國藥一致 (000028.SZ)

兩廣分銷龍頭，“批零一體”助力增長

中國 | 醫藥 | 公司研報

26 June 2019

投資概要

兩廣醫藥龍頭，持續推動“批零一體”

公司是中國醫藥集團、國藥控股旗下的綜合性醫藥上市公司，是中國醫藥商業行業的龍頭企業。2016年重大資產重組完成後，公司積極推動“批零一體”戰略，充分利用分銷成熟的商業平臺和零售廣闊的終端優勢網絡，聚焦醫藥商業業務，整合分銷和零售資源，把商品向零售終端延伸，實現分銷與零售的協同增效，持續深入推進兩廣分銷業務，擴大零售藥店的佈局。2018年，批零協同銷售收入5.9億元，同比增長75%。同時公司打造分銷-國大批零“會員店”新模式，發揮商業銷售中心品種、後臺對接、配送優勢，結合廣東國大零售網絡，發展兩廣會員店，全年會員店已增至86家。

完善分銷網絡，分銷業務轉型創新

公司分銷業務集中於兩廣地區，以國藥控股廣州有限公司及國藥控股廣西有限公司爲核心，在兩廣區域規模第一，全面覆蓋兩廣二三級醫療機構和零售連鎖終端，覆蓋超4000家醫療機構。隨著市場環境的變化，公司在分銷領域轉型創新，積極拓展業務的發展，明確了重點發展零售直銷、器械耗材、零售診療、基層醫療四大業務方向，通過信息化改革，提升供應鏈管理效率，降低運行成本，保證盈利處於增長態勢。2018年，零售直銷同比增長34%、器械耗材同比增長29%、零售診療同比增長49%、基層醫療同比增長17%。公司推動兩票制131個重點合作專案落地執行，廣東純銷業務收入增加9.58億元；分銷零售布點加速，全年在開藥房61家，其中2018年新增藥房23家（院內合作藥房12家，院邊藥房6家， DTP藥房5家），開店品質逐步提高，銷售收入同比增長36%。

打造“新國大”，持續推進國際化進程

國大藥房作爲我國大型的醫藥零售企業，擁有 28 家區域連鎖公司，建立了包括上海全國物流中心、23 個省市級配送中心的物流配送網絡。銷售總額自 2011 年起已連續 7 年位居全國醫藥零售企業首位。根據商務部《2017 年藥品流通行業運行統計分析報告》，國大藥房 2017 年銷售總額 110.80 億元，同比增長 7.48%，領先北京同仁堂（91.20 億元）21.49%。按 2017 年藥品零售市場 4003 億元測算，國大藥房市場份額爲 2.8%，與去年持平。2018 年 7 月，國大藥房完成對沃博聯（WBA）的引進，股權交割完成後成爲中外合資企業。沃博聯是全球大型的藥店零售企業，通過經營藥品批發和社區藥店，提供醫療保健服務，同時其擁有先進的連鎖藥店管理經驗以及 DTP 藥房運營經驗。

首次覆蓋給予“買入”評級，目標價 50.29 人民幣

我們採用分部加總估值法，並參考行業估值水平，給予2019/2020/2021年16.13/14.11/12.50倍PE，對應50.29人民幣的目標價，較現價（41.56RMB as of June 24, 2019）有+21.0%的升幅，首次覆蓋，給予“買入”評級。

買入 (首次覆蓋)

現價 RMB 41.56
(現價截至 6 月 24 日)
目標價 RMB 50.29 (+21.0%)

公司資料

普通股股東 (百萬股) :	428
市值 (人民幣百萬元) :	17,793
52 周最高價/最低價 (人民幣) :	52.70/37.79

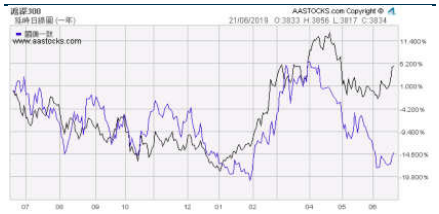
主要股東， %

國藥控股股份有限公司	56.06
香港中央結算有限公司	3.39

股價表現， %

	1 個月	3 個月	1 年
國藥一致	-6.42	-16.88	-15.39
滬深 300	6.88	2.63	7.89

股價 & 滬深 300



Source: Phillip Securities (HK) Research, aastocks

財務資料

RMB mn	FY 17	FY 18	FY 19E	FY 20E	FY 21E
Revenue	41,263	43,122	45,989	49,718	53,366
Net Profit for owners	1,058	1,211	1,335	1,526	1,722
EPS, RMB	2.47	2.83	3.12	3.56	4.02
PER, x	16.82	14.70	13.33	11.66	10.33
BVPS, RMB	21.95	27.14	29.84	32.92	36.41
P/BV, x	1.89	1.53	1.39	1.26	1.14
ROE, %	11.26%	10.42%	10.45%	10.83%	11.05%

Source: Company reports, Phillip Securities Est.

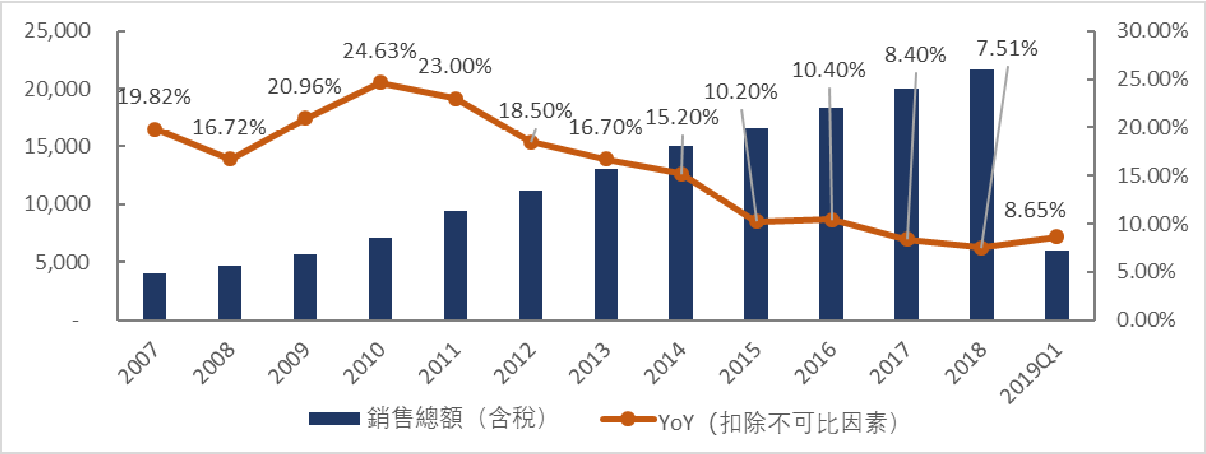
研究分析員
段煉 (2277 6515)
leonduan@phillip.com.hk

