

# 商誉减值影响利润端， 期待 25 年稳健经营

## 核心观点

4月7日，公司发布2024年年度业绩报告，全年实现营业收入743.78亿元，同比下降1.46%，实现归母净利润6.42亿元，同比下降59.83%，实现扣非后归母净利润5.81亿元，同比下降62.08%，实现基本每股收益1.15元，利润端业绩低于我们此前报告预期，但与业绩快报一致。展望2025年，公司分销业务有望保持稳健增长，零售板块减值风险逐步消除，叠加行业、公司经营边际改善，我们期待公司25年稳健经营。

## 事件

公司发布2024年年度业绩报告，利润端业绩低于我们此前报告预期

4月7日，公司发布2024年年度业绩报告，全年实现营业收入743.78亿元，同比下降1.46%，实现归母净利润6.42亿元，同比下降59.83%，实现扣非后归母净利润5.81亿元，同比下降62.08%，实现基本每股收益1.15元，利润端业绩低于我们此前报告预期，但与业绩快报一致。

公司拟向全体股东每10股派发现金红利3.66元（含税），不送红股，不以公积金转增股本。

## 简评

分销板块经营稳健，零售业务商誉影响较大

2024年，公司收入端同比下降1.46%，主要由于：1）分销板块收入稳健增长1.98%达到529.84亿元；2）院外零售政策影

### 重要财务指标

|           | 2023  | 2024  | 2025E | 2026E | 2027E |
|-----------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 营业收入(百万元) | 75477 | 74378 | 78156 | 82346 | 86797 |
| YOY(%)    | 2.8   | -1.5  | 5.1   | 5.4   | 5.4   |
| 净利润(百万元)  | 1599  | 642   | 1327  | 1464  | 1617  |
| YOY(%)    | 7.6   | -59.8 | 106.6 | 10.3  | 10.5  |
| 毛利率(%)    | 12.0  | 11.1  | 11.3  | 11.4  | 11.5  |
| 净利率(%)    | 2.6   | 0.3   | 2.0   | 2.1   | 2.2   |
| ROE(%)    | 9.2   | 3.6   | 7.1   | 7.3   | 7.6   |
| EPS(摊薄/元) | 2.87  | 1.15  | 2.38  | 2.63  | 2.91  |
| P/E(倍)    | 8.6   | 21.4  | 10.3  | 9.4   | 8.5   |
| P/B(倍)    | 0.8   | 0.8   | 0.7   | 0.7   | 0.6   |

资料来源：iFinD，中信建投证券

## 国药一致(000028.SZ)

维持

买入

贺菊颖

hejuying@csc.com.cn

010-56135323

SAC 编号:S1440517050001

SFC 编号:ASZ591

刘若飞

liuruofei@csc.com.cn

010-56135328

SAC 编号:S1440519080003

SFC 编号:BVX723

袁全

yuanquan@csc.com.cn

010-56135332

SAC 编号:S1440523070006

发布日期：2025年4月13日

当前股价：24.65元

### 主要数据

#### 股票价格绝对/相对市场表现(%)

| 1个月        | 3个月           | 12个月          |
|------------|---------------|---------------|
| -7.40/1.02 | -13.87/-10.43 | -24.21/-25.10 |

12月最高/最低价(元) 40.79/24.04

总股本(万股) 55,656.51

流通A股(万股) 47,805.37

总市值(亿元) 124.67

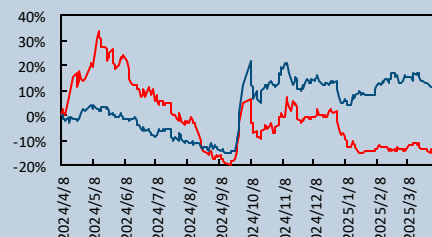
流通市值(亿元) 122.95

近3月日均成交量(万) 398.27

主要股东

国药控股股份有限公司 56.06%

### 股价表现



—— 国药一致

—— 深证成指

响较大，零售业务收入同比下降 8.41% 为 223.57 亿元。归母净利润同比下降 59.83%，扣非后归母净利润同比下降 62.08%，低于我们预期，主要由于：1）零售板块受行业竞争、政策等因素影响，公司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 9.70 亿元，减少报告期内归属于上市公司股东净利润 5.61 亿元，导致零售板块净利润同比下降 309.53% 为 -11.04 亿元；2）公司对除上述商誉及无形资产减值以外的应收款项、存货等资产计提减值准备金额 1.24 亿元，减少报告期内归母净利润 0.65 亿元；3）分销业务回款延迟，资金成本提升，分销板块净利润同比下降 12.74%。

