

公司研究/首次覆盖

2019年11月10日

医药生物/医药商业 II

投资评级: 买入 (首次评级)

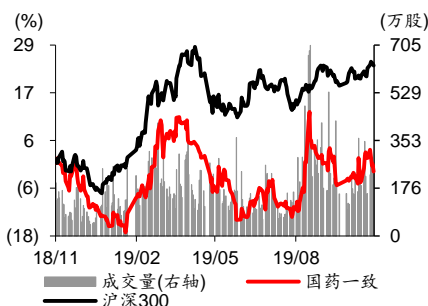
当前价格(元): 44.90  
合理价格区间(元): 54.35~59.14

**代雯** 执业证书编号: S0570516120002  
研究员 021-28972078  
daiwen@htsc.com

**孔垂岩** 021-38476695  
联系人 kongchuiyan@htsc.com

**高鹏** 021-28972068  
联系人 gaopeng@htsc.com

一年内股价走势图



资料来源: Wind

# 批发零售双拐点, 发展进入快车道

## 国药一致(000028)

### 稳健增长的两广医药批发和全国医药零售龙头

国药一致主营两广医药批发和全国医药零售, 医药批发业务在两广地区合计市占率第一, 而其子公司国大药房是国内医药零售第一梯队企业。公司医药批发业务收入和净利润自 2019 年以来呈现加速增长态势, 医药零售业务内生经营持续改善, 同时 2019 年 10 月底公告拟收购 516 家药店, 因此我们认为公司两大核心业务均处于向上拐点, 基本面逐步改善。我们预计公司 2019E-2021E 年 EPS 分别为 2.97/3.42/3.88 元, 首次覆盖目标价 54.35-59.14 元, 给予“买入”评级。

### 医药零售: 内生盈利提升, 外延并购启动

国大药房是国内第一梯队的批发系连锁药店, 截至 2018 年连续 6 年销售额第一。我们认为其基本面明显改善: 1) 内生: 赵小川出任总经理后国大药房关店率从 2016 年 4.8% 下降到 1H19 的 1.5%, 净利率从 2016 年 2.45% 提高至 1H19 的 3.13%, 经营效率逐步提高, 但相对行业平均净利率还有 1-2pct 提高空间; 2) 外延: 近期公告两起重要收购计划, 包含 513 家直营店和 3 家加盟店, 我们测算这两起并购若落地, 将在 2020 年为公司贡献超 5300 万元归母净利润, 相当于 4pct 增速。不考虑并购, 我们预计国大药房 2019E-2021E 年归母净利润同比增长-16%/22%/20%。

### 医药批发: 药品集采背景下领导两广医药批发市场整合

药品集采逐步推广, 虽然仿制药规模萎缩, 但我们认为专利药放量会对冲部分影响, 同时倒逼行业集中度提高, 从已执行 4+7 集采结果看对医药批发龙头的负面影响相对可控, 而且医保预付制有望明显改善现金流。公司 2018 年在广东和广西的市占率为 18.4% 和 16.6%, 两广份额第一, 但中小企业市占率仍超 50%, 市场整合空间较大。2019 年以来公司发挥龙头优势, 1H19 医药批发业务收入和净利润增速较 2018 年提高 19pct 和 4pct, 双双加速, 同时经营性现金流好于大部分可比公司。我们预计 2019E-2021E 年公司医药批发归母净利润同比增长 14%/15%/13%。

### 两大主营业务基本面改善, 首次覆盖给予“买入”评级

并购尚需通过股东大会, 暂不考虑, 我们预计公司 2019E-2021E 年归母净利润为 12.71/14.64/16.63 亿元, 同比增长 5%/15%/14%, 当前股价对应估值为 15x/13x/12x。因为医药零售、医药批发和投资收益(工业)三部分对应估值差异较大, 因此我们采取分部估值, 这三部分可比公司 2020E 年 PE 均值为 31x/10x/16x, 考虑到零售业务差异化优势、批发业务具备龙头溢价和工业投资收益承压, 我们对医药零售、医药批发和投资收益给予 38-40x、14-15x 和 10-12x 的 PE 估值, 相应公司整体 2020E 年 PE 估值为 15.9-17.3x, 对应目标价 54.35-59.14 元, 首次覆盖给予“买入”评级。

风险提示: 带量采购冲击超预期; 医药零售改善不及预期; 工业投资收益不及预期。

### 公司基本资料

总股本(百万股)	428.13
流通 A 股(百万股)	307.75
52 周内股价区间(元)	38.40-51.63
总市值(百万元)	19,223
总资产(百万元)	34,817
每股净资产(元)	29.08

资料来源: 公司公告

### 经营预测指标与估值

会计年度	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	41,264	43,122	52,567	60,911	69,446
+/-%	0.04	4.50	21.90	15.87	14.01
归属母公司净利润(百万元)	1,058	1,211	1,271	1,464	1,663
+/-%	(10.86)	14.46	5.01	15.11	13.61
EPS(元, 最新摊薄)	2.47	2.83	2.97	3.42	3.88
PE(倍)	18.17	15.88	15.12	13.13	11.56

资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所预测

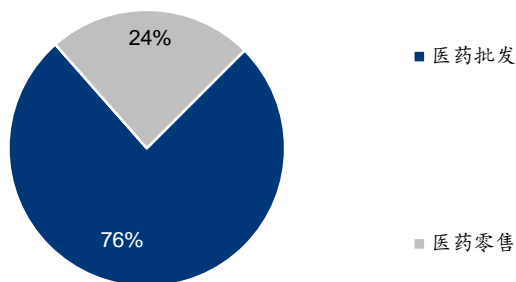
## 正文目录

投资要点 .....	3
国药一致：两广医药批发+全国医药零售龙头 .....	6
医药零售：内生盈利提升，外延并购启动 .....	8
“行业整合”和“处方外流”助推龙头企业高增长 .....	8
行业整合：头部企业长期增长的核心动力 .....	8
处方外流：带量采购长期看或推动处方外流，流通系药店有望首受益 .....	9
国大药房：盈利持续改善，并开启并购新时代 .....	13
布局全国，持续稳定增长 .....	13
内生：管理层换血，经营效率和盈利能力持续提高 .....	15
外延：开启并购，加快发展，提升估值 .....	16
差异化优势：盈利提升潜力大+批零一体化+资金充足+国资背景+引入战投 ...	19
医药批发：集采背景下领导两广医药批发市场整合 .....	22
理性看待药品集采，有望倒逼医药批发行业加速整合 .....	22
两广医药批发领头羊，2019 年以来加速增长，同时保持良好现金流 .....	23
工业投资：预计未来利润贡献占比逐年降低 .....	27
盈利预测与估值 .....	29
盈利预测 .....	29
首次覆盖给予“买入”评级 .....	30
风险提示 .....	31

## 投资要点

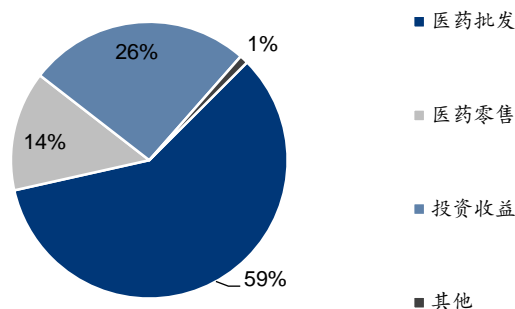
公司的核心业务是医药批发和医药零售。在 2019 上半年医药批发贡献 76% 收入和 59% 归母净利润，医药零售贡献 24% 收入和 14% 归母净利润（2018 年 7 月 WBA 入股国大药房，占 40% 股权，2019 年归母净利润口径具有不可比因素）。

图表1：1H19 年公司收入构成



资料来源：公司公告，华泰证券研究所

图表2：1H19 年公司归母净利润构成



资料来源：公司公告，华泰证券研究所

我国医药零售行业具有“行业整合”和“处方外流”两大主线：

**1) 行业整合：**药店集中度和连锁化率逐年提升，但相对美国（2015 年 CR3=90%）和日本集中度（2016 年 CR10=61%），我国药店 2018 年 CR10 仅为 21.6%，仍有较大的提升空间。头部企业凭借资金、精细化管理、整合等方面优势，有望会获得远超行业的增长。

**2) 处方外流：**我们认为处方外流是长期缓慢的过程，根据日本的经验，带量采购或成推动处方外流的主要动力。根据我们的测算结果，到 2028E 年仅处方药增长与外流对药店行业销售额贡献超过 1900 亿元。目前，我国药店处方药收入贡献从 2016 年 36.3% 提升到 2018 年 39.0%，处方外流初见成效。我们认为处方外流持续扩大，药店终端地位提高，处方药盈利有存在改善可能。医药批发企业在 DTP 药房和院边店经营具备天然优势，或将最先受益于处方外流。

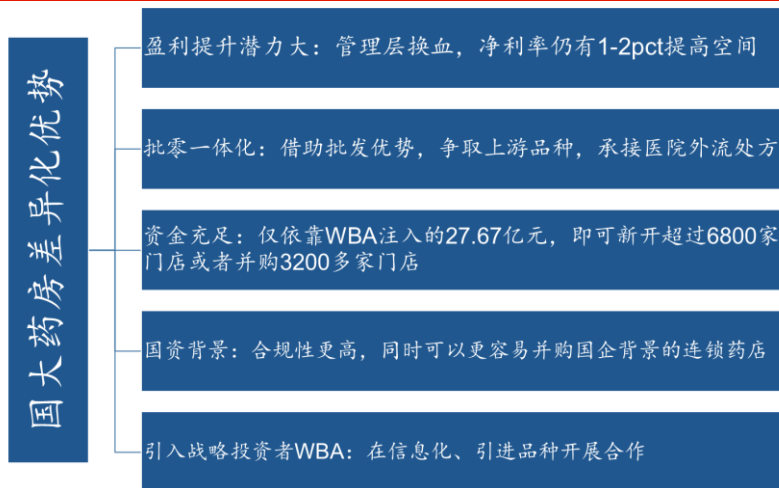
公司控股子公司国大药房是我国医药零售第一梯队企业，内生经营持续改善，外延并购迎来拐点：

**1) 内生：**自从赵小川出任总经理之后，国大药房净利率从 2016 年 2.45% 提高至 1H19 的 3.13%，但与行业平均 5% 净利率（大参林 1H19 净利率甚至达到 7%）还有较大提高空间。关店率从 2016 年 4.8% 下降到 1H19 的 1.5%，优于行业平均 4.2%，与四家民营上市药店接近，证明公司经营水平有长足进步。

**2) 外延：**并购是连锁药店扩张的重要方法，也是提升股价催化剂之一。公司在 2019 年 10 月 29 日公告拟以不超过 9.34 亿元和 1.63 亿元收购国控天和 85% 股权和浦东药材 75% 股权，二者分别对应的整体收购价格 2018 年 PE 为 13x 和 22x，我们认为价格合理。本次拟收购标的主要来源于体外基金（国控中金）和控股股东，显示国大药房在并购方面区别于民营连锁药店的独特优势。其中国控天和是吉林第二医药零售企业，共有 438 家门店，实力强劲，与公司协同性强。

我们认为国大药房具有盈利提升潜力大、批零一体化、资金充足、国资背景、引入 WBA 战略投资者等差异化优势，是被低估的优质资产。

**图表3： 国大药房差异化优势**

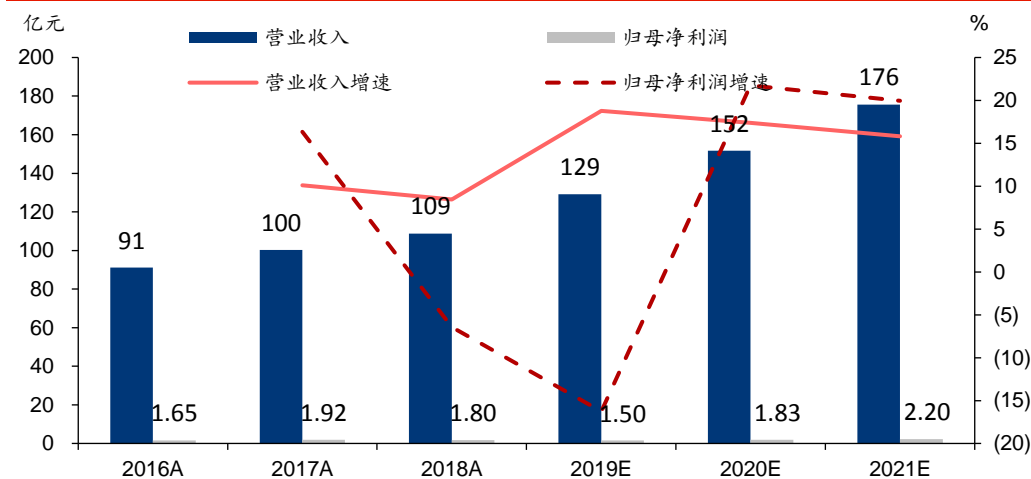


资料来源：公司公告，华泰证券研究所

在不考虑任何并购前提下，我们预计国大药房（医药零售）2019E-2021E 年收入分别为 129.14/151.16/175.67 亿元，同比增长 19%/17%/16%，归母净利润（国药一致层面）分别为 1.50/1.83/2.20 亿元，同比增长-16%/22%/20%。

若假设 2020 年拟收购标的净利润增速为 10%且收购成功落地，则我们预计这两起收购 2020 年将为国药一致归母净利润贡献 5321 万元，单就零售业务相当于 35%外延增速。如果对于公司整体归母净利润而言，相当于增加 4pct 增速。考虑到医药零售业务估值明显高于公司其他业务，并购标的落地也有助于提升估值。

**图表4： 2016-2021E 年国大药房营业收入和归母净利润（国药一致层面）及其增速**



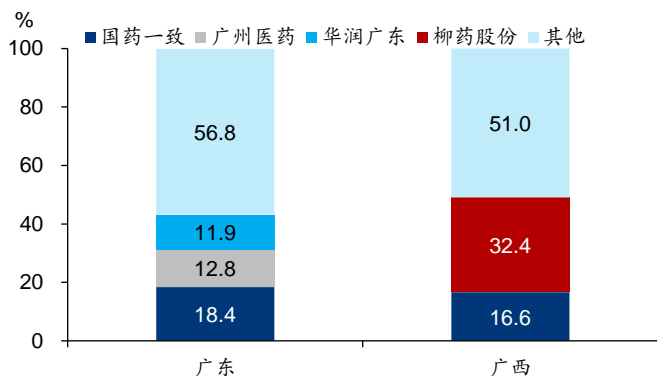
注：2019 年归母净利润下滑主要是因为 2018 年 7 月 WBA 入股，占 40%股权影响，少数股东权益增加所致

资料来源：公司公告，华泰证券研究所

**理性看待带量采购对医药流通影响，无需过于悲观。**带量采购对医药批发企业的影响利好和利空兼有。根据国药控股 2019 中报电话会，在完整运行 1 个季度的 8 个 4+7 带量采购城市中，国药控股配送的品种的量增长 8.35 倍，规模增加 1.88 倍，销售额占比在 60%左右，若考虑非中标产品份额下降，国药控股 4+7 品种对应收入略有增长，毛利率略有下降。同时在这 8 个城市均可以保证 30 天回款。因此，我们认为带量采购对医药流通龙头企业是挑战，更是机遇。

集采催化医药批发行业集中度提高。GPO、国家集采等政策都对批发企业的配送能力提出要求，有的甚至规定一个品规只能一个企业配送。这将会推动医药批发市场份额向头部企业集中。目前看广东和广西地区公司2018年市占率仅为18.4%和16.6%，中小企业市占率均超50%，的确也有很大提升空间，特别在广东，公司优势明显。

