

业务结构调整效果明显，盈利能力显著提升

投资要点

- **事件:** 公司 2017 年实现营业收入 274 亿元 (+2.8%)、归母净利润 2.4 亿元 (+32.7%)、扣非归母净利润 2.1 亿元 (+12.5%)。
- **收入维持低速增长，盈利能力显著提升。** 1) 公司营业收入中 261 亿元来源于批发业务，收入维持低速增长趋势，主要原因为：①福建等医改试点省份医保控费趋严；②两票制制度初始执行期间商业企业开票模式调整，导致业绩出现短期波动。公司在巩固传统区域业务优势的同时，积极创新基层市场服务模式，深挖以基药配送为主体的终端市场，收入增速或将保持稳定增长。2) 顺应两票制，公司调整业务结构，将分销业务转化为医疗机构销售业务（医疗机构销售业务同比增长约 16%），业态结构变化使得公司毛利率由 2016 年的 5.63% 上升至报告期的 6.11%，我们认为随着效率优化，公司盈利能力尚有较大提升空间。
- **国企改革有序推进，效率提升预期较大。** 公司为国企改革先锋，目前已经完成战略投资者引进。公司非公开发行项目于 2018 年 2 月初完成发行，募资总额近 9.39 亿元。在非公开发行方案中率先引入员工持股方案为国企改革有力尝试，后续发展值得期待：1) 战略投资者对公司积极影响逐渐体现。期间内公司与默沙东开展药店终端的业务合作，同时取得 4 个进口产品的独家进口分销；2) 公司毛利率、净利率水平相对同行业上市公司来说处于低位，尤其是财务费用率高达 1.03%，随着定增资金的到位及激励机制的完善，未来改善预期较大。
- **新业务培育新增长点。** 1) 多模式零售连锁创新业态正有序推进，新开零售门店 29 家。尤其是门诊药房社会化与 DTP 等将为公司打开增量市场空间，目前已与鼓楼医院合作设立鼓楼大药房，医药分开政策导向下有望拓展其它医院；2) 以药事服务为切入点，探索分级诊疗与区域化合理用药平台建设。南京区域中药药事服务取得新进展，服务医疗单位 41 家，年处方数约 20 万张、销售近 4700 万元，同比增幅分别为 10% 和 34%。3) 安徽区域进一步推进医养结合综合示范项目各项工作；南京区域与江苏省中医院合作共建“中医药文化健康宣教基地项目”有序推进；与相关技术方及全国县域人文医院典型代表南京小行医院开展战略合作，共同探索适合中国国情并服务于医改的 PBM 模式。
- **盈利预测与投资建议。** 考虑增发摊薄影响，预计 2018-2020 年 EPS 分别为 0.3 元、0.37 元、0.44 元，对应 PE 分别为 19 倍、15 倍、13 倍，由于公司定增引入员工持股，当前价格相对定增价折价 13%，未来盈利能力改善预期大，维持“买入”评级。
- **风险提示:** 药品降价超预期风险，新业务推进不及预期风险。

指标/年度	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入 (百万元)	27473.45	28977.96	30564.95	32252.88
增长率	2.82%	5.48%	5.48%	5.52%
归属母公司净利润 (百万元)	239.27	308.73	383.93	457.58
增长率	32.73%	29.03%	24.36%	19.18%
每股收益 EPS (元)	0.23	0.30	0.37	0.44
净资产收益率 ROE	9.77%	9.03%	10.09%	10.74%
PE	25	19	15	13
PB	1.85	1.33	1.19	1.06