行業分析

藥品流通市場規模穩定增長

據商務部藥品流通統計系統資料顯示，2019 年 1 季度全國七大類醫藥商品銷售總額 5,966 億元（含稅），扣除不可比因素，同比增長 8.65%，增速較同期上升 0.72 個百分點，其中藥品零售市場 1,193 億元，同比增長 9.70%，增速上升 0.6 個百分點。其中，藥品流通直報企業（1071 家）主營業務收入爲 4,268 億元（不含稅），扣除不可比因素，同比增長 9.63%，增速上升 0.93 個百分點；實現利潤 73 億元，扣除不可比因素，同比增長 8.84%，增速上升 5.62 個百分點；平均毛利率約爲 8.45%，同比上升 1.07 個百分點；平均費用率爲 6.88%，同比上升 0.71 個百分點；平均利潤率爲 1.71%左右，與去年基本持平。2018 年 1-4 季度全國七大類醫藥商品銷售總額 21,688 億元（含稅），扣除不可比因素，同比增長 7.51%，增速較同期下降 1.03 個百分點，其中藥品零售市場 4,338 億元，同比增長 8.88%，增速下降 0.07 個百分點。總體來看，藥品流通市場規模保持穩定增長，從 2007 年至 2018 年，市場規模年復合增長率達 16.54%，近年來雖然增幅略有下降，但總體增長態勢仍保持穩定。

圖-1：藥品流通市場整體規模（億人民幣）及增速

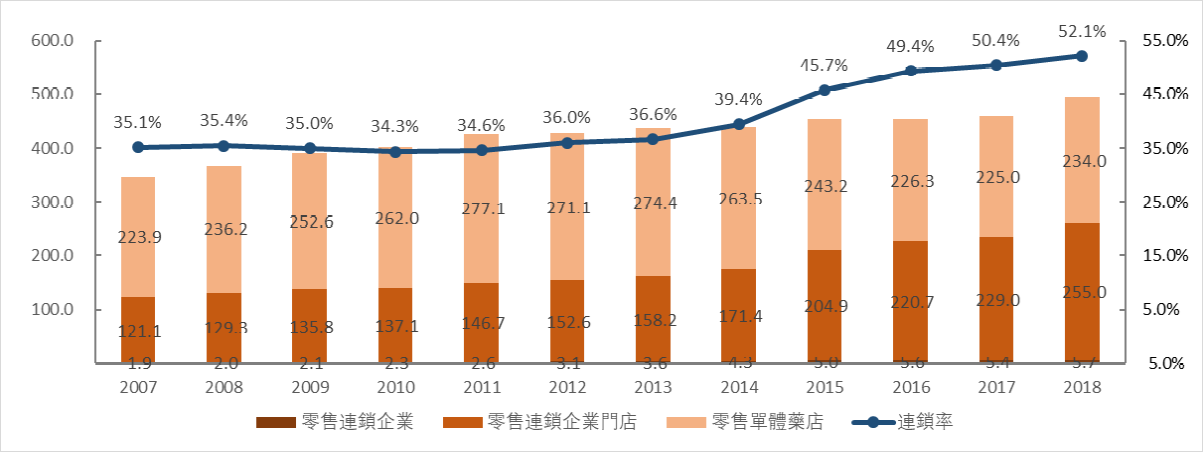


Source: Phillip Securities (HK) Research, 商務部《藥品流通行業運行統計分析報告》，藥品流通行業統計系統;

行業集中度存較大提升空間

根據《全國藥品流通行業發展規劃（2016—2020 年）》總體目標，到 2020 年，藥品流通行業將培育形成一批網路覆蓋全國、集約化和資訊化程度較高的大型藥品流通企業：藥品批發百強企業年銷售額將占藥品批發市場總額 90%以上，藥品零售百強企業年銷售額將占藥品零售市場總額 40%以上，藥品零售連鎖率將達 50%以上。該發展規劃同時鼓勵實行批零一體化、連鎖化經營，發展多業態混合經營。目前來看，藥品零售連鎖率的目標已經提前完成，根據 CFDA 發佈的《食品藥品監管統計年報》顯示，截至 2018 年 11 月底，全國共有藥品零售連鎖企業 5671 家，相比去年增加 262 家；零售連鎖企業門店 25.5 萬家，相比去年增加 2.6 萬家；零售藥店 23.4 萬家，相比去年增加 0.9 萬家；藥店零售連鎖率 52.1%，相比去年增加 1.7%。我們預計，在醫藥流通領域管理趨嚴，規模化效應逐漸凸顯，行業規範性提高的情況下，藥店零售連鎖率仍將保持上升趨勢。

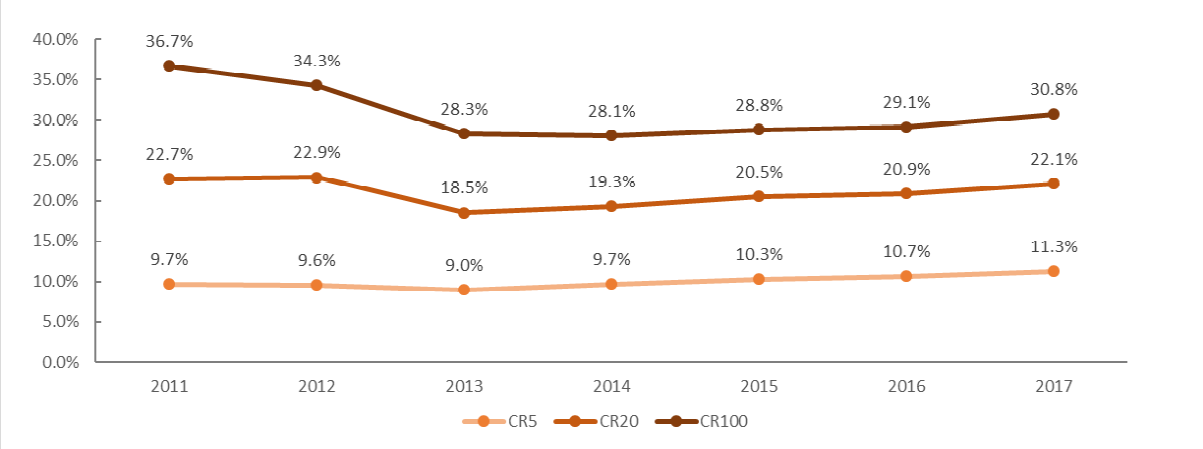
圖-2：零售藥店數量變化（千家）及連鎖率



Source: Phillip Securities (HK) Research, CFDA 2007-2018 Annual Reports on Food and Drug Administration Statistics;

