

2019年04月15日

王睿哲

C0062@capital.com.tw

目标价 A股 54元/B股 34港元

公司基本信息

產業別	医药生物		
A股价(2019/4/24)	47.58		
深证成指(2019/4/24)	10236.27		
股價12個月高/低	55.93/37.79		
總發行股數(百萬)	428.13		
A股數(百萬)	307.74		
A市值(億元)	146.42		
主要股東	国药控股股份有限公司(56.06%)		
每股淨值(元)	27.84		
股價/賬面淨值	1.71		
	一个月	三个月	一年
股价涨跌(%)	-2.5	21.5	-12.7

近期評等

出刊日期	前日收盘	評等
2018-10-29	45.08	买入
2018-08-23	44.5	买入

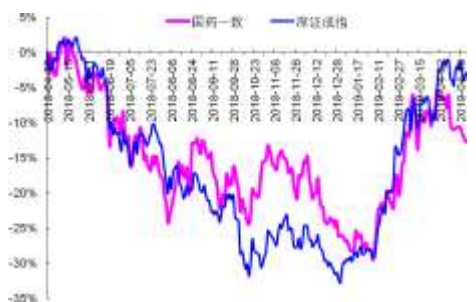
产品组合

医药商业	75.74%
医药零售	24.15%

机构投资者占流通A股比例

基金	13.6%
一般法人	61.3%

股价相对大盘走势



国药一致(000028.SZ/200028.SZ)

Buy 买入

2018年及2019Q1业绩符合预期, 季度营收增速恢复, 国大药房净利率再提升

结论与建议:

- 公司业绩:** 公司发布2018年报及2019Q1报, 公司2018年实现营收431.2亿元, yoy+4.5%, 录得净利润12.1亿元, yoy+14.5% (扣非增13.6%), EPS为2.8元, 公司业绩增长符合预期。其中2018Q4单季度实现营收113.6亿元, YOY+13.8%, 录得净利润2.8亿元, YOY+11.4% (扣非增10.7%)。2019Q1则实现营收118.8亿元, YOY+15.8%, 录得净利3.0亿元, YOY+2.5% (扣非增4.4%), 符合预期。其中净利增速回落较大主要是2018年6月底WBA股权交割后少数股东权益比例增加所致, 随着下半年基期因素消失, 公司净利增速有望恢复。公司2108年分红预案为每10股份分红4元(含税)。
- 营收结构优化, 季度营收增速回升:** 公司近两年增长受两票制、GPO和品种降价等因素的压制, 但公司调整业务结构聚焦直销、医疗器械耗材、零售诊疗和基层医疗四大方向, 现已有所成效: 2018年零售直销同比增长34%、器械耗材同比增长29%、零售诊疗同比增长49%、基层医疗同比增长17%。从季度的增速来看, 营收增速也已经从2018年Q2和Q3时2%左右增速提升至2018Q4及2019Q1约15%的增速, 恢复较为显著。
- 综合毛利率提升:** 公司2018Q4及2019Q1综合毛利率分别同比提升1和0.1个百分点至12.8%和11.0%, 主要是营收结构的调整使得公司高毛利的直销业务、医疗器械耗材业务以及连锁药店的营收占比增加所致。公司2018Q4及2019Q1销售费用率分别为7.1%和6.0%, 分别增加0.9和0.1个百分点, 也主要是业务结构调整所致; 管理费用率分别为2.1%和1.5%, 分别同比持平 and 下降0.2个百分点, 预计随着管理增强及营收规模的增加, 管理费用率将可继续下降。财务费用率分别为0.3%和0.3%, 均同比持平。
- 国大药房净利率再提升:** 2018年国大药房共实现营收108.8亿元, YOY+8.5%, 营收端增长稳健, 但从净利端来看, 改善仍在继续: 2018年录得净利润3.0亿元, YOY+15.1%, 净利率同比再提升0.2个百分点至2.8%, 参考上市连锁药房6%左右的净利率, 还有较大改善空间。而国大药房作为全国最大的连锁药房具有较为明显的规模优势, 通过与沃博联合作引入国际先进的管理理念、信息技术、产品供应链管理等将会逐步释放释放国大药房的净利率提升空间。另外, 通过沃博联增资获得国大药房40%的股份后, 公司账面资金充裕, 将利于公司兼并收购策略的实行, 我们看好国大药房内生+外延对公司业绩的推动。
- 盈利预计及投资建议:** 我们预计公司2019、2020年分别实现净利润13.8亿元、15.8亿元, 分别YOY+113.8%/+14.9%, EPS分别为3.2元、3.7元, 对应A股PE分别为15倍/13倍, 对应B股PE分别为8倍/7倍。公司作为全国的零售龙头和两广区域的分销龙头, 在未来行业集中度提升以及医药分家的行业趋势下将会持续受益, 我们看好公司的长远发展, 而目前公司A/B股估值均处于历史较低水平, 均继续给予“买入”的投资建议。
- 风险提示:** 分销恢复不及预期; 国大药房净利率提升不及预期

