

国药股份(600511)/医药商业
新股份、新起点、新高度
评级: 买入(首次)

市场价格: 29.67

分析师: 江琦

执业证书编号: S0740517010002

电话: 021-20315150

Email: jiangqi@r.qlzq.com.cn

联系人: 王超

Email: wangchao@r.qlzq.com.cn

公司盈利预测及估值

指标	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	12,078.19	13,386.42	36,470.00	41,001.00	46,284.00
增长率 yoy%	4.68%	10.83%	-	12.42%	12.89%
净利润	512.85	547.61	1,160.65	1,311.55	1,482.85
增长率 yoy%	6.26%	6.78%	-	13.00%	13.06%
每股收益(元)	1.07	1.14	1.51	1.71	1.93
每股现金流量	0.92	1.23	0.33	1.25	1.37
净资产收益率	17.26%	9.44%	14.30%	13.91%	13.59%
P/E	35.40	26.32	20.27	17.35	15.35
PEG	5.66	3.88	0.18	1.33	1.17
P/B	6.11	2.49	2.90	2.41	2.09

备注: 公司 2017 年完成重组, 收入利润规模大增, 2017 年增速为不可比

基本状况

总股本(百万股)	766.9
流通股本(百万股)	277.6
市价(元)	29.67
市值(亿元)	228
流通市值(亿元)	82

股价与行业-市场走势对比
相关报告
投资要点

- **重组后综合实力提升明显, 成为全国麻精药和北京医药分销的双栖龙头。** 公司北京地区纯销份额提升 5 倍预计超 240 亿大幅领先竞争对手, 各级终端实现全覆盖, 血制品、新特药、麻药等高毛利业务领先优势明显, 公司正在积极内部整合, 协同效应正逐渐体现, 有望推动公司份额的稳步提升。
- **北京阳光采购的负面影响已基本消化完全, 两票制正处于过渡执行阶段, 公司地区市占率有望进一步提升。** 北京去年 4 月开始实施阳光采购, 短期招标降价造成的冲击对公司约有 2 个季度的影响, 2017Q4 已基本恢复良好增长, 公司新中标产品的增量效应有望于 2018 年逐渐体现。北京两票制已于去年 12 月开始过渡执行, 公司在当地拥有最高的纯销比例, 将深度受益于两票制带来的份额提升。公司目标整体医药配送份额要由当前约 20% 提升至 30% 以上, 北京地区业务的增长空间广阔。
- **麻精药业务底蕴深厚增长稳健, 扩宽广度和提高深度是后续增长的主要驱动力。** 公司是国内实力最强的麻精药物分销商, 一级分销市占率超 80%, 预计 2017 年实现 15% 左右的收入增长; 公司正计划强化本领域的产品链布局, 一方面计划进军更为广阔的二类麻醉和精神疾病用药市场, 另一方面积极向行业上下游投资和拓展, 参股工业和投资二级分销商等, 麻药业务的长期成长空间有望进一步打开。
- **积极布局和开展医药商业新业务, 打造特色医疗终端创新平台。** 1) 前景口腔的产业地位良好, 融资助力下口腔全产业链建设有望加快; 2) 成立国药科技拓展诊断试剂耗材配送业务, 北京地区医药分销发展注入新动力; 3) 打造特色零售 2B 业务, 国药商城发展势头良好。
- **公司短期和长期看点丰富:** 1) 公司母公司国药控股已实施过股权激励, 公司的国企改革方案正在稳步推进 2) 公司正向双轮驱动发展模式转变, 存在外延并购预期 3) 公司长期有望分享京津冀一体化带来的发展机遇
- **盈利预测和投资建议:** 我们预计 2017-2019 年公司收入分别为 365 亿元、410 亿元和 463 亿元, 同比分别增长 6.0%、12.4% 和 12.9%; 归属于母公司净利润分别为 11.6 亿元、13.1 亿元和 14.8 亿元, 同比分别增长 10%、13.0% 和 13.1%; 对应 EPS 分别为 1.51 元、1.71 元和 1.93 元 (2017 年同比口径为同一控制企业合并 2016 年度经调整后预测值); 参考可比公司, 我们给予国药股份 2018 年 22 倍 PE (备考业绩), 对应股价 37.6 元, 首次覆盖, 给予“买入”评级。
- **风险提示:** 麻药领域拓展不及预期; 北京医药市场竞争加剧的风险;

内容目录

国药集团北京地区和全国麻药分销平台，新高度、新起点	4 -
稳健内生增长的商业公司，重组后成为北京地区医药商业龙头	4 -
存在国企改革预期，经营活力有望继续释放	6 -
北京地区实力最强的医药分销商，2018 有望迎来经营拐点	6 -
新股份综合实力强劲、优势鲜明无短板	6 -
新股份竞争优势凸显，与上下游合作占据显著优势	7 -
国药股份纯销比例高，最受益于两票制带来的集中度提升	8 -
阳光采购影响已基本消除，公司北京业务 2018-19 有望实现 13% 以上增速	9 -
巩固麻精药品的龙头地位，计划向大麻精和中枢神经领域进军	10 -
麻精药品经营高壁垒，市场稳健增长	10 -
麻精业务公司底蕴深厚、有望保持较快速增长	11 -
向综合性医疗服务商转型，公司中长期看点丰富	13 -
向综合性医疗服务商转型，打造特色医疗终端创新平台	13 -
目标打造全产业链，口腔业务发展或将加快	14 -
零售直销业务和北京器械分销业务是公司中长期的新看点	14 -
盈利预测与估值	15 -
盈利预测	15 -
风险提示	16 -
行业政策风险	16 -

图表目录

图表 1: 新股份的业务结构示意图	4 -
图表 2: 2016-2017 公司重组前后收入规模变化 (亿元)	4 -
图表 3: 2016-2017 公司收入结构情况 (%)	4 -
图表 4: 公司 2012-2017Q3 收入情况 (百万元, %)	5 -
图表 5: 公司 2012-2017Q3 归母净利润情况 (百万元, %)	5 -
图表 6: 国药股份与代表医药商业公司 2017Q3 净利率水平情况 (%)	5 -
图表 7: 国药股份与代表医药商业公司的 2016 运营能力情况 (天)	5 -
图表 8: 国药股份重组前后总收入和纯销收入对比情况 (亿元)	6 -
图表 9: 国药股份 2017 年北京地区药品分销市场占有率情况 (%)	6 -
图表 10: 国药重组注入 4 家商业公司的经营特色	7 -
图表 11: 国药股份重组注入四家公司 2016H1 纯销比例情况	8 -
图表 12: 英特药业 2014-15 单季收入环比增长及毛利率情况 (百万元, %, %)	9 -
图表 13: 英特药业 2015-16 收入单季同比增长情况 (百万元, %)	9 -

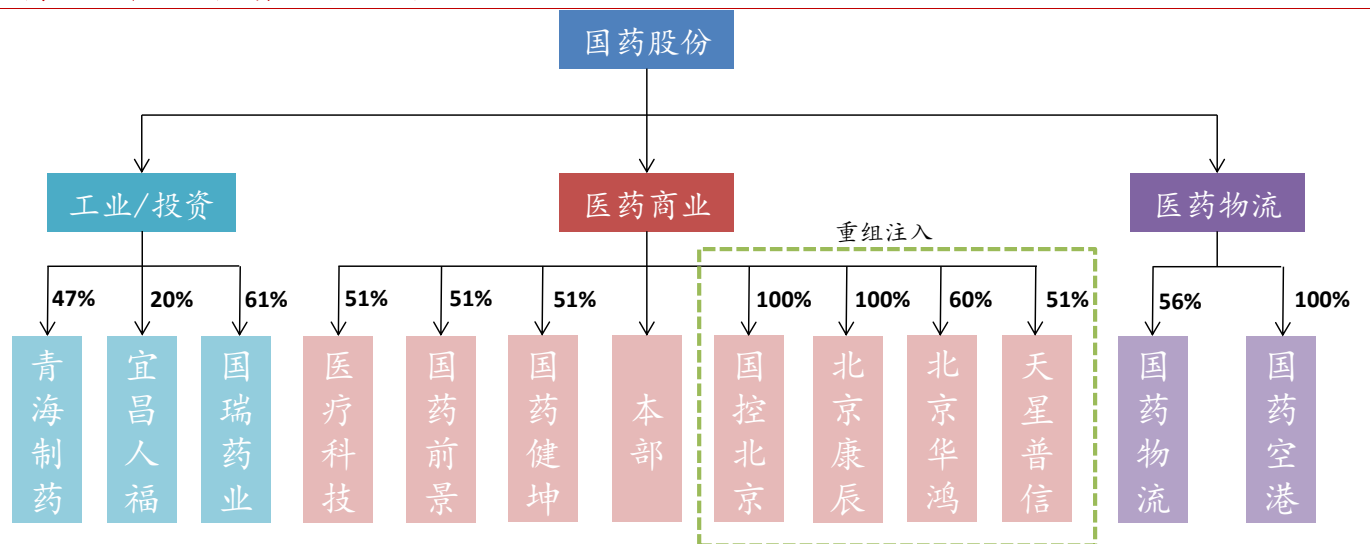
图表 14: 国药股份北京业务 2018-2019 有望实现 13%以上增长	- 10 -
图表 15: 国内麻醉、精神药品的定点生产管理规定.....	- 10 -
图表 16: 2008-2015 国内医院手术量情况 (万)	- 11 -
图表 17: 2008-2015 国内医院癌症患者出院数 (万)	- 11 -
图表 18: 二类精神药品地佐辛近年销售增长迅猛.....	- 12 -
图表 19: 2013-2015 我国精神疾病药物市场规模.....	- 12 -
图表 20: 宜昌人福近年收入情况.....	- 12 -
图表 21: 宜昌人福近年净利润情况.....	- 12 -
图表 22: 国药股份麻精药品的发展战略.....	- 13 -
图表 23: 国药股份医疗终端创新平台的主要布局.....	- 13 -
图表 24: 国药前景近年营业收入及增速.....	- 14 -
图表 25: 国药前景近年净利润及增速.....	- 14 -
图表 26: 国内医疗器械耗材市场容量持续快速增长.....	- 15 -
图表 28: 可比公司估值 (Wind 一致预期, 2018 年 3 月 14 日)	- 16 -
图表 29: 国药股份财务预测模型	- 17 -

