

已经腰斩！但博时、易方达、天弘还大笔坚定持仓！怎么回事？ (估值建模)

今天要做财务建模的这家公司，其前复权股价曾从低点 0.97 元一路上涨至高点 55.45 元，区间涨幅高达 56 倍。

但在 2019 年，众多医药股纷纷上涨，恒瑞上涨近 100%，中国生物制药上涨了 118%，而它的股价涨幅只有 30%左右，较其股价高位几近腰斩。



图：股价图（单位：元） 来源：wind

不过，这却不影响机构投资者坚定持有。从其机构持仓情况来看，博时基金、易方达、天弘基金等机构投资者均是其股东。它，就是**国药股份**，主营北京地区的医药流通，是全国精麻类药物分销龙头，麻药分销市占率超过 80%。据 2019 年三季报数据，其营业收入为 327.1 亿元，同比增速 **13.67%**；归母净利润为 10.71 亿元，同比增速为 **12.71%**；经营活动现金流净额为 346.24 亿元；毛利率为 8.27%，净利率为 3.81%。

乍一看，虽然毛利率、净利率都不亮眼，但是，如果从 ROIC 角度来看回报水平，它却并不

逊于一线的医药龙头，其近三年 ROIC 的平均值约为 14.6%。

举几个例子：国药控股 (7.75%)、国药一致 (8%)、上海医药 (6.8%)、华润医药 (4.9%)、九州通 (4.6%)、泰格医药 (12.8%)、乐普医疗 (9.92%)、天士力 (9.19%)。

那么，在建模过程中，几个值得我们深入思考的问题来了：

- 1) 2019 年，医药行业政策频出，例如带量采购、医保谈判等政策。那么，这些政策对医药流通行业会造成什么样的影响？
- 2) 对比中国、美国、日本的医药流通行业，竞争格局各有不同，那么，中国未来的医药流通行业该如何发展，是否能从国外经验中找到参考？
- 3) 2019 年其股价只上涨 30%左右，目前 PS 估值也只有 0.53 倍，那么，这背后的估值逻辑究竟是什么？当前的估值水平又处于什么区间？
- 4) 类似的低毛利、高周转商业模式，除了医药流通，还有哪些，这些类似商业模式的公司，估值情况到底如何？今天我们就以国药股份入手，来研究医药流通行业的特征，以及财务建模逻辑。对于医药领域，之前我们还建模过**恒瑞医药、中国生物制药、石药集团、华东医药、华兰生物、长春高新、片仔癀**等.....可购买优塾团队的“核心产品一：专业版报告库”，获取之前我们做过的部分案例建模报告，以及部分重点案例详细 EXCEL 财务建模，乃至上百家公司和数十个行业的深度研究，深入思考产业本质。

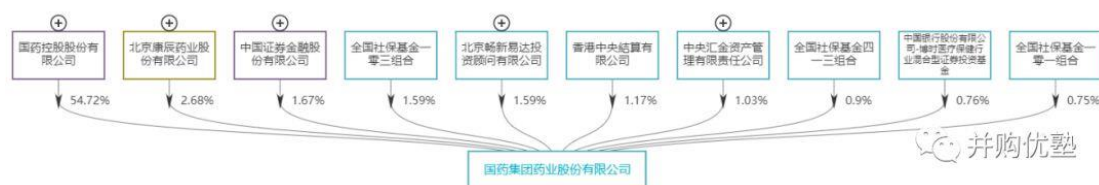
— 01 —



商业，模式



国药股份，成立于1999年，其控股股东为国药控股，持股比例为54.72%，实控人为国资委。另外，博时基金、易方达、天弘基金等机构投资者均是其股东。



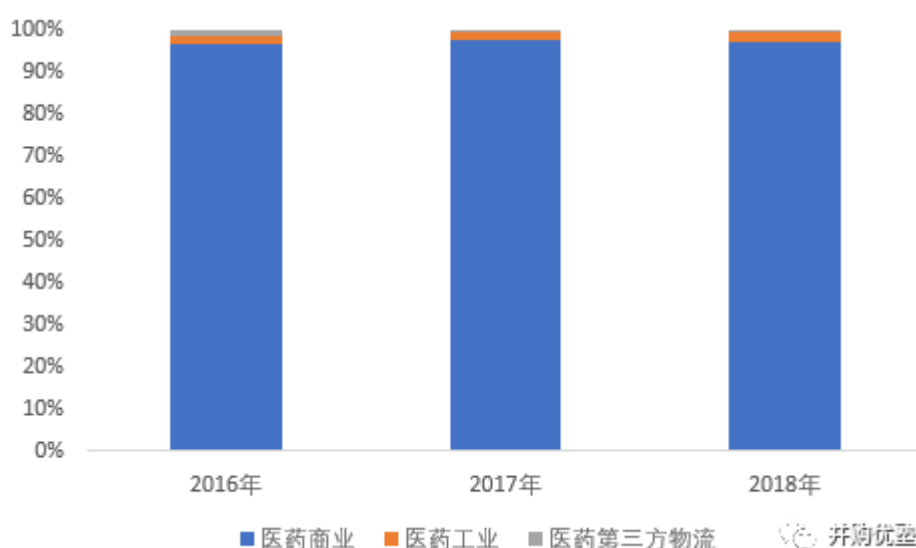
图：股权结构（单位：%） 来源：wind

序号	机构名称	机构类型	合并数量(万股)	占流通A股比例(%)	合并数量(只)	合并明细
1	中国证券金融股份有限公司	一般法人	1,260.33	4.54	1	点击浏览
2	全国社保基金103组合	社保基金	1,199.93	4.32	1	点击浏览
3	国药控股股份有限公司	一般法人	954.49	3.44	1	点击浏览
4	香港中央结算有限公司	陆股通	885.66	3.19	1	点击浏览
5	中央汇金资产管理有限责任公司	一般法人	775.62	2.79	1	点击浏览
6	全国社保基金413组合	社保基金	681.00	2.45	1	点击浏览
7	博时基金管理有限公司	基金	669.06	2.41	3	点击浏览
8	易方达基金管理有限公司	基金	624.28	2.25	2	点击浏览
9	全国社保基金101组合	社保基金	565.34	2.04	1	点击浏览
10	如意10号资产管理产品	一般法人	409.68	1.48	1	点击浏览
11	国联安基金管理有限公司	基金	275.40	0.99	3	点击浏览
12	南方基金管理股份有限公司	基金	198.29	0.71	8	点击浏览
13	国信永丰基金管理有限公司	基金	56.44	0.20	2	点击浏览
14	景顺长城基金管理有限公司	基金	46.07	0.17	2	点击浏览
15	腾华基金管理有限公司	基金	43.44	0.16	1	点击浏览
16	九泰基金管理有限公司	基金	28.31	0.10	1	点击浏览
17	天弘基金管理有限公司	基金	26.11	0.09	1	点击浏览
18	富国基金管理有限公司	基金	25.52	0.09	1	点击浏览
19	泰信基金管理有限公司	基金	13.48	0.05	1	点击浏览
20	中信建投基金管理有限公司	基金	13.26	0.05	1	点击浏览
21	中欧基金管理有限公司	基金	9.80	0.04	1	点击浏览
22	大成基金管理有限公司	基金	9.08	0.03	1	点击浏览
23	西部利得基金管理有限公司	基金	5.45	0.02	1	点击浏览

图：机构投资者 来源：wind

2016年-2019年三季报，其营业收入分别为133.86亿元、362.85亿元、**387.4亿元**、327.1亿元；归母净利润分别为5.48亿元、11.41亿元、**14.04亿元**、10.71亿元；经营活动现金流净额分别为5.91亿元、10.74亿元、**9.82亿元**、10.82亿元；毛利率分别为7.42%、7.81%、**8.83%**、8.27%；净利率分别为4.21%、3.69%、**4.11%**、3.81%。近三年，营业

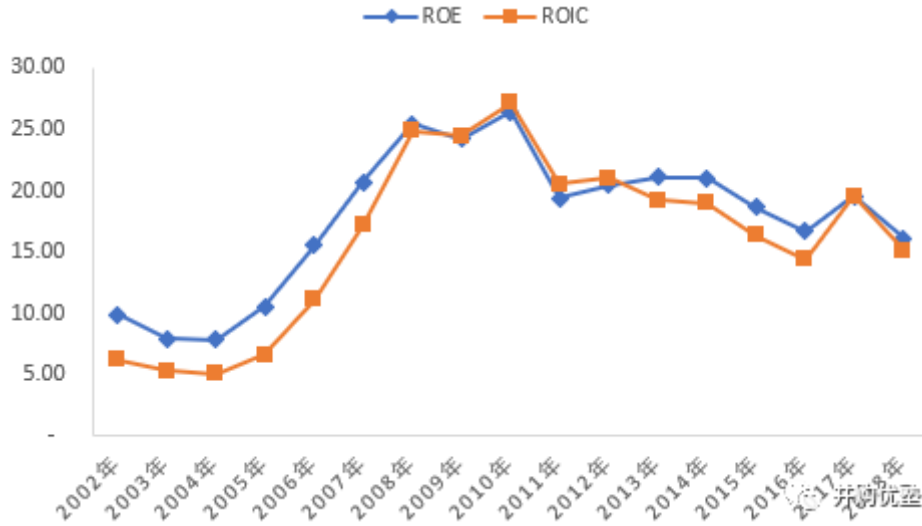
收入年复合增速为 70.12%，归母净利润年复合增速为 60.06%。注意，其 2018 年营业收入、归母净利润增长较快，主要由于 2017 年国药股份完成了对四家标的公司（国药控股北京公司、国药控股北京康辰生物医药、国药控股北京华鸿、国药控股北京天星普信生物医药）的资产重组，并完成并表，导致当年收入增长较快。其收入主要来源于医药商业、医药工业、医药第三方物流三大业务。从收入结构来看，其收入主要来源于医药商业（97%），其次为医药工业（2.45%）、医药第三方物流（0.56%）。



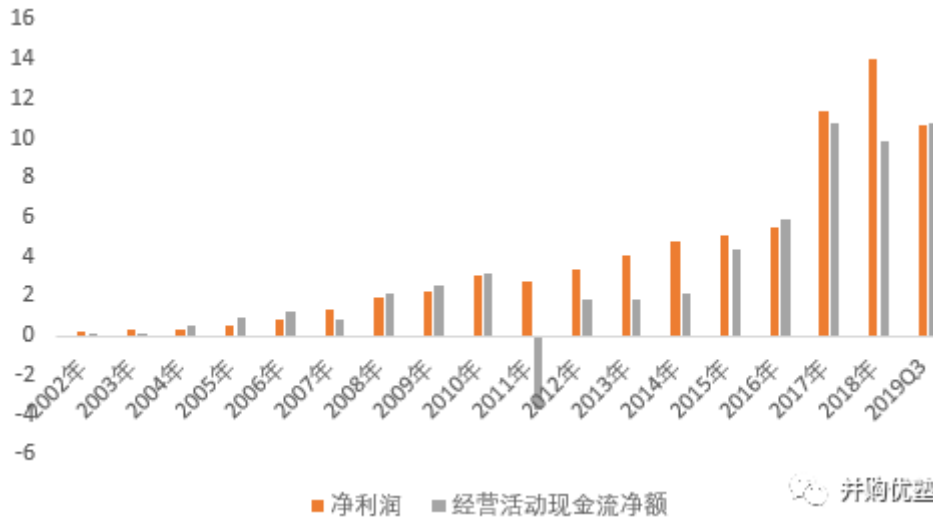
图：收入构成（单位：%） 来源：并购优塾

从业务销售区域来看，其主要收入来源于北京地区，2018年北京地区所提供的收入占比为**97.47%**。从产业链上来看，其上游为制药企业，前五大供应商采购额占总采购额的比重为18.38%，集中度不高；其下游为医院等医疗机构，前五大客户销售额占总销售额的比重为11.1%，集中度不高。**这样的业务，形成了本案特有的财报结构：**从资产负债表上来看——2018年总资产为215.1亿元，占比较高的为：应收账款(45.73%)、货币资金(23.71%)、存货(15.54%)；总负债为109亿元，占比较高的为：应付账款(32.66%)、应付票据(5.26%)、其他应付款(5.04%)、短期借款(4.57%)。从利润表上来看——2018年营业收入为387.4

