

## 公司研究

医药生物/医药商业 II /医药商业 III

### 鹭燕医药 (002788)

#### ——整体收入增速放缓，医疗器械业务延续高增长

##### 事件：

公司发布2020年中报，报告期内，公司实现营业收入72.15亿元，同比增长0.58%；实现归属于上市公司股东的净利润1.30亿元，同比增长7.22%；实现归属于上市公司股东的扣除非经常性损益的净利润1.27万元，同比增长5.71%。

##### 主要观点：

◆**受疫情影响，公司收入增速放缓，零售业务快速增长。**2020年上半年，因疫情影响，大量常见病、慢性病患者的就医需求被抑制，直接影响公司医药批发收入；同时，因防疫物资销量增加，公司医药零售业务实现快速增长。分行业看，2020年上半年公司医药批发收入67.9亿元，同比下降0.24%，医药零售收入3.19亿元，同比增长31.38%；分产品看，公司药品收入60.57亿元，同比下降3.67%，医疗器械收入8.56亿元，同比增长41.07%。随着目前国内疫情形势趋于缓和，下游医疗机构逐步恢复正常运营，之前被抑制的就医需求将逐步正常化，公司的业务也将逐步恢复。

◆**医药批发持续完善三个省外分销网络，省外业务保持快速增长。**报告期内，公司继续完善四川、江西和海南省三个省份的医药分销网络布局，截至报告期末，公司已完成四川省14个地市17家公司，江西省9个地市10家公司和海南省2家公司分销网络布局，已基本实现对三个省主要区域二级以上医疗机构的覆盖。公司在三个省份的医药分销网络已形成竞争力。报告期内，公司福建省外业务营业收入为16.70亿元，增长16.44%，保持快速增长态势，其中，四川省业务收入为9.08亿元（同比+4.73%），其他省市业务收入为7.63亿元（同比+34.32%）。

◆**医疗器械（包含医用耗材）业务延续高增长。**公司充分发挥“两票制”经营经验、分销网络广覆盖、专业人才团队和器械第三方物流资质等优势，与挂网国内外知名生产企业建立合作关系，为其提供专业器械（医用耗材）配送服务。同时，公司已在福建省打造覆盖全省的医疗器械专业分销网络，抓住医用耗材集中带量采购在全国推行，品种不断增加的契机，通过组织体系建设，初步搭

主要数据(截至8月11日收盘):

当前股价	10.42元
投资评级	增持
评级变动	维持
总股本	3.27亿股
流通股本	3.18亿股

长城国瑞证券研究所

分析师：

黄文忠

huangwenzhong@gwgsc.com

执业证书编号：S0200514120002

胡晨曦

huchenxi@gwgsc.com

执业证书编号：S0200518090001

联系电话：0592-5169085

地址：厦门市思明区莲前西路2号

莲富大厦17楼



建器械业务运营管理体系，业务合作模式创新，加大业务的拓展力度，提升市场份额。报告期内，公司器械业务销售收入 8.56 亿元，同比增长 41.07%，占总营收比重为 14.30%，较 2019 年末提升 2.52Pct。

◆零售业务运营效率提升，防疫物资销量增加驱动收入快速增长。截至 2020 年 6 月 30 日，公司在福建省内共有直营药店 221 家（医保店 191 家），其中 DTP 药房 70 家，基本覆盖福建全省三级医疗机构。疫情期间，防疫物资需求增加，公司下属各零售药店积极组织货源、坚持从正规渠道进货，确保药械产品质量，保证价格稳定。防疫物资销售驱动公司零售业务快速增长，销售收入同比增长 31.38%。

◆综合毛利率小幅提升。报告期内，公司综合毛利率为 8.05%，较 2019 年末提升 0.26Pct。主要因为规模效应，药品及医疗器械两个板块毛利率均有增加，其中，药品毛利率为 7.11%，同比提升 0.27Pct，医疗器械毛利率为 9.70%，较 2019 年末提升 0.12Pct。

### 投资建议：

根据公司 2020 年上半年经营情况，我们更新了 2020 年、2021 年公司业绩预测，并新增了 2022 年业绩预测，预计公司 2020-2022 年的净利润分别为 2.84/3.02/3.69 亿元，EPS 分别为 0.87/0.92/1.13 元，当前股价对应 P/E 分别为 12/11/9 倍。目前医药商业 III P/E(TTM) 中位数为 25 倍，考虑公司为福建省最大的医药流通企业，省内市场份额第一且具备上升空间；拥有“两票制”背景下成熟的经营经验及优势，医疗器械分销业务延续高增长，省外业务拓展顺利保持快速增长，我们维持其“增持”投资评级。