国药集团北京地区和全国麻药分销平台，新高度、新起点

稳健内生增长的商业公司，重组后成为北京地区医药商业龙头

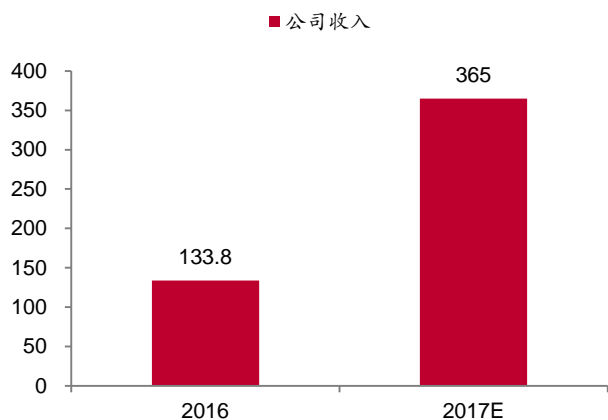
- 医药商业的国字号企业，重组成为全国麻精药和北京地区医药分销的双栖龙头。国药股份前身为中国医药公司，于1999年12月由中国医药集团总公司发起并组建成立，2002年在上交所上市。公司现有医药商业、医药物流和医药工业及工业投资三块业务，其中全国地区麻精药分销和北京地区药品分销是公司的主营业务。公司控股股东为国药控股，为解决同业竞争问题，2017年5月公司完成重组，国药控股北京地区4家控股商业子份注入到国药股份内，形成了新国药股份（新股份），新股份北京地区业务规模和实力大幅增强，成为新的地区龙头。公司治理良好，市场化经营，重组后的业务结构清晰，麻精药分销和北京药品分销业务均为行业领先，良好的业务基础有益于公司持续稳健的发展。

图表 1：新股份的业务结构示意图



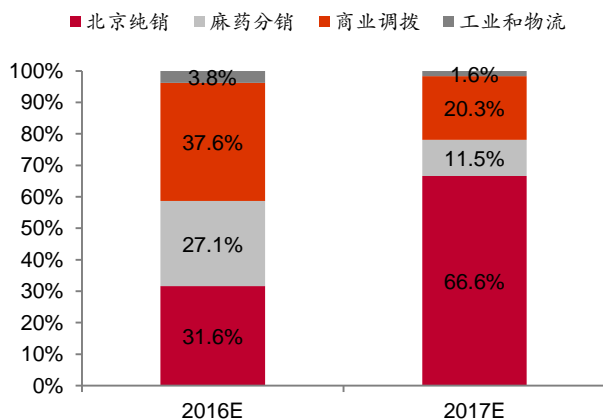
来源：公司公告，中泰证券研究所

图表 2：2016-2017 公司重组前后收入规模变化（亿元）



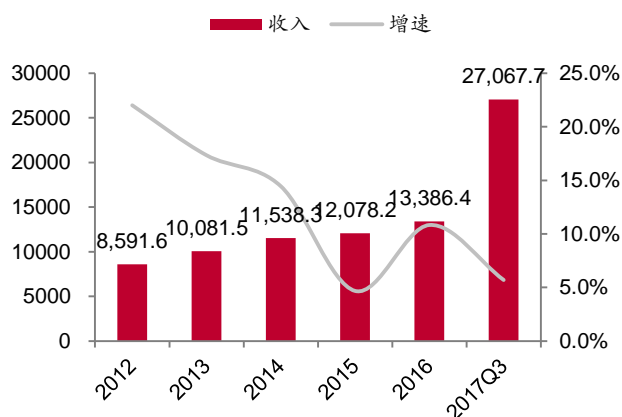
来源：中泰证券研究所

图表 3：2016-2017 公司收入结构情况（%）

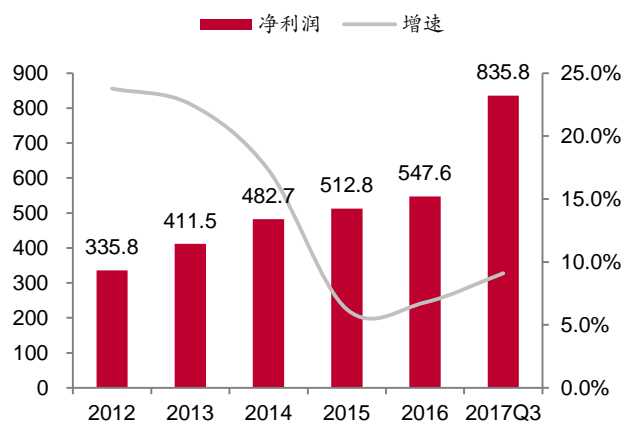


来源：中泰证券研究所，麻药分销指老股份的麻药一级分销

- 公司稳健经营、持续成长，重组后收入和利润规模大幅提升。**过去5年间，公司保持稳健增长，收入由2012年85.9亿增长到2016年133.9亿，复合增长率为11.7%；归母净利润由3.36亿增长到5.48亿，复合增长率为13.0%；2017年完成重组后，公司收入利润取得了大幅度提升，2017前三季度分别实现收入270.7亿元、归母净利润8.36亿元，根据公司业绩预告，2017年全年公司利润有望实现10%-20%之间增长，重组后的过渡期内内生增长依然良好。

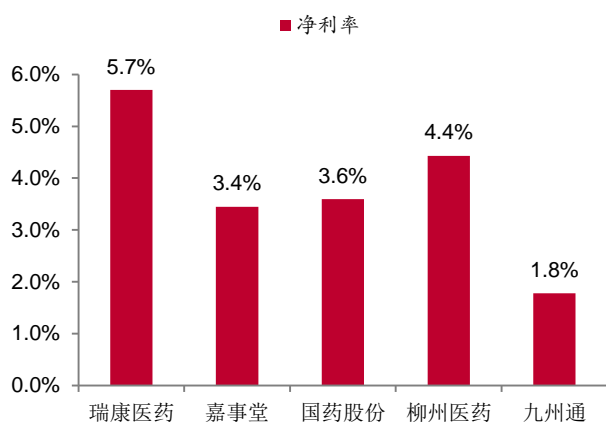
图表 4: 公司 2012-2017Q3 收入情况 (百万元, %)


来源: 公司公告, 中泰证券研究所

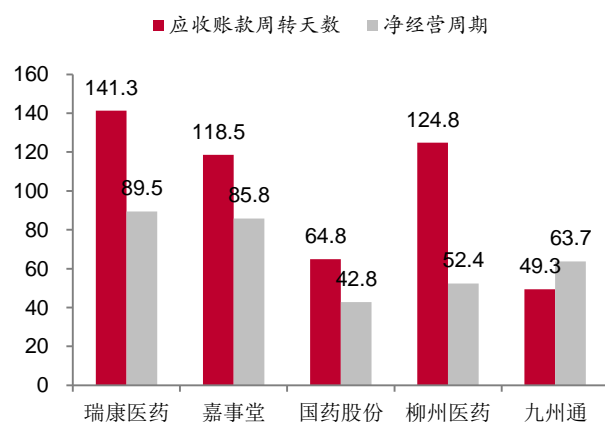
图表 5: 公司 2012-2017Q3 归母净利润情况 (百万元, %)


