

扣非业绩符合预期，公司经营质量提升

投资要点

- **事件：**公司2018年营业收入、扣非后净利润分别约为63.6亿元、5.4亿元，同比增速分别约为11.8%、32.9%；2018Q4营业收入、扣非后净利润分别约为16.7亿元、1.5亿元，同比增速分别约为19.6%、44.6%。
- **扣非业绩符合预期，公司经营质量提升。**公司2018年营业收入约为64亿元，同比增长约12%。其中医药制造约为38亿元，同比增长约17.4%；医药商业约为54亿元，同比下降约4%。分产品线来看，心脑血管系统药物收入约为13.5亿元，同比增长约8%；呼吸系统药物收入约为4.2亿元，同比增长约35%；抗感染药物收入约为3.2亿元，同比增长约104%；抗肿瘤药物收入约为1.2亿元，同比增长约3%。其中速效救心丸年销售收入超过10亿元，当前提价效果仍未完全体现，预计2019年仍将继续；随着终端覆盖数量逐渐增加，2018年二线产品中如清肺消炎丸收入同比增长35%，藿香正气软胶囊收入同比增长23%。公司2018年扣非净利润约为5.4亿元，同比增长约为33%，高于收入增速约21个百分点，符合预期，具体分析如下：1）公司毛利率约为41.5%，同比提升约2.6个百分点，主要是收入结构变化所致；2）期间费用率约为33%，同比提升约1.5个百分点，其中销售费用约为17亿，同比增长约19%，主要原因为销售模式转变。2018Q4营业收入、扣非后净利润分别约为16.7亿元、1.5亿元，同比增速分别约为19.6%、44.6%，动销好转。此外，参股公司中美史克2018年净利润分别约为5.1亿元，同比增速约为21%，有加速趋势；公司期末应收账款约为13.2亿元，环比改善；经营活动现金流净额约为3.5亿元，大幅好转。公司探索创新多种销售模式，激发销售队伍积极性，且速效救心丸医院端的提价效果已经逐渐显现，预计2019年净利润增长仍将持续。
- **管理层新气象激发企业潜力，产品线协同将带动业绩增长。**1）管理层换届后迎来新的发展阶段，通过对管理团队整合并积极推进薪酬改革，预期将使得公司的整体运营效率提升。同时将各分公司营销团队进行整合，搭建共享平台，与百强连锁建立战略合作关系，销售态度变为更加积极主动，预期将带来产品销量较快增长；2）速效救心丸提价效果逐渐显现，随着零售网点数量覆盖增加，预计提价红利在2019年仍将继续释放；3）公司在2019年仍将继续推进大品种战略，清肺、藿香、癍清、通脉等产品在持续推进药店终端拓展背景下，收入增速或超预期。
- **盈利预测与投资建议。**预计公司2019-2021年EPS分别为0.91元、1.14元、1.40元（原预测2019-2020年分别为1.03元、1.29元，调整原因为产品增速预期放缓），对应市盈率分别为18倍、14倍、11倍。公司核心产品提价效果仍将继续显现，二线产品对业绩增长的拉动逐渐明显，且管理层换届后或将激发其经营潜力。我们认为公司具有业绩超预期、产品提价等催化剂，且当前估值较低，维持“买入”评级。
- **风险提示：**产品销售或不达预期，市场拓展或不达预期。

指标/年度	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入（百万元）	6358.6	7237.6	8181.0	9266.1
增长率	11.8%	13.8%	13.0%	13.3%
归属母公司净利润（百万元）	561.7	699.8	875.8	1080.1
增长率	18.0%	24.6%	25.1%	23.3%
每股收益EPS（元）	0.73	0.91	1.14	1.40
净资产收益率ROE	11.2%	12.5%	13.5%	14.3%
PE	22	18	14	11
PB	2.4	2.2	1.9	1.6

