

日期: 2016 年 01 月 29 日

行业: 批发业



魏贇

021-53686159

weiyun@shzq.com

执业证书编号: S0870513090001

IPO 询价区间 RMB18.65-18.65 元
上市合理估值 RMB24.64-29.56 元

基本数据 (IPO)

发行数量不超过 (万股) 3,205
发行后总股本 (百万股) 128.17
发行方式 网下询价
上网定价
保荐机构 国信证券

主要股东 (IPO 前)

麦迪肯 46.95%
建银医疗 20.81%
红桥资本 5.55%

收入结构 (2015Q3)

医药分销 96.03%
医药零售 3.33%

报告编号: WY16-NSP01

首次报告日期:

福建医药商业龙头

■ 投资要点

公司简介

公司系福建省最大的医药流通企业, 主营业务为医药分销及零售连锁, 主要经营品规达 46,119 个, 居福建省医药流通企业第一。公司网络完善, 对福建省内二级以上医院实现全覆盖, 来自二级以上医院的销售收入占比 67% 以上, 纯销业务占比高。

盈利预测

我们预计 2015-2017 年归母公司的净利润将实现年递增 2.26%、24.28%、15.25%, 相应稀释后每股收益为 0.87 元、1.08 元和 1.25 元。

公司估值

考虑到公司的业务结构及市场竞争状况, 我们认为给予公司 16 年每股收益 25 倍市盈率这一估值水平较为合理, 以该市盈率为中枢且正负区间为 20% 的公司合理估值区间为 24.64-29.56 元, 相对于 2015 年的市盈率 (发行后摊薄) 为 28.25-33.89 倍。

定价结论

综合考虑公司基本面、同行业上市公司的估值状况, 公司预期募集资金净额 54130.05 万元, 发行费用概算为 5643.2 万元, 预计募集资金总额 59773.25 万元, 计划发行股份不超过 3,205 万股, 占发行后总股本的比例不低于 25%, 对应每股发行价为 18.65 元, 对应 14、15 年 PE 为 21.86、21.38。

■ 数据预测与估值:

至 12 月 31 日 (¥.百万元)	2013A	2014A	2015E	2016E	2017E
营业收入	5519.75	6299.80	6788.36	7752.21	9233.84
年增长率	17.76%	14.13%	7.76%	14.20%	19.11%
归属于母公司的净利润	108.28	109.33	111.80	138.95	160.13
年增长率	19.63%	0.96%	2.26%	24.28%	15.25%
(发行后摊薄) 每股收益 (元)	0.84	0.85	0.87	1.08	1.25

数据来源: 公司招股意向书 上海证券研究所

一、行业背景

1.1 公司所处的行业及其简况

公司所处的行业为医药流通行业，系福建省最大的医药流通企业。公司以药品、中药饮片、医疗器械、疫苗等分销及医药零售连锁为主营业务，主要经营的药品、中药饮片、医疗器械、疫苗等的品种品规达 46,119 个。

公司通过内涵式增长及外延式扩展，建立了辐射福建全省的分销和物流配送网络，并与国内外众多医药生产厂商和福建省医疗机构客户建立了长期、稳定的合作关系，从而实现了营业收入的持续增长。公司二级以上医疗机构的纯销为最主要业务模式，与福建省内知名医院建立了长期的合作关系。公司拥有直营零售药店 128 家，在福建省零售连锁药店中位列第四，在厦门市零售连锁药店中位列第一。

