

证券研究报告

公司研究

公司点评报告

国药一致(000028)

投资评级 买入

上次评级 买入

唐爱金 医药行业首席分析师

执业编号: S1500523080002

邮箱: tangaijin@cindasc.com

章钟涛 医药行业分析师

执业编号: S1500524030003

邮箱: zhangzhongtao@cindasc.com

相关研究:

“两广分销+全国零售”双网布局,“提质
增效”加速业绩增长

信达证券股份有限公司

CINDA SECURITIES CO., LTD

北京市西城区宣武门西大街甲127号金隅大厦B
座

邮编: 100031

减值因素致使利润短期承压, 看好国大药房“高质量发展”潜力

2025 年 04 月 08 日

事件: 公司发布 2024 年年报, 2024 年公司实现营业收入 743.78 亿元 (同比-1.46%), 实现归母净利润 6.42 亿元 (同比-59.83%), 扣非归母净利润 5.81 亿元 (同比-62.08%)。其中, 2024Q4 单季度实现营业收入 179.12 亿元 (同比-5.18%), 归母净利润-4.23 亿元 (去年同期为 4.1 亿元), 扣非归母净利润-4.43 亿元 (去年同期为 3.9 亿元), 2024Q4 单季度计提 9.84 亿元资产减值损失 (主要系对商誉及收购对价分摊形成的无形资产 (品牌使用权和销售网络) 计提减值准备)。

点评:

- **商业分销收入增长约 2%, 创新业务持续开疆拓土: ①分销板块收入稳健增长而利润承压。**24 年公司分销板块实现营业收入 529.84 亿元 (同比增长 1.98%), 分销板块实现净利润 9.22 亿元 (同比下降 12.74%)。24 年分销板块利润下滑与资金成本上升及 23 年基数相关, 24 年系受行业政策和市场环境的影响, 公司应收账款回款延迟, 导致资金占用规模上升, 相应的资金成本增加; 同时, 2023 年发生一起政府征收地皮事项, 产生处置利得, 24 年公司无该项利得。②**持续做优做强传统业务。**24 年大型医药商业企业加快在广东地区的并购步伐, 医药商业区域竞争日趋激烈, 同时, 公司为优化客户结构, 有效控制应收风险, 广西区域主动对长账龄低效客户调控销售, 多种因素致使公司传统业务在两广销售增速放缓。③**推动创新业务开疆拓土。**24 年公司持续提升创新药分销占比, 诸如国控广州引进创新厂家 12 个, 新增创新药 117 个, 独家品种 20 个; 国控广西创新药增幅 19%, 进合药品增幅 8%, 进合创新品类份额占比提升 2 个百分点。同时, 公司推进区域一体化协同运行机制, SPD 服务费收入同比增长 20.2%。此外, 在科技赋能方面, 公司 3 家子公司 (国药控股广州医疗科技有限公司、国药控股广州医疗管理有限公司、国药控股广东物流有限公司) 获得“国家高新技术企业”资质, 打造药耗追溯信息采集解决方案并落地部署 52 家医院。
- **零售板块利润受商誉及无形资产减值影响, “高质量发展”为国大药房发展战略: ①**24 年公司零售板块 (即“国大药房”) 实现营业收入 223.57 亿元 (同比下降 8.41%), 零售板块实现净利润-11.04 亿元 (同比下降 309.53%), 实现归母净利润-10.72 亿元 (同比下降 388.83%)。零售板块利润亏损主要系公司对商誉及收购对价分摊形成的无形资产计提资产减值准备, 24 年公司对零售业务计提商誉减值金额 8.88 亿元, 对无形资产 (品牌使用权) 计提减值 0.40 亿元, 对无形资产 (销售网络) 计提减值 0.42 亿元, 以上减值事项影响 24 年归母净利润 5.61 亿元。②**“高质量发展”国大药房。**24 年国大药房的战略方向从“规模增长”调整为“高质量发展”, 并成立了亏损治理小组, 明确了亏损治理的方向及策略, 量化了治理目标, 确保治理工作有效落实。2024 年, 国大药房战略性地退出并关闭了 1270 余家直营门店。③**自有品牌&创新业务两手抓。**24 年自有品牌累计销售额突破 10 亿元, 同比增长 46%, 毛

