

国药一致 (000028.SZ)

两广分销龙头，全国零售布局，经营潜力持续释放

买入 (首次评级)

当前价格：40.79 元

投资要点：

➤ 公司当前位置具有业绩和估值双重提升的逻辑，1) 业绩方面，零售业务的盈利能力存在较大的提升潜能，随着各项毛利改善措施落地，零售业务的盈利能力有望快速提升，拉动整体业绩增长。2) 估值方面，公司当前估值低于行业平均水平，随着内在经营效率改善的预期兑现，估值有望得到持续修复。

➤ 医药批发业务深耕两广区域，增长预期稳健。

公司医药批发业务在两广区域分销业务规模领先，客户网络布局既广且深，2023年已覆盖1110家二三级医疗机构、6155家零售终端机构和8373家基层医疗机构，盈利能力稳健。随着公司持续完善两个区域的客户网络布局，加快业务数字化、多元化转型，公司在两广区域的领先地位将更加稳固，整体维持稳健的增长。

➤ 医药零售业务全国连锁布局，盈利能力释放潜能巨大。

公司医药零售业务以国大药房为主体，截止2023年共拥有药房门店数量10516家，其中直营门店8528家，加盟门店1988家，网络遍布20个省市自治区，覆盖国内超过160个城市。国大药房的净利率和毛利率相比同行存在较大提升空间，而公司多项毛利改善措施已逐步落地，包括总部管理模式的变化、毛利提升项目小组（采购、商品、自有品牌、营销、运营）的成立等，通过品类结构的调整和采购流程的优化，零售业务盈利能力有望逐步改善。

➤ 四大联营企业贡献稳定的投资收益。

联营投资收益每年为公司带来可观的利润贡献，2018-2023年占利润比例基本均在20%以上。公司联营投资收益主要由四大联营企业贡献，分别为国药现代、国药致君、万乐药业、致君坪山，2023年贡献的投资收益比例分别为29%、23%、22%、26%。

➤ 盈利预测与投资建议

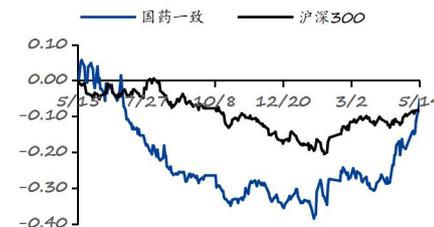
我们预计公司2024-2026年收入分别为820/874/926亿元，同比增长8.6%/6.6%/6.0%，归母净利润分别为18.5/20.6/22.4亿元，分别同比增长15.5%/11.6%/8.5%，对应当前PE分别为12/11/10倍。我们选取医药商业板块中的国药股份、上海医药、九州通、益丰药房、老百姓、大参林作为可比公司，国药一致估值低于可比公司平均水平。公司作为全国领先的医药批发和零售平台，批发业务深耕两广区域，区域优势明显，零售业务盈利能力释放潜能巨大，首次覆盖，给予“买入”评级。

风险提示：零售业务利润率改善不及预期、零售门店扩张不及预期、行业政策风险

基本数据

总股本/流通股本(百万股)	556.57/478.05
流通A股市值(百万元)	19,499.81
每股净资产(元)	31.99
资产负债率(%)	58.43
一年内最高/最低价(元)	60.92/26.06

一年内股价相对走势



团队成员

分析师：盛丽华(S0210523020001)
 SLH30021@hfzq.com.cn
 联系人：何展聪(S0210123040010)
 hzc30081@hfzq.com.cn

相关报告

财务数据和估值	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	73,443	75,477	81,951	87,357	92,575
增长率	7%	3%	9%	7%	6%
净利润(百万元)	1,487	1,599	1,847	2,061	2,237
增长率	11%	8%	15%	12%	9%
EPS(元/股)	2.67	2.87	3.32	3.70	4.02
市盈率(P/E)	14.9	13.9	12.0	10.8	9.9
市净率(P/B)	1.4	1.3	1.2	1.1	1.0

数据来源：公司公告、华福证券研究所



正文目录

1 国药一致：两广分销龙头，全国零售布局，经营潜力持续释放.....	3
1.1 国药集团唯一医药零售整合平台，分销+零售+工业投资全产业链布局.....	3
1.2 业绩增长稳健，零售业务占比有所提升，盈利能力整体平稳.....	3
2 医药批发：深耕两广，盈利能力稳健，回款周期良好.....	5
3 医药零售：全国连锁化布局的万店龙头，盈利能力提升值得期待.....	7
4 联营投资：四大联营企业贡献稳定投资收益.....	9
5 盈利预测与投资建议.....	12
5.1 盈利预测.....	12
5.2 投资建议.....	12
6 风险提示.....	13

图表目录

图表 1： 国药一致股权结构图.....	3
图表 2： 2018-2024Q1 公司营业收入情况.....	4
图表 3： 2018-2024Q1 公司归母净利润情况.....	4
图表 4： 2018-2023 年公司分业务收入结构情况.....	4
图表 5： 2023 年公司归母净利润结构.....	4
图表 6： 2018-2024Q1 公司毛利率和净利率情况.....	5
图表 7： 2018-2024Q1 公司费用率情况.....	5
图表 8： 2018-2024Q1 公司分销业务收入情况.....	5
图表 9： 2018-2024Q1 公司分销业务净利润情况.....	5
图表 10： 2018-2024Q1 公司分销业务净利率情况.....	6
图表 11： 2018-2023 年公司分销业务客户覆盖.....	6
图表 12： 2018-2023 年公司分销业务收入结构.....	6
图表 13： 2017-2022 年两广区域流通行业占比变化.....	7
图表 14： 公司及同行应收账款周转天数比较情况.....	7
图表 15： 2018-2024Q1 公司零售业务收入情况.....	7
图表 16： 2018-2024Q1 公司零售业务净利润情况.....	7
图表 17： 2018-2023 年公司零售门店数量情况.....	8
图表 18： 2018-2023 年公司直营和加盟门店数量情况.....	8
图表 19： 2018-2023 年公司零售净利率与同行公司净利率比较情况.....	8
图表 20： 2018-2023 年公司零售毛利率与同行公司毛利率比较情况.....	9
图表 21： 2023 年公司零售业务与同行结构比较.....	9
图表 22： 2022 年公司零售业务与老百姓统采比例.....	9
图表 23： 2018-2023 年公司联营投资收益情况.....	10
图表 24： 2023 年公司联营投资收益拆分.....	10
图表 25： 2018-2023 年国药现代收入情况.....	10
图表 26： 2018-2023 年国药现代净利润情况.....	10
图表 27： 2018-2023 年国药致君收入情况.....	11
图表 28： 2018-2023 年国药致君净利润情况.....	11
图表 29： 2018-2023 年万乐药业收入情况.....	11
图表 30： 2018-2023 年万乐药业净利润情况.....	11
图表 31： 2018-2023 年致君坪山收入情况.....	12
图表 32： 2018-2023 年致君坪山净利润情况.....	12
图表 33： 公司业绩拆分预测表.....	12
图表 34： 可比公司估值表.....	13
图表 35： 财务预测摘要.....	14



