

# 国药一致 (000028.SZ)

## 2024 年报点评：24 年业绩受减值影响，25 年有望实现恢复性增长

### 投资要点：

**事件：**公司公布 2024 业绩，报告期内公司实现收入 743.78 亿元（-1.46%），归母净利润 6.42 亿元（-59.83%），扣非归母净利润 5.81 亿元（-62.08%）。

其中 Q4 实现收入 179.12 亿元（-5.18%），实现归母净利润-4.23 亿元（-203.29%），扣非归母净利润-4.43 亿元（-213.58%）。

### ➤ 受减值影响，24 年业绩有所承压。

报告期内由于门诊统筹、集中带量采购等政策变化带来的经营环境变化，公司共计计提商誉及无形资产减值 9.7 亿元，计提应收、存货等其他资产减值 1.24 亿元，合计 10.94 亿元，影响归母净利润 6.26 亿元。其中，商誉减值（零售板块）为 8.88 亿元，无形资产（品牌使用权，零售板块）减值为 0.4 亿元，无形资产（销售网络，分销板块）减值为 0.42 亿元，应收、存货减值为 1.24 亿元。

### ➤ 分业务看，分销板块收入实现增长，持续发力创新业务。

不考虑合并抵消，2024 年公司分销板块实现收入 530 亿元（+1.98%），实现净利润 9.22 亿元，同比-12.7%主，要系受行业政策和市场环境影 响，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，同时受 23 年同期处置利得的基数影响。报告期内公司持续发力创新业务，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 2pct。

### ➤ 零售板块聚焦高质量发展，优化门店网络。

不考虑合并抵消，2024 年公司零售板块（国大药房）实现收入 223.57 亿元，同比-8.41%，实现净利润-11.04 亿元，同比-309.53%，利润下滑主要系商誉及无形资产减值计提所致。报告期内国大药房聚焦“高质量发展”，战略性退出并关闭了 1270 余家直营门店，同时持续发力自有品牌，24 年自有品牌累计销售额破 10 亿元，同比+46%，毛利额同比+44%。截止 2024/12/31，国大药房门店总数 9569 家，其中直营门店 7770 家，加盟店 1799 家。

### ➤ 财务分析：各项费用率控制得当，账期有所延长。

2024 公司实现毛利率 11.09%（-0.9pct），归母净利率 0.86%（-1.26pct），实现管理/销售/财务费用率 1.44/7.21/0.32%，分别同比变化 -0.03/+0.15/+0.05pct，各项费用率控制得当。24 年应收账款周转天数为 90.8 天，同比延长 14.7 天。

### ➤ 盈利预测与投资建议

考虑到 2024 年业绩情况，我们下调公司 2025-2026 年盈利预测，新增 27 年预测，我们预测 25-27 年归母净利润分别为 13.4/14.6/15.9 亿元（25-26 前值为 20.6/22.4 亿元），对应当前 PE 分别为 10/9/8.6 倍。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，维持“买入”评级。

### ➤ 风险提示

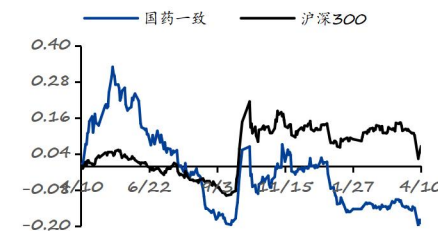
零售业务利润率改善不及预期、零售门店扩张不及预期、行业政

买入（维持评级）

### 基本数据

|               |               |
|---------------|---------------|
| 日期            | 2025-04-10    |
| 收盘价:          | 24.65 元       |
| 总股本/流通股本(百万股) | 556.57/478.05 |
| 流通 A 股市值(百万元) | 11,784.02     |
| 每股净资产(元)      | 31.75         |
| 资产负债率(%)      | 56.36         |
| 一年内最高/最低价(元)  | 42.13/23.68   |

