



分析师：金鑫
Tel: 021-53686163
E-mail: jinxin1@shzq.com
SAC 证书编号：S0870518030001

基本数据 (2018Q2)

报告日股价 (元)	21.60
12mth A 股价格区间 (元)	19.18-38.01
总股本 (百万股)	250.53
无限售 A 股/总股本	100%
流通市值 (亿元)	54.90
每股净资产 (元)	9.40
PBR (X)	2.34
DPS (Y2017, 元)	10 派 1.50

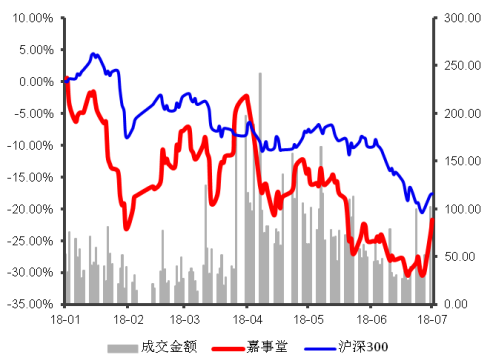
主要股东 (2018Q2)

中国青年实业发展总公司	16.72%
北京海淀置业集团有限公司	5.09%
中协宾馆	4.86%

收入结构 (2018H1)

医药批发	98.30%
医药连锁	0.90%
医药物流	0.80%

最近 6 个月股票与沪深 300 比较



上半年业绩维持快速增长

持续拓展外埠业务

■ 公司动态事项

公司发布2018年半年度报告。

■ 事项点评

上半年业绩维持快速增长，Q2 业绩同比增速高于 Q1

公司2018年上半年实现营业收入85.20亿元，同比增长30.36%；实现归母净利润1.85亿元，同比增长29.82%；实现扣非归母净利润1.82亿元，同比增长23.53%。分季度来看，公司2018Q2实现营业收入47.32亿元，同比增长34.99%；实现归母净利润9,761.82万元，同比增长36.04%，第二季度收入端、利润端同比增速均显著高于第一季度，我们预计主要是北京市2017年4月实施阳光采购导致公司上年同期基数偏低，随着公司逐步调整业务模式以适应阳光医改、两票制等政策变化，凭借终端覆盖能力强、社区基药配送等竞争优势扩大市场份额，业绩增速有所回升。

毛利率水平小幅下降

公司2018H1医药批发业务的毛利率为9.45%，较上年同期下降0.55个百分点，我们预计受耗材招标降价、毛利率水平相对较低的药品批发业务收入增速较快等因素影响。公司2018H1期间费用率为4.81%，较上年同期上升0.03个百分点，其中财务费用率为0.96%，同比上升0.35个百分点，主要原因是公司收入规模快速增长且两票制执行导致上游供应商预付货款、现款支付金额增加，导致公司资金需求扩大。

持续拓展外埠业务

分地区来看，北京地区实现营业收入40.02亿元，同比增长30.36%，毛利率为8.75%，同比下降0.25个百分点；其他地区实现营业收入43.72亿元，同比增长31.10%，毛利率为10.08%，同比下降0.92%。分子公司来看，公司医疗器械销售业务的子公司数量为24家，较上年同期新增6家，包括公司2017年下半年收购的嘉事商漾、嘉事同瀚等。其中，嘉事商漾、嘉事同瀚2018H1合计实现营业收入8,366.65万元，净利润1,647.95万元，经测算对应的归母净利润约为840.46万元。药品业务方面，合并报表范围增加了2017年下半年收购的嘉事蓉锦等子公司，其中，嘉事蓉锦2018H1实现营业收入6.20亿元，净利润1,236.53万元，经测算对应的归母净利润约为630.63万元。公司通过外延式并购等方式，拓展公司全国性药品、器械业务布局、丰富公司产品品类

的同时，显著增厚公司业绩。

■ 风险提示

北京区域市场竞争加剧的风险；药品招标、医保支付等行业政策风险；GPO业务拓展不及预期风险；北京以外地区扩张不及预期风险。

■ 投资建议

未来六个月，维持“谨慎增持”评级

结合半年报调整公司18、19年实现EPS为1.33、1.64元，以7月10日收盘价21.60元计算，动态PE分别为16.25倍和13.20倍。同类型可比上市公司18年市盈率中位值为17.96倍，公司市盈率低于行业平均水平。我们认为：1) 公司作为北京地区的龙头医药商业公司，借实施的阳光采购为契机，受益于行业整合有望扩大市场占有率，做大做强北京市场；2) 公司2017年通过收购浙江同瀚、浙江商漾进一步完善医疗器械业务的全国布局，2018年上半年积极推进与美敦力、雅培就心内介入耗材的全国代理合作事宜，强化销售网络的同时丰富产品品类。未来六个月内，维持“谨慎增持”评级。

■ 数据预测与估值：

至 12 月 31 日 (¥.百万元)	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入	14,238.90	18,021.99	22,468.81	27,581.28
年增长率	29.78%	26.57%	24.67%	22.75%
归属于母公司的净利润	263.64	333.09	409.80	511.89
年增长率	18.17%	26.34%	23.03%	24.91%
每股收益 (元)	1.05	1.33	1.64	2.04
PER (X)	20.53	16.25	13.20	10.57

注：有关指标按最新股本摊薄

■ 附表

■ 附表 1 损益简表及预测 (单位: 百万元人民币)