来源: 公司公告, 中泰证券研究所

- 公司分销业务质地优异，盈利能力和营运能力良好。**国药股份麻药分销业务的产业链地位良好，公司一般以现款现货结算，利润率和经营性现金流一直以来均有不错表现；另一方面，北京地区医药市场容量大，位列全国第二，当地医药商业环境良好，上游的回款时间相对较短且商业公司间竞争程度相对不高，公司的北京医药分销业务同样有较好利润率和资金周转率水平。我们以2017年中多个代表性商业公司与国药股份对比，公司的净利率水平和资金周转速度均名列前茅。

图表 6: 国药股份与代表医药商业公司 2017Q3 净利率水平情况 (%)


来源: 中泰证券研究所, Wind

图表 7: 国药股份与代表医药商业公司的 2016 运营能力情况 (天)


来源: 中泰证券研究所, Wind

存在国企改革预期，经营活力有望继续释放

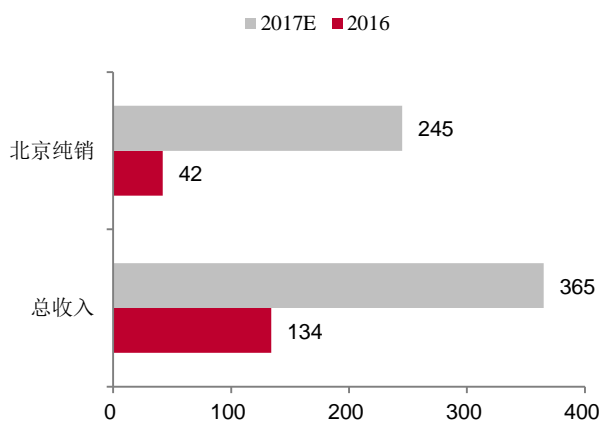
- **公司大股东国药控股已于 2016 年实施股权激励计划。**2014 年国务院公布首批央企国企改革试点名单共 6 家企业，国药集团位列其中。国药控股作为国药集团的核心子公司率先迈出了试点的步伐。2016 年 8 月 19 日，国药控股（H 股）发布公告，拟实施限制性股票激励，激励对象包括公司董事和中高层管理人员等，同年 11 月完成首次授予 190 位激励对象合计 723 万股限制性股票，并计划每两年授予一次限制性股票。
- **公司后续亦有望实施股权激励计划。**公司在 2016 年年报里公司明确说明，作为国药集团试点企业之一，将严格按照国药集团和国药控股提出的国企混合所有制试点要求，持续推动混改试点相关工作。我们预计后续工作将持续推进，公司核心人员积极性有望得到调动，公司的经营活力有望继续释放。

北京地区实力最强的医药分销商，2018 有望迎来经营拐点

新股份综合实力强劲、优势鲜明无短板

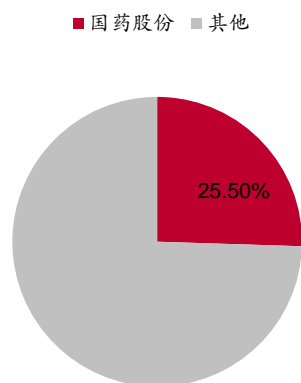
- **新股份是北京地区分销总规模和纯销比例最高的医药商业公司。**在完成整合国控北京、北京康辰、北京华鸿、和天星普信四家公司后，新股份已经成为北京名副其实的商业龙头。我们预计公司 2017 年公司整体收入规模有望超 360 亿元，扣除麻药分销和省外调拨业务后的纯销业务有望超 240 亿元，我们测算北京地区药品终端的市场占有率约 25%（商务部 2016 数据北京医药市场容量约 1300 亿扣税，我们预计其中药品占比约 76%），领先于其他行业竞争对手。

图表 8: 国药股份重组前后总收入和纯销收入对比情况 (亿元)



来源：中泰证券研究所

图表 9: 国药股份 2017 年北京地区药品分销市场占有率情况 (%)



来源：中泰证券研究所

- **新注入四家公司经营特色鲜明，新股份综合实力全面提升。**注入的四家公司中，国控北京是国控旗下北京纯销业务最大的子公司，2016 年收入规模近百亿元，公司经营品类齐全，其中麻精药品二级分销占北京地区 40% 以上，其配送网络全面，高端医院几乎全覆盖，同时是北京地区授权的五家基药配送企业之一；北京康辰以经营血液制品为主，北京地区市占率超 70%，拥有专业化的学术推广团队，2016 年以前的几年中实现了 31.5% 的复合增长；北京华鸿以分销优质和高端产品为经营特色，

纯销规模位列北京第五，其网络覆盖全部 3 级和大多数 2 级医院，同时华鸿拥有自主知识产权的 SPD 系统，已在多个大型医院拥有成功实施项目，另外其经营进口产品的全国总经销业务，核心品种泰勒宁已实现数亿元销售；天星普信的经营品类全面，包括 IVD 耗材和疫苗等也有一定的比例销售，生物制品是公司的优势销售品类，此外天星普信在军队和武警系统医院拥有较高占有率。

图表 10: 国药重组注入 4 家商业公司的经营特色

重组公司	经营品类	业务特色	覆盖网络
国控北京	全品类，经营品规超 30000 个；	经营品类齐全，北京麻精药品市场占有率超 40%；零售分销排名第二；	三级医院 100%；二级医院达 90% 以上，北京五家基药配送商之一；覆盖 1500 家一级和社区、近 3000 家药店；
北京康辰	血液制品为主	北京地区血制品市场占有率超 70%，与国内一线血制品供应商保持合作；	北京地区大多数二、三级医院
北京华鸿	抗肿瘤、胰岛素、心血管、镇痛药等；	1. 销售新特药、进口药，泰勒宁等产品的全国总经销业务； 2. 拥有先进的 SPD 增值服务；	三级医院 100%；覆盖大部分二级、一级医院；
天星普信	生物制品、化药、中成药、疫苗、诊断试剂等；	生物药为优势品种，销售额居于北京前列；	军队及武警医院具有独特优势；

来源：公司公告，中泰证券研究所

新股份竞争优势凸显，与上下游合作占据显著优势

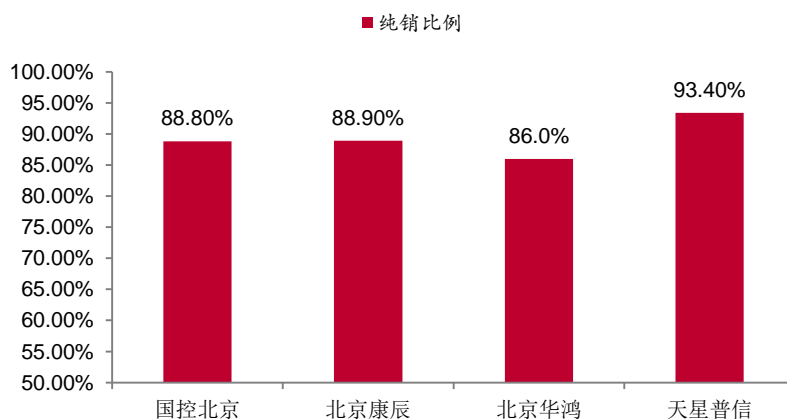
- 在合作与采购端，整合的促进作用最为明显。**过去国控系北京区域的各家商业子公司在同上游的商务合作中，主要方式由各家子公司分别与工业企业对接和谈判，彼此难以避免直接竞争，较少发挥以整体实力谈判而达到的效应，最终可能使得部分业务流标至其他竞争对手中，或使得产品毛利率被内部竞争压低。而现在国控系北京的商业子公司全部进入国药股份，新股份在北京地区的分销实力高人一筹，5 家公司整体利益一致，尤其在新业务合作的谈判当中，国药股份主要以统一的采购团队同上游对接，以此有更高的谈判空间，从而获得更多的产品合作并有望获得更高的毛利空间。
- 在日常分销活动中，新股份整体资金成本有望改善。**首先在重组过程中，公司完成了 10 亿元的再融资，公司的资本金进一步充裕，2017 年公司已经在内部成立了统一的资金池，用于 5 家独立法人公司的日常运营的额外资金支持。另外在下游应收账款的回收角度看，过去每家商业公司都是独立和医院协商确定回款的时间，单家公司同医院的谈判能力有限，而目前 5 家公司合并后在单家医院的占有率大幅提升，谈判能力随之增加，进而使得公司的回款周期有望得到改善。综上，新股份分销业务的资金成本有望改善。
- 内部整合推进 SPD 业务，下游医院份额有望提升。**零差率下，医疗机构的药品销售由盈利端转为成本端，医院的经营压力增大，有将药房委托第三方运营的动力，而医药配送商是最合适的合作方。目前全国已有相当数量的二、三级医院将药房委托商业公司运营，主流合作方式为商业公司投入设备（分包机、发药机等）、院内物流管理软件、RFID 系统