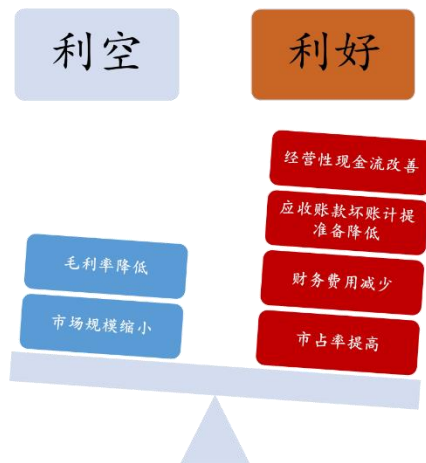
图表5：2018年广东和广西医药批发市场竞争格局



注：参考过往增速，假设2018年广东和广西医药批发市场增速均为10%

资料来源：各公司公告，商务部，华泰证券研究所

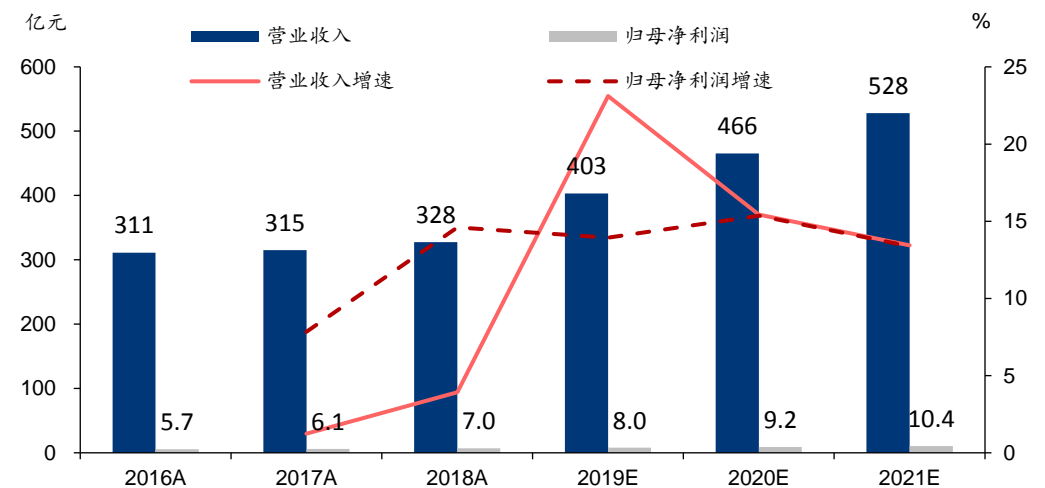
图表6：带量采购对医药流通龙头企业的利空和利好影响



资料来源：公司公告，华泰证券研究所

公司医药批发业务从2019年开始，收入和净利润双加速，呈现向上拐点。我们预计2019E-2021E年公司医药批发收入分别为403.27/465.52/528.13亿元，同比增长23%/15%/13%，医药批发归母净利润分别为7.98/9.21/10.44亿元，同比增长14%/15%/13%。

图表7：2016-2021E年公司医药批发业务营业收入和归母净利润及其增速



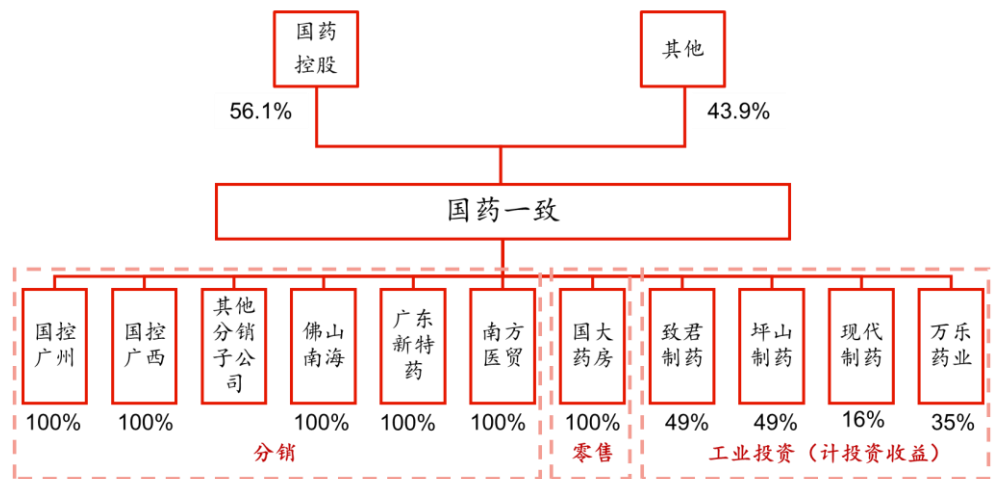
资料来源：公司公告，华泰证券研究所

## 国药一致：两广医药批发+全国医药零售龙头

**主营医药零售和医药批发。**国药集团一致药业股份有限公司（简称“国药一致”或公司），成立于1986年，1993年于上交所上市。公司是全国最大医药批发企业国药控股（1099.HK）的广东和广西唯一医药批发（也称医药流通或医药分销）平台，同时拥有全国最大连锁药店之一国大药房。

**2016-2017年完成重大资产重组：“批发+工业”转型“批发+零售”。**2016年是公司转型之年，为避免同业竞争和加强业务协同，控股股东国药控股将国大药房、佛山南海、广东新特药和南方医贸100%股权注入国药一致；同时，公司将原有医药工业板块子公司致君制药、致君医贸（配套贸易公司）和坪山制药51%的股权剥离，注入兄弟公司现代制药，并取得现代制药15.56%的股权。至此，公司顺利转型，主营业务由“批发+工业”转向“医药+零售”，专注医药商业领域。

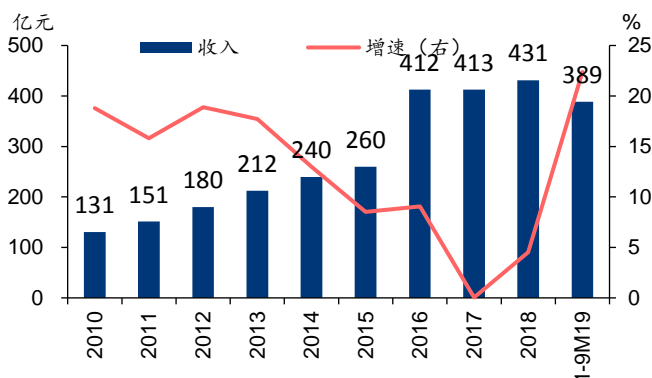
图表8：公司股权结构图及公司主要业务布局（截至2019年11月8日）



资料来源：公司公告，华泰证券研究所

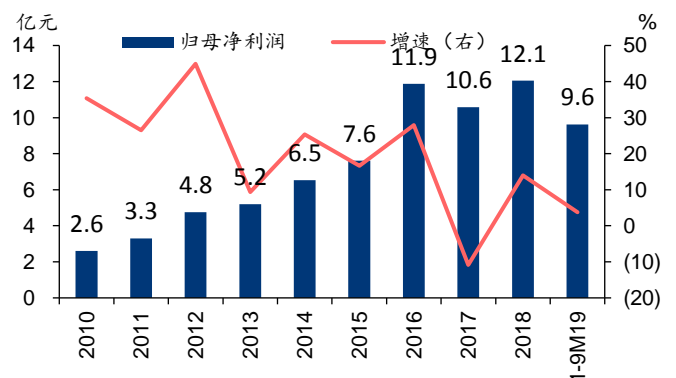
**2019年开始收入恢复正轨，归母净利润受到一次性因素影响。**2017年业绩因2016年末完成重组置出工业资产不可比，2018年受到“两票制”和取消药品加成政策冲击，表现收入增长受到影响。从2019年开始这些因素逐步消化，2019年前三季度收入增速达到22.38%，但利润端受到WBA入股国大药房和会计准则变化影响，归母净利润同比增长3.79%。若排除这些因素，我们估算公司2019年前三季度内生净利润增速为14%。

图表9：2010-9M19年公司营业收入及增速



资料来源：公司公告，华泰证券研究所

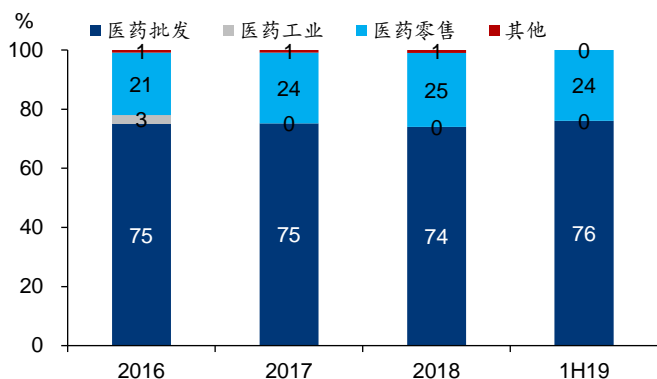
图表10：2010-9M19年公司归母净利润及增速



资料来源：公司公告，华泰证券研究所

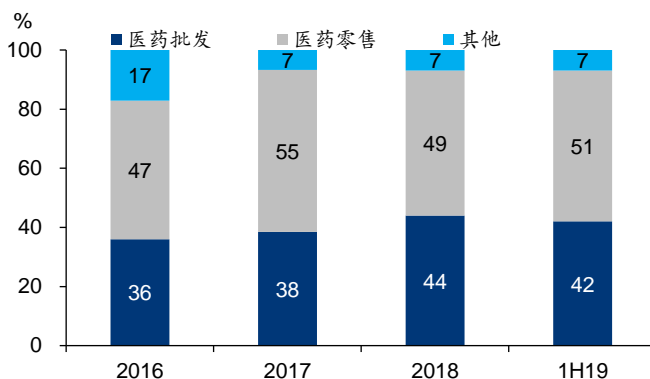
净利润主要包括医药批发、医药零售和投资收益，未来批发和零售业务占比提高。重组后，医药批发和零售贡献主要收入，1H19分别占比76%和24%。从净利润角度看，公司净利润主要来自医药批发业务、医药零售业务和对现代制药等工业公司的投资收益等三部分，1H19分别占52%、24%和22%，主营业务医药批发和零售净利润贡献占比提高。但因为WBA在2018年6月入股国大药房，占国大药房40%股权，因此在归母净利润层面，公司医药批发、零售业务和工业投资收益分别占比59%、14%和26%。但考虑到未来医药零售和批发业务前景广阔，我们认为二者对利润贡献有望持续提高。

图表11: 2016-1H19年公司营业收入拆分



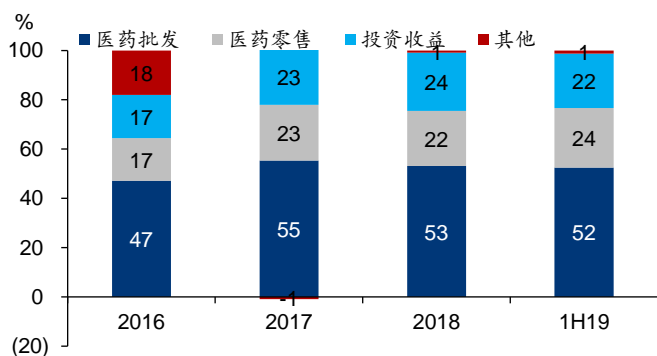
注：2016年包含1-10月的工业业务，之后工业资产置出，记在“医药工业”  
资料来源：公司公告，华泰证券研究所

图表12: 2016-1H19年公司毛利润拆分



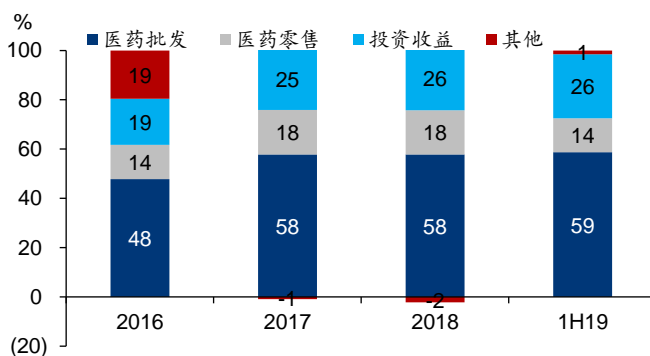
注：2016年包含1-10月的工业业务，之后工业资产置出，记在其他  
资料来源：公司公告，华泰证券研究所

图表13: 2016-1H19年公司净利润拆分



注：2016年包含1-10月的工业业务，之后工业资产置出，记在其他  
资料来源：公司公告，华泰证券研究所

图表14: 2016-1H19年公司归母净利润拆分



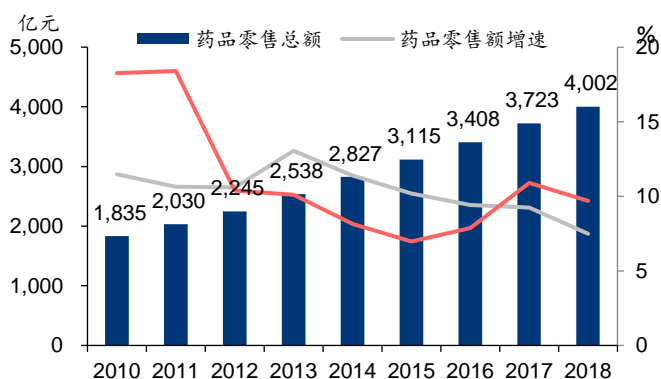
注：2016年包含1-10月的工业业务，之后工业资产置出，记在其他  
资料来源：公司公告，华泰证券研究所

## 医药零售：内生盈利提升，外延并购启动

若考虑通胀影响，2018年医药零售行业增速低于名义GDP增长。2018年我国医药零售市场规模达到4002亿元，同比增长7.49%（包含价格影响），继2017年继续低于名义GDP增长（考虑通胀），行业进入成熟平稳发展阶段。

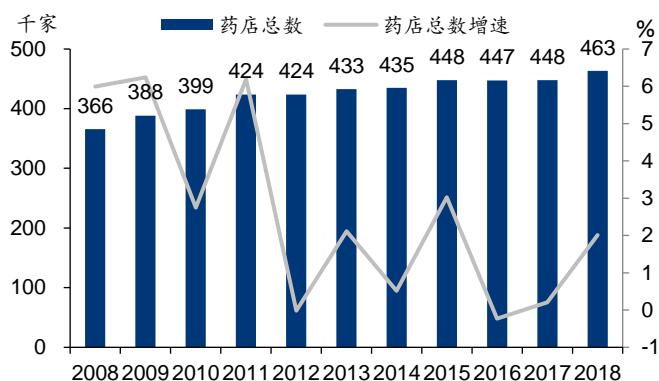
**2018年我国药房门店数量创新高。**2018年我国零售药店门店数量创历史新高，达到46.32万家，同比增速2.01%。我们认为其核心原因在于：1）各地区龙头快速开店，巩固市场地位；2）中小连锁开店也在加速，扩大规模，争取在一级并购市场以高价出售；3）渠道下沉，县级店和乡镇店数量增加。