2024 年第四季度，公司实现营业收入 179.12 亿元，同比下降 5.18%，实现归母净利润 -4.23 亿元，同比下降 203.29%，实现扣非后归母净利润 -4.43 亿元，同比下降 -213.58%，利润端增速慢于收入端，主要由于零售板块商誉及收购对价分摊形成的无形资产减值影响。

### 分销板块稳健增长，账期有望优化

2024 年，公司分销板块实现营业收入 529.84 亿元，同比增长 1.98%，实现净利润 9.22 亿元，同比下降 12.74%，净利率下降 0.29 个百分点为 1.74%，主要由于：1）受外部经营环境影响，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；2）公司 23 年土地出让形成资产处置利得，利润端基数较高。

**一体两翼稳步推进，创新业务加速增长。**2024 年，公司优化战略布局并强化批零一体管理，加快转型创新步伐，积极提升分销板块运营效率及质量。**1）传统业务：**2024 年，公司在医院直销市场保持市场份额领先优势，积极在广东地区实施并购举措，在广西地区主动调控长账龄客户比例，销售收入增速虽有放缓，但质量持续提升。此外，公司分销板块品种结构不断优化，创新药占比稳步提升。**2）零售诊疗：**2024 年，公司在两广地区新开零售诊疗门店 35 家，截至年底合计拥有零售诊疗门店 162 家，积极获取外流处方及客流，业绩快速增长。**3）零售直销：**2024 年，公司重点突出关注头部连锁，同时积极提升 200 家中小连锁合作份额，加速营销转型，提升盈利能力。**4）创新业务：**公司 SPD 服务费收入同比增长 20.2%，三方物流项目持续落地，后续有望贡献更多增量。展望 2025 年，我们认为，两广地区用药需求或将稳健释放，公司分销业务收入增速有望改善，此外，叠加创新业务持续放量，公司分销业务盈利能力有望稳中向好。

### 零售板块经营承压，25 年经营有望改善

**经营略有承压，门店结构持续优化。**2024 年，公司零售板块实现营业收入 223.57 亿元，同比下降 8.41%，主要由于公司战略性关闭了 1273 家直营门店；实现净利润 -11.04 亿元，同比下降 309.53%，净利率同比下降 7.10 个百分点为 -4.94%，主要由于：1）受行业竞争、政策等因素影响，公司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 9.70 亿元，减少报告期内归属于上市公司股东净利润 5.61 亿元；2）上年同期销售较多高毛利的理化诊断及口罩等应急物资产品。2024 年，公司直营门店新增 515 家，闭店 1273 家，加盟门店新增 200 家，关闭 389 家，截至 2024 年底，公司合计拥有门店 9569 家，其中直营门店 7770 家，加盟门店 1799 家。

**自有品牌持续发展，创新业务加速贡献。**2025 年，国大药房的战略方向从“规模增长”调整为“高质量发展”，期间，公司将自有商品列为提升毛利的核心，2024 年自有品牌累计销售额突破 10 亿元，同比增长 46%，毛利额同比增长 44%。此外，公司积极开拓创新业务，O2O 销售 12.1 亿、B2C 销售 2.3 亿、自营业务销售 0.9 亿，商保销售 3.6 亿，加速贡献业绩。展望 2025 年，我们认为，零售行业有望温和恢复，公司门店出清或将告一段落，收入端有望稳健增长，自有品牌及创新业务加速放量，叠加商誉减值影响逐步消除，我们看好公司零售板块净利率稳步回升。

表 1: 国大药房门店数量

|        | 2016 | 2017 | 2018 | 2019 | 2020 | 2021 | 2022 | 2023  | 2024 |
|--------|------|------|------|------|------|------|------|-------|------|
| 门店总数   | 3502 | 3834 | 4275 | 5021 | 7660 | 8798 | 9313 | 10516 | 9569 |
| 新增门店数  |      | 332  | 441  | 746  | 2639 | 1138 | 515  | 1203  | -947 |
| 直营门店总数 | 2503 | 2801 | 3202 | 3744 | 6212 | 7257 | 7730 | 8528  | 7770 |
| 新增门店数  |      | 298  | 401  | 542  | 2468 | 1045 | 473  | 798   | -758 |
| 加盟门店总数 | 999  | 1033 | 1073 | 1277 | 1448 | 1541 | 1583 | 1988  | 1799 |
| 新增门店数  |      | 34   | 40   | 204  | 171  | 93   | 42   | 405   | -189 |

