

2024年04月29日

## 国药一致 (000028.SH)

—— 批零一体协同发展，零售利润提升潜力大

买入 (首次覆盖)

## 投资要点:

- 投资逻辑: 1) 国大药房目前毛利率净利率较低, 未来有望持续通过品类优化与提升运营效率等举措, 增强盈利能力, 利润提升潜力大; 2) 公司为两广分销龙头, 通过强化两广网络的广覆盖与深布局, 龙头地位有望持续得到稳固, 维持稳健增长。
- 国药一致为全国连锁药房龙头, 盈利能力改善潜力大。从行业层面来看, 随着 2023 年药店明确纳入门诊统筹, 处方外流得到进一步推动, 龙头连锁凭借更为规范化的管理, 较强的信息对接能力等特点, 在资质申请方面具备天然优势, 有望率先受益。国大药房在全国连锁药房中规模领先, 截止 2023 年底已在全国 20 个省市自治区超 160 个城市拥有 10516 家药房。目前药店行业的连锁化率仍存在提升空间, 通过自建、并购等扩张手段, 龙头药房市占率有望进一步提升。从盈利能力来看, 目前国大药房的毛利率及净利率相比其他上市药房处于较低位置, 主要是因为其 DTP 和处方药占比较高。目前公司已通过战略转型, 优化品类结构, 推进精细化管理等方式提升盈利能力, 利润率有望逐步提升。
- 批发业务立足两广, 实现广覆盖与深布局, 有望稳健增长。公司的分销业务主要覆盖广东广西, 在药品和器械耗材分销、零售直销和零售诊疗等细分市场均保持行业领先, 且盈利能力较为稳定。公司于 2013 年将业务延伸到两广县级区域, 基层医疗客户稳健增长, 2019 年开始进一步的网络覆盖, 发展零售终端。截至 2023 年底, 公司分销业务覆盖两广 1110 家二三级医疗机构、8373 家基层医疗客户、6155 家零售终端客户。十四五期间, 公司预计将持续深耕优势区域, 继续完善“市-县-乡”立体网络覆盖, 两广分销龙头地位有望持续得到稳固。
- 盈利预测与估值: 公司为全国领先的分销及零售平台, 分销业务通过深耕优势区域有望保持稳健增长, 零售业务盈利能力改善潜力大, 我们预计 2024-2026 年归母净利润分别为 17.8 亿元、20.1 亿元、22.8 亿元, 增速分别为 11%/13.1%/13.8%, 当前股价对应的 PE 分别为 11X、10X、9X, 首次覆盖, 给予“买入”评级。
- 风险提示: 国大药房利润率改善不及预期; 门店扩张不及预期; 集采降价超预期。

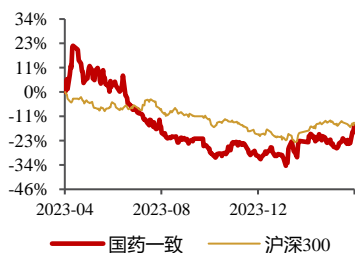
## 证券分析师

刘闯

S1350524030002

liuchuang@huayuanstock.com

## 市场表现:



## 相关研究

## 股票数据: 2024年4月26日

收盘价 (元)	35.11
一年内最高/最低 (元)	65.00/26.48
总市值 (亿元)	195

## 盈利预测与估值

	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业总收入 (百万元人民币)	73,443	75,477	80,468	85,751	91,425
同比增长率 (%)	7.4%	2.8%	6.6%	6.6%	6.6%
毛利率 (%)	12.2%	12.0%	12.2%	12.4%	12.7%
归母净利润 (百万元人民币)	1,487	1,599	1,776	2,008	2,284
同比增长率 (%)	11.2%	7.6%	11.0%	13.1%	13.8%
每股收益 (元人民币/股)	2.67	2.87	3.19	3.61	4.10
ROE (%)	9.2%	9.2%	9.3%	9.5%	9.7%
市盈率	12.32	10.10	10.95	9.69	8.52