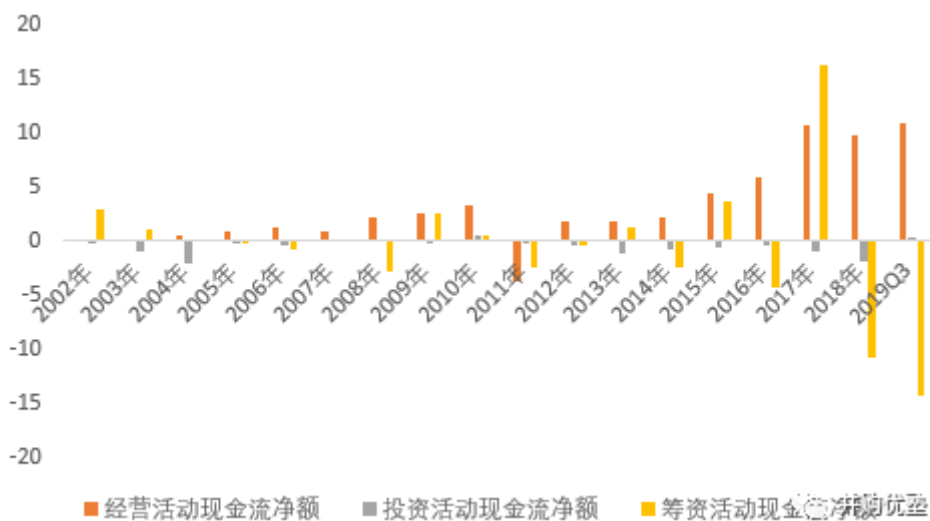
亿元，其中成本花费了 91.17%，在销售费用上花了 2.69%、管理费用花了 1.12%、销售税金及附加花了 0.22%，剩下净利润 4.11%。在进行建模之前，我们来看一组基本面数据：