请阅读最后一页免责声明及信息披露 <http://www.cindasc.com> 1

利额同比增长 44%。此外，24 年国大药房创新业务销售达成 18.9 亿，其中 O2O 为 12.1 亿、B2C 为 2.3 亿、自营为 0.9 亿，商保为 3.6 亿。国大药房顺利完成国药健康商城第三方电商平台资质认证，并取得互联网医疗器械及药品经营相关备案许可。

- **联营企业投资收益增长约 17%，经营现金流净额增长约 11%：**①公司对联营企业累计投资收益 3.70 亿元，同比上升 17.20%。其中，国药现代贡献投资收益 1.35 亿元，国药致君贡献投资收益 1.01 亿元，万乐药业贡献 0.48 亿元，致君坪山贡献 0.84 亿元。②24 年公司实现经营活动产生的现金流量净额 32.71 亿元，同比增长 11.38%，主要系强化人效管理，支付给职工以及为职工支付的现金同比下降，以及利润下降导致支付的所得税费用同比减少所致。同时，公司实现营业收现比率 1.08，同比增加 0.04，主要系公司加强营运资金管理，积极采取多种举措促进应收账款的回笼，经营活动现金流入同比增加 18.47 亿元。
- **盈利预测与投资评级：**我们预计公司 2025-2027 年营业收入分别为 756.55 亿元、772.29 亿元、794.39 亿元，同比增速分别约为 2%、2%、3%，实现归母净利润分别为 13.33 亿元、14.46 亿元、15.67 亿元，同比分别增长约 108%、8%、8%，对应当前股价 PE 分别为 10 倍、9 倍、9 倍。我们看好 2025 年公司有望实现业绩反转，我们维持“买入”投资评级。
- **风险因素：**两广区域分销业务竞争加剧、应收账款回收不及时、零售业务竞争加剧、关店进展不及预期、提质增效不及预期。

重要财务指标	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入(百万元)	75,477	74,378	75,655	77,229	79,439
增长率 YoY %	2.8%	-1.5%	1.7%	2.1%	2.9%
归属母公司净利润(百万元)	1,599	642	1,333	1,446	1,567
增长率 YoY%	7.6%	-59.8%	107.5%	8.4%	8.4%
毛利率%	12.0%	11.1%	11.4%	11.4%	11.6%
净资产收益率 ROE%	9.2%	3.6%	7.2%	7.4%	7.6%
EPS(摊薄)(元)	2.87	1.15	2.40	2.60	2.81
市盈率 P/E(倍)	8.57	21.33	10.28	9.48	8.75
市净率 P/B(倍)	0.79	0.78	0.74	0.70	0.66

资料来源：wind，信达证券研发中心预测；股价为 2025 年 4 月 8 日收盘价

资产负债表					
单位:百万元					
会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	36,370	37,576	38,312	40,305	42,572
货币资金	6,502	7,409	8,034	9,539	11,073
应收票据	1,150	657	630	644	662
应收账款	18,160	19,377	19,467	19,797	20,291
预付账款	620	692	737	752	773
存货	7,989	7,406	7,377	7,459	7,596
其他	1,948	2,035	2,066	2,114	2,178
非流动资产	11,201	9,979	9,813	9,632	9,435
长期股权投资	2,747	2,945	3,145	3,345	3,545
固定资产(合计)	866	870	875	865	841
无形资产	616	480	429	377	324
其他	6,972	5,685	5,365	5,045	4,726
资产总计	47,571	47,556	48,125	49,937	52,007
流动负债	24,338	24,802	24,189	24,718	25,397
短期借款	2,613	3,017	2,517	2,617	2,717
应付票据	8,379	8,541	8,377	8,549	8,782
应付账款	9,574	9,559	9,494	9,689	9,952
其他	3,773	3,685	3,800	3,863	3,946
非流动负债	2,255	1,998	1,998	1,998	1,998
长期借款	0	0	0	0	0
其他	2,255	1,998	1,998	1,998	1,998
负债合计	26,593	26,800	26,187	26,716	27,395
少数股东权益	3,563	3,086	3,359	3,655	3,976
归属母公司股东权益	17,415	17,670	18,579	19,566	20,636
负债和股东权益	47,571	47,556	48,125	49,937	52,007

