

医药生物

从中报看流通行业拐点，不容错过的戴维斯双击

各大流通企业陆续发布中报，呈现业绩与现金流普遍好转的趋势。当前除了上海医药、瑞康医药尚未发布中报以外，其余主要的流通企业均已发布中报，我们选取了国药股份、国药一致（仅计算分销）、英特集团、重药控股、嘉事堂、鹭燕医药、柳药股份、九州通、南京医药、人民同泰等 10 大较为纯粹的流通企业中报进行分析，收入端、利润端、经营性现金流呈现普遍好转的趋势。

行业拐点已现，验证我们前期的三大预判。我们在 4 月 7 日强调了将给流通行业带来拐点的三大变化（后两票制时期带来的业绩拐点、零加成边际影响减弱带来的现金流拐点、信用利差缩小乃至于降息预期将给流通企业带来估值上的正面影响）；此后，我们在 4 月 14 日的周报中在市场中首次提出流通企业的估值体系，强调三大变化将对流通企业的估值产生持续的影响，而今各大流通企业中报业绩和现金流的变化、LPR 的改革以及未来的降息预期已经基本验证了我们此前的预判。

未来怎么看流通板块？维持三大变化将带来流通板块估值修复行情的观点，同时无需过分担心带量采购这个潜在变量。对于流通行业的存量信息来说，我们仍然维持此前的判断，认为今年是流通企业的业绩、现金流的拐点，同时降息预期有望给流通企业估值带来正面影响。而对于行业存在的潜在变量来说，我们认为无需对带量采购过于担忧：**1）我们始终认为，带量采购对于流通企业的影响是多空交织的，不能单纯将带量采购理解为利空。**从短期来看，如果带量采购的品种扩散度过快的话，确实有可能影响短期利润（实际上看目前的情况，第一批扩面乃至于第二批对于短期的影响相对可控），但在回款变好、行业集中度快速提升的过程中，净利润体量会呈现 V 字型。长期来看，带量采购体现到财报上的影响就是净利润体量整体上升、ROE 下降、周转加快、现金流好转。**2）创新药的快速上量可以一定程度弥补带量采购带来的药品收入规模的缺口，除非品种扩散度非常快，不然医药行业整体仍然会有个相对不错的增速。**

我们认为，当前医药流通板块绝对估值和相对估值仍处底部，正在经历戴维斯双击的过程，建议关注柳药股份、上海医药、国药股份。即使经历了这一波的中报行情之后，医药商业的绝对估值和相对医药行业整体的估值溢价率仍然处于历史的绝对底部，板块的 PE (TTM) 仅 15.88x，相对估值溢价率为 -53.46%，假设剔除表现好的药房之后，估值优势更加明显。而流通企业中，柳药股份估值性价比高、国药股份现金流最好、上海医药是全国性龙头，建议关注。

风险提示：医保控费持续加剧；行业整合不及预期。

增持（维持）

行业走势



作者

分析师 缪牧一

执业证书编号：S0680519010004

邮箱：miaomuyi@gszq.com

分析师 张金洋

执业证书编号：S0680519010001

邮箱：zhangjy@gszq.com

相关研究

- 1、《医药生物：产业趋势叠加行业比较，双重共振引发医药硬核资产的估值重塑》2019-08-25
- 2、《医药生物：医药风险偏好提升，重视中短期弹性；健友创新高之深度再思考》2019-08-18
- 3、《医药生物：从 7 大创新药服务商逻辑梳理再论 CXO 之高景气，继续推荐 2+X》2019-08-11



内容目录

一、从流通企业的陆续超预期看流通的行业性拐点	3
二、如何看待后续的流通板块？不容错过的戴维斯双击！	5
三、风险提示	6

图表目录

图表 1: 流通企业估值体系	3
图表 2: 流通企业样本	4
图表 3: 流通企业 2019H1 收入、利润与 2018A 情况比对	4
图表 4: 流通企业 2019H1 经营性现金流与 2018H1 情况比对	5
图表 5: 医药商业估值 VS 申万医药估值	5