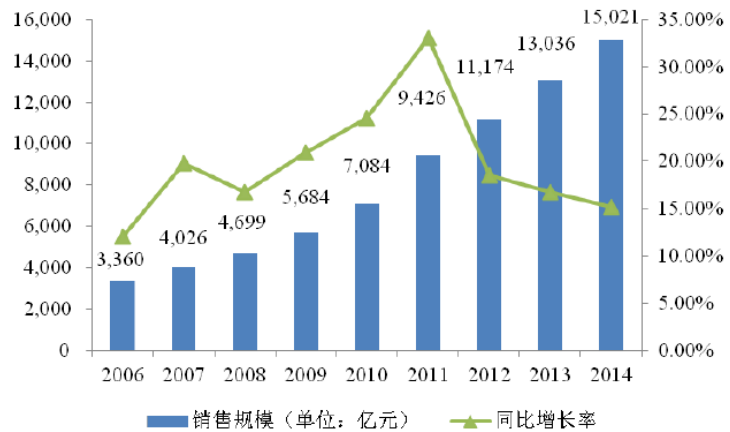
1.2 行业增长前景

近年来，随着医疗体制改革的不断推进及深化，我国医药流通行业呈现出市场规模持续扩大，行业集中度进一步提高，现代医药物流建设投入持续扩大，疫苗市场发展迅速、疫苗流通行业有待于升级整合等特点。

根据商务部市场秩序司统计，2013 年和 2014 年，我国药品流通行业销售总额分别达到 13,036 亿元和 15,021 亿元，分别同比增长 16.7% 和 15.20%，其中医药零售市场销售总额分别为 2,607 亿元和 3,004 亿元，同比增长了 12% 和 9.1%。IMS Health 预测 2014-2018 年，我国药品市场年复合增长率将达到 10-13%。到 2020 年，我国将成为仅次于美国的第二大药品市场，市场容量将达到现有规模的 4 倍，医药流通行业的市场规模亦将持续扩大。

随着医改的深入以及国家对医药流通行业调控的加强，行业集中度进一步提高。根据中国医药商业协会和商务部的统计资料，2003 年-2014 年，我国前三大医药分销商的合计市场份额由 12.7% 增至 30.9%；前十大医药分销商的合计市场份额由 26.1% 增至 36.27%，行业集中度大幅提升。

图 1 2006 年-2014 年全国医药流通行业销售额



数据来源: 公司招股意向书 上海证券研究所

福建省医药流通行业概况

2012 年-2014 年, 福建省药品及医疗器械分销市场的规模分别为 328 亿元、394 亿元、488 亿元, 同比增长率分别为 18.03%、20.11%、23.86%。截至 2014 年 12 月 31 日, 全省共有药品批发企业 270 家, 药品零售连锁企业 92 家, 零售药店门店总数 9,055 家。

虽然福建省医药流通行业发展迅速, 但行业发展存在药品流通企业规模较小, 行业集中度低; 药品流通城乡发展不够平衡, 发达地区和城市药品流通过度集中, 城乡药品供应和消费存在很大差距; 现代化物流手段未得到广泛和有效应用, 流通技术水平不高; 专业人才缺乏以及流通秩序有待规范等问题。

2011 年, 福建省药监局明确了药品采购与配送实行“两票制”, 在药品配送过程中, 最多只能开具两次税票。“两票制”的实施将当前药品生产企业至医疗机构之间的多个流通环节压缩为配送企业一个环节, 对配送企业终端分销网络及配送能力提出了更高的要求。

另外, 《福建省 2014 年医疗机构药品集中采购实施意见》取消了分片区配送模式, 实行全省统一配送, 且由福建省药监局遴选确定 10 家药品配送企业承担全省公立医疗机构基本药物配送任务。该政策落实后, 福建省属医疗机构和市属医疗机构的药品配送企业数由 2012 年的 44 家和 51 家锐减为 10 家, 配送集中度大幅提升。公司已进入福建省药监局十家基药配送企业名单, 得分排名第一。

1.3 行业竞争结构及公司的地位

医药流通行业竞争格局

根据国家药监局统计，截至 2014 年底，全国共有药品批发企业 11,632 家，零售连锁企业 4,266 家。其中，中国医药集团总公司、华润医药商业集团有限公司、上海医药集团股份有限公司、九州通医药集团股份有限公司为全国药品流通企业集团，南京医药股份有限公司、广州医药有限公司、鹭燕（福建）药业股份有限公司等企业已经初步确立了区域市场的领军地位。

