



分析师：金鑫

Tel: 021-53686163

E-mail: jinxin1@shzq.com

SAC 证书编号：S0870518030001

基本数据 (2019Q1)

报告日股价 (元)	19.20
12mth A 股价格区间 (元)	15.79-26.88
总股本 (百万股)	2,842.09
无限售 A 股/总股本	100%
流通市值 (亿元)	379
每股净资产 (元)	14.11
PBR (X)	1.36
DPS (Y2018, 元)	10 派 4.10 元

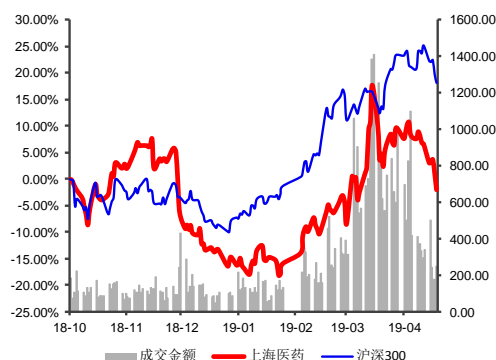
主要股东 (2019Q1)

HKSCC NOMINEES LIMITED	31.08%
上药集团	25.21%
上实集团及其全资附属子公司及上海上实	8.39%

收入结构 (2018Y)

分销	87.65%
工业	12.23%
零售	4.53%
抵消	-4.93%

最近 6 个月股票与沪深 300 比较



收入增速同比明显上升 持续加码研发投入

■ 公司动态事项

公司发布2019年第一季度报告。

■ 事项点评

收入增速同比明显上升

公司2019年第一季度实现营业收入460.07亿元，同比增长26.44%，收入增速同比明显上升，主要是商业板块收入快速增长等因素所致；实现归母净利润11.26亿元，同比增长10.42%，低于收入增速，主要原因是毛利率水平同比下降等因素所致；实现扣非归母净利润10.40亿元，同比增长4.42%。公司2019年第一季度综合毛利率为14.05%，同比下降0.64个百分点，预计主要受低毛利的商业板块收入快速增长等因素所致。

工业板块维持快速增长的态势

公司工业板块维持快速增长的态势，2019年第一季度医药工业实现收入61.96亿元，同比增长24.85%；贡献利润5.13亿元，同比增长21.39%。公司持续加大研发投入，2019年第一季度研发费用总额达2.71亿元，同比增长26.65%。公司溶瘤病毒产品重组人5型腺病毒注射液（商品名：安柯瑞）收到《药品GMP证书》，计划将扩大市场规模，有利于满足市场需求和临床研究用产品需求。随着国内肿瘤免疫检查点抑制剂的陆续批准上市，安柯瑞有望成为PD-1及PD-L1联合用药的重要及首要选择。近年来公司在安柯瑞的研发上持续加码，已获批与上海八家三甲医院共同合作开展安柯瑞的上市后临床再评价研究工作，积极拓展新适应症。同时，公司将安柯瑞交由广东天普启动再上市计划，拓展肿瘤细分市场。

商业板块业绩表现靓丽，在进口药品代理等方面竞争优势明显

公司2019年第一季度医药商业实现销售收入398.10亿元，同比增长26.69%，预计收入端快速增长的原因是2018年2月并表上药康德乐、逐步消化“两票制”全面推行的负面影响等因素所致；贡献利润5.14亿元，同比增长13.92%。公司是规模领先的全国性分销龙头，2018年融合康德乐后成为国内最大的进口总代理商和分销商，进一步巩固公司在进口药品代理上的竞争优势，叠加终端覆盖能力强、纯销比例高等因素，商业板块有望保持稳健增长。

■ 风险提示

两票制等行业政策预期风险；仿制药一致性评价进度不及预期的风险；新药研发失败风险；商誉减值风险。

■ 投资建议

未来六个月，维持“谨慎增持”评级

预计公司19、20年EPS为1.46、1.59元，以4月26日收盘价19.20元计算，动态PE分别为13.14倍和12.07倍。我们认为，公司作为医药流通龙头企业，“两票制”背景下凭借规模优势、全国化分销网络布局等竞争优势，有望在本轮行业洗牌中提高纯销业务比例，占据更多的市场份额。此外，公司工商协同优势明显，工业板块坚持治疗领域与重点产品聚焦战略，保持较快增长的态势，长期来看丰富的在研品种储备有望驱动工业板块持续发展。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	159,084.40	171,085.04	184,094.91	197,588.71
年增长率	21.58%	7.54%	7.60%	7.33%
归属于母公司的净利润	3,881.06	4,154.20	4,519.90	4,815.90
年增长率	10.24%	7.04%	8.80%	6.55%
每股收益 (元)	1.37	1.46	1.59	1.69
PER (X)	14.06	13.14	12.07	11.33

