

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:

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

“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

分销业务持续稳健增长,期待国大药房盈利端改善

2026年04月15日

事件: 公司发布2025年年报,2025年公司实现营业收入734.16亿元(同比-1.29%),归母净利润11.36亿元(同比+76.80%),扣非归母净利润10.96亿元(同比+88.53%)。其中,2025Q4单季度公司实现营业收入182.91亿元(同比+2.12%),实现归母净利润1.79亿元(同比+142.27%),扣非归母净利润1.73亿元(同比+138.98%),经营现金流净额21.02亿元(同比+5.59%)。

点评:

- **25年分销业务表现稳健,创新业务可圈可点:** ①**从分销业务表现上看**,2025年分销板块实现营业收入533.21亿元(同比增长0.64%),净利润9.49亿元(同比增长2.94%)。截至2025年12月31日,分销业务在广东21个、广西14个地级以上城市均有业务覆盖且点强网通。②**专业药房业态快速增长**。截至2025年末,公司共有专业药房157家,其中广东122家,销售额同比增长21.7%;广西35家,销售额同比增长14%。两广双通道定点药店共计116家,基本实现全区域覆盖,其中广东93家,广西23家,双通道品种销售额分别增长33%和15%。③**创新业务方面**。核药业务实现从0到1突破。公司下属核心企业国控广州于2025年10月取得《辐射安全许可证》,12月获批《放射性药品经营许可证》。麻精一体化工作纵深推进,2025年国控广州麻精类产品销售同比增长15%,国控广西同比增长12%。持续深化推进“港澳药械通”业务。2025年协助厂家准入预审库达40个药械品规,“港澳药械通”销售额实现同比增长102%,同时药械通器械产品持续突破。
- **25年直营店关店超1000家,剔除商誉减值国大药房盈利0.6亿元:** ①**从零售业务表现上看**,2025年国大药房实现营业收入209.81亿元(同比下降6.16%),净利润-2.17亿元(同比增长80.36%)。剔除商誉和无形资产减值的影响后,国大药房实现净利润0.60亿元(同比增长139.28%)。②**从门店构成上看**,截至2025年末,国大药房拥有8221家社会零售门店(其中,直营门店6691家,加盟店1530家),连锁网络遍布全国18个省市自治区,覆盖国内超过95个地级市。2025年公司直营店关店1140家,而加盟店关店334家。③**从主要销售指标上看**,2025年零售业务客单价98元(2024年为97元),处方药占比为62%(2024年为59%),直营店医保销售占比为45%(2024年为47%)。
- **盈利预测及投资评级:** 我们预计公司2026-2028年营业收入分别为748.23亿元、763.61亿元、779.22亿元,同比增速分别约为1.9%、2.1%、2%,实现归母净利润分别为12.71亿元、13.58亿元、14.41亿元,同比分别增长约11.9%、6.8%、6.1%,对应当前股价PE分别为12倍、11倍、10倍。我们认为,随着国大药房关店节奏放缓,叠加品类管理逐步推进,国大药房盈利能力有望改善,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	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
营业总收入(百万元)	74,378	73,416	74,823	76,361	77,922
增长率 YoY %	-1.5%	-1.3%	1.9%	2.1%	2.0%
归属母公司净利润 (百万元)	642	1,136	1,271	1,358	1,441
增长率 YoY%	-59.8%	76.8%	11.9%	6.8%	6.1%
毛利率%	11.1%	10.7%	10.8%	10.9%	11.0%
净资产收益率ROE%	3.6%	6.1%	6.5%	6.6%	6.7%
EPS(摊薄)(元)	1.15	2.04	2.28	2.44	2.59
市盈率 P/E(倍)	22.91	12.96	11.58	10.84	10.22
市净率 P/B(倍)	0.83	0.79	0.76	0.72	0.69