截至 2014 年底，福建省共有零售连锁企业 92 家（下属门店 2,238 家），单体药店 6,817 家；连锁企业平均拥有的门店数量为 24 家，连锁率为 24.72%，相比于 2014 年 5 月底 18.50% 有所提高，但仍低于 2014 年底全国零售药店 39.42% 的连锁率，门店连锁率较低。此外，福建省药品零售市场的行业集中度较低，竞争较为激烈，整合空间大，未来行业集中度有待提升。

公司在医药流通行业的地位

根据商务部全国医药批发企业百强排名，公司 2014 年位列第 20 位，已连续四年居福建省医药流通企业第一。此外，根据福建省药监局 2013 年 6 月底的药店明细数据统计，公司下属门店家数在福建零售连锁药店中位列第四，在厦门零售连锁药店中位列第一。

医药分销业务方面，公司在福建省医疗机构纯销细分市场处于领先地位，对福建省内三级医院覆盖数量 75 家，覆盖率为 100%；二级医院覆盖数量 213 家，覆盖率为 100%；基层医疗机构覆盖数量 1,680 家，覆盖率为 90.48%。公司在福建省八标采购公布的全部中标品规中获得的委托配送总品规数合计排名福建省第一。

表 1 公司在福建省八标采购的配送品规数量、占比及区域排名

地区	配送品规数	确标品规数	占比	排名
厦门	1,268	3,402	37.27%	第一
福建省属医院	573	3,404	16.83%	第二
福州	583	3,402	17.14%	第二
漳州	1,461	3,403	42.93%	第一
三明	1,427	3,403	41.93%	第一
南平	1,057	3,189	33.15%	第一
泉州	829	3,438	24.11%	第一
莆田	1,451	3,402	42.65%	第一
宁德	1,303	3,409	38.22%	第二

龙岩

364

3,404

10.69%

第四

数据来源：公司招股意向书 上海证券研究所

医药零售业务方面，公司采取直营连锁方式，零售直营门店共有 140 家，公司下属药店家数位列福建省零售连锁药店的第四，处于福建省领先地位。未来，公司还将充分利用分销企业的购销渠道优势、经营规模优势、价格和品牌优势大力发展零售直营业务，积极推进零售直营门店在福建省内的扩张。

国内市场上公司主要竞争对手

公司以福建省为主要目标市场，根据商务部 2014 年全国医药批发企业百强排名，福建省共有 3 家公司进入排行榜。具体排名如下：

表 2 2014 年福建省进入全国医药批发企业百强排名

全国百强排名	企业名称
20	鹭燕（福建）药业股份有限公司
49	福建省医药集团有限责任公司
88	福建省福州市惠好药业有限公司

数据来源：公司招股意向书 上海证券研究所

此外，区域性医药流通企业南京医药、广州医药集团有限公司以及全国性医药流通企业国药控股、九州通和上海医药分别通过兼并收购或新设等方式在福建省设立了医药分销企业。

公司的主要竞争对手情况如下：

福建同春药业股份有限公司：为南京医药控股子公司和片仔癀参股公司，主营医药分销业务。2014 年实现主营业务收入 367,883.56 万元，净利润 3,912.39 万元。

国药控股福建有限公司：国药控股于 2010 年通过并购方式进入福建省医药分销领域；2010 年 11 月，组建福建国大药房开拓福建药品零售市场。

福建九州通医药有限公司：以下游批发商、药店、民营医院、诊所等市场化客户为主要销售对象，提供药品销售及配送服务，2014 年福建九州通实现销售收入 154,213.40 万元，营业利润 1,973.39 万元。

福建省福州市惠好药业有限公司：主要以福州、莆田、三明三

地为辐射中心从事医药分销业务。在商务部 2014 年全国医药批发企业百强排名中，福建省福州市惠好药业有限公司实现销售收入 127,014 万元，排名第 88 位。

福建省医药集团有限责任公司：是福建省全资省属国有企业，省级储备药品承储单位。2010 年公司引进上海医药分销控股有限公司作为战略伙伴，并与福建省华侨实业集团联合，发展以药品纯销为核心医药分销业务。在商务部 2014 年全国医药批发企业百强排名中，公司实现销售收入 209,766 万元，排名第 49 位。

