



分析师：金鑫

Tel: 021-53686163

E-mail: jinxin1@shzq.com

SAC 证书编号：S0870518030001

基本数据 (2019Q2)

报告日股价 (元)	45.90
12mth A 股价格区间 (元)	37.79-52.70
总股本 (百万股)	428.13
无限售 A 股/总股本	84.6%
流通市值 (亿元)	166
每股净资产 (元)	28.35
PBR (X)	1.62
DPS (Y2018, 元)	10 派 4.00

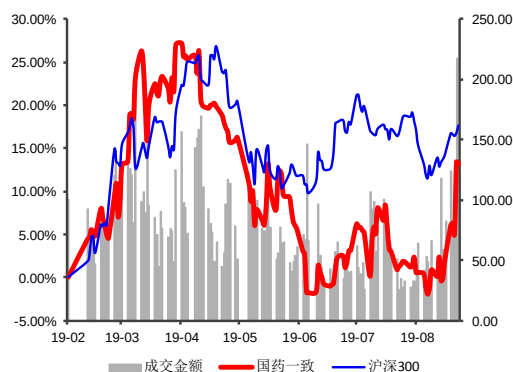
主要股东 (2019Q2)

国药控股股份有限公司	56.06%
香港中央结算有限公司	4.33%
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



收入增速超预期 分销业务明显复苏

■ 公司动态事项

公司发布2019年半年度报告。

■ 事项点评

收入增速超预期，会计政策变更拖累利润增速

公司2019年实现收入252.28亿元，同比增长21.42%；实现归母净利润6.51亿元，同比增长1.42%；实现扣非归母净利润6.40亿元，同比增长2.63%。公司19H1利润增速低于收入增速的主要原因是：1) 公司会计政策变更，自2019年起执行新租赁准则，租赁负债在租赁期内各期间按照折现率计算利息费用，导致财务费用同比大幅增长；2) 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1.17亿元，同比增长146.75%），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 2019H1 同比增速较上年同期显著提升

分业务来看，公司分销业务2019年上半年实现收入194.77亿元，同比增长22.66%，公司持续拓展分销渠道，一级以上医疗机构、基层医疗客户、零售终端客户分别同比增长1.06%、10.20%、3.19%；实现归母净利润3.82亿元，同比增长15.41%。公司积极应对政策环境变化，传统业务同比增长22%。GPO政策方面，广州公司完成七批产品议价上报，议价目录覆盖率达91%。“4+7”带量采购方面，深圳公司、广州公司分别取得84%、96%的品种配送权。此外，公司重点发展零售直销、器械耗材、零售诊疗、基层医疗等四大业务，2019H1分别同比增长30%、52%、80%、34%，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2019年上半年实现收入61.08亿元，同比增长18.75%；实现归母净利润1.50亿元，同比增长7.81%。截至2019年6月底，国大药房拥有门店4,593家，同比增长14.71%，门店扩张速度较上年同期有所提升。分经营业态来看，国大直营门店实现销售收入53.81亿元，同比增长11.82%；加盟店实现配送收入6.22亿元，同比增长7.64%；直营门店数量占比为75.55%，同比提升1.50个百分点。

国大药房与沃博联携手推出“新概念”试点药店，2019H1销售同比增长34.8%，交易笔数同比增长31.5%。长期来看，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。

经营性现金流同比大幅改善

公司2019年上半年经营性现金流量净额为11.64亿元，同比增长416.40%，同比大幅改善。公司2019H1存货周转率、应收账款周转率分别为4.84次、2.38次，较上年同期分别增长0.26次、下降0.06次，说明公司在收入端快速增长的背景下，经营情况较好，营运资本同比增速低于收入增速。

■ 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年中报调整公司19、20年EPS至3.01、3.39元，以8月23日收盘价45.90元计算，动态PE分别为15.24倍和13.54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	50,618.69	58,737.15	67,315.66
年增长率	4.50%	17.38%	16.04%	14.60%
归属于母公司的净利润	1,210.74	1,289.70	1,451.05	1,605.60
年增长率	14.46%	6.52%	12.51%	10.65%
每股收益 (元)	2.83	3.01	3.39	3.75
PER (X)	16.23	15.24	13.54	12.24

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	9,105	10,650	11,457
存货	4,389	5,270	5,968	6,940
应收账款及票据	11,329	13,416	14,303	17,090
其他	687	797	884	1,032
流动资产合计	24,496	28,589	31,804	36,520
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	32,751	35,775	40,288
短期借款	2,598	2,598	2,598	2,598
应付账款及票据	11,396	13,764	15,508	18,114
其他	764	809	635	935
流动负债合计	14,758	17,171	18,740	21,647
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	17,453	19,018	21,922
少数股东权益	2,287	2,463	2,661	2,880
股东权益合计	13,906	15,298	16,756	18,365
负债和股东权益总计	28,930	32,751	35,775	40,288

现金流量表 (单位: 百万元)

指标	2018A	2019E	2020E	2021E
净利润	1,211	1,290	1,451	1,606
折旧和摊销	206	112	112	112
营运资本变动	205	(491)	(20)	(916)
经营活动现金流	1,323	1,005	1,633	888
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	(171)	(164)	(189)	(213)
融资活动现金流	2,859	(241)	(360)	(362)
净现金流	3,959	1,015	1,545	807

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	50,619	58,737	67,316
营业成本	38,024	44,950	52,294	60,065
营业税金及附加	121	145	168	192
营业费用	2,763	2,835	3,348	3,837
管理费用	783	936	969	1,077
财务费用	113	180	163	147
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	1,834	2,063	2,276
营业外收支净额	8	7	8	9
利润总额	1,679	1,841	2,071	2,285
所得税	330	375	422	461
净利润	1,348	1,466	1,649	1,825
少数股东损益	138	176	198	219
归属母公司股东净利润	1,211	1,290	1,451	1,606

财务比率分析

指标	2018A	2019E	2020E	2021E
总收入增长率	4.50%	17.38%	16.04%	14.60%
EBITDA 增长率	12.52%	13.96%	10.01%	8.45%
EBIT 增长率	12.84%	15.16%	10.56%	8.87%
净利润增长率	14.46%	6.52%	12.51%	10.65%
毛利率				
EBITDA/总收入	4.32%	4.20%	3.98%	3.77%
EBIT/总收入	4.05%	3.98%	3.79%	3.60%
净利润率	2.81%	2.55%	2.47%	2.39%
资产负债率	51.93%	53.29%	53.16%	54.41%
流动比率	1.66	1.66	1.70	1.69
速动比率	1.36	1.36	1.38	1.37
总资产回报率 (ROA)	4.66%	4.47%	4.61%	4.53%
净资产收益率 (ROE)	10.42%	10.05%	10.29%	10.37%
EV/营业收入	0.6	0.3	0.3	0.2
EV/EBITDA	7.4	7.1	5.9	5.2
PE	16.2	15.2	13.5	12.2
PB	1.7	1.5	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。