重要财务指标					
单位:百万元					
会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入	75,477	74,378	75,655	77,229	79,439
同比(%)	2.8%	-1.5%	1.7%	2.1%	2.9%
归属母公司净利润	1,599	642	1,333	1,446	1,567
同比(%)	7.6%	-59.8%	107.5%	8.4%	8.4%
毛利率(%)	12.0%	11.1%	11.4%	11.4%	11.6%
ROE%	9.2%	3.6%	7.2%	7.4%	7.6%
EPS(摊薄)(元)	2.87	1.15	2.40	2.60	2.81
P/E	8.57	21.33	10.28	9.48	8.75
P/B	3.68	4.31	3.61	2.95	2.34

利润表					
单位:百万元					
会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入	75,477	74,378	75,655	77,229	79,439
营业成本	66,425	66,129	67,020	68,394	70,252
营业税金及附加	188	190	189	193	199
销售费用	5,326	5,360	5,296	5,329	5,481
管理费用	1,106	1,074	1,089	1,128	1,184
研发费用	27	25	23	23	24
财务费用	205	239	239	228	219
减值损失合计	-18	-995	-70	-70	-70
投资净收益	237	242	283	318	357
其他	48	-35	18	18	18
营业利润	2,467	573	2,031	2,202	2,386
营业外收支	6	2	3	3	3
利润总额	2,473	575	2,034	2,205	2,389
所得税	515	338	427	463	502
净利润	1,958	237	1,607	1,742	1,887
少数股东损益	359	-405	273	296	321
归属母公司净利润	1,599	642	1,333	1,446	1,567
EBITDA	3,994	3,295	2,908	3,084	3,274
EPS(当年)(元)	2.87	1.15	2.40	2.60	2.81

现金流量表					
单位:百万元					
会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	2,937	3,271	1,982	2,254	2,285
净利润	1,958	237	1,607	1,742	1,887
折旧摊销	1,589	1,744	636	651	667
财务费用	248	258	258	252	255
投资损失	-324	-380	-283	-318	-357
营运资金变动	-554	363	-370	-207	-301
其它	19	1,049	134	134	134
投资活动现金流	-135	-151	-174	-139	-100
资本支出	-284	-281	-137	-137	-137
长期投资	0	-65	-200	-200	-200
其他	149	196	163	198	237
筹资活动现金流	-2,408	-1,831	-1,181	-610	-652
吸收投资	35	2	0	0	0
借款	1,335	404	-500	100	100
支付利息或股息	393	1,288	626	1,505	1,534

研究团队简介

唐爱金，医药首席分析师，浙江大学硕士，曾就职于东阳光药先后任研发工程师及营销市场专员，具备优异的药物化学专业背景和医药市场经营运作经验，曾经就职于广证恒生和方正证券研究所负责医药团队卖方业务工作超 9 年。

贺鑫，医药分析师，医疗健康研究组长，北京大学汇丰商学院硕士，上海交通大学工学学士，5 年医药行业研究经验，2024 年加入信达证券，主要覆盖医疗服务、CXO、生命科学上游、中药等细分领域。

曹佳琳，医药分析师，中山大学岭南学院数量经济学硕士，3 年医药生物行业研究经历，曾任职于方正证券，2023 年加入信达证券，负责医疗器械设备、体外诊断、ICL 等领域的研究工作。

章钟涛，医药分析师，暨南大学国际投融资硕士，超 2 年医药生物行业研究经历，CPA(专业阶段)，曾任职于方正证券，2023 年加入信达证券，主要覆盖中药、医药商业&药店、疫苗。

赵丹，医药分析师，北京大学生物医学工程硕士，2 年创新药行业研究经历，2024 年加入信达证券。主要覆盖创新药。

分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

免责声明

信达证券股份有限公司（以下简称“信达证券”）具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，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出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考，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做出邀请。

在法律允许的情况下，信达证券或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

评级说明

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数：沪深 300 指数（以下简称基准）； 时间段：报告发布之日起 6 个月内。	买入 ：股价相对强于基准 15% 以上；	看好 ：行业指数超越基准；
	增持 ：股价相对强于基准 5%~15%；	中性 ：行业指数与基准基本持平；
	持有 ：股价相对基准波动在±5% 之间；	看淡 ：行业指数弱于基准。
	卖出 ：股价相对弱于基准 5% 以下。	

风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，投资者应当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、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券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，投资者需自行承担风险。