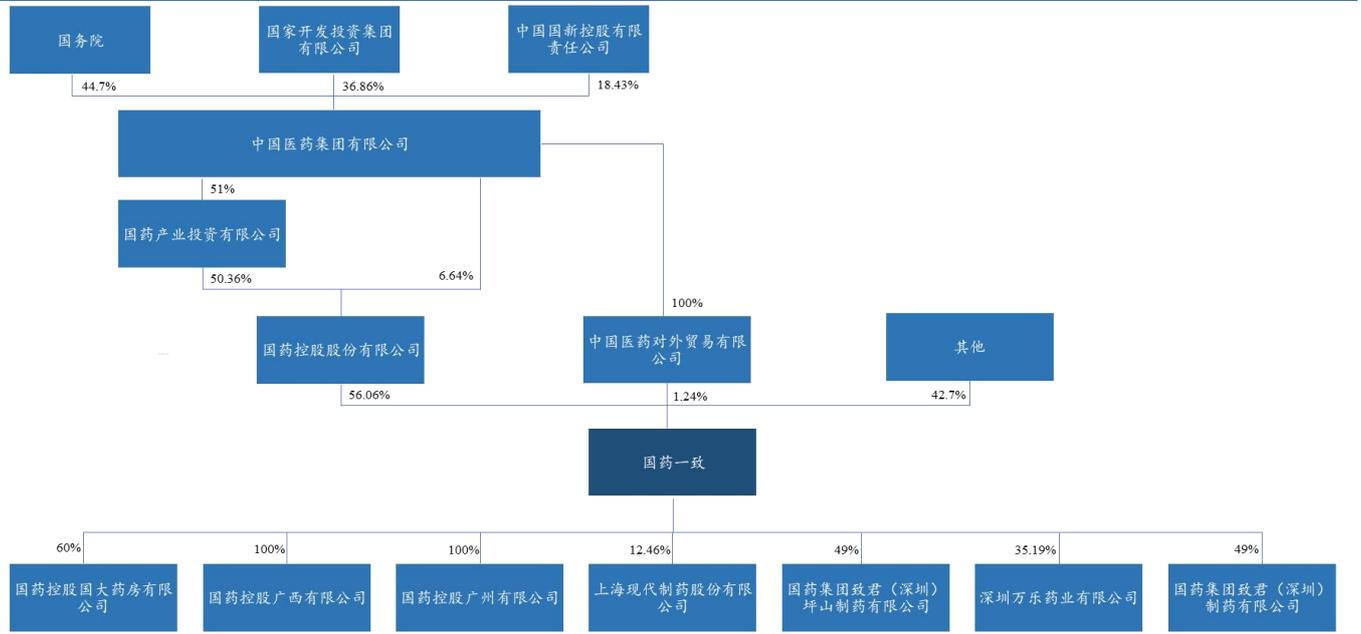
1 国药一致：两广分销龙头，全国零售布局，经营潜力持续释放

1.1 国药集团唯一医药零售整合平台，分销+零售+工业投资全产业链布局

国药一致是中国医药集团有限公司、国药控股股份有限公司旗下综合性医药上市公司，是国药集团全国唯一医药零售整合平台，业务涵盖“药品分销+医药物流+医药零售+工业投资”全产业链条，下属子公司 140 多家，员工 40000 多人。

从股权结构来看，公司控股股东为国药控股股份有限公司，其直接持有公司 56.06% 股权，实际控制人为国务院。公司主要子公司包括（1）国药控股国大药房有限公司（主要涉及药店零售），（2）国药控股广西有限公司、国药控股广州有限公司（主要涉及两广地区药品及器械分销），（3）参股国药现代、致君坪山、万乐药业、国药致君等工业公司。

图表 1：国药一致股权结构图



数据来源：iFinD，华福证券研究所

1.2 业绩增长稳健，零售业务占比有所提升，盈利能力整体平稳

公司整体业绩保持平稳增长。从 2018 到 2023 年，公司营业收入从 431 亿元增至 755 亿元，年复合增速为 11.8%，归母净利润从 12.1 亿元增至 16 亿元，年复合增速为 5.7%。2024Q1，公司实现营业收入 191 亿元，同比增长 2.2%，实现归母净利润 3.9 亿元，同比增长 7.3%。

图表 2：2018-2024Q1 公司营业收入情况



数据来源：iFinD，华福证券研究所

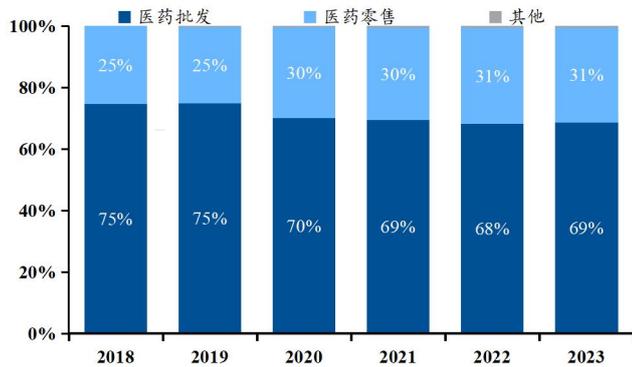
图表 3：2018-2024Q1 公司归母净利润情况



数据来源：iFinD，华福证券研究所

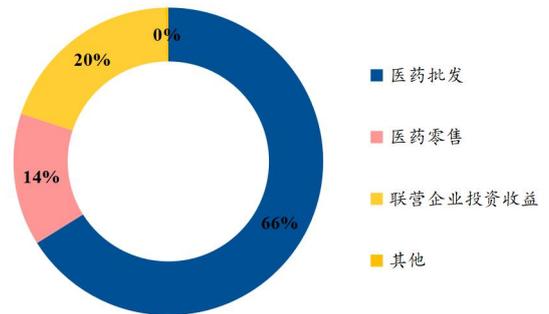
医药批发业务贡献主要收入和利润来源，零售业务占比有所提升。从收入结构来看，公司医药批发业务收入占比最高，其次为医药零售业务，从 2018 到 2023 年，公司医药批发业务收入占比从 75% 降至 69%，医药零售业务占比从 25% 提升至 31%。从利润结构来看，2023 年公司归母净利润中医药批发业务贡献利润占比为 66%，占比最高，其次为联营企业投资收益，占比 20%，第三大为医药零售，占比约 14%。

