	8.2%	8.6%	8.7%
投资和汇兑收益	139.1	237.0	222.8	199.7	219.8						
营业利润	2,306.1	2,467.4	2,677.5	2,987.0	3,271.5	利润率					
加:营业外净收支	5.0	5.8	11.1	7.3	8.1	毛利率	12.2%	12.0%	12.3%	12.6%	12.6%
利润总额	2,311.1	2,473.2	2,688.6	2,994.3	3,279.6	营业利润率	3.1%	3.3%	3.3%	3.5%	3.6%
减:所得税	539.3	514.7	598.6	662.9	712.9	净利润率	2.0%	2.1%	2.2%	2.3%	2.3%
净利润	1,486.7	1,599.3	1,762.9	1,942.3	2,133.0	EBITDA/营业收入	3.6%	3.7%	3.9%	4.1%	4.1%
						EBIT/营业收入	3.3%	3.4%	3.6%	3.8%	3.8%
						运营效率					
资产负债表						固定资产周转天数	4	4	3	3	2
(百万元)	2022	2023	2024E	2025E	2026E	流动营业资本周转天数	34	38	40	34	27
货币资金	6,016.3	6,502.3	7,238.1	10,276.3	14,132.6	流动资产周转天数	156	162	165	164	169
交易性金融资产	-	-	-	-	-	应收帐款周转天数	76	80	84	76	70
应收帐款	14,396.1	18,969.3	18,561.4	17,548.0	18,019.5	存货周转天数	38	38	37	37	37
应收票据	1,102.0	1,150.2	811.0	1,426.6	1,024.2	总资产周转天数	209	215	214	208	208
预付帐款	844.3	620.0	785.6	788.4	891.2	投资资本周转天数	57	61	60	52	43
存货	7,836.0	7,989.0	8,659.4	9,138.1	9,845.6						
其他流动资产	1,513.4	1,139.2	1,289.8	1,314.1	1,247.7	投资回报率					
可供出售金融资产	-	-	-	-	-	ROE	9.2%	9.2%	9.4%	9.5%	9.7%
持有至到期投资	-	-	-	-	-	ROA	4.2%	4.1%	4.4%	4.6%	4.7%
长期股权投资	2,579.0	2,747.0	2,915.0	3,083.0	3,251.0	ROIC	16.4%	18.3%	16.2%	19.4%	23.7%
投资性房地产	109.2	112.5	115.7	119.0	122.3	费用率					
固定资产	850.1	866.2	697.2	524.7	348.7	销售费用率	7.2%	7.1%	7.1%	7.1%	7.1%
在建工程	35.2	35.4	35.4	35.4	35.4	管理费用率	1.5%	1.5%	1.5%	1.5%	1.5%
无形资产	647.5	615.6	519.9	420.8	321.8	研发费用率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
其他非流动资产	6,686.5	6,824.3	6,343.1	5,994.3	5,652.2	财务费用率	0.3%	0.3%	0.3%	0.3%	0.3%
资产总额	42,615.8	47,571.1	47,971.6	50,668.8	54,892.2	四费/营业收入	9.0%	8.8%	8.9%	8.9%	8.9%
短期债务	1,260.5	2,612.7	424.8	-	-	偿债能力					
应付帐款	10,194.6	11,070.4	11,876.6	12,220.1	13,611.3	资产负债率	54.4%	55.9%	52.6%	51.2%	50.9%
应付票据	7,024.8	8,378.5	8,335.5	9,028.5	9,656.3	负债权益比	119.2%	126.8%	110.8%	104.8%	103.8%
其他流动负债	2,547.6	2,276.6	2,302.9	2,377.9	2,322.3	流动比率	1.51	1.49	1.63	1.71	1.76
长期借款	17.5	-	-	-	-	速动比率	1.14	1.17	1.25	1.33	1.38
其他非流动负债	2,126.0	2,255.0	2,230.6	2,203.9	2,229.8	利息保障倍数	12.65	12.38	13.29	13.89	14.20
负债总额	23,171.1	26,593.3	25,170.4	25,830.4	27,819.7	分红指标					
少数股东权益	3,318.8	3,563.0	3,890.1	4,279.3	4,712.9	DPS(元)	0.62	-	0.63	0.70	0.77
股本	428.1	556.6	556.6	556.6	556.6	分红比率	23.0%	0.0%	20.0%	20.0%	20.0%
留存收益	15,689.9	16,850.4	18,260.7	19,814.5	21,520.9	股息收益率	1.8%	0.0%	1.8%	2.0%	2.2%
股东权益	19,444.7	20,977.8	22,707.4	24,650.3	26,790.4						
						现金流量表					
						(百万元)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
						净利润	1,771.7	1,958.5	1,762.9	1,942.3	2,133.0
						加:折旧和摊销	424.6	417.8	250.8	257.6	261.0
						资产减值准备	93.2	17.6	93.9	94.2	94.1
						公允价值变动损失	-28.9	15.2	-15.0	-15.0	-15.0
						财务费用	203.7	248.4	217.9	231.8	247.8
						投资损失	-139.1	-324.2	-222.8	-199.7	-219.8
						少数股东损益	285.0	359.2	327.1	389.2	433.6
						营运资金的变动	-992.8	-538.6	925.8	1,136.0	1,335.7
						经营活动产生现金流量	2,560.4	2,937.1	3,340.5	3,836.4	4,270.4
						投资活动产生现金流量	-342.8	-135.4	248.6	225.4	245.6
						融资活动产生现金流量	-1,507.8	-2,407.6	-2,853.4	-1,023.5	-659.7
						业绩和估值指标					
						EPS(元)	2.67	2.87	3.17	3.49	3.83
						BVPS(元)	28.97	31.29	33.81	36.60	39.67
						PE(X)	13.1	12.2	11.1	10.1	9.2
						PB(X)	1.2	1.1	1.0	1.0	0.9
						P/FCF	22.0	28.1	53.5	7.1	5.5
						P/S	0.3	0.3	0.2	0.2	0.2
						EV/EBITDA	3.6	4.5	4.3	3.1	2.0
						CAGR(%)	9.6%	9.4%	11.0%	9.6%	9.4%
						PEG	1.4	1.3	1.0	1.0	1.0
						ROIC/WACC	1.6	1.7	1.5	1.9	2.3
						REP	0.5	0.5	0.7	0.5	0.3

