

国药一致(000028.SZ)

投资评级：买入（维持）

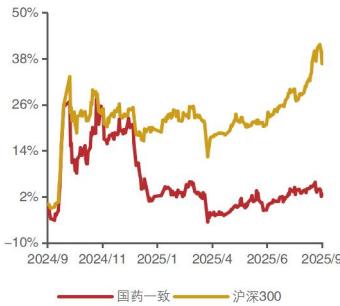
证券分析师

刘闯
SAC: S1350524030002
liuchuang@huayuanstock.com

联系人

梁裕
liangyu@huayuanstock.com

市场表现：



基本数据 2025年09月05日

收盘价 (元)	25.51
一年内最高 / 最低 (元)	34.79/23.68
总市值 (百万元)	14,197.98
流通市值 (百万元)	14,015.32
总股本 (百万股)	556.57
资产负债率 (%)	57.86
每股净资产 (元/股)	32.59

资料来源：聚源数据

——分销板块优化业务结构，国大药房盈利能力稳步提升

投资要点：

- **事件：**国药一致公布2025H1业绩。25H1公司实现收入368亿元（同比-2.6%），实现归母净利润6.7亿元（同比-10.4%），实现扣非归母净利润6.4亿元（同比-9.6%）；25Q2单季度实现收入185亿元（同比-1.0%），实现归母净利润3.4亿元（同比-4.7%），实现扣非归母净利润3.3亿元（同比-4.7%）。
- **业务拆分：**
 - **分销板块：**受行业政策变化及市场竞争加剧等影响，分销板块销售收入略有下滑，分销业务25H1实现收入267.8亿元，同比-1.1%。业务结构持续优化，虽然传统药品销售同比略下降，但生物制品、麻精、广西器械，国谈品种等细分业务增长较快，通过业务结构的调整，药品及器械毛利率有所提升；继续受到下游客户回款延迟影响，长账龄应收账款增加，相应的坏账准备计提同比增加，导致实现净利润4.8亿元，同比-7.8%。
 - **零售板块：**受市场环境、竞争格局以及战略性闭店等因素的综合影响，零售板块（国大药房）25H1实现收入104.8亿元，同比-6.5%；在持续优化商采体系和业务结构等因素的带动下，25H1实现净利润0.17亿元，同比+215.8%，继续实现盈利并且同比增长。截至2025H1，国大药房门店总数为8591家，其中包括6931家直营店，1660家加盟店。从业务结构来看，自有品牌发展极速，25H1收入同比+75.6%，带动盈利能力提升，国大药房的直营门店常规业务毛利率同比提升1.25pct。
- **毛利率有所下滑，费用控制良好。**25H1毛利率为10.7%，同比-0.3pct。销售/管理/财务费用率分别为6.6%/1.3%/0.2%，同比-0.4/-0.1/-0.1pct。
- **盈利预测与评级：**我们预计2025-2027年归母净利润分别为13.2亿元、13.7亿元、14.3亿元，增速分别为105.9%/3.9%/3.9%，当前股价对应的PE分别为11X、10X、10X。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“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；市场竞争风险。**

盈利预测与估值 (人民币)

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入 (百万元)	75,477	74,378	75,294	79,273	82,902
同比增长率 (%)	2.77%	-1.46%	1.23%	5.28%	4.58%
归母净利润 (百万元)	1,599	642	1,323	1,374	1,429
同比增长率 (%)	7.57%	-59.83%	105.95%	3.88%	3.94%
每股收益 (元/股)	2.87	1.15	2.38	2.47	2.57
ROE (%)	9.18%	3.64%	7.08%	6.96%	6.85%
市盈率 (P/E)	8.88	22.10	10.73	10.33	9.94

资料来源：公司公告，华源证券研究所预测

附录：财务预测摘要
资产负债表（百万元）

会计年度	2024	2025E	2026E	2027E
货币资金	7,409	8,703	9,433	10,195
应收票据及账款	21,118	20,319	21,599	22,804
预付账款	692	619	652	681
其他应收款	729	825	869	909
存货	7,406	8,109	8,544	8,938
其他流动资产	223	226	238	249
流动资产总计	37,576	38,801	41,334	43,776
长期股权投资	2,945	3,345	3,695	3,995
固定资产	3,467	3,367	3,319	3,429
在建工程	13	10	8	5
无形资产	480	444	444	424
长期待摊费用	468	545	539	533
其他非流动资产	2,608	2,711	2,702	2,668
非流动资产合计	9,979	10,422	10,707	11,055
资产总计	47,556	49,222	52,041	54,831
短期借款	3,017	3,117	3,217	3,317
应付票据及账款	18,100	18,429	19,806	21,126
其他流动负债	3,685	3,740	3,881	3,999
流动负债合计	24,802	25,286	26,904	28,442
长期借款	1,371	1,271	1,171	1,071
其他非流动负债	627	657	657	657
非流动负债合计	1,998	1,928	1,828	1,728
负债合计	26,800	27,214	28,732	30,170
股本	557	557	557	557
资本公积	4,261	4,261	4,261	4,261
留存收益	12,852	13,871	14,930	16,030
归属母公司权益	17,670	18,688	19,747	20,847
少数股东权益	3,086	3,319	3,562	3,814
股东权益合计	20,755	22,008	23,309	24,661
负债和股东权益合计	47,556	49,222	52,041	54,831

