

## 国药一致(000028)/

## Q2 业绩恢复良好, 零售板块实现高增长

**评级: 买入(维持)**

市场价格: 54.64

分析师: 江琦

执业证书编号: S0740517010002

电话: 021-20315150

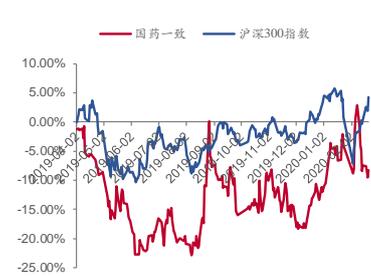
Email: jiangqi@r.qlzq.com.cn

联系人: 孙宇瑶

Email: sunyy@r.qlzq.com.cn

**基本状况**

总股本(百万股)	428
流通股本(百万股)	368
市价(元)	54.64
市值(亿元)	215
流通市值(亿元)	201

**股价与行业-市场走势对比**

**相关报告**

- 1 国药一致(000028)-季报点评: Q1 短期承压, 全年有望稳健增长
- 2 国药一致(000028)-年报点评: 分销表现亮眼, 零售可圈可点
- 3 国药一致(000028)-公司点评: 收入保持高增长, 药房业务表现良好-买入-(中泰证券\_江琦\_王超)20191024

**公司盈利预测及估值**

指标	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	43122.39	52045.76	57486.59	63944.83	71151.72
增长率 yoy%	4.51%	20.69%	10.45%	11.23%	11.27%
净利润	1210.74	1271.29	1323.51	1507.44	1706.10
增长率 yoy%	14.46%	5.00%	4.11%	13.90%	13.18%
每股收益(元)	2.83	2.97	3.09	3.52	3.99
每股现金流量	3.44	3.00	2.53	1.67	2.07
净资产收益率	10.42%	9.93%	9.39%	9.74%	10.01%
P/E	14.52	13.82	13.28	11.66	10.30
PEG	3.22	0.67	1.27	1.04	0.91
P/B	1.51	1.37	1.25	1.14	1.03

备注: 数据截止 2020.8.28

**投资要点**

- **事件: 公司发布 2020 年半年报, 报告期内公司实现营业收入 271.7 亿元, 同比增长 6.14%, 实现归母净利润 6.43 亿元, 同比下降 0.88%, 扣非净利润 6.27 亿元, 同比下降 1.98%。**
- **点评: Q2 业绩恢复良好, 零售板块表现突出。**公司 2020 年 Q1/Q2 分别实现营业收入 128.24/143.46 亿元, 同比增长 6.23%/6.05%, 分别实现归母净利润 2.49/3.95 亿元, 同比-16.91%/12.85%。主要系新冠肺炎疫情影响, 分销业务受到一定影响, 上半年实现营业收入 189.82 亿 (-2.54%), 实现净利润 4.05 亿 (+0.38%)。随着国内疫情平息, 医疗需求逐渐复苏, 公司作为两广医药批发和全国医药零售龙头, 分销板块全年有望实现稳健增长。2020H1 国大药房实现营收 86.13 亿 (+32.94%), 归母净利润 1.8 亿 (+21.96%), 表现亮眼。此外, 公司对联营企业累计投资收益 1.34 亿元, 同比减少 21.01%。
- **费用端基本保持平稳, 营运效率略有下降。**报告期内公司毛利率 11.77%, 较去年同期上升 0.62pp, 主要是由于毛利更高的零售业务收入占比从 2019H1 的 24.52% 提高至 2020H1 的 28.99%。销售费用率 6.36%, 同比上升 0.48pp; 管理费用率 1.63%, 同比上升 0.13pp; 财务费用率 0.24%, 同比下降 0.17pp, 与上年同期相比整体稳定, 略有上升。营运效率方面, 公司存货周转天数 38.64, 同比上升 2.34 天; 应收账款周转天数 81.19, 同比上升 12.18 天, 主要系受新冠肺炎疫情及市场环境的影响, 应收账款回笼受到影响, 以及新并入公司带来期末应收账款增加。短期运营效率略有下降, 全年有望改善。
- **零售板块有望保持高增长, 带动全年实现稳健增长。**1) **分销业务:** 2020H1, 医院直销销售收入 115.16 亿 (-7.6%); 基层医疗 9.74 亿 (-8.1%); 零售直销 34.12 亿 (+17.0%); 零售诊疗 7.70 亿 (+24.4%); 器械耗材 21.79 亿 (+40.4%)。2020 年药品集中采购将在全国范围内全面推广, 公司两广医药批发龙头地位稳固, 集采有望进一步推动行业集中度提高。且从已执行 4+7 集采结果看对医药批发龙头的负面影响相对可控, 医保预付制也有望明显改善现金流。2) **零售业务:** 截止年中, 国大药房总门店数达 5838 家 (直营 4516 家、加盟 1322 家), 上半年直营常规销售 51 亿 (+32.78%)、DTP 9.72 亿 (+19.34%)、OTO 1.15 亿 (+244.5%)、加盟业务 6.34 亿 (+14.13%)。报告期内公司摘牌收购成大方圆, 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, 国大药房有望凭借