图表15：2010-2018年我国药品零售销售额及其增速、名义GDP增速



资料来源：《中国药店》，国家统计局，华泰证券研究所

图表16：2008-2018年我国药店总数及其增速



资料来源：《中国药店》，华泰证券研究所

店均服务人口降低，竞争加剧。2018年我国门店数量增速远高于我们人口自然增长率，药店密度加大，店均服务人口达到3012人，竞争日趋白热化。

我们认为在行业增速换挡、竞争加剧的背景下，行业龙头在专业化服务和精细化管理的优势将凸显，从而持续提高市占率。

### “行业整合”和“处方外流”助推龙头企业高速增长

#### 行业整合：头部企业长期增长的核心动力

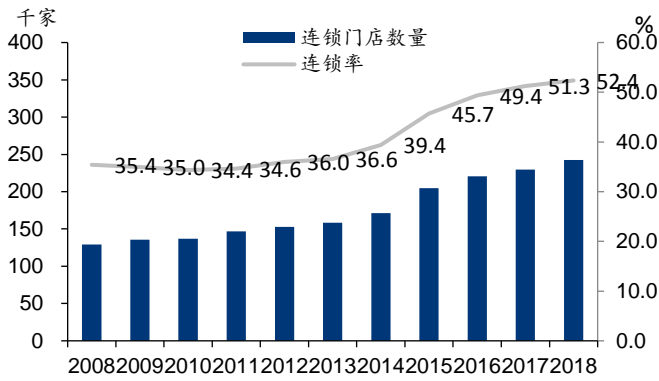
**药店天然趋向连锁化。**因为药店是行业平均净利率仅有5%左右的薄利行业，管理精细化和采购规模化可以帮助龙头企业在激烈竞争中胜出，因此药店行业天然趋向连锁化，通过连锁化复制成功经验，增强对供应商议价能力，摊薄管理费用。借助一级和二级的资本力量，从2015年开始药店连锁化率加速提高，在2018年末连锁门店达到24.3万家，连锁率为52.4%。

**小连锁和单体药店生存空间被压缩。**面对大型连锁药店的竞争，很多小连锁和单体药店经常采取偷税漏税、盗刷医保、销售假药劣药等不合规合法的方式保持盈利。但是现在飞检更加频繁、医保监管力度空前，中小药店通过非法经营获得的生存空间被逐步压缩，大型连锁药店精细化和规模化的优势凸显。

**市场加速整合，集中度提高。**2018年我国药店行业CR10、CR20、CR50和CR100分别达到21.6%、29.3%、39.1%和45.3%，同比提高3.0pct、2.7pct、4.3pct和2.3pct。我们认为凭借内生竞争优势和外延并购资本，药店行业将持续整合，最终形成类似日本和美国的寡头垄断市场。

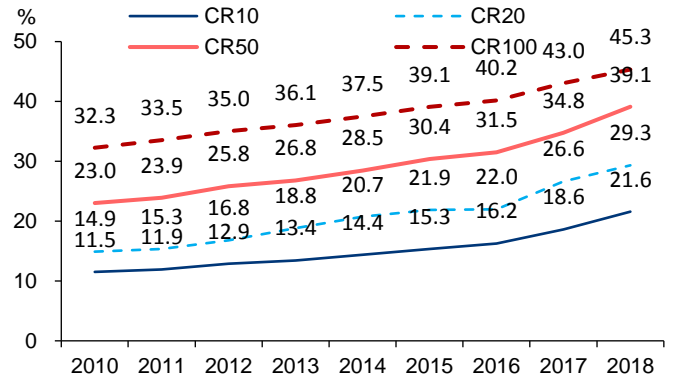


图表17: 2008-2018年我国连锁药店门店数量及连锁率变化



资料来源:《中国药店》, 国家统计局, 华泰证券研究所

图表18: 2010-2018年我国医药零售行业集中度变化



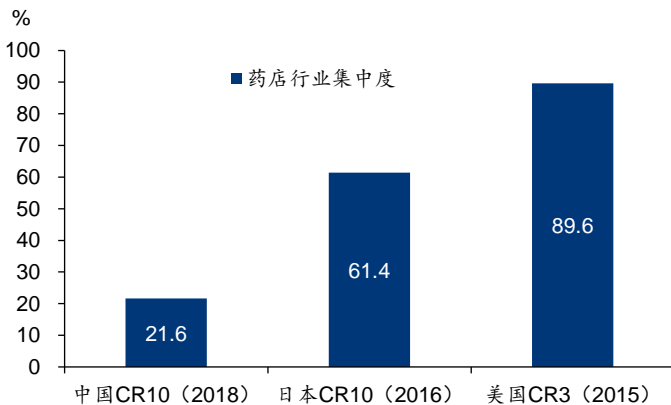
资料来源:《中国药店》, 华泰证券研究所

相较美日, 我国药店行业整合还有较大潜力空间。虽然我国市场集中度近年持续提高, 但距离成熟市场美国(2015年CR3=90%)和日本(2016年CR10=61%)集中度还有距离。正是看到这个机会, 高瓴为首的一级资本和以上市公司为主的二级资本近年积极扩张, 攻城略地, 抢占市场。

药店行业头部公司逐步分化, 我们认为可以分为三大类:

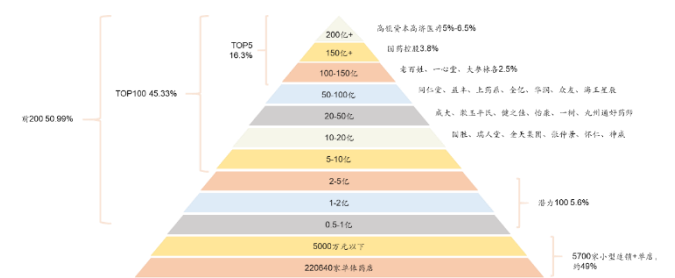
- 1) **传统的医药零售连锁企业:** 此类公司专注于医药零售, 发展多年, 是市场的主力, 如已上市的大参林、一心堂、益丰药房和老百姓, 准备上市的健之佳等;
- 2) **医药批发企业旗下的子公司:** 医药批发和零售具备协同发展的特性, 因此多数批发企业都会发展零售业务, 一些流通巨头旗下的零售企业规模不容小觑, 如国药控股的国大药房、上海医药的华氏药房、九州通的好药师、柳药股份的桂中大药房等;
- 3) **一级资本整合的连锁企业:** 近年资金雄厚的一级资本看重医药零售的发展前景, 强势介入, 这里代表是高瓴系的高济医疗、全亿系的全亿健康、华泰紫金系等;

图表19: 我国、日本和美国医药零售市场集中度对比



资料来源:《中国药店》, 各上市公司公告, 日本连锁药店协会, 华泰证券研究所

图表20: 我国医药零售行业梯队(根据2018年销售额)

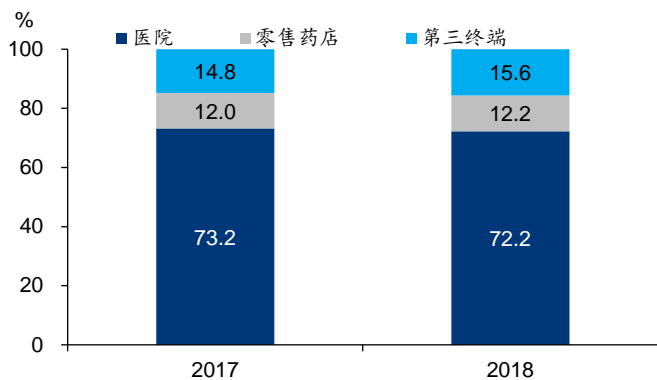


资料来源:《中国药店》, 华泰证券研究所

**处方外流: 带量采购长期看或推动处方外流, 流通系药店有望首受益**

我国大部分处方药在医院销售。根据 IQIVA 数据, 我国 2018 年处方药销售额达到 1.13 万亿元, 同比增长 4.9%, 占总药品销售额的 66%。由于只有医生具备处方权, 且长期薪酬诉求得不到满足, 因此我国形成“以药养医”的现象, 我国 2018 年处方药 72.2% 销售额来自医院。

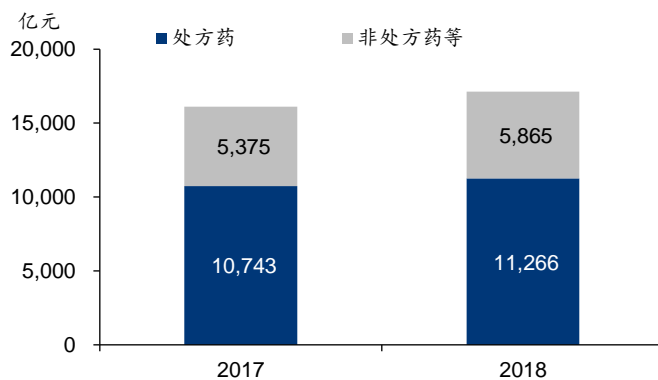
图表21: 2017-2018年我国处方药各终端销售占比



注: 第三终端指社区卫生服务中心、乡镇卫生院、诊所等

资料来源: IQIVA, 华泰证券研究所

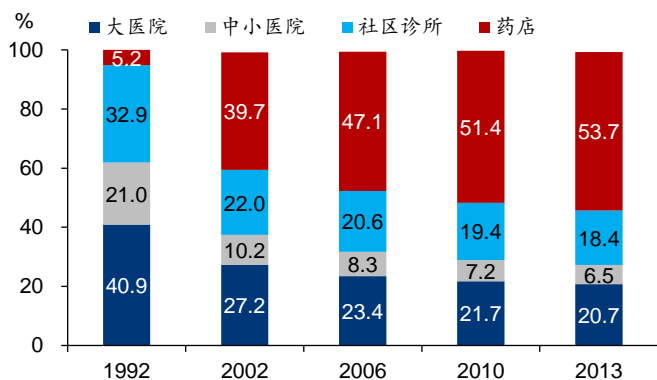
图表22: 2017-2018年我国处方药和非处方药销售数据



资料来源: IQIVA, 米内网, 华泰证券研究所

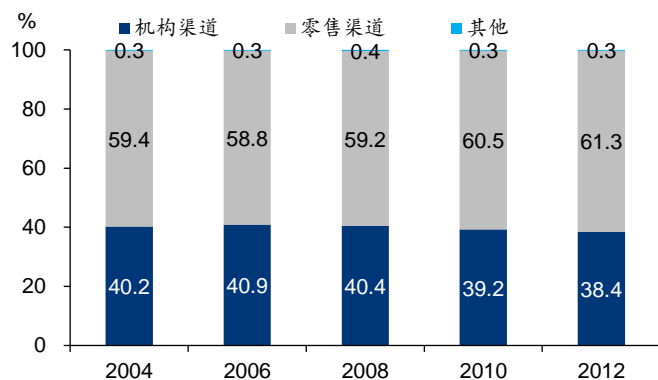
发达国家成熟市场中零售药店是处方药的销售主力。早在2004年美国药店销售的处方药占总体比例为59.4%。而日本用20年时间基本实现处方外流,从1992年到2013年时处方药在药店销售占比从5.2%提高至53.7%。日本采取的核心措施包括: 1) 日本逐步提高药师诊疗报酬; 2) 每两年调整一次药品售价(每次平均降幅6%); 3) 执行医生收入与药品销售无关等医药分业政策。

图表23: 1992-2013年日本各终端处方药销售占比



资料来源: JPWA, 华泰证券研究所

图表24: 2004-2012年美国各终端处方药销售占比



资料来源: Wind, 华泰证券研究所

所以,我们认为我国处方药在药店销售还有很大放量空间,预计在医药分开等政策推动下,处方药将持续从医院市场流向药店市场,为药店行业规模贡献持久增量。

我国积极制定政策推动处方外流。为破除“以药养医”、斩断利益链条,我国先后推出“控制医院收入的药占比”、“药品零加成”、“国家集采”等措施,在提高药事服务费和诊疗费用同时,降低不合理药价。

图表25: 我国处方外流相关政策梳理

时间	政策	部门	主要内容
2009.4	《关于深化医药卫生体制改革的意见》	国务院	第一次明确提出“医药分开”的改革目标
2010.2	《关于公立医院改革试点的指导意见》	卫计委	探索实现医药分开的路线, 减少医院收入对药品加成的依赖
2012.6	《关于县级公立医院综合改革试点的意见》	卫计委	取消药品加成, 提高医疗服务费用和政府财政支出保证公立医院收入稳定
2014.5	《深化医药卫生体制改革2014年重点工作任务》	国务院	采取多种形式推进医药分开, 鼓励零售药店发展和连锁经营
2016.4	《深化医药卫生体制改革2016年重点工作任务》	国务院	禁止医院限制处方外流; 试行零售药店分类分级管理, 鼓励连锁药店发展; 组织医疗机构处方信息、医保结算信息与药品零售消费信息共享试点, 推动医药分开
2016.6	《关于积极推动医疗、医保、医药联动改革的指导意见》	人社部	推动药品流通体制改革, 促进医药分开, 探索医疗服务和药品分别支付, 从体制机制上消除公立医院以药养医的痼疾
2017.3	《北京市医药分开综合改革实施方案》	北京人民政府	取消药品加成、挂号费、诊疗费, 设立医事服务费, 实施阳光采购, 规范医疗服务价格, 力争2017年底药占比降到30%左右
2017.5	《深化医药卫生体制改革2017年重点工作任务的通知》	国务院	鼓励连锁药店发展, 探索医疗机构处方信息、医保结算信息与药品零售消费信息互联互通、实时共享; 2017年, 前四批200个试点城市公立医院药占比(不含中药饮片)总体降到30%左右; 2017年9月底前全面推开公立医院综合改革, 所有公立医院全部取消药品加成
2018.8	《关于印发深化医药卫生体制改革2018年下半年重点工作任务的通知》	国务院	支持零售药店连锁发展, 允许门诊患者自主选择在医疗机构或零售药店购药

资料来源: 国务院, 卫计委, 人社部, 商务部, 北京市人民政府, 华泰证券研究所

**带量采购或成推动处方外流的主要动力。**我们认为带量采购不仅会深刻影响医院药品采购, 而且对于药店的处方药销售也有重要影响:

- 1) 短期影响销售额, 但对毛利额影响不大:** 为保持正常销售, 药店中被带量采购的药品售价将与医院相近, 销售额将受到冲击。但由于这些药品通常就是负毛利的导流品种, 因此带量采购后对于总毛利额的影响不大。
- 2) 长期看有望促进处方外流:** 大幅降低药价同时提高药事服务费, 能够压缩对医生的利益输送空间, 使药房成为成本中心, 而且以阳光的方式提高医生的薪酬, 从而推动医院处方逐步流向院外。参考日本医药分开的过程, 核心推动力即降低药价同时提高医生薪酬。
- 3) 提高药店终端的地位:** 带量采购的招投标机制不能保证厂商每年都可以在医院终端中标, 因此作为第三终端的药店地位明显提高, 恒瑞等各大药厂纷纷成立自己的零售团队重点覆盖药店终端。药店终端地位提升, 可以提高议价能力, 争取更多的利润空间, 也可以丰富经营品种, 增加引流能力。

参考日本医药分开的过程, 我们认为我国处方外流的过程也将是个长期而缓慢的过程, 这个过程随着政策不断催化, 有望加速。**为了可以定量分析处方外流对医药零售行业的影响, 我们需要定量测算, 关键假设如下:**

- 1) 根据 IQVIA 数据, 我国 2018 年处方药销售额为 11266 亿元, 其中分为专利保护期内的原研药、专利过期的原研药、仿制药和中药, 在 2017 年分别占 5%/20%/58%/17%, 假设 2018 年该比例不变, 我们需要按照分为专利保护期内的原研药、专利过期的原研药、仿制药和中药拆分对方药市场规模测算。**
- 2) 专利保护期内的原研药:** 考虑到基数小、需求大, 参考跨国药企中国区靓丽业绩 (如罗氏制药大中国区业绩前三季度增长 53%), 我们预计 2019E 年专利保护期内的原研药增速为 50%, 之后年份每年增速降低 5pct。
- 3) 专利过期的原研药和仿制药:** 二者密切相关, 故合并计算。且需要考虑带量采购的影响, 较为复杂。为方便计算, 带量采购的药品仅考虑一次降幅, 而不是每年降价, 谨