资料来源：公司公告，中信建投证券

### 分销业务稳健增长，看好零售板块净利率稳健向好

展望 2025 年，我们认为，两广地区院内用药需求有望稳步释放，叠加公司持续推动院内业务转型，加大院外业务及创新业务发展，我们看好公司分销业务稳健增长。同时，随着公司零售板块持续调整，提升管理能力及运营效率，叠加产品及组织结构持续优化、商誉减值影响逐步消除，我们看好公司零售业务盈利能力持续改善。此外，随着央企改革持续推进，公司经营效率有望提升，长期业绩潜力有望逐步释放。

### 收入结构影响毛利率，其余指标基本正常

2024 年，公司销售毛利率为 11.09%，同比减少 0.90 个百分点，主要由于零售业务收入占比有所下降，且零售业务毛利率亦有所下降；销售费用率为 7.21%，同比增加 0.15 个百分点，基本保持稳定；管理费用率为 1.44%，同比下降 0.03 个百分点，控费效果较好；财务费用率为 0.32%，同比增加 0.05 个百分点，主要由于下游回款延迟。经营活动产生的现金流量净额同比增加 11.38%。存货周转天数为 41.97 天，同比下降 0.99 天，基本保持稳定；应收账款周转天数为 90.84 天，同比增加 14.70 天，主要由于下游回款减慢；应付账款周转天数为 52.08 天，同比增加 3.89 天，主要由于公司规模扩大。其余财务指标基本正常。

### 盈利预测及投资评级

预计公司 2025 - 2027 年实现营业收入分别为 781.56 亿元、823.46 亿元和 867.97 亿元，分别同比增长 5.1%、5.4%和 5.4%，归母净利润分别为 13.27 亿元、14.64 亿元和 16.17 亿元，分别同比增长 106.6%、10.3%和 10.5%，折合 EPS 分别为 2.38 元/股、2.63 元/股和 2.91 元/股，分别对应估值 10.3X、9.4X 和 8.5X，维持“买入”评级。

## 风险分析

1) 药品集采风险：药品集中采购范围逐渐扩大，可能对公司产生一定的降价风险，影响公司部分业务收益，而且随着带量采购中标品种增加，其规模过大有可能对公司经营收入和利润产生较大影响。

2) 市场竞争加剧：市场主要竞争者或新进者可能会削弱公司的相对优势和可持续发展的能力，进而影响公司的长远发展；

3) 门店扩张进度低于预期：倘若门店规模扩张不及预期，公司长期业绩增长潜力可能无法释放，或对公司

长期收入增长存在不利影响；

4) 应收账款周转风险：倘若公司应收账款周期延长或无法收回，或将为公司带来时间和经济上的损失；

5) 商誉减值风险：若公司并购标的业绩不及预期，或将导致商誉减值，进而影响公司业绩；

6) 资金占用风险：国药集团致君（苏州）制药有限公司为公司的联营企业，其委托贷款共占用公司资金 3521.38 万元，2021 年 5 月 11 日，法院裁定国药集团致君（苏州）制药有限公司破产，公司对该笔委托贷款已全额计提坏账准备，后续倘若有其余资金占用情况，可能对公司现金流造成一定不利影响。

7) 政策风险：医药行业属于高监管行业，倘若出现较为严苛的政策，可能对公司经营造成不利影响。

## 分析师介绍

### 贺菊颖

中信建投证券医药行业首席分析师，复旦大学管理学硕士，10 年以上医药卖方研究从业经验，善于前瞻性把握细分赛道机会，公司研究深入细致，负责整体投资方向判断。2020 年度新浪财经金麒麟分析师医药行业第七名、新财富最佳分析师医药行业入围、万德最佳分析师医药行业第四名等荣誉。2019 年 Wind “金牌分析师”医药行业第 1 名。2018 年 Wind “金牌分析师”医药行业第 3 名，2018 第一财经最佳分析师医药行业第 1 名。2013 年新财富医药行业第 3 名，水晶球医药行业第 5 名。

