谨慎增持 ——维持

日期：2018 年 10 月 26 日
行业：批发业

业绩增长稳健
麻精特药竞争优势明显

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

基本数据（2018Q3）

报告日股价（元）	25.23
12mth A 股价格区间（元）	23.16-31.67
总股本（百万股）	766.93
无限售 A 股/总股本	36%
流通市值（亿元）	70.05
每股净资产（元）	11.45
PBR（X）	2.20
DPS（Y2017，元）	10 派 4.50

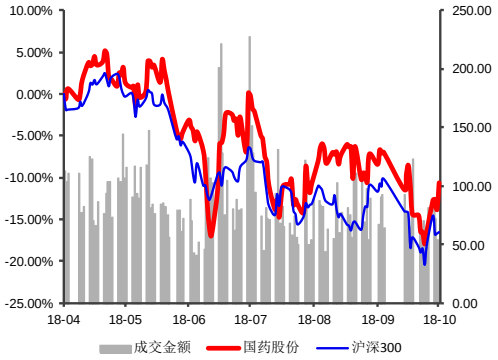
主要股东（2018Q3）

国药控股股份有限公司	55.43%
北京康辰药业股份有限公司	2.64%
全国社保基金一零三组合	2.61%

收入结构（2017Y）

商品销售	102.67%
产品销售	1.76%
仓储物流	0.54%
内部抵消	-4.98%

最近 6 个月股票与沪深 300 比较



■ 公司动态事项

公司发布2018年第三季度报告。

■ 事项点评

业绩增长稳健

公司2018年前三季度实现收入287.77亿元，同比增长6.32%；实现归母净利润9.50亿元，同比增长13.73%；实现扣非归母净利润9.40亿元，同比增长27.57%。分季度来看，公司2018Q3实现收入100.06亿元，同比增长5.73%；实现归母净利润3.15亿元，同比增长11.60%；实现扣非归母净利润3.05亿元，同比增长8.02%。公司2017年上半年完成资产重组，标的公司2017年1-5月净利润属于公司非经常性损益，累计净利润扣除少数股东损益后影响2017H1归母非经常性损益为1.00亿元，导致2018H1扣非归母净利润增速高于归母净利润增速，2018Q3单季度增速回归常态。

前三季度销售毛利率有所上升

公司2018H1销售毛利率为8.77%，同比增长1.61个百分点，预计公司2018年前三季度高毛利业态（麻精特药、工业、器械等）收入增速高于低毛利业态，导致公司整体毛利率水平有所上升。

公司已逐步适应“阳光采购”等政策环境变化，消化了“两票制”执行对低毛利业态的负面影响，公司整合标的公司后巩固公司北京区域医药流通的龙头地位，凭借终端医院覆盖面全、基层医疗机构配送能力强等竞争优势，积极拓展直销业务，叠加麻精特药、器械等高毛利业态快速增长，带动公司整体业绩回暖。

拟转让青海制药厂45.16%的股权

公司参股子公司青药集团拟挂牌转让青海制药厂45.16%的股权，挂牌底价拟不低于42,362.59万元，本次股权转让事项尚待现代制药股东大会审议。一方面，本次挂牌转让有利于公司梳理麻药投资产业链，青海制药厂主要为麻醉药原料药企业，公司为医药流通企业，公司与青海制药厂的业务往来较少，不会对公司麻精特药业务带来影响；另一方面，根据公司初步测算，若以挂牌底价4.24亿元为成交价，合并报表层面公司投资收益将增加1.20亿元。

■ 风险提示

两票制等行业政策风险；资产重组完成后整合进度不及预期风

险；业绩承诺不及预期风险

■ 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至1.68、1.94元，以10月25日收盘价25.23元计算，动态PE分别为15.06倍和13.00倍。我们认为，公司重组后进一步巩固了北京区域医药流通的龙头地位，凭借终端医院覆盖面全、基层医疗机构配送能力强等竞争优势，叠加麻精特药、器械等高毛利业态快速增长，前景广阔。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	36,284.75	39,221.64	43,029.52	47,225.93
年增长率	171.06%	8.09%	9.71%	9.75%
归属于母公司的净利润	1,141.48	1,284.80	1,487.92	1,679.68
年增长率	108.45%	12.56%	15.81%	12.89%
每股收益（元）	1.49	1.68	1.94	2.19
PER（X）	16.95	15.06	13.00	11.52

