

国药一致 (000028) 重大事项点评

超 10 亿资金重磅收购两大批零一体化资产，2020 年药房板块归母净利润预计增厚 13%+

事项:

2019年10月28日晚国药一致发布公告，子公司国大药房同时收购两家批零一体化企业：①以现金不超过9.34亿收购上海鼎群企业管理咨询有限公司（下称上海鼎群）100%股权，上海鼎群持有吉林省销售规模排名第三的医药批发及医药零售排名第二的国药控股天和吉林医药有限公司（下称国控天和）85%的股权；②以不超过1.63亿元收购上海浦东新区医药药材有限公司（下称浦东药材）。此次两项并购均为国大药房为主体进行的并购。

评论:

- ❖ **国控天和（吉林省）：药房业务净利率 5.73%，进一步扩大东三省战略布局。** 国控天和为批零一体化企业，2018 年实现营业收入 19.57 亿（包括批发及零售业务），实现净利润 8600 万。其中零售板块实现销售收入 5.34 亿元，实现净利润 3060 万元，药房板块净利率 5.73%。国控天和总计拥有直营门店 438 家，此次收购对价 PE12.78 倍，PS0.56 倍。此次收购后，国大药房正式进入吉林省，同时在布局吉林及辽宁两省布局（均为省份前三），未来有望实现“黑、吉、辽”三省全覆盖。
- ❖ **浦东药材（上海市）：并购 75 家上海直营药店，并购后上海药房总数预计超 800 家。** 浦东药材为批零一体化企业，2018 年实现销售收入 7.61 亿元，实现净利润 1,003 万元，其中，其中零售板块实现销售收入 3.36 亿元，净利润 669 万元，净利率 2%。截止 2019 年 9 月末，养和堂拥有 75 家直营药店及 3 家加盟店。此次收购对价 PE21.68 倍，PS0.29 倍。此次收购门店主要分布于上海市川沙和南汇地区，并购后国大药房有望进一步巩固上海地区市场份额（此前国大上海主要布局杨浦区+普陀区，此次弥补了川沙和南汇地区的空缺）。
- ❖ **并购弹性测算：**根据我们详细拆分的国药一致模型，此次并购预计对 2020 年国大药房营业收入增厚 7.44%，对净利润增厚 12.29%，对归母净利润增厚 13.95%，明显增厚 2020 年国大药房业绩。此次为国大药房近 3 年以来的医药零售并购第一单。从趋势看，我们认为 19-20 年药房并购投入资金有望超过 20 亿+（即 WBA 战略投资提供的增资资金），为公司带来更高业绩增长。
- ❖ **盈利预测、估值及投资评级。**考虑到医药零售行业未来料将保持高景气度，我们看好“批发”+“零售”持续增长下的整体增长，维持“强推”评级。维持预计公司 2019 年至 2021 年归属于母公司净利润分别为 12.89 亿元、15.51 亿元、17.80 亿元，对应 EPS 分别为 3.01 元、3.62 元、4.16 元，对应 PE 分别为 15 倍、13 倍、11 倍。公司有多项业务，采用分部估值法，按批发板块 13 倍 PE，零售板块 30 倍 PE，投资收益 13 倍 PE 进行估值，维持目标价 68.3 元。
- ❖ **风险提示：**药店增速不达预期，批发增速下滑，长期股权投资增速放缓风险。

主要财务指标

	2018	2019E	2020E	2021E
主营收入(百万)	43,122	51,839	60,178	69,205
同比增速(%)	4.5%	20.2%	16.1%	15.0%
归母净利润(百万)	1,211	1,289	1,551	1,780
同比增速(%)	14.5%	6.5%	20.3%	14.8%
每股盈利(元)	2.83	3.01	3.62	4.16
市盈率(倍)	16	15	13	11
市净率(倍)	2	2	1	1

资料来源：公司公告，华创证券预测

注：股价为 2019 年 11 月 01 日收盘价

强推（维持）

目标价：68.3 元

当前价：46.58 元

华创证券研究所

证券分析师：刘宇腾

电话：010-66500915

邮箱：liuyuteng@hcyjs.com

执业编号：S0360519080001

公司基本数据

总股本(万股)	42,813
已上市流通股(万股)	36,263
总市值(亿元)	198.65
流通市值(亿元)	142.79
资产负债率(%)	57.2
每股净资产(元)	29.1
12 个月内最高/最低价	52.75/37.41

市场表现对比图(近 12 个月)