### 风险提示：

并购整合不及预期，行业政策风险，应收账款坏账风险，药品降价超预期。



主要财务数据及预测

	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入（百万元）	15,008.88	15,740.34	17,352.01	19,223.70
增长率(%)	30.50%	4.87%	10.24%	10.79%
归母净利润（百万元）	255.89	284.29	302.16	369.48
增长率(%)	41.90%	11.10%	6.28%	22.28%
EPS（元）	0.78	0.87	0.92	1.13
毛利率	7.79%	8.26%	8.44%	8.61%
净资产收益率（摊薄）	14.28%	13.91%	13.07%	14.00%

数据来源：Wind、长城国瑞证券研究所

表：盈利预测（单位：百万元）

利润表	2019	2020E	2021E	2022E	资产负债表	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入	15,008.88	15,740.34	17,352.01	19,223.70	货币资金	352.16	3,924.36	4,326.18	4,792.83
减:营业成本	13,839.48	14,439.68	15,887.21	17,568.43	应收和预付款项	4,051.91	3,746.08	4,848.76	4,671.50
营业税金及附加	32.31	33.89	37.36	41.39	存货	1,758.70	1,506.20	2,086.00	1,886.34
营业费用	322.60	338.42	373.07	413.31	其他流动资产	51.18	51.18	51.18	51.18
管理费用	281.98	294.34	322.75	355.64	长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00
研发费用	5.19	4.72	5.21	5.77	投资性房地产	5.72	5.72	5.72	5.72
财务费用	155.66	200.52	285.13	307.35	固定资产和在建工程	744.66	752.23	751.80	751.37
信用资产减值损失*	-24.10	-16.00	-14.00	-14.00	无形资产和开发支出	418.66	418.66	418.66	418.66
资产减值损失*	-18.56	-18.00	-10.00	-10.00	其他非流动资产	49.68	31.65	13.63	13.63
投资收益	11.63	0.00	0.00	0.00	资产总计	7,432.66	10,436.09	12,501.92	12,591.23
公允价值变动	0.00	0.00	0.00	0.00		352.16	3,924.36	4,326.18	4,792.83
其他经营损益	-55.71	-12.00	-12.00	-12.00	短期借款	4,051.91	3,746.08	4,848.76	4,671.50
营业利润	351.32	439.49	444.50	535.58	应付和预收款项	1,758.70	1,506.20	2,086.00	1,886.34
其他非经营损益	-2.06	-0.50	1.00	1.00	长期借款	51.18	51.18	51.18	51.18
利润总额	349.26	438.99	445.50	536.58	其他负债	0.00	0.00	0.00	0.00
所得税	86.57	96.18	102.22	124.99	负债合计	5.72	5.72	5.72	5.72
净利润	262.70	342.82	343.28	411.59	股本	744.66	752.23	751.80	751.37
少数股东损益	1.62	1.80	1.91	2.34	资本公积	418.66	418.66	418.66	418.66
归母净利润	255.89	284.29	302.16	369.48	留存收益	49.68	31.65	13.63	13.63
					归母股东权益	7,432.66	10,436.09	12,501.92	12,591.23
现金流量表	2019	2020E	2021E	2022E	少数股东权益	352.16	3,924.36	4,326.18	4,792.83
经营活动现金流	-621.61	1328.66	-944.60	1396.45	股东权益合计	4,051.91	3,746.08	4,848.76	4,671.50
投资活动现金流	-225.96	-0.37	0.75	0.75	负债和股东权益	1,758.70	1,506.20	2,086.00	1,886.34
融资活动现金流	747.60	2243.92	1345.67	-930.55					
现金流量净额	-99.59	3572.20	401.82	466.65					

数据来源：Wind、长城国瑞证券研究所

说明：\*损失以“-”号填列

## 股票投资评级说明

### 证券的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入：相对强于市场表现 20% 以上；

增持：相对强于市场表现 10%~20%；

中性：相对市场表现在-10%~+10%之间波动；

减持：相对弱于市场表现 10% 以下。

### 行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好：行业超越整体市场表现；

中性：行业与整体市场表现基本持平；

看淡：行业弱于整体市场表现。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

本报告采用的基准指数：沪深 300 指数。

### 法律声明：“股市有风险，入市需谨慎”

长城国瑞证券有限公司已通过中国证监会核准开展证券投资咨询业务。在本机构、本人所知情的范围内，本机构、本人以及财产上的利害关系人与所评价的证券没有利害关系。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作任何保证，不保证报告信息已做最新变更，在任何情况下，报告中的信息或所表达的意见并不构成对所述证券买卖的出价或询价。在任何情况下，我公司不就本报告中的任何内容对任何投资做出任何形式的担保，投资者据此投资，投资风险自我承担。本报告版权归本公司所有，未经本公司事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、刊载或转发，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。