

国药一致 (000028)

证券研究报告

2020年10月22日

三季度业绩恢复良好，零售业务进一步突破

Q3 疫情影响逐渐消退，业绩稳步提升

公司发布 2020 年三季度报告，2020 年年初至报告期末，公司实现营业收入 428.81 亿元，同比增长 8.77%；实现归母净利润 9.98 亿元，同比增长 3.98%；扣非后归母净利润 9.81 亿元，同比增长 4.06%；公司经营活动现金流净额为 19.83 亿元，同比增长 87.32%，维持在较好水平，主要系公司制定了较为严格的资金管理计划，加大应收账款催收及有效控制采购付款，以及本期收到防控新冠肺炎疫情应急专项储备资金所致。分季度看，公司 2020 年 Q3 实现营业收入 157.11 亿元，同比增长 13.65%；实现归母净利润 3.54 亿元，同比增长 14.14%。

进一步深化全国网络布局，分销业务稳中求进，零售业务表现亮眼

报告期内，公司进一步完成两广空白区域布点，在重点区域、县域市场实施二次布点；国大药房已摘牌收购成大方圆医药集团有限公司（简称“成大方圆”）100%股权，并于 2020 年 7 月 30 日完成工商变更登记，成大方圆截至 2019 年末拥有门店超过 1500 家，遍布 5 省 19 市，覆盖辽宁、吉林、内蒙古、山东和河北部分重点城市，有利于公司进一步深化全国布局。2020 年上半年，国药一致分销业务累计完成营业收入 189.82 亿元，同比减少 2.54%，实现净利润 4.05 亿元，同比增长 0.38%。国大药房累计完成营业收入 86.13 亿元，同比增长 32.94%，实现净利润 2.48 亿元，同比增长 33.96%，国大药房累计归母净利润 1.80 亿元，同比增长 21.96%。在疫情期间，公司分销一体两翼业务部署抗风险能力凸显，其中零售直销、零售诊疗、器械耗材业务保持高于整体平均水平的增速。2020 年上半年，医院直销销售收入 115.16 亿，同比减少 7.6%；基层医疗销售收入 9.74 亿，同比降低 8.1%；零售直销销售收入 34.12 亿，同比增长 17.0%；零售诊疗销售收入 7.70 亿，同比增长 24.4%；器械耗材销售收入 21.79 亿，同比增长 40.4%。在医药零售领域，截至 2020 年 6 月 30 日，国大药房总门店数 5838 家，其中直营 4516 家，加盟 1322 家。国大药房业绩在疫情期间呈现稳步增长态势，处方外流等政策为零售药房带来收入增量。各业态稳步发展，其中直营常规销售收入 51.00 亿，同比增长 32.78%；DTP 销售收入 9.72 亿，同比增长 19.34%；OTO 销售收入 1.15 亿，同比增长 233.53%；加盟业务销售收入 6.34 亿，同比增长 14.13%。

盈利能力及三项费用率整体稳定

2020 年前三季度公司销售毛利率为 11.51%，同比提升 0.69 个 pp，销售净利率为 2.85%，同比下降 0.05pp。报告期内，公司销售费用率、管理费用率、财务费用率分别为 6.41% (+0.63 个 pp)、1.61% (+0.1 个 pp)、0.20% (-0.18 个 pp)。

投资评级

分销业务位居两广地区前茅，未来有望进一步提升市场份额。预计 2020-2022 年公司利润为 14.69/17.26/20.19 亿元，对应 EPS 为 3.43/4.03/4.72 元/股，维持“买入”评级。

风险提示：药品降价风险，政策风险，市场竞争加剧，医药零售市场的开拓不及预期，公司并购整合不及预期，新冠疫情的不确定性等

财务数据和估值	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	43,122.39	52,045.76	61,414.00	72,468.52	85,512.86
增长率(%)	4.50	20.69	18.00	18.00	18.00
EBITDA(百万元)	1,864.54	2,105.41	2,170.72	2,442.85	2,847.80
净利润(百万元)	1,210.74	1,271.29	1,469.15	1,726.46	2,019.11
增长率(%)	14.46	5.00	15.56	17.51	16.95
EPS(元/股)	2.83	2.97	3.43	4.03	4.72
市盈率(P/E)	17.37	16.55	14.32	12.18	10.42
市净率(P/B)	1.81	1.64	1.50	1.36	1.23
市销率(P/S)	0.49	0.40	0.34	0.29	0.25
EV/EBITDA	7.41	5.84	8.24	3.86	5.72

