

零售业务成长趋势向好，享处方外流红利

投资要点

- **事件:** 公司 2017H1 实现营业收入 205 亿元 (-0.18%)、归母净利润 5.6 亿元 (-15.6%)。营业收入和归属于母公司净利润同比下降主要系 2016 年 10 月发生重大资产重组,比较报表包含了置出的三家工业公司 2016 年上半年的利润表数据所致。剔除此因素,营业收入同比增长 3.79%,归属于母公司净利润同比增长 6.73%。
- **分销业务增速略有放缓,零售业务成长趋势向好。**1) 医药分销实现营业收入 157.5 亿元,同比增长 1.6%;实现归属于母公司净利润 3.1 亿元,同比增长 5.5%,由于两广地区竞争激烈,增速有所放缓。2) 国大药房上半年实现营业收入 48.88 亿,同比增长 12%;综合毛利率同比上升 0.15pp;总费用率同比下降 0.38pp;归母净利润 0.99 亿,同比增长 30.08%。净利率的改善主要来自于效率改善,期间费用率下滑。
- **国大药房成长空间大。**国大药房为优秀的医药零售资产,截止 2017 年 6 月 30 日,门店数达 3693 家。其主要看点为门店扩张、后续盈利能力改善和与战略投资者引入值得期待。1) 上半年净增门店 191 家,其中,直营新店净增 160 家,我们预计未来门店数量增速将维持在每年 10%左右。2) 由于地理位置、医保资质、国企体制等因素,其盈利能力略低于一心堂、老百姓、益丰等连锁企业,2017 年上半年净利率水平为 2%,改善空间较大,预计后续公司会通过业绩考核、激励创新等方式减少运营成本、降低期间费用率、增强盈利水平。3) 根据国大药房注入上市公司时的重组方案,某战略投资者正在与国药控股就国大药房的战略入股事宜进行接洽,虽然该事宜尚处于探讨阶段,但我们认为从南京医药的案例来看,战略投资者的引入对公司治理机制、经营模式等产生了积极的影响,国大药房后续战投的引入值得期待。
- **批零一体化优势突出,享处方外流红利。**国大药房将与分销业务形成协同。分销业务一方面可为国大药房提供上游药企资源,另一方面,分销业务雄踞两广地区,销售网络渗透到各医疗机构,与两广地区医院的良好合作关系也能为国大药房所用,国大药房有望与医院建立合作,承接处方外流。在处方外流的准备工作上,公司已从 2014 年开始重点布局了 DTP 业务,截止 2016 年年底, DTP 药房达 16 家。
- **盈利预测与投资建议。**由于两广地区分销业务竞争激烈,公司分销增速有所放缓,我们下调了盈利预测,预计公司 2017-2019 年 EPS 分别为 2.89 元、3.32 元、3.82 元,对应估值分别为 26 倍、23 倍、20 倍。参考医药流通行业估值,我们给予公司 2018 年 28 倍估值,目标价 92.96 元,维持“买入”评级。
- **风险提示:** 重组整合或不及预期的风险,行业增速下滑的风险。

指标/年度	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	41248.43	44044.76	48525.04	53596.85
增长率	58.69%	6.78%	10.17%	10.45%
归属母公司净利润(百万元)	1186.60	1235.81	1421.20	1637.14
增长率	55.86%	4.15%	15.00%	15.19%
每股收益 EPS(元)	2.77	2.89	3.32	3.82
净资产收益率 ROE	14.38%	9.88%	10.32%	10.76%
PE	27	26	23	20
PB	3.63	2.39	2.17	1.97

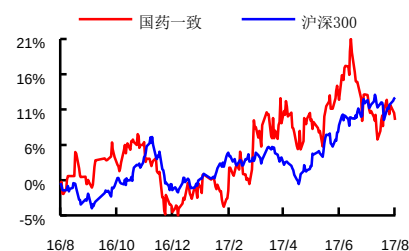
数据来源: Wind, 西南证券

西南证券研究发展中心

分析师: 朱国广
 执业证号: S1250513070001
 电话: 021-68413530
 邮箱: zhugg@swsc.com.cn

分析师: 张肖星
 执业证号: S1250517080003
 电话: 021-68415020
 邮箱: zxxing@swsc.com.cn

相对指数表现



数据来源: 聚源数据

基础数据

总股本(亿股)	4.28
流通 A 股(亿股)	3.08
52 周内股价区间(元)	66.21-83.6
总市值(亿元)	323.24
总资产(亿元)	222.00
每股净资产(元)	20.71