慎起见假设带量采购降幅均为 75% (2019 年 9 月末国家扩围集采药品中标价格比之前各省最低中标价平均降低 59%)。专利过期原研药和仿制药市场规模=当年被带量采购金额+年初已被带量采购金额\*(1+当年增速)+(年初未被带量采购金额-当年被带量采购)\* (1+当年增速)。

- 4) **带量采购:** 年初未被带量采购仿制药和过期原研药中当年被带量采购比例随着一致性评价推进而提高, 根据 2019 年各地陆续执行的 4+7 带量采购覆盖金额和运行时间, 我们估计 2019E 年带量采购处方药比例为 3%, 预计之后逐年比例提高, 我们预计 2020E-2022E 年初未被带量采购仿制药和过期原研药中当年被带量采购比例为 15%/30%/60%, 之后的比例保持在 60%, 到 2028E 年过期原研药和仿制药基本都会被带量采购。同时假设除当年被带量采购外其他仿制药和过期原研药销售额每年增长 5%。
- 5) **中药:** 根据 IQVIA 数据, 2017 年中药销售额同比下降 3.2%, 我们认为中药注射剂被严格管控, 因此谨慎起见假设 2019E 年中药销售额增速-10%, 以后每年增速提高 2pct, 到 2025E 提高至 2%, 之后保持稳定。
- 6) **处方外流:** 已知 2018 年我国药店处方药销售额为 1374 亿元, 占总处方药比例的 12.2%。带量采购大幅降低医院终端销售价格, 有望加速处方外流, 所以我们认为在处方药规模下滑正是处方加速外流的契机。因此在带量采购推动下, 我们假设 2019E-2023E 年处方药在药店销售在占比分别为 13%/15%/18%/23%/25%, 之后每年增加 1pct。

图表26: 2018-2028E 年我国处方药外流测算 (含带量采购影响)

类别	项目 (单位: 亿元)	2018	2019E	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E
处方药	处方药总规模	11,266	11,585	11,207	10,105	8,172	7,876	8,305	9,033	9,806	10,475	10,946
	增速		2.8%	-3.3%	-9.8%	-19.1%	-3.6%	5.4%	8.8%	8.6%	6.8%	4.5%
专利保护期内的原研药	专利保护期内的原研药规模	563	845	1,225	1,715	2,316	3,010	3,763	4,515	5,193	5,712	5,998
	在处方药中占比	5.0%	7.3%	10.9%	17.0%	28.3%	38.2%	45.3%	50.0%	53.0%	54.5%	54.8%
	增速		50.0%	45.0%	40.0%	35.0%	30.0%	25.0%	20.0%	15.0%	10.0%	5.0%
	专利失效原研药和仿制药合计规模	8,787	9,016	8,396	6,899	4,426	3,463	3,139	3,088	3,154	3,275	3,430
专利失效原研药和仿制药	在处方药中占比	78.0%	77.8%	74.9%	68.3%	54.2%	44.0%	37.8%	34.2%	32.2%	31.3%	31.3%
	增速		2.6%	-6.9%	-17.8%	-35.8%	-21.7%	-9.4%	-1.7%	2.2%	3.8%	4.7%
	当年被带量采购仿制药和过期原研药金额	-	66	336	599	881	370	155	65	27	12	11
	年初未被带量采购仿制药和过期原研药中当年被带量采购比例	-	3.0%	15.0%	30.0%	60.0%	60.0%	60.0%	60.0%	60.0%	60.0%	60.0%
	年初未被带量采购仿制药和过期原研药金额	-	8,787	8,950	7,988	5,871	2,466	1,036	435	183	77	32
	年初已被带量采购仿制药和过期原研药金额	-	-	69	408	1,028	1,960	2,428	2,704	2,905	3,078	3,243
	除当年被带量采购外其他仿制药和过期原研药销售增速	-	5.0%	5.0%	5.0%	5.0%	5.0%	5.0%	5.0%	5.0%	5.0%	5.0%
	中药合计规模	1,915	1,724	1,586	1,491	1,431	1,402	1,402	1,430	1,459	1,488	1,518
中药	在处方药中占比	17.0%	14.9%	14.1%	14.8%	17.5%	17.8%	16.9%	15.8%	14.9%	14.2%	13.9%
	增速		-10.0%	-8.0%	-6.0%	-4.0%	-2.0%	0.0%	2.0%	2.0%	2.0%	2.0%
	药店销售处方药规模	1,374	1,506	1,681	1,819	1,880	1,969	2,159	2,439	2,746	3,038	3,284
处方外流	药店处方药销售占比/%	12.2%	13.0%	15.0%	18.0%	23.0%	25.0%	26.0%	27.0%	28.0%	29.0%	30.0%
	增速/%		9.6%	11.6%	8.2%	3.3%	4.8%	9.7%	13.0%	12.6%	10.6%	8.1%

注: 蓝色数字是假设数字

资料来源: IQVIA, 华泰证券研究所

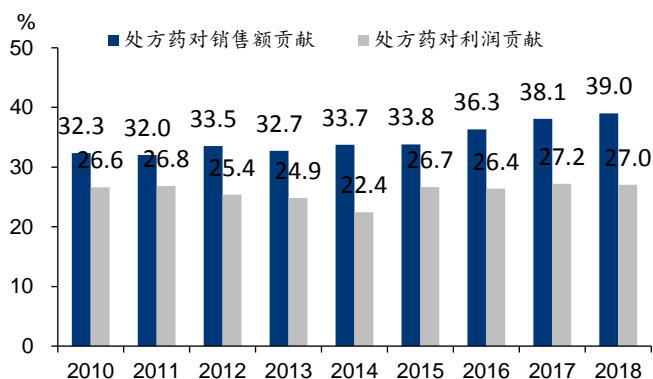
根据我们的测算结果，到 2028E 年仅处方药增长与外流对药店行业规模贡献超过 1900 亿元，是医药零售行业重要增量。

**处方外流初见成果：收入占比从 2016 年开始提高。**根据《中国药店》数据，2010-2016 年药店处方药销售占比基本稳定，但从 2016 年之后，处方药收入占比提高明显，到 2018 年已提高至 39%。但利润占比提升不明显，我们认为这是因为目前很多处方药对药店还是导流品种，处方外流对利润影响小于收入。如果未来处方药更多地开始在药店销售，药店对上游药企议价能力增强，处方药盈利有望改善，导流能力也将提高。

**处方外流第一站通常是 DTP 药房和院边店。**因为地理位置和利益关系，我们认为从医院流出的处方，首先要被 DTP (Direct-To-Patient) 药房和院边店承接。因此，各大连锁药店均大力布局 DTP 药房和院边店。

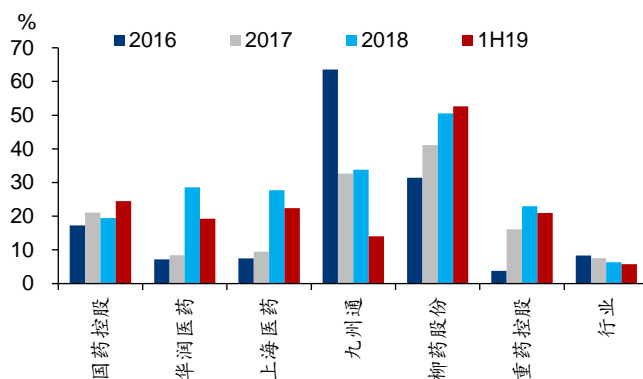
**医药批发企业在 DTP 药房和院边店经营具备天然优势，最先受益于处方外流。**医药批发企业不同于普通的连锁药店，他们不仅可以从上游获得众多品种的配送权，而且凭借与医院良好的渠道关系，向旗下院边店和 DTP 药房导流。我们看到医药批发企业的零售业务增速明显快于行业增速。

图表27： 2010-2018 年我国处方药对药店销售额和利润贡献占比



资料来源：《中国药店》，华泰证券研究所

图表28： 2016-1H19 年医药批发企业医药零售收入增速与行业对比



资料来源：各公司公告，米内网，华泰证券研究所

## 国大药房：盈利持续改善，并开启并购新时代

### 布局全国，持续稳定增长

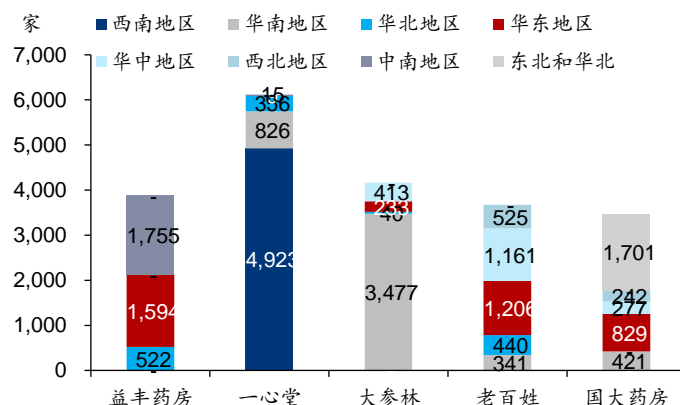
**国大药房是全国布局的医药零售龙头。**国大药房成立于 2004 年，经过十余年高速发展，截至 2019 年中报，已在全国 19 个省、自治区、直辖市建立 28 家区域连锁公司，覆盖全国近 70 个城市，门店总数达到 4593 家，与老百姓、益丰药房等类似采取全国布局，区别于一心堂和大参林的区域集中布局。

图表29: 国大药房区域布局 (括号中为2018年底门店数量)



资料来源: 国大药房官网, 《中国药店》, 华泰证券研究所

图表30: 截至2019年中报A股四大上市药店与国大药房门店布局情况



注: 益丰药房没有分别披露华南和华中地区门店数量, 合计披露中南地区数据; 国大药房合计披露东北和华北地区数据, 且只考虑直营门店数据。

资料来源: 各公司公告, 华泰证券研究所

**2018年国大药房销售规模全国第一 (未考虑高济医疗)。**根据《中国药店》统计, 国大药房2018年销售规模达125亿元, 是除高瓴资本系的高济医疗外销售额最大的连锁药店。即使单独比较直营销售规模, 国大药房2018年仍超百亿, 也为行业第一梯队。

图表31: 2018年全国连锁药店销售额排行榜 (《中国药店》评选)

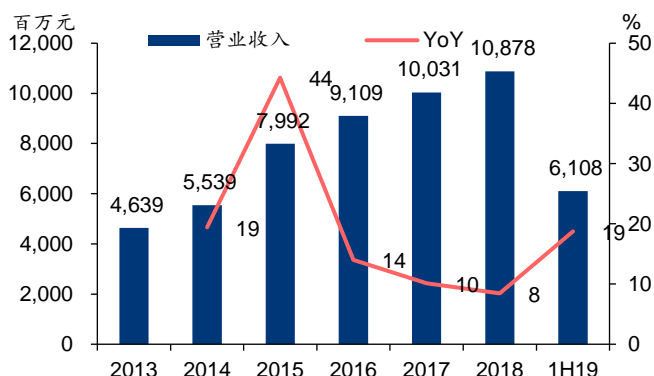
排名	公司	所属上市公司	销售额 (亿元)	主营地区	直营店 (家)	加盟店 (家)	合计门店 (家)
1	国药控股国大药房有限公司	国药一致	125	东北、华北等全国地区	3202	1073	4275
2	老百姓大药房连锁股份有限公司	老百姓	109	华中、西北等全国地区	3298	575	3873
3	云南鸿翔一心堂药业 (集团) 股份有限公司	一心堂	106	西南地区	5768	0	5768
4	大参林医药集团股份有限公司	大参林	102	华南地区	3880	0	3880
5	北京同仁堂商业投资集团有限公司	同仁堂	91*	华北等全国地区	808	0	808
6	重庆桐君阁大药房连锁有限责任公司	太极集团	80+	西南地区	1539	9036	10575
7	益丰大药房连锁股份有限公司	益丰药房	79.5	华东、华中等全国地区	3442	169	3611
8	苏州全亿健康药房连锁有限公司	无	60+	华东和西南地区	2021	0	2021
9	湖北同济堂药房有限公司	同济堂	38*	华中地区	229	4612	4841
10	甘肃众友健康医药股份有限公司	无	30+	西北地区	2306	0	2306

注: \*为2017年数据, 其他均为2018年数据; 高济医疗未主动申报, 不含在排行榜中。

资料来源: 商务部, 《中国药店》, 各公司年报, 华泰证券研究所

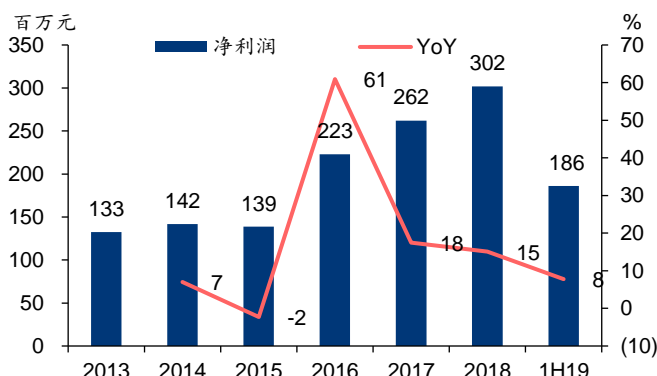
**国大药房业绩持续稳定增长。**国大药房多年以来持续稳定增长, 2013-2018年收入和净利润CAGR分别达到19%和18%, 在1H19营业收入增长为19%, 净利润增速约为8% (我们估算若扣除会计准则变更影响则为19%)。按照规模, 国大药房属于连锁药店第一梯队。

图表32: 2013-1H19年国大药房营业收入及其增速



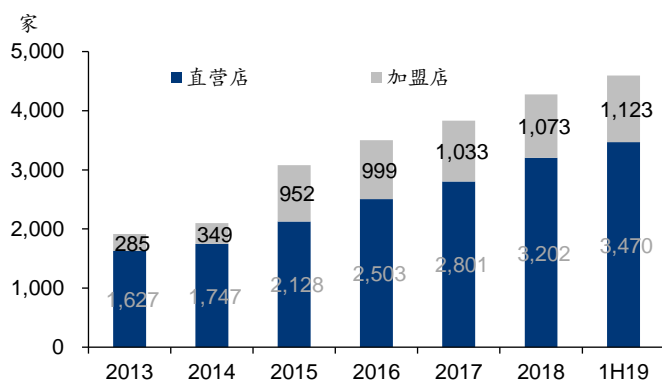
资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所

图表33: 2013-1H19年国大药房净利润及其增速



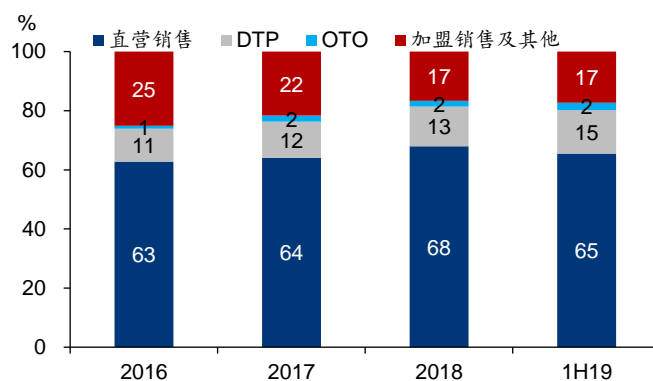
资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所

图表34： 2013-1H19 年国大药房直营店和加盟店



资料来源：公司公告，华泰证券研究所

图表35： 2013-1H19 年国大药房收入拆分



资料来源：公司公告，华泰证券研究所

国大药房直营销售为主，门店稳定增长。公司门店数量逐年增加，其计划今年新增 600 家门店，1H19 净增直营门店 228 家和加盟门店 50 家。截至 2019 年中报，公司拥有直营门店 3470 家，加盟店 1123 家，直营收入贡献 65%。