根據國家商務部市場秩序司發佈的《2017 年藥品流通行業運行統計分析報告》顯示，零售藥店行業仍然較分散，2017 年銷售額前 100 位的藥品零售企業擁有零售門店總數 58355 家，占全國零售藥店門店總數的 12.9%；銷售總額 1,232 億元，占零售市場總額僅 30.75%，同比增長 15.04%，首次突破 30%。行業龍頭國藥控股國大藥房 2017 年銷售額 110.8 億元，按 2017 年藥品零售市場 4,003 億元測算，行業龍頭市占率僅有 2.8%。結合藥店連鎖率來看，自 2015 年開始，零售藥店連鎖率迅速提升，2017 年首次突破 50%。我們認爲，連鎖藥店擁有規模效應及管理優勢，特別是在採購成本、費用控制、人員管理、整體規劃及城市覆蓋率等方面優於單體藥店。相較於美國零售藥店市場的連鎖率，CVS、Walgreens、Rite Aid 三家連鎖藥店巨頭佔據了美國 75%以上的市場份額，而 2017 年中國醫藥零售行業 CR5 只有 11.3%，龍頭企業規模還相對較小，我們預計未來中國零售藥店連鎖率和集中度都存有較大提升空間。

圖-3：2011-2017 年中國醫藥零售集中度變化



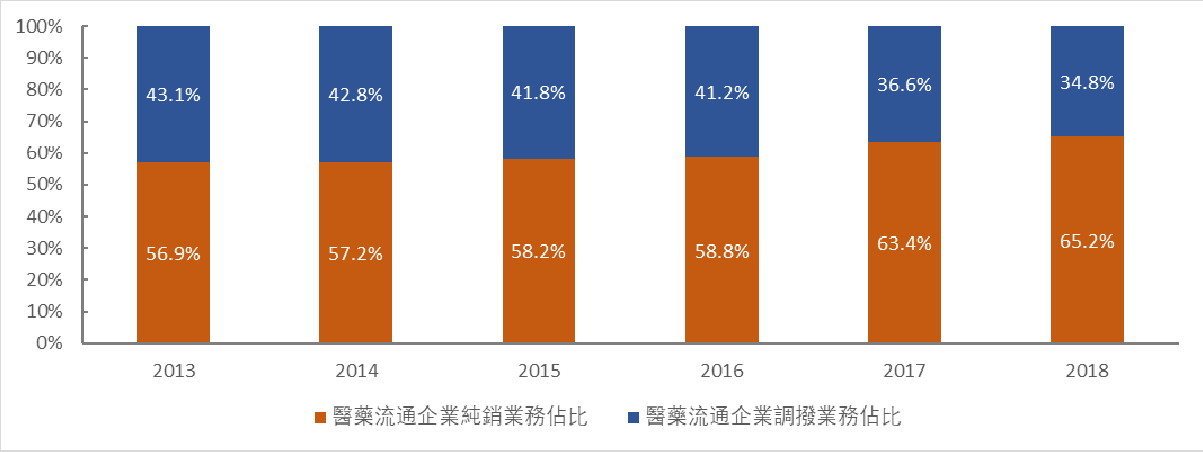
Source: Phillip Securities (HK) Research, 商務部《药品流通行业运行统计分析报告》;

兩票製改革促進行業整合

醫藥流通領域“兩票制”是指藥品生產企業直接開票到流通企業，流通企業再開票（發貨）到醫院，一共開兩次發票。在“兩票制”的影響下，純銷和調撥業務出現兩極分化，純銷業務由於符合“兩票製”醫改政策方向得以快速增長，而調撥業務，即以中間商的形式將庫存藥品分撥給下級分銷商，所佔比例則急速下

降，導致行業銷售增速進一步下滑。此外，由於“兩票制”爲企業帶來更大的資金周轉壓力，醫藥商業領域的並購整合將成爲新的發展趨勢。我們認爲，隨著國家醫改政策的實施及資本的推動，未來藥品流通行業集中度及連鎖率將進一步提高。

圖-4：2013-2018 年中國醫藥流通企業純銷與調撥業務佔比



Source: Phillip Securities (HK) Research, 前瞻產業研究院;

公司分析

公司介紹

公司是中國醫藥集團、國藥控股旗下的綜合性醫藥上市公司（A 股：000028.SZ，B 股：200028.SZ），擁有全國跨區域醫藥零售連鎖品牌“國大藥房”，在全國 19 個省、自治區、直轄市建立了 29 家區域連鎖公司，覆蓋近 70 個大中城市，擁有超 4000 家零售藥店。2019 年第一季度實現營業收入 118.79 億元，同比增 15.82%；實現歸母淨利潤 3.00 億元，同比增長 2.53%；實現扣非歸母淨利潤 2.97 億元，同比增長 4.36%。2018 年實現收入 431.22 億元，同比增長 4.51%；實現歸母淨利潤 12.11 億元，同比增長 14.46%。

2016 年公司定位爲中國醫藥集團屬下的全國醫藥零售整合平臺，完成了與國大藥房的整合重組，實現了“全國零售+兩廣分銷+工業投資”的戰略轉型與升級。公司分銷立足打造“中國南區領先的藥品分銷及供應鏈服務提供者”，依託深度覆蓋南區的分銷及配送網絡，爲國內外藥品、醫療器械、耗材及其他醫療保健產品的製造商和供應商，及下游的醫院、其他分銷商、零售藥店、基層醫療機構等客戶提供全面的分銷、物流和其他增值服務。同時，轉型升級爲行業領先的醫藥供應鏈解決方案提供商，在醫藥、醫療等健康相關產業中融合供應鏈及互聯網實現創新，目前，已在廣東廣西主要城市以直營方式管理專業處方連鎖藥店網絡，向終端消費者銷售新藥特藥、慢病用藥及大健康產品。同時，國大藥房積極開展糖尿病、高血壓等慢病管理服務，主動對接“互聯網+”浪潮，啓動健康服務 APP 與線上健康社區建設，7 年來穩居中國醫藥零售行業首位。