资料来源：wind，信达证券研发中心预测；股价为2026年4月15日收盘价

资产负债表		单位:百万元				
会计年度	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E	
流动资产	37,576	40,196	41,604	43,668	45,381	
货币资金	7,409	7,802	9,759	11,311	12,505	
应收票据	657	395	395	403	411	
应收账款	19,377	21,538	20,704	21,051	21,405	
预付账款	692	408	467	476	485	
存货	7,406	8,122	8,291	8,403	8,517	
其他	2,035	1,930	1,989	2,023	2,057	
非流动资产	9,979	8,901	8,538	8,259	8,301	
长期股权投资	2,945	3,166	3,366	3,566	3,766	
固定资产(合计)	870	785	522	345	488	
无形资产	480	407	331	253	175	
其他	5,685	4,543	4,319	4,095	3,871	
资产总计	47,556	49,096	50,142	51,927	53,682	
流动负债	24,802	26,105	26,390	26,942	27,494	
短期借款	3,017	2,602	2,702	2,802	2,902	
应付票据	8,541	10,157	10,194	10,392	10,593	
应付账款	9,559	10,359	10,380	10,581	10,786	
其他	3,685	2,987	3,115	3,166	3,212	
非流动负债	1,998	1,367	1,067	1,167	1,167	
长期借款	0	0	0	0	0	
其他	1,998	1,367	1,067	1,167	1,167	
负债合计	26,800	27,472	27,457	28,108	28,661	
少数股东权益	3,086	3,015	3,188	3,373	3,570	
归属母公司股东权益	17,670	18,610	19,497	20,446	21,452	
负债和股东权益	47,556	49,096	50,142	51,927	53,682	

重要财务指标		单位:百万元				
会计年度	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E	
营业总收入	74,378	73,416	74,823	76,361	77,922	
同比(%)	-1.5%	-1.3%	1.9%	2.1%	2.0%	
归属母公司净利润	642	1,136	1,271	1,358	1,441	
同比(%)	-59.8%	76.8%	11.9%	6.8%	6.1%	
毛利率(%)	11.1%	10.7%	10.8%	10.9%	11.0%	
ROE%	3.6%	6.1%	6.5%	6.6%	6.7%	
EPS(摊薄)(元)	1.15	2.04	2.28	2.44	2.59	
P/E	22.91	12.96	11.58	10.84	10.22	
P/B	0.83	0.79	0.76	0.72	0.69	

利润表		单位:百万元				
会计年度	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E	
营业总收入	74,378	73,416	74,823	76,361	77,922	
营业成本	66,129	65,575	66,726	68,023	69,339	
营业税金及附加	190	186	187	191	195	
销售费用	5,360	4,847	4,863	4,963	5,065	
管理费用	1,074	1,001	1,018	1,039	1,060	
研发费用	25	20	22	23	23	
财务费用	239	183	208	191	184	
减值损失合计	-1,094	-379	-160	-160	-160	
投资净收益	242	218	210	210	210	
其他	65	71	75	75	75	
营业利润	573	1,513	1,924	2,056	2,181	
营业外收支	2	-4	2	2	2	
利润总额	575	1,509	1,926	2,058	2,183	
所得税	338	381	482	514	546	
净利润	237	1,128	1,445	1,543	1,637	
少数股东损益	-405	-8	173	185	196	
归属母公司净利润	642	1,136	1,271	1,358	1,441	
EBITDA	3,295	3,180	2,786	2,818	2,615	
EPS(当年)(元)	1.15	2.04	2.28	2.44	2.59	

现金流量表		单位:百万元				
会计年度	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E	
经营活动现金流	3,271	1,639	2,873	2,095	1,865	
净利润	237	1,128	1,445	1,543	1,637	
折旧摊销	1,744	1,429	652	569	248	
财务费用	258	194	230	229	234	
投资损失	-380	-291	-210	-210	-210	
营运资金变动	363	-1,111	603	-190	-198	
其它	1,049	289	153	153	153	
投资活动现金流	-151	-103	-103	-103	-103	
资本支出	-283	-217	-113	-113	-113	
长期投资	-64	15	-200	-200	-200	
其他	196	99	210	210	210	
筹资活动现金流	-1,831	-1,362	-814	-439	-569	
吸收投资	2	7	0	0	0	
借款	404	-415	100	100	100	
支付利息或股息	1,288	173	1,956	1,553	1,193	

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。

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。

李春辰，医药研究员，中国药科大学本科，北京大学硕士，1年医药行业研究经历，2025年加入信达证券，主要覆盖创新药、新兴生物技术等领域。

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。