相关研究报告

《国药一致 (000028) 2017 年年报点评：增长态势良好，后续发展可期》

2018-03-26

《国药一致 (000028) 2018 年半年报点评：业绩明显改善，药房表现亮眼》

2018-08-24

《国药一致 (000028) 2019 年三季度报点评：业绩提速，药房增量静待落地》

2019-10-30

附录：财务预测表
资产负债表

单位：百万元	2018	2019E	2020E	2021E
货币资金	8,090	9,021	10,701	12,793
应收票据	1,357	1,632	1,894	2,178
应收账款	9,337	11,216	13,020	14,974
预付账款	583	703	813	933
存货	4,389	5,292	6,113	7,020
其他流动资产	740	888	1,031	1,186
流动资产合计	24,496	28,752	33,572	39,084
其他长期投资	145	145	145	145
长期股权投资	1,880	1,880	1,880	1,880
固定资产	608	850	1,053	1,225
在建工程	36	86	136	186
无形资产	319	287	259	233
其他非流动资产	1,446	1,230	1,180	1,140
非流动资产合计	4,434	4,478	4,653	4,809
资产合计	28,930	33,230	38,225	43,893
短期借款	2,598	3,834	5,270	6,907
应付票据	3,417	4,119	4,759	5,465
应付账款	6,469	7,798	9,009	10,345
预收款项	0	0	0	0
其他应付款	1,511	1,511	1,511	1,511
一年内到期的非流动负债	6	6	6	6
其他流动负债	756	645	788	914
流动负债合计	14,757	17,913	21,343	25,148
长期借款	32.00	32.00	32.00	32.00
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00
其他非流动负债	235	231	231	231
非流动负债合计	267	263	263	263
负债合计	15,024	18,176	21,606	25,411
归属母公司所有者权益	11,618	12,522	13,687	14,989
少数股东权益	2,287	2,532	2,932	3,493
所有者权益合计	13,906	15,054	16,619	18,482
负债和股东权益	28,930	33,230	38,225	43,893

现金流量表

单位：百万元	2018	2019E	2020E	2021E
经营活动现金流	1,261	241	679	1,003
现金收益	1,668	1,854	2,306	2,733
存货影响	-607	-902	-821	-907
经营性应收影响	-1,670	-2,276	-2,179	-2,361
经营性应付影响	1,292	2,032	1,850	2,043
其他影响	579	-467	-476	-505
投资活动现金流	-222	-390	-390	-390
资本支出	-269	-450	-438	-428
股权投资	131	0	0	0
其他长期资产变化	-84	60	48	38
融资活动现金流	2,859	1,080	1,391	1,479
借款增加	1,037	1,236	1,436	1,636
财务费用	-341	-564	-602	-722
股东融资	2,793	2,793	2,793	2,793
其他长期负债变化	-630	-2,385	-2,236	-2,228

资料来源：公司公告，华创证券预测

利润表

单位：百万元	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入	43,122	51,839	60,178	69,205
营业成本	38,024	45,841	52,956	60,814
税金及附加	121	145	169	194
销售费用	2,763	3,266	3,791	4,360
管理费用	783	925	1,074	1,163
财务费用	113	130	142	159
资产减值损失	3	3	3	3
公允价值变动收益	0	0	0	0
投资收益	320	337	342	359
其他收益	28	28	28	28
营业利润	1,671	1,902	2,421	2,907
营业外收入	13	13	12	13
营业外支出	5	5	5	5
利润总额	1,679	1,910	2,428	2,915
所得税	330	376	477	574
净利润	1,349	1,534	1,951	2,341
少数股东损益	138	245	400	561
归属母公司净利润	1,211	1,289	1,551	1,780
NOPLAT	1,439	1,638	2,065	2,469
EPS(摊薄) (元)	2.83	3.01	3.62	4.16

主要财务比率

	2018	2019E	2020E	2021E
成长能力				
营业收入增长率	4.5%	20.2%	16.1%	15.0%
EBIT 增长率	13.7%	13.8%	26.0%	19.6%
归母净利润增长率	14.5%	6.5%	20.3%	14.8%
获利能力				
毛利率	11.8%	11.6%	12.0%	12.1%
净利率	3.1%	3.0%	3.2%	3.4%
ROE	8.7%	8.6%	9.3%	9.6%
ROIC	11.2%	11.1%	12.0%	12.2%
偿债能力				
资产负债率	51.9%	54.7%	56.5%	57.9%
债务权益比	20.6%	27.3%	33.3%	38.8%
流动比率	166.0%	160.5%	157.3%	155.4%
速动比率	136.3%	131.0%	128.7%	127.5%
营运能力				
总资产周转率	1.5	1.6	1.6	1.6
应收账款周转天数	71	71	72	73
应付账款周转天数	60	56	57	57
存货周转天数	39	38	39	39
每股指标(元)				
每股收益	2.83	3.01	3.62	4.16
每股经营现金流	2.95	0.56	1.59	2.34
每股净资产	27.14	29.25	31.97	35.01
估值比率				
P/E	16	15	13	11
P/B	2	2	1	1
EV/EBITDA	29	26	21	18

