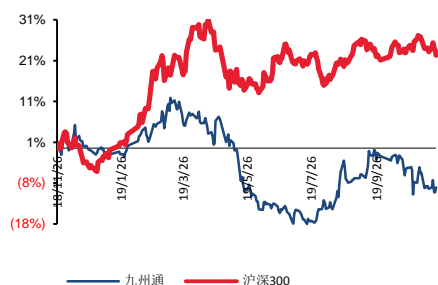


日常消费 食品与主要用品零售 II

全渠道代理模式有扩展趋势，将提升公司盈利能力

■ 走势比较



■ 股票数据

总股本/流通(百万股)	1,878/1,673
总市值/流通(百万元)	24,729/22,039
12个月最高/最低(元)	16.47/11.88

相关研究报告:

九州通(600998)《现金流大幅改善，盈利能力呈上升趋势》--2019/10/21

证券分析师: 杜佐远

电话: 010-88695263

E-MAIL: duzy@tpyzq.com

执业资格证书编码: S1190517110001

证券分析师: 蔡明子

电话: 010-88695263

E-MAIL: caimz@tpyzq.com

执业资格证书编码: S1190518050001

事件:

11月25日,公司公告称,与华海医药签订《战略合作框架协议》,华海将其在国家组织带量采购试点扩围中的中标品种“厄贝沙坦片”在除4+7带量采购城市及福建、河北医院之外的全渠道销售,全部委托给公司,公司负责在该渠道的销售推广及在联盟采购中选省份的物流配送保障,2019年11月-2020全年销售目标9亿片。

点评:

1. 全渠道代理模式有扩展趋势，将提升公司盈利能力

11月初,东阳光药业就已经将其产品包括但不限于“磷酸奥司他韦(可威)”三个单独规格,正式授权公司在大陆OTC渠道独家总代理权,合作期限三年(预计第一个合作年度销售额12亿,2021年20亿以上);本次与华海的合作,印证出流通龙头企业的“渠道管理+产品推广”能力在带量采购后愈加被工业企业重视。

在带量采购扩围背景下,全渠道代理模式,能够整合双方自愿,提升工商企业的运营效率,获得更大市场份额,在考虑配送费及上游返点后,能够有效提升公司毛利率及净利率水平。预计公司未来还将继续拓展其他品牌供应商中标品种及其他非中标品种在医疗机构及零售药店等全渠道的销售,增厚公司业绩。

2. 高毛利业务逐步进入收获期，优化商品结构

批发:在配送业务上,公司网络覆盖全国95%以上省市,全布局多以自建为主,并购时议价能力强,商誉仅占净资产比例0.7%;渠道加速下沉,终端销售占比快速提升,19H1二级及以上医院纯销业务同比增长26%;基层医疗机构同比增长30%。

零售(好药师):前三季度零售业务实现收入13.57亿,同比减少6.41%,主要是由于公司持续推进B2C电子商务业务经营战略调整与业务转型,由前期追求规模的导向转变为以经营质量为中心;同时,上年同期好药师与平安健康合作的“健康大作战”项目,以及与惠氏奶粉的合作项目等,今年不再进行所致。截止上半年好药师共1132家(含加盟店),通过适当关闭亏损直营店及加强加盟店管理,线下业务预计保持稳定增长。

产业链延伸业务增速快：上半年看，B2B 电商/FBBC 业务、冷链物流、技术研发与增值业务等高毛利业务高速增长，其中 B2B 业务 19H1 增速 80%，同时信息化供应链平台也促进了企业盈利能力和现金流改善。

盈利预测：公司产业链延伸业务逐步进入收获期，盈利能力持续改善，融资成本低于民营流通企业平均水平，预计 19-21 年归母净利润分别为 17.18、20.67、24.85 亿元，对应 PE 分别为 14X、12X 和 10X，具备业绩和估值吸引力，维持“买入”评级。

风险提示：产业链延伸服务项目推进低于预期，药品降价超预期。

■ 盈利预测和财务指标：

	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	87136	102821	121843	144993
(+/-%)	17.84%	18.00%	18.50%	19.00%
归母净利润(百万)	1340	1718	2067	2485
(+/-%)	-7.32%	28.20%	20.32%	20.26%
摊薄每股收益(元)	0.73	0.91	1.10	1.32
市盈率(PE)	20	14	12	10