## 投资案件

### 投资评级与估值

公司为全国领先的分销及零售平台，分销业务通过深耕优势区域有望保持稳健增长，零售业务盈利能力改善潜力大，我们预计 2024-2026 年归母净利润分别为 17.8 亿元、20.1 亿元、22.8 亿元，增速分别为 11%/13.1%/13.8%，当前股价对应的 PE 分别为 11X、10X、9X，首次覆盖，给予“买入”评级。

### 关键假设

我们预计 2024-2026 年公司收入分别为 804.7/857.5/914.2 亿元，同比增长 6.6%/6.6%/6.6%，关键假设如下：

1. 医药批发：公司为广东广西分销龙头，未来预计将持续深耕优势区域，覆盖客户数有望稳定增长，市占率有望继续提高，龙头地位预计将持续得到稳固，预计 2024-2026 年收入增速分别为 6%/5%/5%；

2. 医药零售：公司作为全国性布局的药房龙头，截止 2023 年门店数已经破万家，未来预计将持续受益于处方外流的推进及行业集中度的提升。从公司层面来看，由于品类结构的差异，国大药房与其他上市连锁药房的毛利率与净利率存在差异，随着品类结构的优化、精细化管理的加强等一系列提质增效举措，国大药房的盈利能力预计将得到优化，2024-2026 年收入增速为 8%/10%/10%，毛利率为 25%/25.3%/25.5%。

### 投资逻辑要点

1) 国大药房目前毛利率净利率较低，未来有望持续通过品类优化与提升运营效率等举措，增强盈利能力，利润提升潜力大；

2) 公司为广东广西分销龙头，通过强化两广网络的广覆盖与深布局，龙头地位有望持续得到稳固，维持稳健增长。

### 核心风险提示

国大药房利润率改善不及预期；门店扩张不及预期；集采降价超预期。

## 目录

---

1. 国药一致：全国领先的分销及零售平台.....	5
2. 批零一体化协同发展，规模及盈利能力有望提升.....	6
2.1 药房业务：全国连锁药房龙头，盈利能力有提升空间.....	6
2.2 批发业务：立足两广，实现广覆盖与深布局.....	7
3. 盈利预测及估值 .....	8