图表 4：2018-2023 年公司分业务收入结构情况



数据来源：iFinD，华福证券研究所

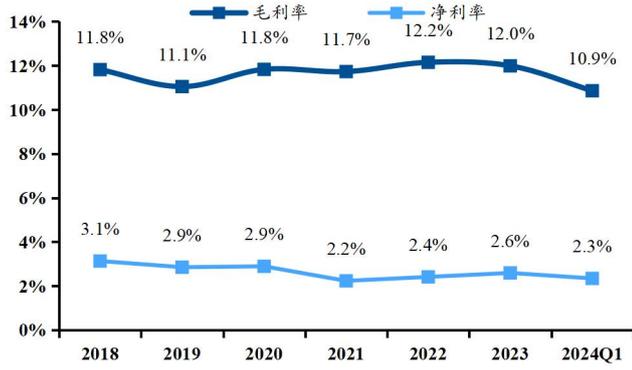
图表 5：2023 年公司归母净利润结构



数据来源：公司公告，华福证券研究所

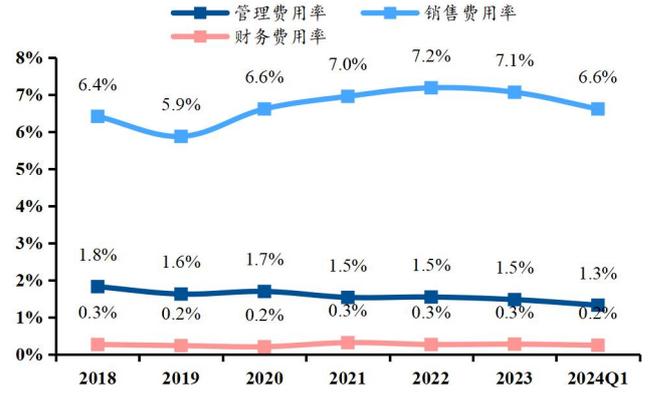
盈利能力稳定，费用率控制得当。公司整体盈利能力较为稳定，从 2018 到 2023 年，公司毛利率从 11.8% 提升至 12%，净利率从 3.1% 略降至 2.6%，2024Q1 公司毛利率和净利率分别为 10.9% 和 2.3%。从费用率来看，2018 年以来公司销售费用率略有提升，管理费用率有所下降，财务费用率保持平稳，整体费用率控制得当。

图表 6: 2018-2024Q1 公司毛利率和净利率情况



数据来源: iFinD, 华福证券研究所

图表 7: 2018-2024Q1 公司费用率情况



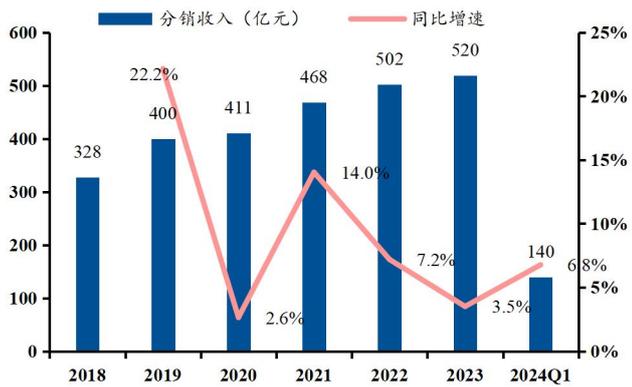
数据来源: iFinD, 华福证券研究所

2 医药批发: 深耕两广, 盈利能力稳健, 回款周期良好

在医药批发领域, 公司长期深耕两广区域, 2013 年起拓展至县级, 2015 年完成全网运营, 2019 年网络进一步向零售终端拓展。目前公司两广区域分销业务规模领先, 在 35 个地级以上城市设有子公司且点强网通, 全面覆盖一二三各级医疗机构、小型社会办医和零售连锁单店终端; 在零售诊疗领域拥有 134 家 SPS+专业药房。

公司分销业务业绩增长十分稳健, 2018 年以来收入和利润复合增速均接近 10%。从 2018 到 2023 年, 公司分销收入从 328 亿元增至 520 亿元, 年复合增速为 9.7%, 分销净利润从 7.2 亿元增至 10.6 亿元, 年复合增速为 8.1%。24Q1 公司分销收入 140 亿元, 同比增长 6.8%, 分销净利润 2.4 亿元, 同比增长 10.1%。

图表 8: 2018-2024Q1 公司分销业务收入情况



数据来源: 公司公告, 华福证券研究所

图表 9: 2018-2024Q1 公司分销业务净利润情况

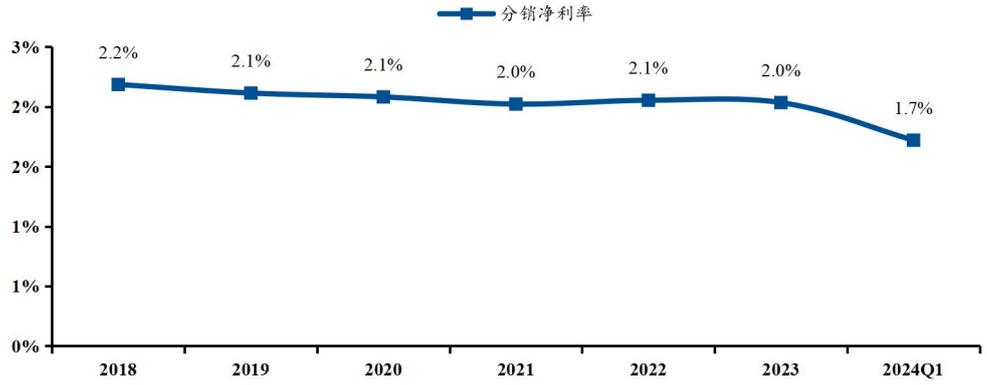


数据来源: 公司公告, 华福证券研究所

分销业务盈利能力稳定, 净利率相对平稳。从 2018 到 2023 年, 公司分销业务净利率基本维持在 2.0-2.2%, 盈利能力维持稳定。2024Q1 分销业务净利率略微下降至 1.7%。



