

国药一致（000028）

公司研究/简评报告

重组影响半年报增速，看好批零一体化效应

简评报告/医药

2017 年 08 月 24 日

一、事件概述

8 月 24 日，公司发布 2017 年半年报：上半年营收、归母净利润、扣非净利润分别为 205.25 亿、5.56 亿、5.46 亿，同比增长-0.18%、-15.62%、35.96%，EPS 为 1.30 元，符合预期。销售费用、管理费用、财务费用分别为 11.10 亿、3.41 亿、0.44 亿，同比增长 4.12%、-21.03%、-12.27%。

二、分析与判断

➤ 公司业绩平稳增长，重大资产重组影响部分财务指标

上半年营收和归母净利润的下降主要原因是去年重大资产重组，三家工业公司部分股权置出，不再包含在本期报表里。剔除此因素，则营收和归母净利润分别同比增长 3.79%和 6.37%。重大资产重组也导致了公司一些财务指标的变化：上半年公司研发投入为 0，主要原因是之前发生了研发投入的工业资产已经置出；投资现金流净额下降 122%，主要是由于去年同期将国药致君苏州 67%股权置出；经营现金流由于正常的购买商品、支付劳务减少了 72%，引起现金及现金等价物增加额减少 114%。此外，在建工程减少 37%，主要是 ERP 项目和物流仓库改造工程部分完工所致；其他非流动资产增加 44%，主要是投资国药中金医疗产业基金所致。主要财务数据和指标的变化均是公司重大资产重组及正常业务开展的结果。

➤ 分销：持续推进一体化运营管理，模式转型加强竞争优势

医药分销实现营收 157.54 亿，同比增长 1.56%；归母净利润 3.06 亿，同比增长 5.50%，毛利率 5.30%。本次重组置入佛山四南海、广东东方新特药、南方医贸 100% 股权，进一步整合两广分销业务；另一方面，公司加快推进分销行业转型，加快发展零售诊疗，截至上半年，诊疗药房已新开 12 家，目前两广区域共计 30 家。此外，依托 B2B 平台，商业销售中心的构建形成了线上线下全渠道销售联动，其中服务类的创新升级丰富了医疗服务产品及项目，如器械耗材 SPD、设备维修业务等。分销多业态协同并进，未来前景可观。

➤ 零售：国大药房内生外延成效显著，电商业务实现快速发展

国大药房上半年实现营收 48.88 亿，同比增长 12.00%，快于零售行业 7.8%的增速；归母净利润 0.99 亿元，同比增长 30.08%。外延方面，上半年国大药房净增门店 191 家，其中包括直营店 160 家和加盟店 31 家，截止目前国大药房门店数达到 3693 家。内生方面，国大药房加强会员管理提升复购率，目前会员总数达到 1930 万。此外，电商等创新业务上半年达成业务 4.9 亿，同比增加 283%，平台渠道及商保卡类渠道同步扩展，分别实现收入 1.2 亿、5814 万。总之，零售业务的精耕细作和提质增效给公司注入了强大的推动力。

三、盈利预测与投资建议

公司重组后成为国内零售龙头，批零一体化协同发展，预计 17-19 年 EPS 分别为 3.08、3.85、4.64 元；对应 PE 分别为 25X、20X 和 16X，首次覆盖，给与“谨慎推荐”评级。

四、风险提示：

国大药房外延并购不及预期；政策变动风险。

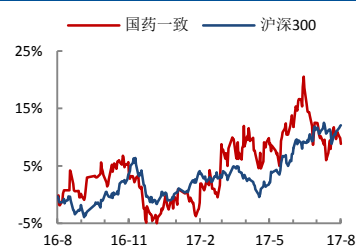
谨慎推荐 首次评级

合理估值： 90.60—98.15 元

交易数据 2017-8-23

收盘价（元）	75.50
近 12 个月最高/最低	80.30/66.90
总股本（百万股）	428
流通股本（百万股）	308
流通股比例（%）	72%
总市值（亿元）	323
流通市值（亿元）	232

该股与沪深 300 走势比较



资料来源：wind，民生证券研究院

分析师：李锋

执业证号： S0100511010001
电话： 010-85127632
邮箱： lifengyjs@mszq.com

研究助理：蔡明子

执业证号： S0100116010026
电话： 021-60876731
邮箱： caimingzi@mszq.com

相关研究

盈利预测与财务指标

项目/年度	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入（百万元）	41,248	46,780	53,638	61,919
增长率（%）	58.7%	13.4%	14.7%	15.4%
归属母公司股东净利润（百万元）	1,187	1,320	1,648	1,986
增长率（%）	55.9%	11.2%	24.9%	20.5%
每股收益（元）	3.27	3.08	3.85	4.64
PE（现价）	23.1	24.5	19.6	16.3
PB	3.3	2.5	2.2	1.9

资料来源：公司公告、民生证券研究院

公司财务报表数据预测汇总

利润表 (百万元)	2016	2017E	2018E	2019E
营业总收入	41,248	46,780	53,638	61,919
营业成本	36,648	41,486	47,294	54,530
营业税金及附加	124	187	322	310
销售费用	2,198	2,596	3,004	3,467
管理费用	860	982	1,180	1,362
EBIT	1,418	1,529	1,839	2,250
财务费用	102	13	(59)	(76)
资产减值损失	(9)	40	6	7
投资收益	223	250	280	310
营业利润	1,548	1,740	2,184	2,639
营业外收支	52	43	44	45
利润总额	1,600	1,783	2,228	2,684
所得税	318	357	446	537
净利润	1,282	1,427	1,782	2,147
归属于母公司净利润	1,187	1,320	1,648	1,986
EBITDA	1,638	1,612	1,934	2,352