相关研究

1. 国药一致(000028): 国大药房业绩超预期, 分销业务平稳增长 (2017-04-19)
2. 国药一致(000028): 核心业务稳健增长, 国企改革值得期待 (2016-10-24)

附表：财务预测与估值

利润表（百万元）	2016A	2017E	2018E	2019E	现金流量表（百万元）	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入	41248.43	44044.76	48525.04	53596.85	净利润	1281.88	1335.04	1535.32	1768.59
营业成本	36648.24	39247.16	43004.08	47227.26	折旧与摊销	219.62	116.15	120.48	123.78
营业税金及附加	124.27	132.70	146.19	161.47	财务费用	101.86	28.59	-29.82	-34.38
销售费用	2198.20	2382.82	2814.45	3269.41	资产减值损失	-8.55	40.00	40.00	40.00
管理费用	859.72	916.13	1043.29	1179.13	经营营运资本变动	-193.84	-234.21	-516.49	-440.22
财务费用	101.86	28.59	-29.82	-34.38	其他	71.58	-311.04	-373.03	-416.98
资产减值损失	-8.55	40.00	40.00	40.00	经营活动现金流净额	1472.55	974.53	776.46	1040.79
投资收益	223.47	302.32	341.63	386.04	资本支出	-18.76	-30.00	-30.00	-30.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	其他	9.62	302.32	341.63	386.04
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	-9.14	272.32	311.63	356.04
营业利润	1548.16	1599.70	1848.47	2139.99	短期借款	299.75	-1512.71	0.00	0.00
其他非经营损益	52.10	52.25	52.61	52.41	长期借款	-72.50	0.00	0.00	0.00
利润总额	1600.26	1651.95	1901.08	2192.40	股权融资	1287.62	3503.98	0.00	0.00
所得税	318.38	316.91	365.77	423.80	支付股利	-108.79	-169.56	-176.59	-203.09
净利润	1281.88	1335.04	1535.32	1768.59	其他	-1882.34	-130.49	29.82	34.38
少数股东损益	95.28	99.23	114.12	131.45	筹资活动现金流净额	-476.24	1691.21	-146.78	-168.71
归属母公司股东净利润	1186.60	1235.81	1421.20	1637.14	现金流量净额	986.60	2938.06	941.31	1228.12
资产负债表（百万元）	2016A	2017E	2018E	2019E	财务分析指标	2016A	2017E	2018E	2019E
货币资金	3519.96	6458.02	7399.33	8627.45	成长能力				
应收和预付款项	10057.88	10386.02	11523.01	12732.76	销售收入增长率	58.69%	6.78%	10.17%	10.45%
存货	4049.48	4330.03	4747.50	5216.74	营业利润增长率	70.77%	3.33%	15.55%	15.77%
其他流动资产	57.66	61.57	67.83	74.92	净利润增长率	62.81%	4.15%	15.00%	15.19%
长期股权投资	1413.03	1413.03	1413.03	1413.03	EBITDA 增长率	67.94%	-6.70%	11.16%	14.97%
投资性房地产	166.72	166.72	166.72	166.72	获利能力				
固定资产和在建工程	534.07	475.33	412.26	345.90	毛利率	11.15%	10.89%	11.38%	11.88%
无形资产和开发支出	1144.33	1135.75	1127.18	1118.61	三费率	7.66%	7.55%	7.89%	8.24%
其他非流动资产	369.63	350.79	331.95	313.11	净利率	3.11%	3.03%	3.16%	3.30%
资产总计	21312.75	24777.26	27188.81	30009.23	ROE	14.38%	9.88%	10.32%	10.76%
短期借款	1512.71	0.00	0.00	0.00	ROA	6.01%	5.39%	5.65%	5.89%
应付和预收款项	9653.83	9997.36	10954.56	12101.99	ROIC	19.81%	17.83%	18.71%	20.02%
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA/销售收入	4.53%	3.96%	4.00%	4.16%
其他负债	1232.22	1261.96	1357.58	1465.07	营运能力				
负债合计	12398.77	11259.32	12312.14	13567.06	总资产周转率	2.39	1.91	1.87	1.87
股本	362.63	428.13	428.13	428.13	固定资产周转率	52.67	93.79	114.37	147.15
资本公积	3151.52	6590.00	6590.00	6590.00	应收账款周转率	5.94	5.53	5.61	5.62
留存收益	4870.51	5936.75	7181.36	8615.41	存货周转率	11.05	9.33	9.43	9.44
归属母公司股东权益	8450.15	12954.88	14199.49	15633.54	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	109.72%	—	—	—
少数股东权益	463.83	563.06	677.18	808.63	资本结构				
股东权益合计	8913.98	13517.94	14876.66	16442.17	资产负债率	58.18%	45.44%	45.28%	45.21%
负债和股东权益合计	21312.75	24777.26	27188.81	30009.23	带息债务/总负债	12.20%	0.00%	0.00%	0.00%
					流动比率	1.46	1.93	1.97	2.00
					速动比率	1.12	1.54	1.58	1.61
					股利支付率	9.17%	13.72%	12.43%	12.40%
					每股指标				
					每股收益	2.77	2.89	3.32	3.82
					每股净资产	20.82	31.57	34.75	38.40
					每股经营现金	3.44	2.28	1.81	2.43
					每股股利	0.25	0.40	0.41	0.47
业绩和估值指标	2016A	2017E	2018E	2019E					
EBITDA	1869.64	1744.43	1939.14	2229.39					
PE	27.24	26.16	22.74	19.74					
PB	3.63	2.39	2.17	1.97					
PS	0.78	0.73	0.67	0.60					
EV/EBITDA	13.23	14.44	12.50	10.32					
股息率	0.34%	0.52%	0.55%	0.63%					