1.4 公司的竞争优势

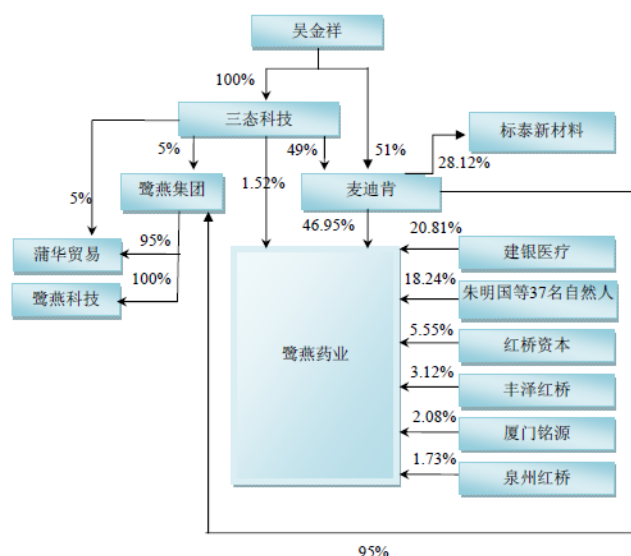
公司主要的竞争优势有：1) 分销网络和终端客户覆盖优势；2) 二级以上的医院客户与上游供应商长期、稳定的合作关系优势；3) 品牌优势，公司在行业中享有较高的商誉和知名度。

二、公司分析及募集资金投向

2.1 公司历史沿革及股权结构，实际控制人的简况

公司系 2008 年由麦迪肯和三态科技共同发起设立的股份有限公司。公司控股股东为麦迪肯，合计持有公司 46.95% 的股份。公司实际控制人为吴金祥先生，通过控股麦迪肯及三态科技，控制公司 48.47% 股份。

图 2 发行人股东结构图



数据来源：公司招股意向书 上海证券研究所

2.2 公司业务简况及收入、利润结构变化

2012 年、2013 年、2014 年和 2015 年 1-9 月，公司主营业务收入分别为 468,156.65 万元、550,470.55 万元、628,769.85 万元、489,126.68 万元，2013 年和 2014 年的同比增长率分别为 17.58%、14.22%。

2012 年、2013 年、2014 年和 2015 年 1-9 月，公司主营业务收入占营业收入的比例分别为 99.88%、99.73%、99.81%、99.89%，均在 99% 左右，主营业务突出。

从收入结构看，医药分销业务是公司最主要的收入来源，其中纯销业务为医药分销业务的最主要部分，纯销业务收入占公司主营业务收入的比例一直在 80% 以上。

2012 年、2013 年、2014 年和 2015 年 1-9 月，公司实现净利润分别为 9,137.69 万元、10,911.62 万元、11,097.23 万元、7768.57 万元，2013 年和 2014 年的同比增长率分别为 19.41%、1.70%。

从利润结构看，医药分销业务中的纯销业务和疫苗业务以及医药零售业务是公司毛利的主要来源。2012 年至 2015 年 1-9 月，该三项业务毛利贡献合计占比分别为 91.50%、95.90%、95.09% 和 96.24%。

2.3 主要产品毛利率变动分析

2012 年、2013 年、2014 年和 2015 年 1-9 月，公司综合毛利率分别为 7.56%、8.29%、8.34%、7.63%。整体而言，公司综合毛利率水平稳定。

与同行业上市公司相比，公司医药商业综合毛利率高于可比上市公司平均值，具有较好的盈利能力。主要原因是公司纯销业务占比达 80% 以上，毛利率低的调拨业务比重较小，且公司医药商业业务还包含毛利率较高的疫苗分销业务及医药零售业务，提升了公司的综合毛利率水平。

2.4 募集资金投向

本次发行所募集资金将分别用于现代医药物流中心项目、零售连锁扩展项目和补充流动资金项目，项目总投资为 63,630 万元。

表 3 募集资金投向 (万元)

