

2024年9月5日

买入（维持）

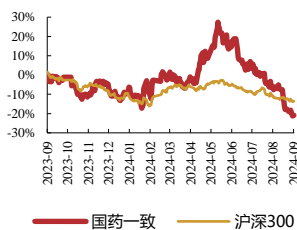
证券分析师

刘闯

S1350524030002

liuchuang@huayuanstock.com

市场表现：



相关研究

1. 《国药一致：批零一体协同发展，零售利润提升潜力大》，2024.04.29

国药一致（000028.SZ）

——整体业绩承压，分销业务相对稳健

投资要点：

- **公司事件：**国药一致发布2024年中期业绩公告，24H1实现收入377.9亿元（同比-1.6%），实现归母净利润7.4亿元（同比-10.5%），实现扣非归母净利润7.1亿元（同比-10.5%）；单Q2季度实现收入187亿元（同比-5.1%），实现归母净利润3.5亿元（同比-24.2%），实现扣非归母净利润3.4亿元（同比-22.9%）。
- **分销业务收入相对稳健，利润略有下滑。**24H1分销业务实现营收270.8亿元，同比增长2.1%，实现净利润5.2亿元，同比下滑1.5%，收入增长相对稳健，利润下滑的主要原因为受经营环境影响，应收回款延迟，导致资金占用规模上升，相应的资金成本增加。其中国控广州实现收入211亿元（同比+2.6%），净利润3.8亿元（同比-1.7%），国控广西实现收入40.6亿元（同比-0.4%），净利润0.8亿元（同比-5.4%）。
- **零售业务承压，开店节奏稳健。**受门诊统筹等行业政策变化、市场竞争加剧以及企业发展阶段调整等因素影响，24H1零售板块（即“国大药房”）实现营收112.0亿元，同比下降9.3%；实现净利润-0.14亿元，同比下降104.8%，实现归母净利润-0.17亿元，同比下降107.5%。截至2024年6月30日，国大药房拥有10702家门店，24H1净增186家，开店节奏稳健。
- **费用控制良好，毛利率有所下降。**24H1公司销售/管理/财务费用率分别为7.0%/1.3%/0.3%，与去年同期相比+0.2/+0.0/+0.1pct。毛利率为11.0%（与去年同期水平相比-0.6pct），其中医药批发业务毛利率为5.7%（与去年同期水平相比+0.1pct），医药零售业务毛利率为22.7%（与去年同期水平相比-2.1pct），其中零售业务毛利率同比下滑主要是由于受到行业竞争、降价促销、产品结构中DTP品种及药品品种占比较大、DTP品种增长较快等多个因素影响。
- **盈利预测与估值：**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8X、7X、6X。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，维持公司“买入”评级。
- **风险提示：**行业政策风险；国大药房利润率改善不及预期；集采降价超预期。

股价数据：2024年9月3日

收盘价（元）	24.79
年内最高/最低（元）	40.79/24.69
总市值（亿元）	130

盈利预测与估值

	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业总收入（百万元）	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）	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/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	7.77	6.87	6.04

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