### 内生：管理层换血，经营效率和盈利能力持续提高

国大药房总体毛利率低于行业平均，但直营毛利率与行业平均持平。国大药房总体毛利率较行业均值低 5pct 左右。如果不考虑加盟店，那么直营销售毛利率约为 30% 左右（重组说明书中 2013-2015 年数据），则与行业均值持平，但与民营龙头药店差距大约 5-10pct。

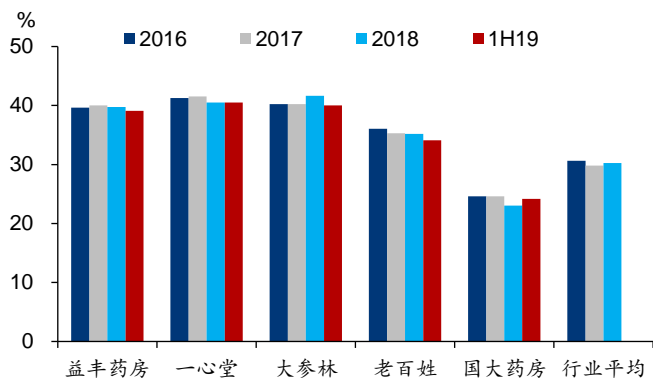
我们认为国大药房直营门店毛利率低于民营龙头的主要原因在于：

- 1) 一线城市门店占比较高：根据重组数据，国大药房一线城市门店贡献 30% 收入，而一线城市消费者品牌认知度高，一线门店毛利率只有 20%，较非一线城市低约 10pct。
- 2) 低毛利率的处方药销售占比高：一般来说处方药毛利率只有 15-20%，属于低毛利率品种，重组说明书中 2013-2015 年公司处方药销售比例约为 45-50%，行业平均处方药销售比例不超过 40%。

净利率可提高空间较大。国大药房 1H19 净利率只有 3.13%，较 2018 年行业平均净利率低 1.9pct，和民营龙头相差 2.5-4.0pct。对于医药零售这种微利行业，净利率提高，对于利润增长促进效果明显。

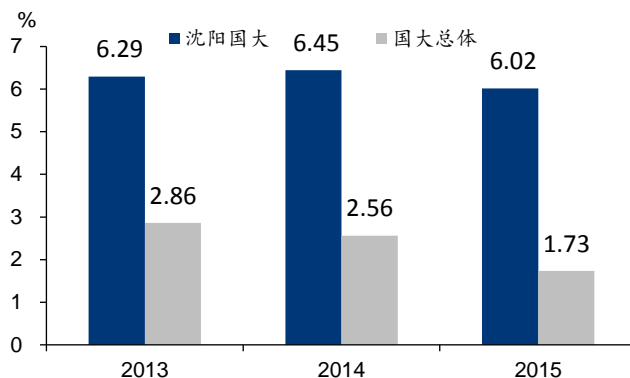
管理层更替成为净利率提高的重要契机。2015 年 6 月，原国大药房沈阳分公司总经理赵小川出任国大药房总经理。此前在赵小川的领导下，沈阳国大成为国大药房业绩贡献最突出的子公司之一。2015 年沈阳国大药房收入 6.26 亿元，净利润 0.38 亿元，净利率 6.0%，远高于同期的国大药房总体净利率。

图表36: 2016-1H19年国大药房和四家民营连锁药店、行业平均毛利率



注: 国大药房毛利率用国药一致的零售业务毛利率近似;  
资料来源: 各公司公告, 《中国药店》, 华泰证券研究所

图表37: 2013-2015年沈阳国大和国大总体净利率对比

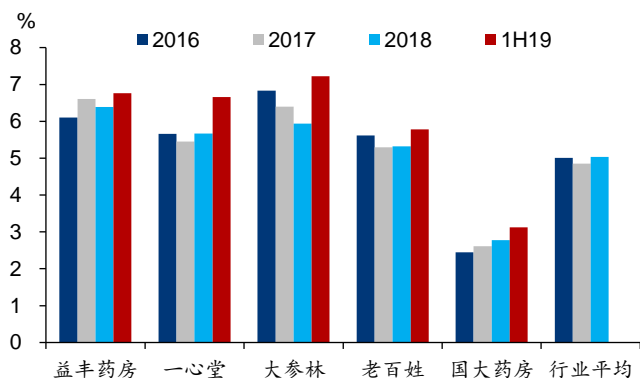


资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所

**赵小川总经理上任后, 国大药房经营效率和盈利能力明显提高:**

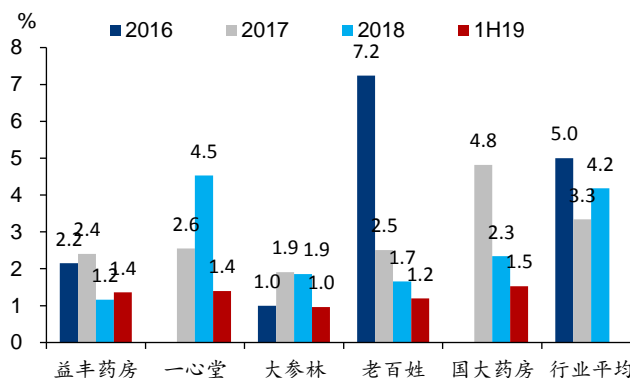
- 1. 净利率持续提高:** 基础管理优化提升, 整合批零一体资源 (集采销售 2018 年同比增长 20%), 国大药房净利率持续提高, 从 2016 年 2.45% 提高至 1H19 的 3.13%。
- 2. 关店率降低, 看齐民营龙头:** 如果一个门店两年左右仍无法盈利, 说明这个店选址或经营出现问题, 需要搬迁或者关店。因此关店率是一个医药零售企业经营能力的重要指标。国大药房 2016 年关店率为 4.8%, 与行业平均持平, 到 1H19 关店率已下降至 1.5%, 接近业内民营龙头的水平。这侧面反映公司的经营水平有明显进步。

图表38: 2016-1H19年国大药房和四家民营连锁药店、行业平均净利率



资料来源: 各公司公告, 《中国药店》, 华泰证券研究所

图表39: 2016-1H19年国大药房和四家民营连锁药店、行业平均关店率



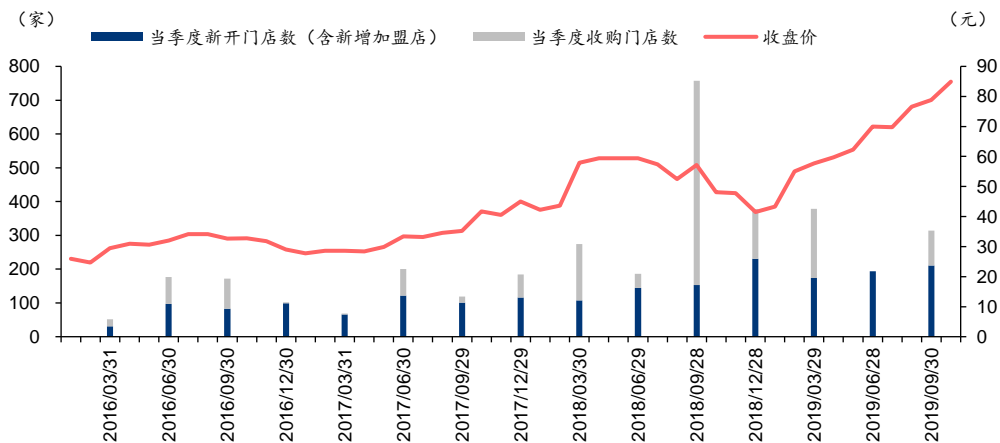
注: 关店率=期间关店和搬迁门店数量/期末门店总数  
资料来源: 公司公告, 《中国药店》, 华泰证券研究所

**外延: 开启并购, 加快发展, 提升估值**

并购是连锁药店增长的重要动力之一, 也是股价的催化剂之一。连锁药店扩张除了自开店外, 另一很重要的方式是并购, 包括股权收购和资产性收购。以合理的价格收购, 并以自身的先进经验为其赋能增效, 是已被美国药店龙头 WBA、国内药店龙头益丰药房等印证股价催化剂之一。



**图表40： 2016年至今逐季益丰药房收购门店与股价的关系**



资料来源：公司公告，Wind，华泰证券研究所

**图表41： 2006年至今WBA并购与股价的关系**



资料来源：公司公告，Bloomberg，华泰证券研究所

国大药房 2016 年以前也曾大规模并购并以此完成全国布局。在 2016 年以前，国大药房发展壮大离不开并购，成立以来并购整合近 30 个标的，完成全国布局。从 2017 年在高瓴等资本介入后，一级市场并购价格大幅上涨，公司以自开门店、降本增效为主要目标，并购步伐大幅放缓。

**图表42： 1998 年成立以来国大药房的并购历史**



资料来源：公司公告，国大药房官网，华泰证券研究所

**近期公告重磅收购药店计划。**进入 2019 年以来，一级资本退潮，各家药店龙头开始消化之前并购标的，并购价格回落。国大药房在 2019 年 10 月 29 日公告拟以不超过 9.34 亿元和 1.63 亿元价格收购国控天和 85% 股权和浦东药材 75% 股权，重启重磅并购。

**拟收购标的来源显示国大独特优势。**本次收购不同于过往民营连锁药店收购，两个标的分别来自体外参股并购基金（国控中金）和控股股东。前者标的在体外并购基金培育，后装入国大体内，或可缩短国企并购流程，属于非同一控制人下合并，业绩不需追溯。后者标的属于国药一致兄弟公司控股的零售企业，属于同一控制人下合并，并购后需要追溯业绩，截至 2019 中报该类药房国药控股共有 1009 家，潜在标的较多。**这两种标的代表国大药房并购的两种路径，是不同于民营连锁的差异化优势。**

**拟收购标的优质，价格合理，协同性强：**

**1) 国控天和：**国控天和医药零售和批发业务收入 2018 年分别在吉林省排行第二和第三。国控天和 2018 年收入和归母净利润 19.57 亿元和 0.86 亿元，同比增长 9.32% 和 14.6%。**国控天和在 2018 年底有 438 家门店**，零售业务 2018 年收入 5.34 亿元，净利润 3060 万元，净利率 5.73%，盈利能力较强。整体收购价格对应 2018 年 PE=13x，若假设批发业务收购价格 2018 年 PE=7x（A 股可比公司 2018 年 PE 均值为 15x），则零售业务收购价格 2018 年 PE 则为 16x，收购价格较为便宜。若 2019 年国控天和完成业绩承诺，上海鼎群才会支付第二起转让款 2.37 亿元。我们认为成功收购国控天和后，国大药房会将销售网络拓展到吉林，进一步加强国大药房在东北三省的竞争力和布局。

**2) 浦东药材：**浦东药材主营医药批发和零售，2018 年实现收入 7.61 亿元和净利润 1003 万元，同比增长 7.12% 和 132.18%。其中核心资产上海养和堂药店截至 2019 年 9 月末拥有 75 家直营药店和 3 家加盟药店，2018 年收入 3.36 亿元和 669 万元，净利率 1.99%，盈利还有较大提高空间。整体收购价格对应 2018 年 PE=22x，若假设批发业务收购价格 2018 年 PE=7x（A 股可比公司 2018 年 PE 均值为 15x），则零售业务收购价格 2018 年 PE 则为 29x，若按照药店并购更广泛使用的 PS 估值，零售药店对应的 2018 年 PS 估值不超过 0.65x，价格较为合理。**本次并购属于将控股股东零售资产注入国大药房平台，不仅可以使更专业的国大药房提高并购标的盈利能力，而且也能够增强国大药房在上海的医药零售优势。**

图表 43：2019 年 10 月底公司公告国大药房拟收购标的情况

收购标的	国控天和	浦东药材
收购股权	85%	75%
标的原控股股东	国控中金	国药控股
业务类型	医药批发和零售	医药批发和零售
简单介绍	国控天和医药零售和批发业务 2018 年在吉林省排行第二和第三	上海医药零售和批发，其中零售业务平台是养生堂
收购价格（亿元）	9.34	1.63
2018 年营业收入（亿元）	19.57	7.61
2018 年营业收入增速（%）	9.32	7.12%
2018 年归母净利润（万元）	8600	1003
2018 年归母净利润增速（%）	14.6%	132.2%
2018 年零售业务收入（亿元）	5.34	3.36
2018 年零售业务净利润（万元）	3060	669
2018 年零售业务净利率（%）	5.73%	1.99%
2018 年零售门店数量（家）	438 家直营	75 家直营+3 家加盟
收购价格 2018 年 PE (x)	12.78	21.67
收购价格 2018 年 PS (x)	0.56	0.29

资料来源：公司公告，华泰证券研究所

**若假设 2020 年国控天和和浦东药材净利润增速为 10%（参考过往业绩增速）且并购成功落地，则我们预计这两起并购 2020 年将为国大药房层面归母净利润贡献 8868 万元，在国药一致层面归母净利润贡献 5321 万元，相当于 4pct 的归母净利润增速。**

我们认为若并购落地不仅可以扩大规模，也利于提升估值。考虑到现在并购价格回落、WBA入股等因素，我们认为这两起并购只是公司外延拓展的开始。

### 差异化优势：盈利提升潜力大+批零一体化+资金充足+国资背景+引入战投

拥有上市平台的连锁龙头具备资金优势。无论是并购还是自建门店，都对资金有较强的依赖度。而上市之后 IPO、可转债、定增等融资手段多样，为连锁药店发展壮大持续提供弹药。因此我们发现 2018 年药店销售额排行榜 TOP10 中有 8 家都有上市平台，另外 2 家非上市公司中全亿健康是资金雄厚的一级资本。

同为上市公司，虽然与民营龙头相比，国大药房毛利率和净利率都略逊一筹，但是我们认为国大药房具备差异化优势：

- 1) 盈利提升潜力大：**民营连锁龙头精细化管理已很成功，低毛利率的处方药销售占比提高，高毛利率的保健品和医疗器械面临线上冲击，因此我们认为民营连锁毛利率和净利率继续提高空间不大。相反，相对不依赖保健品和医疗器械的国大药房，在采取提高集采比例、加强费用管控等措施后，相对行业平均净利率仍有 1-2pct 提高空间，对于薄利（行业平均约 5%）的医药零售行业很重要。
- 2) 批零一体化：**不同于其他民营龙头，国大药房其控股股东国药控股（1099.HK）是国内最大医药批发商，借助此优势，国大药房可以充分发挥批零一体化优势，不仅可以迅速与上游工业建立良好关系，获得众多品种在 OTC 市场的销售权，而且能够利用与医院的渠道关系，承接更多的处方，大力发展院边店和 DTP 药房。
- 3) 资金充足：**无论是外延并购还是内生开店，充足的资金都是基础，为了保证快速发展过程的资金需求，四家民营连锁药店龙头纷纷采取 IPO、定增、可转债等多种方式募资。而国大药房不仅背靠国药一致的上市平台，而且引入 WBA 战略投资者之后获得 27.67 亿元资金。国药一致 2019 年三季报末货币资金 78.11 亿元，其他四家民营连锁只有 10-20 亿元，资金实力雄厚。根据我们测算，只单独考虑 WBA 注入的 27.67 亿元资金，即可新开超过 6800 家门店或者并购 3200 多家门店。

图表44： WBA 注入的资金对于新开门店和并购门店数量测算

项目	计算
WBA 注入资金（亿元）	27.67
行业 2018 年单店平均投资额（万元）	40.3
假设并购价格市销率 PS (x)	1.0
行业 2018 年单店年销售额（万元/店）	86.4
若资金全部用于自开门店，则可以新开门店数量（家）	6863
若资金全部用于并购门店，则可以并购门店数量（家）	3203