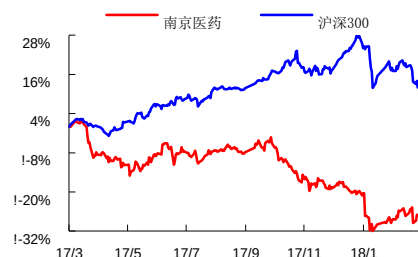
数据来源: Wind, 西南证券

西南证券研究发展中心

分析师: 朱国广
 执业证号: S1250513110001
 电话: 021-68413530
 邮箱: zhugg@swsc.com.cn

分析师: 张肖星
 执业证号: S1250517080003
 电话: 021-68415020
 邮箱: zxxing@swsc.com.cn

相对指数表现



数据来源: 聚源数据

基础数据

总股本(亿股)	10.42
流通 A 股(亿股)	8.97
52 周内股价区间(元)	5.22-7.85
总市值(亿元)	58.96
总资产(亿元)	159.25
每股净资产(元)	3.10

相关研究

1. 南京医药 (600713): 利润高速增长，盈利能力提升显著 (2017-10-29)
2. 南京医药 (600713): 盈利能力显著提升，国企改革进展顺利 (2017-08-20)
3. 南京医药 (600713): 业绩稳健增长，效率提升空间大 (2017-04-05)

附表：财务预测与估值

利润表（百万元）	2017A	2018E	2019E	2020E	现金流量表（百万元）	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入	27473.45	28977.96	30564.95	32252.88	净利润	311.25	401.60	499.43	595.23
营业成本	25734.52	27044.00	28449.83	29939.77	折旧与摊销	113.23	99.09	125.09	141.53
营业税金及附加	47.25	43.70	47.29	50.41	财务费用	282.26	231.98	206.68	198.33
销售费用	692.22	724.45	764.12	806.32	资产减值损失	32.47	20.00	25.00	30.00
管理费用	321.55	339.16	357.73	377.49	经营营运资本变动	-2818.97	-465.67	-273.62	-325.01
财务费用	282.26	231.98	206.68	198.33	其他	2267.46	-22.51	-29.37	-34.87
资产减值损失	32.47	20.00	25.00	30.00	经营活动现金流净额	187.70	264.50	553.21	605.22
投资收益	1.68	3.83	4.25	4.71	资本支出	-95.92	-330.00	-130.00	-130.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	其他	-32.66	3.83	4.25	4.71
其他经营损益	0.00	0.00	1.00	0.00	投资活动现金流净额	-128.58	-326.17	-125.75	-125.29
营业利润	460.91	578.50	719.54	855.27	短期借款	3283.00	-891.37	-141.43	-197.20
其他非经营损益	-20.93	-10.80	-13.55	-13.86	长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
利润总额	439.98	567.70	705.99	841.41	股权融资	-47.90	939.00	0.00	0.00
所得税	128.73	166.10	206.56	246.18	支付股利	0.00	0.00	0.00	0.00
净利润	311.25	401.60	499.43	595.23	其他	-2819.79	-311.14	-206.68	-198.33
少数股东损益	71.98	92.87	115.50	137.65	筹资活动现金流净额	415.31	-263.51	-348.10	-395.54
归属母公司股东净利润	239.27	308.73	383.93	457.58	现金流量净额	474.43	-325.18	79.35	84.40
资产负债表（百万元）	2017A	2018E	2019E	2020E	财务分析指标	2017A	2018E	2019E	2020E
货币资金	1774.08	1448.90	1528.25	1612.64	成长能力				
应收和预付款项	9872.25	10351.20	10917.91	11528.13	销售收入增长率	2.82%	5.48%	5.48%	5.52%
存货	2636.06	2768.88	2913.01	3065.78	营业利润增长率	32.88%	25.51%	24.38%	18.86%
其他流动资产	53.94	56.90	60.01	63.33	净利润增长率	30.45%	29.03%	24.36%	19.18%
长期股权投资	54.40	54.40	54.40	54.40	EBITDA 增长率	26.68%	6.21%	15.58%	13.68%
投资性房地产	62.94	62.94	62.94	62.94	获利能力				
固定资产和在建工程	872.99	1117.98	1136.97	1139.51	毛利率	6.33%	6.67%	6.92%	7.17%
无形资产和开发支出	193.30	189.48	185.67	181.85	三费率	4.72%	4.47%	4.35%	4.29%
其他非流动资产	405.23	394.98	384.72	374.46	净利率	1.13%	1.39%	1.63%	1.85%
资产总计	15925.21	16445.66	17243.87	18083.04	ROE	9.77%	9.03%	10.09%	10.74%
短期借款	5052.00	4160.63	4019.20	3822.00	ROA	1.95%	2.44%	2.90%	3.29%
应付和预收款项	5963.70	6038.12	6396.79	6751.51	ROIC	8.79%	7.34%	7.82%	8.50%
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA/销售收入	3.12%	3.14%	3.44%	3.71%
其他负债	1722.99	1798.94	1880.48	1966.90	营运能力				
负债合计	12738.68	11997.69	12296.48	12540.42	总资产周转率	1.84	1.79	1.81	1.83
股本	897.43	1041.61	1041.61	1041.61	固定资产周转率	38.02	34.00	29.73	29.81
资本公积	1123.93	1918.75	1918.75	1918.75	应收账款周转率	4.14	4.16	4.18	4.17
留存收益	677.21	985.94	1369.87	1827.45	存货周转率	9.88	10.00	10.01	10.01
归属母公司股东权益	2777.72	3946.29	4330.22	4787.80	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	95.22%	—	—	—
少数股东权益	408.80	501.67	617.17	754.83	资本结构				
股东权益合计	3186.52	4447.96	4947.40	5542.62	资产负债率	79.99%	72.95%	71.31%	69.35%
负债和股东权益合计	15925.21	16445.66	17243.87	18083.04	带息债务/总负债	39.66%	34.68%	32.69%	30.48%
					流动比率	1.15	1.24	1.28	1.32
					速动比率	0.94	1.01	1.04	1.07
					股利支付率	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
业绩和估值指标	2017A	2018E	2019E	2020E	每股指标				
EBITDA	856.41	909.57	1051.31	1195.14	每股收益	0.23	0.30	0.37	0.44
PE	24.64	19.10	15.36	12.88	每股净资产	3.06	4.27	4.75	5.32
PB	1.85	1.33	1.19	1.06	每股经营现金	0.18	0.25	0.53	0.58
PS	0.21	0.20	0.19	0.18	每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00
EV/EBITDA	9.18	8.92	7.51	6.37					
股息率	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%					