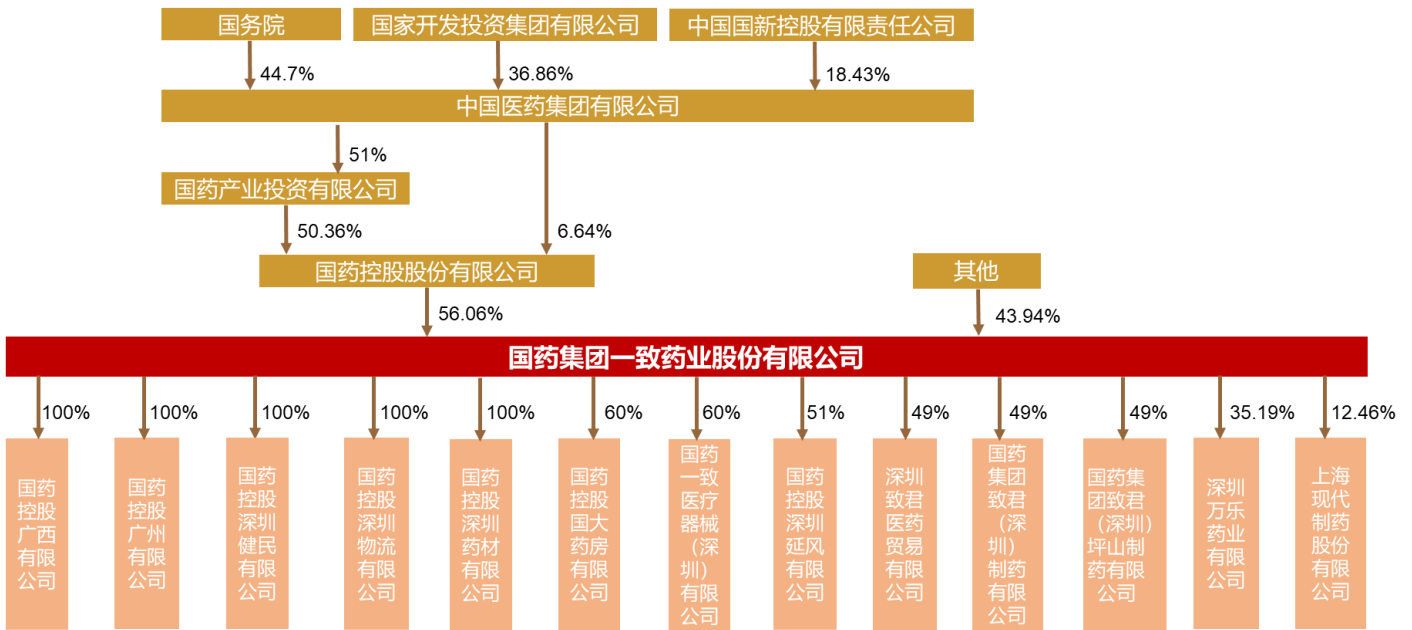
## 图表目录

图 1: 公司股权结构 (截止 2023 年) .....	5
图 2: 公司收入情况 (亿元, %) .....	5
图 3: 公司归母净利润情况 (亿元, %) .....	5
图 4: 公司毛利率及净利率情况 (%) .....	6
图 5: 公司各项费用率情况 (%) .....	6
图 6: 国大药房收入及增速情况 (亿元, %) .....	6
图 7: 国大药房净利润及净利率率情况 (亿元, %) .....	6
图 8: 上市药房毛利率对比 (%) .....	7
图 9: 上市药房净利率对比 (%) .....	7
图 10: 公司分销业务收入及增速情况 (亿元, %) .....	7
图 11: 公司分销业务净利润及净利率率情况 (亿元, %) .....	7
图 12: 分销业务覆盖医疗及零售客户数量情况 (家) .....	8
表 1: 2024-2026 年公司收入预测 (亿元) .....	9
表 2: 可比公司估值情况.....	9
表 3: 国药一致合并利润表 (百万元) .....	11
表 4: 国药一致合并资产负债表 (百万元) .....	12
表 5: 国药一致合并现金流量表 (百万元) .....	13

## 1. 国药一致：全国领先的分销及零售平台

**国药一致为全国领先的分销及零售平台。** 国药一致由国药控股股份有限公司控股，主要业务包括医药分销和医药零售，其业务规模在国内均处于领先地位。在十四五发展规划中，公司提出打造以“科技赋能、服务升级、批零一体、产融双驱”为核心发展举措，构建基于全渠道、全品类、全生命周期的“1-2-6”（1核、双网、6平台）数字化医药健康服务体系，旨在构建领先的国际化医药健康服务平台。

图 1：公司股权结构（截止 2024Q1）



资料来源：Wind，公司公告，华源证券研究

**业绩稳健增长,近 5 年收入 CAGR 为 12%。** 2023 年公司实现收入及归母净利润 754.8 亿元及 16 亿元，同比分别实现 2.8%及 7.6%的增长。近 5 年收入 CAGR 为 12%，归母净利润 CAGR 为 6%，整体增速较为稳健。