资料来源：公司公告，《中国药店》，华泰证券研究所

图表45： 2016 年至今四家民营连锁药店二级市场募资情况

公司	发行时间	形式	募资总额（亿元）	总金额（亿元）
一心堂	2019/4/17	可转债	6.03	15.03
	2017/12/27	定向增发	9.00	
益丰药房	2019/10/15（证监会受理）	可转债	15.81	35.35
	2018/11/15	定向增发	5.99	
	2016/7/23	定向增发	13.55	
老百姓	2019/3/27	可转债	3.27	11.27
	2017/11/25	定向增发	8.00	
大参林	2019/3/31	可转债	10.00	19.89
	2017/7/18	IPO	9.89	

资料来源：各公司公告，华泰证券研究所

- 4) **国资背景:** 1) 国大药房作为国有企业, 在并购时对于标的审核更为审慎, 潜在风险更低; 2) 同时一些地方国有背景的零售标的, 也更倾向于被国资背景的国大药房并购; 3) 国有企业在员工缴纳社保等方面更为合规。
- 5) **引入战略投资者 WBA:** WBA 是美国最大的连锁药店, 拥有丰富的管理运营经验。2018年7月 WBA 获得 40% 股权后, 国大药房和 WBA 强强联合, 在信息化、引进品种等方面开展广泛合作。

为对公司的医药零售业务进行预测, 将**医药零售业务按业态拆分为直营销售、DTP、OTO 和加盟销售及其他业务**, 核心假设如下:

- 1) **直营销售:** 直营销售是零售的核心板块, 不考虑任何并购, 我们估算 1H19 直营销售收入增速 10-15%, 考虑到完成全年开店 600 家目标, 我们认为 2019 年下半年开店会略加速, 因此预计 2019E 年直营销售收入增速为 15%, 同时考虑到未来公司开店持续平稳, 我们预计 2020E 和 2021E 年收入增速也均为 15%;
- 2) **DTP:** DTP 受益于处方外流, 增长较快, 我们估算 1H19 DTP 业务收入增速为 35-40%, 因此我们预计 DTP 业务 2019E 年收入增速为 35%, 因为基数增高, 预计 2020E 和 2021E 年 DTP 业务收入增速每年递减 5pct, 为 30% 和 25%;
- 3) **OTO:** OTO 是新业态, 规模较小, 我们估算 1H19 OTO 业务收入增速 25-30%, 因此我们预计 OTO 业务 2019E 年收入增速为 25%, 因为基数增高, 预计 2020E 和 2021E 年 OTO 业务收入增速每年递减 5pct, 为 20% 和 15%;
- 4) **加盟及其他业务:** 我们估算 1H19 加盟及其他业务收入合计增速 20-35%, 此非核心业务, 谨慎起见, 我们预计 2019E 年加盟及其他业务收入合计增速为 20%, 因此我们预计 2019E 年加盟销售及其他收入增速为 20%, 因为基数增高, 预计 2020E 和 2021E 年加盟销售及其他收入增速每年递减 5pct, 为 15% 和 10%;
- 5) **毛利率:** 随着公司不断承接外流处方, 处方药销售占比提高, 我们预计 2019E-2021E 年毛利率缓慢下行 (2018 年毛利率为 23.0%), 分别为 22.0%/21.5%/21.0%;
- 6) **净利率:** 降本增效继续体现, 我们认为 2019 年受到会计准则变更影响净利率有所下滑, 达到 2.70%, 但未来国大药房净利率稳步提高, 预计 2019E-2021E 年净利率为 2.80% 和 2.90%;
- 7) **少数股东损益:** 分为 WBA 和非 WBA, 假设除 WBA 外少数股东损益 2019E-2021E 年在净利润中占比与 2018 年相同, 而 WBA 的少数股东损益是扣除非 WBA 少数股东损益之后的利润的 40% (2018 年 7 月入股国大药房);

图表46：2018A-2021E年国大药房收入和归母净利润预测

项目 (单位: 百万元)		2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入	直营销售	7,395	8,504	9,779	11,246
	YoY		15%	15%	15%
	DTP	1,464	1,976	2,569	3,212
	YoY		35%	30%	25%
	OTO	210	263	315	362
	YoY		25%	20%	15%
	加盟销售及其他	1,810	2,171	2,497	2,747
	YoY		20%	15%	10%
	合计	10,878	12,914	15,161	17,567
	YoY		19%	17%	16%
毛利率		23.0%	22.0%	21.5%	21.0%
净利润		302	349	424	509
净利率		2.77%	2.70%	2.80%	2.90%
YoY			16%	22%	20%
零售业务少数股东损益	除 WBA 外少数股东损益	85	98	120	143
	在净利润占比	28.14%	28.14%	28.14%	28.14%
	WBA 少数股东损益	37	100	122	146
	在净利润占比	12.33%	28.76%	28.76%	28.74%
归母净利润		180	150	183	220
YoY			-16%	22%	20%

注：蓝色为预测数字

资料来源：公司公告，华泰证券研究所

根据以上分析，在不考虑任何并购前提下，我们预计国大药房（医药零售）2019E-2021E年收入分别为129.14/151.16/175.67亿元，同比增长19%/17%/16%，归母净利润（国药一致层面）分别为1.50/1.83/2.20亿元，同比增长-16%/22%/20%（因2019年会计准则变更，2019E年净利润表观增速受到很大影响）。

## 医药批发：集采背景下领导两广医药批发市场整合

理性看待药品集采对于医药批发行业影响，或可倒逼医药批发行业整合。两广地区医药批发行业集中度具有较大的提高空间。公司从 2019 年开始龙头优势显现，医药批发业务收入和净利润双加速。

### 理性看待药品集采，有望倒逼医药批发行业加速整合

从 2018 年下半年开始广东全省推广药品 GPO (group purchasing organizations, 即集中采购)。目前广东全省共有省平台、广州 GPO 平台、深圳 GPO 平台等三大 GPO 平台，以市为单位自行选择省、广州、深圳药品交易平台，落实药品集中采购改革。从 2018 年下半年广东各地级市开始推出各自的 GPO 方案。

图表47：广东三大药品 GPO 平台情况

平台	涵盖城市	涵盖城市数量	介绍
省平台	佛山、肇庆、中山、清远、揭阳、韶关、惠州	7	全国第一家全程电子化操作的第三方药品交易平台
广州 GPO 平台	广州、中山、清远、韶关、惠州、茂名	6	由人社局牵头组织实施，医保局经办管理，市公共资源交易中心搭建广州 GPO 药品采购平台
深圳 GPO 平台	深圳、东莞、肇庆、中山、珠海、河源、江门、梅州、韶关、14 惠州、茂名、湛江、汕尾、汕头		由政府引导、监督，全药网负责实际的运营。目前省内 14 市加入，省外拓展至黑龙江哈尔滨、广西梧州、新疆八师石河子等地

资料来源：广东各地政府官网，华泰证券研究所

我们预计仿制药带量采购于 2020 年拓展全国。1Q19 末全国 4+7 城市药品集中采购开始陆续推行，药价平均降低 52%，而 2019 年 9 月 25 日 4+7 集采升级版“联盟采购”，这次扩围中选价与扩围地区 2018 年同品种最低采购价相比平均降幅 59%。我们认为针对仿制药的带量采购未来将不断拓展品种和地区。

需要理性看待带量采购影响。市场普遍担心仿制药集中采购会显著影响行业规模。我们认为针对带量采购对医药流通行业的影响利好和利空兼有，需要从两个角度客观分析，无需盲目悲观。

图表48：带量采购对医药批发企业的利空和利好影响

影响	因素	具体说明
利空	市场规模缩小	医药流通龙头企业仿制药占总体收入的 50-60%，中小企业占比更高，仿制药贡献的销售额会受到 4+7 集中采购降价的冲击
	毛利率下降	因为药价降低，运输单车货值降低，运输成本提高，毛利率下降
利好	市占率提高	医药流通龙头会在 4+7 集采中争取到更多的品种配送权，市场份额提高，挤压中小企业的生存空间
	经营性现金流改善	4+7 集采不同于以往采购，需要设立专用账户，专款专用，医保进行先行支付，会大幅缩短批发企业应收账款期（保持在 30 天内），有助于改善经营性现金流
	财务费用减少	医保预付会缩小企业的借款规模，减少财务费用
	应收账款坏账计提准备降低	应收账款规模减少，会降低相应的应收账款坏账计提准备，直接影响利润表

资料来源：上海阳光医药采购网，华泰证券研究所

带量采购品种倾向选择龙头企业配送，市场集中度提高。已执行 4+7 带量采购地区，很多地区要求一个品规只能由一家企业独家配送，即使没有独家配送要求的地区，也对配送能力提出很高要求。如深圳 GPO 明确要求配送企业：1) 具备覆盖深圳市范围内所有公立医院的药品配送能力；2) 急救药品 4 小时内送达，一般药品 24 小时内送达，最长不得超过 48 小时。因此只有大型医药流通龙头满足条件，我们认为集采会倒逼医药流通产业链市场份额向龙头集中。

**图表49： 4+7集采政策中医保支付、回款周期和配送要求**

城市	医保支付	回款周期	配送要求
北京	预付 50%	30 日	多家
天津	首次预付比例 50%，第二次预付 50%	8 日	未说明
上海	预付货款，分 50%，45%，5%付清	30 日	独家
重庆	预付 50%	未说明	多家
沈阳	预付 50%，采购周期过半付 45%，完成合同量后清算最后 5%	30 日	独家
大连	医保基金预付 50%	30 日	独家
厦门	未说明	未说明	未说明
广州	在线结算	30 日	>2, ≤5
深圳	医保基金 预付 50%	三个月	≤3
成都	医保基金分两次预付 60%，40%	30 日	未说明
西安	医保基金分三次付款，50%，40%，10%	未说明	未说明

资料来源：各政府官网相关文件，华泰证券研究所

**医药流通龙头受 4+7 集采直接影响相对可控。**根据公司控股股东国药控股 2019 半年报电话会，国药控股在 4+7 带量采购全部 11 个城市均获得半数以上品种的配送权。在完整运行 1 个季度的 8 个 4+7 带量采购城市中，国药控股配送的品种的量增长 8.35 倍，规模增加 1.88 倍，销售额占比在 60%左右，若考虑非中标产品份额下降，国药控股 4+7 品种对应收入略有增长，毛利率略有下降。同时在这 8 个城市均可以保证 30 天回款。

**创新药放量可以对冲部分仿制药市场萎缩影响。**医保局降低仿制药价格，是为了腾笼换鸟，提高对创新药和专利药的支付能力和覆盖范围。随着医保覆盖更多的创新药和专利药，这部分的批发市场份额将快速增长，也可以对冲一部分仿制药市场萎缩的影响。

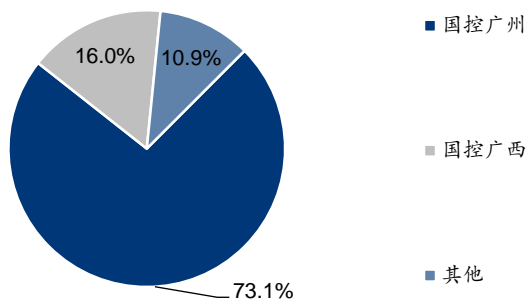
**带量采购的医保预付制将大幅改善批发企业的现金流。**带量采购的一个重要特征是医保预付机制，我们认为该措施不仅可以降低批发企业财务费用支出，而且能够有效地改善批发企业的经营性现金流。

因此，我们认为市场对于医药批发龙头受到的 4+7 集采影响预期不必过于悲观，根据龙头运行 1 个季度的结果，虽然带量采购对于中小批发企业利空明显，但医药流通龙头企业受到影响是可控和有限的，我们认为未来随着龙头公司业绩持续向好，悲观预期会逐步修复。

**两广医药批发领头羊，2019 年以来加速增长，同时保持良好现金流**

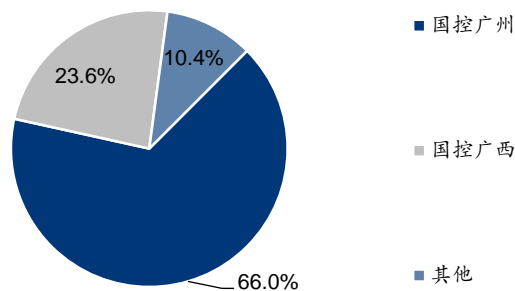
公司的医药批发业务以两广地区为主，其中广东是核心地区。国药一致 2018 年变更公司架构，将大部分广东配送业务注入国药广州子公司体内，而大部分广西配送业务注入国控广西体内。在 2018 年国控广州和国控广西分别贡献 73.1%和 16.0%医药批发收入，以及贡献 66.0%和 23.6%的批发净利润。

**图表50： 2018 年公司医药批发业务收入构成（按子公司）**



资料来源：公司公告，华泰证券研究所

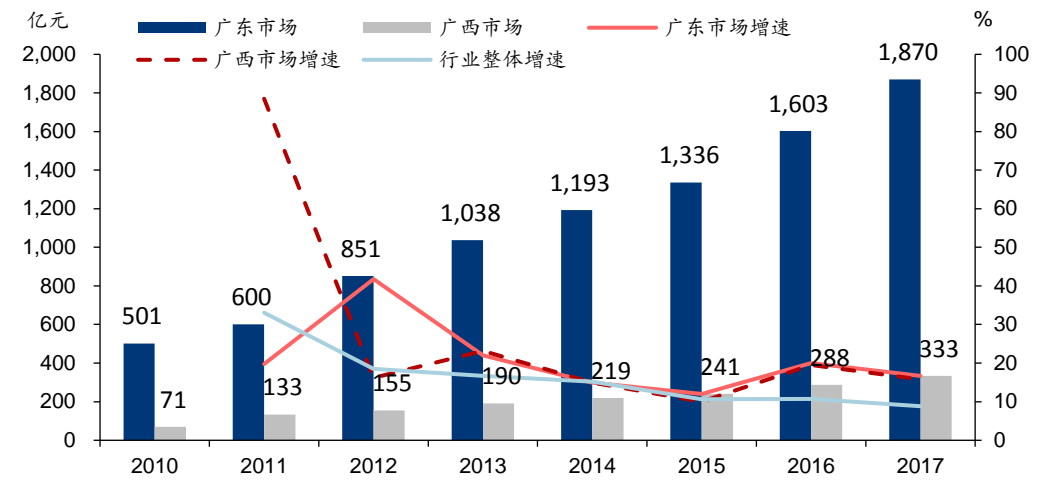
**图表51： 2018 年公司医药批发业务净利润构成（按子公司）**



资料来源：公司公告，华泰证券研究所

两广地区医药批发行业增长较快。两广地区医药批发市场发展良好,根据商务部数据,2017年广东和广西医药批发市场规模分别达到 1870 和 333 亿元,同比增长 16.7%和 15.8%,均快于全国医药批发行业整体 8.8%增速。

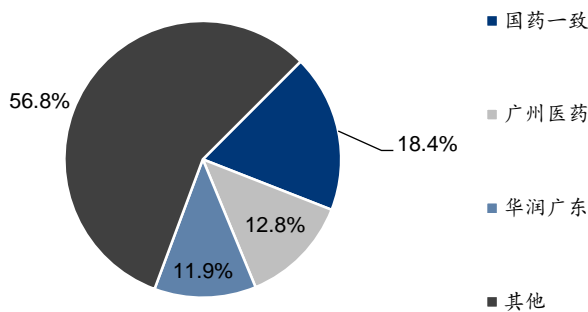
图表52: 2010-2017年广东和广西医药批发市场规模及其增速以及行业整体增速