和运维人员，目的改善院内物流减少院内药品库存降低运营成本，同时获得所在医院的配送份额的大幅提升，通常被成为商业公司的 SPD 业务。阳光采购后，北京已全面开始执行零差率，对各家大型商业公司而言，医院的 SPD 业务存在广阔机遇。新股份的子公司北京华鸿，拥有成熟的 SPD 解决方案，其在北大医院的实施项目被卫生部列为医院院内物流改革的示范项目，我们认为新股份内部整合后，华鸿的 SPD 业务将有望在其他子公司的优势医院实施和复制，进而使新股份的市占率稳步提升。

国药股份纯销比例高，最受益于两票制带来的集中度提升

- **北京两票制进行时，商业集中度有望快速提升。**两票制是国家医改在医药流通领域最重要的政策之一，两票制旨在减少药品在流通过程中不必要的中间环节，其有益于促使行业集中度快速提升。2017年1月9日国务院医改办会同国家卫生计生委等8部门联合下发《关于在公立医疗机构药品采购中推行“两票制”的实施意见(试行)的通知》，文件要求综合医改试点省(区、市)和公立医院改革试点城市要率先推行“两票制”，鼓励其他地区执行“两票制”，争取到2018年在全国全面推开。北京地区的地方两票制实施方案于2017年10月30日正式下发，方案指出过渡期为3个月。两票制的实施将使得北京地区中小商业加速退出，而地区龙头商业的市占率快速提升，我们预计北京地区前5大商业公司新股份、华润、上药科园、九州通和嘉事堂的纯销市场份额约占80%左右，两票制的实施有望使得前五大份额进一步上升5-10个百分点。
- **新股份是北京地区纯销比例最高的商业公司，两票制执行最为受益。**国药股份重组前，北京地区市场纯销业务仅占其总收入比例的三分之一，而重组后纳入的四家公司业务以北京地区纯销为主，纯销比例均在85%以上。国药股份的老业务部分，麻精产品分销业务不受两票制影响，同时其调拨业务主要面向国控体系内部，两票制允许集团内部调拨一次，受影响程度同样较小；而北京地区的主要竞争对手，跟据相关年报数据华润医药和上药科园当地纯销收入均低于200亿且纯销比例均小于80%；**综上，新股份在两票制的施行过程中占有显著的竞争优势，我们预计2018-2019其纯销市占率有望稳步提升。**

图表 11: 国药股份重组注入四家公司 2016H1 纯销比例情况

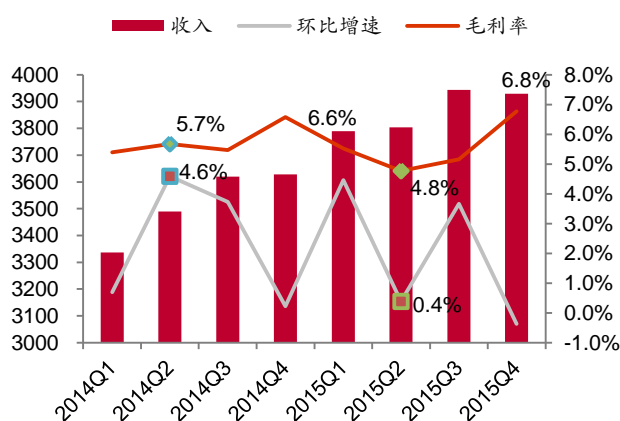


来源：公司公告，中泰证券研究所

阳光采购影响已基本消除，公司北京业务 2018-19 有望实现 13% 以上增速

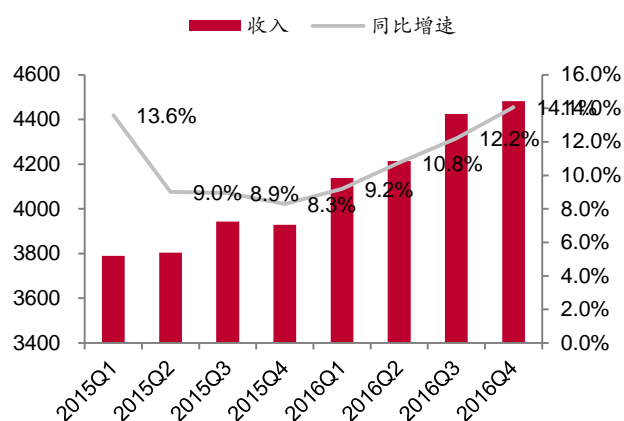
- 阳光采购影响已基本消除，2018 公司发展前景良好。**2017 年 4 月 8 日北京阳光采购正式执行，据北京卫计委统计地区药品平均采购价降幅超 8%，4-6 月份公立医疗机构的药品采购金额同比总体是下滑的。国药股份短期也受冲击明显，一方面市场容量短期内下滑，另一方面过去的药品采购库存成本可能倒挂，大量与上游的换票工作短期无法完成，造成公司 2 季度盈利情况不佳；情况从 3 季度开始改善，3 季度收入环比稳步增长，正常 4 季度公司上游返利有望大幅增加(新的商务合作开始后，以外企为代表上游工业一般对下游存在 2 个季度的返利周期)；参考公司全年利润在 11 亿-12 亿区间，可比口径同比增长 10%-20% 区间的业绩预告，北京 2017 年市场受多重外界因素压制的情况下，公司依然实现了良好增长。展望 2018 随负面因素影响逐渐减少，我们预计公司北京业务的收入利润增长有望加速。
- 以 2015 年浙江招标采购为案例，药品降价对市场容量和龙头商业公司收入增长影响时间有限。**我们以浙江省商业龙头英特药业为例来考察药品招标对公司后续的经营影响；过去 3 年中各地的省级招标总体降价趋势明显，而以 2014 年湖南和浙江招标最为严厉；其中浙江 2014 两批招标结果于 2015 年 3 月 20 日正式执行，中标品种价格平均下降近 10%；英特药业在药品招标执行当期，其收入和利润短期确实受到一定冲击；其中 2015Q2 收入环比增速和毛利率均为当年低点，而经过 3-6 个月的调整期，公司的收入和盈利情况都出现明显改善；更为重要的是在招标执行的第二年，公司的收入呈现持续加速的态势，公司的同比收入增速自 2016Q1 的 8.3% 上升至 Q4 的 12.2%。

图表 12: 英特药业 2014-15 单季收入环比增长及毛利率情况 (百万元, %, %)



来源: Wind, 中泰证券研究所

图表 13: 英特药业 2015-16 收入单季同比增长情况 (百万元, %)

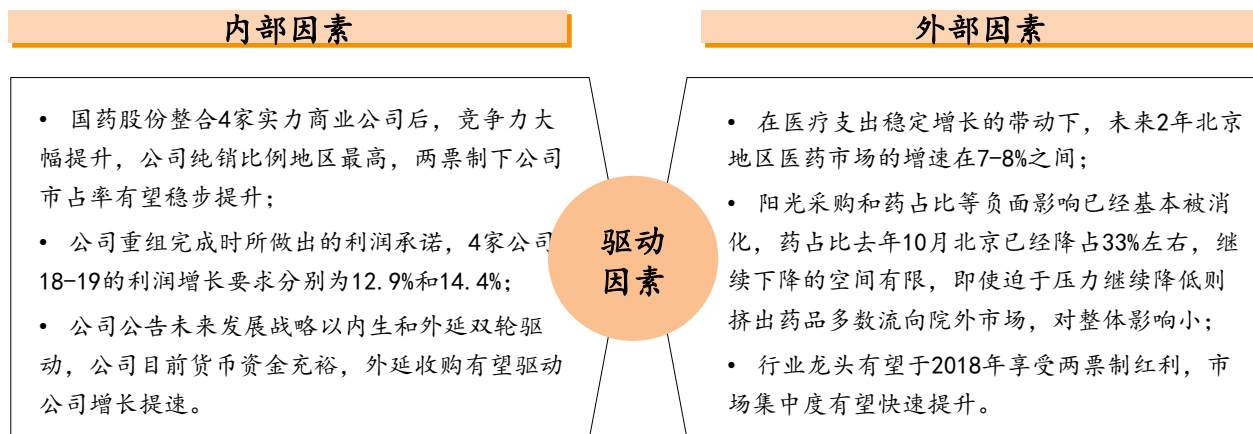


来源: Wind, 中泰证券研究所

- 新股份北京地区 2018-2019 分销业务有望实现 13% 以上利润增速，具体理由如下：外部因素，**首先，在医疗支出稳定增长的带动下，我们预计未来 2 年北京地区医药市场的增速在 7-8% 之间；其次阳光采购和药占比等负面影响已经基本被消化，药占比去年 10 月北京已经降占 33% 左右，继续下降的空间有限，即使迫于压力继续降低则挤出药品多数流向院外市场，对整体影响小。**内部因素，**首先，国药股份整合 4 家实力商业公司后，竞争力大幅提升，公司纯销比例地区最高，两票制下公司

