

业务稳健回暖，盈利拐点渐近

——国药一致(000028.SZ) 2019年三季度报点评

公司简报

◆事件:

公司发布2019年三季度报，19Q1-3实现营收388.8亿元(+22.4%)，归母净利润9.62亿元(+3.8%)，扣非归母净利润9.43亿元(+4.1%)，经营性净现金流10.7亿元(+90.2%)。业绩符合我们和市场预期。

◆点评:

Q3营收增长加速，各项业务稳健回暖。单季度来看，公司Q3实现营收136.5亿元(+24.2%)，相比19H1营收22.4%的同比增长有所提速，延续19Q2以来经营拐点向上趋势，主要仍是传统分销业务继续改善，包括调拨业务冲击完毕以及积极响应GPO政策抢占市占率，同时创新业务也加快推进。从Q3毛利率同比下降1.0pp，以及Q3经营性现金流净流出0.9亿元来看，也可以看出营收增长的贡献主要来自分销业务。

盈利能力稳步回暖，国大药房摊薄的影响将继续减弱。单季度来看，3Q19净利润(含少数股东损益)同比增11.9%，继续保持回暖态势。由于国大药房在3Q18开始引入战投导致少数股东损益大幅增长，3Q19归母净利润仅同比增9.1%。由于4Q19不再存在国大药房引入战投后对归母净利润的摊薄，我们判断4Q19公司归母净利润将继续回暖。3Q19毛利率同比下降1.0pp，但销售费用率同比下降0.6pp，管理费用率同比下降0.2pp，显示分销业务回暖快于零售业务，随零售业务后续改善发力，明年公司有望迎来盈利拐点。

◆业务稳健回暖，盈利拐点渐近，维持“买入”评级

维持19~21年预测EPS为3.05/3.84/4.55元，现价对应19~21年PE为14/11/10倍。公司分销业务呈现明显拐点，持续回暖；零售业务模式升级和经营有望持续改善，预计公司将迎来明确拐点。当前公司估值较低，维持“买入”评级。

◆风险提示:

1) 并购药店整合不达预期风险；2) 广深带量采购实施带来的药品降价风险。

业绩预测和估值指标

指标	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	41,264	43,122	51,618	60,272	69,901
营业收入增长率	0.04%	4.50%	19.70%	16.77%	15.98%
净利润(百万元)	1,058	1,211	1,306	1,643	1,946
净利润增长率	-10.86%	14.46%	7.91%	25.77%	18.44%
EPS(元)	2.47	2.83	3.05	3.84	4.55
ROE(归属母公司)(摊薄)	11.26%	10.42%	10.24%	11.71%	12.48%
P/E	18	16	14	11	10
P/B	2.0	1.6	1.5	1.3	1.2

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测, 股价时间为2019年10月25日

买入(维持)

当前价: 43.90元

分析师

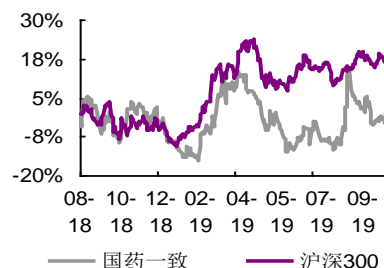
林小伟 (执业证书编号: S0930517110003)
021-52523871
linxiaowei@ebsecn.com

梁东旭 (执业证书编号: S0930517120003)
0755-23915357
liangdongxu@ebsecn.com

市场数据

总股本(亿股): 4.28
总市值(亿元): 187.95
一年最低/最高(元): 37.41/52.75
近3月换手率: 33.45%

股价表现(一年)