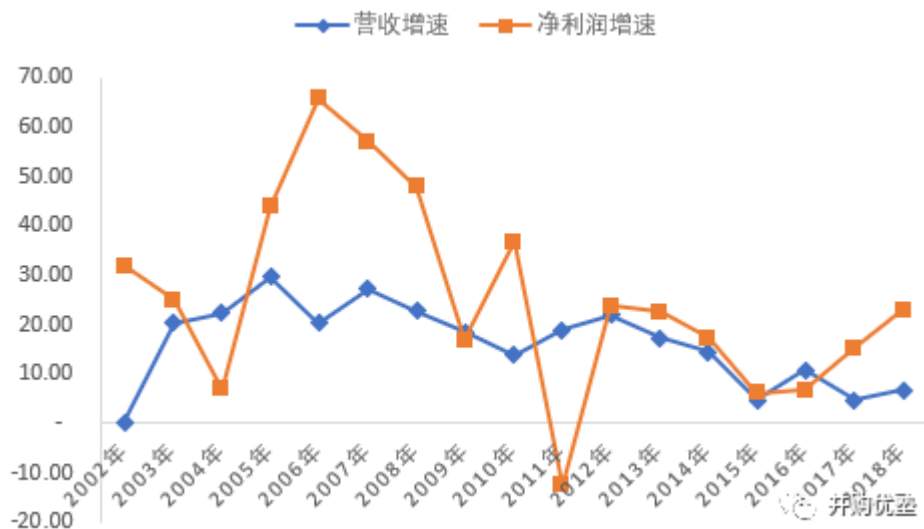
图：ROE、ROIC（单位：%）来源：并购优塾



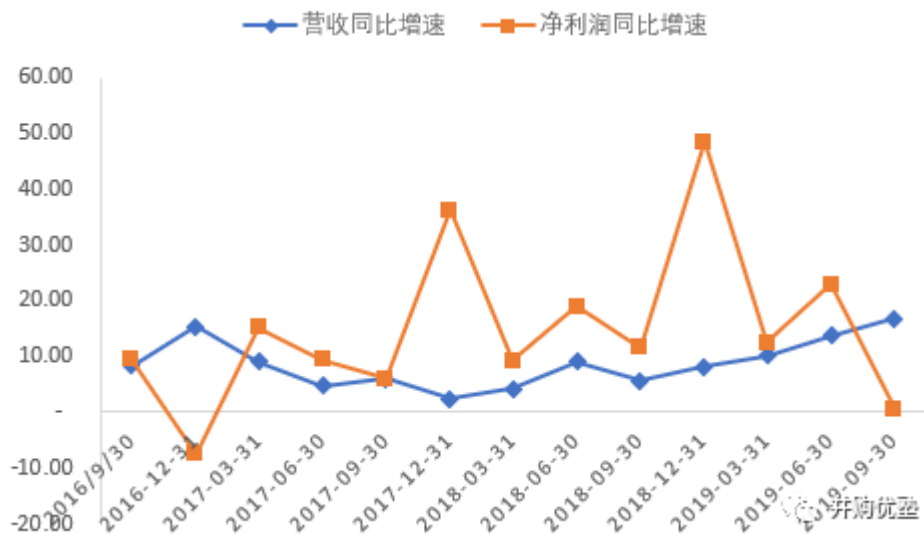
图：净利润、经营活动现金流净额（单位：亿元）来源：并购优塾



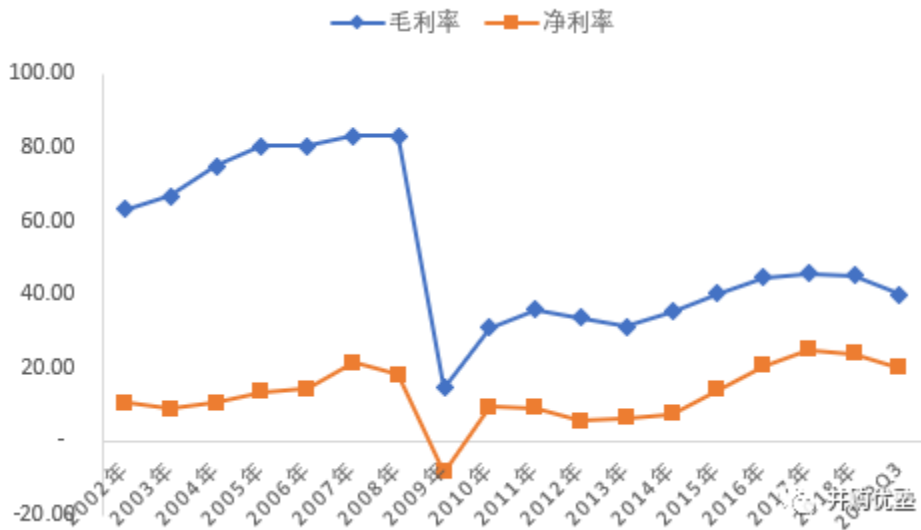
图：现金流 (单位：亿元) 来源：并购优塾



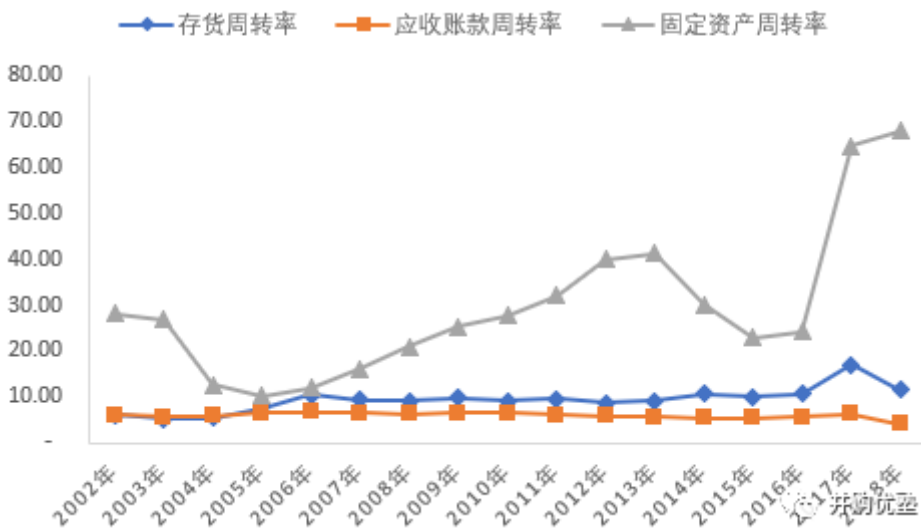
图：营业收入、净利润增速 (单位：%) 来源：并购优塾



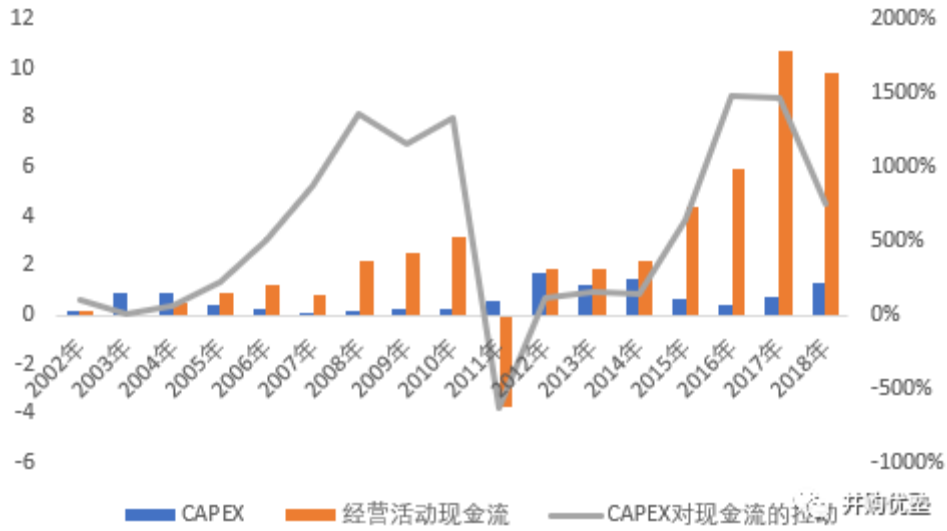
图：营业收入、净利润季度增速（单位：%） 来源：并购优塾



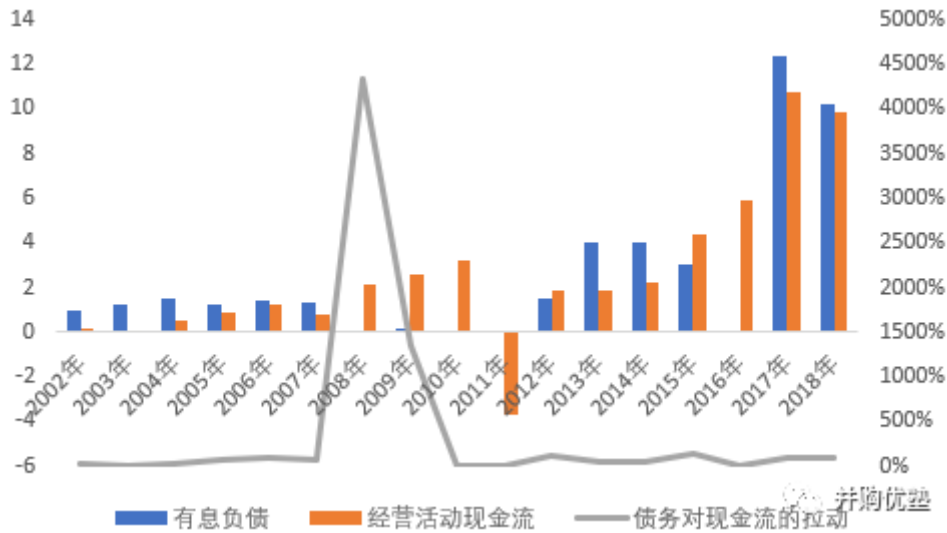
图：毛利率、净利率（单位：%） 来源：并购优塾



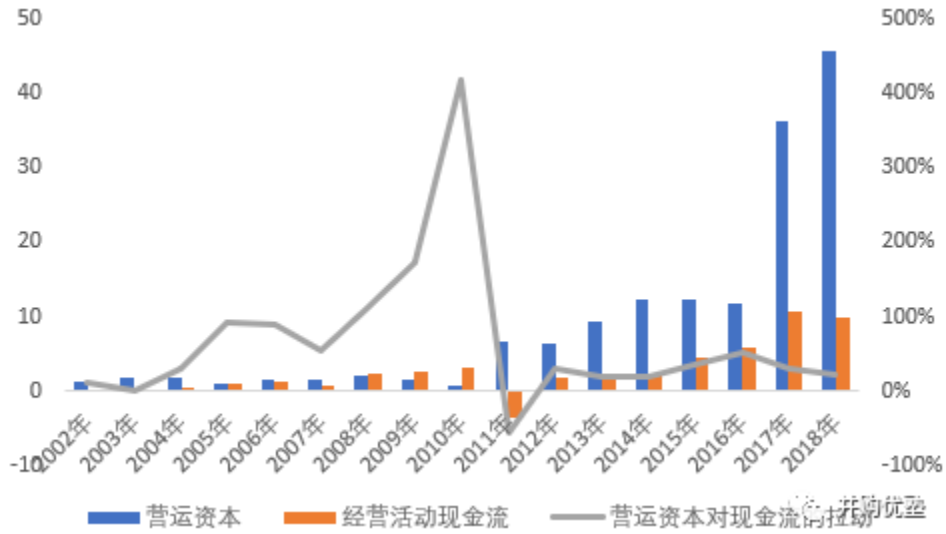
图：资产周转率（单位：次） 来源：并购优塾



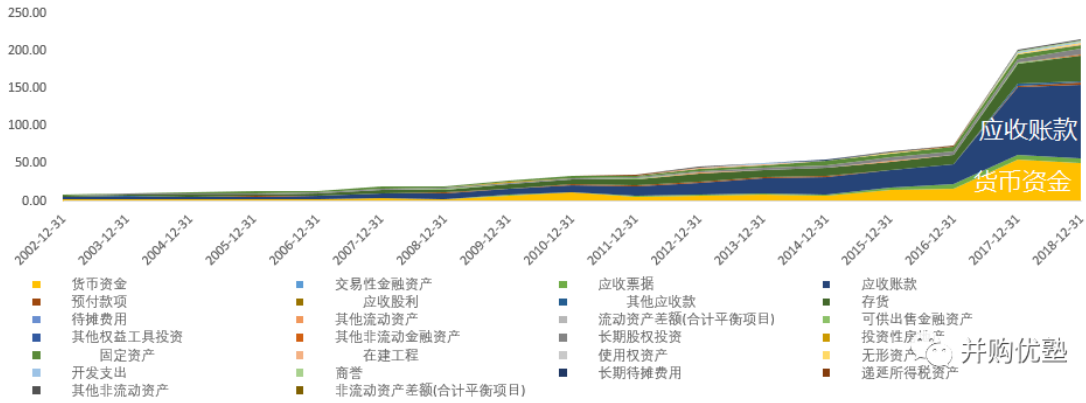
图：CAPEX 对现金流的拉动 来源：并购优塾



图：有息负债对现金流的拉动 来源：并购优塾



图：营运资本对现金流的拉动 来源：并购优塾



图：资产结构（单位：亿元）来源：并购优塾



图：股价、PS 来源：理杏仁

看完本案的基本面数据, 重要的问题来了——如果要做财务建模, 到底该从哪些地方入手?

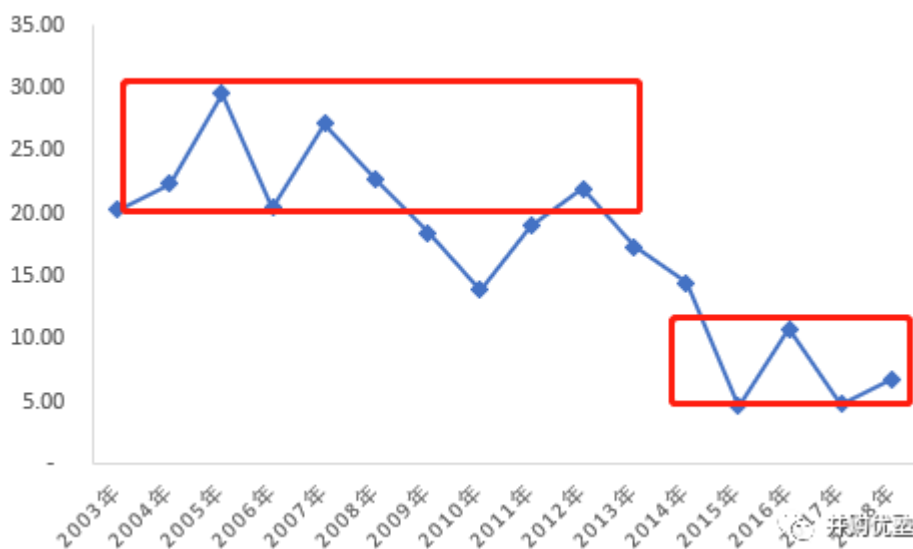
— 02 —



收入，拆解



2018 年，国药股份的医药商业收入为 375.41 亿元，同比增速为 6.06%，占总收入的比重为 97%。总收入构成中，主要是北京地区的医药流通业务收入，精麻药品的占比不高。因而，对于其医药商业的收入预测，我们采用市占率法： $医药商业收入 = 北京地区医药流通市场规模 * 国药股份的市占率$ 。从历史增速上来看，其增速主要经历了两个增速中枢：1) 2012 年之前：前期营业收入增速中枢，约在 20%-30%左右；2) 2013 年之后：后期营业收入增速中枢，降至 5%-15%左右。



图：历史收入增速（2017 年收入增速为调整后增速） 来源：并购优塾

而增速中枢的下降，主要受医疗改革政策推动，使医药商业行业收入出现收入换挡：**先看 2012 年之前的市场情况**：在 1999 年之前，我国的医药商业行业缺乏监管，大小商业公司无序竞争。这是由于在计划经济下，我国医药流通业实行计划医药分销体系，全国的医药分销被政府主导的三级批发站所掌握。1983 年之后，计划经济结束，这种分销站的形式也

随之取消。医药商业行业，就此从行政关系中分离出来，各地纷纷出现了大小不一的医药商业公司。但是，由于各流通企业的规模小，数量多，并且存在产品重复严重，企业集约度低、管理效率低的现象，竞争格局混乱。为了治理这一乱象，从 2002 年起，我国开始实施 GSP 认证，通过统一换发药品经营许可证的方式，我国药品批发企业淘汰率达到 25%以上。

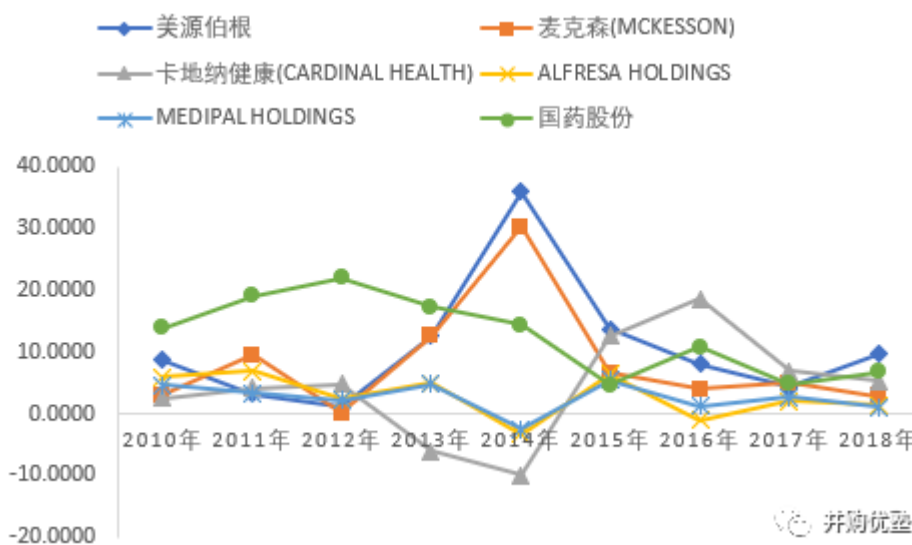
图 25、我国医药流通行业发展的 5 个阶段



图：我国医药流通行业发展 来源：兴业证券

受益于此，我国大型医药商业企业的市场份额逐渐提升，市场集中度也随之上升。根据中国医药商业协会的统计数据，2003年-2012年，我国三大医药分销商的合计市场份额从 12.7% 上升至 28%，本案国药股份的控股股东国药控股，则始终保持市场龙头地位。本案国药股份，也受益于市场集中度的提升，其增速在 2012 年之前始终保持较高的增速。**再来看 2013 年之后的情况：**随着我国医保支出占收入的比重逐渐加大，我国医保压力逐渐上升。因此，也产生了医保降费的需求。从 2013 年开始，我国出台了一系列降药价、整顿医药行业的政策，特别是 2017 年相继出台了“两票制”、“带量采购”等重磅政策。两票制使得医药流通的中间环节被压缩，大量从事二级经销商的企业逐渐退出市场，医药流通规模下降，与此同时，带量采购让仿制药价格大幅下降，对应**仿制药市场流通规模也在缩水**。综上因素影响，医药流通行业增速从 2012 年 19% 下降至 2017 年 8%。本案国药股份的收入增速水平，也随之出现整体换挡。不过，对比国外医药流通业巨头的收入增速来看，如果剔除美国三大巨

头（麦克森、美源伯根、卡地纳）的并购事件影响，国药股份的收入增速仍然较快。



图：同行业对比收入增速（单位：%） 来源：并购优塾

综合可见，在医药流通行业经历了增速换挡之后，其未来增长受制于药品规模（量和价）的影响较大（两票制、集中采购的终极目的，就是为了降药价，实现医保控费）。而国内的药品量、价又受政策调控的影响，而政策实施时间不久，未来药品销售、医药流通的行业格局如何变化，我们究竟该怎么预判？

— 03 —



日本 VS 中国医保政策



我们可以先找发达国家做个比照。相较于欧美的市场化模式而言，中国和日本的医药行业均是由政府深度参与的，都从以药养医到医保介入，再到药价改革，然后到医药分家。所以，我们就来和日本比比看。