市占率有望稳步提升；其次，公司重组完成时所做出的利润承诺，4家公司18-19的利润增长要求分别为12.9%和14.4%；最后，公司公告未来发展战略以内生和外延双轮驱动，公司目前货币资金充裕，外延收购有望驱动公司增长提速。

图表 14: 国药股份北京业务 2018-2019 有望实现 13% 以上增长



来源：中泰证券研究所

巩固麻精药品的龙头地位，计划向大麻精和中枢神经领域进军

麻精药品经营高壁垒，市场稳健增长

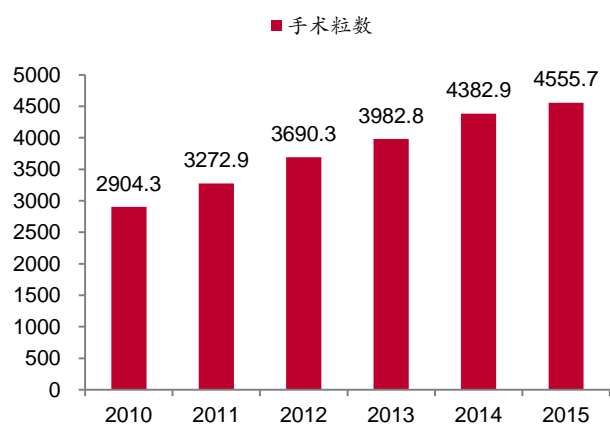
- **麻精药品管制严格，企业经营壁垒高。**麻精药品分别指麻醉药品和精神药品，两类药品性质特殊，属于国家严格管制使用范畴。以麻醉药品为例，麻醉药品主要指阿片类镇痛药，一方面其是最强效的镇痛药，是医疗中的必须药品；同时若不规范地连续使用又产生成瘾性，若流入非法渠道则成为毒品，造成严重社会危害。**2005年国务院颁布了《麻醉药品和精神药品管理条例》，对麻醉药品药用原植物的种植，麻醉药品和精神药品的实验研究、生产、经营、使用、储存、运输等活动都进行了规范化的要求和规定。**对于生产端，药监部门应当根据麻精药品的需求总量，确定麻精药品定点生产企业的数量和布局，并对麻精药品定点生产企业应具备的条件作出规定。对于经营和流通端，同样国家对麻精药品实行定点经营制度，麻醉药品和一类精神药品只能由定点批发企业进行配送，同时全国性和地区性麻精药品批发企业资质分别由国家药监局和地区药检，施行严格的准入制度。**在麻精定点药品生产、经营的政策环境下，领域内的企业具有良好的经营壁垒。**

图表 15: 国内麻醉、精神药品的定点生产管理规定

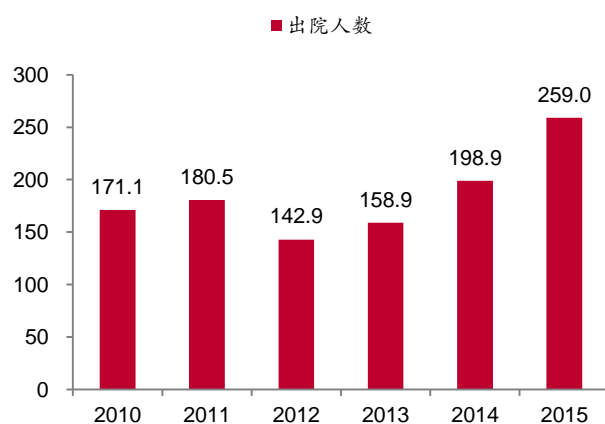
大类	子类	规定数量
麻醉药品	原料药	1-2家
	单方制剂（含不同规格）	1-3家
	复方制剂（含不同规格）	1-7家
一类精神药品	原料药	1-5家
	单方制剂（含不同规格）	1-5家
	复方制剂（含不同规格）	1-10家
二类精神药品	单方制剂（含不同规格）	1-10家

来源：中泰证券研究所, CFDA

- 麻醉药品使用刚性，临床需求保持稳健增长。**中重度疼痛是严重影响的生存质量，严重者可导致休克和死亡，麻醉药品（阿片类）是治疗重度疼痛的必须用药；在临床上主要用于创伤性疼痛、内脏绞痛、手术中和术后疼痛以及癌症晚期疼痛等，其中手术相关应用和癌症晚期的应用最为广泛。2010-2015年间，国内医院手术量增长了57%，对应复合增长约9.4%；而同期国内肿瘤患者的住院数增长51%，对应复合增长8.7%；2015年全国新发癌症患者超400万，预计近半数以上治疗后期将受中重度疼痛困扰，随老龄化的提升和肿瘤姑息治疗水平的提升，麻醉药品的临床需求将保持稳健增长。

图表 16: 2008-2015 国内医院手术量情况 (万)


来源：卫计委统计

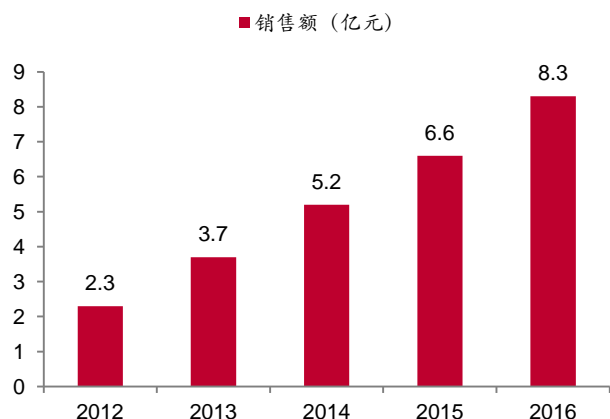
图表 17: 2008-2015 国内医院癌症患者出院数 (万)


来源：卫计委统计

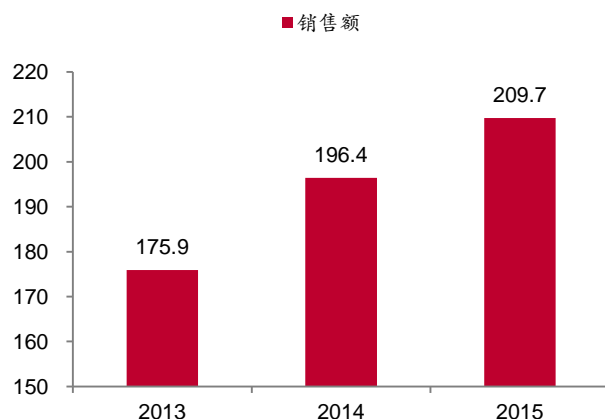
麻精业务公司底蕴深厚、有望保持较快速增长

- 拓展下游，麻精药品分销行业地位有望巩固，盈利能力有望进一步提升。**国药股份是全国三家全国性麻精药品分销商之一，据年报披露公司在全国麻精药品一级分销的市场份额已超80%，处于统治地位。而对于直达终端的二级分销，公司直接涉足较少，该业务是公司麻精业务未来重点拓展的方向之一。国内目前麻精药品的二级分销市场格局较为分散，其中国药控股体系内约占据三分之一的份额，其余份额分散在其他约500余家具有地区麻精药品分销资质的企业之中，公司计划未来收购或参股质地良好的麻精药品分销公司，进一步提升该领域的行业地位和业务利润率。
- 丰富品类，向大麻精和中枢神经领域进军。**伴随重组后公司综合实力的大幅提升，资本金进一步的充裕，公司计划向大麻精和中枢神经领域进军。前者包括与麻精药品具有高度相关的二类精神药品和用于手术的麻醉镇静剂和肌松用药等，大麻精领域市场广阔，以二类精神代表药物地佐辛为例，2009年国内上市，2017年销售已突破40亿元；以丙泊酚和顺阿曲库铵等为代表的麻醉镇静剂合计也有超过100亿的市场容量。另外一方面公司高度重视中枢神经这一蓝海市场，此领域包括精神分裂症、抗抑郁和焦虑等疾病，国内精神疾病患者基数大且用药水平较低，目前精神疾病用药约有250亿市场，未来有望长期保持超越行业的增长速度。公司向广阔麻醉精神用药的进军的战略已开始稳步推进，2018年1月公司和中枢神经制药巨头灵北达成合作，国药股份成为灵北公司最新上市