资产负債表 (单位: 百万元)

指标	2017A	2018E	2019E	2020E
货币资金	1,124	1,442	1,798	2,207
存貨	1,336	1,860	2,128	2,776
应收账款及票據	5,297	6,672	8,250	10,068
其他	257	304	361	419
流动资产合计	8,014	10,279	12,537	15,469
长期股权投资	6	6	6	6
固定资产	343	324	301	274
在建工程	0	0	0	0
无形资产	35	31	27	23
其他	807	788	775	761
非流动资产合计	1,191	1,149	1,108	1,063
资产总计	9,205	11,427	13,645	16,533
短期借款	2,069	3,099	3,976	4,587
应付账款及票據	2,950	4,030	4,679	6,029
其他	236	259	264	353
流动负债合计	5,255	7,388	8,919	10,970
长期借款和应付債券	746	249	332	442
其他	6	4	5	5
非流动负债合计	752	253	337	447
负债合计	6,007	7,641	9,256	11,417
少数股东权益	990	1,212	1,463	1,751
股东权益合计	3,197	3,786	4,389	5,116
负债和股东权益总计	9,205	11,427	13,645	16,533
现金流量表 (单位: 百万元)				
指标	2017A	2018E	2019E	2020E
净利润	469	333	410	512
折旧和摊销	45	31	31	31
营运资本变动	(936)	(828)	(1,234)	(1,070)
经营活动现金流	(374)	(38)	(232)	143
资本支出	3	(7)	(4)	(1)
投资收益	10	0	0	0
投资活动现金流	(140)	(7)	(4)	(1)
股权融资	0	0	0	0
负债变化	0	0	0	0
股息支出	(38)	(47)	(58)	(73)
融资活动现金流	705	363	592	267
净现金流	191	317	356	409

数据来源: WIND 上海证券研究所

利润表 (单位: 百万元)

指标	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入	14,239	18,022	22,469	27,581
营业成本	12,858	16,329	20,372	25,049
营业税金及附加	32	44	52	64
营业费用	451	487	584	690
管理费用	161	198	247	303
财务费用	108	204	310	381
资产减值损失	13	21	22	28
投资收益	10	0	0	0
公允价值变动损益	0	0	0	0
营业利润	632	740	881	1,066
营业外收支净额	(3)	0	0	0
利润总额	629	740	881	1,066
所得税	160	185	220	267
净利润	469	555	661	800
少数股东损益	206	222	251	288
归属母公司股东净利润	264	333	410	512
财务比率分析				
指标	2017A	2018E	2019E	2020E
总收入增长率	29.78%	26.57%	24.67%	22.75%
EBITDA 增长率	16.91%	27.64%	25.36%	20.98%
EBIT 增长率	17.23%	28.68%	26.16%	21.53%
净利润增长率	18.17%	26.34%	23.03%	24.91%
毛利率	9.70%	9.40%	9.33%	9.18%
EBITDA/总收入	5.37%	5.41%	5.44%	5.36%
EBIT/总收入	5.15%	5.24%	5.30%	5.25%
净利润率	1.85%	1.85%	1.82%	1.86%
资产负债率	65.27%	66.87%	67.84%	69.06%
流动比率	1.52	1.39	1.41	1.41
速动比率	1.27	1.14	1.17	1.16
总资产回报率 (ROA)	5.10%	4.86%	4.84%	4.84%
净资产收益率 (ROE)	11.94%	12.94%	14.01%	15.21%
EV/营业收入	1.1	0.6	0.5	0.4
EV/EBITDA	11.8	8.6	7.6	6.7
PE	20.5	16.2	13.2	10.6
PB	2.5	2.1	1.8	1.6

分析师承诺

金鑫

本人以勤勉尽责的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师的研究观点。此外，本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接相关。

公司业务资格说明

本公司具备证券投资咨询业务资格。

投资评级体系与评级定义

股票投资评级：

分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据公司基本面及（或）估值预期以报告日起6个月内公司股价相对于同期市场基准沪深300指数表现的看法。

投资评级	定 义
增持	股价表现将强于基准指数 20%以上
谨慎增持	股价表现将强于基准指数 10%以上
中性	股价表现将介于基准指数 $\pm 10\%$ 之间
减持	股价表现将弱于基准指数 10%以上

行业投资评级：

分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据行业历史基本面及（或）估值对所研究行业以报告日起 12 个月内的基本面和行业指数相对于同期市场基准沪深 300 指数表现的看法。

投资评级	定 义
增持	行业基本面看好，行业指数将强于基准指数 5%
中性	行业基本面稳定，行业指数将介于基准指数 $\pm 5\%$
减持	行业基本面看淡，行业指数将弱于基准指数 5%

投资评级说明：

不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准，投资者应区分不同机构在相同评级名称下的定义差异。本评级体系采用的是相对评级体系。投资者买卖证券的决定取决于个人的实际情况。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，投资者不应以分析师的投资评级取代个人的分析与判断。

免责条款

本报告中的信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性及完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对任何人使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

在法律允许的情况下，我公司或其关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，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。

本报告仅向特定客户传送，版权归上海证券有限责任公司所有。未获得上海证券有限责任公司事先书面授权，任何机构和个人均不得对本报告进行任何形式的发布、复制、引用或转载。

上海证券有限责任公司对于上述投资评级体系与评级定义和免责条款具有修改权和最终解释权。