图表3：中日医药政策变革

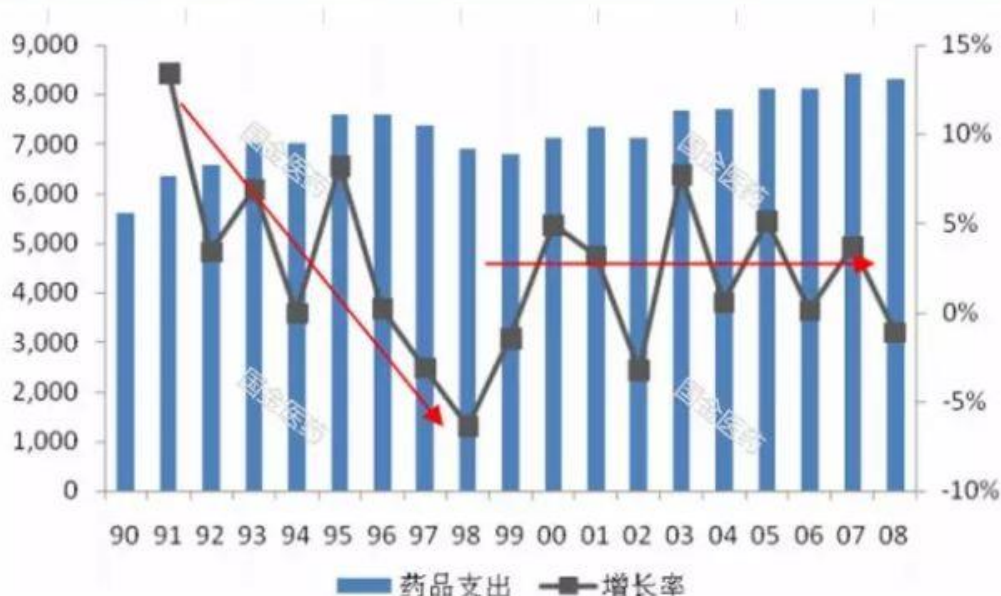


来源：日本厚生劳动省、国金证券研究所

图：中日医药政策变革 来源：国金证券

1990年，日本进入老龄化阶段，65岁以上老年人口占比，从不到9%上升至超过27%。目前，我国的65岁以上老年人口占总人口比重为10.92%，与日本90年代初的水平相近。老年人口比例的提高，对医疗消费量的增长，起到了推动作用。但政府也面临着更大的财政压力，对药价监管的意愿也就越强。为了控制快速上升的医疗卫生开支，日本卫生部从1988年开始，对国家医保目录进行每两年一次的降价。同时，由政府确定药品零售价，医疗保险根据政府定价补偿药品费用。政府确定降价幅度的原则是，按照用量和效果，来计算对医保的贡献度，效果贡献大的药品一般不降价或少降价；基础价格较低的必需药品可适当提高价格；与国外的药品价格进行比较，当国内售价是国外的两倍或低于国外销售价格的一半时，对国内售价进行调整。注意，我国刚刚完成的医保谈判就采取了类似的政策，此次医保谈判，明确指出未来将每2年动态调整一次医保目录。并且，对于一些疗效类似的创新药品，降价幅度甚至达到了85%。通过一系列的降价政策，以及老龄化不断加深的情况下，1990年-2000年，日本的医药市场规模增速下滑。（这个数据，可对未来两年国内医药市场形成参照）

图表 6: 日本医药行业市场规模 (十亿日元)



来源: 日本厚生劳动省、国金证券研究所

图: 日本医药行业市场规模 (单位: 十亿日元) 来源: 国金证券

同时, 降价政策也有效的控制了政府的卫生医疗支出, 卫生支出占 GDP 的比重维持在 8% 左右, 远低于英国、美国等地。要知道, 日本的老龄化比例 (27%) 远高于美国 (16%) 水平。不过, 从 2000 年开始, 日本的药品支出总额又出现了小幅度的回升, 这又是什么原因?

— 04 —



政策拉动, 药品规模回升



一部分原因, 是由于老龄化程度不断加深, 导致需求的拉动作用不断增强, 从而抵消了降价的影响, 使行业重回增长态势。而更重要的, 是日本政府采取的一系列政策。

1) **鼓励创新药** 由于仿制药的价格不断受压制, 日本的药企纷纷转战创新药。从定价策略上

来看，日本的定价策略，较我国偏谨慎。日本药品定价委员会，首先确定新药是否存在相似药品，如果存在相似药品，则采用**相似药品定价法**，即其每日定价与相似药品的开支一致，并按照创新性、实用性、市场规模以及儿科适用情况，给予一定的溢价。

而对于没有相似药品的创新药，则采用**成本定价法**。即综合考虑新药研发成本，市场推广成本，管理成本等多方面因素，对其进行定价。这种定价方式，让药企有更多的自主决定权，利润也就随之更加丰厚。而我国目前创新药的定价，则仍以企业自主定价的方式为主，只不过在进行医保谈判时，会考虑完全创新，以及是否有类似药品的情况，在谈判时给予不同的降价幅度。注意，虽然日本政府鼓励突破性新药，但是由于研发难度较大，从其获批上市的药品类型来看，仍以“me-too”为主。由于创新药的价格仍然较仿制药高，因此，对整体药品销售规模仍有一定的促进作用。目前，由于我国近年来对仿制药的降价政策频发，大型药企也开始进行创新药研发。从大型药企的创新药研发管线来看，恒瑞目前在研的创新药共 56 个，中国生物制药为 60 个，石药为 21 个。随着未来各药企的创新药不断上市，可能会对我国整体医药市场规模起到一定拉动作用。

2) 仿制药政策变动 在对仿制药进行大幅降价的近十年当中，仿制药的价格变得十分低廉，日本的仿制药销售收入出现了连年下滑。部分小企业不得不退出市场。

据统计，1995 年至 2003 年期间，日本的制药企业从 1512 家下降至 1062 家，其中受到价格严格监管的处方药企业从 523 家锐减至 172 家，出清率达到近 70%。（仿制药领域要注意了，未来这个赛道可能会出现不少价值陷阱）尽管仿制药的价格低，但是在 2000 年左右，日本的仿制药使用率并不高，只有 20%，较全球平均水平 50%，有较大差距。为了实

现仿制药对价格较高的原研药进行替代，2002 年，日本厚生劳务省制定了一项新的医疗费用支付政策，即按“**诊断症候群分类综合评价**”（**Diagnosis Procedure Combination**）。这一政策，其实和我国想要施行的 **DRGs**（即，诊断相关组预期支付系统）政策相似。日本政府根据投入较多医疗资源的适应症、手术和治疗方式的选择、并发症或严重程度等三个层次的分类标准，将病种划分成 2658 种，根据不同的病种，制定固定的报销金额和临床路径。如果医院使用价格便宜且疗效相当的仿制药，就相当于为自己节省了成本，从而提高利润。这样一来，仿制药的销量大幅度提升，随之拉动仿制药企业的收入增速在 2002 年之后甚至超过了创新药企业。

图表 6: 仿制药企业 2000 年后销售开始放量



来源: Bloomberg、国金证券研究所

图: 创新药企业、医药行业整体收入增速 (单位: %) 来源: 国金证券

日本仿制药的使用率，也随之在 2017 年达到了 70%。从我国目前的情况来看，我国仿制药的使用率约为 40%，与日本 2011 年水平 (39.9%) 相近。而政策方面，我国目前正处于对仿制药大规模降价的阶段。目前，带量采购的品种仍然较少，未来此降价趋势可能还会持

续一段时间。

加之，我国 DRGs 仍在讨论过程中，并未正式实施。短期来看，对我国仿制药的市场规模拉动作用较弱。（所以，后续我们必须对 DRGs 实施的进度做密切跟踪） 综上，看完中日对比，我们预计我国的医药市场规模也将和日本一样：先下降而后逐渐抬升。

回到本案，从目前的数据来看，2019 年，随着“两票制”的影响逐渐结束，其市场规模逐渐恢复增长，而由于参与带量采购较少，对整体药品销售规模的影响有限，因此，我们假设——

- 1) 2019 年：市场规模增速维持带量采购实施前两年（2016 年-2017 年）的平均增速。
- 2) 2020 年至 2025 年：受药品降价持续影响，加之我国创新药上市、DRGs 的实施均需要一定时间。且从目前参与带量采购的药品规模来看，仍然比较小，只有不到 4%，虽然未来可能会有增加目录范围的可能性，但并未像日本一样进行大面积降价。因此，市场规模可能不会像日本一样出现下降。因此，我们假设，北京流通规模增速暂不下降，而是下降至 0%。
- 3) 2026 年至 2028 年：随着创新药不断上市，拉升整体药品价格，以及 DRGs 的推进，仿制药重新增长，北京医药流通市场规模的增速逐渐恢复至预测期 GDP 水平（5%）。

— 05 —



国药股份，市占率



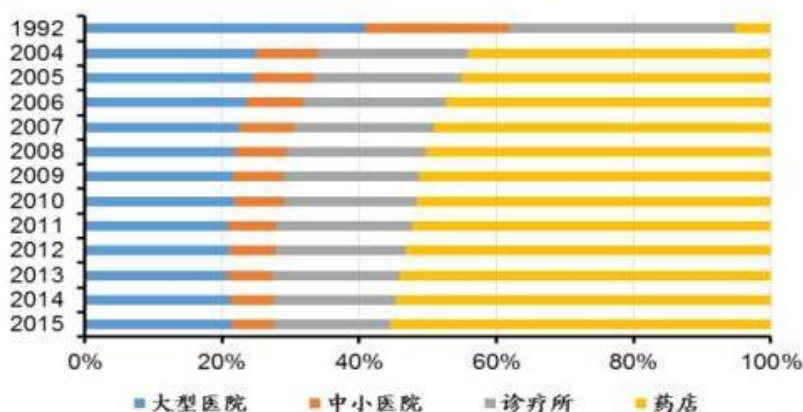
由于没有直接的市占率数据，我们根据其医药商业业务收入和北京市药流通行业市场规模，倒推出其市占率约为 20.78%（注意，这一市占率可能比实际市占率略高）。从覆盖医院的情况来看，目前，其已经实现了北京二三级医院的 100%覆盖，并覆盖超过 4500 家基层医

疗机构。从市场集中度来看，我国医药流通行业的市场集中度明显低于日本、美国等发达国家。2018年，我国4家全国龙头企业的市占率水平为39.1%，而2015年美国医药流通行业CR3为93%，日本CR3为68%，均远高于我国。存在较大差异的原因，主要在于各国医药销售模式的差异。我国的医药流通行业具有明显的区域性，其具体原因主要有以下三点：一是，大多为上世纪各个地区的医药批发站演变而来，具有较强的区域属性，规模体量也不尽相同；

二是，在全国各地招标采购方案中，均对一级配送商属地、配送时限等相关问题提出了具体的要求；三是，在2010年发布的《医疗机构药品集中采购工作规范》中指出：坚决压缩流通渠道环节，委托配送一次完成。这意味着，药品配送以一级直接配送模式为主，这对配送商在区域市场的直接覆盖率提出较高要求。而美国由于下游客户主要为药店，客户分散，并且没有集中招标采购的政策。因此，其市场集中度较高。

不过，从日本的医药流通行业集中度提升的变化来看，也主要受政策驱动影响。一方面，从1974年起，日本开始实施医药分业，此后，其医药分业率从1974年的1%上升至2013年67%。受益于此，其销售渠道也发生了下沉。药店逐渐取代大型医院，成为药品的主要销售渠道。**药店在药品销售市场的份额，从1992年的5.2%提升到2015年的55.2%。**医药分业，有利于提升医药批发行业的话语权，从而提升行业集中度，同时，也有助于医药零售行业提高收入。