投资项目	建设内容	预计投资额	预计募集资金使用	项目概况	效益分析 (基准收益率 12.25%)
现代医药仓储物流中心项目	厦门 新增仓储面积 2.8 万平方米, 可配送项目不低于 10000 种, 当日直配覆盖半径 200 公里	8,580	8,580	建设期 1.5 年, 达产期 3 年, 第一年新增销售收入 7.2 亿元, 第二年 12.6 亿元, 第三年 18 亿元	达产后年新增销售收入 18 亿元, 新增利润总额 5,125.68 万元, 税后投资回收期 4.4 年 (含建设期), 财务内部收益率 34%
	福州 新增仓储及配套面积 5.12 万平方米, 可配送项目不低于 10000 种, 当日直配覆盖半径 250 公里	15,250	15,250	建设期 1.5 年, 达产期 3 年, 第一年新增销售收入 12.5 亿元, 第二年 20 亿元, 第三年新 25 亿元。截至 2015 年 9 月 30 日, 已投资 12196.65 万元	达产后年新增销售收入 25 亿元, 新增利润总额 7,119 万元, 税后投资回收期 4.7 年 (含建设期), 财务内部收益率 30%
	莆田 新增仓储及配套面积 4.18 万平方米, 可配送项目不低于 8000 种, 当日直配覆盖半径 150 公里 (一期)	11,000	11,000	建设期 1.5 年, 达产期 3 年, 第一年新增销售收入 8.5 亿元, 第二年 9.78 亿元, 第三年 11 亿元。截至 2015 年 9 月 30 日, 已投入 201.34 万元	达产后将年新增销售收入 11 亿元, 新增利润总额 2,835.36 万元, 税后投资回收期 6.2 年 (含建设期), 财务内部收益率 18.94%
二、零售连锁扩展项目	在厦门地区开设标准店直营店 80 家, 门店面积为 60-150 平方米。	8,000	8,000	建设期 2 年, 运营期 15 年	运营期年均新增销售收入 18,058.67 万元, 增利润总额 1,761.39 万元, 税后投资回收期为 8.5 年 (含建设期), 财务内部收益率 (税后) 为 15.45%
三、补充流动资金	缓解公司流动资金压力, 加大业务开拓力度, 扩大经营规模与市场占有率, 减少债务融资规模及财务费用, 降低公司财务风险	20,800	11,300.05		-
合计	-	63,630	54,130.05		-

数据来源: 公司招股意向书 上海证券研究所

三、财务状况和盈利预测

3.1 盈利能力、成长能力及资产周转能力指标的分析

期间费用率稳定

2012 年、2013 年、2014 年和 2015 年 1-9 月，公司销售费用分别为 10,098.05 万元、12,973.30 万元、15,562.26 万元和 9,738.81 万元，销售费用占营业收入的比例分别为 2.15%、2.35%、2.47% 和 1.99%，总体保持稳定。

同期公司管理费用分别为 8,490.15 万元、11,702.58 万元、13,615.88 万元和 9,928.92 万元，管理费用占营业收入的比例分别为 1.81%、2.12%、2.16% 和 2.03%。报告期内公司管理费用率总体保持平稳，与同行业可比上市公司平均水平基本接近。

报告期内公司财务费用主要构成为利息支出，2012 年、2013 年、2014 年和 2015 年 1-9 月公司财务费用率为 0.93%、1.18%、1.37%、1.38%。报告期内，公司为满足业务规模迅速扩张的需要，通过银行流贷及保理等短期借款方式补充经营用流动资金不断增加，财务费用率逐年略有提升。

主要资产周转能力指标良好

2012 年、2013 年、2014 年和 2015 年 1-9 月，公司应收账款周转率分别为 4.66、4.06、4.01、2.07，存货周转率分别为 13.55、11.27、11.53、8.20。公司应收账款周转率报告期内基本保持稳定，低于行业平均水平，这是由于各公司不同的商业模式和业务结构决定了各公司应收账款周转率情况存在较大差异；与以医疗机构纯销业务为主的上市公司相比，公司的应收账款周转率高于瑞康医药，与柳州医药基本相当。公司存货周转率高于行业平均水平，主要由于公司在福建省九地市均设有医药分销子公司，能够快速及时响应当地医疗机构的采购计划，就近配送，提高了存货管理效率，因此存货周转率相对较高。

