

日期: 2018年08月30日

行业: 批发业



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)	15.20
12mth A 股价格区间 (元)	14.9-22.21
总股本 (百万股)	1,877.66
无限售 A 股/总股本	88%
流通市值 (亿元)	257.14
每股净资产 (元)	7.80
PBR (X)	1.99
DPS (Y2017, 元)	10 派 1.00

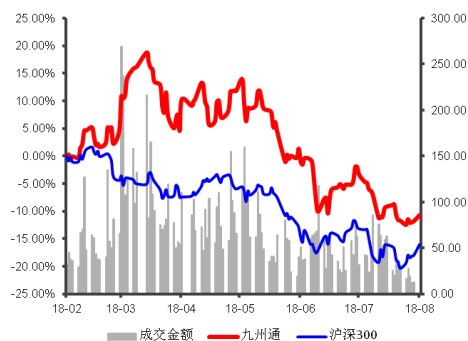
主要股东 (2018Q2)

上海弘康实业投资有限公司	23.14%
楚昌投资集团有限公司	14.74%
狮龙国际集团(香港)有限公司	11.39%

收入结构 (2018H1)

医药批发及相关业务	95.94%
医药零售	2.36%
医药工业	1.69%

最近 6 个月股票与沪深 300 比较



业绩符合预期

基层医疗机构、零售药店渠道高速增长

■ 公司动态事项

公司发布2018年半年度报告。公司2018H1实现营业收入424.49亿元, 同比增长17.17%; 实现归母净利润5.37亿元, 同比下降32.31%, 公司2017Q2汉阳地块旧城改建项目征收补偿款, 导致上年同期非经常性损益大幅增长; 实现扣非归母净利润4.90亿元, 同比增长20.54%。

■ 事项点评

基层医疗机构销售高速增长, “两票制”背景下有望持续扩大市场份额

分渠道来看, 公司医疗机构销售渠道2018H1实现收入135.29亿元, 同比增长30.57%, 其中: 1) 二级及以上医院销售实现收入86.92亿元, 同比增长23.01%, 二级及以上医院客户达4,470余家, 同比增长9.83%, 公司在原有开户医院获得更多代理品种的同时积极拓展新医院开户, 带动二级及以上医院市场收入维持较高增速; 2) 二级以下基层医疗机构销售实现收入48.38亿元, 同比增长46.77%, 基层医疗机构客户达75,100余家, 同比增长44.15%, 受益于分级诊疗政策推进, 药品销售渠道下沉, 公司基层医疗机构市场销售增速加快。

公司对下游医药批发商的销售2018H1实现收入150.03亿元, 同比下降2.61%, 增速放缓的主要原因是“两票制”全面实施等。公司非药品渠道销售2018H1实现收入18.49亿元, 同比增长22.67%。

公司规模优势明显, 并在全国省级行政区规划投资建成了31个省级医药物流中心, 向下延伸并设立了94家地市级分销物流中心, 营销网络已经覆盖全国大部分行政区域, “两票制”背景下公司凭借规模优势、营销网络覆盖面广、积极拓展终端医疗机构客户等竞争优势, 有望享受行业集中度提升带来的政策红利, 持续扩大市场份额。

零售药店渠道销售高速增长, FBBC 业务有望成为未来看点

公司零售药店渠道2018H1实现收入109.75亿元, 同比增长38.66%, 零售药店客户数量及销售额均快速提升, 其中: 1) 对连锁药店批发客户实现收入81.95亿元, 同比增长40.28%; 2) 对单体药店批发客户实现收入27.80亿元, 同比增长34.10%。

公司零售业务2018H1实现收入10.01亿元, 同比增长18.23%, 其中: 1) 实体药店实现收入5.06亿元, 同比增长18.99%, 截至2018年6月底, 公司拥有零售药店1,156家, 同比增长26.89%, 其中直营店293家 (+9.74%)、加盟店644家 (+34.01%); 2) 线上业务实现收入4.95亿元, 同比增长17.46%。

公司2018年上半年B2B电商业务实现含税销售33.76亿元，较上年同期增长149.23%，公司早在2000年创办B2B电商网站“九州通医药网”（现更名为“九州通医药电子商务交易平台”），是业内最早开展电商交易业务的企业之一，2018H1强化了FBBC业务团队，明确了职责范围并建立考核激励机制；全面优化并上线B2B交易系统及供应商APP，开发O2O门面通1.0，上线150家三方店。

受“营改增”等政策影响，零售药店由向区域小批发商无票低价采购模式转变为向公司采购，导致公司零售药店客户数量及销售额快速提升，公司2018H1针对零售药店渠道强化FBBC业务团队，有望进一步提高零售药店渠道的配送效率，推动零售药店渠道持续高速增长。

医疗器械与计生用品业务保持高速增长势头

分产品来看：1) 中西成药业务维持稳健增长，2018H1实现收入335.24亿元（+13.94%），毛利率为7.73%（+0.08pp），公司推进采购模式调整、供应商分级、开拓合资供应商、拓展战略合作协议连锁及县域连锁业务等战略；2) 中药材与中药饮片业务2018H1实现收入15.92亿元（+16.27%），毛利率为13.32%（+0.69pp）；3) 医疗器械与计生用品业务保持高速增长势头，2018H1实现收入51.78亿元（+66.17%），毛利率为7.95%，与上年同期持平，公司全资子公司器械集团上半年收购及成立6家子公司，扩大市场覆盖范围；4) 消费品业务2018H1实现收入20.63亿元（-3.11%），毛利率为9.46%（+0.41pp）。

