

国企改革方案落地, 股票期权激励激发新活力

投资要点

- **事件:** 公司发布2019年股票期权激励计划, 拟向激励对象授予2842万份股票期权数量, 占公司股本的1.0%, 行权价格为21.54元/A股, 其中首次授予2596万份, 占本计划股票期权授予总数的91.3%, 预留246万份。
- **激励范围广泛且力度大, 有望充分调动团队潜力:** 本次激励包括8位核心高管团队以及207位中层管理人员及核心骨干, 其中, 高管团队合计授权291万份, 人均授权36.4万份, 其余人员人均11.1万份, 按照21.54元/A股的授权价格, 本次首期授权份额的市值共计5.6亿元, 高管人均市值783.5万元, 其他人员人均市值为239.9万元, 远高于人均年均薪酬水平, 体现了此次激励方案的范围之广、力度之大, 有望充分激发公司高管和核心骨干人员的积极性, 提高公司经营效率。
- **本次激励计划质和量兼顾, 盈利质量和研发创新考核是亮点:** 本次激励方案中, 根据公司“质量、规模、创新”为核心的战略导向, 考核指标兼顾了业绩、盈利质量以及研发创新等, 1) **收入端:** 以2016年至2018年平均营业收入为基数, 2020-2022年复合收入增长率不低于10.0%、10.0%、10.0%, 且收入规模不低于1750亿、1850亿、2000亿元; 2) **ROE(加权):** 2020-2022年公司加权平均净资产收益率不低于12.0%、12.2%、12.4%; 3) **研发端:** 2020-2022年公司研发投入不低于9亿、9.5亿、10.0亿元; 4) **业绩综合指数:** 2020-2022年综合指数均不低于对标企业75分位。再细分来看, 本次业绩综合指数评价体系中, 净资产收益率、工业收入增长率、商业收入以及研发费用的权重占比分别为40%、30%、10%、20%, 进一步体现了本次激励方案对盈利质量提升、收入结构改善(更加注重工业销售增长)、研发费用投入力度的重视, 将为公司逐步转向研发创新性企业奠定基础。
- **盈利预测与评级。** 我们预计2019-2021年EPS分别为1.48元、1.66元和1.83元, 对应当前股价估值分别为15倍、13倍和12倍。公司作为国内医药工商领域的龙头之一, 本次大力度的激励方案有望充分激发管理层积极性, 为公司长期稳健的增长奠定基础, 目标价为26.6元, 首次覆盖给予“买入”评级。
- **风险提示:** 产品研发或不及预期; 药品招标大幅降价风险; 行业竞争加剧风险。

指标/年度	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	159084.40	171488.04	185514.88	199254.19
增长率	21.58%	7.80%	8.18%	7.41%
归属母公司净利润(百万元)	3881.06	4217.72	4706.91	5201.39
增长率	10.24%	8.67%	11.60%	10.51%
每股收益EPS(元)	1.37	1.48	1.66	1.83
净资产收益率ROE	9.60%	9.56%	9.87%	9.99%
PE	16	15	13	12
PB	1.32	1.21	1.12	1.04

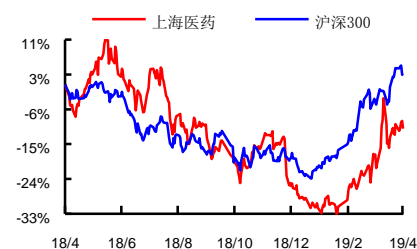
数据来源: Wind, 西南证券

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

相对指数表现



数据来源: 聚源数据

基础数据

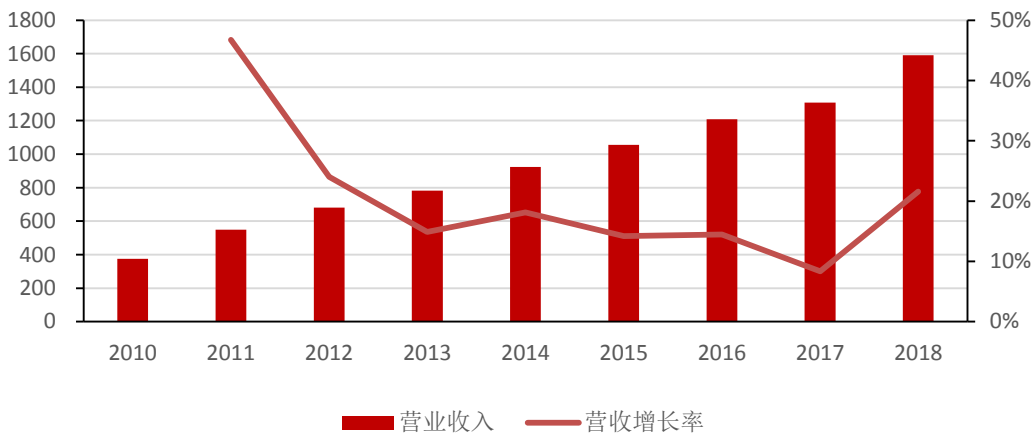
总股本(亿股)	28.42
流通A股(亿股)	19.23
52周内股价区间(元)	16.04-27.04
总市值(亿元)	613.89
总资产(亿元)	1,268.79
每股净资产(元)	13.73