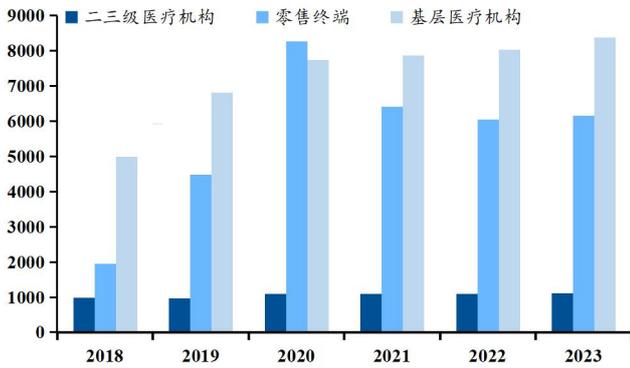
图表 10: 2018-2024Q1 公司分销业务净利率情况



数据来源: 公司公告, 华福证券研究所

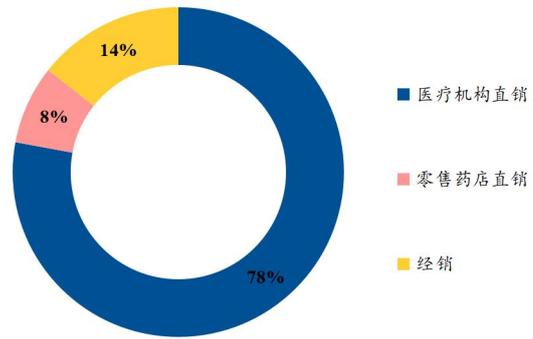
两广布局持续扩面和深化, 覆盖机构数量持续增长。从 2018 到 2023 年, 公司覆盖的二三级医疗机构、零售终端和基层医疗机构数量分别从 982 家、1947 家和 4996 家增至 1110 家、6155 家和 8373 家。从收入结构来看, 2023 年医疗机构直销、零售药店直销和经销(向商业客户分销药品、器械等)占分销收入(内部抵消后口径)比例分别为 78%、8%和 14%。

图表 11: 2018-2023 公司分销业务客户覆盖



数据来源: 公司公告, 华福证券研究所

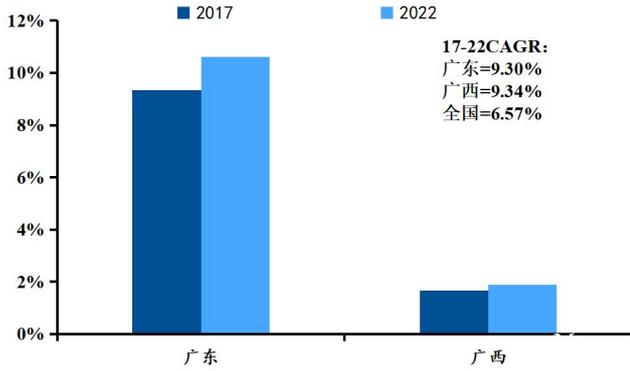
图表 12: 2018-2023 公司分销业务收入结构



数据来源: 公司公告, 华福证券研究所

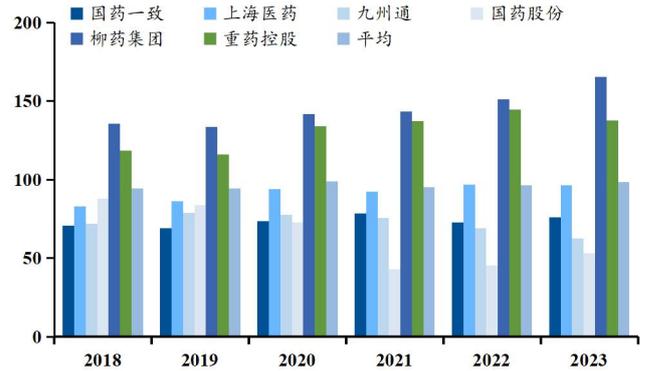
两广区域区位优势明显, 行业增速快于全国整体, 且区域经济水平高, 医疗机构支付能力更强, 公司回款压力相对更轻。两广区域的药品流通行业增速要显著快于全国整体水平, 从 2017 到 2022 年, 广东地区药品流通行业规模的复合增速为 9.3%, 广西地区为 9.34%, 均显著快于同期全国的 6.57%, 其中, 广东区域的药品流通行业规模为全国第一。此外, 相较其他地区情况, 两广地区医疗机构支付能力相对更强, 公司回款压力相对更轻。2018-2023 年, 公司应收账款周转天数均明显低于同行平均水平。

图表 13: 2017-2022 年两广区域流通行业占比变化



数据来源: 商务部, 华福证券研究所

图表 14: 公司及同行应收账款周转天数比较情况



数据来源: iFinD, 华福证券研究所

3 医药零售: 全国连锁化布局的万店龙头, 盈利能力提升值得期待

全国连锁化布局的万店龙头。在医药零售领域, 公司主要由子公司国大药房运营。国大药房成立于 2004 年, 2016 年并入国药一致, 2018 年引入战略投资者 WBA, 其增资后持有国大药房 40% 股权。截止 2023 年底, 公司共拥有药房门店数量 10516 家, 其中直营门店 8528 家, 加盟门店 1988 家, 网络遍布 20 个省市自治区, 覆盖国内超过 160 个城市。

公司零售业务收入快速增长, 净利润由于商誉减值影响有所波动, 但整体仍实现稳健增长。从 2018 到 2023 年, 公司零售业务收入从 109 亿元增至 244 亿元, 年均复合增速为 17.5%, 收入端整体实现快速增长。净利润方面, 2021 年由于商誉减值影响净利润明显下滑, 但 2022 年起实现快速反弹, 2018-2023 年公司零售业务净利润年均复合增速为 11.8%, 整体仍实现稳健增长。

