

## 牵手京东战略合作, 打开市值想象空间

- **事件:** 公司公告称, 与北京京东世纪贸易有限公司于2015年5月15日签订了《战略合作框架协议》, 将建立起在战略、资本、业务等三个层面的全面战略合作伙伴关系。
- **业务合作领域主要为电子商务与移动医疗。** 1) 共同打造处方药的线上销售平台及线下配送网络。公司将与京东独家分享处方药电子商务业务相关的数据与资源, 同时独家拥有在京东电子商务平台销售处方药药品的权利, 与上药云健康独家分享与处方药电子商务销售相关的数据和资源; 2) 拟与京东共同增资上药云健康, 公司以上海医药众协药业有限公司 100% 股权增资上药云健康, 而京东将以现金以及相关资源作价增资。其目标是打造医药电子商务和移动医疗的生态系统, 将其塑造成全国范围内的行业领导者。
- **医药全国流通龙头, 线下资源丰富。** 公司医药流通业务为分销与零售两部分, 主要是集中在华东、华北、华南区域, 目前在不断向中西部区域拓展。1) 分销业务覆盖医院约 1.5 万家左右, 不包括疾病预防控制中心(CDC) 377 家。其中对三级医院覆盖数量 938 家, 约占全国三级医院比例 49%。分销过程中的产品较多, 公司继续扩大和丰富产品线, 新引进 9192 个品种, 其中进口合资 1624 个, 国产 7568 个。我们认为丰富的医院资源是公司核心竞争力, 可为后续拟开展的移动医疗提供流量入口; 2) 在分销领域中, 公司的高端药直送业务(DTP) 发展较快, 目前已经覆盖 22 个城市, 共有 26 家 DTP 定点药店。2014 年该块业务收入约为 23 亿元(+30%), 我们认为公司的高端药直送业务为其亮点, 行业壁垒高, 且处于市场领先地位。本次与京东合作, 在处方药网售政策或放开的背景下, DTP 业务有望爆发增长; 3) 公司拥有下属品牌连锁零售药房 1895 家, 其中直营店 1193 家。目前线下药店主要是和“平安好医生”合作, 后者负责线上购买, 而零售药店负责配送和用药咨询。本次与京东合作, 将有效提升公司在药品配送领域的能力。
- **业绩预测与估值:** 我们预测公司 2015-2017 年 EPS 分别为 1.11 元、1.27 元、1.43 元, 对应市盈率分别为 28 倍、25 倍、22 倍。公司在医药工业领域收入增长稳定, 生产线 FDA 认证有望扩大出口份额。商业领域看点较多, 本次与京东签订战略协议拟发展药品电商与移动医疗, 将再度打开想象空间。公司为工业、商业俱佳性企业, 市值或超千亿, 首次覆盖给予“买入”评级。
- **风险提示:** 战略合作进展或低于预期、高端配送业务增长或低于预期。

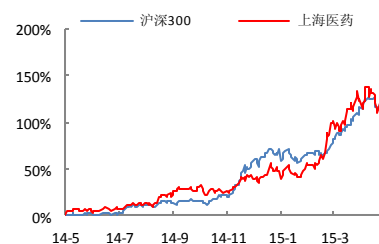
指标年度	2014A	2015E	2016E	2017E
营业收入(百万元)	92398.89	105964.53	120855.58	137743.70
增长率	18.12%	14.68%	14.05%	13.97%
归属母公司净利润(百万元)	2612.65	2980.20	3405.98	3833.98
增长率	16.51%	14.07%	14.29%	12.57%
每股收益 EPS(元)	0.97	1.11	1.27	1.43
净资产收益率 ROE	9.62%	10.43%	10.86%	11.17%
PE	32	28	25	22
PB	2.68	2.47	2.26	2.07

数据来源: Wind, 西南证券

### 西南证券研究发展中心

分析师: 朱国广  
执业证号: S1250513070001  
电话: 021-50755297  
邮箱: zhugg@swsc.com.cn  
  
联系人: 何治力  
电话: 023-67898264  
邮箱: hzli@swsc.com.cn

### 相对指数表现



数据来源: 西南证券

### 基础数据

总股本(亿股)	26.89
流通 A 股(亿股)	19.23
52 周内股价区间(元)	11.4-31.59
总市值(亿元)	834.91
总资产(亿元)	673.28
每股净资产(元)	10.62

