



分析师：金鑫

Tel: 021-53686163

E-mail: jinxin1@shzq.com

SAC 证书编号：S0870518030001

基本数据 (2019Q1)

报告日股价 (元)	47.58
12mth A 股价格区间 (元)	37.79-54.95
总股本 (百万股)	428.13
无限售 A 股/总股本	84.6%
流通市值 (亿元)	149
每股净资产 (元)	27.84
PBR (X)	1.71
DPS (Y2018, 元)	10 派 4.00

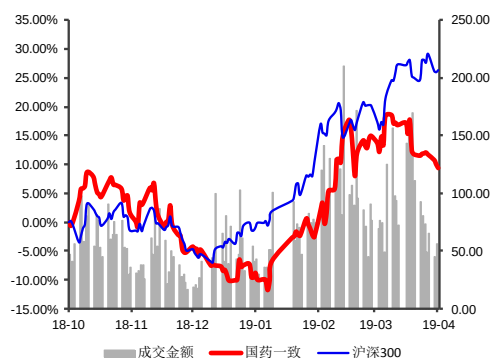
主要股东 (2019Q1)

国药控股股份有限公司	56.06%
香港中央结算有限公司	3.39%
HTHK/CMG FSGUFP-CMG FIRST STATE CHINA GROWTH FD	2.68%

收入结构 (2018Y)

医药批发	73.90%
医药零售	25.21%
租赁及其他	0.83%

最近 6 个月股票与沪深 300 比较



业绩增长稳健 分销业务有望逐步复苏

■ 公司动态事项

公司发布2018年年度报告及2019年第一季度报告。

■ 事项点评

业绩增长稳健，利润增速有望于 19H2 逐步复苏

公司2018年实现收入431.22亿元，同比增长4.51%；实现归母净利润12.11亿元，同比增长14.46%。分季度来看，公司2018Q4实现营业收入113.56亿元，同比增长13.73%，收入增速较前三季度有所提升；实现归母净利润2.84亿元，同比增长11.42%。

公司2019年第一季度实现营业收入118.79亿元，同比增长15.82%；实现归母净利润3.00亿元，同比增长2.53%；实现扣非归母净利润2.97亿元，同比增长4.36%。公司19Q1利润增速低于收入增速的主要原因是，控股子公司国大药房增资扩股并引入战投沃博联，于2018年6月底完成工商登记备案，短期来看国大药房股权摊薄后公司少数股东损益同比有所增长（19Q1少数股东损益为0.44亿元，同比增长121.17%），拖累公司整体业绩增长，预计随着国大药房引入战投沃博联后加速门店扩张且改善经营效率，下半年利润增速有望逐步复苏。

分销业务 2018H2 同比增速显著提升

分业务来看，公司2018年分销业务实现收入327.57亿元，同比增长3.92%，其中下半年同比增长约为7.04%，同比增速较上半年显著提升；实现净利润7.16亿元，同比增长11.89%；销售毛利率为7.09%，同比提升1.58%。一方面，在消化“两票制”等政策影响后逐步拓展纯销业务，公司2018年推动两票制131个重点合作项目落地执行，广东纯销业务收入增长9.58亿元，扩大市场份额。另一方面，公司2018年重点发展零售直销、器械耗材、零售诊疗、基层医疗等四大业务，分别同比增长34%、29%、49%、17%，为公司培育新的业绩增长点。

零售业务净利率同比小幅提升，仍有较大的提升空间

零售业务方面，国大药房2018年实现收入108.78亿元，同比增长8.45%，其中下半年同比增长约为11.49%，同比增速较上半年有所提升。截至2018年年底，国大药房拥有门店4,275家，同比增长11.50%。分经营业态来看，国大直营门店实现销售收入100.2亿元，同比增长9.87%；加盟店实现配送收入11.83亿元，同比增长6.25%；直营门店数量占比为74.90%，较2017年末提升1.84个百分点。

国大药房2018年实现净利润3.02亿元，同比增长15.10%；销售毛

利率为23.03%，同比下降1.59个百分点；净利率为2.77%，同比上升0.16个百分点，较2018H1有所下降，主要原因是受销售毛利率同比下降等因素所致。

国大药房增资扩股并引入战投沃博联，于2018年6月底完成工商登记备案，借鉴沃博联的品类管理经验、全渠道营销模式、开店技术、会员管理技术以及全球采购能力，有利于国大药房打造区别与国内医药零售连锁的差异化商业模式，提升国大药房运营水平和盈利能力。

■ 风险提示

两票制等行业政策风险；DTP业务增速不及预期的风险；资产重组完成后整合、管理不及预期的风险等；国大药房业绩不及预期风险

■ 投资建议

未来六个月，维持“谨慎增持”评级

结合2019年一季报调整公司19、20年EPS至3.15、3.48元，以4月24日收盘价47.58元计算，动态PE分别为15.10倍和13.67倍。我们认为，公司作为两广地区医药流通龙头企业，分销业务在终端覆盖、物流网络建设方面均具有竞争优势，在消化“两票制”等政策影响后有望扩大市场份额，分销业务收入增速有望逐步复苏；另一方面，零售业务国大药房引入战投后有望提升国大药房运营水平和盈利能力，净利率水平提升有利于持续释放业绩，带动公司整体业绩稳健增长。未来六个月，维持“谨慎增持”评级。

■ 数据预测与估值：

至12月31日（¥.百万元）	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入	43,122.39	46,794.68	51,127.37	56,237.50
年增长率	4.50%	8.52%	9.26%	9.99%
归属于母公司的净利润	1,210.74	1,348.65	1,489.87	1,640.37
年增长率	14.46%	11.39%	10.47%	10.10%
每股收益（元）	2.83	3.15	3.48	3.83
PER（X）	16.82	15.10	13.67	12.42