数据来源：Wind，西南证券

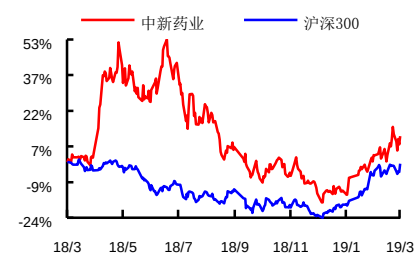
西南证券研究发展中心

分析师：朱国广
 执业证号：S1250513110001
 电话：021-58351962
 邮箱：zhugg@swsc.com.cn

分析师：陈铁林
 执业证号：S1250516100001
 电话：023-67909731
 邮箱：ctl@swsc.com.cn

分析师：何治力
 执业证号：S1250515090002
 电话：023-67898264
 邮箱：hzl@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)	7.69
流通A股(亿股)	5.66
52周内股价区间(元)	11.88-21.96
总市值(亿元)	122.87
总资产(亿元)	71.05
每股净资产(元)	6.41

相关研究

1. 中新药业（600329）：业绩稳定增长，继续看好公司变化（2018-10-31）
2. 中新药业（600329）：大品种群快速增长，业绩继续超预期（2018-08-15）
3. 中新药业（600329）：产品提价效果显现，经营性拐点或出现（2018-05-04）