收益表现

%	一个月	三个月	十二个月
相对	-3.61	5.11	-19.42
绝对	-2.94	6.29	2.57

资料来源: Wind

相关研报

分销超预期，零售稳健，业绩有望迎来拐点——国药一致(000028.SZ) 2019年中报点评

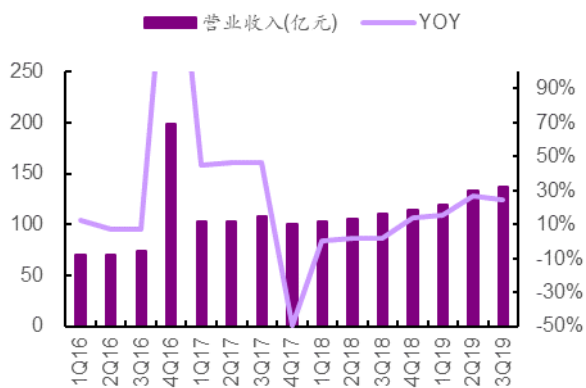
.....2019-08-25
分销业务转型创新，零售改善扩张并重——国药一致(000028.SZ) 18年年报和19年一季报点评

.....2019-04-25
业绩拐点已现，最大药店网络将迎价值重估——国药一致(000028.SZ) 18年业绩快报点评

.....2019-03-21

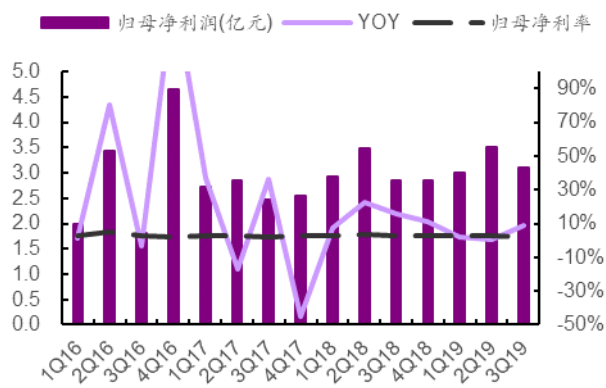
附录

图 1：国药一致单季度营收及同比增速



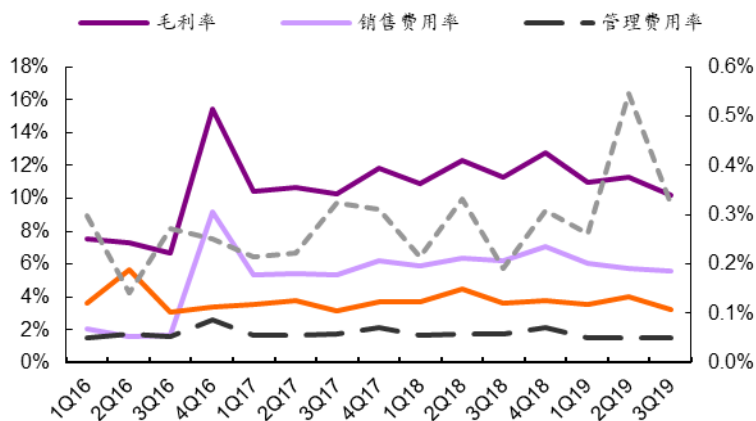
资料来源：公司财报，光大证券研究所

图 2：国药一致单季度归母净利润及同比增速

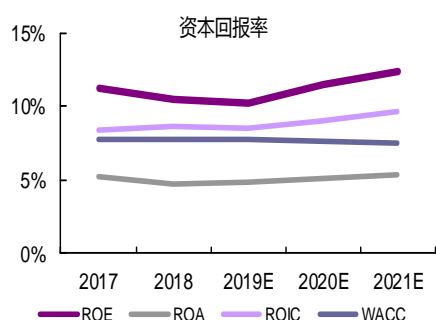
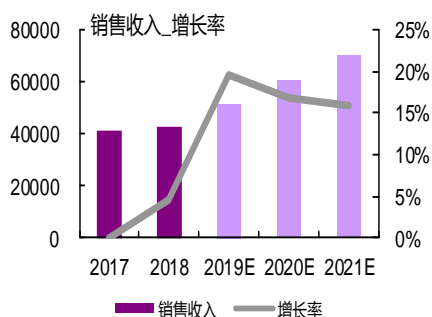
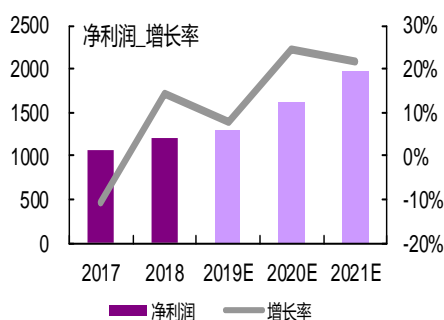
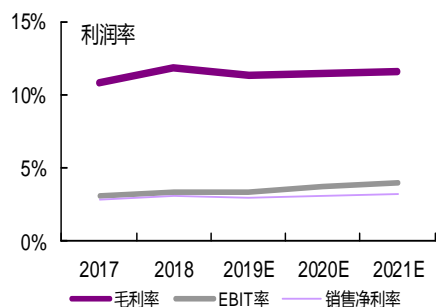