3.2 分业务收入和毛利预测、利润表预测

盈利预测及主要假设

- 1) 公司募投项目进展顺利；
- 2) 福建医药商业政策稳定；
- 3) 新业态的发展较为平缓，对原有商业模式不构成较大冲击。

基于以上假设，我们预计 2015-2017 年归母公司的净利润将

实现年递增 2.26%、24.28%、15.25%，相应的稀释后每股收益为 0.87 元、1.08 元和 1.25 元。

四、风险因素

4.1 市场竞争加剧的风险

我国医药商业经过行业兼并整合已形成“全国+区域寡头”的竞争格局。未来行业集中度将进一步提升，在此过程中，全国医药流通企业及区域寡头企业之间的竞争也将日趋加剧。为应对激烈的市场竞争，中大型医药流通企业将进一步加快流通网络布局建设，提升市场占有率。若在市场格局变化的竞争环境下，公司不能继续保持福建省医药流通行业的竞争优势，实现进一步发展，在福建省内的行业领先地位将可能受到冲击。

4.2 行业政策风险

近年来，国家及地方药品监督管理部门陆续出台了多项压缩医药流通环节、降低药价、医药分开和提高行业准入门槛等方面的政策措施，可能对公司的未来盈利状况及竞争优势带来不利的影响。

4.3 经营风险

公司近年来通过收购进入江西省、四川省、安徽省及香港地区的医药流通市场，面临跨区域经营的风险。

此外，公司通过收购的方式涉足疫苗分销领域，疫苗流通行业相比于传统的医药流通行业在我国尚处于初级阶段，且疫情具有突发性、多变性、不可预见性等特点，疫苗流通行业下游客户各地疾控中心回款周期较长，因此行业波动起伏较大，市场竞争格局不稳定，资金占用大，这也会给公司发展疫苗分销业务带来不确定性的风险。

4.4 业绩下滑风险

随着业务规模的扩大以及受资金约束、经济形势和行业环境的变化、新业态新模式出现对公司现有业务模式产生冲击等各种因素的影响，公司可能存在业绩继续下滑的风险。

五、估值及定价分析

5.1 国内同类公司比较分析

基于已公布的 2014 年业绩和 2015、2016 年预测业绩的均值，同行业可比上市公司 15 年、16 年平均动态市盈率为 36.86 倍、26.71 倍，15 年、16 年医药商业上市公司市盈率行业中值分别为 31.28 倍、25.99 倍。

表 4 同行业上市公司估值比较

公司名称	股票代码	股价	EPS			PE		
			2014A	2015E	2016E	2014A	2015E	2016E
英特集团	000411	17.42	0.32	0.56	0.65	55.22	31.19	26.69
华东医药	000963	65.80	1.74	2.66	3.38	37.75	24.72	19.46
南京医药	600713	6.63	0.14	0.21	0.30	46.17	30.91	22.41
瑞康医药	002589	23.95	0.33	0.44	0.82	73.38	54.14	29.19
嘉事堂	002462	34.20	0.95	0.76	1.07	35.99	44.76	32.09
柳州医药	603368	64.92	1.51	1.83	2.13	43.01	35.46	30.43
行业平均						48.59	36.86	26.71

数据来源：Wind 上海证券研究所

5.2 公司可给的估值水平及价格区间

公司预期募集资金净额 54130.05 万元，假定募集资金净额符合预期，发行费用概算为 5643.2 万元，预计募集资金总额 59773.25 万元，计划发行股份不超过 3,205 万股，占发行后总股本的比例不低于 25%，对应每股发行价为 18.65 元，对应 14、15 年 PE 为 21.86、21.38。

考虑到公司的业务结构及市场竞争状况，我们认为给予公司 16 年每股收益 25 倍市盈率这一估值水平较为合理，以该市盈率为中枢且正负区间为 20% 的公司合理估值区间为 24.64-29.56 元，相对于 2015 年的市盈率（发行后摊薄）为 28.25-33.89 倍。