图 2：公司收入情况（亿元，%）

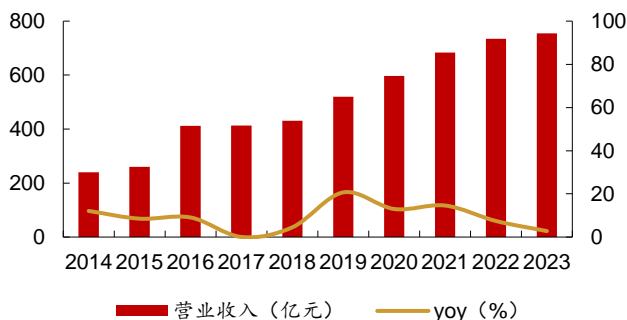


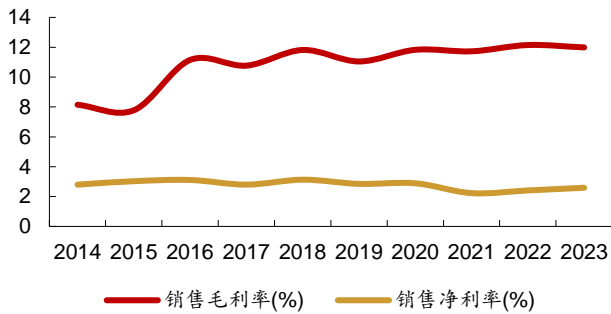
图 3：公司归母净利润情况（亿元，%）



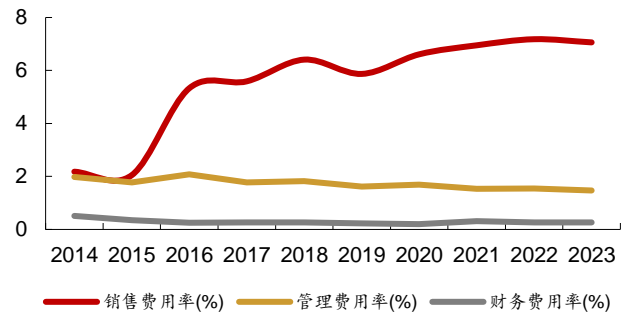
资料来源：Wind，华源证券研究

资料来源：Wind，华源证券研究

**盈利能力较为稳定，销售费用率有所增长。**公司的毛利率近年来一直稳定在约 12%，净利率略有提升，2023 年为 2.59%。从期间费用率来看，财务费用率较为稳定，管理费用率有所下降，销售费用率近几年略有提升，2023 年为 7.06%。

**图 4：公司毛利率及净利率情况（%）**


资料来源：Wind，华源证券研究

**图 5：公司各项费用率情况（%）**


资料来源：Wind，华源证券研究

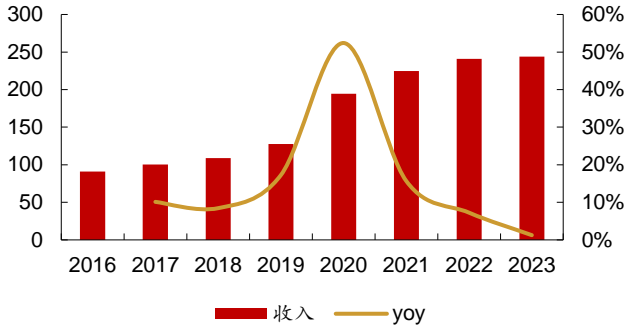
## 2. 批零一体化协同发展，规模及盈利能力有望提升

### 2.1 药房业务：全国连锁药房龙头，盈利能力有提升空间

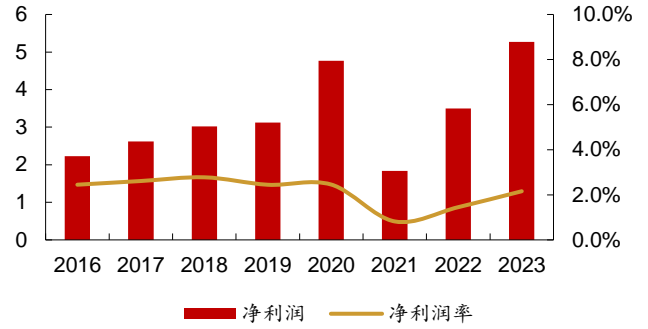
**药店纳入门诊统筹，处方外流得到进一步推动，利好龙头连锁。**2023 年 2 月 15 日，国家医保局发布《关于进一步做好定点零售药店纳入门诊统筹管理》的通知，明确药店纳入门诊统筹。截至 2023 年 8 月，已有 25 个省份约 14.14 万家定点零售药店开通了门诊统筹报销服务。因此，我们认为快速获得统筹资质则有望承接更多处方增量，而龙头连锁凭借更为规范化的管理，较强的信息对接能力等特点，在资质申请方面具备天然优势，有望率先受益。

**国大药房在全国连锁药房中规模领先，2023 年门店已破万家。**截止 2023 年底，国大药房已在全国拥有 10516 家药房，覆盖 20 个省市自治区超 160 个城市。从业绩上看，2023 年国大药房收入和净利润分别为 244.1 亿元及 5.3 亿元，净利润率为 2.2%，近两年净利润率提升较为明显。