公司2018H1期间费用率为6.18%，同比上升0.23个百分点，其中销售费用率、管理费用率、财务费用率分别为3.15%、2.17%、0.86%，同比分别上升0.30个百分点、上升0.10个百分点、下降0.17个百分点，管理费用率同比上升的主要原因是公司限制性股权激励摊销较上年同期增加5,876.21万元，同比增长425.41%。

■ 风险提示

两票制、药品招标降价等行业政策风险；医疗机构销售不及预期风险；应收账款账期延长风险

■ 投资建议

未来六个月，维持“谨慎增持”评级

预计公司18、19年EPS为0.73、0.94元，以8月27日收盘价15.20元计算，动态PE分别为20.77倍和16.23倍。我们认为，作为全国性医药商业龙头企业，拥有营销网络覆盖面广、配套医药物流中心完善等竞争优势，在“两票制”、分级诊疗等政策背景有望持续享受政策红利，拓展新增客户的同时强化原有客户的销售额增长，为公司业绩持续增长提供推动力。未来六个月，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	73,942.89	88,240.85	106,942.55	128,745.12
年增长率	20.12%	19.34%	21.19%	20.39%
归属于母公司的净利润	1,445.51	1,374.08	1,758.57	2,271.09
年增长率	64.87%	-4.94%	27.98%	29.14%
每股收益 (元)	0.77	0.73	0.94	1.21
PER (X)	19.74	20.77	16.23	12.57

注: 有关指标按当年股本摊薄

■ 附表

■ 附表 1 损益简表及预测 (单位: 百万元人民币)

资产负债表 (单位: 百万元)

指标	2017A	2018E	2019E	2020E
货币资金	8,541	9,706	11,764	13,518
存货	12,182	12,963	16,960	18,374
应收账款及票据	20,022	24,589	26,506	31,429
其他	2,728	3,198	3,868	4,640
流动资产合计	43,473	50,457	59,097	67,962
长期股权投资	853	853	853	853
固定资产	4,386	4,716	5,082	5,383
在建工程	905	905	905	905
无形资产	1,165	1,119	1,073	1,028
其他	1,267	1,190	1,184	1,178
非流动资产合计	8,575	8,783	9,097	9,346
资产总计	52,048	59,240	68,195	77,308
短期借款	7,038	7,727	8,729	10,050
应付账款及票据	21,762	25,937	31,856	37,651
其他	1,902	2,891	3,169	2,807
流动负债合计	30,702	36,554	43,754	50,508
长期借款和应付债券	1,462	1,534	1,469	1,488
其他	347	215	244	269
非流动负债合计	1,809	1,749	1,713	1,757
负债合计	32,511	38,303	45,466	52,265
少数股东权益	1,237	1,263	1,297	1,340
股东权益合计	19,538	20,936	22,728	25,043
负债和股东权益总计	52,048	59,240	68,195	77,308

现金流量表 (单位: 百万元)

指标	2017A	2018E	2019E	2020E
净利润	1,473	1,374	1,759	2,271
折旧和摊销	375	373	432	489
营运资本变动	(3,786)	(1,247)	(529)	(1,349)
经营活动现金流	(1,012)	1,454	2,652	2,541
资本支出	(136)	(658)	(752)	(744)
投资收益	40	0	0	0
投资活动现金流	(1,996)	(653)	(753)	(745)
股权融资	232	(1)	0	0
负债变化	122	0	0	0
股息支出	(188)	0	0	0
融资活动现金流	6,077	365	158	(41)
净现金流	3,068	1,166	2,057	1,755

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	73,943	88,241	106,943	128,745
营业成本	67,706	80,824	97,929	117,778
营业税金及附加	176	178	232	282
营业费用	2,276	2,594	3,171	3,785
管理费用	1,636	1,853	2,272	2,762
财务费用	710	927	957	1,086
资产减值损失	94	113	145	168
投资收益	47	0	0	0
公允价值变动损益	(11)	0	0	0
营业利润	1,942	1,751	2,237	2,884
营业外收支净额	(17)	(19)	(19)	(20)
利润总额	1,925	1,733	2,218	2,864
所得税	452	333	426	550
净利润	1,473	1,400	1,792	2,314
少数股东损益	27	26	33	43
归属母公司股东净利润	1,446	1,374	1,759	2,271

财务比率分析

指标	2017A	2018E	2019E	2020E
总收入增长率	20.12%	19.34%	21.19%	20.39%
EBITDA 增长率	22.79%	24.93%	18.82%	23.01%
EBIT 增长率	22.16%	28.08%	19.26%	24.30%
净利润增长率	64.87%	-4.94%	27.98%	29.14%
毛利率	8.44%	8.40%	8.43%	8.52%
EBITDA/总收入	3.30%	3.46%	3.39%	3.46%
EBIT/总收入	2.83%	3.04%	2.99%	3.08%
净利润率	1.95%	1.56%	1.64%	1.76%
资产负债率	62.46%	64.66%	70.45%	70.96%
流动比率	1.42	1.38	1.35	1.35
速动比率	1.02	1.03	0.96	0.98
总资产回报率 (ROA)	2.83%	2.36%	2.63%	2.99%
净资产收益率 (ROE)	7.90%	6.98%	9.89%	11.33%
EV/营业收入	0.6	0.5	0.3	0.3
EV/EBITDA	14.6	9.5	7.7	6.1
PE	19.7	20.8	16.2	12.6
PB	1.6	1.5	1.6	1.4

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。