



2018-10-29

公司研究报告

买入/维持

国药一致 (000028)

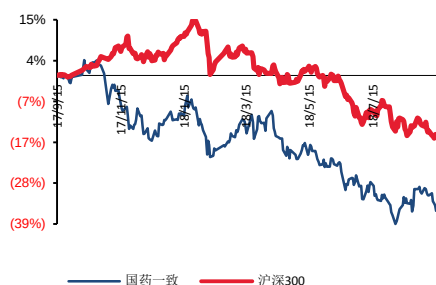
目标价: 61

昨收盘: 43.59

医疗保健 医疗保健设备与服务

## 业绩逐季改善，工商业双重优化

## ■ 走势比较



## ■ 股票数据

|               |               |
|---------------|---------------|
| 总股本/流通(百万股)   | 428/363       |
| 总市值/流通(百万元)   | 18,662/15,807 |
| 12 个月最高/最低(元) | 70.70/41.30   |

## 相关研究报告:

国药一致 (000028) 《Q2 业绩同比改善，  
国大药房战略优化成效明显》  
——2018/08/26

证券分析师: 杜佐远

电话: 010-88695263

E-MAIL: duzy@tpyzq.com

执业资格证书编码: S1190517110001

证券分析师: 蔡明子

电话: 010-88695263

E-MAIL: caimz@tpyzq.com

执业资格证书编码: S1190518050001

**事件:** 10月27日, 公司发布2018年三季报。前三季度, 公司实现营业收入317.67亿, 同比增长1.56%; 归母净利润9.27亿, 同比增长15.42%; 扣非净利润9.06亿, 同比增长14.46%; EPS2.17元/股。单三季度, 公司营收109.88亿(+2.17%)、归母净利润2.85亿(+15.49%)、扣非净利润2.82亿(+15.27%), 整体业绩增速在逐渐提升, 符合市场预期。

## 点评:

## 1) 业绩逐季提速, 工商业均有改善

分拆前三季度业绩, 公司Q1-Q3收入为103亿、105亿、110亿, 同比增长0.33%、2.14%、2.17%; 归母净利润为2.93亿、3.49亿、2.85亿, 同比增长7.4%、23.08%、15.49%; 扣非净利润2.85亿、3.38亿、2.82亿, 同比增长5.06%、23.02%、15.27%。除了Q2有商业回款返利以及收购子公司并表因素, 现金流增加导致净利润增速较高外, 可以看到公司业绩处于改善提速期。**扣除三季度国大药房仅并表60%的影响, 单三季度归母净利润约为2.95亿, 同比增长约19%。**(后文有测算过程) 我们认为业绩改善主要源于工商业的双重优化, 如分销创新业务弥补调拨带来增量, 及国大引入WBA战投效率提升等, 未来还将保持较快增长势头。

## 2) 分销: 创新业务快速增长, 整体毛利率在提升

公司的分销业务居两广区域规模第一, 在31个地级以上城市的医院直销市场竞争排名前3甲。在国内药品批发行业增速不断放缓的背景下, 公司净利润仍能平稳增长, 主要依靠分销网络进一步扩展(区域做“深”)及组织架构优化, 终端覆盖面的提升持续带来上游品种的丰富和议价能力的提升。此外, 从内部看, 公司在转型创新方面进展顺利, 除了传统对医院直销外, 还有①零售直销, 上半年约30%增长(零售直销, 直接给药店配送, 包括国大药房及社会药店); ②基层医疗直销(诊所等), 约14%增长; ③零售诊疗业务, 即分销下的DTP药房, 上半年增速约28%; ④器械耗材, 基数小, 有两位数增长。

## 3) 零售: 看好WBA参股后效率提升, 增资款到位改善财务指标

公司属下国大药房是全国销售规模排名第一的医药零售企业, 截至

2018 年半年度，国大药房拥有门店 4004 家（其中直营 2965 家，加盟 1039 家），共覆盖全国 19 个省市近 70 个大中城市，形成覆盖华东、华北、华南沿海城市群的药店网络，并逐步扩散进入西北、中原和内陆城市群，预计到 2020 年-2011 年左右突破 10000 家门店（含加盟）。