注：有关指标按当年股本摊薄

■ 附表

■ 附表 1 损益简表及预测 (单位: 百万元人民币)

资产负债表 (单位: 百万元)

指标	2018A	2019E	2020E	2021E
货币资金	8,090	9,955	11,487	13,142
存货	4,389	4,506	5,204	5,477
应收账款及票据	11,329	11,547	12,581	13,646
其他	687	694	781	835
流动资产合计	24,496	26,702	30,053	33,100
长期股权投资	1,880	1,880	1,880	1,880
固定资产	608	521	433	346
在建工程	36	36	36	36
无形资产	319	295	271	247
其他	1,591	1,430	1,350	1,258
非流动资产合计	4,435	4,162	3,970	3,767
资产总计	28,930	30,864	34,023	36,868
短期借款	2,598	2,598	2,598	2,598
应付账款及票据	11,396	11,774	13,520	14,302
其他	764	789	616	898
流动负债合计	14,758	15,161	16,733	17,798
长期借款和应付债券	32	32	32	32
其他	235	251	247	244
非流动负债合计	267	282	278	276
负债合计	15,025	15,443	17,011	18,074
少数股东权益	2,287	2,471	2,674	2,898
股东权益合计	13,906	15,421	17,012	18,793
负债和股东权益总计	28,930	30,864	34,023	36,868

现金流量表 (单位: 百万元)

指标	2018A	2019E	2020E	2021E
净利润	1,211	1,349	1,490	1,640
折旧和摊销	206	112	112	112
营运资本变动	205	235	(166)	(240)
经营活动现金流	1,323	1,743	1,470	1,537
资本支出	7	0	0	0
投资收益	320	260	270	280
投资活动现金流	(222)	251	272	282
股权融资	0	0	0	0
负债变化	0	0	0	0
股息支出	0	(108)	(100)	(81)
融资活动现金流	2,859	(129)	(210)	(163)
净现金流	3,959	1,865	1,532	1,656

数据来源: WIND 上海证券研究所

利润表 (单位: 百万元)

指标	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入	43,122	46,795	51,127	56,238
营业成本	38,024	41,393	45,186	49,704
营业税金及附加	121	134	146	161
营业费用	2,763	2,621	2,914	3,234
管理费用	783	866	929	1,012
财务费用	113	124	102	81
资产减值损失	3	0	2	1
投资收益	320	260	270	280
公允价值变动损益	0	0	0	0
营业利润	1,671	1,918	2,119	2,326
营业外收支净额	8	7	8	9
利润总额	1,679	1,925	2,127	2,335
所得税	330	393	434	471
净利润	1,348	1,533	1,693	1,864
少数股东损益	138	184	203	224
归属母公司股东净利润	1,211	1,349	1,490	1,640

财务比率分析

指标	2018A	2019E	2020E	2021E
总收入增长率	4.50%	8.52%	9.26%	9.99%
EBITDA 增长率	12.52%	15.47%	8.31%	7.98%
EBIT 增长率	12.84%	16.77%	8.76%	8.38%
净利润增长率	14.46%	11.39%	10.47%	10.10%
毛利率	11.82%	11.54%	11.62%	11.62%
EBITDA/总收入	4.32%	4.60%	4.56%	4.48%
EBIT/总收入	4.05%	4.36%	4.34%	4.28%
净利润率	2.81%	2.88%	2.91%	2.92%
资产负债率	51.93%	50.04%	50.00%	49.02%
流动比率	1.66	1.76	1.80	1.86
速动比率	1.36	1.46	1.48	1.55
总资产回报率 (ROA)	4.66%	4.97%	4.98%	5.06%
净资产收益率 (ROE)	10.42%	10.41%	10.39%	10.32%
EV/营业收入	0.6	0.3	0.3	0.3
EV/EBITDA	7.4	6.9	5.9	4.9
PE	16.8	15.1	13.7	12.4
PB	1.8	1.6	1.4	1.3

分析师承诺

金鑫

本人以勤勉尽责的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师的研究观点。此外，本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接相关。

公司业务资格说明

本公司具备证券投资咨询业务资格。

投资评级体系与评级定义

股票投资评级：

分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据公司基本面及（或）估值预期以报告日起6个月内公司股价相对于同期市场基准沪深300指数表现的看法。

投资评级	定 义
增持	股价表现将强于基准指数 20%以上
谨慎增持	股价表现将强于基准指数 10%以上
中性	股价表现将介于基准指数 $\pm 10\%$ 之间
减持	股价表现将弱于基准指数 10%以上

行业投资评级：

分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据行业历史基本面及（或）估值对所研究行业以报告日起 12 个月内的基本面和行业指数相对于同期市场基准沪深 300 指数表现的看法。

投资评级	定 义
增持	行业基本面看好，行业指数将强于基准指数 5%
中性	行业基本面稳定，行业指数将介于基准指数 $\pm 5\%$
减持	行业基本面看淡，行业指数将弱于基准指数 5%

投资评级说明：

不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准，投资者应区分不同机构在相同评级名称下的定义差异。本评级体系采用的是相对评级体系。投资者买卖证券的决定取决于个人的实际情况。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，投资者不应以分析师的投资评级取代个人的分析与判断。

免责条款

本报告中的信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性及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，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对任何人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。

在法律允许的情况下，我公司或其关联机构可能会持有报告中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或财务顾问服务。

本报告仅向特定客户传送，版权归上海证券有限责任公司所有。未获得上海证券有限责任公司事先书面授权，任何机构和个人均不得对本报告进行任何形式的发布、复制、引用或转载。

上海证券有限责任公司对于上述投资评级体系与评级定义和免责条款具有修改权和最终解释权。