图 16、1992-2015 年日本医药流通企业销售对象组成

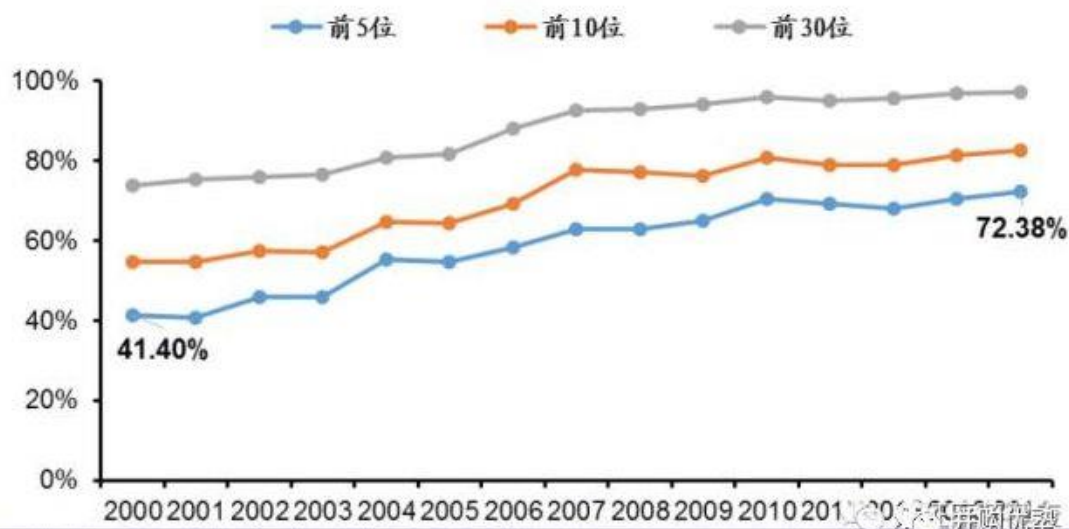


数据来源: Crecon Research & Consulting, 兴业证券研究所

图: 日本医药流通销售渠道 来源: 兴业证券

另一方面, 由于日本政府持续对药品进行降价, 药价差持续走低, 导致医药流通企业的毛利率、净利率持续走低, 小型流通企业业绩承压。因此, 从上世纪 90 年代开始, 医药流通企业出现了并购潮。目前, 日本医药流通龙头 **Medipal** 就是当时由东京医药品、三星堂等多家公司合并形成的。由于上述两个原因, 日本医药流通行业的集中度不断上升。

图 18、2000-2014 年期间日本医药流通过行业集中度



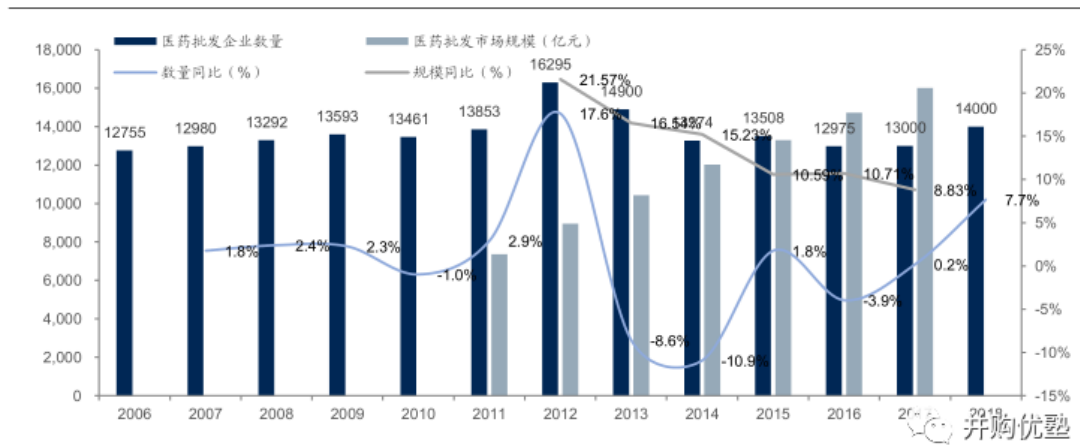
数据来源: 日本厚生劳动省, 兴业证券研究所

图: 日本医药流通集中度 来源: 兴业证券

那么，回到本案，目前我国国内的医药流通行业，发展到哪个阶段？小规模流通企业是否出清？以及行业是否开始频发并购？

数据显示，从目前的医药批发企业数量来看，近几年该数量基本稳定，还未出现较大规模的退出现象。并且，从公立医院终端的药品销售占比来看，2010年-2017年，我国公立医院终端的药品销售占比稳定在68%左右。

图 5: 中国医药批发企业数量和规模情况



资料来源:国家药监局、商务部、国信证券经济研究所整理

综上，无论是中小企业逐渐被清退，还是药品销售终端转换，都是比较漫长的过程，短时间内市场集中度大幅度提高的可能性不大，但是集中度的提升从长期来看，仍是必然的趋势。由于考虑到我国医药流通龙头近年来收入增长较慢，因此，我们在此处设置情景开关：1) 乐观假设——我们假设，未来十年国药股份在北京的市占率，从目前水平逐渐递增至日本医药流通龙头 Medipal 2016 年的水平 23%。2) 保守假设——我们假设，国药股份的市占率无法提升，仍维持目前水平。

单位: 亿元人民币 (特指说明除外)	2014A	2015A	2016A	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E
医药商业收入															
1 北京地区医药流通市场规模	1301.24	1379.99	1530.19	1703.10	1805.29	2,005.49	2,183.42	2,328.70	2,432.01	2,485.95	2,485.95	2,517.02	2,579.95	2,676.70	2,810.53
F01						11.20%	8.87%	6.63%	4.44%	2.22%	0.00%	1.20%	2.62%	3.73%	5.02%
2 市占率	8.6%	8.4%	8.8%	20.8%	20.6%	20.8%	21.1%	21.3%	21.6%	21.8%	22.0%	22.3%	22.5%	22.8%	23.0%
3 医药商业主营业务收入 [2017Q3]	111.78	116.87	126.94	353.95	375.41	417.67	460.00	496.23	524.72	541.75	547.75	520.00	580.93	609.18	646.42
F01						11.3%	10.1%	7.9%	5.9%	3.4%	1.1%	2.4%	3.6%	4.9%	6.1%
占营业收入比重	16.8%	15.9%	16.3%	37.3%	36.9%	37.7%	37.8%	37.9%	38.0%	38.0%	37.9%	37.9%	37.9%	37.9%	37.9%

图：医药商业收入预测 来源：并购优塾

— 06 —



其他业务，收入



除了医药商业外，国药股份还有医药工业、医药第三方物流两个业务。不过，由于这两个业务的收入较少，且没有披露详细数据。因此，我们对这两个业务进行简单预测。**医药工业业务**：其医药工业业务，2018 年收入为 9.47 亿元，主要包括抗生素、心脑血管等领域药品。由于其并未披露详细信息，且每款药的收入规模都不大。加之，其历史收入增速波动较大，从 2019 年中报披露的数据来看，其收入甚至出现了下降，但并未披露详细原因。因此，《并购优塾》简化假设，2019 年该业务收入增速与披露的半年报收入增速保持一致，随后保持 3% 的增速。**医药第三方物流业务**：该业务 2018 年收入为 2.15 亿元。从 2019 年中报披露的数据来看，该业务 2019 年收入下降 33% 左右，但年报、研报中均未披露下降的原因。不过，从其历史收入增速来看，其收入增速的波动不大。因此，《并购优塾》简化假设，2019 年该业务的收入增速与披露的半年报收入增速保持一致，随后维持历史平均增速。

— 07 —



增速、交叉验证



综合以上数据,《并购优塾》测算出以下计算数据,近三年的收入增速分别为 **10.3%、10%、7.8%**。不过,如果只用一种方法确定增速,可参考性较差。这里,我们再结合“季报反推”、“内生增速”、“分析师预测”等方法,进行价差验证。

单位: 亿元人民币 (特殊说明除外)	2014A	2015A	2016A	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E
6 总营业收入【6=3+4+5】	115.38	126.78	133.86	362.85	397.4	427.45	470.14	506.75	535.03	553.07	559.50	572.86	593.60	622.34	660.10

图: 收入预测 来源: 并购优塾

方法一: 季报反推——2014年-2018年,其三季度收入占全年收入的比重均值约为 74%,且较稳定。因此,我们选用 74%作为参考值。

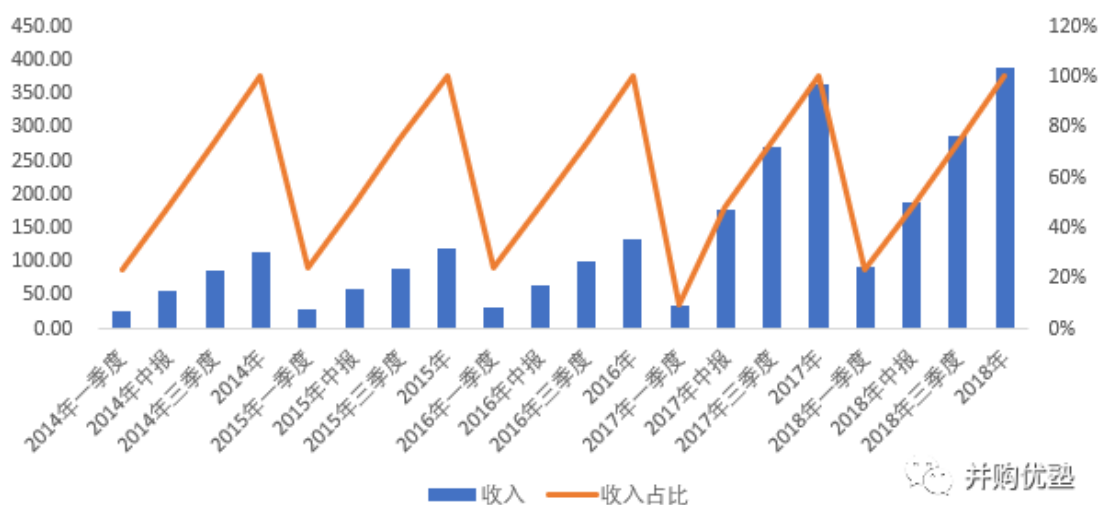


图: 季报收入占比 来源: 并购优塾

由此,《并购优塾》假设,四季度如果无意外发生,参考近两年平均 74%的比例,可倒推出 2019 年年报预计收入约为 442 亿元,同比增速约为 **14%**,预测公式: 2019 年年报收入 = 327.1/74%=442 亿元。方法二: 内生增速——采用预期增长率,采用公式: 内生增速 = 净资产回报率*(1-分红率)。其近五年平均分红率约为 17.75%,近五年平均 ROE 约为 18.4%,

通过计算，得到内生增速为 **15.13%**。方法三：外部分析师给出的增速——这里我们选取 180 天内 13 家机构对国药股份在 2019 年-2021 年的预测增速，分别为 **10.53%、10.45%、11.54%**。综上，我们的预测结果与外部分析师给出的增速较相近，但是和半年报反推、内生增速法相比较低。这是由于，随着近年来医药政策频发，因此，2019 年的收入可能无法用历史水平衡量。至此，收入拆解和预测部分，已经完成。接下来，利润该怎么预测？