资料来源: 商务部, 华泰证券研究所

国药一致两广地区份额领先, 但均有较大提高空间。根据过往行业发展速度, 我们假设 2018 年广东和广西医药批发市场增速均为 10%, 那么国药一致 2018 年在广东和广西的医药批发市场份额分别为 18.4%和 16.6%。公司在广东的主要竞争对手主要是广州医药 (白云山子公司) 和华润广东 (华润医药广东子公司), 在广西的主要竞争对手是柳药股份, 中小企业市占率仍超 50%, 整合空间仍较大。

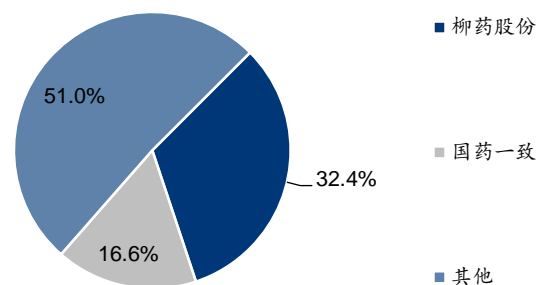
图表53: 2018年广东医药批发市场竞争格局



注: 参考过往增速, 假设 2018 年广东医药批发市场增速 10%

资料来源: 公司公告, 商务部, 华泰证券研究所

图表54: 2018年广西医药批发市场竞争格局



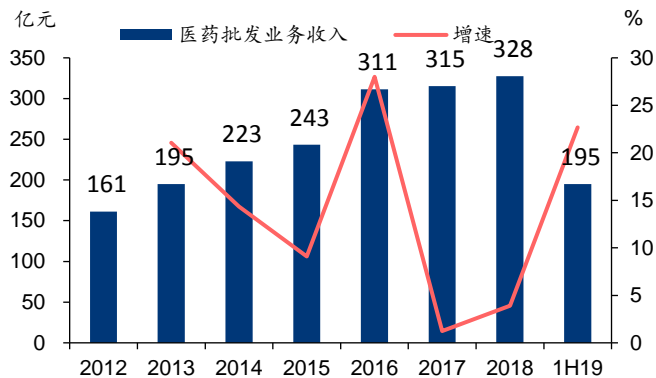
注: 参考过往增速, 假设 2018 年广西医药批发市场增速 10%

资料来源: 公司公告, 商务部, 华泰证券研究所

1H19 公司医药批发业务收入净利润增长双加速, 拐点显现。在融资利率下行、GPO 等因素催化下, 公司龙头优势显现, 医药批发业务收入和净利润在 1H19 增速分别为 22.7%和 15.4%, 较 2018 年增速提高 18.7pct 和 3.5pct, 拐点向上。

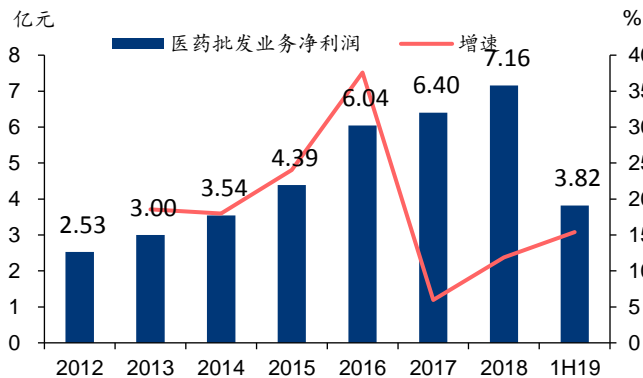


图表55: 2012-1H19年公司医药批发业务收入及其增速



资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所

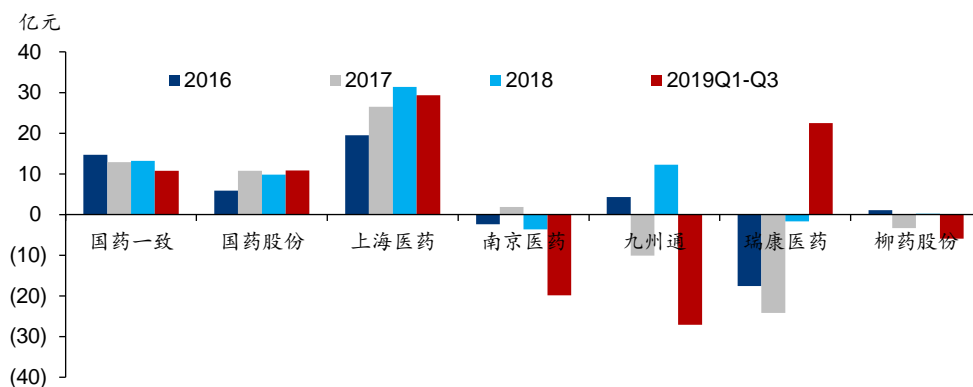
图表56: 2012-1H19年公司医药批发业务净利润及其增速



资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所

公司经营性现金流始终正向流入, 这是区别于其他大多数医药批发企业的优势, 原因在于: 1) 重视回款现金流考核: 将应收账款作为考核的重要指标; 2) 广东地区回款较好: 公司主营的核心地区广东省经济发达, 医保充裕, 回款相对其他地区及时; 3) 医药零售业务对冲: 零售业务本身回款较好, 可以对冲一部分批发业务现金流的压力。

图表57: 2016-9M19年A股医药批发公司经营性现金流净额对比



资料来源: 公司公告, Wind, 华泰证券研究所

为对公司医药批发业务进行盈利预测, 按子公司拆分为国控广州、国控广西及其他子公司, 关键核心假设如下:

- 1) 国控广州:** 国控广州主营广东, 是公司核心地区, 优势明显, 且2019年受GPO影响, 我们估算1H19国控广州收入增速20-30%, 因此预计其2019E年收入增速为25%, 之后在高基数下预计2020E和2021E年收入增速回归正常, 为15%和13%;
- 2) 国控广西:** 广西地区竞争激烈, 我们估算1H19国控广西收入增速15-25%, 因此预计其2019E年收入增速为20%, 之后因为基数提高, 增速或将放缓, 预计2020E和2021E年其收入增速分别为15%和12%;
- 3) 其他子公司:** 我们估算1H19其他批发子公司收入增速15-25%, 因此预计2019E年收入增速为15%, 之后基数增高, 增速略微下滑, 预计2020E和2021E年其他批发子公司收入增速均为12%和10%;
- 4) 毛利率:** 考虑到公司批发业务中纯销占比从2019年开始保持稳定(两票制在2018年基本全面实施完成), 我们预计2019E-2021E年医药批发业务毛利率保持与2018年相同, 即7.1%;

**5) 净利率:** 因为 2019 年执行的会计准则中对租赁会计处理发生变化, 所以我们预计 2019 年批发业务净利率受到一定影响, 相对略有下降, 但之后净利率保持稳定。根据此判断, 我们预计国控广东 2019E-2021E 年净利率均为 1.8% (2018 年为 2.0%), 国控广西 2019E-2021E 年净利率均为 3.1% (2018 年为 3.2%), 其他子公司 2019E-2021E 年净利率均为 2.0% (2018 年为 2.1%);

**6) 少数股东损益:** 2018 年少数股东损益占净利润比例为 2.17%, 我们假设 2019E-2020E 年该比例保持不变;

图表58: 2018A-2021E 年公司医药批发业务收入和归母净利润预测

单位: 百万元		2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入	国控广州	23,951	29,939	34,729	39,591
	YoY		25%	16%	14%
	净利率	2.0%	1.8%	1.8%	1.8%
	国控广西	5,233	6,279	7,221	8,160
	YoY		20%	15%	13%
	净利率	3.2%	3.1%	3.1%	3.1%
	其他子公司	3,574	4,110	4,603	5,063
	YoY		15%	12%	10%
	净利率	2.1%	2.0%	2.0%	2.0%
	合计	32,757	40,327	46,552	52,813
	YoY		23%	15%	13%
	净利率	2.2%	2.0%	2.0%	2.0%
毛利率		7.1%	7.1%	7.1%	7.1%
净利润		716	816	941	1,067
YoY			14%	15%	13%
批发业务少数股东损益		16	18	20	23
占比		2.17%	2.17%	2.17%	2.17%
归母净利润		700	798	921	1,044
YoY			14%	15%	13%

注: 蓝色数字为预测数字

资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所

根据以上分析, 我们预计 2019E-2021E 年公司医药批发收入分别为 403.27/465.52/528.13 亿元, 同比增长 23%/15%/13%, 医药批发归母净利润分别为 7.98/9.21/10.44 亿元, 同比增长 14%/15%/13% (因 2019 年会计准则变更, 2019E 年净利润表观增速受到一定影响)。

## 工业投资：预计未来利润贡献占比逐年降低

公司净利润构成一部分来自对工业企业的投资收益。2016年重组完成，公司将致君制药、致君医贸和坪山制药注入现代制药，取得现代制药16%股权。公司的投资收益主要来自万乐药业、致君制药、现代制药等工业企业，2018年公司投资收益3.2亿元，占公司归母净利润26%。

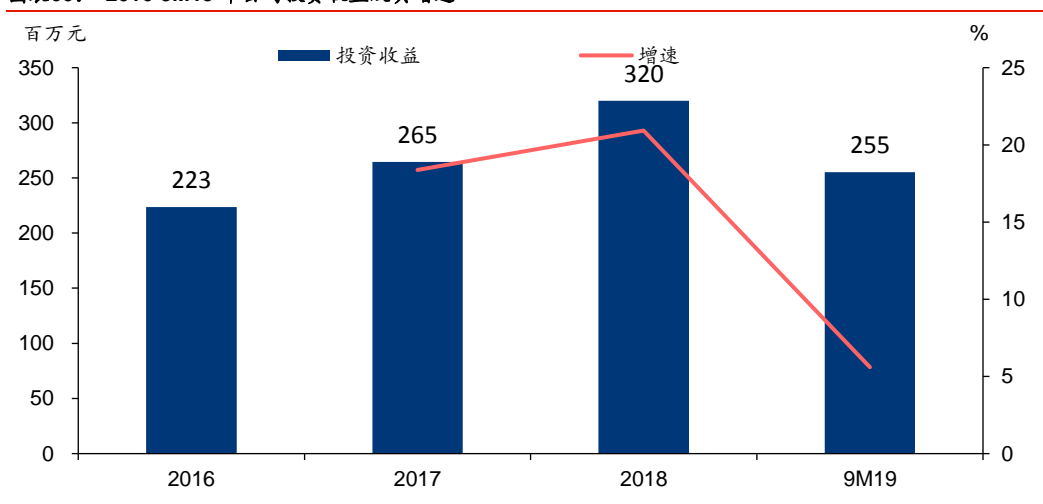
图表59：2018年公司的投资收益拆分

公司名称	主要业务	国药一致持股比例	2018年净利润(百万元)	2018年相应投资收益(百万元)
万乐药业	专业从事抗肿瘤药物生产、研发和销售	35.2%	224.64	79.05
致君苏州	主要从事中间体合成、原料药、粉针剂、固体制剂生成等	33.0%	-69.15	-22.82
致君制药	主要从事抗感染药物等化学制剂的研发、生产、销售	49.0%	229.92	122.42
致君医贸	配套贸易公司	49.0%	3.23	1.72
坪山制药	专注于儿科、妇科和中老年领域的中成药产品的研发、生产及销售	49.0%	51.96	27.33
现代制药	国药集团旗下工业平台，业务涵盖心脑血管类、抗感染类、全身性用药等	16.3%	710.83	108.24
其它	——	——	——	3.96
<b>合计</b>	——	——	——	<b>319.90</b>

资料来源：各公司官网，公司公告，华泰证券研究所

2019年前三季度对现代制药等投资收益拖累净利润增长。公司重要参股企业现代制药2019年前三季度归母净利润5.75亿元，同比降低0.41%。受此影响公司2019年前三季度工业投资收益为2.55亿元，同比增长5.6%，增速慢于整体净利润11.6%的增速，拖累整体业绩。

图表60：2016-9M19年公司投资收益及其增速



资料来源：公司公告，华泰证券研究所

考虑到投资收益对净利润影响较大，我们针对投资收益进行拆分预测，主要假设如下：

- 1) **万乐药业**：万乐药业在肿瘤药布局全面，2018年净利润增长18%，我们预计2019E-2021E年其净利润增速为15%/8%/5%；
- 2) **致君苏州**：致君苏州2018年亏损6915万元，但相较2017年已实现减亏，我们预计2019E-2021E年亏损幅度将进一步收窄，为-5000/-4000/-3000万元；

- 3) **致君制药**: 致君制药主营抗生素, 2017年限抗令影响见底, 2018年业绩恢复缓慢增长, 净利润同比增长约5%, 我们预计2019E-2021E年延续这个趋势, 净利润增速保持5%;
- 4) **现代制药**: 2019年前三季度现代制药归母净利润同比降低0.41%, 且4Q18出售青海制药厂获得约1.32亿非经常性损益, 在此高基数影响下, 我们预计2019年表观归母净利润同比下降10%, 而在2020和2021年恢复5%增长;

图表61: 2016-2021E年公司投资收益预测拆分

单位: 百万元	2016A	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
万乐药业	62.88	66.98	79.05	90.91	98.18	103.09
致君苏州	-8.08	-23.44	-22.82	-16.50	-13.20	-9.90
致君制药	20.70	116.22	122.42	118.29	124.21	130.42
致君医贸	0.08	1.48	1.72	1.63	1.68	1.73
致君坪山	4.50	21.60	27.33	28.01	29.41	30.88
现代制药	16.10	80.26	108.24	104.15	109.36	114.83
其他	127.29	1.44	3.96	0.00	0.00	0.00
<b>合计</b>	<b>223.47</b>	<b>264.54</b>	<b>319.90</b>	<b>326.49</b>	<b>349.63</b>	<b>371.04</b>
<b>合计增速</b>		<b>18.4%</b>	<b>20.9%</b>	<b>2.1%</b>	<b>7.1%</b>	<b>6.1%</b>

资料来源: 公司年报, 华泰证券研究所

根据以上分析, 我们预计公司2019E-2021E年投资收益分别为3.26/3.50/3.71亿元, 增速为2.1%/7.1%/6.1%, 增速慢于公司主营业务医药批发和医药零售, 因此我们认为未来工业投资收益对公司净利润的占比会逐年降低, 公司核心业务医药零售和医药批发贡献将进一步突出。

## 盈利预测与估值

### 盈利预测

我们针对公司各业务线进行拆分，关键假设如下：

- 1) **医药批发**：详细拆分见上文，在这里不再赘述；
- 2) **医药零售**：详细拆分见上文，在这里不再赘述；
- 3) **其他业务**：并非公司业务核心，对整体业绩影响较小，我们预计物流及仓储服务、租赁及其他业务 2019E-2021E 年收入增速均为 10%，物流及仓储服务毛利率均为 10%（1H19 为 11.49%），租赁及其他业务毛利率均为 90%（1H19 为 90.20%）。
- 4) **费用率**：公司持续推进降本增效改革，我们预计 2019E-2021E 年管理费用率和销售费用率分别为 1.65%/1.60%/1.55% 和 6.20%/6.15%/6.05%，而财务费用=短期借款等金融负债\*借款利率-（货币资金+理财产品）\*存款利率，2019 年财务费用受到会计准则变更影响不可比。