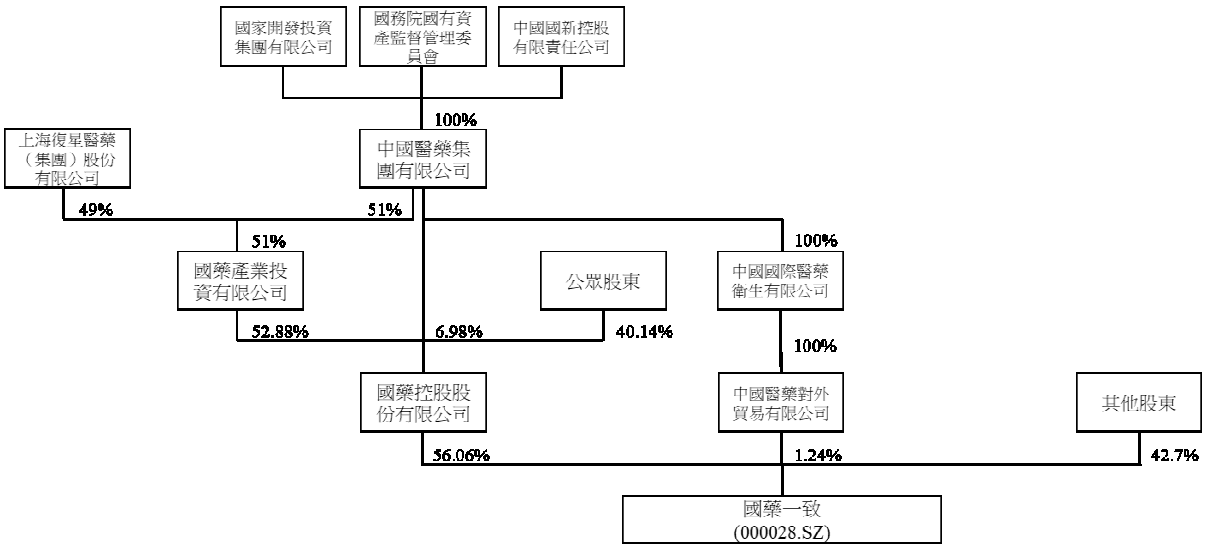
表-1：公司發展里程碑

時間	里程碑事件
1985 年	公司前身深圳市醫藥生產供應總公司成立
2000 年	公司資產重組後置換上市，更名爲深圳一致藥業股份有限公司
2004 年	國藥控股入主，擁有 43.33%股權，成爲公司第一大股東
2006 年	公司收購國藥控股廣州有限公司 90%股權，形成以國藥控股廣州有限公司爲核心企業的南

	區分銷網絡佈局
2007 年	廣東一致藥店有限公司成立，形成跨區域零售連鎖一體化運作體系
2008 年	國藥控股佛山有限公司成立
	公司榮獲改革開放三十年廣東省醫藥行業創新企業獎及廣東省醫藥行業突出貢獻企業獎
2009 年	投資 1 億元收購蘇州萬慶藥業有限公司 75%股權
	投資 1.4 億興建的廣州物流中心正式啓用，並成爲華南地區首家獲批第三方醫藥物流資質的企業
	國藥控股南寧有限公司股權收購完成
2010 年	公司榮獲“中國製藥工業百強”稱號
	公司在北京產權交易所成功摘牌並與中國醫藥集團總公司簽署股權轉讓協議，正式收購國藥控股深圳中藥有限公司 52.61%股權。深圳中藥成爲公司全資子公司
2012 年	公司“一致”商標被認定爲廣東省著名商標
	投資 1.55 億元建設的廣西首家現代醫藥物流中心——國藥控股廣西有限公司現代醫藥物流中心正式啓用
	國藥控股廣州有限公司獲得《互聯網藥品交易服務資格證書》，開展新的業務模式，進軍醫藥電子商務領域
	國藥控股韶關有限公司設立，進一步完善分銷粵北地區的戰略佈局，強化了兩廣分銷網路的優勢地位
2013 年	國藥控股廣州有限公司大藥房正式營業，爲國藥一致分銷業務在廣東區域開設的首家專業處方零售藥房
2016 年	公司重大資產重組項目獲得證監會無條件審核通過，國大藥房整體注入
2017 年	國藥控股廣州有限公司商業銷售中心正式成立，深度拓展華南區連鎖終端網絡業務
	國藥控股廣州醫療供應鏈服務有限公司正式開業，爲醫療機構提供醫學檢驗產品集約化集成服務
	公司引入海外醫藥零售巨頭沃博聯
2018 年	公司與沃博聯合資成立國藥控股國大藥房有限公司，開啓“新國大”戰略

Source: Phillip Securities (HK) Research, Company Report

圖-5：公司股權架構（截止 2018 年報）



Source: Phillip Securities (HK) Research, Company Report

業務分析

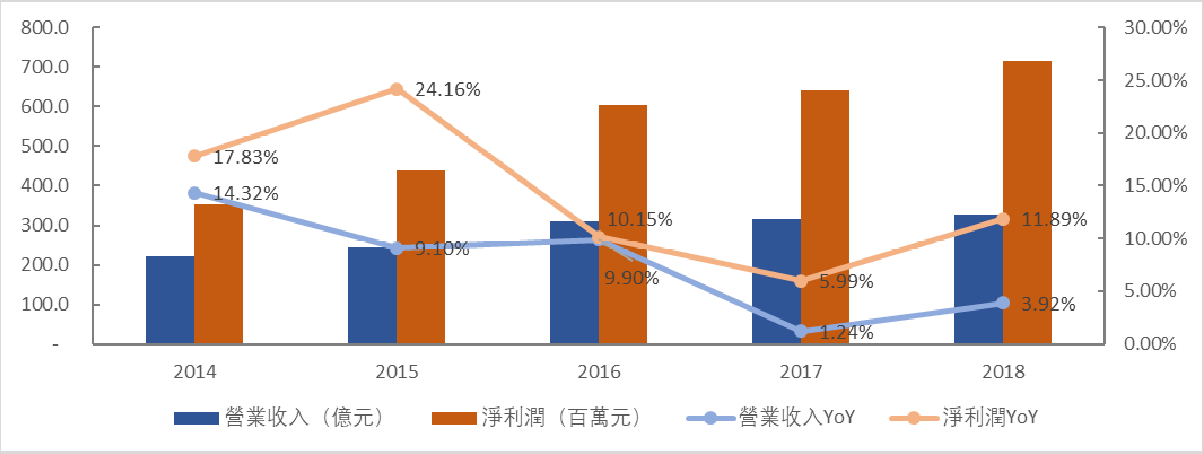
公司是中國醫藥集團、國藥控股旗下的綜合性醫藥上市公司。重組後公司所有業務均爲醫藥商業業務，包括醫藥分銷業務和醫藥零售業務。公司業務主要分爲以下兩個板塊：

1、 分銷業務

公司醫藥分銷業務主要立足於兩廣，公司於 2013 年完成兩廣網絡建設，業務延伸到縣級區域，並於 2014 年加快三級公司整合，於 2015 年實現了全網運營，2018 年網絡進一步拓展，主要發展方向爲零售終端，其中：二三級醫療機構達 982 家，基層醫療客戶 4996 家，零售終端客戶（連鎖藥店、單店）1947 家。公司醫藥分銷業務實現了兩廣區域規模第一，兩廣區域細分市場領先，器械、電子商務等業務在行業內相對領先。

2018 年，公司分銷業務實現營業收入 327.57 億元，同比增長 3.92%，實現淨利潤 7.16 億元，同比增長 11.89%。公司自 2014 至 2018 年，分銷業務保持穩定增長，營業收入年復合增長率達 10.1%，淨利潤年復合增長率達 19.26%。