资产负债表 (百万元)	2016	2017E	2018E	2019E
货币资金	3520	8315	9445	10888
应收账款及票据	9158	9752	11182	12908
预付款项	425	373	426	491
存货	4049	3751	4276	4930
其他流动资产	58	58	58	58
流动资产合计	17685	22273	25413	29306
长期股权投资	1413	1513	1613	1713
固定资产	487	687	787	867
无形资产	320	286	255	228
非流动资产合计	3628	3836	3954	4044
资产合计	21313	26109	29368	33350
短期借款	1513	1513	1513	1513
应付账款及票据	9108	8989	10248	11816
其他流动负债	7	7	7	7
流动负债合计	12136	12070	13546	15382
长期借款	0	0	0	0
其他长期负债	263	263	263	263
非流动负债合计	263	263	263	263
负债合计	12399	12333	13810	15645
股本	363	428	428	428
少数股东权益	464	571	704	866
股东权益合计	8914	13776	15558	17705
负债和股东权益合计	21313	26109	29368	33350

资料来源：公司公告、民生证券研究院

主要财务指标	2016	2017E	2018E	2019E
成长能力				
营业收入增长率	58.7%	13.4%	14.7%	15.4%
EBIT 增长率	45.1%	7.8%	20.3%	22.4%
净利润增长率	55.9%	11.2%	24.9%	20.5%
盈利能力				
毛利率	11.2%	11.3%	11.8%	11.9%
净利率	2.9%	2.8%	3.1%	3.2%
总资产收益率 ROA	5.6%	5.1%	5.6%	6.0%
净资产收益率 ROE	14.0%	10.0%	11.1%	11.8%
偿债能力				
流动比率	1.5	1.8	1.9	1.9
速动比率	1.1	1.5	1.6	1.6
现金比率	0.3	0.7	0.7	0.7
资产负债率	58.2%	47.2%	47.0%	46.9%
经营效率				
应收账款周转天数	61.1	63.0	63.0	63.0
存货周转天数	32.8	33.0	33.0	33.0
总资产周转率	2.4	2.0	1.9	2.0
每股指标 (元)				
每股收益	3.27	3.08	3.85	4.64
每股净资产	23.3	30.8	34.7	39.3
每股经营现金流	4.1	3.3	2.5	3.1
每股股利	0.0	0.0	0.0	0.0
估值分析				
PE	23.1	24.5	19.6	16.3
PB	3.3	2.5	2.2	1.9
EV/EBITDA	18.9	16.2	13.0	10.0
股息收益率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%

现金流量表 (百万元)	2016	2017E	2018E	2019E
净利润	1,282	1,427	1,782	2,147
折旧和摊销	211	124	102	110
营运资金变动	103	110	(540)	(622)
经营活动现金流	1,473	1,418	1,074	1,336
资本开支	242	133	58	37
投资	(139)	(116)	(112)	(110)
投资活动现金流	(9)	16	122	173
股权募资	271	3,435	0	0
债务募资	(320)	0	0	0
筹资活动现金流	(476)	3,361	(66)	(66)
现金净流量	987	4,795	1,130	1,443

分析师与研究助理简介

李锋，研究院执行副院长，曾供职于国家经委、国家物资部、国内贸易部、中国信达信托投资公司、中国银河证券有限责任公司。

蔡明子，研究助理，澳门科技大学金融硕士，2015年9月加入民生证券。

分析师承诺

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数涨跌幅为基准。	强烈推荐	相对沪深 300 指数涨幅 20%以上
	谨慎推荐	相对沪深 300 指数涨幅介于 10%~20%之间
	中性	相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10%之间
	回避	相对沪深 300 指数下跌 10%以上
行业评级标准		
以报告发布日后的 12 个月内行业指数的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数涨跌幅为基准。	推荐	相对沪深 300 指数涨幅 5%以上
	中性	相对沪深 300 指数涨幅介于-5%~5%之间
	回避	相对沪深 300 指数下跌 5%以上

民生证券研究院：

北京：北京市东城区建国门内大街28号民生金融中心A座17层； 100005

上海：上海市浦东新区世纪大道1168号东方金融广场B座2101； 200122

深圳：深圳市福田区深南大道 7888 号东海国际中心 A 座 28 层； 525000

免责声明

本报告仅供民生证券股份有限公司（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。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，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、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刊载的意见、推测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。本公司也不对因客户使用本报告而导致的任何可能的损失负任何责任。

本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。

本公司在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或参与本报告所提及的公司的金融交易，亦可向有关公司提供或获取服务。本公司的一位或多位董事、高级职员或/和员工可能担任本报告所提及的公司的董事。

本公司及公司员工在当地法律允许的条件下可以向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务以及顾问、咨询业务在内的服务或业务支持。本公司可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。

未经本公司事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播本报告。本公司版权所有并保留一切权利。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。