资料来源: Wind 资讯, 国投证券研究中心预测

目 公司评级体系

收益评级:

买入 —— 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%及以上;

增持 —— 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5% (含) 至 15%;

中性 —— 未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5% (含) 至 5%;

减持 —— 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15% (含);

卖出 —— 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上;

风险评级:

A —— 正常风险, 未来 6 个月的投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动;

B —— 较高风险, 未来 6 个月的投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动;

目 分析师声明

本报告署名分析师声明, 本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格, 勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责, 保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据, 特此声明。

目 本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

国投证券股份有限公司(以下简称“本公司”)经中国证券监督管理委员会核准, 取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告, 是证券投资咨询业务的一种基本形式, 本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析, 形成证券估值、投资评级等投资分析意见, 制作证券研究报告, 并向本公司的客户发布。

目 免责声明

本报告仅供国投证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息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。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦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。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许范围内使用，并注明出处为“国投证券股份有限公司研究中心”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

本报告的估值结果和分析结论是基于所预定的假设，并采用适当的估值方法和模型得出的，由于假设、估值方法和模型均存在一定的局限性，估值结果和分析结论也存在局限性，请谨慎使用。

国投证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

国投证券研究中心

深圳市

地 址： 深圳市福田区福田街道福华一路 119 号安信金融大厦 33 楼

邮 编： 518046

上海市

地 址： 上海市虹口区东大名路 638 号国投大厦 3 层

邮 编： 200080

北京市

地 址： 北京市西城区阜成门北大街 2 号楼国投金融大厦 15 层

邮 编： 100034