此次收购继续深入零售网络全国布局。

- **盈利预测和投资建议：**我们预测 2020-2022 年公司收入分别为 574.87 亿元、639.45 亿元和 711.52 亿元，同比分别增长 10.45%、11.23%和 11.27%；归母净利润分别为 13.2 亿元、15.1 亿元和 17.1 亿元，同比分别上升 4.11%、13.90%和 13.18%；对应 EPS 分别为 3.09 元、3.52 元和 3.99 元，**维持公司买入评级。**
- **风险提示事件：**国大药房经营经营不达预期，带量采购的冲击超预期，投资收益部分不达预期。

图表 1: 国药一致分季度财务数据 (单位: 百万)

	2018-1Q	2018-2Q	2018-3Q	2018-4Q	2019-1Q	2019-2Q	2019-3Q	2019-4Q	2020-1Q	2020-2Q
营业收入	10,256.6	10,522.6	10,987.5	11,355.7	11,879.3	13,348.8	13,647.8	13,169.8	12,824.2	14,345.7
营收同比增长	0.3%	2.1%	2.2%	13.7%	15.8%	26.9%	24.2%	16.0%	6.2%	6.1%
营收环比增长	2.7%	2.6%	4.4%	3.4%	4.6%	12.4%	2.2%	-3.5%	-2.6%	11.9%
营业成本	9,138.3	9,229.3	9,749.9	9,906.6	10,577.4	11,838.1	12,253.5	11,623.4	11,371.0	12,600.1
毛利	1,118.3	1,293.3	1,237.7	1,449.1	1,301.9	1,510.7	1,394.3	1,546.4	1,453.2	1,745.7
营业费用	606.9	666.7	682.7	806.5	715.8	767.6	763.2	808.8	844.6	884.1
管理费用	169.5	182.3	188.7	242.8	178.0	199.3	208.3	256.5	214.8	228.5
财务费用	22.3	35.3	20.7	34.6	31.1	73.0	43.8	-27.9	29.0	36.3
营业利润	382.1	468.0	396.1	424.9	424.8	533.5	437.4	439.8	372.8	641.3
利润总额	382.8	470.9	397.2	427.9	426.3	534.0	439.9	456.4	372.9	643.4
所得税	70.0	94.5	76.0	90.0	81.7	110.5	80.6	99.6	77.8	132.3
归母净利润	292.7	349.0	285.2	283.8	300.1	350.7	311.3	309.1	248.8	394.7
同比增速	7.4%	23.1%	15.5%	11.4%	2.5%	0.5%	9.1%	8.9%	-16.9%	12.9%
经营性现金流	-864.7	1,090.1	338.6	758.6	-759.4	1,923.1	-90.8	927.4	-688.3	2,126.5
毛利率	10.90%	12.29%	11.26%	12.76%	10.96%	11.32%	10.22%	11.74%	11.33%	12.17%
销售费用率	5.92%	6.34%	6.21%	7.10%	6.03%	5.75%	5.59%	6.14%	6.59%	6.16%
管理费用率	1.65%	1.73%	1.72%	2.14%	1.50%	1.49%	1.53%	1.95%	1.68%	1.59%
财务费用率	0.22%	0.34%	0.19%	0.30%	0.26%	0.55%	0.32%	-0.21%	0.23%	0.25%

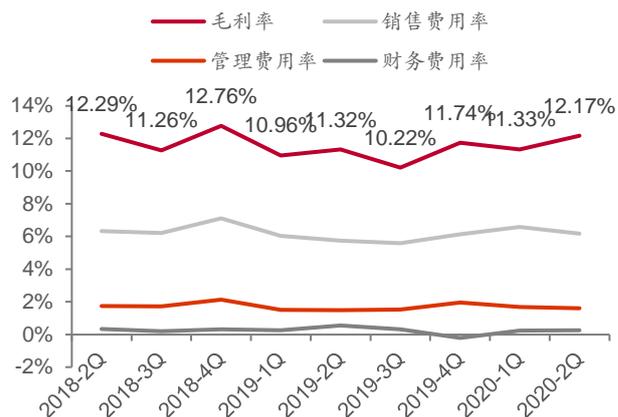
来源: wind, 中泰证券研究所

图表 2: 国药一致分季度营业收入变化 (百万)