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	5,462	7,452	8,391	10,744
存货	2,740	3,312	2,947	3,479
应收账款及票据	9,907	6,082	11,189	7,233
其他	208	81	214	120
流动资产合计	18,317	16,927	22,741	21,576
长期股权投资	566	566	566	566
固定资产	585	554	506	470
在建工程	5	5	5	5
无形资产	279	251	224	196
其他	414	355	359	371
非流动资产合计	1,849	1,732	1,659	1,607
资产总计	20,166	18,659	24,400	23,183
短期借款	1,236	1,297	1,533	1,797
应付账款及票据	8,861	6,124	10,149	7,051
其他	367	200	260	267
流动负债合计	10,465	7,621	11,942	9,115
长期借款和应付债券	0	0	0	0
其他	244	182	191	206
非流动负债合计	244	182	191	206
负债合计	10,710	7,803	12,133	9,321
少数股东权益	1,275	1,434	1,512	1,601
股东权益合计	9,456	10,856	12,267	13,862
负债和股东权益总计	20,166	18,659	24,400	23,183

现金流量表（单位：百万元）

指标	2017A	2018E	2019E	2020E
净利润	1,339	1,285	1,488	1,680
折旧和摊销	85	91	93	96
营运资本变动	(139)	500	(790)	425
经营活动现金流	1,074	1,971	711	2,054
资本支出	(182)	(33)	(17)	(32)
投资收益	146	161	177	195
投资活动现金流	(103)	102	166	168
股权融资	288	0	0	0
负债变化	0	0	0	0
股息支出	(345)	(128)	(149)	(168)
融资活动现金流	1,622	(83)	61	132
净现金流	2,593	1,990	939	2,353

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	36,285	39,222	43,030	47,226
营业成本	33,451	36,112	39,750	43,623
营业税金及附加	84	77	92	101
营业费用	694	708	764	865
管理费用	384	503	536	564
财务费用	150	98	20	(41)
资产减值损失	(47)	8	9	9
投资收益	146	161	177	195
公允价值变动损益	0	0	0	0
营业利润	1,770	1,876	2,035	2,298
营业外收支净额	(29)	0	0	0
利润总额	1,741	1,876	2,035	2,298
所得税	401	433	469	530
净利润	1,339	1,443	1,566	1,768
少数股东损益	198	159	78	88
归属母公司股东净利润	1,141	1,285	1,488	1,680

财务比率分析

指标	2017A	2018E	2019E	2020E
总收入增长率	171.1%	8.09%	9.71%	9.75%
EBITDA 增长率	167.1%	6.10%	4.02%	9.58%
EBIT 增长率	174.4%	5.83%	4.11%	9.84%
净利润增长率	108.4%	12.53%	15.80%	12.93%
毛利率	7.81%	7.93%	7.62%	7.63%
EBITDA/总收入	5.36%	5.26%	4.99%	4.98%
EBIT/总收入	5.14%	5.03%	4.78%	4.78%
净利润率	3.15%	3.28%	3.46%	3.56%
资产负债率	53.11%	41.82%	49.72%	40.21%
流动比率	1.75	2.22	1.90	2.37
速动比率	1.49	1.79	1.66	1.99
总资产回报率（ROA）	6.64%	7.74%	6.42%	7.63%
净资产收益率（ROE）	13.95%	13.63%	13.83%	13.70%
EV/营业收入	1.0	0.5	0.3	0.3
EV/EBITDA	9.3	6.3	5.8	4.4
PE	17.0	15.1	13.0	11.5
PB	2.4	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±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±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。