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。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司客户中的专业投资者使用，若您并非本公司客户中的专业投资者，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。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 20 楼

邮编：200120

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 楼

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

深圳

地址：深圳市福田区深南大道 6023 号创建大厦 4 楼

邮编：518040

西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	黄丽娟	机构销售	021-68411030	15900516330	hlj@swsc.com.cn
	邵亚杰	机构销售	02168416206	15067116612	syj@swsc.com.cn
	张方毅	机构销售	021-68413959	15821376156	zfyi@swsc.com.cn
	欧阳倩威	机构销售	021-68416206	15601822016	oyqw@swsc.com.cn
北京	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	王雨珩	机构销售	010-88091748	18811181031	wyhg@swsc.com.cn
	路剑	机构销售	010-57758566	18500869149	lujian@swsc.com.cn
	陈乔楚	机构销售	18610030717	18610030717	cqc@swsc.com.cn
	刘致莹	机构销售	010-57758619	17710335169	liuzy@swsc.com.cn
	贾乔真	机构销售	18911542702	18911542702	jqz@swsc.com.cn
广深	张婷	地区销售总监	0755-26673231	13530267171	zhangt@swsc.com.cn
	王湘杰	机构销售	0755-26671517	13480920685	wxj@swsc.com.cn
	熊亮	机构销售	0755-26820395	18666824496	xl@swsc.com.cn
	刘雨阳	机构销售	0755-26892550	18665911353	liuyuy@swsc.com.cn
	刘予鑫(广州)	机构销售	0755-26833581	13720220576	lyxin@swsc.com.cn