图表 15: 2018-2024Q1 公司零售业务收入情况



数据来源: 公司公告, 华福证券研究所

图表 16: 2018-2024Q1 公司零售业务净利润情况

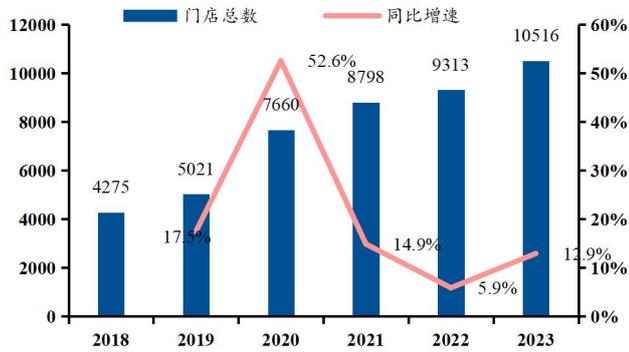


数据来源: 公司公告, 华福证券研究所

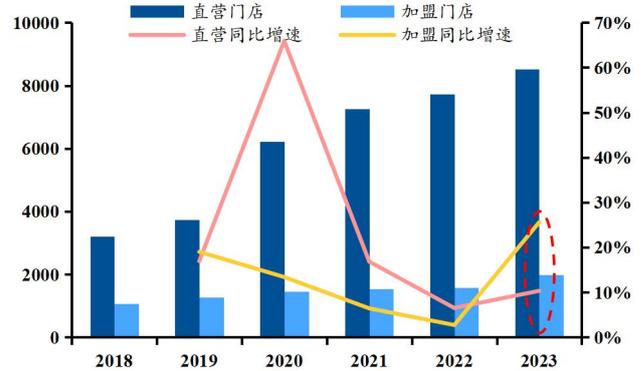
门店数量稳健增长, 加盟模式有望成为门店扩张的新驱动力。从 2018 到 2023 年, 公司零售门店数量从 4275 家增长至 10516 家, 年均复合增速为 19.7%, 其中直营门店数量从 3202 家增至 8528 家, 年均复合增速为 21.6%, 加盟门店数量从 1073



家增至 1988 年，年均复合增速为 13.2%。2023 年加盟门店增速为 26.2%，显著高于直营门店增速 10.3%，加盟模式有望成为公司门店扩张的新驱动力。

图表 17：2018-2023 公司零售门店数量情况


数据来源：公司公告，华福证券研究所

图表 18：2018-2023 公司直营和加盟门店数量情况


数据来源：公司公告，华福证券研究所

公司零售业务净利率近年来呈现快速上升趋势，但相比同行仍有较大提升空间。从 2021 到 2023 年，公司零售业务净利率从 0.82% 提升至 2.16%，2022、2023 年分别提升 0.63pct、0.71pct，剔除 2021 年因计提减值影响，2022 年仍呈现快速上升趋势，但和同行平均约 5-6% 的净利率水平相比，公司零售业务净利率仍有较大的提升空间。

图表 19：2018-2023 年公司零售净利率与同行公司净利率比较情况

	2018	2019	2020	2021	2022	2023
国药一致	2.78%	2.45%	2.45%	0.82%	1.45%	2.16%
同行平均	5.62%	5.58%	6.26%	5.66%	5.55%	4.96%
益丰药房	6.39%	5.93%	6.59%	6.46%	7.18%	7.00%
大参林	5.93%	6.25%	7.43%	4.80%	5.08%	5.02%
老百姓	5.32%	5.27%	5.47%	5.01%	4.84%	5.01%
一心堂	5.66%	5.76%	6.24%	6.29%	5.81%	3.22%
健之佳	4.80%	4.71%	5.58%	5.72%	4.84%	4.56%

数据来源：公司公告，iFinD，华福证券研究所，注：同行公司为整体净利率数据

多项毛利改善措施持续落地，公司盈利潜能释放可期。公司与同行可比公司的净利率差异主要来自毛利率的差异，而毛利率的差异我们认为主要有以下原因：（1）门店品类结构的差异；（2）商品集中采购比例的差异。

- 2023 年公司低毛利的中西成药占比显著高于同行，其中毛利率更低的处方药占比达 57.18%，与之相比同样披露处方药占比口径的健之佳仅有 37.1%。而毛利率较高的中药和非药占比显著低于同行。
- 2022 年公司零售业务商品集中采购比例（统采比例）为 46%，而同期门店布局同样广阔的老百姓为 66%，公司统采比例显著更低。



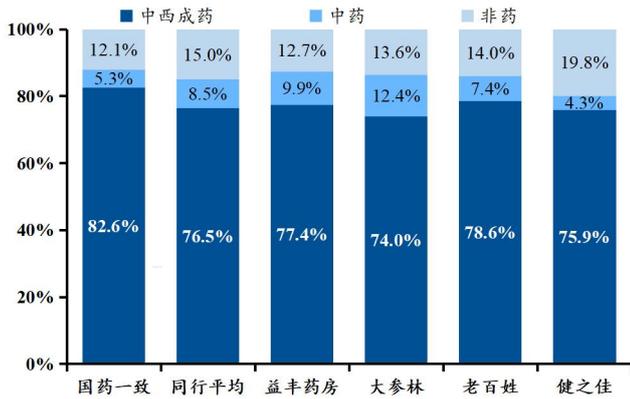
公司开启管理型总部向运营管控型总部转型，多项毛利提升措施持续落地执行，包括毛利提升项目小组（采购、商品、自有品牌、营销、运营）的成立，重点围绕销售结构调整、商品本身毛利率管控展开，盈利能力潜能释放可期。

图表 20：2018-2023 年公司零售毛利率与同行公司毛利率比较情况

	2018	2019	2020	2021	2022	2023
国药一致	23.03%	24.74%	24.74%	24.91%	25.08%	24.50%
同行平均	38.98%	37.18%	35.60%	36.68%	36.08%	35.11%
益丰药房	39.73%	39.01%	37.98%	40.35%	39.53%	38.21%
大参林	41.65%	39.48%	38.47%	38.15%	37.80%	35.90%
老百姓	35.21%	33.59%	32.06%	32.13%	31.88%	32.55%
一心堂	40.53%	38.70%	35.82%	36.96%	35.05%	33.00%
健之佳	37.78%	35.15%	33.69%	35.83%	36.14%	35.88%

