



## 国药一致 (000028)

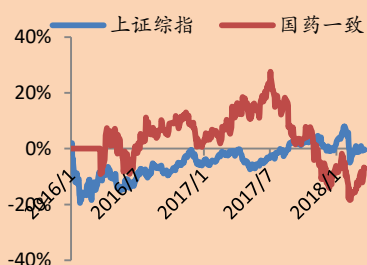
投资评级: 增持 (维持)

报告日期: 2017-03-22

前收盘价 (元) 60.96

目标价格 (元) -

股价走势:



主要数据

|               |             |
|---------------|-------------|
| 总股本(百万股)      | 428.127     |
| A 股股本(百万股)    | 428.127     |
| B/H 股股本(百万股)  | -/-         |
| 总市值 (亿元)      | 243.24      |
| A 股流通比例 (%)   | 71.88%      |
| 第一大股东         | 国药控股        |
| 第一大股东持股比例     | 56.06%      |
| 12 个月最高/最低(元) | 64.65/53.02 |

医药生物行业组

联系人: 方驭涛

电话: 021-60956118

邮件: fyt0614@foxmail.com

## 业绩符合预期, 继续看好国大药房 经营效率提升

### 事件:

公司公告 2017 年年报: 实现营业收入 412.64 亿元, 同比增长 0.04%; 归母净利润 10.58 亿元, 同比减少 10.85%; 扣非归母净利润 10.35 亿元, 同比增长 24.1%; EPS 2.47 元。

### 业绩增速符合预期, 批零业务毛利率小幅改善

归母净利润下滑主要是 2016 年公司发生了重大资产重组, 2016 年同比数据包含了置出的三家工业公司 2016 年 1-10 月净利润; 同时, 2016 年出售苏州致君 67% 股权获得 1.2 亿元投资收益。2017 年综合毛利率 10.77%, 同比下降 0.78 个百分点, 主要是工业资产置出影响, 其中, 批发业务毛利率 5.51%, 零售业务 24.62%, 均有小幅提升。

### 分销: 增速放缓, 积极开展创新业务

分销业务收入 315.22 亿元 (+1.24%), 增速优势放缓, 主要是调拨业务受两票制影响同比减少。分销业务开始走入创新阶段, 分销自开药房收入 5.74 亿元 (+34%), 其中 DTP 药房 24 家, 院内合作药房 7 家, 院边药房 9 家。

### 零售: 净利润稳定增长, 引入战投事项已有实质进展

国大药房实现营收 100.31 亿元 (+10.11%), 净利润 2.62 亿元 (+17.57%), 归母净利润 1.92 亿元 (+16.1%), 其中 DTP 收入 12.2 亿元 (+20.33%)。2017 年国大药房门店净增加 297 家, 现拥有 3834 家门店 (直营 2801 家 + 加盟 1033 家), 其中院边店 253 家 (2017 年新增 53 家)。公司引入战略投资者事项已有实质性进展, 已与沃博联签订入股 40% 协议。预计在国家商务部反垄断局审查通过此次交易后, 国大药房有望建立差异化的商业模式, 在管理和经营效率上进一步提升, 净利率有望提升。

### 盈利预测与评级

预计公司 2018/2019/2020 年 EPS 分别为 2.84/3.34/3.77 元, 对应当前股价 PE 分别为 22/18/16 倍, 维持公司“增持”评级。

### 风险提示

业务整合不及预期; 政策变动风险。

### 盈利预测:

单位: 百万元

| 财务指标      | 2017  | 2018E | 2019E | 2020E |
|-----------|-------|-------|-------|-------|
| 营业收入      | 41264 | 47127 | 52136 | 57913 |
| 收入同比 (%)  | 0%    | 14%   | 11%   | 11%   |
| 归属母公司净利润  | 1058  | 1215  | 1428  | 1615  |
| 净利润同比 (%) | -11%  | 15%   | 18%   | 13%   |
| 毛利率 (%)   | 10.8% | 11.0% | 11.2% | 11.2% |
| ROE (%)   | 11.7% | 11.5% | 12.2% | 12.2% |
| 每股收益 (元)  | 2.47  | 2.84  | 3.34  | 3.77  |
| P/E       | 24.67 | 21.48 | 18.27 | 16.16 |
| P/B       | 2.78  | 2.48  | 2.20  | 1.94  |
| EV/EBITDA | 14    | 17    | 14    | 13    |

