

日期: 2019年02月28日

行业: 医药商业



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

北京地区业务平稳过渡 外埠地区业务持续发力

基本数据 (2018Q4)

报告日股价 (元)	16.43
12mth A 股价格区间 (元)	13.45-27.48
总股本 (百万股)	250.53
无限售 A 股/总股本	100%
流通市值 (亿元)	31.99
每股净资产 (元)	9.97
PBR (X)	1.65
DPS (Y2018, 元)	10 派 1.50

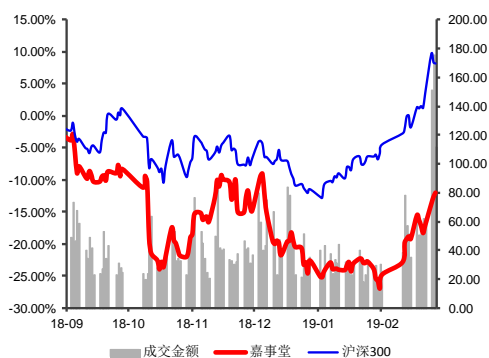
主要股东 (2018Q4)

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 (2018Y)

医药批发	98.17%
医药连锁	0.96%
医药物流	0.87%

最近 6 个月股票与沪深 300 比较



■ 公司动态事项

公司发布2018年年度报告。

■ 事项点评

业绩符合预期, 北京地区业务平稳过渡

公司2018年实现营业收入179.60亿元, 同比增长26.13%, 其中2018Q4实现营业收入47.96亿元, 同比增长19.39%。分区域来看, 公司2018年在北京地区实现营业收入80.86亿元, 同比增长10.78%, 公司进一步强化北京药品销售业务, 在北京实施药品两票制和国家基药的改革调整中确保业务平稳过渡, 收入增长稳健但较2017年同比增速有所放缓; 在其他地区实现营业收入95.45亿元, 同比增长37.54%, 保持高速增长的态势。

期间费用率同比小幅上升

公司2018年实现归母净利润3.28亿元, 同比增长24.27%; 实现扣非归母净利润3.24亿元, 同比增长22.72%。分季度来看, 公司2018Q4实现归母净利润0.67亿元, 同比增长6.59%, 低于收入增速, 主要原因是公司期间费用率同比增长、上年同期基数较高等因素; 实现归母净利润0.67亿元, 同比增长16.34%。

公司2018年销售毛利率为9.92%, 较上年同期上升0.70个百分点, 公司在北京地区营业成本同比增速低于收入增速, 带动公司整体毛利率水平小幅上升。公司2018年期间费用率为5.68%, 较上年同期上升0.62个百分点, 其中销售费用率为3.50% (+0.33个百分点), 销售费用率为1.16% (+0.03个百分点), 财务费用率为1.02% (+0.26个百分点), 财务费用率上升的主要原因是短期融资增加等因素。

外埠业务持续发力, 进一步拓展外埠业务布局

公司2018年16家器械子公司及1家药品子公司合计实现营业收入114.08亿元, 同比增长43.20%; 实现营业利润5.97亿元, 同比增长20.32%; 实现净利润4.47亿元, 同比增长18.30%。其中, 公司2017年收购的嘉事蓉锦、嘉事同瀚、嘉事商漾于2017年下半年实现并表, 2018年合并全年业绩后合计实现营业收入、净利润分别为14.97亿元、0.72亿元, 预计2019年起上述三家公司并表因素造成的业绩增速影响将逐步消除。一方面, 公司加强对北京以外各药品公司的管理、支持力度, 推动药品业务持续增长; 另一方面, 公司2018H2合并报表范围新增嘉事闽益通、嘉事乾瑞等两家器械子公司, 持续推进高值耗材全国销售