### 相关研究

附表：财务预测与估值

利润表（百万元）	2014A	2015E	2016E	2017E	现金流量表（百万元）	2014A	2015E	2016E	2017E
营业收入	92398.89	105964.53	120855.58	137743.70	净利润	3013.28	3523.35	4004.35	4501.24
营业成本	80994.12	92981.45	106107.69	120864.80	折旧与摊销	646.64	541.43	553.65	560.48
营业税金及附加	229.27	262.93	299.88	341.78	财务费用	436.30	224.47	91.98	91.44
销售费用	4826.37	5534.95	6312.77	7194.91	资产减值损失	283.90	163.43	197.10	220.80
管理费用	2954.78	3388.59	3864.79	4404.84	经营营运资本变动	-3572.94	-1007.91	-2583.89	-2671.92
财务费用	436.30	224.47	91.98	91.44	其他	528.49	-599.76	-556.08	-560.49
资产减值损失	283.90	163.43	197.10	220.80	<b>经营活动现金流净额</b>	<b>1335.67</b>	<b>2845.01</b>	<b>1707.11</b>	<b>2141.55</b>
投资收益	595.23	650.00	650.00	650.00	资本支出	-1257.61	-30.00	-30.00	-30.00
公允价值变动损益	0.17	0.17	0.17	0.17	其他	-586.96	246.48	251.60	250.06
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	<b>投资活动现金流净额</b>	<b>-1844.57</b>	<b>216.48</b>	<b>221.60</b>	<b>220.06</b>
<b>营业利润</b>	<b>3269.54</b>	<b>4058.87</b>	<b>4631.53</b>	<b>5275.29</b>	短期借款	2034.43	-5120.03	283.48	142.52
其他非经营损益	530.19	415.64	453.82	441.09	长期借款	-19.79	0.00	0.00	0.00
<b>利润总额</b>	<b>3799.73</b>	<b>4474.51</b>	<b>5085.35</b>	<b>5716.38</b>	股权融资	-21.72	0.00	0.00	0.00
所得税	807.72	951.16	1081.00	1215.14	支付股利	-699.12	-814.36	-928.92	-1061.64
净利润	2992.01	3523.35	4004.35	4501.24	其他	-2242.62	-258.00	-91.98	-91.44
少数股东损益	400.63	543.15	598.37	667.26	<b>筹资活动现金流净额</b>	<b>-948.81</b>	<b>-6192.39</b>	<b>-737.43</b>	<b>-1010.56</b>
归属母公司股东净利润	2612.65	2980.20	3405.98	3833.98	<b>现金流量净额</b>	<b>-1454.95</b>	<b>-3130.89</b>	<b>1191.28</b>	<b>1351.05</b>
资产负债表（百万元）	2014A	2015E	2016E	2017E	财务分析指标	2014A	2015E	2016E	2017E
货币资金	11608.05	8477.16	9668.45	11019.50	<b>成长能力</b>				
应收和预付款项	23310.87	25359.85	29293.81	33483.85	销售收入增长率	18.12%	14.68%	14.05%	13.97%
存货	13088.15	15103.32	17261.47	19695.14	营业利润增长率	6.35%	24.14%	14.11%	13.90%
其他流动资产	651.24	734.48	837.63	954.60	净利润增长率	13.91%	17.76%	13.65%	12.41%
长期股权投资	2745.61	3145.61	3545.61	3945.61	EBITDA 增长率	11.35%	10.85%	9.38%	12.32%
投资性房地产	295.48	299.16	297.72	297.83	<b>获利能力</b>				
固定资产和在建工程	4993.36	4630.03	4254.46	3872.08	毛利率	12.34%	12.25%	12.20%	12.25%
无形资产和开发支出	6335.00	6113.46	5985.78	5858.11	三费率	8.89%	8.63%	8.50%	8.49%
其他非流动资产	1312.79	1292.38	1271.96	1251.55	净利率	3.24%	3.33%	3.31%	3.27%
<b>资产总计</b>	<b>64340.56</b>	<b>65155.44</b>	<b>72416.89</b>	<b>80378.27</b>	ROE	9.62%	10.43%	10.86%	11.17%
短期借款	7932.39	2812.36	3095.84	3238.36	ROA	4.66%	4.65%	5.41%	5.53%
应付和预收款项	21979.43	25026.38	28593.46	32595.56	ROIC	10.52%	10.73%	11.08%	11.52%
长期借款	105.41	105.41	105.41	105.41	EBITDA/销售收入	4.71%	4.55%	4.37%	4.30%
其他负债	3224.17	3509.80	3845.27	4222.42	<b>营运能力</b>				
<b>负债合计</b>	<b>33241.41</b>	<b>31453.96</b>	<b>35639.98</b>	<b>40161.75</b>	总资产周转率	1.53	1.64	1.76	1.80
股本	2688.91	2688.91	2688.91	2688.91	固定资产周转率	22.37	24.47	28.85	35.11
资本公积	14152.46	14152.46	14152.46	14152.46	应收账款周转率	5.02	4.87	4.96	4.92
留存收益	10967.97	13133.80	15610.86	18383.20	存货周转率	6.59	6.48	6.46	6.45
归属母公司股东权益	27822.13	29975.17	32452.23	35224.56	销售毛利率/净利率	105.01%	—	—	—
少数股东权益	3277.02	3820.18	4418.55	5085.81	<b>资本结构</b>				
<b>股东权益合计</b>	<b>31099.15</b>	<b>33795.35</b>	<b>36870.77</b>	<b>40310.37</b>	资产负债率	51.66%	48.28%	49.22%	49.97%
负债和股东权益合计	64340.56	65249.30	72416.89	80378.27	带息债务/总负债	24.18%	9.28%	8.98%	8.33%
					流动比率	1.52	1.64	1.66	1.67
					速动比率	1.11	1.14	1.16	1.17
					股利支付率	26.76%	27.33%	27.27%	27.69%
					<b>每股指标</b>				
<b>业绩和估值指标</b>	<b>2014A</b>	<b>2015E</b>	<b>2016E</b>	<b>2017E</b>	每股收益	0.97	1.11	1.27	1.43
EBITDA	4352.48	4824.77	5277.17	5927.21	每股净资产	11.57	12.57	13.71	14.99
PE	31.96	28.02	24.51	21.78	每股经营现金	0.50	1.06	0.63	0.80
PB	2.68	2.47	2.26	2.07	每股股利	0.26	0.30	0.35	0.39
PS	0.90	0.79	0.69	0.61					
EV/EBITDA	17.91	15.74	14.22	12.45					
股息率	0.84%	0.98%	1.11%	1.27%					