### 一年内股价相对走势



### 团队成员

分析师： 陈铁林(S0210524080007)  
ctl30598@hfzq.com.cn

### 相关报告

1、【华福医药】国药一致：两广分销龙头，全国零售布局，经营潜力持续释放——2024.05.15

策风险

| 财务数据和估值   | 2023A  | 2024A  | 2025E  | 2026E  | 2027E  |
|-----------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 营业收入（百万元） | 75,477 | 74,378 | 78,596 | 83,286 | 88,258 |
| 增长率       | 3%     | -1%    | 6%     | 6%     | 6%     |
| 净利润（百万元）  | 1,599  | 642    | 1,340  | 1,459  | 1,586  |
| 增长率       | 8%     | -60%   | 109%   | 9%     | 9%     |
| EPS（元/股）  | 2.87   | 1.15   | 2.41   | 2.62   | 2.85   |
| 市盈率（P/E）  | 8.6    | 21.4   | 10.2   | 9.4    | 8.6    |
| 市净率（P/B）  | 0.8    | 0.8    | 0.7    | 0.7    | 0.6    |

数据来源：公司公告、华福证券研究所

图表 1：财务预测摘要

| 资产负债表      |        |        |        |        | 利润表          |        |        |        |        |
|------------|--------|--------|--------|--------|--------------|--------|--------|--------|--------|
| 单位:百万元     | 2024A  | 2025E  | 2026E  | 2027E  | 单位:百万元       | 2024A  | 2025E  | 2026E  | 2027E  |
| 货币资金       | 7,409  | 8,728  | 10,269 | 11,850 | 营业收入         | 74,378 | 78,596 | 83,286 | 88,258 |
| 应收票据及账款    | 20,034 | 19,689 | 20,205 | 21,167 | 营业成本         | 66,129 | 69,666 | 73,755 | 78,084 |
| 预付账款       | 692    | 764    | 756    | 825    | 税金及附加        | 190    | 201    | 213    | 225    |
| 存货         | 7,406  | 8,214  | 8,609  | 9,022  | 销售费用         | 5,360  | 5,664  | 6,002  | 6,360  |
| 合同资产       | 12     | 19     | 16     | 16     | 管理费用         | 1,074  | 1,135  | 1,203  | 1,274  |
| 其他流动资产     | 2,035  | 2,131  | 2,294  | 2,412  | 研发费用         | 25     | 26     | 28     | 30     |
| 流动资产合计     | 37,576 | 39,526 | 42,133 | 45,276 | 财务费用         | 239    | 236    | 261    | 289    |
| 长期股权投资     | 2,945  | 2,945  | 2,945  | 2,945  | 信用减值损失       | -99    | 0      | 0      | 0      |
| 固定资产       | 870    | 897    | 919    | 934    | 资产减值损失       | -995   | 0      | 0      | 0      |
| 在建工程       | 13     | 13     | 8      | 8      | 公允价值变动收益     | -21    | 0      | 0      | 0      |
| 无形资产       | 480    | 437    | 385    | 322    | 投资收益         | 242    | 256    | 271    | 287    |
| 商誉         | 1,859  | 1,859  | 1,859  | 1,859  | 其他收益         | 73     | 90     | 95     | 101    |
| 其他非流动资产    | 3,813  | 3,899  | 3,927  | 3,954  | 营业利润         | 573    | 2,014  | 2,191  | 2,383  |
| 非流动资产合计    | 9,979  | 10,048 | 10,043 | 10,022 | 营业外收入        | 29     | 31     | 32     | 34     |
| 资产合计       | 47,556 | 49,574 | 52,175 | 55,298 | 营业外支出        | 27     | 29     | 30     | 32     |
| 短期借款       | 3,017  | 3,017  | 3,017  | 3,017  | 利润总额         | 575    | 2,016  | 2,194  | 2,385  |
| 应付票据及账款    | 18,100 | 18,624 | 19,640 | 21,044 | 所得税          | 338    | 420    | 457    | 497    |
| 预收款项       | 19     | 20     | 21     | 22     | 净利润          | 237    | 1,596  | 1,736  | 1,888  |
| 合同负债       | 331    | 350    | 371    | 393    | 少数股东损益       | -405   | 255    | 278    | 302    |
| 其他应付款      | 1,683  | 1,683  | 1,683  | 1,683  | 归属母公司净利润     | 642    | 1,340  | 1,459  | 1,586  |
| 其他流动负债     | 1,653  | 1,735  | 1,766  | 1,777  | EPS（按最新股本摊薄） | 1.15   | 2.41   | 2.62   | 2.85   |
| 流动负债合计     | 24,802 | 25,429 | 26,497 | 27,935 |              |        |        |        |        |
| 长期借款       | 0      | 0      | 0      | 0      |              |        |        |        |        |
| 应付债券       | 0      | 0      | 0      | 0      |              |        |        |        |        |
| 其他非流动负债    | 1,998  | 1,998  | 1,998  | 1,998  |              |        |        |        |        |