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	18,695	26,518	34,978	45,445
存货	25,024	20,771	28,665	24,370
应收账款及票据	43,972	44,719	35,375	39,613
其他	5,587	3,561	4,558	4,514
流动资产合计	93,278	95,570	103,576	113,942
长期股权投资	4,367	4,367	4,367	4,367
固定资产	9,006	9,372	9,893	10,151
在建工程	1,598	1,598	1,598	1,598
无形资产	4,283	3,836	3,389	2,942
其他	14,347	14,028	13,881	13,838
非流动资产合计	33,601	33,201	33,128	32,896
资产总计	126,879	128,771	136,705	146,838
短期借款	19,340	20,944	21,966	21,917
应付账款及票据	35,148	38,394	40,995	44,173
其他	14,222	7,031	7,493	10,381
流动负债合计	68,710	66,370	70,453	76,471
长期借款和应付债券	9,620	9,620	9,620	9,620
其他	2,116	2,051	2,082	2,083
非流动负债合计	11,736	11,671	11,702	11,703
负债合计	80,446	78,041	82,155	88,174
少数股东权益	7,420	8,109	8,812	9,565
股东权益合计	46,433	50,730	54,549	58,664
负债和股东权益总计	126,879	128,771	136,705	146,838

现金流量表 (单位: 百万元)

指标	2018A	2019E	2020E	2021E
净利润	3,881	4,154	4,520	4,816
折旧和摊销	1,302	1,300	1,448	1,584
营运资本变动	3,759	3,560	3,376	5,852
经营活动现金流	3,135	9,696	9,784	12,653
资本支出	(1,581)	(1,219)	(1,522)	(1,395)
投资收益	1,263	1,389	1,528	1,681
投资活动现金流	(7,693)	186	30	265
股权融资	153	0	0	0
负债变化	8,304	(1,773)	302	390
股息支出	0	(1,246)	(1,356)	(1,445)
融资活动现金流	7,526	(2,059)	(1,354)	(2,450)
净现金流	2,969	7,824	8,460	10,467

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	159,084	171,085	184,095	197,589
营业成本	136,521	147,824	159,577	171,192
营业税金及附加	509	513	564	610
营业费用	11,058	11,805	12,518	13,436
管理费用	4,075	4,619	4,879	5,236
财务费用	1,230	1,382	1,265	1,328
资产减值损失	996	603	638	873
投资收益	1,263	1,389	1,528	1,681
公允价值变动损益	16	0	0	0
营业利润	5,208	5,729	6,182	6,595
营业外收支净额	135	142	149	156
利润总额	5,343	5,871	6,331	6,751
所得税	887	1,027	1,108	1,181
净利润	4,456	4,843	5,223	5,569
少数股东损益	575	689	703	754
归属母公司股东净利润	3,881	4,154	4,520	4,816

财务比率分析

指标	2018A	2019E	2020E	2021E
总收入增长率	21.58%	7.54%	7.60%	7.33%
EBITDA 增长率	29.96%	0.45%	5.76%	6.87%
EBIT 增长率	28.57%	-1.30%	4.73%	6.39%
净利润增长率	10.24%	7.04%	8.80%	6.55%
毛利率	14.18%	13.60%	13.32%	13.36%
EBITDA/总收入	5.26%	4.92%	4.83%	4.81%
EBIT/总收入	4.53%	4.16%	4.05%	4.01%
净利润率	2.44%	2.43%	2.46%	2.44%
资产负债率	63.40%	60.60%	60.10%	60.05%
流动比率	1.36	1.44	1.47	1.49
速动比率	0.99	1.13	1.06	1.17
总资产回报率 (ROA)	3.51%	3.76%	3.82%	3.79%
净资产收益率 (ROE)	9.95%	9.75%	9.88%	9.81%
EV/营业收入	0.5	0.4	0.4	0.3
EV/EBITDA	7.8	7.7	6.6	5.2
PE	14.1	13.1	12.1	11.3
PB	1.4	1.3	1.2	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。