

日期: 2019年04月29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

业绩符合预期

深化基层医疗机构、零售药店的渠道布局

■ 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, 经营性现金流量净额大幅改善

公司2018年实现营业收入871.36亿元, 同比增长17.84%; 实现归母净利润13.41亿元, 同比下降7.26%, 主要原因是上年同期汉阳地块旧城改建项目征收补偿款等因素; 实现扣非归母净利润12.28亿元, 同比增长21.61%, 全年业绩符合预期。分季度来看, 公司2018年第四季度实现营业收入233.90亿元, 同比增长20.05%; 实现归母净利润5.69亿元, 同比上升16.03%; 实现扣非归母净利润5.44亿元, 同比增长19.66%, 扣非归母净利润规模高于前三季度的主要原因是, 供应商给予公司的销售奖励折让根据年度协议完成情况有相当部分在第四季度体现。公司2018年经营活动现金流量净额为12.22亿元, 较上年同期的-10.12亿元大幅改善, 主要是公司2018年有效控制了账期较长医院的销售、加大应收账款清收力度、提升下游客户现金支付考核占比等因素所致。

公司规模优势明显, 在31个省级医药物流中心的基础上, 向下延伸并设立了96家地市级分销物流中心, 地市级分销物流中心的数量2018年同比增长18.5%, 进一步完善公司的全国性商业网络布局。

受益于“营改增”、分级诊疗等政策的积极影响, 基层医疗机构渠道、零售药店渠道的销售快速增长

分渠道来看, 公司零售药店渠道2018年实现收入225.66亿元, 同比增长33.78%, 其中连锁药店、单体药店分别同比增长34.69%、31.42%, 受“营改增”等政策影响, 零售药店由向区域性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。

公司医疗机构渠道2018年实现收入297.34亿元, 同比增长33.14%, 一方面, 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, 二级及以上医院市场2018年实现收入181.95亿元, 同比增长24.49%, 另一方面, 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2018年实现收入115.39亿元, 同比增长49.55%。公司计划2019年扩大基层医疗机构覆盖率, 区县配送权覆盖率达到三分之二以上。同时, 公司逐步拓展与基层医疗机构的服务内容, 于2019年4月与卫宁健康签订合作协议, 拟成立合资公司, 共同

基本数据 (2018Q4)

报告日股价 (元)	14.84
12mth A 股价格区间 (元)	13.33-20.34
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
每股净资产 (元)	8.17
PBR (X)	1.82
DPS (Y2018, 元)	10 派 1.00

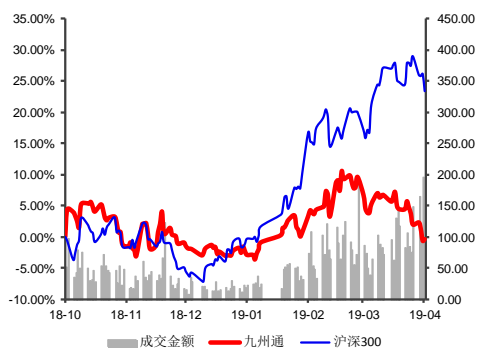
主要股东 (2018Q4)

上海弘康实业投资有限公司	23.30%
楚昌投资集团有限公司	15.16%
狮龙国际集团(香港)有限公司	11.39%

收入结构 (2018Y)

医药批发及相关业务	95.77%
医药零售	2.25%
医药工业	1.77%

最近 6 个月股票与沪深 300 比较



拓展基层医疗机构市场的医疗服务、健康管理与医药产品销售服务等。

在分级诊疗等政策背景下，药品消费渠道向基层医疗机构、OTC药店市场转移，公司顺应市场变化重点向基层医疗机构倾斜，巩固公司在基层医疗机构和OTC药店市场的龙头地位，提升市场占有率，带动公司业绩增速高于医药流通行业整体。

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2018年实现收入685.55亿元，同比增长15.37%，销售毛利率为8.51%，同比上升0.41个百分点；2) 中药材与中药饮片业务2018年实现收入33.97亿元，同比增长20.53%，销售毛利率为13.74%，同比上升0.44个百分点；3) 医疗器械与计生用品业务2018年实现收入112.21亿元，同比增长60.85%，公司全资子公司器械集团2018年收购及成立16家子公司，扩大市场覆盖范围，带动医疗器械与计生用品业务2018年保持高速增长的势头，销售毛利率为7.43%，同比下降0.72个百分点，主要原因是强生超声刀、吻合器等专业产品收入占比大且毛利率水平偏低等；4) 消费品业务2018年实现收入37.84亿元，同比下降16.13%，主要是公司2018年调整消费品业务的产品结构和客户渠道，压缩了资金量占用大且毛利低的部分渠道品牌业务。