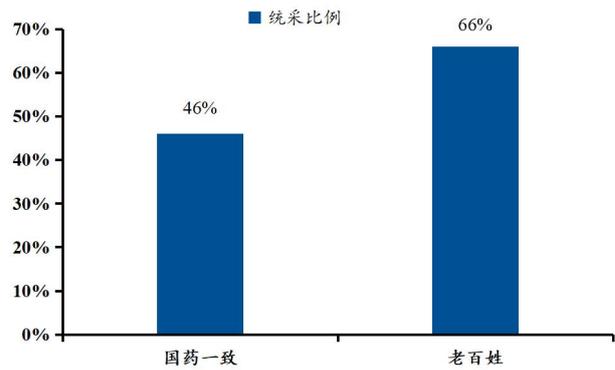
数据来源：公司公告，iFinD，华福证券研究所，注：同行公司为整体毛利率数据

图表 21：2023 年公司零售业务与同行结构比较



数据来源：公司公告，华福证券研究所

图表 22：2022 年公司零售业务与老百姓统采比例



数据来源：公司公告，华福证券研究所

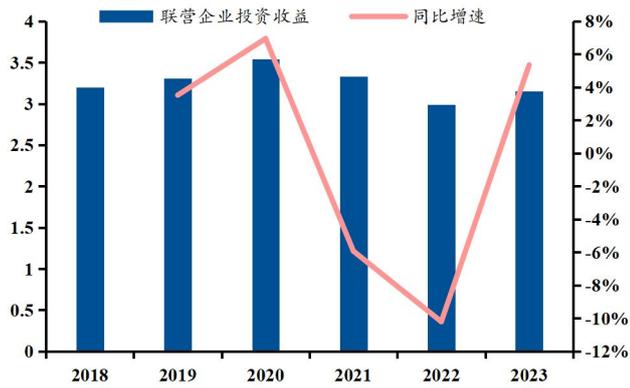
4 联营投资：四大联营企业贡献稳定投资收益

联营投资收益每年为公司带来可观的利润贡献，2023 年占利润比例达 20%。2018-2023 年，公司每年的联营企业投资收益基本维持在 3-3.2 亿元，占当年归母净利润的比例基本在 20%或以上。

公司联营投资收益主要由四大联营企业贡献，分别为国药现代、国药致君、万乐药业、致君坪山，2023 年贡献的投资收益比例分别为 29%、23%、22%、26%，其余联营企业合计略有亏损。

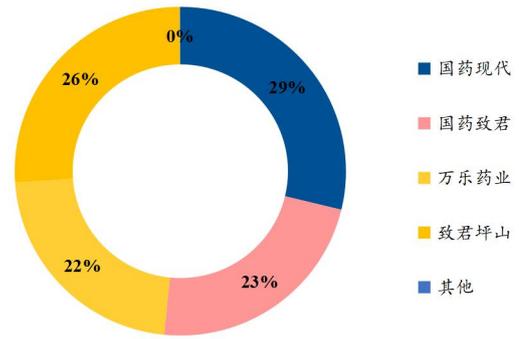


图表 23: 2018-2023 年公司联营投资收益情况



数据来源: 公司公告, 华福证券研究所

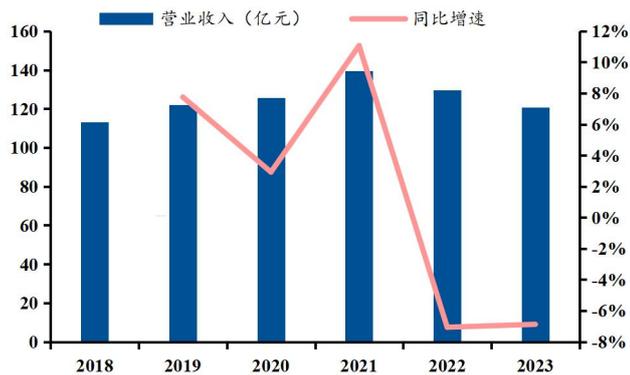
图表 24: 2023 年公司联营投资收益拆分



数据来源: 公司公告, 华福证券研究所

- **国药现代:** 公司持有其 12.46% 股权, 拥有医药中间体与原料药、化学制剂、动物疫苗、大健康等业务板块, 2023 年实现收入 121 亿元 (-6.9%), 净利润 9.65 亿元 (+11.3%), 净利率自 2021 年以来改善显著。

图表 25: 2018-2023 年国药现代收入情况



数据来源: 公司公告, 华福证券研究所

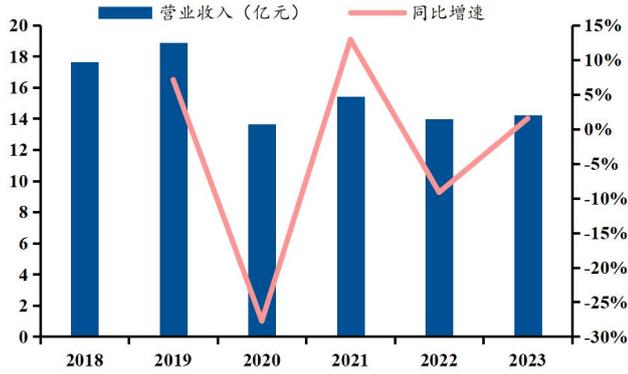
图表 26: 2018-2023 年国药现代净利润情况



数据来源: 公司公告, 华福证券研究所

- **国药致君:** 公司持有其 49% 股权, 主要业务板块为抗感染, 以研发、生产、销售抗感染类、消炎镇痛、呼吸系统药品为主, 2023 年实现收入 14.2 亿元 (+1.5%), 净利润 1.47 亿元 (+0.7%), 净利率较为稳定。

图表 27: 2018-2023 年国药致君收入情况



数据来源: 公司公告, 华福证券研究所

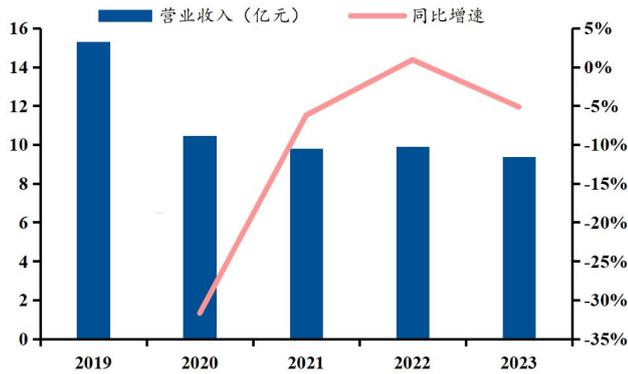
图表 28: 2018-2023 年国药致君净利润情况



数据来源: 公司公告, 华福证券研究所

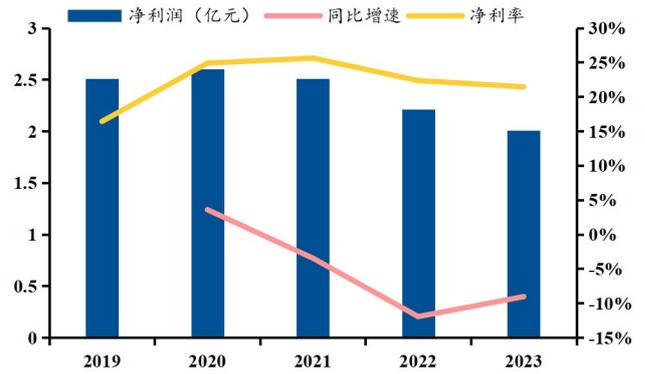
- **万乐药业:** 公司持有其 35.19% 股权, 主要抗肿瘤、心脑血管、呼吸系统、镇痛麻醉等领域治疗药物的生产、研发和销售, 2023 年实现收入 9 亿元 (-5.2%), 净利润 2.01 亿元 (-9.08%), 净利率近年来略有下滑。