目前在存量市场，公司采取优势区域布点下沉，强化区域管理的战略，在医保店、院边店加大布局力度，提升精细化管理能力，具体包括：优化门店管理，对标亏损店管理；建档立库，夯实慢病服务和会员管理；落实零批一体战略，加强商采精细化管理——上半年零售业务收入同比增长 5.23%，归母净利润同比增长 40.66%。

沃博联（Walgreens Boots Alliance）参股国大药 40% 股权，已经完成交割，合资后的国大药房新一届董事会对未来 3-5 年的战略规划达成了共识，并形成具体战略举措，在线下门店扩张与管理、线上新零售业务方面布局有望加速。在资金支持上，增资款显著改善了公司财务指标：前三季度公司货币资金较年初增长 66.6%，期末现金及等价物余额增长 114%。

#### 4) 7 月国大药房并表 60%，今年归母净利润受一定影响

三季度公司持有国大药房 60% 股份，归母净利润将相应减少，但国大受增资影响，利息收入增加，有所抵消净利润的减少，推算如下（均为约数，以公司口径为准）：

1) 国大药房 100% 口径下的 Q3 税后净利润：少数股东损益增加值 2011 万/40%=5028 万。

2) 单季度税前利息收入：WBA 增资 27.67 亿\*1.5%利率/4=1038 万

3) 单季度税后利息收入：1038 万\*(1-25%)=780 万

4) 也就是说 5028 万中包含了 780 万的利息收入贡献，如果不考虑增资，则净利润为 4250 万。现在三季度国大药房只有 60% 净利润并表，即 5028\*60%=3020 万。

5) 因此，WBA 增资对公司归母净利润的影响为：4250-3020=1230 万。扣除三季度国大药房仅并表 60% 的影响，单三季度归母净利润约为 2.95 亿，同比增长约 19%。

6) 18 全年影响（即减少）=1230 万\*2=2500 万。

7) 19 年影响（即减少）：1.01 亿。同上算法

假设国大（100%）归母净利润 18 年增速 40%，19 年增速 30%，则 19 年归母净利润 3.46 亿，这是不考虑增资的值。19 年税后利息收入=27.67 亿\*(1+1.5%)\*3%\*(1-25%)=0.63 亿。所以 19 年净利润减少=3.46-(3.46+0.63)\*60%=1.01 亿

8) 20 年影响（即减少）：1.3 亿。同上算法

**说明：**假设算法中 18 年利率 1.5%，19 年-20 年利率 3%（假设购买理财产品），暂未考虑用增资的资金用来并购，**实际数据以公司公告为准。**

**盈利预测：**

如果不考虑战投对国大药房股权稀释的影响，预计 18-20 年净利润分别为 12.06、13.87、16.09 亿；如果考虑并表影响，则预计 18-20 年净利润分别为 11.81 亿、12.86 亿、14.79 亿，对应 PE 分别为 16、14、13 倍，在药店板块中估值最低，但未来提升空间较大，维持“买入”评级。

**风险提示：**处方外流推进速度低于预期，门店整合效果低于预期。

■ **盈利预测和财务指标：**

|           | 2017    | 2018E  | 2019E  | 2020E  |
|-----------|---------|--------|--------|--------|
| 营业收入(百万元) | 41264   | 45390  | 50383  | 55925  |
| (+/-%)    | 0.04%   | 10.00% | 11.00% | 11.00% |
| 归母净利润(百万) | 1058    | 1181   | 1286   | 1479   |
| (+/-%)    | -10.86% | 11.65% | 8.92%  | 14.95% |
| 摊薄每股收益(元) | 2.47    | 2.76   | 3.00   | 3.45   |
| 市盈率(PE)   | 24      | 16     | 14     | 13     |

