

日期: 2019年08月13日

行业: 医药商业



业绩持续超预期 批零一体化协同发展

分析师: 金鑫

Tel: 021-53686163

E-mail: jinxin1@shzq.com

SAC 证书编号: S0870518030001

基本数据 (2019Q2)

报告日股价 (元)	33.98
12mth A 股价格区间 (元)	24.77-37.54
总股本 (百万股)	259.07
无限售 A 股/总股本	100%
流通市值 (亿元)	86.50
每股净资产 (元)	15.49
PBR (X)	2.19
DPS (Y2018, 元)	10 派 6.20 元

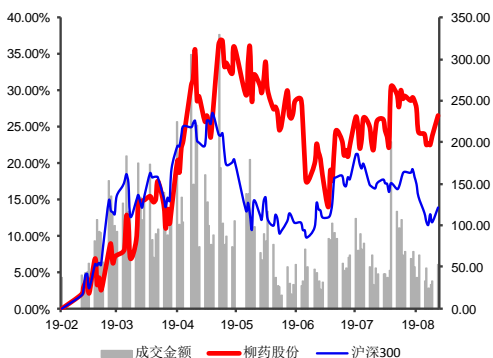
主要股东 (2019Q2)

朱朝阳	27.86%
宁波光耀嘉耀投资管理合伙企业(有限合伙)	3.81%
华泰证券-中庚价值领航混合型证券投资基金	2.87%

收入结构 (2018Y)

批发	87.4%
零售	11.2%
工业	1.4%

最近 6 个月股票与沪深 300 比较



■ 公司动态事项

公司发布2019年半年度报告。

■ 事项点评

业绩持续两季度超预期, 批发业务保持快速增长

公司2019年上半年实现营业收入71.97亿元, 同比增长30.47%; 实现归母净利润3.56亿元, 同比增长39.35%。分季度来看, 公司2019Q2实现营业收入38.10亿元, 同比增长35.86%; 实现归母净利润1.96亿元, 同比增长37.50%, 公司2019年连续两季度业绩超出市场预期。公司控股子公司万通制药2019H1实现净利润3,344万元, 剔除并表因素影响, 公司2019H1归母净利润增速约为31%。

分业务来看, 公司批发业务2019H1收入同比增速约为25%, 其中医院销售业务实现收入53.82亿元, 同比增长27.98%, 维持快速增长的态势。公司继续推进医院供应链延伸服务项目, 一方面, 公司2019H1与玉林市第二人民医院、河池市第三人民医院等医疗机构签订物流延伸项目合作协议, 截至2019年6月底, 公司已签订项目协议的医疗机构达68家; 另一方面, 公司积极拓展合作范围, 推动器械耗材SPD等项目合作, 进一步稳固客户关系, 带动市场份额提升。公司2019H1医疗器械销售达2.89亿元, 同比增长33.60%, 借助医院供应链延伸服务项目加快推广器械、耗材配送服务平台, 叠加与润达医疗设立合资公司开发IVD市场等因素, 带动公司医疗器械销售快速增长。

零售业务批零一体化优势明显, 工业业务有望成为公司新的利润增长点

公司零售业务2019年上半年实现收入8.68亿元, 同比增长52.59%, 其中, 控股子公司友和古城实现收入8,143万元, 剔除并表因素影响, 零售业务2019H1收入增速约为38%。公司全资子公司桂中大药房2019年实现净利润5,293万元, 同比增长101.8%。截至2019年6月底, 公司药店总数达547家, 其中医保门店占比为62.34%, DTP药店数达82家, 公司在广西省内具有批零一体化的协同优势, 叠加门店快速扩张、强化DTP药店布局等竞争优势, 零售业务有望保持高速增长。

公司工业业务2019年上半年实现收入1.80亿元, 同比增长270.48%, 主要受仙莱中药科技产能释放、并表万通制药等因素所致。其中, 仙莱中药科技2019H1实现净利润1,089万元, 同比增长42.25%; 万通制药2019H1实现净利润3,345万元。公司积极延伸产业链, 向上游医药工业布局, 与公司主业批发、零售业务发挥协同作用, 有利于推

动工业业务高速增长，培育新的业绩增长点。

高毛利业态高速增长带动公司整体毛利率水平提升，经营性现金流有所改善

公司2019H1销售毛利率为12.12%，同比提升1.89个百分点，主要受公司零售、器械、工业等高毛利业态高速增长导致公司整体收入结构变化所致。公司2019年上半年经营性现金流量净额为-3.05亿元，较上年同期的-5.01亿元有所收窄，分季度来看，2019Q1、Q2分别为-3.05亿元、-0.59亿元，2019Q2经营性现金流环比明显改善。公司应收账款周转天数为141.99天，同比增长3.61天，考虑到公司收入端快速增长且持续拓展医院供应链延伸服务项目等因素，预计公司应收账款周转天数将趋于稳定。