**图 6：国大药房收入及增速情况（亿元，%）**
**图 7：国大药房净利润及净利润率情况（亿元，%）**



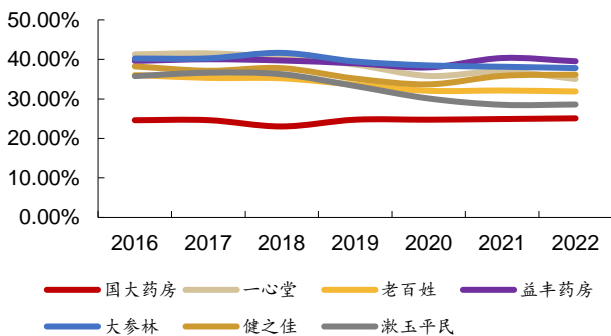
资料来源: Wind, 华源证券研究



资料来源: Wind, 华源证券研究

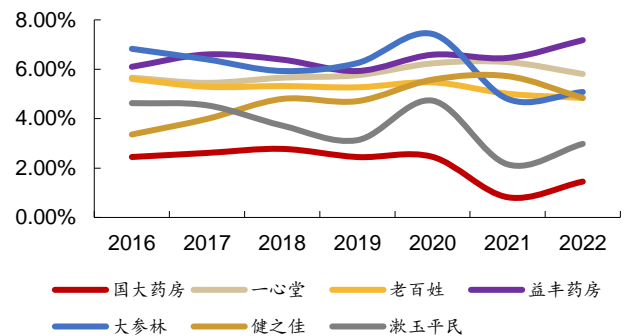
**国大药房的盈利能力存在较大优化空间, 未来可期。**与其他上市药房相比, 国大药房的毛利率较低, 主要是因为其 DTP 和处方药占比较高。从 2020 年下半年开始, 国大药房总部由管理型转变为运营管控型, 开始加强资源整合以及供应商供应链的业务开展, 提升运营效率。从结果来看, 国大药房在品类规划、商品价格、供应商资源, 包括近万家门店的销售额都得到了很好的改善, 从而使得毛利率得到了一定的提升。未来随着精细化管理的深入开展, 以及高毛利品种的推广销售, 盈利能力有望持续提升。

图 8: 上市药房毛利率对比 (%)



资料来源: Wind, 华源证券研究

图 9: 上市药房净利率对比 (%)



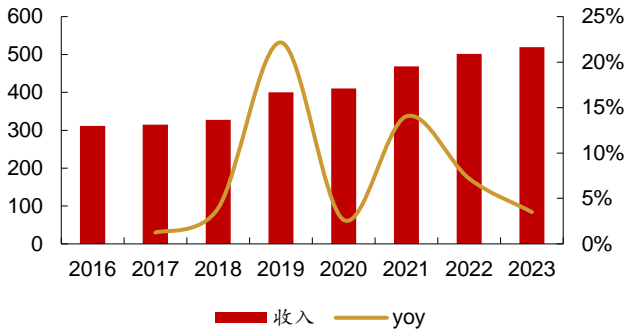
资料来源: Wind, 华源证券研究

## 2.2 批发业务: 立足两广, 实现广覆盖与深布局

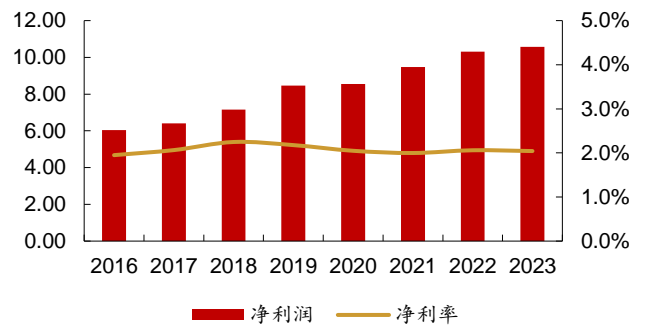
**两广医药分销龙头, 利润率稳健。**公司的分销业务主要覆盖广东广西, 在药品和器械耗材分销、零售直销和零售诊疗等细分市场均保持行业领先。2023 年公司分销业务收入为 519.6 亿元 (YOY+3.5%), 净利润为 10.6 亿元, 净利润率基本稳定在 2%左右。

