

加速院边店布局, 承接处方外流

投资要点

- **业绩总结:** 公司 2017 年实现营业收入 413 亿元 (+0.04%)、归母净利润 10.6 亿元 (-10.9%)。归母净利润同比下降主要系集团 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 1-10 月利润表数据所致。剔除此因素, 营业收入同比增长 3.01%, 归母净利润同比增长 9.08%。
- **业绩保持稳健, DTP 药房为增长亮点。** 1) 分销业务受两票制、竞争对手医院托管、GPO 和品种降价等因素影响, 销售增速走低, 实现营业收入 315 亿元 (+1.24%), 实现净利润 6.4 亿元 (+5.99%)。但其中创新业务收入增长势头良好, 医疗合作、器械耗材和零售业态实现收入 53 亿元 (+21.43%)。分销自开药房营业收入 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。2) 国大药房零售业务实现营业收入 100 亿元 (+10.11%); 实现归母净利润 1.92 亿元 (+16.1%)。分业态来看, 直营常规和 DTP 销售占比上升拉动整体收入上升。其中, 直营常规销售收入 64.3 亿元 (+12.47%), DTP 销售收入 12.2 亿元 (+20.33%)。
- **国大药房成长空间大, 沃博联战略入股引入值得期待。** 国大药房为优秀的医药零售资产, 截至 2017 年末, 拥有门店 3834 家。其看点为门店扩张、后续盈利能力改善和战略投资者引入。1) 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、益丰药房等连锁企业, 2017 年净利率水平为 1.9%, 改善空间较大, 预计后续公司会通过集中采购等方式增强盈利水平。3) 沃博联拟增资国大药房, 增资完成后持股 40%, 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 及院边店业务, 截止 2017 年底, 国大药房共有医院周边店 253 家, 当年新增 53 家 (其中 28 家已开通医保), 其中 16 家累计实现盈利。
- **盈利预测与投资建议。** 预计公司 2018-2020 年 EPS 分别为 2.79 元、3.18 元、3.63 元, 对应估值分别为 22 倍、19 倍、17 倍。看好公司在处方外流领域的布局, 维持“买入”评级。
- **风险提示:** 分销业务增速不及预期风险, 处方外流政策推进不及预期风险。

指标/年度	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入 (百万元)	41263.63	45116.96	49479.28	54435.92
增长率	0.04%	9.34%	9.67%	10.02%
归属母公司净利润 (百万元)	1057.79	1193.55	1359.95	1552.59
增长率	-10.86%	12.83%	13.94%	14.17%
每股收益 EPS (元)	2.47	2.79	3.18	3.63
净资产收益率 ROE	11.65%	11.62%	11.69%	11.78%
PE	25	22	19	17
PB	2.63	2.32	2.05	1.81

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: S1250513110001
 电话: 021-68413530
 邮箱: zhuguo@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)	53.44-83.6
总市值(亿元)	260.99
总资产(亿元)	223.44
每股净资产(元)	21.95

相关研究

1. 国药一致 (000028): 业绩表现稳健, 国大药房成长空间大 (2017-10-26)
2. 国药一致 (000028): 零售业务成长趋势向好, 享处方外流红利 (2017-08-23)
3. 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)