图表 29: 2018-2023 年万乐药业收入情况



数据来源: 公司公告, 华福证券研究所

图表 30: 2018-2023 年万乐药业净利润情况

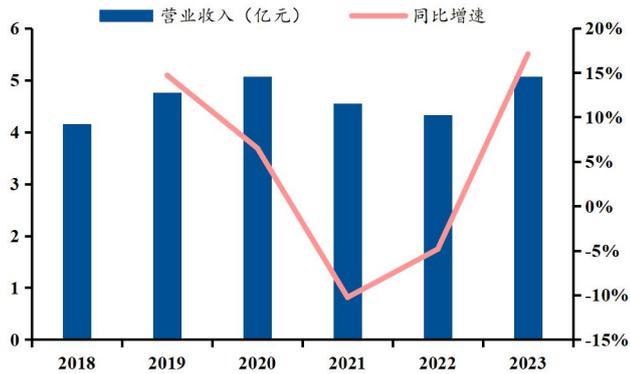


数据来源: 公司公告, 华福证券研究所

- **致君坪山:** 公司持有其 49% 股权, 其致力于发展现代中药、高端化药制剂, 化药聚焦非头非青 (非头孢、非青霉素) 类产品, 中药专注儿科、妇科和中老年领域, 2023 年实现收入 5 亿元 (+17.1%), 净利润 1.68 亿元 (+69.7%), 净利率自 2021 年以来持续提升, 2023 年已提升至 33.1%。



图表 31：2018-2023 年致君坪山收入情况



数据来源：公司公告，华福证券研究所

图表 32：2018-2023 年致君坪山净利润情况



数据来源：公司公告，华福证券研究所

5 盈利预测与投资建议

5.1 盈利预测

(1) 医药批发：考虑到公司在两广地区的市场份额已经较高，未来批发业务收入增速预计将稳健增长，我们假设 24-26 年公司医药批发业务收入增速分别为 8%/6%/6%，毛利率保持不变，分别为 6.2%/6.2%/6.2%。

(2) 医药零售：公司作为全国布局的万店连锁龙头，业务规模将随着门店扩张持续扩张，同时，随着各项毛利改善措施落地，未来盈利能力有望逐步提升，假设 24-26 年医药零售业务收入增速分别为 10%/8%/6%，毛利率分别为 24.8%/25.1%/25.4%。

图表 33：公司业绩拆分预测表

亿元	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入	684	734	755	820	874	926
同比增长	14.6%	7.4%	2.8%	8.6%	6.6%	6.0%
毛利率	11.7%	12.2%	12.0%	12.1%	12.3%	12.4%
医药批发	474	500	518	559	592	628
同比增长	13.5%	5.5%	3.4%	8.0%	6.0%	6.0%
毛利率	5.8%	6.0%	6.2%	6.2%	6.2%	6.2%
医药零售	205	230	233	257	277	294
同比增长	16.6%	11.7%	1.6%	10.0%	8.0%	6.0%
毛利率	24.9%	25.1%	24.5%	24.8%	25.1%	25.4%
其他	4	5	4	4	4	4
同比增长	56.7%	15.7%	-13.8%	0.0%	0.0%	0.0%
毛利率	38.2%	41.1%	38.6%	38.6%	38.6%	38.6%

数据来源：iFinD，华福证券研究所

5.2 投资建议

我们预计公司 2024-2026 年收入分别为 820/874/926 亿元，同比增长



8.6%/6.6%/6.0%，归母净利润分别为 18.5/20.6/22.4 亿元，分别同比增长 15.5%/11.6%/8.5%，对应当前 PE 分别为 12/11/10 倍。我们选取医药商业板块中的国药股份、上海医药、九州通、益丰药房、老百姓、大参林作为可比公司，国药一致估值低于可比公司平均水平。公司作为全国领先的医药批发和零售平台，批发业务深耕两广区域，区域优势明显，零售业务盈利能力释放潜能巨大，首次覆盖，给予“买入”评级。

图表 34：可比公司估值表

证券代码	可比公司	市值 (亿元)	归母净利润 (亿元)			PE		
			2024E	2025E	2026E	2024E	2025E	2026E
600511.SH	国药股份	275	23.73	26.3	29.1	11.60	10.47	9.45
601607.SH	上海医药	629	52.74	59.2	65.9	11.93	10.62	9.54
600998.SH	九州通	333	27.88	29.9	33.3	11.93	11.12	9.98
603939.SH	益丰药房	466	17.72	21.9	27.1	26.32	21.28	17.18
603233.SH	大参林	257	14.18	17.4	21.3	18.12	14.80	12.08
603883.SH	老百姓	212	11.20	13.7	16.5	18.94	15.53	12.87
平均值						16.47	13.97	11.85
000028.SZ	国药一致	208	18.47	20.61	22.37	11.99	10.75	9.90

数据来源：iFinD，华福证券研究所，除国药一致外其余公司净利润预测均为 iFinD 一致预期，预测时间为 2024/5/14

6 风险提示

零售业务利润率改善不及预期：公司零售业务相比同比公司有较大提升空间，一系列毛利改善措施也逐步落地，若这类措施效果不及预期，零售业务利润率的改善幅度也将不及预期，从而影响公司整体利润预期。

零售门店扩张不及预期：零售门店扩张是零售业务增长的重要驱动力，若扩张速度不及预期，零售业务的增速也将不及预期，从而影响整体增速。

行业政策风险：带量采购、两票制等政策对医药批发业务的盈利能力有较大影响，门诊统筹政策对医药零售业务也有较大影响，若相关政策边际大幅收紧，相关业务或将会受到较大冲击，从而影响整体经营。