资料来源：Wind，太平洋证券注：摊薄每股收益按最新总股本计算

| 资产负债表(百万) |       |       |       |       |       | 利润表(百万)       |        |         |        |        |        |
|-----------|-------|-------|-------|-------|-------|---------------|--------|---------|--------|--------|--------|
|           | 2016A | 2017A | 2018E | 2019E | 2020E |               | 2016A  | 2017A   | 2018E  | 2019E  | 2020E  |
| 货币资金      | 3520  | 4192  | 5363  | 6659  | 3355  | 营业收入          | 41248  | 41264   | 45390  | 50383  | 55925  |
| 应收和预付款项   | 8079  | 8106  | 11201 | 12566 | 14096 | 营业成本          | 36648  | 36820   | 40133  | 44347  | 49004  |
| 存货        | 4049  | 3782  | 4508  | 5103  | 5773  | 营业税金及附加       | 124    | 120     | 136    | 151    | 168    |
| 其他流动资产    | 2036  | 2241  | 3592  | 4117  | 4714  | 销售费用          | 2198   | 2306    | 2269   | 2519   | 2796   |
| 流动资产合计    | 17685 | 18321 | 24663 | 28444 | 27937 | 管理费用          | 860    | 736     | 658    | 864    | 909    |
| 长期股权投资    | 1413  | 1651  | 1801  | 1851  | 1901  | 财务费用          | 102    | 110     | 24     | 13     | 0      |
| 投资性房地产    | 167   | 154   | 149   | 149   | 149   | 资产减值损失        | -9     | -2      | 0      | 0      | 0      |
| 固定资产      | 487   | 552   | 465   | 399   | 331   | 投资收益          | 223    | 265     | 325    | 350    | 370    |
| 在建工程      | 47    | 23    | 73    | 103   | 123   | 公允价值变动        | 0      | 0       | -5     | 0      | 0      |
| 无形资产开发支出  | 320   | 326   | 338   | 350   | 361   | 营业利润          | 1548   | 1464    | 2489   | 2838   | 3419   |
| 长期待摊费用    | 0     | 0     | 0     | 0     | 0     | 其他非经营损益       | 52     | 2       | 24     | 20     | 20     |
| 其他非流动资产   | 3628  | 4023  | 4722  | 4747  | 4760  | 利润总额          | 1600   | 1466    | 2513   | 2858   | 3439   |
| 资产总计      | 21313 | 22344 | 29386 | 33191 | 32698 | 所得税           | 318    | 309     | 628    | 715    | 860    |
| 短期借款      | 1513  | 1561  | 1561  | 1561  | 1561  | 净利润           | 1282   | 1157    | 1885   | 2144   | 2579   |
| 应付和预收款项   | 6865  | 6361  | 8280  | 9151  | 10114 | 少数股东损益        | 95     | 99      | 704    | 858    | 1100   |
| 长期借款      | 0     | 32    | 32    | 32    | 32    | 归母股东净利润       | 1187   | 1058    | 1181   | 1286   | 1479   |
| 其他负债      | 4021  | 4462  | 7701  | 8491  | 4456  | 预测指标          |        |         |        |        |        |
| 负债合计      | 12399 | 12416 | 17573 | 19235 | 16163 |               | 2016A  | 2017A   | 2018E  | 2019E  | 2020E  |
| 股本        | 363   | 428   | 428   | 428   | 428   | 毛利率           | 11.15% | 10.77%  | 11.58% | 11.98% | 12.38% |
| 资本公积      | 3152  | 3181  | 3181  | 3181  | 3181  | 销售净利率         | 2.88%  | 2.56%   | 2.60%  | 2.55%  | 2.64%  |
| 留存收益      | 4871  | 5787  | 6968  | 8254  | 9733  | 销售收入增长率       | 58.69% | 0.04%   | 10.00% | 11.00% | 11.00% |
| 归母公司股东权益  | 8450  | 9397  | 10578 | 11864 | 13343 | EBIT 增长率      | 61.71% | -7.39%  | 60.95% | 13.16% | 19.75% |
| 少数股东权益    | 464   | 531   | 1235  | 2092  | 3192  | 净利润增长率        | 55.86% | -10.86% | 11.65% | 8.92%  | 14.95% |
| 股东权益合计    | 8914  | 9928  | 11812 | 13956 | 16535 | ROE           | 14.04% | 11.26%  | 11.17% | 10.84% | 11.08% |
| 负债和股东权益   | 21313 | 22344 | 29386 | 33191 | 32698 | ROA           | 5.57%  | 4.73%   | 4.02%  | 3.88%  | 4.52%  |
| 现金流量表(百万) |       |       |       |       |       | ROIC          | 25.13% | 22.26%  | 30.91% | 30.97% | 20.17% |
|           | 2016A | 2017A | 2018E | 2019E | 2020E | EPS (X)       | 2.80   | 2.47    | 2.76   | 3.00   | 3.45   |
| 经营性现金流    | 1473  | 1285  | 1698  | 1113  | -3518 | PE (X)        | 23.89  | 24.39   | 15.77  | 14.48  | 12.60  |
| 投资性现金流    | -9    | -286  | -449  | 250   | 280   | PB (X)        | 2.87   | 2.75    | 1.76   | 1.57   | 1.40   |
| 融资性现金流    | -476  | -477  | -78   | -66   | -66   | PS (X)        | 0.59   | 0.63    | 0.41   | 0.37   | 0.33   |
| 现金增加额     | -1    | 0     | 0     | 0     | 0     | EV/EBITDA (X) | 11.60  | 13.21   | 5.65   | 4.57   | 4.77   |

