

日期: 2019年11月01日

行业: 零售业



分析师: 金鑫
Tel: 021-53686163
E-mail: jinxin1@shzq.com
SAC 证书编号: S0870518030001

19Q3 扣非归母净利润表现靓丽 工业板块依托“内生+外延”持续发力

■ 公司动态事项

公司发布2019年三季度报告。

■ 事项点评

19Q3 扣非归母净利润同比快速增长

公司2019年前三季度实现营业收入1,406.17亿元, 同比增长19.57%; 实现归母净利润33.99亿元, 同比增长0.80%; 实现扣非净利润20.95亿元, 同比增长10.66%。分季度来看, 公司2019Q3实现营业收入480.42亿元, 同比增长15.14%; 实现归母净利润11.13亿元, 同比下降16.88%, 主要是18Q3广东天普股权收购产生的非经常性收益较大导致上年同期基数偏高等因素所致; 实现扣非净利润9.75亿元, 同比增长44.82%。

工业板块持续快速增长, 与 BIOCAD 开展战略合作

分业务来看, 公司工业板块维持快速增长的态势, 2019年前三季度医药工业实现收入176.82亿元, 同比增长24.05%, 其中, 60个重点品种实现收入101.54亿元, 同比增长31.19%。公司持续加大研发投入, 2019年前三季度研发费用投入达8.6亿元, 同比增长13.74%。公司于2019年9月与BIOCAD签署合资协议, 引进包括阿达木单抗生物类似药、曲妥珠单抗生物类似药、贝伐珠单抗生物类似药、PD-1产品等在内的6个重磅生物药在大中华区的永久、独家的研发、生产、销售及其他商业化权利, 随着双方就大分子生物药研发持续深化战略合作, 有望持续丰富公司的生物创新研发管线。

公司2019年前三季度医药分销业务实现销售收入1,221.88亿元, 同比增长18.56%。公司推动创新业务快速发展, 整合市场资源的同时持续推动重点省份省级平台建设, 疫苗业务、器械分销业务同比分别增长92.33%、超30%。

股权激励增强公司内生性增长动力

公司于2019年10月公告披露股权激励计划(草案), 拟向公司高管、中层管理人员及核心技术、业务骨干等211名激励对象授予2,842.09万份股票期权, 就营业收入、加权平均净资产收益率、归母净利润、研发费用、业绩综合指数等方面设定业绩考核指标, 保障公司业绩稳健增长的同时确保公司在研发、盈利能力等方面具有竞争优势, 将公司中长期发展前景与核心员工利益紧密结合, 为公司持续稳健发展夯实基础。

基本数据 (2019Q3)

报告日股价 (元)	19.18
12mth A 股价格区间 (元)	15.79-23.66
总股本 (百万股)	2,842.09
无限售 A 股/总股本	100%
流通市值 (亿元)	545
每股净资产 (元)	14.40
PBR (X)	1.33
DPS (Y2018, 元)	10 派 4.10 元

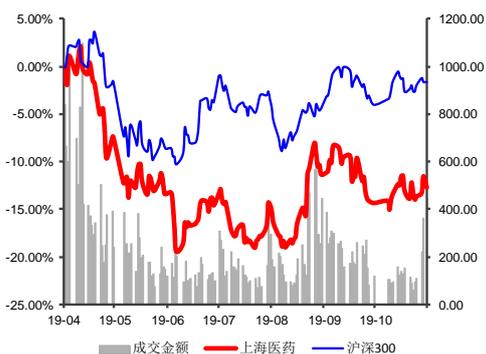
主要股东 (2019Q3)

HKSCC NOMINEES LIMITED	30.93%
上药集团	25.21%
上实集团及其全资附属子公司及上海上实	8.54%

收入结构 (2019H1)

分销	86.63%
工业	12.90%
零售	4.14%
抵消	-4.43%

最近 6 个月股票与沪深 300 比较



■ 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1.55、1.73元，以10月30日收盘价19.18元计算，动态PE分别为12.39倍和11.09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	186,699.81	215,945.43	245,278.16
年增长率	21.58%	17.36%	15.66%	13.58%
归属于母公司的净利润	3,881.06	4,397.88	4,913.83	5,423.71
年增长率	10.24%	13.32%	11.73%	10.38%
每股收益(元)	1.37	1.55	1.73	1.91
PER(X)	14.05	12.39	11.09	10.05

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	28,938	41,030	56,414
存货	25,024	26,648	27,884	32,750
应收账款及票据	43,972	49,702	52,647	60,880
其他	5,587	3,877	4,888	5,159
流动资产合计	93,278	109,166	126,449	155,202
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	142,367	159,577	188,098
短期借款	19,340	27,990	37,674	49,166
应付账款及票据	35,148	44,632	47,506	56,911
其他	14,222	7,133	7,598	10,586
流动负债合计	68,710	79,755	92,778	116,663
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	91,426	104,480	128,366
少数股东权益	7,420	8,149	8,913	9,762
股东权益合计	46,433	50,941	55,097	59,732
负债和股东权益总计	126,879	142,367	159,577	188,098

现金流量表 (单位: 百万元)

指标	2018A	2019E	2020E	2021E
净利润	3,881	4,398	4,914	5,424
折旧和摊销	1,302	1,300	1,448	1,584
营运资本变动	3,759	(1,277)	(1,991)	(1,293)
经营活动现金流	3,135	5,341	5,491	7,406
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	(1,165)	(1,319)	(1,474)	(1,627)
融资活动现金流	7,526	4,717	6,570	7,714
净现金流	2,969	10,244	12,091	15,384

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	186,700	215,945	245,278
营业成本	136,521	160,362	185,203	209,885
营业税金及附加	509	559	662	757
营业费用	11,058	12,882	14,684	16,679
管理费用	4,075	5,974	7,558	8,585
财务费用	1,230	1,580	1,884	2,524
资产减值损失	996	658	749	1,083
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	6,073	6,733	7,447
营业外收支净额	135	142	149	156
利润总额	5,343	6,215	6,882	7,603
所得税	887	1,088	1,204	1,331
净利润	4,456	5,127	5,678	6,272
少数股东损益	575	729	764	849
归属母公司股东净利润	3,881	4,398	4,914	5,424

财务比率分析

指标	2018A	2019E	2020E	2021E
总收入增长率	21.58%	17.36%	15.66%	13.58%
EBITDA 增长率	29.96%	6.92%	12.43%	14.78%
EBIT 增长率	28.57%	6.23%	12.61%	15.69%
净利润增长率	10.24%	13.32%	11.73%	10.38%
毛利率	14.18%	14.11%	14.24%	14.43%
EBITDA/总收入	5.26%	4.80%	4.66%	4.71%
EBIT/总收入	4.53%	4.10%	3.99%	4.06%
净利润率	2.44%	2.36%	2.28%	2.21%
资产负债率	63.40%	64.22%	65.47%	68.24%
流动比率	1.36	1.37	1.36	1.33
速动比率	0.99	1.03	1.06	1.05
总资产回报率 (ROA)	3.51%	3.60%	3.56%	3.33%
净资产收益率 (ROE)	9.95%	10.28%	10.64%	10.85%
EV/营业收入	0.5	0.4	0.4	0.3
EV/EBITDA	7.8	7.7	6.7	5.6
PE	14.0	12.4	11.1	10.1
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。