资料来源：Wind，太平洋证券注：摊薄每股收益按最新总股本计算

资产负债表(百万)						利润表(百万)					
	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E		2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
货币资金	8541	12700	13139	13120	12454	营业收入	73943	87136	102821	121843	144993
应收和预付款项	16689	24512	25175	30247	36445	营业成本	67706	79614	94001	111391	132555
存货	12182	13891	15452	18311	21790	营业税金及附加	176	208	308	366	435
其他流动资产	6061	5954	7466	8646	10222	销售费用	2276	2818	3599	4264	5075
流动资产合计	43473	#####	#####	70323	80911	管理费用	1636	1819	2365	2802	3335
长期股权投资	853	1515	1516	1517	1518	财务费用	710	867	255	249	249
投资性房地产	60	105	105	105	105	资产减值损失	94	67	0	0	0
固定资产	4386	5184	4805	4427	4050	投资收益	40	55	50	50	50
在建工程	905	844	824	804	784	公允价值变动	-11	5	0	0	0
无形资产开发支出	1165	1291	1360	1428	1492	营业利润	1942	1906	2343	2821	3394
长期待摊费用	0	0				其他非经营损益	-17	-76	10	10	10
其他非流动资产	8575	9618	9273	8947	8616	利润总额	1925	1830	2353	2831	3404
资产总计	52048	#####	#####	79271	89526	所得税	452	449	588	708	851
短期借款	7038	10251	10251	10251	10251	净利润	1473	1381	1765	2123	2553
应付和预收款项	10428	11483	12793	15285	18198	少数股东损益	27	41	47	57	68
长期借款	128	242	242	242	242	归母股东净利润	1446	1340	1718	2067	2485
其他负债	14917	24317	25073	29223	34013						
负债合计	32511	#####	#####	55001	62703	预测指标					
股本	1879	1878	1878	1878	1878		2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
资本公积	7909	7996	7996	7996	7996	毛利率	8.44%	8.63%	8.58%	8.58%	8.58%
留存收益	4856	5789	7507	9573	12059	销售净利率	1.95%	1.63%	1.67%	1.70%	1.71%
归母公司股东权益	18300	18467	20185	22251	24736	销售收入增长率	20.12%	17.84%	18.00%	18.50%	19.00%
少数股东权益	1237	1915	1962	2019	2087	EBIT 增长率	49.00%	5.31%	-5.99%	18.07%	18.63%
股东权益合计	19538	#####	#####	24270	26823	净利润增长率	64.87%	-6.27%	21.23%	20.32%	20.26%
负债和股东权益	52048	#####	#####	79271	89526	ROE	7.90%	7.67%	8.51%	9.29%	10.05%
						ROA	2.78%	2.12%	2.44%	2.61%	2.78%
						ROIC	11.36%	12.00%	10.30%	10.93%	11.25%
						EPS(X)	0.87	0.73	0.91	1.10	1.32
						PE(X)	21.78	20.00	14.45	12.01	9.99
						PB(X)	1.95	1.48	1.23	1.12	1.00
						PS(X)	0.48	0.31	0.24	0.20	0.17
						EV/EBITDA(X)	11.82	8.28	7.72	6.69	5.91

资料来源: WIND, 太平洋证券

投资评级说明

1、行业评级

看好：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报高于市场整体水平 5%以上；

中性：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报介于市场整体水平-5%与 5%之间；

看淡：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报低于市场整体水平 5%以下。

2、公司评级

买入：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅在 15%以上；

增持：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于 5%与 15%之间；

持有：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与 5%之间；

减持：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与-15%之间；

销售团队

职务	姓名	手机	邮箱
华北销售	王均丽	13910596682	wangjl@tpyzq.com
华北销售	成小勇	18519233712	chengxy@tpyzq.com
华北销售	孟超	13581759033	mengchao@tpyzq.com
华北销售	付禹璇	18515222902	fuyx@tpyzq.com
华北销售	韦珂嘉	13701050353	weikj@tpyzq.com
华北销售	韦洪涛	13269328776	weiht@tpyzq.com
华东销售	陈辉弥	13564966111	chenhm@tpyzq.com
华东销售	李洋洋	18616341722	liyangyang@tpyzq.com
华东销售	杨海萍	17717461796	yanghp@tpyzq.com
华东销售	梁金萍	15999569845	liangjp@tpyzq.com
华东销售	杨晶	18616086730	yangjinga@tpyzq.com
华东销售	秦娟娟	18717767929	qinjj@tpyzq.com
华东销售	王玉琪	17321189545	wangyq@tpyzq.com
华东销售	慈晓聪	18621268712	cixc@tpyzq.com
华南销售	张茜萍	13923766888	zhangqp@tpyzq.com
华南销售	查方龙	18520786811	zhaf1@tpyzq.com
华南销售	胡博涵	18566223256	hubh@tpyzq.com
华南销售	张卓粤	13554982912	zhangzy@tpyzq.com
华南销售	张文婷	18820150251	zhangwt@tpyzq.com



研究院

中国北京 100044

北京市西城区北展北街九号

华远·企业号 D 座

电话： (8610) 88321761

传真： (8610) 88321566

重要声明

太平洋证券股份有限公司具有证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号 13480000。

本报告信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。报告中的内容和意见仅供参考，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。我公司或关联机构可能会持有报告中所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业务服务。本报告版权归太平洋证券股份有限公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。任何人使用本报告，视为同意以上声明。