— 08 —

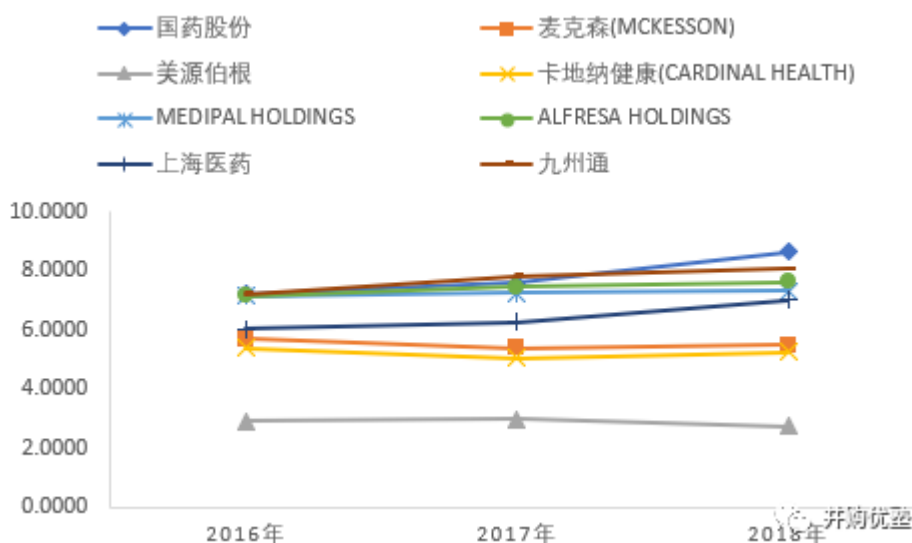


烧钱，在何处



预测净利润首先预测 EBITDA，我们将 EBITDA 率的预测拆分为四大块：成本、管理费用、研发费用、销售费用。注意，上述三部分的计算口径均剔除折旧、摊销。

1) 先来看成本——从历史毛利率来看（2016 年-2018 年分别为 7.42%、7.81%、8.83%）整体呈上升趋势，不过从其披露的 2019 年三季报数据来看，其毛利率为 8.27%，较上年同期（8.77%）略有下降。其毛利率下降，主要受“4+7”集采政策影响，与安必生、京新药业等中标企业深度合作等因素影响，导致毛利率出现下滑。对比同行业来看，我国和日本的毛利率比较相近，这可能由于我国和日本的发展阶段，较美国更晚，未来如果想要实现集中度的进一步提升，可能会像美国巨头一样，开始实施低毛利政策。从我国医药分销行业的毛利率对比来看，国药股份较高，这可能由于其业务中包含较多高毛利的精麻类药品的分销所致。



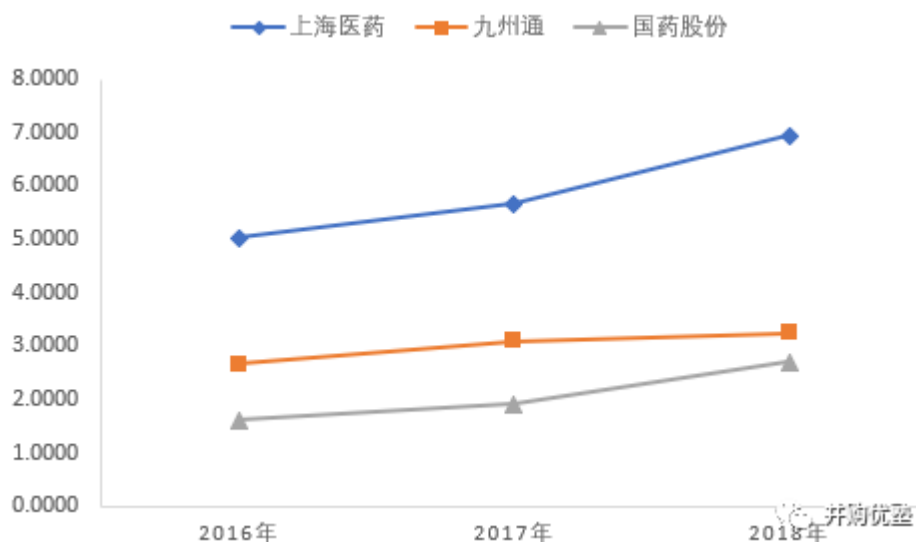
图：同行业毛利率对比 (单位：%) 来源：并购优塾

从我国目前医药行业的发展阶段来看，未来药品价格还要经历一段时间的下降，医药流通行业的毛利率也将随之下降。目前也无法确定，其创新业务和精麻类药品是否能够维持其毛利率水平。因此，我们在此处设置情景开关：A、乐观假设——假设2019年-2023年，其毛利率从2019年三季度水平逐渐下降至卡地纳、麦克森的历史平均水平(5.37%)。之后，随着其创新业务及精麻类药品销售的拉动，其毛利率逐渐回升至日本Medipal、Alfresa的平均水平(7.32%)。B、保守假设——假设2019年-2023年，其毛利率从2019年三季度水平逐渐下降至卡地纳、麦克森的历史平均水平(5.37%)。之后，由于其他业务对毛利的放量及利润贡献情况不理想，此后毛利率维持2023年水平。

2) 销售费用——从历史销售费用率来看(2016年-2018年分别为1.61%、1.85%、2.63%)，整体呈上升趋势。从2019年三季报数据来看，其销售费用率(2.15%)较上年同期(2.78%)略有下降，但整体变动不大。对比同行业来看，国药股份的销售费用率处于行业平均水平，上海医药销售费用率较高，主要由于其业务比较复杂，其制药、医美业

务均投入了较多的销售费用所致。

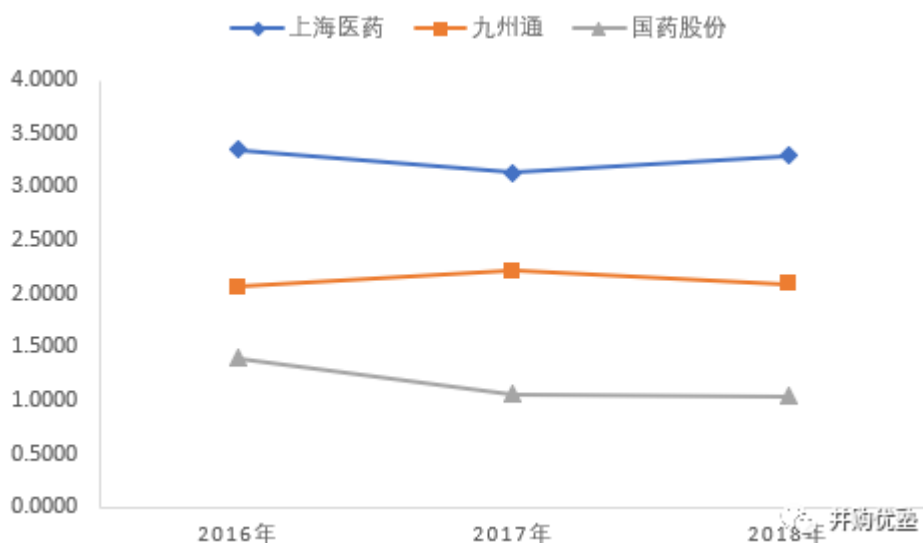
考虑到其 2017 年收购了部分子公司，历史数据可能并不可比。因此，我们假设其未来销售费用率维持近两年平均水平 (2.24%)。



图：销售费用率对比（单位：%） 来源：并购优塾

3) **管理费用率**——从历史管理费用率来看 (2016 年-2018 年分别为 1.31%、0.99%、1.04%) 比较稳定，从 2019 年季报公布的数据来看，与上年同期比较相近。对比同行业来看，国药股份处于行业较低水平。上海医药的管理费用率较高，主要由于其医药工业业务占比较高 (2018 年为 12%)，因此其研发费用较高。而国药股份虽然较九州通低，但是整体相差不大。

因此，优塾团队假设其管理费用率维持近两年平均水平 (1.02%)。



图：管理费用率对比（单位：%） 来源：并购优塾

4) 投资收益——其投资收益主要来源于其投资的宜昌人福和青海制药，投资收益占利润总额的占比较高（历史平均值为 15%，其中，2018 年投资收益的绝对值增长较快，主要由于青海制药处置子公司股权，导致营业外收入较高所致）。因此，我们对该科目进行单列预测。这部分投资收益主要来源于宜昌人福，不过，从宜昌人福近年来净利润增速来看，波动较大。而由于其近年来净利率水平基本维持稳定，也就是说，其净利润增速主要受收入增速影响。由于我们无法获得宜昌人福的详细经营数据，且宜昌人福为我国精麻类药品龙头，所以，我们粗略假设，宜昌人福近五年净利润增速，保持我国麻醉药行业增速 10%，随后逐渐下降至 5%。而由于其投资收益主要来源于宜昌人福，因此，我们粗略假设其投资收益增速与宜昌人福的净利润增速保持一致。

单位：亿元人民币（特殊说明除外）	2014A	2015A	2016A	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E
营业收入	91.88%	91.79%	92.29%	92.09%	91.04%	91.51%	92.29%	93.07%	93.85%	94.63%	94.24%	93.85%	93.46%	93.07%	92.68%
主营业务成本/主营业务收入															
税金及附加/主营业务收入	0.12%	0.15%	0.21%	0.23%	0.22%	0.23%	0.23%	0.23%	0.23%	0.23%	0.23%	0.23%	0.23%	0.23%	0.23%
销售费用/营业收入	1.92%	1.90%	1.61%	1.85%	2.63%	2.24%	2.24%	2.24%	2.24%	2.24%	2.24%	2.24%	2.24%	2.24%	2.24%
管理费用（含研发费用）/营业收入	1.34%	1.89%	1.31%	0.99%	1.04%	1.02%	1.02%	1.02%	1.02%	1.02%	1.02%	1.02%	1.02%	1.02%	1.02%
其他经营性损益	0.60	0.00	0.00	0.55	0.54	0.54	0.54	0.54	0.54	0.54	0.54	0.54	0.54	0.54	0.54
投资收益		4%	27%	11%	103%	10.00%	10.00%	10.00%	10.00%	10.00%	9.00%	8.00%	7.00%	6.00%	5.00%
非经常性损益	0.25	0.32	0.01	0.17	-0.32	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
所得税率	20.35%	20.27%	20.68%	23.05%	21.29%	22.17%	22.17%	22.17%	22.17%	22.17%	22.17%	22.17%	22.17%	22.17%	22.17%

图：成本费用预测来源：并购优塾

到这里，关于国药股份的增速、利润率两个重要的估值指标已经预测完，接下来，我们来构建资产负债表。此处，涉及到影响企业自由现金流的两大关键假设——资本支出 (Capex)、营运资本。



资本支出，情况如何？



国药股份的资本支出，主要用于购置设备、建设厂房等。2018 年投入的资本支出为 1.32 亿元，主要用于退城进园扩建工程、购置电子设备。从资产结构来看，2018 年国药股份的固定资产占总资产的比重为 2.58%，在建工程占比为 0.35%，无形资产占比为 1.13%，长期待摊费用占比为 0.06%，整体占比不高。

因此，《并购优塾》对资本支出做出合理假设：

- 1) 固定资产——由于其新购入固定资产占收入的比重较低，因此，我们假设未来维持近两年平均值不变；

2) 新增在建工程——由于受退城进园项目及其扩建项目影响, 2014 年、2015 年、2018 年新增在建工程较高。考虑到 2018 年该项目的完工率已经达到 48%, 我们假设 2019 年, 该项目能够完工, 则 2019 年新增固定资产占上一年固定资产净值的比重维持 2018 年水平 (12%), 随后恢复至 2016 年-2017 年平均水平 (2%);

3) 在建工程转出——由于 2019 年主要在建工程“受退城进园扩建”项目并未完工, 无法转出, 因此, 我们假设 2019 年, 在建工程转出/上一年在建工程与新增在建工程之和的比重, 维持 2018 年水平 (3%)。随后, 由于在建工程较小, 我们简单假设其转出率为 100%;