一、从流通企业的陆续超预期看流通的行业性拐点

我们在今年4月7日的周报《再论流通》中明确提出了对流通行业的三大预判：

- **行业业绩拐点出现：**我们对于两票制一直以来的判断就是“短空长多”（两票制在各省落地后短期影响流通企业的调拨业务，长期则带来行业集中度的提高）。受到2017年开始的两票制“短空”因素的影响，部分流通企业2017年中报至2018年中报均有受到影响，综合考虑各省执行两票制的时间与缓冲期，我们在4月7日即做出判断，两票制的短空因素当时就已经出清，明确提出**2019年Q1**之后大部分流通企业的业绩增速将呈现逐季向好的趋势。
- **行业现金流拐点出现：**我们当时明确提出零加成是应收账款周转天数拉长的主要影响因素，而两票制影响部分区域流通龙头的应付账款周转天数，明确提出**这两项政策对于行业的影响在逐渐减弱，2019年是流通板块现金流转好的重要拐点！**
- **影响估值的信用利差有望缩小：**由于流通企业的“垫资”属性，财务费用占净利润比重较大，也就意味着流通企业估值对于信用利差的变化更加敏感，由于之前信用利差一直处于历史相对高位，我们明确提出**2019年信用利差有望缩小从而给流通板块估值带来积极效应。**

同时我们在4月14日的周报《流通估值锚在何方？》中，在市场上首次提出流通企业的估值体系，应一分为二的去看待流通企业的增速，其自身业务所能支撑的增速和需要外部融资来支撑的增速应享受不同的估值，而上述提到的三大预判可以在流通的估值体系中有明确的体现，流通企业在今年有望实现戴维斯双击！

图表1：流通企业估值体系

现有业务所支撑的净利润增速应以正常PEG计算：

$$\text{自身业务能支撑的收入增速}(A) = \frac{360}{\text{净营业周期}} \times \text{净利率}$$

$$\text{自身业务能支撑的净利润增速}(B) = \frac{A}{\text{整体收入增速}} \times \text{整体净利润增速}$$

外部融资部分支撑的净利润增速应给予PEG折价：

$$\text{外部融资所创造的价值}(C) = A - WACC$$

$$\text{外部融资支撑的净利润增速}(D) = \text{整体净利润增速} - B$$

$$\text{外部融资支撑的净利润增速的估值基础}(E) = D \times \frac{C}{A}$$

流通企业估值体系：

$$\text{流通企业PE} = (B + E) \times \text{基础PEG}$$

注：基础PEG随市场变动，同样与各个企业的天花板相关，如全国性流通企业天花板更高，基础PEG也应该相应提高

资料来源：国盛证券研究所

至今，完全印证了我们此前的判断：**1）业绩普遍超预期；2）大部分企业的现金流发生好转，这还只是中报，我们认为在2019年年报中会得到更加明显的体现；3）央行已经开始LPR利率改革，后续仍有降息预期。**

目前除了上海医药、瑞康医药以外，医药流通企业的中报已经基本全部发布，因此我们选取了**10**个较为纯粹的医药流通企业的中报情况，来细致地看看流通行业正在经历着的拐点。

图表 2: 流通企业样本

流通标的	简介
国药一致	两广分销龙头+国大药房
英特集团	浙江省流通龙头
重药控股	西部区域流通龙头，向全国进行扩张
嘉事堂	北京流通企业+全国型器械流通
鹭燕医药	福建省流通龙头，向江西、四川、安徽、海南、香港等地区扩张
国药股份	北京流通龙头+精麻类全国龙头
南京医药	江苏、安徽、福建、湖北等区域龙头
人民同泰	黑龙江省批零一体化龙头
九州通	全国流通龙头，专长于基层、药店
柳药股份	广西省批零一体化龙头

资料来源: 各公司公告, 国盛证券研究所

从各个公司的中报情况来看(我们对国药一致进行了处理,仅表现其分销业务的收入和利润增长情况),收入端和利润端均呈现明显的提速趋势,整体都存在着超预期的情况,主要的原因也是我们之前所提到的后两票制时期行业集中度提升的影响。从所选取的**10个标的**的具体分析来看:

- **收入端:** 仅有嘉事堂、鹭燕医药、九州通三个标的在2019年H1的收入端增速低于2018年全年,而即使是这三个标的,收入增速的下滑也并不大。
- **利润端:** 从能体现真实业务情况的扣非后归母净利润增速来看,仅有重药控股、嘉事堂、国药股份、南京医药的扣非后归母净利润增速低于2018年全年,而其中重药控股在17年8月进行重组,数据不可比,国药股份存在由于17年北京阳光采购导致的低基数影响。单看各个流通企业自身**2019年H1**的增速情况,利润端增速表现亮眼。

图表 3: 流通企业 2019H1 收入、利润与 2018A 情况对比

	收入增速		归母净利润增速		扣非后归母净利润增速	
	2019H1	2018A	2019H1	2018A	2019H1	2018A
国药一致	22.66%	3.92%	15.41%	11.89%		
英特集团	16.86%	8.38%	95.28%	12.41%	43.38%	13.89%
重药控股	33.80%	11.97%	49.70%	-37.57%	45.63%	375.46%
嘉事堂	20.17%	26.13%	13.98%	24.27%	15.29%	22.72%
鹭燕医药	34.97%	37.93%	48.65%	38.10%	46.51%	41.45%
国药股份	11.99%	6.77%	18.66%	23.01%	14.64%	24.36%
南京医药	18.21%	8.65%	15.01%	13.70%	13.89%	17.87%
人民同泰	13.88%	-11.91%	4.73%	1.44%	7.90%	3.96%
九州通	14.09%	17.84%	38.46%	-7.26%	25.91%	21.61%
柳药股份	30.47%	24.00%	39.35%	31.59%	37.22%	31.52%

资料来源: Wind, 国盛证券研究所

再来看看各个流通公司的**2019H1**与**2018H1**经营性现金流的对比,整体也呈现明显的好转。从10个标的的情况来看,仅有鹭燕医药、南京医药、人民同泰出现经营性现金流恶化的情况,其余的标的大部分都是大幅好转,其中鹭燕医药是因为进行省外扩张

所致（一般情况下，由于流通企业的“垫资”属性，扩张越快，现金流越差）。我们认为，由于流通企业的回款一般集中在 Q4，同时零加成的影响在逐季减弱，2019 年各个流通企业的年报中现金流改善将会更加明显。

图表 4: 流通企业 2019H1 经营性现金流与 2018H1 情况对比

	经营性现金流（亿元）		
	2019H	2018H1	变化数值
国药一致	11.64	2.25	9.38
英特集团	-3.56	-5.46	1.90
重药控股	-18.35	-18.85	0.50
嘉事堂	1.00	-3.21	4.21
鹭燕医药	-6.48	-2.23	-4.25
国药股份	6.91	5.14	1.77
南京医药	-15.52	-7.12	-8.40
人民同泰	-3.04	2.14	-5.18
九州通	-29.94	-48.95	19.01
柳药股份	-3.64	-5.01	1.37