数据来源：Wind，西南证券

## 分析师承诺

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，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接获取任何形式的补偿。

## 投资评级说明

公司评级	买入：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 20%以上
	增持：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 10%与 20%之间
	中性：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-10%与 10%之间
	回避：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-10%以下
行业评级	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上
	跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间
	弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数-5%以下

## 重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

本报告仅供本公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本公司或关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，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。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，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。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告版权为西南证券所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

## 西南证券研究发展中心

### 上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路 166 号中国保险大厦一楼北侧

邮编：200120

邮箱：research@swsc.com.cn

### 北京

地址：北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 B 座 16 层

邮编：100033

### 重庆

地址：重庆市江北区桥北苑 8 号西南证券大厦 3 楼

邮编：400023

## 西南证券机构销售团队

### 北京地区

王亚楠

010-57631295

13716334008

wangyanan@swsc.com.cn

陆铂锡

010-57631175

13520109430

lbx@swsc.com.cn

曾毅

010-57631077

15810333856

zengyi@swsc.com.cn

### 上海地区

蒋诗烽（地区销售总监）

021-50755210

18621310081

jsf@swsc.com.cn

罗月江

021-50755210

13632421656

lyj@swsc.com.cn

### 深圳地区

刘娟（地区销售总监）

0755-83288793

18665815531

liuj@swsc.com.cn

张婷

0755-88286971

13530267171

zhangt@swsc.com.cn

易芳

0755-88285458

18610942879

yifang@swsc.com.cn

罗聪

0755-88286972

15219509150

luoc@swsc.com.cn