相关研究

1 公司概况

公司是国内医药领域的领先企业，主营业务覆盖医药工业、分销与零售，具备独特的产业链综合优势，能够最大程度地分享中国医药健康行业的持续增长机会，并能通过业务板块间的资源共享产生协同效应。公司近些年持续深化集约化发展，凝聚发展合力，加速创新突破，扩张商业版图，拓展国际业务、强化资本运作，实现了经营业绩稳步增长以及经营质量、盈利能力、创新动力、运营效率、行业地位提升。

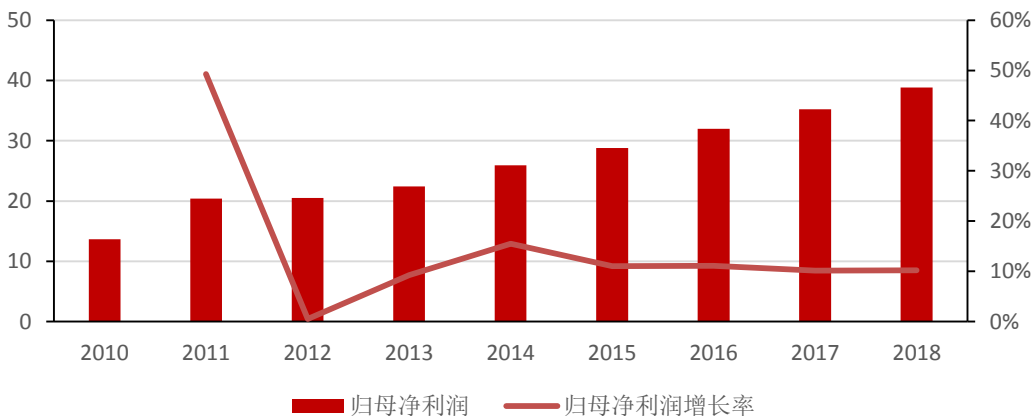
图 1：2010-2018 年公司营业收入及增速（亿元）



数据来源：wind，西南证券整理

2010 年至 2018 年，公司营业收入由 374.1 亿增长至 1590.8 亿元，年均复合增速为 19.8%，归母净利润由 13.7 亿元增长至 38.8 亿元，年均复合增速为 13.9%，近五年来持续保持 10% 以上的稳健增长。