| 非流动负债合计    | 1,998  | 1,998  | 1,998  | 1,998  |              |        |        |        |        |
| 负债合计       | 26,800 | 27,427 | 28,495 | 29,933 |              |        |        |        |        |
| 归属母公司所有者权益 | 17,670 | 18,806 | 20,061 | 21,443 |              |        |        |        |        |
| 少数股东权益     | 3,086  | 3,341  | 3,619  | 3,921  |              |        |        |        |        |
| 所有者权益合计    | 20,755 | 22,147 | 23,680 | 25,365 |              |        |        |        |        |
| 负债和股东权益    | 47,556 | 49,574 | 52,175 | 55,298 |              |        |        |        |        |
|            |        |        |        |        |              |        |        |        |        |
| 现金流量表      |        |        |        |        | 主要财务比率       |        |        |        |        |
| 单位:百万元     | 2024A  | 2025E  | 2026E  | 2027E  |              | 2024A  | 2025E  | 2026E  | 2027E  |
| 经营活动现金流    | 3,271  | 1,844  | 2,018  | 2,060  | 成长能力         |        |        |        |        |
| 现金收益       | 2,220  | 2,103  | 2,286  | 2,470  | 营业收入增长率      | -1.5%  | 5.7%   | 6.0%   | 6.0%   |
| 存货影响       | 583    | -808   | -395   | -413   | EBIT 增长率     | -69.6% | 176.3% | 9.0%   | 9.0%   |
| 经营性应收影响    | 199    | 273    | -508   | -1,031 | 归母公司净利润增长率   | -59.8% | 108.6% | 8.8%   | 8.7%   |
| 经营性应付影响    | 334    | 525    | 1,017  | 1,405  | 获利能力         |        |        |        |        |
| 其他影响       | -65    | -250   | -383   | -372   | 毛利率          | 11.1%  | 11.4%  | 11.4%  | 11.5%  |
| 投资活动现金流    | -151   | -85    | -12    | 15     | 净利率          | 0.3%   | 2.0%   | 2.1%   | 2.1%   |
| 资本支出       | -1,589 | -256   | -255   | -245   | ROE          | 3.1%   | 6.1%   | 6.2%   | 6.3%   |
| 股权投资       | -198   | 0      | 0      | 0      | ROIC         | 4.4%   | 11.3%  | 11.4%  | 11.5%  |
| 其他长期资产变化   | 1,636  | 171    | 243    | 260    | 偿债能力         |        |        |        |        |
| 融资活动现金流    | -1,831 | -439   | -465   | -493   | 资产负债率        | 56.4%  | 55.3%  | 54.6%  | 54.1%  |
| 借款增加       | 329    | 0      | 0      | 0      | 流动比率         | 1.5    | 1.6    | 1.6    | 1.6    |
| 股利及利息支付    | -671   | -333   | -333   | -333   | 速动比率         | 1.2    | 1.2    | 1.3    | 1.3    |
| 股东融资       | 2      | 0      | 0      | 0      | 营运能力         |        |        |        |        |
| 其他影响       | -1,491 | -106   | -132   | -160   | 总资产周转率       | 1.6    | 1.6    | 1.6    | 1.6    |
|            |        |        |        |        | 应收账款周转天数     | 91     | 89     | 86     | 84     |
|            |        |        |        |        | 存货周转天数       | 42     | 40     | 41     | 41     |
|            |        |        |        |        | 每股指标（元）      |        |        |        |        |
|            |        |        |        |        | 每股收益         | 1.15   | 2.41   | 2.62   | 2.85   |
|            |        |        |        |        | 每股经营现金流      | 5.88   | 3.31   | 3.63   | 3.70   |
|            |        |        |        |        | 每股净资产        | 31.75  | 33.79  | 36.04  | 38.53  |
|            |        |        |        |        | 估值比率         |        |        |        |        |
|            |        |        |        |        | P/E          | 21     | 10     | 9      | 9      |
|            |        |        |        |        | P/B          | 1      | 1      | 1      | 1      |
|            |        |        |        |        | EV/EBITDA    | 10     | 10     | 9      | 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@hfbzq.com.cn