图 10: 公司分销业务收入及增速情况 (亿元, %)

图 11: 公司分销业务净利润及净利润率情况 (亿元, %)



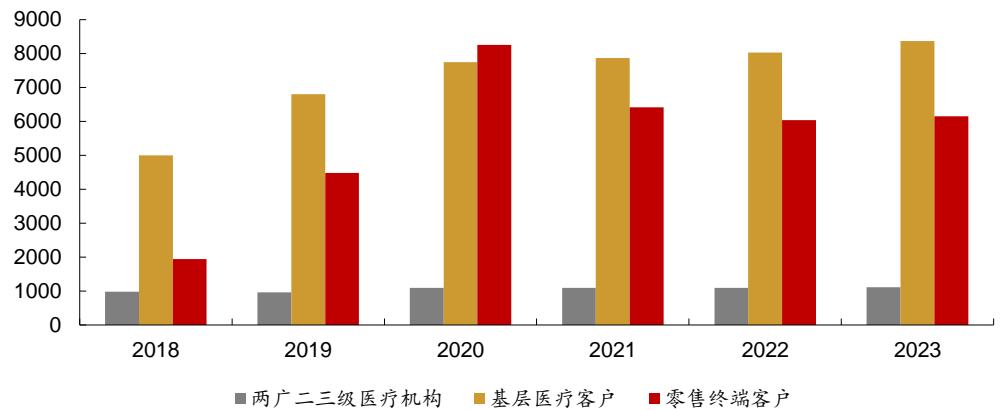
资料来源: Wind, 华源证券研究



资料来源: Wind, 华源证券研究

**强化两广网络的广覆盖与深布局，龙头地位持续深化。**公司于 2013 年将业务延伸到两广县级区域，基层医疗客户稳健增长，2019 年开始进一步的网络覆盖，发展零售终端。截至 2023 年底，公司分销业务覆盖两广 1110 家二三级医疗机构、8373 家基层医疗客户以及 6155 家零售终端客户。十四五期间，公司预计将持续深耕优势区域，继续完善“市-县-乡”立体网络覆盖，两广医药分销龙头地位有望持续得到稳固。

图 12: 分销业务覆盖医疗及零售客户数量情况 (家)



资料来源: Wind, 华源证券研究

### 3. 盈利预测及估值

我们预计 2024-2026 年公司收入分别为 804.7/857.5/914.2 亿元，同比增长 6.6%/6.6%/6.6%，关键假设如下：

- 医药批发：**公司为广东广西分销龙头，未来预计将持续深耕优势区域，覆盖客户数有望稳定增长，市占率有望继续提高，龙头地位预计将持续得到稳固，预计 2024-2026 年收入增速分别为 6%/5%/5%；
- 医药零售：**公司作为全国性布局的药房龙头，截止 2023 年门店数已经破万家，未来预计将持续受益于处方外流的推进及行业集中度的提升。从公司层面来看，由于



品类结构的差异，国大药房与其他上市连锁药房的毛利率与净利率存在差异，随着品类结构的优化、精细化管理的加强等一系列提质增效举措，国大药房的盈利能力预计将得到优化，2024-2026 年收入增速为 8%/10%/10%，毛利率为 25%/25.3%/25.5%。

**表 1：2024-2026 年公司收入预测（亿元）**

	2023	2024E	2025E	2026E
总收入	754.77	804.68	857.51	914.25
yoy	2.77%	6.61%	6.57%	6.62%
毛利率	11.99%	12.18%	12.43%	12.66%
医药批发	517.55	548.60	576.03	604.83
yoy	3.44%	6.00%	5.00%	5.00%
毛利率	6.15%	6.10%	6.05%	6.00%
医药零售	233.28	251.94	277.14	304.85
yoy	1.63%	8.00%	10.00%	10.00%
毛利率	24.50%	25.00%	25.30%	25.50%
其他	3.94	4.14	4.34	4.56
yoy	-13.60%	5.00%	5.00%	5.00%
毛利率	39.0%	37.00%	37.00%	37.00%