资料来源：公司财报，光大证券研究所

图 3：国药一致盈利能力比率及其变化情况



资料来源：公司财报，光大证券研究所



利润表 (百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入	41,264	43,122	51,618	60,272	69,901
营业成本	36,820	38,024	45,769	53,386	61,827
折旧和摊销	180	206	149	177	211
营业税费	120	121	145	169	196
销售费用	2,306	2,763	3,097	3,496	3,984
管理费用	736	783	878	964	1,118
财务费用	110	113	158	237	342
公允价值变动损益	0	0	0	0	0
投资收益	265	320	333	373	417
营业利润	1,464	1,671	1,904	2,386	2,841
利润总额	1,466	1,679	1,912	2,394	2,849
少数股东损益	99	138	223	272	333
归属母公司净利润	1,058	1,211	1,306	1,643	1,946

资产负债表 (百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
总资产	22,344	28,930	31,513	37,059	42,642
流动资产	18,321	24,496	26,428	31,280	36,469
货币资金	4,192	8,090	8,259	9,865	11,646
交易型金融资产	0	0	0	0	0
应收帐款	7,589	9,337	9,784	11,544	13,528
应收票据	1,504	1,357	1,625	1,997	2,239
其他应收款	658	635	751	877	1,017
存货	3,782	4,389	5,197	5,956	6,775
可供出售投资	14	0	0	0	0
持有到期金融资产	0	0	0	0	0
长期投资	1,651	1,880	2,047	2,234	2,442
固定资产	552	608	628	669	699
无形资产	326	319	341	360	388
总负债	12,416	15,025	16,249	20,248	23,931
无息负债	10,818	12,389	13,170	15,115	17,198
有息负债	1,598	2,635	3,079	5,134	6,733
股东权益	9,928	13,906	15,264	16,811	18,711
股本	428	428	428	428	428
公积金	3,395	4,535	4,535	4,535	4,535
未分配利润	5,573	6,655	7,790	9,281	11,035
少数股东权益	531	2,287	2,510	2,782	3,115

现金流量表 (百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
经营活动现金流	1,285	1,323	488	620	1,054
净利润	1,058	1,211	1,306	1,643	1,946
折旧摊销	180	206	149	177	211
净营运资金增加	-10	983	2,343	2,685	2,865
其他	58	-1,077	-3,311	-3,885	-3,969
投资活动产生现金流	-286	-222	-434	-463	-152
净资本支出	-203	-250	-600	-650	-360
长期投资变化	1,651	1,880	-166	-187	-208
其他资产变化	-1,734	-1,853	333	373	417
融资活动现金流	-477	2,859	115	1,665	1,066
股本变化	65	0	0	0	0
债务净变化	49	1,037	444	2,055	1,599
无息负债变化	-32	1,572	780	1,945	2,083
净现金流	523	3,959	169	1,822	1,968