数据来源：Wind，西南证券

分析师承诺

本报告署名分析师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，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，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获取任何形式的补偿。

投资评级说明

公司评级

买入：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 20%以上
增持：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 10%与 20%之间
中性：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-10%与 10%之间
回避：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-10%以下

行业评级

强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上
跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间
弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数-5%以下

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

本报告仅供本公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本公司或关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。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，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。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，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，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。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告版权为西南证券所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

西南证券研究发展中心

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路 166 号中国保险大厦 20 楼

邮编：200120

北京

地址：北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 B 座 16 楼

邮编：100033

重庆

地址：重庆市江北区桥北苑 8 号西南证券大厦 3 楼

邮编：400023

深圳

地址：深圳市福田区深南大道 6023 号创建大厦 4 楼

邮编：518040

西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	黄丽娟	机构销售	021-68411030	15900516330	hlj@swsc.com.cn
	邵亚杰	机构销售	02168416206	15067116612	syj@swsc.com.cn
	张方毅	机构销售	021-68413959	15821376156	zfyi@swsc.com.cn
	郎珈艺	机构销售	021-68416921	18801762801	langjiayi@swsc.com.cn
	欧阳倩威	机构销售	021-68416206	15601822016	oyqw@swsc.com.cn
	程建雄	机构销售	021-68415020	13638326111	cjx@swsc.com.cn
北京	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	赵佳	机构销售	010-57631179	18611796242	zjia@swsc.com.cn
	王雨珩	机构销售	010-88091748	18811181031	wyheng@swsc.com.cn
广深	张婷	地区销售总监	0755-26673231	13530267171	zhangt@swsc.com.cn
	刘宁	机构销售	0755-26676257	18688956684	liun@swsc.com.cn
	王湘杰	机构销售	0755-26671517	13480920685	wxj@swsc.com.cn
	熊亮	机构销售	0755-26820395	18666824496	xl@swsc.com.cn
	刘雨阳	机构销售	0755-26892550	18665911353	liuyuy@swsc.com.cn
	刘予鑫(广州)	机构销售	0755-26833581	13720220576	lyxin@swsc.com.cn