抗抑郁重磅产品心悦达（沃替西汀）进口商以及全国经销商。

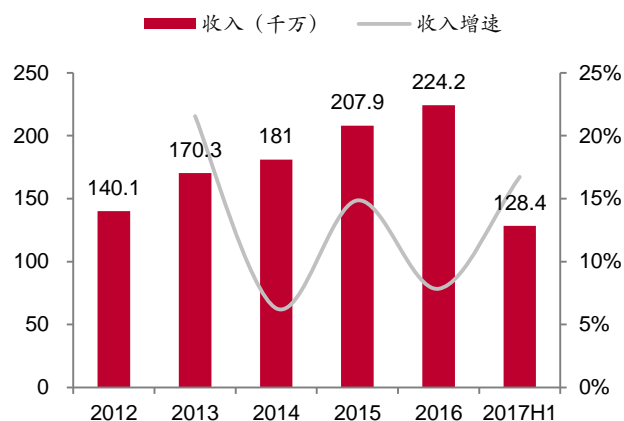
图表 18: 二类精神药品地佐辛近年销售增长迅猛


来源：米内网，注：样本公立医院数据

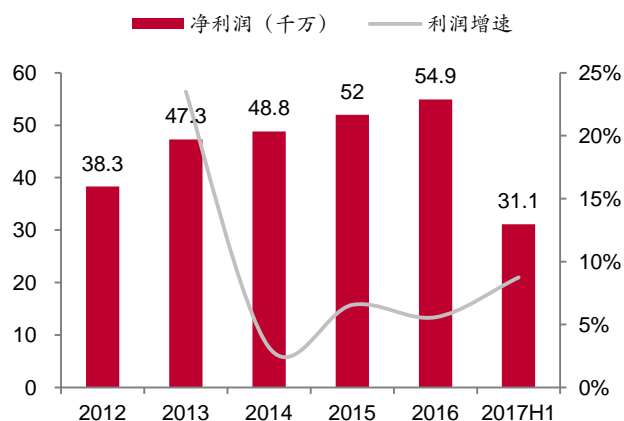
图表 19: 2013-2015 我国精神疾病药物市场规模


来源：米内网

- 参股麻药工业产业协同，贡献稳定盈利增长。** 国药股份在麻药产业链布局完善，在上游参股国内宜昌人福和青海制药两家实力麻药生产企业，持股比例分别为 20% 和 47.1%。尤其是宜昌人福，参考 2017 上半年业绩预计全年给国药股份净利润贡献超 1.2 亿元。宜昌人福的核心品种舒芬太尼和瑞芬太尼是围手术期麻醉镇痛的重磅药物，参考 PDB 样本数据预计 2017 年合计销售近 20 亿，依然处于稳定成长期；新版医保目录调整后，宜昌人福受益明显，氢吗啡酮与纳布非是新进目录的独家品种，可广泛应用于围手术期和癌症镇痛等，有望成为新的盈利增长点。尽管国药股份目前在上游已经拥有良好的布局，公司考虑在上游进行更多的拓展，参股或投资拥有良好潜力麻精产品的企业，甚至进军海外，2017 年 5 月宜昌人福把枸橼酸芬太尼注射液技术转让给印度尼西亚 MBF 公司，开启了公司麻药业务进军海外的一次试水。我们相信公司凭借在麻精药产业链上的雄厚实力，有望在对麻精药上游的投资继续取得收获，并将给公司的持续成长贡献新的动力。

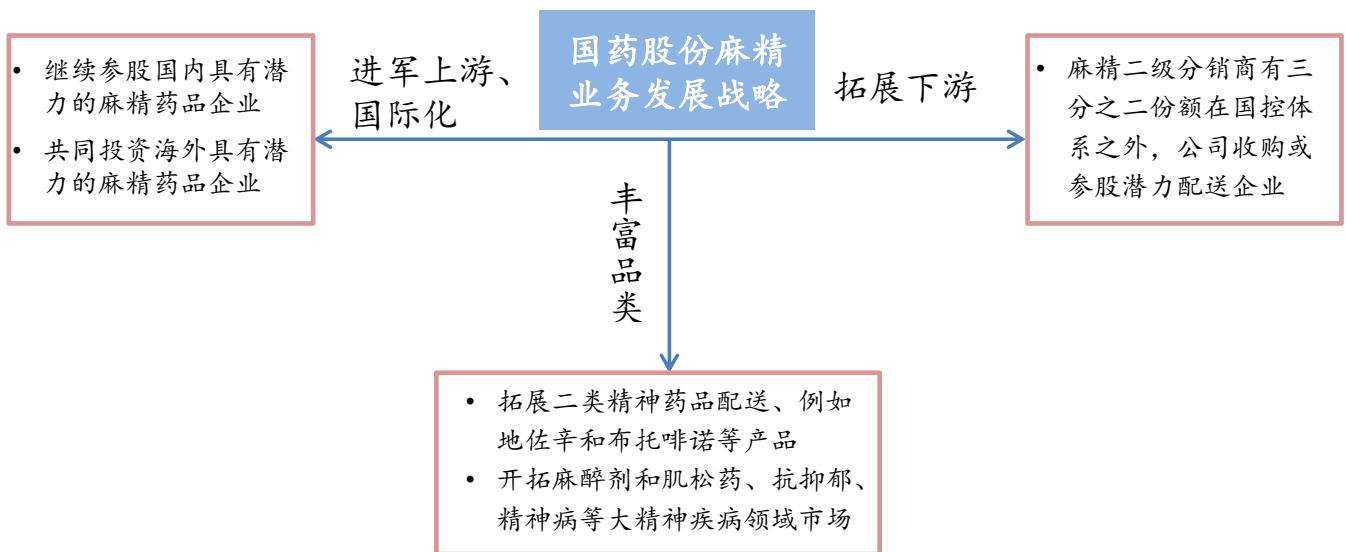
图表 20: 宜昌人福近年收入情况


来源：公司年报

图表 21: 宜昌人福近年净利润情况


来源：公司年报

图表 22: 国药股份麻精药品的发展战略



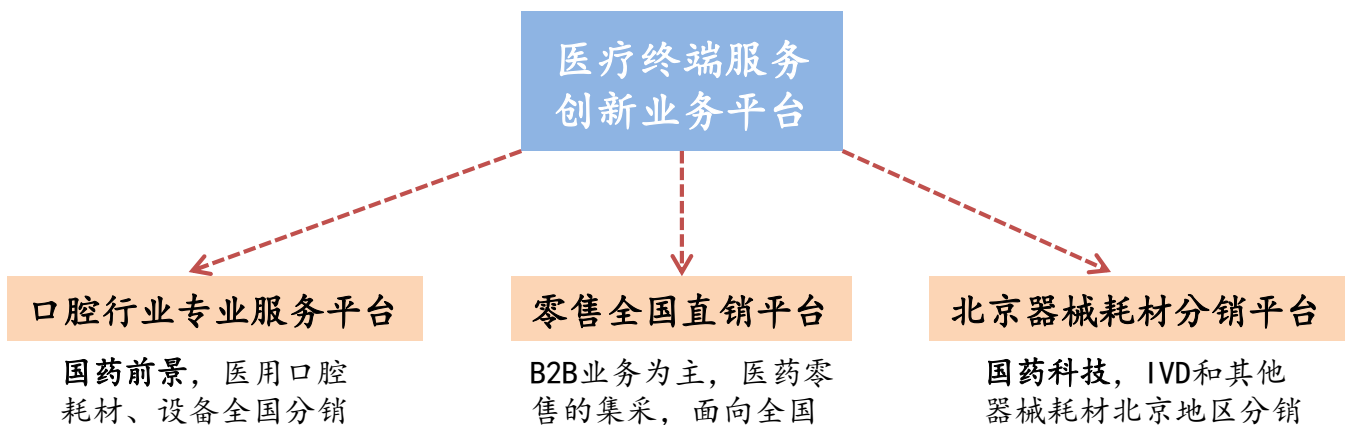
来源：中泰证券研究所，公司股东大会

向综合性医疗服务商转型，公司中长期看点丰富

向综合性医疗服务商转型，打造特色医疗终端创新平台

- **积极布局和开展医药商业新业务，打造特色医疗终端创新平台。**在经历了医保扩容和医疗消费升级带来的连续多年行业性高速增长后，目前国内整体医药市场已增速逐渐放缓进入发展的新常态。同时在医药分开、两票制和监管趋严的政策环境下，迎接各大型医药商业公司更多的是行业整合和细分领域的结构性机遇。国药股份完成重组整合后确定了以打造“特色医药健康产业专业化品牌”为核心，初定“一二三四五”新股份战略框架，其中第五点为由药品类配送商向一体化配送及增值服务智慧型转型。目前新股份的医疗终端创新平台已初具规模，旗下口腔业务、北京器械分销业务及医药零售 B2B 业务特点鲜明，在所在领域均具有较强竞争力。