利润表（百万元）

会计年度	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入	74,378	75,294	79,273	82,902
营业成本	66,129	67,267	70,874	74,146
税金及附加	190	188	198	207
销售费用	5,360	5,045	5,264	5,472
管理费用	1,074	1,016	1,054	1,078
研发费用	25	23	24	25
财务费用	239	169	165	162
资产减值损失	-995	-15	-15	-15
信用减值损失	-99	-60	-50	-50
其他经营损益	0	0	0	0
投资收益	242	350	310	270
公允价值变动损益	-21	5	5	5
资产处置收益	12	10	10	10
其他收益	73	80	80	80
营业利润	573	1,956	2,033	2,112
营业外收入	29	25	27	30
营业外支出	27	10	13	15
其他非经营损益	0	0	0	0
利润总额	575	1,971	2,047	2,127
所得税	338	414	430	447
净利润	237	1,557	1,617	1,681
少数股东损益	-405	234	243	252
归属母公司股东净利润	642	1,323	1,374	1,429
EPS(元)	1.15	2.38	2.47	2.57

主要财务比率

会计年度	2024	2025E	2026E	2027E
成长能力				
营收增长率	-1.46%	1.23%	5.28%	4.58%
营业利润增长率	-76.76%	240.99%	3.96%	3.91%
归母净利润增长率	-59.83%	105.95%	3.88%	3.94%
经营现金流增长率	11.38%	2.86%	-7.87%	22.02%
盈利能力				
毛利率	11.09%	10.66%	10.59%	10.56%
净利率	0.32%	2.07%	2.04%	2.03%
ROE	3.64%	7.08%	6.96%	6.85%
ROA	1.35%	2.69%	2.64%	2.61%
ROIC	1.25%	6.66%	6.89%	6.87%
估值倍数				
P/E	22.10	10.73	10.33	9.94
P/S	0.19	0.19	0.18	0.17
P/B	0.80	0.76	0.72	0.68
股息率	1.43%	2.14%	2.23%	2.31%
EV/EBITDA	9	6	5	4

现金流量表（百万元）

会计年度	2024	2025E	2026E	2027E
税后经营利润	237	1,193	1,286	1,380
折旧与摊销	1,744	1,454	1,840	2,386
财务费用	239	169	165	162
投资损失	-242	-350	-310	-270
营运资金变动	57	454	-285	-241
其他经营现金流	1,236	445	404	365
经营性现金净流量	3,271	3,365	3,100	3,783
投资性现金净流量	-151	-1,597	-1,888	-2,530
筹资性现金净流量	-1,831	-474	-481	-491
现金流量净额	1,288	1,294	731	762

资料来源：公司公告，华源证券研究所预测

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

华源证券股份有限公司（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。

本报告是机密文件，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本公司客户。本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息撰写，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、意见及推测等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。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。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，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

本报告所载的意见、评估及推测仅反映本公司于发布本报告当日的观点和判断，在不同时期，本公司可发出与本报告所载意见、评估及推测不一致的报告。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。除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现，过往的业绩表现不应作为日后回报的预示。本公司不承诺也不保证任何预示的回报会得以实现，分析中所做的预测可能是基于相应的假设，任何假设的变化可能会显著影响所预测的回报。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。本公司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。

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。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。如征得本公司许可进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华源证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权利。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。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

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。因此，投资者应当考虑到本公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，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。

投资评级说明

证券的投资评级：以报告日后的 6 个月内，证券相对于同期市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入：相对同期市场基准指数涨跌幅在 20%以上；

增持：相对同期市场基准指数涨跌幅在 5% ~ 20%之间；

中性：相对同期市场基准指数涨跌幅在 -5% ~ +5%之间；

减持：相对同期市场基准指数涨跌幅低于-5%及以下。

无：由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级。

行业的投资评级：以报告日后的 6 个月内，行业股票指数相对于同期市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好：行业股票指数超越同期市场基准指数；

中性：行业股票指数与同期市场基准指数基本持平；

看淡：行业股票指数弱于同期市场基准指数。

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：A 股市场（北交所除外）基准为沪深 300 指数，北交所市场基准为北证 50 指数，香港市场基准为恒生中国企业指数（HSCEI），美国市场基准为标普 500 指数或者纳斯达克指数，新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）。