年度截止 12 月 31 日		2016	2017	2018	2019E	2019E
纯利 (Net profit)	RMB 百万元	1187	1058	1211	1378	1584
同比增减	%	55.86	-10.86	14.46	13.83	14.91
每股盈余 (EPS)	RMB 元	2.80	2.47	2.83	3.22	3.70
同比增减	%	33.33	-11.79	14.57	13.75	14.91
A 市盈率(P/E)	X	16.99	19.26	16.81	14.78	12.86
B 市盈率(P/E)	X	8.80	9.98	8.71	7.65	6.66
股利 (DPS)	RMB 元	0.33	0.30	0.40	0.45	0.52
股息率 (Yield)	%	0.69	0.63	0.84	0.95	1.09

预期报酬(Expected Return; ER)为准, 说明如下:

强力买入 Strong Buy ( $ER \geq 30\%$ ); 买入 Buy ( $30\% > ER \geq 10\%$ )

中性 Neutral ( $10\% > ER > -10\%$ )

卖出 Sell ( $-30\% < ER \leq -10\%$ ); 强力卖出 Strong Sell ( $ER \leq -30\%$ )

## 附一：合并损益表

人民币百万元	2016	2017	2018	2019E	2020E
营业收入	41248	41264	43122	45635	48787
经营成本	36648	36820	38024	40101	42689
营业税金及附加	124	120	121	132	146
销售费用	2198	2306	2763	2886	3108
管理费用	860	736	783	769	810
财务费用	102	110	113	115	122
资产减值损失	-9	-2	3	1	3
投资收益	223	265	320	342	360
营业利润	1548	1464	1671	1970	2270
营业外收入	59	11	13	15	15
营业外支出	7	9	5	9	9
利润总额	1600	1466	1679	1975	2276
所得税	318	309	330	391	455
少数股东损益	95	99	138	206	237
归母净利润	1187	1058	1211	1378	1584

## 附二：合并资产负债表

人民币百万元	2016	2017	2018	2019E	2020E
货币资金	3520	4192	8090	9546	11264
存货净额	7654	7589	9337	9430	9525
应收帐款净额	4049	3782	4389	4170	3961
流动资产合计	17685	18321	24496	25720	27006
长期投资净额	1413	1651	1880	2219	2618
固定资产合计	487	552	608	693	790
无形资产及其他资产合计	47	23	36	27	20
资产总计	3628	4023	4435	5100	5865
流动负债合计	21313	22344	28930	30820	32871
长期负债合计	12136	12130	14758	17710	21251
负债合计	263	286	267	277	288
少数股东权益	12399	12416	15025	17987	21540
股东权益合计	464	531	2287	7548	32457
负债和股东权益总计	8450	9397	11618	5285	-21126

## 附三：合并现金流量表

(人民币百万元)	2016	2017	2018	2019E	2020E
经营活动所得现金净额	1473	1285	1323	1,455	1,600
投资活动所用现金净额	-9	-286	-222	-350	-350
融资活动所得现金净额	-476	-477	2859	-500	-500
现金及现金等价物净增加额	987	523	3959	605	750

1

此份报告由群益证券(香港)有限公司编写，群益证券(香港)有限公司的投资和由群益证券(香港)有限公司提供的投资服务不是个人客户而设。此份报告不能复制或再分发或印刷报告之全部或部份内容以作任何用途。群益证券(香港)有限公司相信用以编写此份报告之资料可靠，但此报告之资料没有被独立核实审计。群益证券(香港)有限公司，及其分公司及其联营公司或许在阁下收到此份报告前使用或根据此份报告之资料或研究推荐作出任何行动。群益证券(香港)有限公司及其任何一位董事或其代表或雇员不会对使用此份报告后招致之任何损失负任何责任。此份报告内容之资料可能会在没有事前通知前变更。群益证券(香港)有限公司及其任何一位董事或其代表或雇员或会对此份报告内描述之证i @持意见或立场，或买入，沽出或提供销售或出价此份报告内描述之证券。群益证券(香港)有限公司及其分公司及其联营公司可能以其户口，或代他人之户口买卖此份报告内描述之证i @。此份报告不是用作推销或促使客人交易此报告内所提及之证券。