资料来源：Wind，华源证券研究预测

我们预计 2024-2026 年归母净利润分别为 17.8 亿元、20.1 亿元、22.8 亿元，增速分别为 11%/13.1%/13.8%，当前股价对应的 PE 分别为 11X、10X、9X。同时选取流通公司国药股份、上海医药，以及门店布局广泛的龙头药房老百姓、益丰药房作为可比公司，国药一致估值低于可比公司。鉴于公司为全国领先的分销及零售平台，分销业务通过深耕优势区域有望保持稳健增长，零售业务盈利能力改善潜力大，首次覆盖，给予“买入”评级。

**表 2：可比公司估值情况**

公司代码	公司名称	市值（亿元）	归母净利润（百万元）						PE			
			2022A	2023A	2023E	2024E	2025E	2026E	2023E	2024E	2025E	2026E
600511.SH	国药股份	265	1,964.1	2,146.0		2,369.9	2,621.4	2,929.2		11	10	9
601607.SH	上海医药	659	5,617.2	3,768.0		5,537.1	6,098.5	6,440.4		12	11	10
603883.SH	老百姓	189	785.0		927.4	1,131.9	1,377.4		20	17	14	
603939.SH	益丰药房	436	1,265.6		1,432.6	1,790.7	2,214.2		31	24	20	
可比公司平均估值									25	16	14	10
000028.SZ	国药一致	199	1486.7	1599.3		1775.9	2007.9	2284.1		11	10	9

资料来源：Wind，华源证券研究

注：除国药一致外，可比公司均采用 wind 一致预期，估值日期 2024/4/26

### 风险提示：

**1) 国大药房利润率改善不及预期：**目前国大药房正在通过优化品类结构，提质增效等方式改善盈利能力，若效果不及预期，则毛利率及净利率的改善也将不及预期；

**2) 门店扩张不及预期:** 大型连锁药房现在处于门店扩张的进程中, 若国大药房的门店扩张速度不及预期, 有可能带来规模增长的放缓;

**3) 集采降价超预期:** 集采目前已经在全国进行多轮推行, 且价格降幅不可预测性较大, 若降价超预期, 流通企业的利润空间有可能会被进一步压缩。

**表 3：国药一致合并利润表（百万元）**

	2023	2024E	2025E	2026E
<b>营业总收入</b>	<b>75,477</b>	<b>80,468</b>	<b>85,751</b>	<b>91,425</b>
毛利率%	12.0%	12.2%	12.4%	12.7%
营业税金及附加	188	201	214	229
营业税金率%	0.2%	0.3%	0.3%	0.3%
销售费用	5,326	5,593	6,003	6,400
销售费用率%	7.1%	7.0%	7.0%	7.0%
管理费用	1,106	1,207	1,261	1,317
管理费用率%	1.5%	1.5%	1.5%	1.4%
研发费用	27	32	34	37
研发费用率%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
财务费用	205	195	205	215
财务费用率%	0.3%	0.2%	0.2%	0.2%
资产减值损失	-18	-20	-25	-30
投资收益	237	121	129	137
<b>营业利润</b>	<b>2,467</b>	<b>2,751</b>	<b>3,130</b>	<b>3,574</b>
营业外收支	6	0	0	0
<b>利润总额</b>	<b>2,473</b>	<b>2,751</b>	<b>3,130</b>	<b>3,574</b>
所得税	515	572	651	743
有效所得税率%	20.8%	20.8%	20.8%	20.8%
少数股东损益	359	403	471	546
<b>归属母公司所有者净利润</b>	<b>1,599</b>	<b>1,776</b>	<b>2,008</b>	<b>2,284</b>