圖-6：分銷業務營業收入及淨利潤



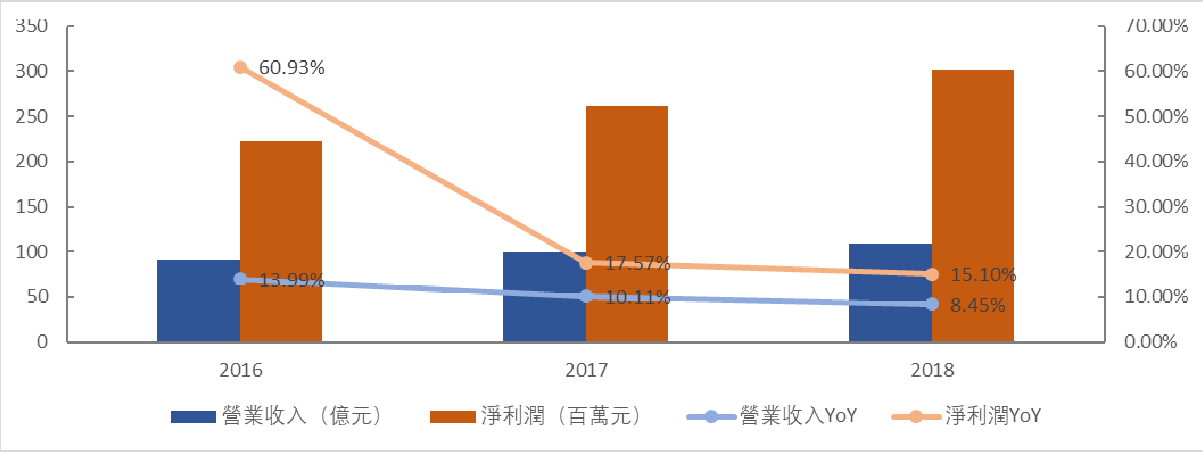
Source: Phillip Securities (HK) Research, Company Report

2、 零售業務

公司屬下國大藥房是 2016 年通過實施重大資產重組置入資產，爲全國銷售規模排名第一的醫藥零售企業，也是國內少數擁有全國性直營藥品零售網絡的企業之一。截至 2018 年末，國大藥房擁有門店 4275 家，同比 2017 年度淨增門店 441 家。其中，院邊店 361 家，新增 58 家；全國慢病門店 1213 家，新增 302 家；直營醫保店 2670 家；共覆蓋全國 19 個省、自治區、直轄市，進入近 70 個大中城市，形成覆蓋華東、華北、華南沿海城市群的藥店網絡，並逐步擴散進入西北、中原和內陸城市群，規模超過 100 億，保持銷售規模行業第一。

2018 年，國大藥房實現營業收入 108.78 億元，同比增長 8.45%，實現淨利潤 3.02 億元，同比增長 15.10%。國大藥房零售業務自 2016 年開始，營業收入年復合增長率爲 9.28%，淨利潤年復合增長率爲 16.37%，均保持較穩定的增長。

圖-7：國大藥房零售業務營業收入及淨利潤



Source: Phillip Securities (HK) Research, Company Report

公司亮點

兩廣醫藥龍頭，持續推動"批零一體"

公司是中國醫藥集團、國藥控股旗下的綜合性醫藥上市公司，是中國醫藥商業行業的龍頭企業。2016 年重大資產重組完成後，公司積極推動"批零一體"戰略，充分利用分銷成熟的商業平臺和零售廣闊的終端優勢網絡，聚焦醫藥商業業務，整合分銷和零售資源，把商品向零售終端延伸，實現分銷與零售的協同增效，持續深入推進兩廣分銷業務，擴大零售藥店的佈局。

儘管近兩年受"兩票制"、GPO、品種降價和重組後經營整合等因素的影響，公司批零協同效果已初見成效，2018 年，批零協同銷售收入 5.9 億元，同比增長 75%。同時公司打造分銷-國大批零"會員店"新模式，發揮商業銷售中心品種、後臺對接、配送優勢，結合廣東國大零售網絡，發展兩廣會員店，全年會員店已增至 86 家。我們認爲，公司持續推動批零一體化，整合分銷與零售戰略品種，進行品類規劃和資源分享，有利於公司搭建更完善的運作體系，發揮批發零售協同效應，提升公司綜合競爭力。

圖-8：2014-2019Q1 公司營業收入及增速

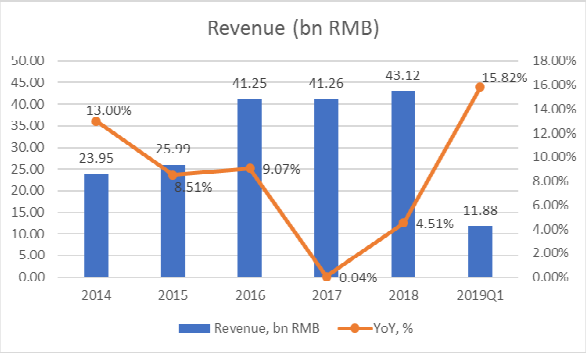
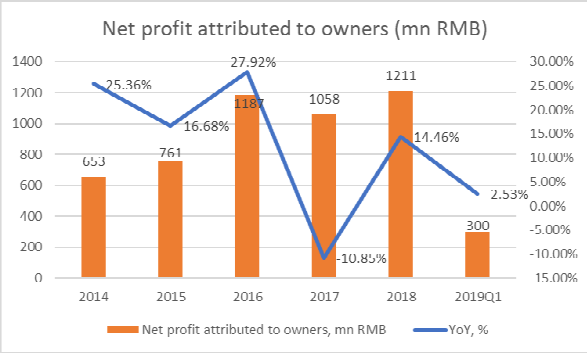


圖-9：2014-2019Q1 歸母淨利潤及增速



Source: Phillip Securities (HK) Research, Company Report

完善分銷網絡，分銷業務轉型創新

公司分銷業務集中於兩廣地區，以國藥控股廣州有限公司及國藥控股廣西有限公司爲核心，在兩廣區域規模第一，全面覆蓋兩廣二三級醫療機構和零售連鎖

終端，覆蓋超 4000 家醫療機構。2018 年，公司通過投資併購和新設，成立了國控廣西賀州有限公司、國控廣西欽州有限公司、國控廣西河池有限公司、國藥控股國潤醫療供應鏈服務（廣西）有限公司和國藥控股百醫大藥房廣西有限公司 5 家新公司，兩廣分銷業務佈局進一步加強。

受廣東地區醫改制度如“兩票制”、GPO 和二次議價等政策的影響，整個醫藥行業增速放緩，公司分銷業務受到相應影響。但隨著市場環境的變化，公司在分銷領域轉型創新，積極拓展業務的發展，明確了重點發展零售直銷、器械耗材、零售診療、基層醫療四大業務方向，通過信息化改革，提升供應鏈管理效率，降低運行成本，保證盈利處於增長態勢。2018 年，零售直銷同比增長 34%、器械耗材同比增長 29%、零售診療同比增長 49%、基層醫療同比增長 17%。公司推動兩票制 131 個重點合作專案落地執行，廣東純銷業務收入增加 9.58 億元；分銷零售布點加速，全年在開藥房 61 家，其中 2018 年新增藥房 23 家（院內合作藥房 12 家，院邊藥房 6 家， DTP 藥房 5 家），開店品質逐步提高，銷售收入同比增長 36%。我們預計隨著分銷業務的轉型創新，公司分銷業務將持續穩步增長。