附表：财务预测与估值

利润表（百万元）	2017A	2018E	2019E	2020E	现金流量表（百万元）	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入	41263.63	45116.96	49479.28	54435.92	净利润	1156.74	1305.20	1487.16	1697.83
营业成本	36819.55	40077.00	43735.34	47863.99	折旧与摊销	179.81	85.91	89.20	92.18
营业税金及附加	119.92	131.12	143.80	158.20	财务费用	110.36	46.46	-6.16	-9.84
销售费用	2305.91	2661.90	3018.24	3429.46	资产减值损失	-2.47	0.00	0.00	0.00
管理费用	735.95	888.80	1073.70	1252.03	经营营运资本变动	31.92	-220.45	-396.05	-485.54
财务费用	110.36	46.46	-6.16	-9.84	其他	-191.06	-231.75	-343.62	-369.45
资产减值损失	-2.47	0.00	0.00	0.00	经营活动现金流净额	1285.29	985.37	830.52	925.18
投资收益	264.54	296.28	331.84	371.66	资本支出	-219.20	-30.00	-30.00	-30.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	其他	-66.98	296.28	331.84	371.66
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	-286.18	266.28	301.84	341.66
营业利润	1463.89	1607.96	1846.21	2113.74	短期借款	48.64	-1561.35	0.00	0.00
其他非经营损益	2.14	27.55	23.17	21.13	长期借款	31.60	0.00	0.00	0.00
利润总额	1466.03	1635.51	1869.38	2134.87	股权融资	95.41	0.00	0.00	0.00
所得税	309.29	330.31	382.22	437.04	支付股利	0.00	0.00	0.00	0.00
净利润	1156.74	1305.20	1487.16	1697.83	其他	-652.67	-51.89	6.16	9.84
少数股东损益	98.95	111.65	127.21	145.23	筹资活动现金流净额	-477.02	-1613.25	6.16	9.84
归属母公司股东净利润	1057.79	1193.55	1359.95	1552.59	现金流量净额	522.58	-361.60	1138.52	1276.68
资产负债表（百万元）	2017A	2018E	2019E	2020E	财务分析指标	2017A	2018E	2019E	2020E
货币资金	4191.66	3830.06	4968.58	6245.26	成长能力				
应收和预付款项	10268.26	10972.56	12114.71	13323.87	销售收入增长率	0.04%	9.34%	9.67%	10.02%
存货	3781.86	4105.95	4484.47	4908.90	营业利润增长率	-5.44%	9.84%	14.82%	14.49%
其他流动资产	79.01	86.39	94.74	104.23	净利润增长率	-9.76%	12.83%	13.94%	14.17%
长期股权投资	1650.62	1650.62	1650.62	1650.62	EBITDA 增长率	-6.18%	-0.78%	10.86%	13.83%
投资性房地产	153.68	153.68	153.68	153.68	获利能力				
固定资产和在建工程	574.66	550.48	523.03	492.59	毛利率	10.77%	11.17%	11.61%	12.07%
无形资产和开发支出	1156.48	1149.97	1143.45	1136.94	三费率	7.64%	7.97%	8.26%	8.58%
其他非流动资产	487.43	462.20	436.98	411.75	净利率	2.80%	2.89%	3.01%	3.12%
资产总计	22343.64	22961.90	25570.25	28427.84	ROE	11.65%	11.62%	11.69%	11.78%
短期借款	1561.35	0.00	0.00	0.00	ROA	5.18%	5.68%	5.82%	5.97%
应付和预收款项	9533.01	10321.69	11340.49	12384.71	ROIC	17.01%	17.56%	18.36%	19.42%
长期借款	31.60	31.60	31.60	31.60	EBITDA/销售收入	4.25%	3.86%	3.90%	4.03%
其他负债	1290.18	1375.91	1478.29	1593.84	营运能力				
负债合计	12416.14	11729.20	12850.39	14010.15	总资产周转率	1.89	1.99	2.04	2.02
股本	428.13	428.13	428.13	428.13	固定资产周转率	79.45	83.06	94.80	110.11
资本公积	3181.43	3181.43	3181.43	3181.43	应收账款周转率	5.40	5.68	5.69	5.70
留存收益	5787.02	6980.57	8340.52	9893.11	存货周转率	9.39	10.15	10.16	10.17
归属母公司股东权益	9396.57	10590.13	11950.07	13502.67	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	112.45%	—	—	—
少数股东权益	530.93	642.58	769.79	915.02	资本结构				
股东权益合计	9927.50	11232.70	12719.86	14417.69	资产负债率	55.57%	51.08%	50.26%	49.28%
负债和股东权益合计	22343.64	22961.90	25570.25	28427.84	带息债务/总负债	12.83%	0.27%	0.25%	0.23%
					流动比率	1.51	1.66	1.72	1.79
					速动比率	1.20	1.30	1.37	1.43
					股利支付率	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
					每股指标				
					每股收益	2.47	2.79	3.18	3.63
					每股净资产	23.19	26.24	29.71	33.68
					每股经营现金	3.00	2.30	1.94	2.16
					每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00
业绩和估值指标	2017A	2018E	2019E	2020E					
EBITDA	1754.06	1740.33	1929.25	2196.08					
PE	24.67	21.87	19.19	16.81					
PB	2.63	2.32	2.05	1.81					
PS	0.63	0.58	0.53	0.48					
EV/EBITDA	13.00	12.41	10.61	8.74					
股息率	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%					

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。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司客户中的专业投资者使用，若您并非本公司客户中的专业投资者，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。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
	欧阳倩威	机构销售	021-68416206	15601822016	oyqw@swsc.com.cn
北京	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	王雨珩	机构销售	010-88091748	18811181031	wyhg@swsc.com.cn
	陈乔楚	机构销售	18610030717	18610030717	cqc@swsc.com.cn
	路剑	机构销售	010-57758566	18500869149	lujian@swsc.com.cn
广深	张婷	地区销售总监	0755-26673231	13530267171	zhangt@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