4) 折旧——折旧分为已存固定资产+新增固定资产折旧, 其中, 我们假设已存固定资产折旧按照现存的折旧率 4% (按照折旧年限为 25 年) 每年递减; 新增固定资产按直线法折旧, 折旧年限为 25 年, 残值率为 5%;

5) 无形资产——其新增无形资产较少, 且完成合并后 (2017 年) 新购入无形资产占收入的比重比较稳定, 因此我们假设未来维持近两年平均水平不变;

6) 无形资产摊销——虽然无形资产摊销占期初无形资产的比重存在一定波动, 考虑到其无形资产主要以营销网络为主, 因此我们按照其营销网络的平均摊销年限 15 年, 计算年摊销率约为 6.7%;

7) 长期待摊费用——由于其新增长期待摊费用较低, 因此, 我们假设未来维持近两年平均

水平；

8) 长期待摊费用摊销——由于其历史长期待摊费用摊销占期初长期待摊费用波动较大，且长期待摊费用摊销本身较少，因此，我们假设未来维持 100%。

单位：亿元人民币（特殊说明除外）	2014A	2015A	2016A	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E
资本支出															
新购入的固定资产/营业收入	2.09%	0.99%	0.12%	0.30%	0.09%	0.17%	0.17%	0.17%	0.17%	0.17%	0.17%	0.17%	0.17%	0.17%	0.17%
在建工程1：维护性资本支出/上半年固定资产净值	53%	10%	2%	1%	12%	12%	2%	2%	2%	2%	2%	2%	2%	2%	2%
在建工程2：新建在建工程						0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
在建工程转出/上半年在建工程	81%	91%	45%	74%	3%	3%	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%
已折旧固定资产折旧	0.3	0.39	0.45	0.62	0.65	0.62	0.60	0.58	0.55	0.53	0.51	0.49	0.47	0.45	0.43
无形资产购置/主营业务成本	1.01%	1.76%	0.35%	0.43%	0.81%	-4.00%	-4.00%	-4.00%	-4.00%	-4.00%	-4.00%	-4.00%	-4.00%	-4.00%	-4.00%
无形资产摊销/期初无形资产	4.92%	3.45%	4.26%	19.79%	7.91%	0.62%	0.62%	0.62%	0.62%	0.62%	0.62%	0.62%	0.62%	0.62%	0.62%
新增长期待摊费用/主营业务收入	0.00%	0.04%	0.02%	0.02%	0.05%	0.04%	0.04%	0.04%	0.04%	0.04%	0.04%	0.04%	0.04%	0.04%	0.04%
长期待摊费用摊销/期初长期待摊费用	0%	100%	40%	67%	164%	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%

图：资本支出预测 来源：并购优塾

研究至此，资本支出、折旧摊销预测完毕，我们再来看自由现金流的另一大变量——本案的营运资本，以及在产业链上的话语权，到底是怎样的？

— 10 —



上下游，话语权

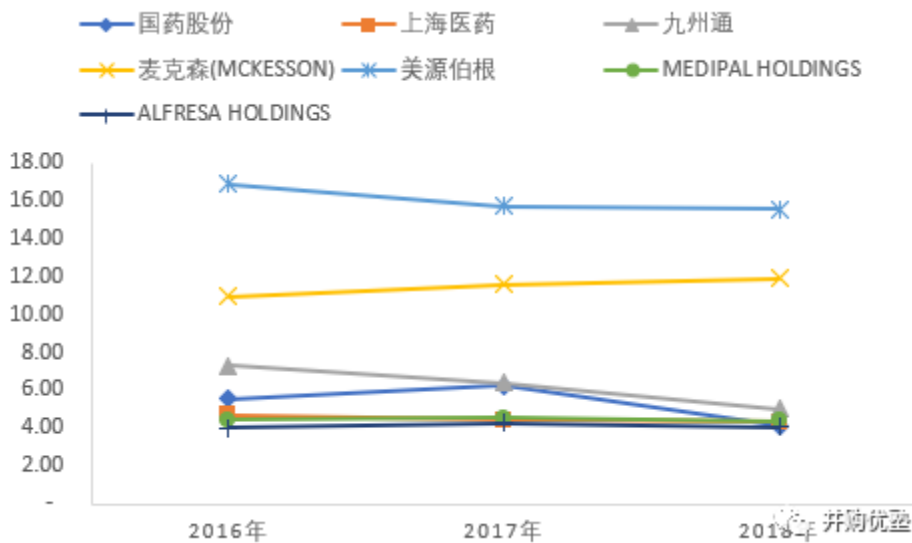


营运资本情况，我们分别来看：

1) 对下游话语权——主要看应收款项、预收账款。从历史数据来看，其应收账款周转率

整体处于稳定状态，但是，在 2018 年出现了小幅度下滑。与同行业对比来看，国内大型医药分销商也都出现了相同情况。这主要由于“两票制”施行后，一级分销商的下游由原本的二级分销商，变为医院等医疗结构，而由于医院的话语权强，一级分销商的账期随之变长，从而导致其应收账款周转率出现下降。与国外医药流通龙头对比，

美国的医药流通企业的应收周转偏高，是因为其下游为药店，话语权偏强。

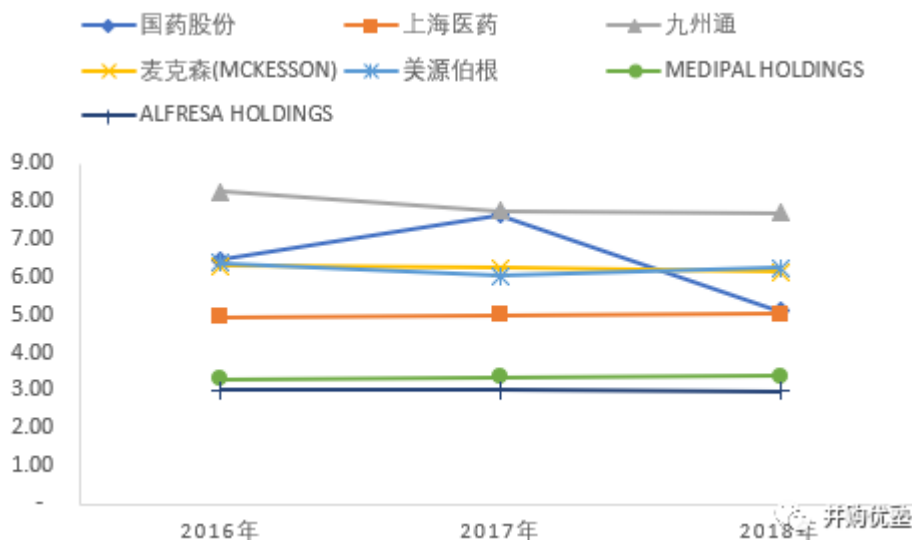


图：应收账款周转率来源：并购优塾

因此，我们假设，其应收款项占收入的比重，维持2018年水平不变。

此外，由于预收款项占收入的比重较少，且比较稳定，因此，我们假设其预收款项占收入的比重维持近两年平均水平。

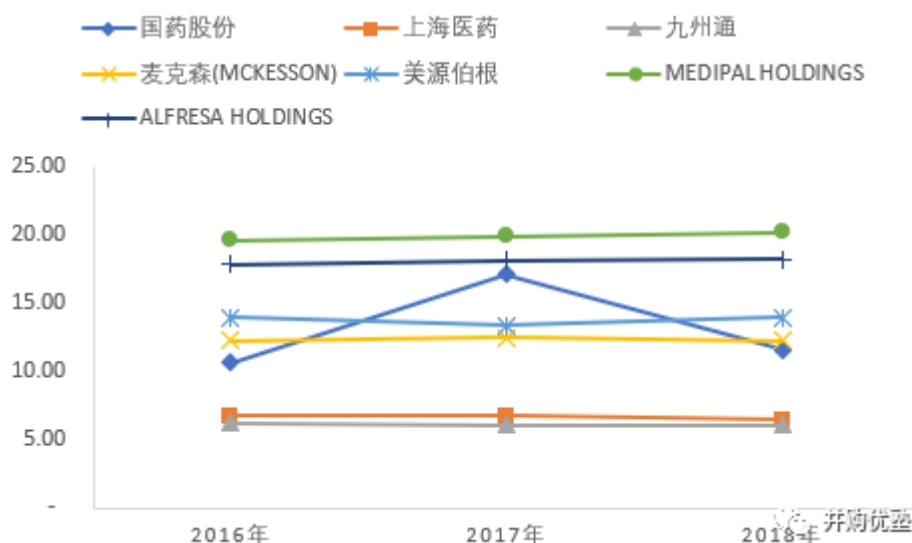
2) 对上游话语权——主要看应付账款、预付账款 从历史数据来看，应付账款占成本的比重比较稳定。对比同行业来看，国药股份处于行业平均水平。



图：应付账款周转率 来源：并购优塾

因此，我们假设，预测期内应付账款占成本的比重维持近两年平均水平。

此外，由于其预付款项占成本的比重比较稳定，且数量较少，因此，我们假设预测期内该比重维持近两年平均水平。看完了话语权，我们再来看它的营运效率到底如何——存货周转率。从历史数据来看，其存货周转率基本维持稳定。对比同行业来看，本案处于行业平均水平。因此，我们合理假设预测期内，其存货占成本比重维持 2018 年水平。



图：存货周转率 来源：并购优塾

以上假设，浓缩为表格数字如下。研究到这里，估值建模的几个主要变量已经明确。在假设搞定之后，其实建模计算就是水到渠成的过程。以上所有的一切，都是为了进行财务建模的表格测算。

单位：亿元人民币（特别说明除外）	2014A	2015A	2016A	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E
未表假设															
应收账款/营业收入	21.46%	21.89%	23.87%	26.74%	26.93%	26.93%	26.93%	26.93%	26.93%	26.93%	26.93%	26.93%	26.93%	26.93%	26.93%
预付款项/营业成本	0.65%	0.31%	0.33%	0.60%	0.78%	0.69%	0.69%	0.69%	0.69%	0.69%	0.69%	0.69%	0.69%	0.69%	0.69%
存货/营业成本	9.84%	10.45%	9.47%	8.20%	9.48%	9.48%	9.48%	9.48%	9.48%	9.48%	9.48%	9.48%	9.48%	9.48%	9.48%
其他经营性流动资产/营业收入	0.65%	0.17%	0.11%	0.59%	0.43%	0.45%	0.45%	0.45%	0.45%	0.45%	0.45%	0.45%	0.45%	0.45%	0.45%
应付账款/营业成本	20.06%	19.88%	22.94%	23.24%	23.13%	23.19%	23.19%	23.19%	23.19%	23.19%	23.19%	23.19%	23.19%	23.19%	23.19%
预收款项/营业收入	0.25%	0.19%	0.21%	0.24%	0.26%	0.25%	0.25%	0.25%	0.25%	0.25%	0.25%	0.25%	0.25%	0.25%	0.25%
其他经营性流动负债/营业收入	2.24%	2.97%	2.79%	3.73%	3.51%	3.51%	3.51%	3.51%	3.51%	3.51%	3.51%	3.51%	3.51%	3.51%	3.51%
归属于母公司股东的分红/上一会计年度净利润						23.17%	23.17%	23.17%	23.17%	23.17%	23.17%	23.17%	23.17%	23.17%	23.17%
归属于少数股东的分红/上一会计年度净利润						0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%

图：营运资本 来源：并购优塾

— 11 —



建模，如何操作？



在进行建模之前，我们先总结一下本案的基本面：

- 1) 收入增速**——受带量采购、医保谈判等降价政策影响，未来我国医药流通行业增速可能会进一步下降。不过，随着创新药不断上市、DRGs 拉动仿制药回暖，我国的医药流通行业增速还会随之小幅度提升。
- 2) 收入驱动力**——短期，由于近期降价政策频发，可能会使其收入收到影响；长期来看，其收入的增长主要靠集中度的提升、医药流通行业规模增速的回暖。
- 3) 回报分析**——2016 年-2018 年，其 ROIC（剔除现金）分别为 33.6%、57.3%、39.6%。
- 4) 核心护城河**——其核心护城河在于其在北京地区各级医院的覆盖情况，以及精麻类药品的龙头地位。
- 5) 风险因素**——受降价政策影响，医药流通行业的规模增速可能会不断下滑，而市场集中

度的提升又是一个比较漫长的过程，因此，可能会出现收入增速为负的情况。

研究到这里，估值建模的几个主要变量已经明确。在假设搞定之后，其实建模计算就是水到渠成的过程。以上所有的一切，都是为了进行财务建模的表格测算.....