网络, 加强业务管理、扩大市场覆盖的同时强化应收账款和库存管理, 提高经营质量。

■ 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; 商誉减值风险。

■ 投资建议

未来六个月, 维持“谨慎增持”评级

结合2018年年报调整公司19、20年EPS至1.58、1.88元, 以2月27日收盘价16.43元计算, 动态PE分别为10.43倍和8.75倍。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) 公司积极推进外埠业务布局, 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, 下半年并表嘉事阅益通、嘉事乾瑞等两家器械子公司, 进一步完善高值耗材业务的全国布局。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)	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入	17,959.89	21,863.70	26,398.36	31,618.23
年增长率	26.13%	21.74%	20.74%	19.77%
归属于母公司的净利润	327.63	394.67	470.39	555.39
年增长率	24.27%	20.46%	19.19%	18.07%
每股收益 (元)	1.31	1.58	1.88	2.22
PER (X)	12.56	10.43	8.75	7.41

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)

资产负债表 (单位: 百万元)

指标	2018A	2019E	2020E	2021E
货币资金	1,080	1,749	2,112	2,529
存货	1,724	2,000	2,498	2,891
应收账款及票据	6,381	7,835	9,330	11,229
其他	497	393	634	568
流动资产合计	9,682	11,977	14,574	17,218
长期股权投资	2	2	2	2
固定资产	330	299	262	225
在建工程	0	0	0	0
无形资产	31	27	23	19
其他	805	787	773	759
非流动资产合计	1,168	1,115	1,060	1,005
资产总计	10,850	13,092	15,634	18,223
短期借款	2,583	3,450	4,164	4,674
应付账款及票据	3,524	4,355	5,161	6,241
其他	259	264	289	336
流动负债合计	6,365	8,070	9,614	11,250
长期借款和应付债券	746	497	663	635
其他	6	6	6	6
非流动负债合计	752	504	669	642
负债合计	7,118	8,573	10,283	11,892
少数股东权益	1,235	1,546	1,907	2,332
股东权益合计	3,733	4,519	5,351	6,331
负债和股东权益总计	10,850	13,092	15,634	18,223

现金流量表 (单位: 百万元)

指标	2018A	2019E	2020E	2021E
净利润	571	395	470	555
折旧和摊销	47	32	32	32
营运资本变动	(1,118)	(771)	(1,389)	(1,086)
经营活动现金流	(292)	197	(204)	305
资本支出	4	3	9	8
投资收益	1	0	0	0
投资活动现金流	(42)	3	9	8
股权融资	0	0	0	0
负债变化	0	0	0	0
股息支出	0	0	0	0
融资活动现金流	287	469	558	104
净现金流	(47)	669	363	418

数据来源: WIND 上海证券研究所

利润表 (单位: 百万元)

指标	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入	17,960	21,864	26,398	31,618
营业成本	16,122	19,620	23,698	28,394
营业税金及附加	37	48	57	68
营业费用	629	754	884	1,043
管理费用	209	241	290	379
财务费用	184	231	321	378
资产减值损失	18	20	25	30
投资收益	1	0	0	0
公允价值变动损益	0	0	0	0
营业利润	777	950	1,122	1,325
营业外收支净额	(2)	0	0	0
利润总额	775	950	1,122	1,325
所得税	204	245	290	345
净利润	571	705	832	980
少数股东损益	243	310	362	425
归属母公司股东净利润	328	395	470	555

财务比率分析

指标	2018A	2019E	2020E	2021E
总收入增长率	26.13%	21.74%	20.74%	19.77%
EBITDA 增长率	28.05%	23.98%	21.68%	17.62%
EBIT 增长率	28.97%	24.78%	22.25%	18.02%
净利润增长率	24.27%	20.46%	19.19%	18.07%

毛利率

EBITDA/总收入	5.45%	5.55%	5.59%	5.49%
EBIT/总收入	5.27%	5.40%	5.47%	5.39%
净利润率	1.82%	1.81%	1.78%	1.76%

资产负债率	65.60%	65.48%	65.77%	65.26%
流动比率	1.52	1.48	1.52	1.53
速动比率	1.25	1.24	1.26	1.27
总资产回报率 (ROA)	5.26%	5.38%	5.32%	5.38%
净资产收益率 (ROE)	13.12%	13.27%	13.66%	13.89%

EV/营业收入	0.6	0.4	0.4	0.3
EV/EBITDA	7.1	6.4	5.8	5.3
PE	12.6	10.4	8.8	7.4
PB	1.6	1.4	1.2	1.0

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。