### 刘若飞

医药行业分析师，北京大学生物技术硕士，2017 年加入中信建投证券研究发展部。主要覆盖中药、医药商业、生物制品、原料药、基因测序、CRO 等细分领域。

2024 年、2023 年、2022 年、2021 年新财富最佳分析师评选医药生物行业第二名、第三名、第四名、第五名团队核心成员。

### 袁全

中信建投证券医药分析师，耶鲁大学医疗管理硕士，曾就职于瑞士信贷香港投行部，2021 年加入中信建投证券研究发展部，主要负责全球视野研究、中药、医美板块。

## 研究助理

### 沈兴熙

shenxingxi@csc.com.cn



## 评级说明

| 投资评级标准                                                                                                                                                  |      | 评级   | 说明            |
|---------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|------|------|---------------|
| 报告中投资建议涉及的评级标准为报告发布日后 6 个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的 6 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A 股市场以沪深 300 指数作为基准；新三板市场以三板成指为基准；香港市场以恒生指数作为基准；美国市场以标普 500 指数为基准。 | 股票评级 | 买入   | 相对涨幅 15% 以上   |
|                                                                                                                                                         |      | 增持   | 相对涨幅 5%—15%   |
|                                                                                                                                                         |      | 中性   | 相对涨幅-5%—5%之间  |
|                                                                                                                                                         |      | 减持   | 相对跌幅 5%—15%   |
|                                                                                                                                                         |      | 卖出   | 相对跌幅 15% 以上   |
|                                                                                                                                                         | 行业评级 | 强于大市 | 相对涨幅 10%以上    |
|                                                                                                                                                         |      | 中性   | 相对涨幅-10-10%之间 |
|                                                                                                                                                         |      | 弱于大市 | 相对跌幅 10%以上    |

## 分析师声明

本报告署名分析师在此声明：（i）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、客观地出具本报告，结论不受任何第三方的授意或影响。（ii）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。

## 法律主体说明

本报告由中信建投证券股份有限公司及/或其附属机构（以下合称“中信建投”）制作，由中信建投证券股份有限公司在中华人民共和国（仅为本报告目的，不包括香港、澳门、台湾）提供。中信建投证券股份有限公司具有中国证监会许可的投资咨询业务资格，本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格证书编号已披露在报告首页。

在遵守适用的法律法规情况下，本报告亦可能由中信建投（国际）证券有限公司在香港提供。本报告作者所持香港证监会牌照的中央编号已披露在报告首页。

## 一般性声明

本报告由中信建投制作。发送本报告不构成任何合同或承诺的基础，不因接收者收到本报告而视其为中信建投客户。

本报告的信息均来源于中信建投认为可靠的公开资料，但中信建投对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载观点、评估和预测仅反映本报告出具日该分析师的判断，该等观点、评估和预测可能在不发出通知的情况下有所变更，亦有可能因使用不同假设和标准或者采用不同分析方法而与中信建投其他部门、人员口头或书面表达的意见不同或相反。本报告所引证券或其他金融工具的过往业绩不代表其未来表现。报告中所含任何具有预测性质的内容皆基于相应的假设条件，而任何假设条件都可能随时发生变化并影响实际投资收益。中信建投不承诺、不保证本报告所含具有预测性质的内容必然得以实现。

本报告内容的全部或部分均不构成投资建议。本报告所包含的观点、建议并未考虑报告接收人在财务状况、投资目的、风险偏好等方面的具体情况，报告接收者应当独立评估本报告所含信息，基于自身投资目标、需求、市场机会、风险及其他因素自主做出决策并自行承担投资风险。中信建投建议所有投资者应就任何潜在投资向其税务、会计或法律顾问咨询。不论报告接收者是否根据本报告做出投资决策，中信建投都不对该等投资决策提供任何形式的担保，亦不以任何形式分享投资收益或者分担投资损失。中信建投不对使用本报告所产生的任何直接或间接损失承担责任。

在法律法规及监管规定允许的范围内，中信建投可能持有并交易本报告中所提公司的股份或其他财产权益，也可能在过去 12 个月、目前或者将来为本报中所提公司提供或者争取为其提供投资银行、做市交易、财务顾问或其他金融服务。本报告内容真实、准确、完整地反映了署名分析师的观点，分析师的薪酬无论过去、现在或未来都不会直接或间接与其所撰写报告中的具体观点相联系，分析师亦不会因撰写本报告而获取不当利益。

本报告为中信建投所有。未经中信建投事先书面许可，任何机构和/或个人不得以任何形式转发、翻版、复制、发布或引用本报告全部或部分内容，亦不得从未经中信建投书面授权的任何机构、个人或其运营的媒体平台接收、翻版、复制或引用本报告全部或部分内容。版权所有，违者必究。

### 中信建投证券研究发展部

北京  
 朝阳区景辉街 16 号院 1 号楼 18 层  
 电话：（8610）56135088  
 联系人：李祉瑶  
 邮箱：lizhiyao@csc.com.cn

上海  
 上海浦东新区浦东南路 528 号南塔 2103 室  
 电话：（8621）6882-1600  
 联系人：翁起帆  
 邮箱：wengqifan@csc.com.cn

深圳  
 福田区福中三路与鹏程一路交汇广电金融中心 35 楼  
 电话：（86755）8252-1369  
 联系人：曹莹  
 邮箱：caoying@csc.com.cn

### 中信建投（国际）

香港  
 中环交易广场 2 期 18 楼  
 电话：（852）3465-5600  
 联系人：刘泓麟  
 邮箱：charleneliu@csci.hk