图表 23: 国药股份医疗终端创新平台的主要布局

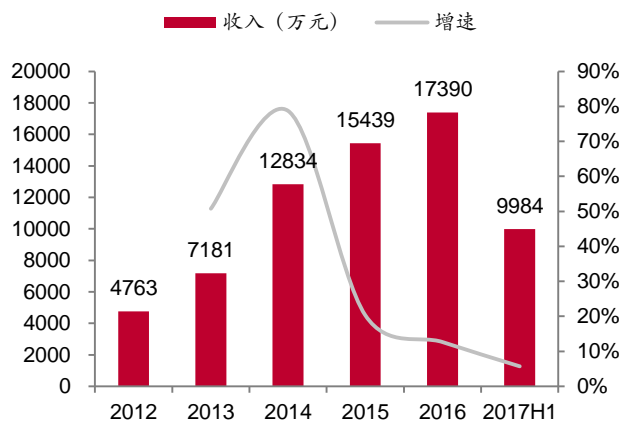


来源：中泰证券研究所，公司公告

目标打造全产业链，口腔业务发展或将加快

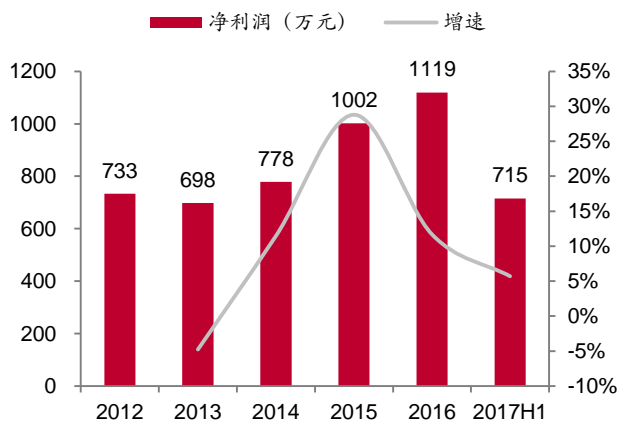
■ **口腔业务是公司的特色业务，专业化服务成就快速发展。**公司较早切入医疗终端创新业务，口腔医疗产品经销业务是最典型代表。旗下国药前景口腔成立于 2004 年，是一家专注于口腔医疗市场发展，以代理国内外先进器材为主的营销、推广和销售服务综合提供商。公司经营产品包括五大系列——无痛产品系列、牙周产品系列、种植产品系列、耗材产品系列、感控产品，核心产品局麻醉药“必兰”（阿替卡因肾上腺素注射液）和牙周炎治疗药物“派丽奥”（盐酸米诺环素）等由公司独家经销并具有较高市场占有率；公司注重终端医院客户的市场拓展与服务，在全国业务覆盖的终端客户超过 5000 家，其中口腔专科医院覆盖率近 100%。得益于先发优势和专业化服务，过去几年间国药前景的收入和利润一直保持了较快的增长态势。

图表 24：国药前景近年营业收入及增速



来源：公司公告，中泰证券研究所

图表 25：国药前景近年净利润及增速



来源：公司公告，中泰证券研究所

■ **融资助力下口腔全产业链建设有望加快。**公司近年确立了“口腔行业最专业的服务平台与运营商”的战略定位，计划打造口腔全产业链，相关工作执行已陆续展开。2016 年国药股份以 765 万未分配利润与其他股东完成对国药前景同比例增资至 2000 万元，目前公司持股比例仍为 51%；并在重组方案中明确说明，计划安排 2 亿元资本开支用于在口腔领域对上下游企业的投资。我们认为国药前景在口腔医疗市场的渠道优势明显，拥有特色产品和专业化的服务团队，对上下游企业投资有望使公司获得更为丰富产品并提高对终端掌控力，若顺利实施有望产生类似其在麻精领域实现的良好协同效应。

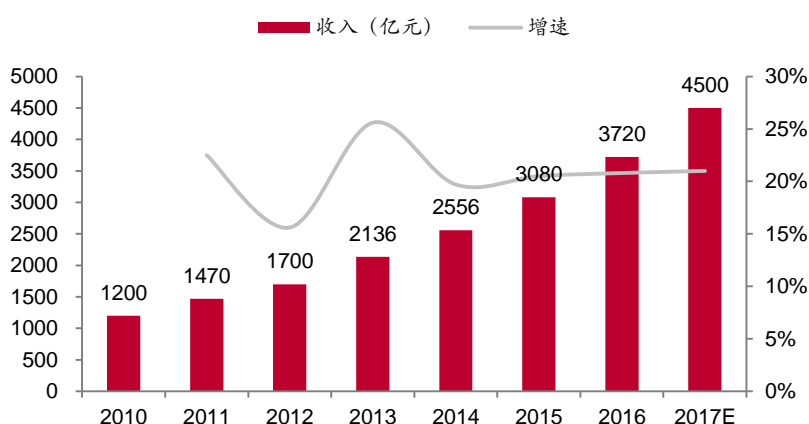
零售直销业务和北京器械分销业务是公司中长期的新看点

■ **面向蓝海，零售直销业务发展势头良好。**医药分开趋势下，国内医药零售的市场容量占比将逐步提升，国药股份较早进行了良好布局，以应对零售市场扩容的广阔机遇。公司的零售直销业务的主要形式是 B2B，以终端网络为基础立足北京辐射全国，形成了电子商务、零售学术推广及全国零售分销互动的经营模式。公司高端药品资源丰富，现零售分销网络已覆盖全国 500 强连锁药店企业中超 430 家；学术推广团队可为下游超过万余家药店提供药学知识培训和促销活动组织等专业化服务；电子商务以国药商城为载体，以高端零售和 DTC 药品为经营特色，可有效解

决中小型药房连锁采购货源和价格上的痛点，经过多年耕耘线上业务发展最为迅速，2017年上半年，国药商城共新增客户1628家，已拥有线上客户7844家，半年交易订单10132笔，订单量同比增长45%。

- 拓展诊断试剂耗材配送业务，北京地区医药分销发展注入新动力。**新版GSP和两票制等政策影响下，器械耗材市场渠道端发展迎来巨变，专业化分工和集中度提升是行业发展主要趋势；尤其对于高值耗材（含IVD耗材）领域，目前已有多个省份已实行或即将实行两票制，行业整合正在快速发生、市场集中度正快速提升，对于传统医药商业公司而言，器械耗材的配送业务具有广阔机遇是重要的潜在增长点。参考目前器械耗材相对药品约1:3的终端市场销售规模占比，北京现有器械耗材终端市场容量超300亿元；我们测算公司目前北京药品市场占有率约25%，而整体医药市场占有率约20%，其中器械销售占比很小，公司规划未来医药配送在北京地区份额（含器械）达到30%以上，这意味着器械耗材在收入占比有望大幅提升。2016年8月，公司出资255万元与北京若华医疗器械有限公司合资新设国药医疗科技（北京）有限公司快速切入体外诊断试剂配送市场，公司持股比例51%。2017年上半年国药科技已经正式取得《医疗器械经营许可证》，并已启动了与北京多家医院的IVD、耗材的集采统配项目对接工作；预计销售收入于2017年下半年开始产生；我们认为凭借公司在北京医院的丰富渠道资源，通过不断导入产品并一定程度外延扩张，公司的器械耗材销售有望快速上量。

图表 26：国内医疗器械耗材市场容量持续快速增长



来源：中国医药物资协会

盈利预测与估值

盈利预测

- 我们预计2017-2019年公司收入分别为365亿元、410亿元和463亿元，同比分别增长6.0%、12.4%和12.9%；归属于母公司净利润分别为11.6亿元、13.1亿元和14.8亿元，同比分别增长10%、13.0%和13.1%；对应EPS分别为1.51元、1.71元和1.93元（2017年同比口径为同一控制企业合并2016年度经调整后预测值）；
- 核心假设：**医药批发业务毛利率保持基本稳定，受行业因素影响逐年微降；医药连锁和医药物流业务毛利率保持稳定。

- 当前股价对应 2018-2019 年 PE 分别为 17 倍和 15 倍，参考可比公司，基于公司良好发展前景，我们给予国药股份 2018 年 22 倍 PE，对应股价 37.6 元，首次覆盖，给予“买入”评级。

