

业绩降幅收窄， 零售板块持续改善

国药一致 (000028.SZ)

核心观点

8月29日，公司发布2025年半年度业绩报告，实现营业收入367.97亿元，同比下降2.62%，实现归母净利润6.66亿元，同比下降10.43%，实现扣非后归母净利润6.43亿元，同比下降9.63%，实现基本每股收益1.20元，业绩符合我们预期。展望2025年下半年，公司分销业务有望保持稳健增长，零售板块经营逐步改善，叠加业绩基数压力逐步下降，我们期待公司25年下半年业绩加速增长。

事件

公司发布2025年半年度业绩报告，业绩符合我们预期

8月29日，公司发布2025年半年度业绩报告，实现营业收入367.97亿元，同比下降2.62%，实现归母净利润6.66亿元，同比下降10.43%，实现扣非后归母净利润6.43亿元，同比下降9.63%，实现基本每股收益1.20元，业绩符合我们预期。

简评

零售板块环比恢复，控费效果显现

2025年上半年，公司收入端同比下降2.62%，归母净利润同比下降10.43%，扣非后归母净利润同比下降9.63%。25Q2，公司营业收入185.03亿元，同比下降1.03%，降幅较一季度有收窄，主要由于分销板块及零售板块收入降幅环比均有收窄；归母净利润3.38亿元，同比下降4.74%；扣非归母净利润3.25亿元，同比下降4.75%，降幅较一季度收窄，主要由于利润端基数较低，且

重要财务指标

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	75477	74378	75900	80459	85315
YOY(%)	2.8	-1.5	2.0	6.0	6.0
净利润(百万元)	1599	642	1179	1274	1381
YOY(%)	7.6	-59.8	83.5	8.1	8.4
毛利率(%)	12.0	11.1	11.0	11.1	11.1
净利率(%)	2.6	0.3	1.9	1.9	2.0
ROE(%)	9.2	3.6	6.4	6.5	6.7
EPS(摊薄/元)	2.87	1.15	2.12	2.29	2.48
P/E(倍)	9.0	22.4	12.2	11.3	10.4
P/B(倍)	0.8	0.8	0.8	0.7	0.7

资料来源：iFinD，中信建投证券

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

沈兴熙

shenxingxi@csc.com.cn

010-56135334

SAC 编号:S1440525070009

发布日期：2025年09月05日

当前股价：25.83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
1.41/-7.05	1.97/-13.80	0.82/-35.54
12月最高/最低价(元)		32.18/24.04
总股本(万股)		55,656.51
流通A股(万股)		47,805.37
总市值(亿元)		135.11
流通市值(亿元)		133.26
近3月日均成交量(万)		387.11
主要股东		
国药控股股份有限公司		56.06%

股价表现



公司持续推进控费行为，二季度期间费用率合计下降 0.75 个百分点。

分销板块提质增效，多元业务表现较好

主业表现稳健，广西地区器械分销增长较快。2025 年上半年，公司分销板块实现营业收入 267.83 亿元，同比下降 1.09%，实现净利润 4.82 亿元，同比下降 7.82%，其中广东地区药品销售同比下降 1.2%，毛利率提升 0.04pct，器械销售收入同比下降 1.1%，毛利率同比提升 0.23pct；广西地区药品销售同比下降 3%，毛利率提升 0.13pct，器械销售收入同比增长 10%，毛利率同比下降 0.06pct。

提质增效，多元业务表现较好。25H1，公司积极推进业务提质增效，中台聚焦数字化转型与智慧物流升级，提升运营效率，后台强化组织变革与精细化管理，落实降本增效举措。同时，公司加快整合麻精业务，下属子公司国控肇庆增获麻精资质，上半年国控广州麻精药品销售实绩同比提升 4.5%，国控广西麻药及一类精神药品销售实绩同比提升 12.97%，表现较好。此外，公司专业药房业态快速增长，截至 6 月底，公司共有专业药房 157 家，销售额同比增长 25.1%，销售额占分销业务整体比重提升 1.9 个百分点，达 6.65%。展望 2025 年下半年，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、账款逐步优化，公司分销业务盈利能力有望稳中向好。

零售板块环比向好，聚焦自有品牌建设

2025 年上半年，公司零售板块实现营业收入 104.79 亿元，同比下降 6.46%，实现净利润 0.17 亿元，同比增长 215.81%，主要受市场环境、竞争格局以及关店等因素影响。2025 年上半年，国大药房直营门店新增开店 24 家，闭店 864 家，截至 6 月底，合计拥有门店 8591 家，其中直营门店 6931 家，加盟店 1660 家。2025 年上半年，公司零售板块着力打造精益运营新模式，通过亏损门店动态治理与单店效益提升，推动经营质量结构性改善，同时积极推进自有品牌及慢病管理服务建设，其中上半年自有品牌销售同比增长 75.6%，带动国大药房常规业务毛利率提升 1.25 个百分点；慢病管理专员达到 6000 名，慢病门店达到 2000 余家。展望 2025 年下半年，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，收入端有望恢复稳健增长状态，自有品牌及慢病管理等业务加速放量，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	25H1
门店总数	3502	3834	4275	5021	7660	8798	9313	10516	9569	8591
新增门店数		332	441	746	2639	1138	515	1203	-947	-978
直营门店总数	2503	2801	3202	3744	6212	7257	7730	8528	7770	6931
新增门店数		298	401	542	2468	1045	473	798	-758	-839
加盟门店总数	999	1033	1073	1277	1448	1541	1583	1988	1799	1660
新增门店数		34	40	204	171	93	42	405	-189	-139

资料来源：公司公告，中信建投证券

分销业务有望表现稳健，看好零售板块净利率逐步向好

展望 2025 年下半年，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、门店结构持续优化，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、市值管理制度稳步落地，公司经营效率有望提升，长期业绩潜力及估值空间有望逐步释放。

收入结构影响毛利率，控费持续推进

2025 年上半年，公司销售毛利率为 10.69%，同比减少 0.28 个百分点，主要由于零售业务收入占比有所下降；销售费用率为 6.62%，同比下降 0.37 个百分点，控费效果较好；管理费用率为 1.27%，同比下降 0.08 个百分点，控费效果较好；财务费用率为 0.23%，同比下降 0.09 个百分点，控费效果较好。经营活动产生的现金流量净额同比下降 98.38%，主要由于本期销售规模下降以及受下游回款延迟的影响，应收账款回笼同比减少，以及应付账款发票融资到期还款同比增加。存货周转天数为 42.42 天，同比下降 1.43 天，基本保持稳定；应收账款周转天数为 105.47 天，同比增加 8.72 天，主要由于下游回款减慢；应付账款周转天数为 58.52 天，同比增加 1.09 天，基本保持稳定。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 759.00、804.59 和 853.15 亿元，分别同比增长 2.0%、6.0% 和 6.0%，归母净利润分别为 11.79 亿元、12.74 亿元和 13.81 亿元，分别同比增长 83.5%、8.1% 和 8.4%，折合 EPS 分别为 2.12 元/股、2.29 元/股和 2.48 元/股，分别对应估值 12.2X、11.3X 和 10.4X，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。

沈兴熙

医药行业分析师，武汉大学健康经济学硕士，2023 年加入中信建投证券研究发展部医药团队，主要覆盖基因检测、药店、医药流通、中药及商保板块。

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处广电金融中心 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