图表62：国药一致收入拆分和各业务毛利率

项目（单位：百万元）	拆分	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
医药批发	收入	31,522	32,757	40,327	46,552	52,813
	YoY		4.5%	23.1%	15.4%	13.4%
	毛利率	5.5%	7.1%	7.1%	7.1%	7.1%
医药零售	收入	10,031	10,878	12,920	15,168	17,567
	YoY		8.4%	18.8%	17.4%	15.8%
	毛利率	24.6%	23.0%	22.0%	21.5%	21.0%
物流及仓储服务	收入	30	26	29	32	35
	YoY		-11.7%	10.0%	10.0%	10.0%
	毛利率	62.6%	50.1%	10.0%	10.0%	10.0%
租赁及其他	收入	318	356	392	431	474
	YoY		12.0%	10.0%	10.0%	10.0%
	毛利率	88.6%	89.9%	90.0%	90.0%	90.0%
合计	收入	41,264	43,122	52,567	60,911	69,446
	YoY		4.5%	21.9%	15.9%	14.0%
	综合毛利率	10.8%	11.8%	11.4%	11.3%	11.2%

注：蓝色数字为预测；关于医药批发和零售业务的详细拆分见上文。

资料来源：公司公告，Wind，华泰证券研究所

图表63：2017-2022E 年国药一致费用预测

单位：百万元	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
销售费用	2,306	2,763	3,259	3,746	4,201
占比	5.59%	6.41%	6.20%	6.15%	6.05%
管理费用	736	783	867	975	1,076
占比	1.78%	1.82%	1.65%	1.60%	1.55%
财务费用	110	113	230	223	252
占比	0.27%	0.26%	0.44%	0.37%	0.36%

注：蓝色数字为预测；

资料来源：公司公告，Wind，华泰证券研究所

## 首次覆盖给予“买入”评级

公告的两起药店并购尚需股东大会通过，暂不考虑。我们预计 2019E-2021E 年公司归母净利润为 12.71/14.64/16.63 亿元，同比增长 5%/15%/14%，2019 年 11 月 8 日对应的 PE 估值为 15x/13x/12x。公司利润主要分为医药批发、医药零售和投资收益（工业）三部分，这三部分的估值差异较大，采用分部估值的方法较为合理：

- 1) **医药零售**：可比公司 2020E 年 PE 均值为 31x，考虑到公司的差异化优势和盈利改善空间，我们给予公司医药零售业务 2020 年 38x-40x 的 PE 估值。
- 2) **医药批发**：可比公司 2020E 年 PE 均值为 10x，考虑到公司在两广地区的龙头优势，且经营性现金流明显好于同行，我们给予公司医药零售业务 2020 年 14x-15x 的 PE 估值。
- 3) **投资收益（工业）**：可比公司 2020E 年 PE 均值为 16x，考虑到公司参股的工业企业业绩承压，我们给予公司对工业企业的投资收益 2020 年 10x-12x 的 PE 估值。

根据上述分析，我们给予公司整体 2020E 年 15.9x-17.3x 的 PE 估值，对应目标价 54.35-59.14 元（未考虑并购），首次覆盖给予“买入”评级。若假设已公告的拟并购标的最终落地，我们预计可以增厚 2020E 年医药零售业务净利润 5321 万元，若根据上文零售业务的 38x-40x 目标估值，则可贡献 20.22-21.28 亿元市值弹性空间，相对 2019 年 11 月 8 日的 192 亿元总市值（A 股+B 股），相当于 10.5-11.1% 上涨空间。

图表 64：2017A-2021E 年国药一致主要业务净利润拆分

单位：百万元	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
医药批发	611	700	798	921	1,044
YoY		14.6%	13.9%	15.4%	13.4%
医药零售	192	180	150	183	220
YoY		-6.4%	-16.3%	21.7%	19.9%
投资收益（工业）	265	320	326	350	371
YoY		20.9%	2.1%	7.1%	6.1%
其他	(10)	11	(4)	10	28
<b>合计</b>	<b>1,058</b>	<b>1,211</b>	<b>1,271</b>	<b>1,464</b>	<b>1,663</b>

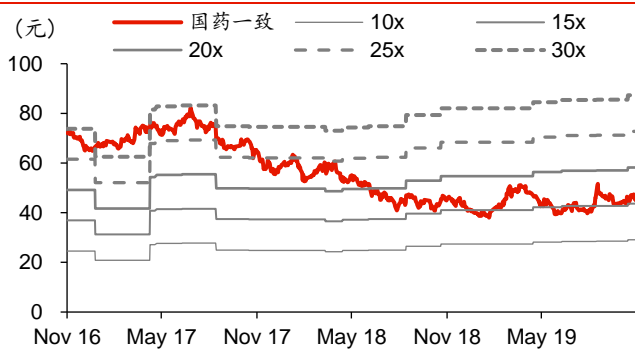
资料来源：公司公告，Wind，华泰证券研究所

图表65: 各业务分部的可比公司估值

对应业务	可比公司	收盘价 (元)	总市值 (亿元)	P/E (x)				归母净利润 CAGR (%)	PEG
		2019/11/8	2019/11/8	2018A	2019E	2020E	2021E	2019E-2021E	2020E PE/ CAGR
医药零售	大参林	52.79	275	52x	40x	32x	26x	26.0	1.21
	益丰药房	87.49	332	80x	58x	44x	34x	32.8	1.34
	老百姓	72.00	206	47x	39x	31x	25x	23.4	1.33
	一心堂	24.85	141	27x	23x	19x	16x	19.6	0.97
	<b>平均</b>		<b>238</b>	<b>51x</b>	<b>40x</b>	<b>31x</b>	<b>25x</b>	<b>25.5</b>	<b>1.21</b>
医药批发	国药股份	25.31	191	14x	12x	11x	10x	12.1	0.90
	上海医药	18.62	358	9x	8x	7x	7x	11.9	0.62
	柳药股份	36.07	93	18x	13x	10x	8x	27.9	0.38
	九州通	13.68	257	19x	15x	12x	10x	22.7	0.55
	<b>平均</b>		<b>225</b>	<b>15x</b>	<b>12x</b>	<b>10x</b>	<b>9x</b>	<b>18.7</b>	<b>0.61</b>
投资收益 (工业)	恩华药业	12.18	124	24x	19x	16x	13x	22.6	0.69
	丽珠集团	31.41	193	18x	15x	13x	12x	15.7	0.85
	科伦药业	24.59	354	29x	26x	21x	17x	19.2	1.10
	华东医药	26.94	471	21x	17x	14x	12x	21.4	0.65
	<b>平均</b>		<b>286</b>	<b>23x</b>	<b>19x</b>	<b>16x</b>	<b>13x</b>	<b>19.7</b>	<b>0.82</b>

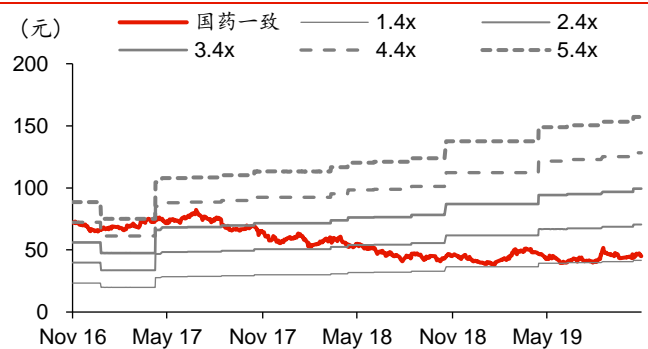
资料来源: 公司公告, Wind, 华泰证券研究所

图表66: 国药一致历史 PE-Bands



资料来源: Wind, 华泰证券研究所

图表67: 国药一致历史 PB-Bands



资料来源: Wind, 华泰证券研究所

### 风险提示

- 1) 带量采购冲击超预期: 如果带量采购中药品大幅降价, 而公司份额没有相应提升, 那么仿制药批发配送业务将受到明显影响。
- 2) 医药零售盈利改善不及预期: 国大药房盈利水平提高是公司业绩增长的重要动力, 如果盈利水平改善低于预期, 那么会影响公司业绩和估值。
- 3) 工业投资收益不及预期: 对工业公司的参股的投资收益, 是公司利润重要组成, 如果参股公司业绩不达预期, 势必会影响公司盈利。

## 盈利预测

### 资产负债表

会计年度 (百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
流动资产	18,321	24,496	28,906	33,147	37,690
现金	4,192	8,090	8,896	9,958	11,248
应收账款	7,589	9,337	11,395	13,215	15,077
其他应收账款	657.87	635.27	774.40	897.33	1,023
预付账款	516.78	583.48	714.84	829.33	946.49
存货	3,782	4,389	5,368	6,227	7,106
其他流动资产	1,583	1,461	1,758	2,021	2,289
非流动资产	4,023	4,435	4,729	5,046	5,378
长期投资	1,651	1,880	1,880	1,880	1,880
固定投资	551.71	607.93	746.09	899.37	1,071
无形资产	325.75	319.21	313.14	307.52	302.31
其他非流动资产	1,495	1,627	1,790	1,959	2,124
资产总计	22,344	28,930	33,635	38,193	43,068
流动负债	12,130	14,758	17,968	20,795	23,688
短期借款	1,561	2,598	3,167	3,669	4,183
应付账款	6,144	6,469	7,925	9,194	10,493
其他流动负债	4,425	5,692	6,877	7,931	9,012
非流动负债	285.90	266.55	273.47	279.59	285.84
长期借款	31.60	31.60	38.52	44.64	50.89
其他非流动负债	254.30	234.95	234.95	234.95	234.95
负债合计	12,416	15,025	18,242	21,074	23,974
少数股东权益	530.93	2,287	2,504	2,766	3,079
股本	428.13	428.13	428.13	428.13	428.13
资本公积	3,181	4,321	4,321	4,321	4,321
留存公积	5,787	6,869	8,141	9,604	11,267
归属母公司股东权益	9,397	11,618	12,890	14,353	16,016
负债和股东权益	22,344	28,930	33,635	38,193	43,068

### 现金流量表

会计年度 (百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
经营活动现金	1,285	1,323	547.15	933.47	1,206
净利润	1,132	1,313	1,452	1,690	1,940
折旧摊销	179.81	206.11	159.36	189.92	223.42
财务费用	0.00	0.00	189.72	223.26	251.56
投资损失	(264.54)	(319.90)	(326.49)	(349.63)	(371.04)
营运资金变动	221.01	24.03	(959.75)	(852.08)	(869.42)
其他经营现金	17.22	99.78	32.63	32.30	31.95
投资活动现金	(286.18)	(222.46)	(127.37)	(156.92)	(184.45)
资本支出	204.35	255.48	311.43	360.87	411.44
长期投资	73.95	124.58	(184.06)	(203.95)	(226.99)
其他投资现金	7.88	(157.60)	0.00	0.00	0.00
筹资活动现金	(477.02)	2,859	386.11	285.53	268.80
短期借款	48.64	1,036	568.91	502.68	514.11
长期借款	31.60	0.00	6.92	6.12	6.25
普通股增加	65.50	0.00	0.00	0.00	0.00
资本公积增加	29.91	1,140	0.00	0.00	0.00
其他筹资现金	(652.67)	682.93	(189.72)	(223.26)	(251.56)
现金净增加额	522.09	3,959	805.89	1,062	1,291

### 利润表

会计年度 (百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入	41,264	43,122	52,567	60,911	69,446
营业成本	36,820	38,024	46,584	54,045	61,680
营业税金及附加	119.92	121.01	147.52	170.93	194.88
营业费用	2,306	2,763	3,259	3,746	4,201
管理费用	735.95	783.34	867.35	974.58	1,076
财务费用	110.36	112.86	229.72	223.26	251.56
资产减值损失	(2.47)	3.04	(3.22)	(3.55)	(3.90)
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	264.54	319.90	326.49	349.63	371.04
营业利润	1,439	1,635	1,808	2,105	2,416
营业外收入	11.41	12.72	12.72	12.72	12.72
营业外支出	9.27	4.76	4.76	4.76	4.76
利润总额	1,441	1,643	1,816	2,113	2,424
所得税	309.29	330.50	364.59	422.93	484.24
净利润	1,132	1,313	1,452	1,690	1,940
少数股东损益	98.95	137.69	216.17	262.04	312.97
归属母公司净利润	1,058	1,211	1,271	1,464	1,663
EBITDA	1,390	1,547	1,840	2,128	2,472
EPS (元, 基本)	2.47	2.83	2.97	3.42	3.88

### 主要财务比率

会计年度 (%)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
成长能力					
营业收入	0.04	4.50	21.90	15.87	14.01
营业利润	(5.44)	14.15	10.36	16.07	14.55
归属母公司净利润	(10.86)	14.46	5.01	15.11	13.61
获利能力 (%)					
毛利率	10.77	11.82	11.38	11.27	11.18
净利率	2.56	2.81	2.42	2.40	2.39
ROE	11.85	11.52	10.37	10.74	10.95
ROIC	13.67	13.96	14.81	15.08	15.76
偿债能力					
资产负债率 (%)	55.57	51.93	54.23	55.18	55.66
净负债比率 (%)	12.87	17.54	17.60	17.65	17.69
流动比率	1.51	1.66	1.61	1.59	1.59
速动比率	1.20	1.36	1.31	1.29	1.29
营运能力					
总资产周转率	1.89	1.68	1.68	1.70	1.71
应收账款周转率	5.41	5.10	5.07	4.95	4.91
应付账款周转率	5.73	6.03	6.47	6.31	6.27
每股指标 (元)					
每股收益(最新摊薄)	2.47	2.83	2.97	3.42	3.88
每股经营现金流(最新摊薄)	3.00	3.09	1.28	2.18	2.82
每股净资产(最新摊薄)	21.95	27.14	30.11	33.53	37.41
估值比率					
PE (倍)	18.17	15.88	15.12	13.13	11.56
PB (倍)	2.05	1.65	1.49	1.34	1.20
EV_EBITDA (倍)	13.07	11.74	9.87	8.53	7.35

资料来源：公司公告，华泰证券研究所预测



## 免责声明

本报告仅供华泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）客户使用。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的意见、评估及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期，本公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。同时，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。本公司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，但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考，不构成所述证券的买卖出价或征价。该等观点、建议并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对客户私人投资建议。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。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

本公司及作者在自身所知情的范围内，与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下，本公司及其所属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，也可能为之提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本公司的资产管理部、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许范围内使用，并注明出处为“华泰证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权力。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

本公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格，经营许可证编号为：91320000704041011J。

全资子公司华泰金融控股（香港）有限公司具有香港证监会核准的“就证券提供意见”业务资格，经营许可证编号为：A0K809

©版权所有 2019 年华泰证券股份有限公司

## 评级说明

### 行业评级体系

一报告发布日后的6个月内的行业涨跌幅相对同期的沪深300指数的涨跌幅为基准；

一投资建议的评级标准

增持行业股票指数超越基准

中性行业股票指数基本与基准持平

减持行业股票指数明显弱于基准

### 公司评级体系

一报告发布日后的6个月内的公司涨跌幅相对同期的沪深300指数的涨跌幅为基准；

一投资建议的评级标准

买入股价超越基准20%以上

增持股价超越基准5%-20%

中性股价相对基准波动在-5%~5%之间

减持股价弱于基准5%-20%

卖出股价弱于基准20%以上

## 华泰证券研究

### 南京

南京市建邺区江东中路228号华泰证券广场1号楼/邮政编码：210019

电话：86 25 83389999/传真：86 25 83387521

电子邮件：ht-rd@htsc.com

### 深圳

深圳市福田区益田路5999号基金大厦10楼/邮政编码：518017

电话：86 755 82493932/传真：86 755 82492062

电子邮件：ht-rd@htsc.com

### 北京

北京市西城区太平桥大街丰盛胡同28号太平洋保险大厦A座18层  
 邮政编码：100032

电话：86 10 63211166/传真：86 10 63211275

电子邮件：ht-rd@htsc.com

### 上海

上海市浦东新区东方路18号保利广场E栋23楼/邮政编码：200120

电话：86 21 28972098/传真：86 21 28972068

电子邮件：ht-rd@htsc.com