资料来源：Wind，华源证券研究预测

**表 4：国药一致合并资产负债表（百万元）**

	2023	2024E	2025E	2026E
<b>货币资金</b>	<b>6,502</b>	<b>8,198</b>	<b>10,068</b>	<b>11,870</b>
应收账款及应收票据	19,311	20,005	20,842	21,713
存货	7,989	8,441	8,865	9,316
其它流动资产	2,568	2,639	2,729	2,911
<b>流动资产合计</b>	<b>36,370</b>	<b>39,284</b>	<b>42,505</b>	<b>45,810</b>
长期股权投资	2,747	2,747	2,747	2,747
固定资产	866	841	803	753
在建工程	35	34	32	30
无形资产	616	566	511	451
非流动资产合计	11,201	10,947	10,675	10,387
<b>资产总计</b>	<b>47,571</b>	<b>50,231</b>	<b>53,180</b>	<b>56,197</b>
短期借款	2,613	2,913	3,163	3,363
应付票据及应付账款	17,952	18,060	18,148	17,967
预收账款	18	16	17	18
其它流动负债	3,755	3,831	3,963	4,129
<b>流动负债合计</b>	<b>24,338</b>	<b>24,820</b>	<b>25,290</b>	<b>25,477</b>
长期借款	0	0	0	0
其它长期负债	2,255	2,255	2,255	2,255
非流动负债合计	2,255	2,255	2,255	2,255
<b>负债总计</b>	<b>26,593</b>	<b>27,075</b>	<b>27,545</b>	<b>27,732</b>
实收资本	557	557	557	557
普通股股东权益	17,415	19,190	21,198	23,482
少数股东权益	3,563	3,966	4,437	4,983
<b>负债和所有者权益合计</b>	<b>47,571</b>	<b>50,231</b>	<b>53,180</b>	<b>56,197</b>

资料来源：Wind，华源证券研究预测

**表 5：国药一致合并现金流量表（百万元）**

	2023	2024E	2025E	2026E
<b>净利润</b>	<b>1,599</b>	<b>1,776</b>	<b>2,008</b>	<b>2,284</b>
少数股东损益	359	403	471	546
非现金支出	1,684	597	614	632
非经营收益	-151	149	151	153
营运资金变动	-554	-1,036	-1,131	-1,517
<b>经营活动现金流</b>	<b>2,937</b>	<b>1,889</b>	<b>2,114</b>	<b>2,098</b>
资产	-284	-365	-365	-365
投资	0	2	2	2
其他	149	141	149	157
<b>投资活动现金流</b>	<b>-135</b>	<b>-222</b>	<b>-214</b>	<b>-206</b>
债权募资	84	300	250	200
股权募资	35	0	0	0
其他	-2,526	-270	-280	-290
<b>融资活动现金流</b>	<b>-2,408</b>	<b>30</b>	<b>-30</b>	<b>-90</b>
<b>现金净流量</b>	<b>393</b>	<b>1,696</b>	<b>1,869</b>	<b>1,802</b>

资料来源：Wind，华源证券研究预测

## 证券分析师声明

本报告署名分析师在此声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，本报告表述的所有观点均准确反映了本人对标的证券和发行人的个人看法。本人以勤勉的职业态度，专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观的出具此报告，本人所得报酬的任何部分不曾与、不与、也不将会与本报告中的具体投资意见或观点有直接或间接联系。

## 一般声明

本报告是机密文件，仅供华源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的签约客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司客户。本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，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作出邀请。客户应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、财务状况和特殊需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或使用本报告所造成的一切后果，本公司均不承担任何法律责任。

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、价值及投资收入可能会波动。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。

本报告的版权归本公司所有，属于非公开资料。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式修改、复制或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

本公司销售人员、交易人员以及其他专业人员可能会依据不同的假设和标准，采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论或交易观点，本公司没有就此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。

## 信息披露声明

在法律许可的情况下，本公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司将会在知晓范围内依法合规的履行信息披露义务。

## 销售人员信息

华东区销售代表 李瑞雪 lirui xue@huayuanstock.com  
 华北区销售代表 王梓乔 wangziqiao@huayuanstock.com  
 华南区销售代表 杨洋 yangyang@huayuanstock.com

## 股票投资评级说明

证券的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入 (Buy)	: 相对强于市场表现 20%以上;
增持 (Outperform)	: 相对强于市场表现 5% ~ 20%;
中性 (Neutral)	: 相对市场表现在 - 5% ~ + 5%之间波动;
减持 (Underperform)	: 相对弱于市场表现 5%以下。

行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好 (Overweight)	: 行业超越整体市场表现;
中性 (Neutral)	: 行业与整体市场表现基本持平;
看淡 (Underweight)	: 行业弱于整体市场表现。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

本报告采用的基准指数 : 沪深 300 指数