生物医药组团队介绍

分析师：刘宇腾

中国人民大学经济学硕士。2017年加入华创证券研究所。

华创证券机构销售通讯录

地区	姓名	职务	办公电话	企业邮箱
北京机构销售部	张昱洁	北京机构销售总监	010-66500809	zhangyujie@hcyjs.com
	杜博雅	高级销售经理	010-66500827	duboya@hcyjs.com
	张菲菲	高级销售经理	010-66500817	zhangfeifei@hcyjs.com
	侯春钰	销售经理	010-63214670	houchunyu@hcyjs.com
	侯斌	销售经理	010-63214683	houbin@hcyjs.com
	过云龙	销售经理	010-63214683	guoyunlong@hcyjs.com
	刘懿	销售经理	010-66500867	liuyi@hcyjs.com
	达娜	销售助理	010-63214683	dana@hcyjs.com
广深机构销售部	张娟	所长助理、广深机构销售总监	0755-82828570	zhangjuan@hcyjs.com
	汪丽燕	高级销售经理	0755-83715428	wangliyan@hcyjs.com
	罗颖茵	高级销售经理	0755-83479862	luoyingyin@hcyjs.com
	段佳音	销售经理	0755-82756805	duanjiayin@hcyjs.com
	朱研	销售经理	0755-83024576	zhuyan@hcyjs.com
	花洁	销售经理	0755-82871425	huajie@hcyjs.com
	包青青	销售助理	0755-82756805	baoqingqing@hcyjs.com
上海机构销售部	石露	华东区域销售总监	021-20572588	shilu@hcyjs.com
	张佳妮	高级销售经理	021-20572585	zhangjiani@hcyjs.com
	潘亚琪	高级销售经理	021-20572559	panyaqi@hcyjs.com
	沈颖	销售经理	021-20572581	shenyings@hcyjs.com
	汪子阳	销售经理	021-20572559	wangziyang@hcyjs.com
	柯任	销售经理	021-20572590	keren@hcyjs.com
	何逸云	销售经理	021-20572591	heyiyun@hcyjs.com
	蒋瑜	销售经理	021-20572509	jiangyu@hcyjs.com
	施嘉玮	销售助理	021-20572548	shijiawei@hcyjs.com
	吴俊	销售经理	021-20572506	wujun1@hcyjs.com
董昕竹	销售经理	021-20572582	dongxinzhu@hcyjs.com	

华创行业公司投资评级体系(基准指数沪深 300)

公司投资评级说明:

- 强推: 预期未来 6 个月内超越基准指数 20%以上;
- 推荐: 预期未来 6 个月内超越基准指数 10% - 20%;
- 中性: 预期未来 6 个月内相对基准指数变动幅度在-10% - 10%之间;
- 回避: 预期未来 6 个月内相对基准指数跌幅在 10% - 20%之间。

行业投资评级说明:

- 推荐: 预期未来 3-6 个月内该行业指数涨幅超过基准指数 5%以上;
- 中性: 预期未来 3-6 个月内该行业指数变动幅度相对基准指数-5% - 5%;
- 回避: 预期未来 3-6 个月内该行业指数跌幅超过基准指数 5%以上。

分析师声明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的分析师在此作以下声明:

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断;分析师对任何其他券商发布的所有可能存在雷同的研究报告不负有任何直接或者间接的可能责任。

免责声明

本报告仅供华创证券有限责任公司(以下简称“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。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的,但本公司不保证其准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断。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。本公司在知晓范围内履行披露义务。

报告中的内容和意见仅供参考,并不构成本公司对具体证券买卖的出价或询价。本报告所载信息不构成对所涉及证券的个人投资建议,也未考虑到个别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,自主作出投资决策并自行承担投资风险,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。本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的预期收入可能会波动。

本报告版权仅为本公司所有,本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面许可,任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用本报告的任何部分。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“华创证券研究”,且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

证券市场是一个风险无时不在的市场,请您务必对盈亏风险有清醒的认识,认真考虑是否进行证券交易。市场有风险,投资需谨慎。

华创证券研究所

北京总部	广深分部	上海分部
地址: 北京市西城区锦什坊街 26 号 恒奥中心 C 座 3A	地址: 深圳市福田区香梅路 1061 号 中投国际商务中心 A 座 19 楼	地址: 上海浦东银城中路 200 号 中银大厦 3402 室
邮编: 100033	邮编: 518034	邮编: 200120
传真: 010-66500801	传真: 0755-82027731	传真: 021-50581170
会议室: 010-66500900	会议室: 0755-82828562	会议室: 021-20572500