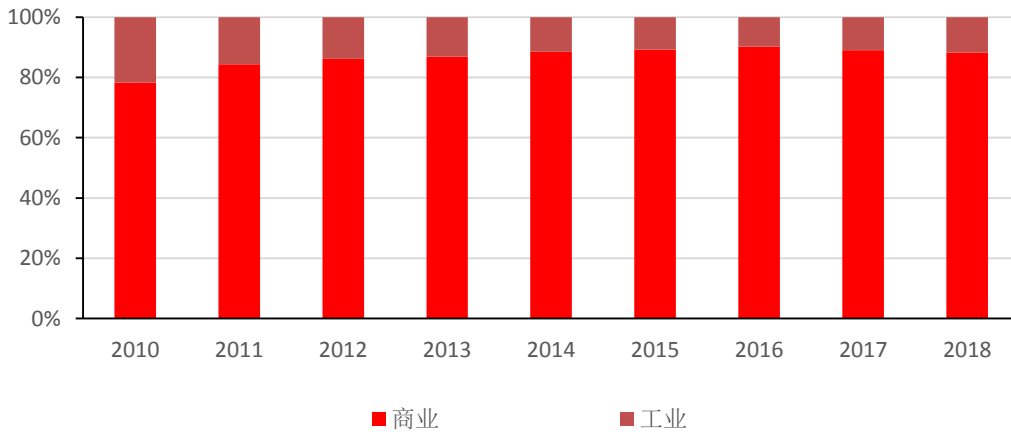
图 2：2010-2018 年公司归母净利润及增速（亿元）



数据来源：wind，西南证券整理

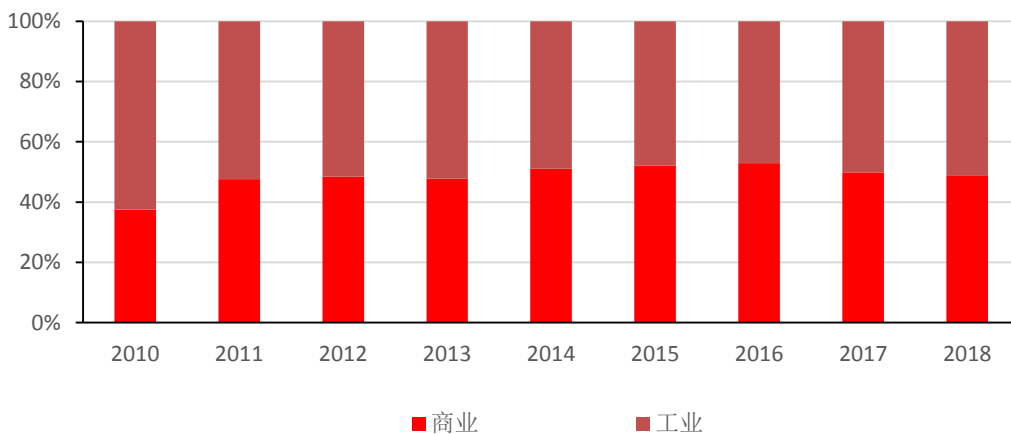
公司产品收入主要来源于医药商业和工业产品，医药商业是公司长期主要的收入来源，2018 年商业收入占商业和工业收入总和的 88.3%，但由于工业毛利率远高于医药商业，2018 年工业毛利占据 51.3%。

图 3：2010-2018 年公司商业和工业收入结构



数据来源：wind，西南证券整理

图 4：2010-2018 年公司商业和工业毛利占比



数据来源：wind，西南证券整理

2 盈利预测与估值

关键假设:

假设 1: 医药商业预计 2019-2021 年收入增速分别为 7.1%、7.2%、6.2%，毛利率分别为 7.5%、7.5%、7.5%；

假设 2: 医药工业预计 2019-2021 年收入增速分别为 15%、18%、18%，毛利率分别为 60.0%、60.0%、60.0%。

基于以上假设，我们预测公司 2019-2021 年分业务收入成本如下表：

表 1: 主要业务收入及毛利率

单位: 亿元	2018A	2019E	2020E	2021E
营业总收入	1590.9	1714.9	1855.2	1992.5
yoy	22.1%	7.8%	8.2%	7.4%
毛利率	14.2%	14.6%	15.0%	15.5%
医药商业	1466.5	1571.3	1683.7	1788.2
yoy	20.4%	7.1%	7.2%	6.2%
毛利率	7.4%	7.5%	7.5%	7.5%
医药工业	194.6	223.8	264.1	311.6
yoy	29.9%	15.0%	18.0%	18.0%
毛利率	58.9%	60.0%	60.0%	60.0%

数据来源: wind, 西南证券

我们选择九州通和华东医药作为可比公司，2019 年平均估值为 18 倍。我们预计公司 2019-2021 年 EPS 分别为 1.48 元、1.66 元和 1.83 元。参考可比公司，我们给予公司 2019 年 18 倍估值，对应目标价 26.6 元，首次覆盖给予“买入”评级。

表 2: 可比公司估值情况

代码	简称	最新市值 (亿元)	归母净利润 (亿元)				PE			
			2017A	2018E	2019E	2020E	2017A	2018E	2019E	2020E
000963.SZ	华东医药	502	17.8	22.0	27.1	33.5	28.2	22.8	18.5	15.0
600998.SH	九州通	300	14.5	13.7	17.1	21.3	24.6	21.9	17.5	14.1
平均							26.4	22.3	18.0	14.5