资料来源：wind，天风证券研究所

投资评级

行业	医药生物/医药商业
6 个月评级	买入（维持评级）
当前价格	49.13 元
目标价格	元

基本数据

A 股总股本(百万股)	373.24
流通 A 股股本(百万股)	367.73
A 股总市值(百万元)	18,337.40
流通 A 股市值(百万元)	18,066.75
每股净资产(元)	31.66
资产负债率(%)	60.97
一年内最高/最低(元)	57.98/37.95

作者

郑薇 分析师
SAC 执业证书编号：S1110517110003
zhengwei@tfzq.com

股价走势



资料来源：贝格数据

相关报告

- 《国药一致-年报点评报告:2019 年经营规模进一步提升，医药零售可圈可点》2020-04-22
- 《国药一致-半年报点评:营收规模进一步提升，现金流情况逐步好转》2019-08-24
- 《国药一致-年报点评报告:分销业务转型创新，零售板块表现可圈可点》2019-04-25

财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
货币资金	8,089.78	8,882.33	4,913.12	13,359.24	6,841.03
应收票据及应收账款	10,694.17	11,411.28	15,732.24	12,262.72	20,771.34
预付账款	583.48	384.88	989.40	622.97	1,179.75
存货	4,389.34	4,947.42	6,517.76	6,948.06	9,001.16
其他	738.84	1,026.53	1,384.07	1,039.00	1,726.34
流动资产合计	24,495.62	26,652.45	29,536.59	34,232.00	39,519.62
长期股权投资	1,880.39	2,105.11	2,105.11	2,105.11	2,105.11
固定资产	607.93	612.60	617.00	636.06	650.90
在建工程	36.41	31.58	54.95	80.97	78.58
无形资产	319.21	319.95	289.68	259.42	229.16
其他	1,590.74	3,798.91	2,290.00	2,418.51	2,602.30
非流动资产合计	4,434.68	6,868.15	5,356.75	5,500.08	5,666.05
资产总计	28,930.30	33,520.61	34,893.34	39,732.08	45,185.67
短期借款	2,597.65	1,453.02	950.00	930.00	900.00
应付票据及应付账款	9,885.29	12,109.80	14,436.28	16,828.17	19,843.69
其他	2,275.03	3,167.63	2,898.61	3,738.85	3,883.85
流动负债合计	14,757.97	16,730.45	18,284.89	21,497.02	24,627.54
长期借款	31.60	0.00	35.00	33.00	30.00
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	234.95	1,430.32	604.86	735.38	926.86
非流动负债合计	266.55	1,430.32	639.86	768.38	956.86
负债合计	15,024.52	18,160.77	18,924.75	22,265.40	25,584.40
少数股东权益	2,287.34	2,553.43	2,726.58	2,955.12	3,235.00
股本	428.13	428.13	428.13	428.13	428.13
资本公积	4,320.98	4,363.01	4,363.01	4,363.01	4,363.01
留存收益	11,190.31	12,332.37	13,573.84	15,013.43	16,680.42
其他	(4,320.98)	(4,317.09)	(4,363.01)	(4,363.01)	(4,363.01)
股东权益合计	13,905.78	15,359.84	16,728.54	18,396.68	20,343.54
负债和股东权益总计	28,930.30	33,520.61	34,893.34	39,732.08	45,185.67

现金流量表(百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
净利润	1,348.43	1,484.22	1,469.15	1,726.46	2,019.11
折旧摊销	206.11	244.44	62.49	65.19	67.81
财务费用	143.12	207.21	(4.30)	(137.91)	(155.23)
投资损失	(319.90)	(246.19)	(246.00)	(180.00)	(180.00)
营运资金变动	198.74	(1,509.83)	(3,680.26)	6,916.57	(8,739.50)
其它	(253.90)	1,820.49	4,698.92	232.42	286.23
经营活动现金流	1,322.61	2,000.35	2,300.00	8,622.74	(6,701.58)
资本支出	431.34	(723.07)	850.46	(48.52)	(127.81)
长期投资	229.77	224.72	0.00	0.00	0.00
其他	(883.58)	257.90	(664.46)	148.52	257.81
投资活动现金流	(222.46)	(240.45)	186.00	100.00	130.00
债权融资	2,635.11	2,054.45	394.29	270.51	527.13
股权融资	1,035.18	(23.55)	(33.13)	146.39	163.72
其他	(811.51)	(3,000.07)	(2,299.72)	(693.51)	(637.48)
筹资活动现金流	2,858.78	(969.17)	(1,938.56)	(276.61)	53.36
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
现金净增加额	3,958.93	790.74	547.44	8,446.12	(6,518.21)