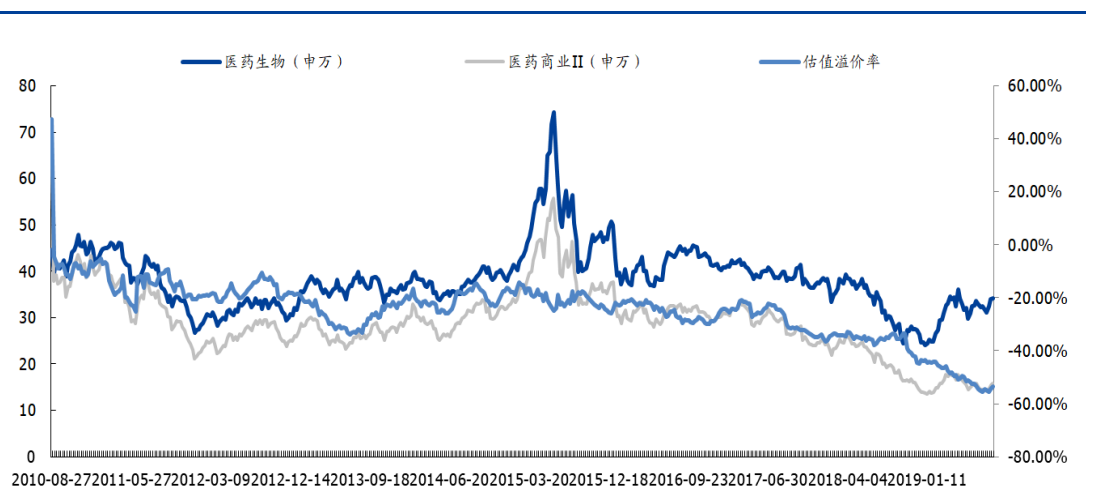
资料来源: Wind, 国盛证券研究所

二、如何看待后续的流通板块？不容错过的戴维斯双击！

当前时点，我们强烈建议重视流通行业正在经历着的戴维斯双击！建议关注柳药股份（估值性价比极高，19 年 30-35% 增速对应 14x）、国药股份（现金流最好，19 年 15% 左右增速对应 14x）、上海医药（全国性龙头，19 年 10% 左右增速对应 13x）！

即使经历了这一波的中报行情之后，医药商业的绝对估值和相对医药行业整体的估值溢价率仍然处于历史的绝对底部，板块的 PE（TTM）仅 15.88x，相对估值溢价率为 -53.46%，假设剔除表现好的药房之后，估值优势更加明显！

图表 5: 医药商业估值 VS 申万医药估值



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

对于流通行业的存量信息来说，我们仍然维持此前的判断，认为今年是流通企业的业绩、现金流的拐点，同时降息预期有望给流通企业估值带来正面影响。

而对于行业存在的潜在变量来说，我们认为无需对带量采购过于担忧：

- 我们始终认为，带量采购对于流通企业的影响是多空交织的，不能单纯将带量采购理解为利空。从短期来看，如果带量采购的品种扩散度过快的话，确实有可能影响短期利润（实际上看目前的情况，第一批扩面乃至第二批对于短期的影响相对可控），但在回款变好、行业集中度快速提升的过程中，净利润体量会呈现 V 字型。长期来看，带量采购体现到财报上的影响就是净利润体量整体上升、ROE 下降、周转加快、现金流好转。
- 创新药的快速上量可以一定程度弥补带量采购带来的药品收入规模的缺口，除非品种扩散度非常快，不然医药行业整体仍然会有个相对不错的增速。

三、风险提示

医保控费持续加剧；行业整合不及预期。

免责声明

国盛证券有限责任公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及其研究人员对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，可能会随时调整。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及资料保持在最新状态，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。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告所涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。

本报告版权归“国盛证券有限责任公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何机构或个人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。任何机构或个人如引用、刊发本报告，需注明出处为“国盛证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的任何观点均精准地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法，结论不受任何第三方的授意或影响。我们所得报酬的任何部分无论是在过去、现在及将来均不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

投资评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
评级标准为报告发布日后的6个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中A股市场以沪深300指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普500指数或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期基准指数涨幅在15%以上
		增持	相对同期基准指数涨幅在5%~15%之间
		持有	相对同期基准指数涨幅在-5%~+5%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在5%以上
	行业评级	增持	相对同期基准指数涨幅在10%以上
		中性	相对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
减持		相对同期基准指数跌幅在10%以上	

国盛证券研究所

北京

地址：北京市西城区平安里西大街26号楼3层

邮编：100032

传真：010-57671718

邮箱：gsresearch@gszq.com

南昌

地址：南昌市红谷滩新区凤凰中大道1115号北京银行大厦

邮编：330038

传真：0791-86281485

邮箱：gsresearch@gszq.com

上海

地址：上海市浦明路868号保利One56 1号楼10层

邮编：200120

电话：021-38934111

邮箱：gsresearch@gszq.com

深圳

地址：深圳市福田区福华三路100号鼎和大厦24楼

邮编：518033

邮箱：gsresearch@gszq.com