来源: wind, 中泰证券研究所

图表 3: 国药一致分季度盈利能力指标变化



来源: wind, 中泰证券研究所

图表 4: 国药一致财务预测模型

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2019	2020E	2021E	2022E	会计年度	2019	2020E	2021E	2022E
<b>流动资产</b>	26652	35152	38579	42188	<b>营业收入</b>	52046	57487	63945	71152
现金	8882	15493	16925	18079	营业成本	46292	50821	56475	62557
应收账款	10618	11440	12725	14159	营业税金及附加	136	160	175	193
其他应收款	478	563	627	697	营业费用	3055	3737	4348	5123
预付账款	385	601	569	685	管理费用	842	1058	1215	1323
存货	4947	5650	6157	6887	财务费用	120	49	-225	-252
其他流动资产	1342	1405	1577	1680	资产减值损失	-3	-3	-3	-3
<b>非流动资产</b>	6868	5789	6599	7392	公允价值变动收益	0	0	0	0
长期投资	2105	2105	2105	2105	投资净收益	246	260	280	350
固定资产	613	765	984	1154	<b>营业利润</b>	1836	1966	2283	2603
无形资产	320	290	260	230	营业外收入	26	17	18	20
其他非流动资产	3830	2629	3249	3903	营业外支出	4	14	34	34
<b>资产总计</b>	33521	40941	45178	49580	<b>利润总额</b>	1857	1969	2267	2590
<b>流动负债</b>	16730	23395	25818	28121	所得税	372	399	454	521
短期借款	1453	2000	2000	2000	<b>净利润</b>	1484	1570	1814	2069
应付账款	6554	12705	14119	15639	少数股东损益	213	246	306	363
其他流动负债	8723	8690	9699	10482	<b>归属母公司净利润</b>	1271	1324	1507	1706
<b>非流动负债</b>	1430	647	775	949	EBITDA	2200	2255	2353	2702
长期借款	0	0	0	0	EPS (元)	2.97	3.09	3.52	3.99
其他非流动负债	1430	647	775	949					
<b>负债合计</b>	18161	24042	26593	29070	<b>主要财务比率</b>				
少数股东权益	2553	2800	3106	3468	<b>会计年度</b>	<b>2019</b>	<b>2020E</b>	<b>2021E</b>	<b>2022E</b>
股本	428	428	428	428	<b>成长能力</b>				
资本公积	4363	4363	4363	4363	营业收入	20.7%	10.5%	11.2%	11.3%
留存收益	7969	9293	10668	12223	营业利润	9.8%	7.1%	16.1%	14.0%
归属母公司股东权益	12806	14099	15479	17042	归属于母公司净利润	5.0%	4.1%	13.9%	13.2%
<b>负债和股东权益</b>	33521	40941	45178	49580	<b>获利能力</b>				
					毛利率(%)	11.1%	11.6%	11.7%	12.1%
					净利率(%)	2.4%	2.3%	2.4%	2.4%
					ROE(%)	9.9%	9.4%	9.7%	10.0%
					ROIC(%)	27.4%	109.4%	97.8%	85.5%
					<b>偿债能力</b>				
					资产负债率(%)	54.2%	58.7%	58.9%	58.6%
					净负债比率(%)	11.31%	9.58%	9.22%	8.18%
					流动比率	1.59	1.50	1.49	1.50
					速动比率	1.30	1.26	1.26	1.25
					<b>营运能力</b>				
					总资产周转率	1.67	1.54	1.49	1.50
					应收账款周转率	5	5	5	5
					应付账款周转率	7.11	5.28	4.21	4.20
					<b>每股指标(元)</b>				
					每股收益(最新摊薄)	2.97	3.09	3.52	3.99
					每股经营现金流(最新摊薄)	4.67	15.89	4.21	3.89
					每股净资产(最新摊薄)	29.91	32.93	36.16	39.81
					<b>估值比率</b>				
					P/E	13.82	13.28	11.66	10.30
					P/B	1.37	1.25	1.14	1.03
					EV/EBITDA	5	5	5	4

来源: 中泰证券研究所

**投资评级说明:**

	评级	说明
股票评级	买入	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 15%以上
	增持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
	持有	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在-10%~+5%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数跌幅在 10%以上
行业评级	增持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在 10%以上
	中性	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数跌幅在 10%以上

备注: 评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价 (或行业指数) 相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准; 新三板市场以三板成指 (针对协议转让标的) 或三板做市指数 (针对做市转让标的) 为基准; 香港市场以摩根士丹利中国指数为基准, 美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准 (另有说明的除外)。

**重要声明:**

中泰证券股份有限公司 (以下简称“本公司”) 具有中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料, 反映了作者的研究观点, 力求独立、客观和公正, 结论不受任何第三方的授意或影响。但本公司及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证, 且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断, 可能会随时调整。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改, 投资者应当自行关注相应的更新或修改。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用, 不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议, 本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户, 不构成客户私人咨询建议。

市场有风险, 投资需谨慎。在任何情况下, 本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

投资者应注意, 在法律允许的情况下, 本公司及其本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易, 并可能为这些公司正在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。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“中泰证券股份有限公司”所有。未经事先本公司书面授权, 任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发, 需注明出处为“中泰证券研究所”, 且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。