资料来源：公司公告，天风证券研究所

利润表(百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入	43,122.39	52,045.76	61,414.00	72,468.52	85,512.86
营业成本	38,024.11	46,292.41	54,658.46	64,496.98	76,106.44
营业税金及附加	121.01	136.29	171.96	202.91	239.44
营业费用	2,762.79	3,055.40	3,739.67	4,411.90	5,200.28
管理费用	783.34	842.01	982.62	1,159.50	1,368.21
研发费用	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
财务费用	112.86	119.97	(4.30)	(137.91)	(155.23)
资产减值损失	2.74	(3.11)	(0.94)	(0.44)	(1.50)
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	319.90	246.19	246.00	180.00	180.00
其他	(675.35)	(478.95)	(492.00)	(360.00)	(360.00)
营业利润	1,670.98	1,835.55	2,112.54	2,515.57	2,935.22
营业外收入	12.72	25.59	28.85	22.38	25.61
营业外支出	4.76	4.48	6.17	5.14	5.26
利润总额	1,678.93	1,856.66	2,135.21	2,532.82	2,955.57
所得税	330.50	372.44	483.80	573.94	650.23
净利润	1,348.43	1,484.22	1,651.42	1,958.88	2,305.34
少数股东损益	137.69	212.93	182.27	232.42	286.23
归属于母公司净利润	1,210.74	1,271.29	1,469.15	1,726.46	2,019.11
每股收益(元)	2.83	2.97	3.43	4.03	4.72

主要财务比率	2018	2019	2020E	2021E	2022E
成长能力					
营业收入	4.50%	20.69%	18.00%	18.00%	18.00%
营业利润	14.15%	9.85%	15.09%	19.08%	16.68%
归属于母公司净利润	14.46%	5.00%	15.56%	17.51%	16.95%
获利能力					
毛利率	11.82%	11.05%	11.00%	11.00%	11.00%
净利率	2.81%	2.44%	2.39%	2.38%	2.36%
ROE	10.42%	9.93%	10.49%	11.18%	11.80%
ROIC	21.41%	20.32%	28.72%	16.93%	56.56%
偿债能力					
资产负债率	51.93%	54.18%	52.06%	53.70%	54.98%
净负债率	-39.23%	-44.45%	-27.01%	-71.15%	-31.04%
流动比率	1.66	1.59	1.69	1.66	1.65
速动比率	1.36	1.30	1.31	1.33	1.28
营运能力					
应收账款周转率	4.36	4.71	4.53	5.18	5.18
存货周转率	10.55	11.15	10.71	10.76	10.72
总资产周转率	1.68	1.67	1.80	1.94	2.01
每股指标(元)					
每股收益	2.83	2.97	3.43	4.03	4.72
每股经营现金流	3.09	4.67	-5.18	20.14	-15.65
每股净资产	27.14	29.91	32.71	36.07	39.96
估值比率					
市盈率	17.37	16.55	14.32	12.18	10.42
市净率	1.81	1.64	1.50	1.36	1.23
EV/EBITDA	7.41	5.84	8.24	3.86	5.72
EV/EBIT	7.90	6.24	8.49	3.96	5.86

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	武汉	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号	湖北武汉市武昌区中南路 99 号保利广场 A 座 37 楼	上海市浦东新区兰花路 333 号 333 世纪大厦 20 楼	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼
邮编：100031	邮编：430071	邮编：201204	邮编：518000
邮箱：research@tfzq.com	电话：(8627)-87618889	电话：(8621)-68815388	电话：(86755)-23915663
	传真：(8627)-87618863	传真：(8621)-68812910	传真：(86755)-82571995
	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com