资料来源: Wind, 华安证券研究

**附录：财务报表预测**

| 资产负债表          |        |        |        |        | 利润表             |             |              |              |              |
|----------------|--------|--------|--------|--------|-----------------|-------------|--------------|--------------|--------------|
| 单位:百万元         |        |        |        |        | 单位:百万元          |             |              |              |              |
| 会计年度           | 2017   | 2018E  | 2019E  | 2020E  | 会计年度            | 2017        | 2018E        | 2019E        | 2020E        |
| <b>流动资产</b>    | 18,321 | 20,701 | 23,530 | 26,868 | <b>营业收入</b>     | 41,264      | 47,127       | 52,136       | 57,913       |
| 现金             | 4,192  | 4,713  | 5,474  | 6,602  | 营业成本            | 36,820      | 41,943       | 46,297       | 51,427       |
| 应收账款           | 8,247  | 9,181  | 10,365 | 11,613 | 营业税金及附加         | 120         | 141          | 156          | 174          |
| 其他应收款          | 673    | 646    | 786    | 889    | 销售费用            | 2,306       | 2,733        | 2,972        | 3,243        |
| 预付账款           | 517    | 601    | 693    | 796    | 管理费用            | 736         | 943          | 1,043        | 1,158        |
| 存货             | 3,789  | 4,352  | 4,947  | 5,579  | 财务费用            | 110         | 18           | 19           | 14           |
| 其他流动资产         | 903    | 1,209  | 1,265  | 1,389  | 资产减值损失          | (2)         | 30           | 30           | 30           |
| <b>非流动资产</b>   | 4,023  | 4,001  | 4,206  | 4,375  | 公允价值变动收益        | 0           | 0            | 0            | 0            |
| 长期投资           | 1,651  | 1,500  | 1,500  | 1,500  | 投资净收益           | 265         | 280          | 300          | 300          |
| 固定资产           | 552    | 635    | 712    | 782    | <b>营业利润</b>     | 1,464       | 1,599        | 1,920        | 2,167        |
| 无形资产           | 326    | 392    | 460    | 520    | 营业外收入           | 11          | 10           | 10           | 10           |
| 其他非流动资产        | 1,495  | 1,474  | 1,534  | 1,573  | 营业外支出           | 9           | 10           | 10           | 10           |
| <b>资产总计</b>    | 22,344 | 24,702 | 27,736 | 31,244 | <b>利润总额</b>     | 1,466       | 1,599        | 1,920        | 2,167        |
| <b>流动负债</b>    | 12,130 | 13,314 | 14,874 | 16,714 | 所得税             | 309         | 320          | 384          | 433          |
| 短期借款           | 1,561  | 1,761  | 1,961  | 2,161  | <b>净利润</b>      | 1,157       | 1,279        | 1,536        | 1,733        |
| 应付账款           | 6,144  | 7,010  | 7,864  | 8,806  | 少数股东损益          | 99          | 64           | 107          | 119          |
| 其他流动负债         | 4,425  | 4,543  | 5,048  | 5,747  | <b>归属母公司净利润</b> | 1,058       | 1,215        | 1,428        | 1,615        |
| <b>非流动负债</b>   | 286    | 271    | 282    | 280    | EBITDA          | 1,657       | 1,688        | 2,022        | 2,278        |
| 长期借款           | 32     | 32     | 32     | 32     | EPS (元)         | 2.47        | 2.84         | 3.34         | 3.77         |
| 其他非流动负债        | 254    | 239    | 251    | 248    |                 |             |              |              |              |
| <b>负债合计</b>    | 12,416 | 13,585 | 15,156 | 16,994 | <b>主要财务比率</b>   |             |              |              |              |
| 少数股东权益         | 531    | 595    | 702    | 821    | <b>会计年度</b>     | <b>2017</b> | <b>2018E</b> | <b>2019E</b> | <b>2020E</b> |
| 股本             | 428    | 428    | 428    | 428    | <b>成长能力</b>     |             |              |              |              |
| 资本公积           | 3,181  | 3,168  | 3,168  | 3,168  | 营业收入            | 0.04%       | 14.21%       | 10.63%       | 11.08%       |
| 留存收益           | 5,787  | 6,926  | 8,281  | 9,835  | 营业利润            | -5.44%      | 9.20%        | 20.10%       | 12.86%       |
| 归属母公司股东权       | 9,397  | 10,522 | 11,877 | 13,431 | 归属于母公司净利润       | -10.86%     | 14.85%       | 17.58%       | 13.04%       |
| <b>负债和股东权益</b> | 22,344 | 24,702 | 27,736 | 31,245 | <b>获利能力</b>     |             |              |              |              |