■ 风险提示

两票制等行业政策风险；医院供应链延伸项目进展不及预期的风险；DTP业务增速不及预期的风险

■ 投资建议

未来六个月，维持“谨慎增持”评级

结合2019年中报调整公司19、20年EPS至2.63、3.24元，以8月12日收盘价33.98元计算，动态PE分别为12.91倍和10.50倍。我们认为，公司深耕广西医药流通区域市场，在广西省内渠道优势和配送优势明显，叠加终端市场覆盖、控制能力强等因素，推动公司批发业务持续快速增长；此外，公司在广西省内具有批零一体化的协同优势，叠加门店快速扩张、强化DTP药店布局等竞争优势，零售业务有望保持高速增长。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	11,714.53	14,427.93	17,470.65	20,547.70
年增长率	24.00%	23.16%	21.09%	17.61%
归属于母公司的净利润	528.19	682.01	838.47	1,020.24
年增长率	31.59%	29.12%	22.94%	21.68%
每股收益(元)	2.04	2.63	3.24	3.94
PER(X)	16.67	12.91	10.50	8.63

注：有关指标按最新股本摊薄

■ 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	1,241	1,347	1,434	1,576
存货	1,263	1,636	1,898	2,241
应收账款及票据	5,214	7,122	7,381	9,564
其他	307	388	534	481
流动资产合计	8,025	10,493	11,247	13,862
长期股权投资	0	0	0	0
固定资产	586	558	530	502
在建工程	16	16	16	16
无形资产	142	136	130	124
其他	1,004	941	929	913
非流动资产合计	1,748	1,651	1,606	1,556
资产总计	9,773	12,143	12,852	15,418
短期借款	1,324	1,324	1,324	1,324
应付账款及票据	3,793	5,497	5,539	7,270
其他	115	116	111	134
流动负债合计	5,232	6,937	6,974	8,727
长期借款和应付债券	430	430	430	430
其他	64	62	62	63
非流动负债合计	494	492	492	492
负债合计	5,726	7,429	7,465	9,220
少数股东权益	201	252	316	393
股东权益合计	4,047	4,715	5,387	6,198
负债和股东权益总计	9,773	12,143	12,852	15,418
现金流量表 (单位: 百万元)				
指标	2018A	2019E	2020E	2021E
净利润	528	682	838	1,020
折旧和摊销	54	34	34	34
营运资本变动	(352)	(601)	(613)	(704)
经营活动现金流	22	298	467	585
资本支出	(41)	0	0	0
投资收益	26	0	0	0
投资活动现金流	(649)	8	(5)	1
股权融资	74	0	0	0
负债变化	430	0	0	0
股息支出	(159)	(191)	(235)	(286)
融资活动现金流	700	(200)	(374)	(444)
净现金流	74	106	88	141

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	11,715	14,428	17,471	20,548
营业成本	10,454	12,724	15,385	18,098
营业税金及附加	32	48	57	64
营业费用	281	346	428	503
管理费用	231	296	376	411
财务费用	63	132	145	158
资产减值损失	16	24	25	31
投资收益	26	0	0	0
公允价值变动损益	0	0	0	0
营业利润	666	858	1,055	1,284
营业外收支净额	(2)	0	0	0
利润总额	665	858	1,055	1,284
所得税	96	124	153	186
净利润	568	734	902	1,097
少数股东损益	40	52	63	77
归属母公司股东净利润	528	682	838	1,020

财务比率分析

指标	2018A	2019E	2020E	2021E
总收入增长率	24.00%	23.16%	21.09%	17.61%
EBITDA 增长率	40.68%	33.68%	20.49%	19.58%
EBIT 增长率	40.23%	36.02%	21.19%	20.13%
净利润增长率	31.59%	29.12%	22.94%	21.68%
毛利率	10.76%	11.44%	11.63%	11.56%
EBITDA/总收入	6.54%	7.10%	7.06%	7.18%
EBIT/总收入	6.21%	6.86%	6.87%	7.02%
净利润率	4.51%	4.73%	4.80%	4.97%
资产负债率	58.59%	61.18%	58.09%	59.80%
流动比率	1.53	1.51	1.61	1.59
速动比率	1.29	1.28	1.34	1.33
总资产回报率 (ROA)	5.81%	6.04%	7.02%	7.12%
净资产收益率 (ROE)	13.73%	15.28%	16.53%	17.58%
EV/营业收入	0.9	0.6	0.6	0.5
EV/EBITDA	9.5	9.1	7.5	6.3
PE	16.7	12.9	10.5	8.6
PB	2.3	2.0	1.7	1.5

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。