打造“新國大”，持續推進國際化進程

國大藥房作爲我國大型的醫藥零售企業，擁有 28 家區域連鎖公司，建立了包括上海全國物流中心、23 個省市級配送中心的物流配送網絡。銷售總額自 2011 年起已連續 7 年位居全國醫藥零售企業首位。根據商務部《2017 年藥品流通行業運行統計分析報告》，國大藥房 2017 年銷售總額 110.80 億元，同比增長 7.48%，領先北京同仁堂（91.20 億元）21.49%。按 2017 年藥品零售市場 4003 億元測算，國大藥房市場份額爲 2.8%，與去年持平。

表-2：2017 年中國醫藥零售十強

排名	公司名稱	銷售總額（億元）
1	國藥控股國大藥房有限公司 Guoda Drugstore	110.80
2	中國北京同仁堂（集團）有限責任公司 Beijing Tongrentang Group Co., Ltd.	91.20
3	雲南鴻翔一心堂藥業（集團）股份有限公司 Yunnan Hongxiang Yixintang Pharmaceutical Co., Ltd.	85.09
4	老百姓大藥房連鎖股份有限公司 Lbx Pharmacy Chain Joint Stock Company	83.33
5	大參林醫藥集團股份有限公司 DaShenLin Pharmaceutical Group Co., Ltd.	83.08
6	重慶桐君閣大藥房連鎖有限責任公司 Chongqing Tongjunge Pharmacy Franchises Co., Ltd.	72.50
7	益豐大藥房連鎖股份有限公司 Yifeng Pharmacy Chain Co., Ltd.	56.01
8	上海華氏大藥房有限公司 Shanghai Huashi Pharmacy Co., Ltd.	41.66
9	湖北同濟堂藥房有限公司 Ready Medicine Co., Ltd.	38.21
10	遼寧成大方圓醫藥連鎖有限公司 Liaoning Chengda Fangyuan Pharmacy Chains Co., Ltd.	36.26

Source: Phillip Securities (HK) Research, Ministry of Commerce

國大藥房在全國 19 個省市自治區近 70 餘個城市開展零售業務的基礎上，以“自開+並購”模式擴大零售規模優勢；同時完成投資新設福建國大醫藥有限公司、上海國大瑞景藥房有限公司、國藥控股國大藥房鄭州連鎖有限公司和內蒙古國大藥房醫藥有限公司 4 家公司，以及收購山西中澳醫藥有限公司 100%股權、收購內蒙古同仁大藥房連鎖有限責任公司相關零售業務及資產、收購太原市同心利國大藥房有限公司 100%股權。2018 年國大藥房門店總數達到 4275 家，同比淨增 441 家；其中直營門店 3202 家，銷售收入 100.2 億元，同比增長 9.87%；加盟店 1073 家，配送收入 11.83 億元，同比增長 6.25%。

圖-10：國大藥房藥店結構

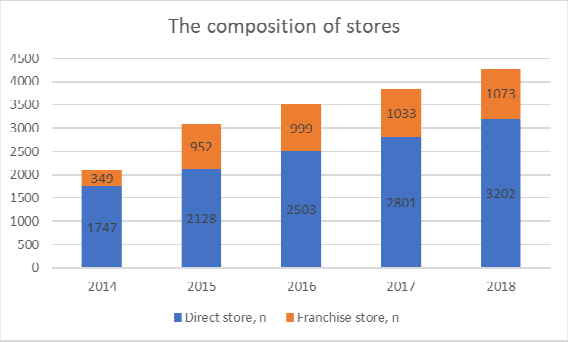
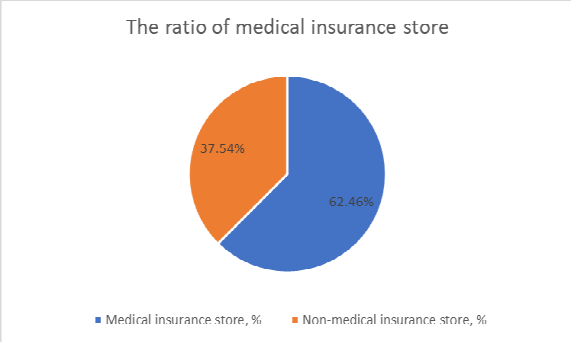


圖-11：國大藥房直營醫保店佔比（2018 年末）



Source: Phillip Securities (HK) Research, Company Report

2018 年 7 月，國大藥房完成對沃博聯（WBA）的引進，股權交割完成後成爲中外合資企業。沃博聯是全球大型的藥店零售企業，通過經營藥品批發和社區藥店，提供醫療保健服務，同時其擁有先進的連鎖藥店管理經驗以及 DTP 藥房運營經驗。2018 年沃博聯實現營收 1315 亿美元，歸母淨利潤 50.24 亿美元。我們認爲，公司通過與沃博聯的合作，引入國際先進的管理理念、信息技術、產品供應鏈管理等，可全面提升國大藥房的經營效率、藥學服務能力等，能夠促進公司毛利率的提升，從而提升公司盈利能力，更能夠加速推進公司國際化進程，以引領中國醫藥零售行業發展。

財務預測及估值

財務表現

公司 2018 年毛利爲 50.98 億元，同比增長 14.73%；毛利率爲 11.82%，同比增加 1.05%；歸母淨利潤爲 12.11 億元，同比增長 14.46%；歸母淨利率爲 2.81%，同比增加 0.25%。我們相信，隨著國大藥房完成對沃博聯的引入，門店擴張及經營效率逐步改善，2019 年將有更多利潤得到釋放。