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测

关键指标	2017	2018	2019E	2020E	2021E
成长能力 (%YoY)					
收入增长率	0.04%	4.50%	19.70%	16.77%	15.98%
净利润增长率	-10.86%	14.46%	7.91%	25.77%	18.44%
EBITDA 增长率	-11.01%	11.55%	14.92%	29.22%	22.69%
EBIT 增长率	-9.91%	11.11%	21.06%	30.12%	22.98%
估值指标					
PE	18	16	14	11	10
PB	2	2	1	1	1
EV/EBITDA	15	15	14	12	10
EV/EBIT	17	17	15	13	11
EV/NOPLAT	22	21	19	16	14
EV/Sales	1	1	1	0	0
EV/IC	2	2	2	1	1
盈利能力 (%)					
毛利率	10.77%	11.82%	11.33%	11.43%	11.55%
EBITDA 率	3.55%	3.79%	3.64%	4.03%	4.26%
EBIT 率	3.11%	3.31%	3.35%	3.73%	3.96%
税前净利润率	3.55%	3.89%	3.70%	3.97%	4.08%
税后净利润率 (归属母公司)	2.56%	2.81%	2.53%	2.73%	2.78%
ROA	5.18%	4.66%	4.85%	5.17%	5.34%
ROE (归属母公司) (摊薄)	11.26%	10.42%	10.24%	11.71%	12.48%
经营性 ROIC	8.37%	8.61%	8.56%	9.30%	9.88%
偿债能力					
流动比率	1.51	1.66	1.66	1.57	1.55
速动比率	1.20	1.36	1.33	1.27	1.26
归属母公司权益/有息债务	5.88	4.41	4.14	2.73	2.32
有形资产/有息债务	13.05	10.39	9.62	6.78	5.99
每股指标(按最新预测年度股本计算历史数据)					
EPS	2.47	2.83	3.05	3.84	4.55
每股红利	0.30	0.40	0.36	0.45	0.53
每股经营现金流	3.00	3.09	1.14	1.45	2.46
每股自由现金流(FCFF)	2.33	0.29	-3.29	-3.15	-1.85
每股净资产	21.95	27.14	29.79	32.77	36.43
每股销售收入	96.38	100.72	120.57	140.78	163.27

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测

行业及公司评级体系

评级	说明
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。

基准指数说明: A 股主板基准为沪深 300 指数; 中小盘基准为中小板指; 创业板基准为创业板指; 新三板基准为新三板指数; 港股基准指数为恒生指数。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设, 不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性, 估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

分析师声明

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, 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, 并对本报告的内容和观点负责。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证, 本研究报告中任何关于发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。研究人员获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究人员保证他们报酬的任何一部分不与, 也不, 也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

特别声明

光大证券股份有限公司(以下简称“本公司”)创建于 1996 年, 系由中国光大(集团)总公司投资控股的全国性综合类股份制证券公司, 是中国证监会批准的首批三家创新试点公司之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可, 本公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围: 证券经纪; 证券投资咨询; 与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问; 证券承销与保荐; 证券自营; 为期货公司提供中间介绍业务; 证券投资基金代销; 融资融券业务; 中国证监会批准的其他业务。此外, 本公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本报告由光大证券股份有限公司研究所(以下简称“光大证券研究所”)编写, 以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础, 但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息, 但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断, 可能需随时进行调整且不予通知。在任何情况下, 本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表述的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。投资者应当充分考虑自身特定状况, 并完整理解和使用本报告内容, 不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果, 本公司及作者均不承担任何法律责任。

不同时期, 本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理子公司、自营部门以及其他投资业务板块可能会独立做出与本报告的意見或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险, 在做出投资决策前, 建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下, 本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易, 也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突, 勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发, 仅向特定客户传送。本报告的版权仅归本公司所有, 未经书面许可, 任何机构和个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、复制、转载、刊登、发表、篡改或引用。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失, 本公司保留追究一切法律责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

光大证券股份有限公司 2019 版权所有。

联系我们

上海	北京	深圳
静安区南京西路 1266 号恒隆广场 1 号写字楼 48 层	西城区月坛北街 2 号月坛大厦东配楼 2 层 复兴门外大街 6 号光大大厦 17 层	福田区深南大道 6011 号 NEO 绿景纪元大厦 A 座 17 楼