图表 27: 可比公司估值 (Wind 一致预期, 2018 年 3 月 15 日)

证券代码	公司名称	营收 (2016)	近3年营收 CARG(%)	净利润 (2016)	近3年净利 润CARG(%)	一致预期净利润			对应估值			总市值
						2017	2018	2019	2017	2018	2019	
002462.SZ	嘉事堂	109.7	45.7	2.23	19.7	2.6	3.5	4.3	23.3	17.3	14.1	60.7
002589.SZ	瑞康医药	156.2	38.1	5.91	60.2	10.1	12.6	16.1	21.7	17.4	13.6	218.8
600998.SH	九州通	615.6	22.6	8.77	22.4	13.9	14.6	18.6	23.6	22.4	17.6	326.9
603368.SH	柳州医药	75.6	18.5	3.2	29.0	4.0	5.1	6.3	21.7	17.0	13.7	86.6
均值									22.6	18.5	14.8	
600511.SH	国药股份	133.9	9.9	5.5	10.0							227.5

来源: 中泰证券研究所, Wind

风险提示

行业政策风险

- 北京地区医药商业竞争加剧，行业利润率下降。
- 麻药领域公司的上下游投资不及预期的风险。

图表 28: 国药股份财务预测模型

损益表 (人民币百万元)						
	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业总收入	11,538	12,078	13,386	36,470	41,001	46,284
增长率	14.45%	4.7%	10.8%	172.4%	12.4%	12.9%
营业成本	-10,626	-11,118	-12,393	-33,844	-38,028	-42,952
% 销售收入	92.1%	92.0%	92.6%	92.8%	92.8%	92.8%
毛利	912	960	994	2,626	2,973	3,332
% 销售收入	7.9%	8.0%	7.4%	7.2%	7.3%	7.2%
营业税金及附加	-14	-18	-28	-69	-78	-88
% 销售收入	0.1%	0.1%	0.2%	0.2%	0.2%	0.2%
营业费用	-221	-229	-215	-576	-636	-708
% 销售收入	1.9%	1.9%	1.6%	1.6%	1.5%	1.5%
管理费用	-163	-168	-187	-383	-418	-472
% 销售收入	1.4%	1.4%	1.4%	1.1%	1.0%	1.0%
息税前利润 (EBIT)	514	545	563	1,597	1,841	2,064
% 销售收入	4.5%	4.5%	4.2%	4.4%	4.5%	4.5%
财务费用	-15	-15	15	22	31	36
% 销售收入	0.1%	0.1%	-0.1%	-0.1%	-0.1%	-0.1%
资产减值损失	-16	-2	-15	33	-13	-15
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0
投资收益	100	104	132	135	150	170
% 税前利润	16.1%	15.6%	18.5%	7.5%	7.4%	7.4%
营业利润	583	633	695	1,788	2,008	2,255
营业利润率	5.1%	5.2%	5.2%	4.9%	4.9%	4.9%
营业外收支	42	34	16	20	25	30
税前利润	625	668	711	1,808	2,033	2,285
利润率	5.4%	5.5%	5.3%	5.0%	5.0%	4.9%
所得税	-127	-135	-147	-385	-433	-487
所得税率	20.3%	20.3%	20.7%	21.3%	21.3%	21.3%
净利润	498	532	564	1,423	1,600	1,798
少数股东损益	15	19	16	262	289	315
归属于母公司的净利润	483	513	548	1,161	1,312	1,483
净利率	4.2%	4.2%	4.1%	3.2%	3.2%	3.2%

现金流量表 (人民币百万元)						
	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
净利润	498	532	564	1,423	1,600	1,798
少数股东损益	0	0	0	262	289	315
非现金支出	48	44	65	21	69	76
非经营收益	-52	-74	-129	-155	-175	-200
营运资金变动	-276	-62	91	-1,034	-538	-620
经营活动现金净流	219	440	591	517	1,246	1,370
资本开支	146	68	40	55	150	150
投资	0	0	-2	-70	-100	-100
其他	59	15	0	135	150	170
投资活动现金净流	-88	-53	-41	10	-100	-80
股权募资	0	430	0	1,312	0	0
债权募资	0	-100	-300	-414	0	0
其他	-254	26	-135	-1	-153	0
筹资活动现金净流	-254	356	-435	897	-153	0
现金净流量	-122	743	115	1,424	993	1,290

资产负债表 (人民币百万元)						
	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
货币资金	757	1,474	2,932	4,094	4,798	5,772
应收款项	2,524	2,627	9,186	9,172	10,312	11,641
存货	1,043	1,158	2,658	2,874	3,230	3,648
其他流动资产	96	47	143	203	224	249
流动资产	4,420	5,306	14,900	16,344	18,564	21,309
% 总资产	80.9%	82.4%	90.0%	89.6%	89.8%	90.1%
长期投资	391	484	557	627	727	827
固定资产	552	577	597	577	559	539
% 总资产	10.1%	9.0%	3.6%	3.2%	2.7%	2.3%
无形资产	91	102	443	483	620	760
非流动资产	1,040	1,136	1,663	1,893	2,112	2,331
% 总资产	19.1%	17.6%	10.0%	10.4%	10.2%	9.9%
资产总计	5,460	6,442	16,563	18,237	20,675	23,640
短期借款	300	300	414	0	0	0
应付款项	2,324	2,528	8,559	7,914	8,885	10,029
其他流动负债	91	58	165	317	184	207
流动负债	2,715	2,887	9,138	8,231	9,069	10,236
长期贷款	100	0	0	0	0	0
其他长期负债	99	99	205	205	205	205
负债	2,914	2,985	9,343	8,436	9,274	10,441
普通股股东权益	2,445	2,972	5,799	8,119	9,431	10,913
少数股东权益	101	485	1,420	1,682	1,971	2,286
负债股东权益合计	5,460	6,442	16,562	18,237	20,675	23,640

比率分析						
	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
每股指标						
每股收益 (元)	1.008	1.071	1.144	1.513	1.710	1.933
每股净资产 (元)	5.106	6.207	12.112	10.586	12.297	14.230
每股经营现金净流 (元)	0.457	0.920	1.235	0.333	1.248	1.375
每股股利 (元)	0.000	0.000	0.200	0.200	0.000	0.000
回报率						
净资产收益率	19.74%	17.26%	9.44%	14.30%	13.91%	13.59%
总资产收益率	8.84%	7.96%	3.31%	6.36%	6.34%	6.27%
投入资本收益率	22.74%	24.15%	10.66%	24.52%	24.46%	24.44%
增长率						
营业总收入增长率	14.45%	4.68%	10.83%	172.44%	12.42%	12.89%
EBIT增长率	30.85%	6.12%	3.27%	183.60%	15.25%	12.13%
净利润增长率	17.29%	6.26%	6.78%	111.95%	13.00%	13.06%
总资产增长率	8.65%	17.99%	157.10%	9.21%	13.40%	14.37%
资产管理能力						
应收账款周转天数	67.6	68.3	141.0	82.0	82.0	82.0
存货周转天数	34.5	36.1	56.2	31.0	31.0	31.0
应付账款周转天数	58.7	60.7	113.3	70.0	70.0	70.0
固定资产周转天数	12.1	15.9	15.7	5.8	5.0	4.2
偿债能力						
净负债/股东权益	-14.01%	-33.98%	-34.87%	-41.77%	-42.08%	-43.73%
EBIT利息保障倍数	33.3	36.4	-37.5	-72.7	-60.0	-57.4
资产负债率	53.38%	46.34%	56.41%	46.26%	44.85%	44.16%

来源: 中泰证券研究所

■ 投资评级说明:

	评级	说明
股票评级	买入	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 15%以上
	增持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
	持有	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在-10%~+5%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数跌幅在 10%以上
行业评级	增持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在 10%以上
	中性	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数跌幅在 10%以上

备注: 评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价 (或行业指数) 相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准; 新三板市场以三板成指 (针对协议转让标的) 或三板做市指数 (针对做市转让标的) 为基准; 香港市场以摩根士丹利中国指数为基准, 美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准 (另有说明的除外)。

重要声明:

中泰证券股份有限公司 (以下简称“本公司”) 具有中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料, 反映了作者的研究观点, 力求独立、客观和公正, 结论不受任何第三方的授意或影响。但本公司及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证, 且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断, 可能会随时调整。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。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用, 不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议, 本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户, 不构成客户私人咨询建议。

市场有风险, 投资需谨慎。在任何情况下, 本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

投资者应注意, 在法律允许的情况下, 本公司及其本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易, 并可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“中泰证券股份有限公司”所有。未经事先本公司书面授权, 任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发, 需注明出处为“中泰证券研究所”, 且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。