表-3：過去三年財務表現

單位：百萬元		醫藥批發		醫藥零售		物流及倉儲服務		租賃及其他		醫藥製造		合計	
		金額	YoY	金額	YoY	金額	YoY	金額	YoY	金額	YoY	金額	YoY
2018	營業收入	31,866.75	2.72%	10,873.16	9.91%	26.11	-11.70%	356.36	12.06%	0.00	0.00%	43,122.39	4.51%
	營業成本	29,606.07	0.99%	8,368.91	12.23%	13.03	17.71%	36.10	-0.73%	0.00	0.00%	38,024.11	3.27%
	毛利	2,260.68	32.36%	2,504.26	2.81%	13.08	-29.28%	320.26	13.71%	0.00	0.00%	5,098.28	14.73%
	毛利率	7.09%		23.03%		50.11%		89.87%			0.00%	11.82%	
	歸母淨利潤											1,210.74	14.46%
	歸母淨利率											2.81%	
2017	營業收入	31,022.97	0.13%	9,892.84	12.92%	29.57	43.88%	318.02	2.57%	0.00	-100.00%	41,263.39	0.04%
	營業成本	29,315.03	-0.02%	7,457.09	12.90%	11.07	-16.62%	36.37	12.37%	0.00	-100.00%	36,819.55	0.47%
	毛利	1,707.94	2.73%	2,435.74	12.97%	18.50	154.18%	281.65	1.43%	0.00	-100.00%	4,443.84	-3.40%
	毛利率	5.51%		24.62%		62.58%		88.56%			0.00%	10.77%	
	歸母淨利潤											1,057.79	-10.85%
	歸母淨利率											2.56%	
2016	營業收入	30,982.39	8.89%	8,761.10	18.68%	20.55	16.25%	310.05	-8.48%	1,174.24	-27.89%	41,248.34	9.07%
	營業成本	29,319.92	8.99%	6,605.05	19.89%	13.27	2.21%	32.36	-44.01%	677.55	-28.77%	36,648.16	9.62%
	毛利	1,662.47	7.23%	2,156.05	15.10%	7.28	55.05%	277.69	-1.17%	496.69	-26.66%	4,600.18	4.87%
	毛利率	5.37%		24.61%		35.42%		89.56%		42.30%		11.15%	
	歸母淨利潤											1,186.54	27.91%
	歸母淨利率											2.88%	

Source: Phillip Securities (HK) Research, Company Report

盈利預測

我們預測公司 2019/2020/2021 年營業收入分別爲 459.89/497.18/533.66 億元，同比增長 6.65%/8.11%/7.34%；股東應佔淨利爲 13.35/15.26/17.22 億元，同比增長 10.24%/14.32%/12.83%；對應 EPS 分別爲 3.12/3.56/4.02 元。公司持續推動批零一體化，整合分銷與零售戰略品種，發揮批發零售協同效應，同時進一步提升分銷業務的轉型創新，打造新國大藥房，我們對公司未來的發展持樂觀態度。

表-4：公司盈利預測

RMB in million	2016A	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
Revenue	41,248.34	41,263.39	43,122.39	45,989.45	49,718.17	53,366.27
YoY%	9.07%	0.04%	4.51%	6.65%	8.11%	7.34%
GP	4,600.18	4,443.84	5,098.28	5,894.83	6,739.18	7,603.86
YoY%	4.87%	-3.40%	14.73%	15.62%	14.32%	12.83%
GPM	11.15%	10.77%	11.82%	12.82%	13.55%	14.25%
PBT	1,600.15	1,466.03	1,678.93	1,922.43	2,197.79	2,479.78
NP	1,281.78	1,156.74	1,348.43	1,532.47	1,751.98	1,976.77
YoY%	24.45%	-9.75%	16.57%	13.65%	14.32%	12.83%
NPM	3.11%	2.80%	3.13%	3.33%	3.52%	3.70%
NP attributable to shareholders	1,186.54	1,057.79	1,210.74	1,334.72	1,525.90	1,721.68
EPS (Basic, RMB)	2.80	2.47	2.83	3.12	3.56	4.02

Source: Phillip Securities (HK) Research, Company Report

估值

我們採用分部加總估值法，給予 FY19/FY20/FY21 16.13/14.11/12.50 倍 PE，對應 50.29 人民幣的目標價，較現價（41.56RMB as of June 24, 2019）有+21.0%的升幅，首次覆蓋，給予“買入”評級。

表-6：公司同業比較

Ticker	Name	Closing Price RMB	Market Cap RMB bn	PE (TTM)	PE (2019E)	PE (2020E)
000028.SZ	國藥一致	41.47	17.75	14.57	13.05	11.49
Retail Peers						
603939.SH	益豐藥房	63.40	23.89	51.64	42.10	31.73
603233.SH	大參林	41.98	21.83	38.39	33.80	27.84
603883.SH	老百姓	56.20	16.10	34.71	30.07	24.62
002727.SZ	一心堂	27.39	15.55	27.52	23.61	19.14
600085.SH	同仁堂	28.67	39.32	33.71	32.49	29.59
Average				**37.19**	**32.41**	**26.58**
Distribution Peers						
600511.SH	國藥股份	22.61	17.28	12.04	11.60	10.26
603368.SH	柳藥股份	33.43	8.66	15.05	12.78	10.29
600713.SH	南京醫藥	4.57	4.76	17.51	15.06	12.96
002462.SZ	嘉事堂	15.27	3.83	11.30	9.43	7.74
Average				**13.98**	**12.22**	**10.31**

Source: Phillip Securities (HK) Research, Wind, Prices are as of June 21, 2019.

風險提示

1. 行業政策性風險
2. 國大藥房經營不及預期
3. 分銷業務轉型不及預期

財務報告

FYE	FY17	FY18	FY19E	FY20E	FY21E
Valuation Ratios					
P/E	16.82	14.70	13.33	11.66	10.33
P/B	1.89	1.53	1.39	1.26	1.14
Dividend Yield (%)	0.72%	0.96%	1.01%	1.15%	1.30%
Per share data (RMB)					
EPS	2.47	2.83	3.12	3.56	4.02
DPS	0.30	0.40	0.42	0.48	0.54
BVPS	21.95	27.14	29.84	32.92	36.41
Growth & Margins (%)					
Growth					
Revenue	0.04%	4.51%	6.65%	8.11%	7.34%
Operating profit	-5.99%	14.15%	13.77%	14.32%	12.83%
Net Profit	-9.75%	16.57%	13.65%	14.32%	12.83%
Margins					
Gross margin	10.77%	11.82%	12.82%	13.55%	14.25%
Operating profit margin	3.55%	3.87%	4.13%	4.37%	4.59%
Net Profit Margin	2.80%	3.13%	3.33%	3.52%	3.70%
Key Ratios					
ROA	5.18%	4.66%	5.09%	5.58%	6.01%
ROE	11.26%	10.42%	10.45%	10.83%	11.05%
Income statement (RMB mn)					
Revenue	41,263.39	43,122.39	45,989.45	49,718.17	53,366.27
Gross Profit	4,443.84	5,098.28	5,894.83	6,739.18	7,603.86
EBT	1,466.03	1,678.93	1,922.43	2,197.79	2,479.78
Net profit	1,156.74	1,348.43	1,532.47	1,751.98	1,976.77
Minority Interest	98.95	137.69	197.76	226.08	255.09
Net profit for owners	1,057.79	1,210.74	1,334.72	1,525.90	1,721.68

Source: Company, Phillip Securities (HK) Research Estimates
(財務資料截至 6 月 24 日)

PHILLIP RESEARCH STOCK SELECTION SYSTEMS

Total Return	Recommendation	Rating	Remarks
>+20%	Buy	1	>20% upside from the current price
+5% to +20%	Accumulate	2	+5% to +20%upside from the current price
-5% to +5%	Neutral	3	Trade within ± 5% from the current price
-5% to -20%	Reduce	4	-5% to -20% downside from the current price
<-20%	Sell	5	>20%downside from the current price

We do not base our recommendations entirely on the above quantitative return bands. We consider qualitative factors like (but not limited to) a stock's risk reward profile, market sentiment, recent rate of share price appreciation, presence or absence of stock price catalysts, and speculative undertones surrounding the stock, before making our final recommendation

GENERAL DISCLAIMER

This publication is prepared by Phillip Securities (Hong Kong) Ltd ("Phillip Securities"). By receiving or reading this publication, you agree to be bound by the terms and limitations set out below.