数据来源: wind, 西南证券整理。注: wind 一致预期截止 2019-4-10

附表：财务预测与估值

利润表 (百万元)					现金流量表 (百万元)				
	2018A	2019E	2020E	2021E		2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入	159084.40	171488.04	185514.88	199254.19	净利润	4456.26	4836.84	5397.83	5910.68
营业成本	136521.47	146450.65	157725.54	168451.58	折旧与摊销	1302.21	2180.96	2254.21	2291.73
营业税金及附加	509.03	525.49	574.81	618.48	财务费用	1230.46	257.23	278.27	298.88
销售费用	11058.10	13719.04	15212.22	16936.61	资产减值损失	995.52	200.00	230.00	250.00
管理费用	4075.11	5058.90	5565.45	6176.88	经营营运资本变动	-10900.26	-8025.26	-3398.00	-3266.12
财务费用	1230.46	257.23	278.27	298.88	其他	6050.93	-522.44	-452.01	-507.06
资产减值损失	995.52	200.00	230.00	250.00	经营活动现金流净额	3135.11	-1072.66	4310.30	4978.10
投资收益	1263.09	450.00	470.00	491.00	资本支出	-6402.69	-30.00	-20.00	-10.00
公允价值变动损益	15.89	15.89	15.89	15.89	其他	-1290.05	677.70	485.89	506.89
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	-7692.74	647.70	465.89	496.89
营业利润	5208.33	5742.62	6414.47	7028.65	短期借款	5594.37	2532.63	-1801.41	-2358.29
其他非经营损益	135.05	50.00	50.00	50.00	长期借款	5663.45	0.00	0.00	0.00
利润总额	5343.38	5792.62	6464.47	7078.65	股权融资	2490.92	0.00	0.00	0.00
所得税	887.12	955.78	1066.64	1167.98	支付股利	-1079.99	-1190.56	-1293.83	-1443.89
净利润	4456.26	4836.84	5397.83	5910.68	其他	-5142.42	-2462.97	-278.27	-298.88
少数股东损益	575.20	619.12	690.92	709.28	筹资活动现金流净额	7526.32	-1120.90	-3373.51	-4101.07
归属母公司股东净利润	3881.06	4217.72	4706.91	5201.39	现金流量净额	3036.14	-1545.86	1402.68	1373.93
资产负债表 (百万元)					财务分析指标				
	2018A	2019E	2020E	2021E		2018A	2019E	2020E	2021E
货币资金	18694.67	17148.80	18551.49	19925.42	成长能力				
应收和预付款项	46021.49	46114.16	50240.44	54134.54	销售收入增长率	21.58%	7.80%	8.18%	7.41%
存货	25024.01	26988.20	29090.17	31089.91	营业利润增长率	-0.38%	10.26%	11.70%	9.57%
其他流动资产	3537.71	1102.41	1192.58	1280.90	净利润增长率	9.82%	8.54%	11.60%	9.50%
长期股权投资	4366.60	4366.60	4366.60	4366.60	EBITDA 增长率	13.19%	5.68%	9.37%	7.51%
投资性房地产	305.83	305.83	305.83	305.83	获利能力				
固定资产和在建工程	10194.56	8531.45	6785.08	4991.20	毛利率	14.18%	14.60%	14.98%	15.46%
无形资产和开发支出	15628.45	15180.93	14733.41	14285.88	三费率	10.29%	11.10%	11.35%	11.75%
其他非流动资产	3106.00	3065.68	3025.35	2985.03	净利率	2.80%	2.82%	2.91%	2.97%
资产总计	126879.33	122804.06	128290.95	133365.32	ROE	9.60%	9.56%	9.87%	9.99%
短期借款	19340.30	21872.92	20071.51	17713.22	ROA	3.51%	3.94%	4.21%	4.43%
应付和预收款项	37090.49	38622.65	41806.95	44772.83	ROIC	9.34%	7.03%	7.36%	7.83%
长期借款	6622.99	6622.99	6622.99	6622.99	EBITDA/销售收入	4.87%	4.77%	4.82%	4.83%
其他负债	17392.28	5113.30	5113.30	5113.30	营运能力				
负债合计	80446.06	72231.87	73614.76	74222.35	总资产周转率	1.44	1.37	1.48	1.52
股本	2842.09	2842.09	2842.09	2842.09	固定资产周转率	20.20	21.02	26.33	35.74
资本公积	15845.03	15845.03	15845.03	15845.03	应收账款周转率	4.15	3.93	4.09	4.05
留存收益	20819.09	23846.25	27259.33	31016.84	存货周转率	6.32	5.52	5.53	5.51
归属母公司股东权益	39013.57	42533.38	45946.46	49703.96	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	113.58%	—	—	—
少数股东权益	7419.70	8038.81	8729.74	9439.02	资本结构				
股东权益合计	46433.27	50572.19	54676.19	59142.98	资产负债率	63.40%	58.82%	57.38%	55.65%
负债和股东权益合计	126879.33	122804.06	128290.95	133365.32	带息债务/总负债	36.00%	43.60%	40.33%	36.83%
					流动比率	1.36	1.51	1.60	1.70
					速动比率	0.99	1.06	1.13	1.21
					股利支付率	27.83%	28.23%	27.49%	27.76%
业绩和估值指标					每股指标				
	2018A	2019E	2020E	2021E		2018A	2019E	2020E	2021E
EBITDA	7741.00	8180.82	8946.96	9619.26	每股收益	1.37	1.48	1.66	1.83
PE	15.82	14.56	13.04	11.80	每股净资产	16.34	17.79	19.24	20.81
PB	1.32	1.21	1.12	1.04	每股经营现金	1.10	-0.38	1.52	1.75
PS	0.39	0.36	0.33	0.31	每股股利	0.38	0.42	0.46	0.51
EV/EBITDA	9.14	8.81	7.70	6.78					
股息率	1.76%	1.94%	2.11%	2.35%					

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
	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