图表 35: 财务预测摘要

资产负债表					利润表				
单位:百万元	2023A	2024E	2025E	2026E	单位:百万元	2023A	2024E	2025E	2026E
货币资金	6,502	9,034	10,891	12,835	营业收入	75,477	81,951	87,357	92,575
应收票据及账款	19,311	19,119	19,674	20,563	营业成本	66,425	71,995	76,603	81,097
预付账款	620	745	837	827	税金及附加	188	204	218	231
存货	7,989	8,832	9,305	9,851	销售费用	5,326	5,737	6,115	6,480
合同资产	11	22	24	21	管理费用	1,106	1,201	1,280	1,357
其他流动资产	1,948	2,037	2,161	2,327	研发费用	27	29	31	33
流动资产合计	36,370	39,768	42,868	46,404	财务费用	205	223	237	251
长期股权投资	2,747	2,747	2,747	2,747	信用减值损失	-77	-103	-110	-117
固定资产	866	891	908	921	资产减值损失	-18	0	0	0
在建工程	35	33	33	32	公允价值变动收益	-15	-16	-17	-18
无形资产	616	582	561	540	投资收益	237	257	274	291
商誉	2,747	2,747	2,747	2,747	其他收益	94	151	161	170
其他非流动资产	4,190	4,286	4,355	4,375	营业利润	2,467	2,851	3,181	3,453
非流动资产合计	11,201	11,285	11,350	11,361	营业外收入	24	26	28	29
资产合计	47,571	51,053	54,218	57,764	营业外支出	19	21	22	23
短期借款	2,613	2,613	2,613	2,613	利润总额	2,473	2,856	3,187	3,459
应付票据及账款	17,952	19,465	20,390	21,487	所得税	515	594	663	720
预收款项	18	20	22	23	净利润	1,958	2,262	2,523	2,739
合同负债	438	476	507	537	少数股东损益	359	415	463	502
其他应付款	1,497	1,497	1,497	1,497	归属母公司净利润	1,599	1,847	2,061	2,237
其他流动负债	1,820	1,846	1,888	1,926	EPS (按最新股本摊薄)	2.87	3.32	3.70	4.02
流动负债合计	24,338	25,916	26,916	28,083					
长期借款	0	20	40	60					
应付债券	0	0	0	0					
其他非流动负债	2,255	2,255	2,255	2,255					
非流动负债合计	2,255	2,275	2,295	2,315					
负债合计	26,593	28,191	29,211	30,398					
归属母公司所有者权益	17,415	18,883	20,565	22,424					
少数股东权益	3,563	3,978	4,441	4,943					
所有者权益合计	20,978	22,861	25,006	27,367					
负债和股东权益	47,571	51,053	54,218	57,764					

现金流量表				
单位:百万元	2023A	2024E	2025E	2026E
经营活动现金流	2,937	3,307	2,634	2,680
现金收益	2,581	2,836	3,134	3,379
存货影响	-153	-843	-473	-546
经营性应收影响	-4,202	66	-646	-880
经营性应付影响	2,229	1,515	927	1,097
其他影响	2,482	-267	-308	-370
投资活动现金流	-135	-195	-181	-127
资本支出	-402	-340	-369	-380
股权投资	-168	0	0	0
其他长期资产变化	435	146	187	253
融资活动现金流	-2,408	-581	-596	-610
借款增加	1,441	20	20	20
股利及利息支付	-664	-568	-569	-570
股东融资	35	0	0	0
其他影响	-3,220	-33	-46	-59

主要财务比率				
	2023A	2024E	2025E	2026E
成长能力				
营业收入增长率	2.8%	8.6%	6.6%	6.0%
EBIT 增长率	7.1%	15.0%	11.2%	8.4%
归母公司净利润增长率	7.6%	15.5%	11.6%	8.5%
获利能力				
毛利率	12.0%	12.1%	12.3%	12.4%
净利率	2.6%	2.8%	2.9%	3.0%
ROE	7.6%	8.1%	8.2%	8.2%
ROIC	15.1%	15.7%	15.7%	15.3%
偿债能力				
资产负债率	55.9%	55.2%	53.9%	52.6%
流动比率	1.5	1.5	1.6	1.7
速动比率	1.2	1.2	1.2	1.3
营运能力				
总资产周转率	1.6	1.6	1.6	1.6
应收账款周转天数	76	82	80	78
存货周转天数	43	42	43	43
每股指标 (元)				
每股收益	2.87	3.32	3.70	4.02
每股经营现金流	5.28	5.94	4.73	4.82
每股净资产	31.29	33.93	36.95	40.29
估值比率				
P/E	14	12	11	10
P/B	1	1	1	1
EV/EBITDA	10	9	8	8

数据来源: 公司报告、华福证券研究所

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并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，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收到任何形式的补偿。

一般声明

华福证券有限责任公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本公司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。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，该等公开资料的准确性及完整性由其发布者负责，本公司及其研究人员对该等信息不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，之后可能会随情况的变化而调整。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及资料保持在最新状态，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。

在任何情况下，本报告所载的信息或所做出的任何建议、意见及推测并不构成所述证券买卖的出价或询价，也不构成对所述金融产品、产品发行或管理人作出任何形式的保证。在任何情况下，本公司仅承诺以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告以供投资者参考，但不就本报告中的任何内容对任何投资做出任何形式的承诺或担保。投资者应自行决策，自担投资风险。

本报告版权归“华福证券有限责任公司”所有。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制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，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。未经授权的转载，本公司不承担任何转载责任。

特别声明

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在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。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	评级	评级说明
公司评级	买入	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅在 20%以上
	持有	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅介于 10%与 20%之间
	中性	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅介于-10%与 10%之间
	回避	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅介于-20%与-10%之间
	卖出	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅在-20%以下
行业评级	强于大市	未来 6 个月内，行业整体回报高于市场基准指数 5%以上
	跟随大市	未来 6 个月内，行业整体回报介于市场基准指数-5%与 5%之间
	弱于大市	未来 6 个月内，行业整体回报低于市场基准指数-5%以下

备注：评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准；香港市场以恒生指数为基准，美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准（另有说明的除外）

联系方式

华福证券研究所 上海

公司地址：上海市浦东新区浦明路 1436 号陆家嘴滨江中心 MT 座 20 层

邮编：200120

邮箱：hfyjs@hfzq.com.cn