如需获取本报告全文

以及部分重点公司详细估值建模表，

请购买专业版报告库，

以长江电力、海康威视为例，

估值建模部分，样图如下：

以长江电力为例，经配平后的资产负债表预测样图：

长江电力													
资产负债表 Balance Sheet													
单位：亿元人民币（特殊说明除外）	2016A	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E
无形资产净值	1.7	1.7	1.8	1.8	1.8	1.8	1.8	1.8	1.8	1.8	1.8	1.8	1.8
资产总计	2,989.0	2,994.0	2,955.0	2,803.8	2,690.9	2,617.3	2,595.3	2,672.9	2,744.7	2,817.3	2,890.6	2,964.7	3,039.6
负债和股东权益													
融资缺口	0.0	0.0	0.0	28.9	32.1	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
短期借款	600.1	566.9	538.3	457.6	388.9	350.0	315.0	315.0	315.0	315.0	315.0	315.0	315.0
应付款项	2.5	1.9	1.5	1.5	1.5	1.5	1.6	1.6	1.6	1.6	1.6	1.6	1.6
其他流动负债	18.5	26.3	28.5	29.5	29.5	29.5	30.2	30.8	30.8	30.8	30.8	30.8	30.8
流动负债合计	621.1	597.0	568.3	517.5	452.1	381.1	346.8	347.5	347.5	347.5	347.5	347.5	347.5
长期借款	806.0	740.3	617.2	524.6	445.9	401.3	361.2	361.2	361.2	361.2	361.2	361.2	361.2
应付债券	276.6	301.5	342.7	291.3	247.6	222.8	200.5	200.5	200.5	200.5	200.5	200.5	200.5
负债合计	1,703.7	1,638.8	1,528.1	1,333.4	1,145.6	1,005.2	908.5	909.2	909.2	909.2	909.2	909.2	909.2
股本及资本公积	662.5	663.2	663.0	663.0	663.0	663.0	663.0	663.0	663.0	663.0	663.0	663.0	663.0
留存收益	622.7	692.0	763.9	807.5	882.4	949.1	1,023.8	1,100.8	1,172.6	1,245.1	1,318.5	1,392.6	1,467.4
股东权益合计	1,285.3	1,355.2	1,426.8	1,470.4	1,545.3	1,612.0	1,686.8	1,763.7	1,835.5	1,908.1	1,981.4	2,055.5	2,130.4
负债和股东权益总计	2,989.0	2,994.0	2,955.0	2,803.8	2,690.9	2,617.3	2,595.3	2,672.9	2,744.7	2,817.3	2,890.6	2,964.7	3,039.6
平衡吗？	OK	OK	OK	OK	OK	OK	OK	OK	OK	OK	OK	OK	OK

以海康威视为例，现金流量表预测样图：

海康威视													
现金流量表 Cash Flow Statement													
(单位为百万人民币, 特殊说明除外)													
	2016 A	2017 A	2018 A	2019 E	2020 E	2021 E	2022 E	2023 E	2024 E	2025 E	2026 E	2027 E	2028 E
经营活动现金流													
净利润				10,480	13,972	17,999	20,706	-25,841	27,100	30,356	33,419	36,080	38,142
折旧				702	1,010	1,346	1,712	-1,112	2,477	2,764	2,966	3,076	3,088
摊销				94	148	207	272	343	420	503	591	681	772
资产减值				-44	-67	-60	-63	-73	-102	-159	-247	-368	-521
(公允价值)				0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
(非经常性或非经营性损益)				0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
经营性资产减少【期初-期末】				-2,582	-2,338	-2,720	-2,955	-2,694	-2,737	-2,654	-2,432	-2,055	-1,535
经营性负债增加【期初-期末】				65	77	83	90	95	96	83	85	72	54
经营性资产减少, 现金流入													
经营活动现金流				8,720	12,802	16,655	20,163	23,624	27,254	30,901	34,381	37,465	40,000
投资活动现金流													
投资收益				0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
非经常性或非经营性损益				0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
非核心资产减少				0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
(出售资产购建)				-2,932	-3,444	-4,001	-4,604	-5,238	-5,177	-4,947	-4,535	-3,941	-3,184
(无形资产购建)				-590	-693	-805	-926	-1,054	-1,183	-1,308	-1,422	-1,519	-1,592
(新增长期待摊费用)				0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
其他长期经营性资产减少【期初-期末】				-414	-515	-561	-607	-637	-648	-625	-572	-484	-363
投资活动现金流				-3,938	-4,651	-5,367	-6,137	-6,929	-7,005	-6,880	-6,529	-5,945	-5,139
筹资活动现金流													
(偿还期初融资缺口)				0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
(财务费用)				44	67	60	63	73	102	159	247	368	521
短期借款增加				-4,104	440	478	520	546	553	536	490	415	312
长期借款增加				969	959	966	992	1,022	838	639	422	188	85
(归属于母公司股东的分红)				(-5,608)	(-5,177)	(-6,902)	(-8,891)	(-10,229)	(-11,778)	(-13,387)	(-14,996)	(-16,509)	(-17,823)
(归属于少数股东的分红)				0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
股本与资本公积增加				0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
筹资活动现金流				-8,700	-3,711	-5,396	-7,317	-8,588	-10,284	-12,053	-13,836	-15,537	-17,045
净现金流量				-3,919	4,440	6,093	6,710	8,108	9,965	11,968	14,015	16,003	17,816
期初货币资金				26,552	22,433	27,073	33,166	39,875	47,983	57,948	69,917	83,932	99,936
新增融资缺口前的期末货币资金				22,633	27,073	33,166	39,875	47,983	57,948	69,917	83,932	99,936	117,752
现金分配													
所需资金				1,770	2,079	2,415	2,779	3,162	3,549	3,924	4,276	4,628	4,976
融资缺口【融资缺口=所需资金-期末货币资金】				0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
期末货币资金				22,633	27,073	33,166	39,875	47,983	57,948	69,917	83,932	99,936	117,752

在接下来的专业版报告中，我们将沿着上述思路，解决本案的以下几个重大问题。只有这些问题思考清楚，才能彻底看懂上述这家公司，形成逻辑闭环。很多人以为仅仅依靠产业逻辑分析，就能在二级市场横行——但其实，如果不把**估值建模**、**财务风险**两大因素搞清楚，仍将可能面临巨大灾难：

- 1) 在本案财务建模过程中，我们对比了大量的可比公司，得出的数据区间大家有何不同，其中是否有值得思考的点？国内巨头和国外公司之间，是否有差异？
- 2) 综合相对估值法、绝对估值法，得出的估值区间，是否符合逻辑？其中的差异因素，又在什么地方？如果进行敏感性分析，WACC和增速对估值的影响有多大？
- 3) 本案，是产业链上极为重要的一家——在本案估值建模测算过程中，不同方法的选择之下有何差别？到底应该怎样将所有财务预测串联起来，形成估值建模逻辑的闭环？
- 4) 经过前期的暴涨暴跌之后，很多人可能心里都很慌张，夜不能寐——那么，本案的估值，到底在什么样的区间，到底是贵了，还是便宜了？

因公开的报告细节，会和并购优塾定制报告的**付费用户**有冲突，因而，并购优塾团队将应订制报告用户的要求，部分内容不再免费提供，并逐步尝试付费功能。

为好的产品支付合理的价格，是让世界变得更好的方式——大家支付的费用，将有利于我们从全球顶尖大学补充更多的投研精英，也将有利于并购优塾团队从全球范围内，采购更深的行业数据，从而能够不断精进，为大家提供更有干货的研究报告。

本案，将更新至优塾团队的“核心产品一：专业版估值报告库”中，敬请留意。

如果您对本案的【估值部分】感兴趣，以及更多其他案例，可扫描下方二维码，获取本案的**估值建模**细节，以及背后可能涉及的**财务风险**。同时，之前因诸多原因无法公开发布的报告，以及重大风险点提示，都将包含其中。

另外，对付费会员，并购优塾的历史研报，以及相关的报告评级等，诸多公众号不具备的功能（包括针对重点公司的**估值建模表格**），都将陆续开放下载。



扫码阅读核心产品一

专业版 | 估值报告库

购买后获取建模表与发票，请添加工作人员微信：ys_dsj

— 14 —



除了这个案例，
你还必须学习这些.....



这个案例的研究已经告一段落，然而——市场风险变幻莫测，唯有稳健的人才能夜夜安枕。

价值洼地、安全边际，这八个字，可以说是价值投资研究体系的真正核心所在，也是巴菲特、查理·芒格、塞斯·卡拉曼、彼得·林奇、约翰·聂夫、乔尔·格林布拉特等诸多大师的思想精华。

无论你在一级市场，还是二级市场，只有同时掌握财务分析、产业分析、护城河分析、估值分析、投资组合分析技能，才能在市场上安身立命。其中，尤其是**估值分析技能**，更是整个价值投资研究体系的精髓所在。

然而，由于估值不仅仅是数据测算，还需要建立在对市场的理解、对产业的分析，以及严谨庞杂的数据计算，这个领域专业门槛极高，往往让人望而生畏，因而，也是限制资本市场从业人士职业发展、投研体系突破的极大瓶颈。

而这，正是并购优塾团队未来终生都将为之努力的方向——和我们一起，每天打卡，用10年时间，研究10000家公司。

炮制虽繁，必不敢省人工；品味虽贵，必不敢减物力。优中选优，一直是并购优塾坚持的方向。我们将**近5年来**关于研究体系的思考历程，**近3年来**的数百家公司研究案例，以及精选的**数百篇**优质估值报告，全部浓缩在这份研报库里，一方面，这是并购优塾团队研究体系的全部记录，另一方面，也希望能促进你的思考，少走弯路。

我们是一群研究控，专注于深度的公司研究。这份研报库，浓缩了我们的研究精华，是并购优塾用户人手一套的研究指南。希望你：每日精进，必有收获。

【免责声明】 1) 关于版权：版权所有，违者必究，未经许可，不得以任何形式进行翻版、拷贝、复制。2) 关于内容：我们只负责财务分析、产业研究，内容观点仅供参考，不支持任何形式的决策依据，也不支撑任何形式的投资建议。本文是基于公众公司

属性，根据其法定义务内向公众公开披露的财报、审计、公告等信息整理，不为未来的变化做背书，未来发生的任何变化均与本文无关。我们力求信息准确，但不保证其完整性、准确性、及时性。市场有风险，研究需谨慎。3) 关于主题：财务建模报告工作量巨大，仅覆盖部分重点行业及案例，不保证您需要的所有案例都覆盖，请谅解。4) 关于平台：优塾团队所有内容以微信平台为唯一出口，不为任何其他平台内容负责，对仿冒、侵权平台，我们保留法律追诉权力。