六、附表

附表 1 损益简表及预测 (单位: 百万元人民币)

指标名称	2013A	2014A	2015E	2016E	2017E
一、营业总收入	5,519.75	6,299.80	6,788.36	7,752.21	9,233.84
二、营业总成本	5,374.23	6,155.15	6,635.06	7,561.68	9,014.27
营业成本	5,048.63	5,763.36	6,268.48	7,166.32	8,543.34
营业税金及附加	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
销售费用	129.73	155.62	135.77	155.04	184.68
管理费用	117.03	136.16	142.56	162.80	193.91
财务费用	65.13	86.16	88.25	77.52	92.34
三、其他经营收益					
公允价值变动净收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
汇兑净收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
四、营业利润	145.52	146.18	153.30	190.53	219.58
加: 营业外收入	1.90	5.80	0.00	0.00	0.00
减: 营业外支出	0.15	0.10			
五、利润总额	147.27	151.89	153.30	190.53	219.58
减: 所得税	38.16	40.91	39.86	49.54	57.09
加: 未确认的投资损失	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
六、净利润	109.12	110.97	113.44	140.99	162.49
减: 少数股东损益	0.83	1.64	1.64	2.04	2.36
归属于母公司所有者的净利润	108.28	109.33	111.80	138.95	160.13
七、摊薄每股收益(元)	0.84	0.85	0.87	1.08	1.25

资料来源: 公司招股意向书 上海证券研究所

附表 2 公司分业务增速与毛利预测 (单位: 万元人民币)

分业务主营收入测算	2013A	2014A	2015E	2016E	2017E
医药分销	528224.57	602272.15	652339.91	744970.82	888838.23
其中: 纯销	456027.40	534222.52	614355.90	706509.28	847811.14
调拨	38598.90	39591.94	23755.16	25655.58	28221.13
疫苗分销	33598.27	28457.69	14228.85	12805.96	12805.96
医药零售	16999.34	19728.56	22095.99	25410.39	29221.94
工业	5246.64	6769.13	4399.93	4839.93	5323.92
合计	550470.55	628769.84	678835.83	775221.13	923384.10

分业务主营收入增速	2013A	2014A	2015E	2016E	2017E
医药分销	17.80%	14.02%	8.31%	14.20%	19.31%
其中：纯销	19.70%	17.15%	15.00%	15.00%	20.00%
调拨	-18.71%	2.57%	-40.00%	8.00%	10.00%
疫苗分销	68.57%	-15.30%	-50.00%	-10.00%	0.00%
医药零售	9.71%	16.05%	12.00%	15.00%	15.00%
工业	22.90%	29.02%	-35.00%	10.00%	10.00%
合计	17.58%	14.22%	7.96%	14.20%	19.11%
毛利率	2013A	2014A	2015E	2016E	2017E
医药分销	7.34%	7.43%	6.81%	6.71%	6.67%
其中：纯销	6.24%	6.84%	6.50%	6.50%	6.50%
调拨	0.85%	2.24%	2.60%	2.50%	2.50%
疫苗分销	29.72%	25.67%	27.00%	27.00%	27.00%
医药零售	31.29%	30.38%	28.00%	28.00%	28.00%
工业	29.38%	24.97%	32.00%	30.00%	30.00%
合计	8.29%	8.34%	7.66%	7.56%	7.48%
分业务主营成本测算	2013A	2014A	2015E	2016E	2017E
医药分销	489465.59	557512.13	607947.35	694948.72	829567.37
其中：纯销	427581.89	497655.26	574422.76	660586.18	792703.42
调拨	38270.81	38703.56	23137.53	25014.19	27515.61
疫苗分销	23612.89	21153.31	10387.06	9348.35	9348.35
医药零售	11680.45	13735.09	15909.11	18295.48	21039.80
工业	3705.20	5078.84	2991.96	3387.95	3726.74
合计	504851.24	576326.06	626848.42	716632.15	854333.92

资料来源：公司招股意向书 上海证券研究所

分析师承诺

分析师魏赞

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。