资料来源: WIND, 太平洋证券

# 投资评级说明

---

## 1、行业评级

看好：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报高于市场整体水平 5%以上；

中性：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报介于市场整体水平-5%与 5%之间；

看淡：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报低于市场整体水平 5%以下。

## 2、公司评级

买入：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅在 15%以上；

增持：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于 5%与 15%之间；

持有：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与 5%之间；

减持：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与-15%之间；

---

## 销 售 团 队

| 职务   | 姓名  | 手机          | 邮箱                   |
|------|-----|-------------|----------------------|
| 销售负责 | 王方群 | 13810908467 | wangfq@tpyzq.com     |
| 北京销售 | 王均丽 | 13910596682 | wangjl@tpyzq.com     |
| 北京销售 | 袁进  | 15715268999 | yuanjin@tpyzq.com    |
| 北京销售 | 成小勇 | 18519233712 | chengxy@tpyzq.com    |
| 北京销售 | 李英文 | 18910735258 | liyw@tpyzq.com       |
| 北京销售 | 孟超  | 13581759033 | mengchao@tpyzq.com   |
| 北京销售 | 付禹璇 | 18515222902 | fuyx@tpyzq.com       |
| 上海销售 | 陈辉弥 | 13564966111 | chenhm@tpyzq.com     |
| 上海销售 | 洪绚  | 13916720672 | hongxuan@tpyzq.com   |
| 上海销售 | 李洋洋 | 18616341722 | liyangyang@tpyzq.com |
| 上海销售 | 宋悦  | 13764661684 | songyue@tpyzq.com    |
| 上海销售 | 张梦莹 | 18605881577 | zhangmy@tpyzq.com    |
| 上海销售 | 黄小芳 | 15221694319 | huangxf@tpyzq.com    |
| 上海销售 | 梁金萍 | 15999569845 | liangjp@tpyzq.com    |
| 上海销售 | 杨海萍 | 17717461796 | yanghp@tpyzq.com     |
| 广深销售 | 张茜萍 | 13923766888 | zhangqp@tpyzq.com    |
| 广深销售 | 王佳美 | 18271801566 | wangjm@tpyzq.com     |
| 广深销售 | 胡博涵 | 18566223256 | hubh@tpyzq.com       |
| 广深销售 | 查方龙 | 18520786811 | zhafl@tpyzq.com      |
| 广深销售 | 张卓粤 | 13554982912 | zhangzy@tpyzq.com    |
| 广深销售 | 杨帆  | 13925264660 | yangf@tpyzq.com      |
| 广深销售 | 陈婷婷 | 18566247668 | chentt@tpyzq.com     |



## 研究院

中国北京 100044

北京市西城区北展北街九号

华远·企业号 D 座

电话： (8610) 88321761

传真： (8610) 88321566

## 重要声明

太平洋证券股份有限公司具有证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号 13480000。

本报告信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归太平洋证券股份有限公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。任何人使用本报告，视为同意以上声明。