持续拓展FBBC业务体系，有望成为公司新的业绩增长点

公司2018年B2B线上业务实现收入82.05亿元，同比增长156.30%。公司2018年进一步拓展FBBC业务体系，该业务体系未来包括B2B交易平台、B2C交易平台、智能健康服务平台等三大平台功能。一方面，FBBC业务帮助供应商和入驻药店获得更多产品信息，保障业务增长；另一方面，FBBC业务促进公司业务增长及向平台转型。公司计划2019年搭建终端运营管理体系，提高品种满足率，推广云药店平台的同时开拓区域诊所业务，FBBC平台销售及整体B2B业务销售有望在2019年保持高速增长。

■ 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

结合2018年年报调整公司19、20年EPS至0.88、1.06元，以4月25日收盘价14.84元计算，动态PE分别为16.93倍和14.03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)	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入	87,136.36	103,465.20	120,324.18	140,659.59
年增长率	17.84%	18.74%	16.29%	16.90%
归属于母公司的净利润	1,340.58	1,645.63	1,985.96	2,419.01
年增长率	-7.26%	22.76%	20.68%	21.81%
每股收益 (元)	0.71	0.88	1.06	1.29
PER (X)	20.79	16.93	14.03	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	2018A	2019E	2020E	2021E
货币资金	12,700	14,488	16,638	18,604
存货	13,891	15,543	18,070	20,505
应收账款及票据	26,486	24,097	30,049	30,904
其他	3,980	3,901	5,179	5,423
流动资产合计	57,057	58,029	69,935	75,436
长期股权投资	1,515	1,515	1,515	1,515
固定资产	5,184	4,865	4,547	4,228
在建工程	844	844	844	844
无形资产	1,291	1,233	1,174	1,116
其他	783	715	688	678
非流动资产合计	9,618	9,173	8,768	8,382
资产总计	66,674	67,202	78,703	83,818
短期借款	10,251	10,251	10,251	10,251
应付账款及票据	28,928	29,164	38,381	40,573
其他	5,087	3,828	4,004	4,427
流动负债合计	44,266	43,243	52,636	55,251
长期借款和应付债券	1,626	1,575	1,592	1,598
其他	400	306	351	352
非流动负债合计	2,026	1,881	1,943	1,950
负债合计	46,292	45,124	54,579	57,201
少数股东权益	1,915	1,965	2,026	2,099
股东权益合计	20,382	22,078	24,124	26,617
负债和股东权益总计	66,674	67,202	78,703	83,818

现金流量表 (单位: 百万元)

指标	2018A	2019E	2020E	2021E
净利润	1,381	1,646	1,986	2,419
折旧和摊销	436	377	377	377
营运资本变动	1,263	(767)	66	(969)
经营活动现金流	1,222	2,252	3,622	3,016
资本支出	(127)	0	0	0
投资收益	55	0	0	0
投资活动现金流	(1,518)	3	(2)	0
股权融资	(1)	0	0	0
负债变化	114	0	0	0
股息支出	0	0	0	0
融资活动现金流	2,251	(467)	(1,470)	(1,049)
净现金流	1,955	1,788	2,150	1,967

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	87,136	103,465	120,324	140,660
营业成本	79,614	94,609	110,004	128,584
营业税金及附加	208	237	283	330
营业费用	2,818	3,259	3,670	4,431
管理费用	1,819	2,193	2,575	2,976
财务费用	867	946	1,132	1,115
资产减值损失	67	123	129	142
投资收益	55	0	0	0
公允价值变动损益	5	0	0	0
营业利润	1,830	2,098	2,530	3,082
营业外收支净额	1	1	3	3
利润总额	1,831	2,099	2,533	3,085
所得税	449	403	486	592
净利润	1,381	1,696	2,047	2,493
少数股东损益	41	50	61	74
归属母公司股东净利润	1,341	1,646	1,986	2,419

财务比率分析

指标	2018A	2019E	2020E	2021E
总收入增长率	17.84%	18.74%	16.29%	16.90%
EBITDA 增长率	25.81%	11.32%	18.09%	13.24%
EBIT 增长率	27.67%	14.01%	20.34%	14.60%
净利润增长率	-7.26%	22.76%	20.68%	21.81%
毛利率	8.63%	8.56%	8.58%	8.59%
EBITDA/总收入	3.53%	3.31%	3.36%	3.25%
EBIT/总收入	3.06%	2.94%	3.04%	2.98%
净利润率	1.54%	1.59%	1.65%	1.72%
资产负债率	69.43%	67.15%	69.35%	68.24%
流动比率	1.29	1.34	1.33	1.37
速动比率	0.98	0.98	0.99	0.99
总资产回报率 (ROA)	2.07%	2.52%	2.60%	2.97%
净资产收益率 (ROE)	7.26%	8.18%	8.99%	9.87%
EV/营业收入	0.5	0.3	0.3	0.2
EV/EBITDA	9.1	7.9	6.1	5.0
PE	20.8	16.9	14.0	11.5
PB	1.5	1.4	1.3	1.1

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。