|                |        |        |        |        | 毛利率(%)          | 10.77%      | 11.00%       | 11.20%       | 11.20%       |
|                |        |        |        |        | 净利率(%)          | 16.33%      | 2.56%        | 2.58%        | 2.74%        |
|                |        |        |        |        | ROE(%)          | 11.65%      | 11.50%       | 12.21%       | 12.16%       |
|                |        |        |        |        | ROIC(%)         | 19.55%      | 19.10%       | 12.53%       | 12.48%       |
|                |        |        |        |        | <b>偿债能力</b>     |             |              |              |              |
|                |        |        |        |        | 资产负债率(%)        | 55.57%      | 55.00%       | 54.65%       | 54.39%       |
|                |        |        |        |        | 净负债比率(%)        | 67.07%      | 54.92%       | 50.10%       | 45.90%       |
|                |        |        |        |        | 流动比率            | 1.51        | 1.55         | 1.58         | 1.61         |
|                |        |        |        |        | 速动比率            | 1.20        | 1.23         | 1.25         | 1.27         |
|                |        |        |        |        | <b>营运能力</b>     |             |              |              |              |
|                |        |        |        |        | 总资产周转率          | 1.89        | 2.00         | 1.99         | 1.96         |
|                |        |        |        |        | 应收账款周转率         | 5.38        | 5.80         | 5.71         | 5.66         |
|                |        |        |        |        | 应付账款周转率         | 6.42        | 7.17         | 7.01         | 6.95         |
|                |        |        |        |        | <b>每股指标 (元)</b> |             |              |              |              |
|                |        |        |        |        | 每股收益(最新摊薄)      | 2.47        | 2.84         | 3.34         | 3.77         |
|                |        |        |        |        | 每股经营现金流(最新摊薄)   | 3.00        | 0.40         | 1.40         | 2.22         |
|                |        |        |        |        | 每股净资产(最新摊薄)     | 21.95       | 24.58        | 27.74        | 31.37        |
|                |        |        |        |        | <b>估值比率</b>     |             |              |              |              |
|                |        |        |        |        | P/E             | 24.7        | 21.5         | 18.3         | 16.2         |
|                |        |        |        |        | P/B             | 2.8         | 2.5          | 2.2          | 1.9          |
|                |        |        |        |        | EV/EBITDA       | 13.98       | 16.56        | 13.95        | 12.50        |

资料来源: Wind, 华安证券研究所

## 投资评级说明

以本报告发布之日起 12 个月内，证券（或行业指数）相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

### 行业及公司评级体系

买入—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15% 以上；

增持—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5% 至 15%；

中性—未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差 -5% 至 5%；

减持—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5% 至 15%；

卖出—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15% 以上；

无评级—因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。市场基准指数为沪深 300 指数。

## 信息披露

### 分析师承诺

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，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，本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人对这些信息的准确性或完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考。本人过去不曾与、现在不与、未来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接收任何形式的补偿，分析结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

### 免责声明

本报告中的信息均来源于公开可获得资料，华安证券研究所力求准确、可靠，但对这些信息的准确性及完整性均不做任何保证，据此投资，责任自负。本报告不构成个人投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。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。华安证券及其所属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投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经华安证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。如欲引用或转载本文内容，务必联络华安证券研究所并获得许可，并需注明出处为华安证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。如未经本公司授权，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。本公司并保留追究其法律责任的权利。