This publication shall not be reproduced in whole or in part, distributed or published by you for any purpose. Phillip Securities shall not be liable for any direct or consequential loss arising from any use of material contained in this publication.

The information contained in this publication has been obtained from public sources which Phillip Securities has no reason to believe are unreliable and any analysis, forecasts, projections, expectations and opinions (collectively the "Research") contained in this publication are based on such information and are expressions of belief only. Phillip Securities has not verified this information and no representation or warranty, express or implied, is made that such information or Research is accurate, complete or verified or should be relied upon as such. Any such information or Research contained in this publication is subject to change, and Phillip Securities shall not have any responsibility to maintain the information or Research made available or to supply any corrections, updates or releases in connection therewith. In no event will Phillip Securities be liable for any special, indirect, incidental or consequential damages which may be incurred from the use of the information or Research made available, even if it has been advised of the possibility of such damages.

Any opinions, forecasts, assumptions, estimates, valuations and prices contained in this material are as of the date indicated and are subject to change at any time without prior notice.

This material is intended for general circulation only and does not take into account the specific investment objectives, financial situation or particular needs of any particular person. The products mentioned in this material may not be suitable for all investors and a person receiving or reading this material should seek advice from a financial adviser regarding the suitability of such products, taking into account the specific investment objectives, financial situation or particular needs of that person, before making a commitment to invest in any of such products.
This publication should not be relied upon as authoritative without further being subject to the recipient's own independent verification and exercise of judgment. The fact that this publication has been made available constitutes neither a recommendation to enter into a particular transaction nor a representation that any product described in this material is suitable or appropriate for the recipient. Recipients should be aware that many of the products which may be described in this publication involve significant risks and may not be suitable for all investors, and that any decision to enter into transactions involving such products should not be made unless all such risks are understood and an independent determination has been made that such transactions would be appropriate. Any discussion of the risks contained herein with respect to any product should not be considered to be a disclosure of all risks or a complete discussion of such risks.

Nothing in this report shall be construed to be an offer or solicitation for the purchase or sale of a security. Any decision to purchase securities mentioned in this research should take into account existing public information, including any registered prospectus in respect of such security.

Disclosure of Interest

Analyst Disclosure: Neither the analyst(s) preparing this report nor his associate has any financial interest in or serves as an officer of the listed corporation covered in this report.
Firm's Disclosure: Phillip Securities does not have any investment banking relationship with the listed corporation covered in this report nor any financial interest of 1% or more of the market capitalization in the listed corporation. In addition, no executive staff of Phillip Securities serves as an officer of the listed corporation.

Availability

The information, tools and material presented herein are not directed, intended for distribution to or use by, any person or entity in any jurisdiction or country where such distribution, publication, availability or use would be contrary to the applicable law or regulation or which would subject Phillip Securities to any registration or licensing or other requirement, or penalty for contravention of such requirements within such jurisdiction.

Information contained herein is based on sources that Phillip Securities (Hong Kong) Limited ("PSHK") believed to be accurate. PSHK does not bear responsibility for any loss occasioned by reliance placed upon the contents hereof. PSHK (or its affiliates or employees) may have positions in relevant investment products. For details of different product's risks, please visit the Risk Disclosures Statement on http://www.phillip.com.hk.

© 2019 Phillip Securities (Hong Kong) Limited

Contact Information (Regional Member Companies)

SINGAPORE
Phillip Securities Pte Ltd
Raffles City Tower
250, North Bridge Road #06-00
Singapore 179101
Tel : (65) 6533 6001
Fax : (65) 6535 6631
Website: www.poems.com.sg

MALAYSIA
Phillip Capital Management Sdn Bhd
B-3-6 Block B Level 3 Megan Avenue II,
No. 12, Jalan Yap Kwan Seng, 50450
Kuala Lumpur
Tel (603) 21628841
Fax (603) 21665099
Website: www.poems.com.my

HONG KONG
Phillip Securities (HK) Ltd
Exchange Participant of the Stock Exchange of Hong Kong
11/F United Centre 95 Queensway
Hong Kong
Tel (852) 22776600
Fax (852) 28685307
Websites: www.phillip.com.hk

JAPAN
PhillipCapital Japan K.K.
Nagata-cho Bldg.,
8F, 2-4-3 Nagata-cho,
Chiyoda-ku, Tokyo 100-0014
Tel (81-3) 35953631
Fax (81-3) 35953630
Website:www.phillip.co.jp

INDONESIA
PT Phillip Securities Indonesia
ANZ Tower Level 23B,
Jl Jend Sudirman Kav 33A
Jakarta 10220 – Indonesia
Tel (62-21) 57900800
Fax (62-21) 57900809
Website:www.phillip.co.id

CHINA
Phillip Financial Advisory (Shanghai) Co. Ltd
No 436 Hengfeng Road,
Greentech Unit 604,
Postal code 200070
Tel (86-21) 51699400
Fax (86-21) 63532643
Website: www.phillip.com.cn

THAILAND
Phillip Securities (Thailand) Public Co. Ltd
15th Floor, Vorawat Building,
849 Silom Road, Silom, Bangrak,
Bangkok 10500 Thailand
Tel (66-2) 6351700 / 22680999
Fax (66-2) 22680921
Websitewww.phillip.co.th

FRANCE
King & Shaxson Capital Limited
3rd Floor, 35 Rue de la Bienfaisance 75008
Paris France
Tel (33-1) 45633100
Fax (33-1) 45636017
Website: www.kingandshaxson.com

UNITED KINGDOM
King & Shaxson Capital Limited
6th Floor, Candlewick House,
120 Cannon Street,
London, EC4N 6AS
Tel (44-20) 7426 5950
Fax (44-20) 7626 1757
Website: www.kingandshaxson.com

UNITED STATES
Phillip Futures Inc
141 W Jackson Blvd Ste 3050
The Chicago Board of Trade Building
Chicago, IL 60604 USA
Tel +1.312.356.9000
Fax +1.312.356.9005

AUSTRALIA
PhillipCapital Australia
Level 12, 15 William Street,
Melbourne, Victoria 3000, Australia
Tel (613) 96188238
Fax (613) 92002272
Website: www.phillipcapital.com.au