附表：财务预测与估值

利润表（百万元）	2018A	2019E	2020E	2021E	现金流量表（百万元）	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入	6358.62	7237.58	8180.95	9266.12	净利润	567.79	707.44	885.33	1091.90
营业成本	3722.83	4196.29	4704.33	5282.38	折旧与摊销	81.34	74.20	74.20	74.20
营业税金及附加	71.21	79.45	91.11	102.80	财务费用	5.47	-2.09	-7.90	-13.15
销售费用	1699.29	1881.77	2086.14	2316.53	资产减值损失	16.12	25.00	25.00	25.00
管理费用	299.63	448.73	499.04	555.97	经营营运资本变动	-206.74	-492.22	-276.03	-310.17
财务费用	5.47	-2.09	-7.90	-13.15	其他	-113.83	-201.66	-239.98	-259.41
资产减值损失	16.12	25.00	25.00	25.00	经营活动现金流净额	350.14	110.67	460.62	608.37
投资收益	164.95	185.00	210.00	230.00	资本支出	-130.74	0.00	0.00	0.00
公允价值变动损益	3.31	3.31	3.31	3.31	其他	512.69	332.82	213.53	233.36
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	381.95	332.82	213.53	233.36
营业利润	641.55	796.74	996.53	1229.91	短期借款	-10.00	-252.00	0.00	0.00
其他非经营损益	-0.92	1.57	1.51	1.60	长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
利润总额	640.63	798.31	998.05	1231.50	股权融资	8.62	0.00	0.00	0.00
所得税	72.84	90.87	112.72	139.61	支付股利	0.00	0.00	0.00	0.00
净利润	567.79	707.44	885.33	1091.90	其他	-250.76	-175.22	7.90	13.15
少数股东损益	6.11	7.61	9.52	11.75	筹资活动现金流净额	-252.14	-427.22	7.90	13.15
归属母公司股东净利润	561.68	699.83	875.80	1080.15	现金流量净额	479.95	16.27	682.05	854.88
资产负债表（百万元）	2018A	2019E	2020E	2021E	财务分析指标	2018A	2019E	2020E	2021E
货币资金	1467.09	1483.35	2165.40	3020.28	成长能力				
应收和预付款项	1867.81	2147.59	2432.32	2746.33	销售收入增长率	11.77%	13.82%	13.03%	13.26%
存货	1328.37	1485.66	1668.62	1875.97	营业利润增长率	21.88%	24.19%	25.08%	23.42%
其他流动资产	116.77	125.54	134.96	145.79	净利润增长率	19.97%	24.60%	25.15%	23.33%
长期股权投资	630.93	630.93	630.93	630.93	EBITDA 增长率	19.43%	19.29%	22.33%	21.46%
投资性房地产	23.58	24.56	24.34	24.29	获利能力				
固定资产和在建工程	1199.67	1143.68	1087.70	1031.71	毛利率	41.45%	42.02%	42.50%	42.99%
无形资产和开发支出	174.86	157.51	140.15	122.80	三费率	31.52%	32.17%	31.50%	30.86%
其他非流动资产	296.23	149.88	149.01	148.15	净利率	8.93%	9.77%	10.82%	11.78%
资产总计	7105.31	7348.69	8433.42	9746.24	ROE	11.23%	12.46%	13.49%	14.26%
短期借款	252.00	0.00	0.00	0.00	ROA	7.99%	9.63%	10.50%	11.20%
应付和预收款项	814.12	936.88	1052.69	1178.50	ROIC	17.53%	18.65%	20.78%	23.75%
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA/销售收入	11.45%	12.00%	12.99%	13.93%
其他负债	984.79	731.90	815.49	910.60	营运能力				
负债合计	2050.91	1668.78	1868.18	2089.10	总资产周转率	0.93	1.00	1.04	1.02
股本	768.87	768.87	768.87	768.87	固定资产周转率	7.77	8.92	10.82	13.24
资本公积	1323.86	1323.86	1323.86	1323.86	应收账款周转率	4.95	5.11	5.07	5.07
留存收益	2752.34	3452.17	4327.97	5408.12	存货周转率	3.03	2.97	2.96	2.96
归属母公司股东权益	4926.99	5544.90	6420.70	7500.85	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	94.12%	—	—	—
少数股东权益	127.41	135.02	144.54	156.29	资本结构				
股东权益合计	5054.40	5679.92	6565.24	7657.14	资产负债率	28.86%	22.71%	22.15%	21.43%
负债和股东权益合计	7105.31	7348.69	8433.42	9746.24	带息债务/总负债	12.29%	0.00%	0.00%	0.00%
					流动比率	2.50	3.22	3.50	3.80
					速动比率	1.80	2.31	2.59	2.89
					股利支付率	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
					每股指标				
					每股收益	0.73	0.91	1.14	1.40
					每股净资产	6.57	7.39	8.54	9.96
					每股经营现金	0.46	0.14	0.60	0.79
					每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00
业绩和估值指标	2018A	2019E	2020E	2021E					
EBITDA	728.36	868.85	1062.84	1290.96					
PE	21.87	17.56	14.03	11.37					
PB	2.43	2.16	1.87	1.60					
PS	1.93	1.70	1.50	1.33					
EV/EBITDA	14.64	12.12	9.27	6.97					
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	地区销售副总监	021-68411030	15900516330	hlj@swsc.com.cn
	张方毅	高级销售经理	021-68413959	15821376156	zfyi@swsc.com.cn
	汪文沁	高级销售经理	021-68415380	15201796002	wwq@swsc.com.cn
	王慧芳	高级销售经理	021-68415861	17321300873	whf@swsc.com.cn
	涂诗佳	销售经理	021-68415296	18221919508	tsj@swsc.com.cn
	杨博睿	销售经理	021-68415861	13166156063	ybz@swsc.com.cn
	丁可莎	销售经理	021-68416017	13122661803	dks@swsc.com.cn
北京	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	路剑	高级销售经理	010-57758566	18500869149	lujian@swsc.com.cn
	张岚	高级销售经理	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	刘致莹	销售经理	010-57758619	17710335169	liuzy@swsc.com.cn
广深	王湘杰	销售经理	0755-26671517	13480920685	wxj@swsc.com.cn
	余燕伶	销售经理	0755-26820395	13510223581	yyi@swsc.com.cn
	花洁	销售经理	0755-26673231	18620838809	huaj@swsc.com.cn
	孙瑶瑶	销售经理	0755-26833581	13480870918	sunyaoyao@swsc.com.cn
	陈霄（广州）	销售经理	15521010968	15521010968	chenxiao@swsc.com.cn