



GREAT ROC

CAPITAL SECURITIES LIMITED

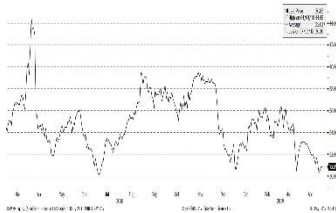
鴻騰資本證券有限公司

A Wholly-owned subsidiary of UNF (Holdings) Limited (HSEK stock code 1468)
英國(控股)有限公司之全資附屬公司 (香港交易所上市編號1468)

國藥控股 SINOPHARM

(01099.HK)

3 MAY 2019



來源: 彭博

財務資料摘要

收市價*	30.85
總市值 (億港元)	918.2
52週高位	41.05
52週低位	29.31

*截至5月2日

1Q19 財務資料摘要

人民幣(億元)	
收入	951.8
變動(%)	20.6
稅前利潤	25.0
變動(%)	26.9
淨利潤	11.4
變動(%)	28.4

主要股東資料

	持股
摩根大通	23.0
Oppenheimer Funds	11.0
貝萊德	7.2

來源: 披露易

業務模式

- 國藥控股(1099)為國內批發、零售一體化的藥品流通企業。目前公司業務分為4大板塊,包括醫藥分銷、醫藥零售、醫療器械分銷及其他(分銷實驗室用品、製造及分銷化學試劑、生產及銷售醫藥製品及融資租賃)。
- 醫藥分銷為國藥核心業務,2018年貢獻約80%的收入來源。截至2018年底,其分銷網絡已覆蓋全國31個省、直轄市及自治區,地級行政區域覆蓋率達到97%。憑藉分銷網絡的完善布局,公司穩居國內分銷龍頭一哥位置,僅隨其後為上海醫藥(2607)、華潤醫藥(3320)及九州通(600998.SH)。
- 至於醫藥零售方面,2018年零售藥房數目按年增加740間至5,183間,覆蓋30個省、直轄市及自治區。

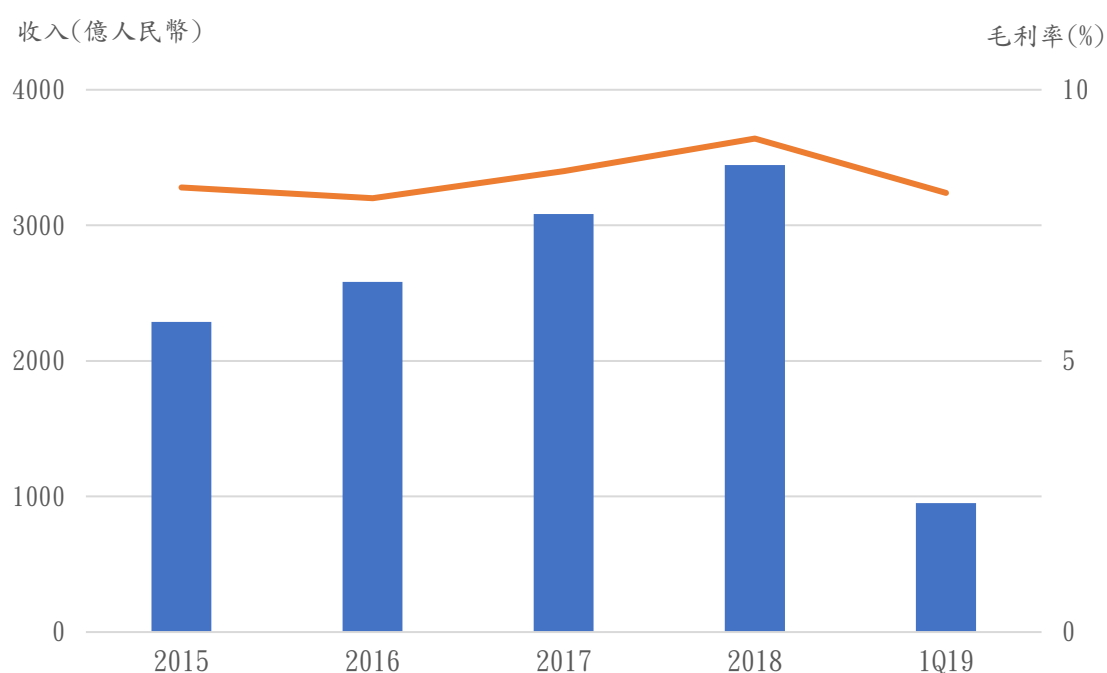
國藥控股旗下零售藥房



圖片來源: https://med.sina.com/article_detail_100_1_1114.html

經營業績

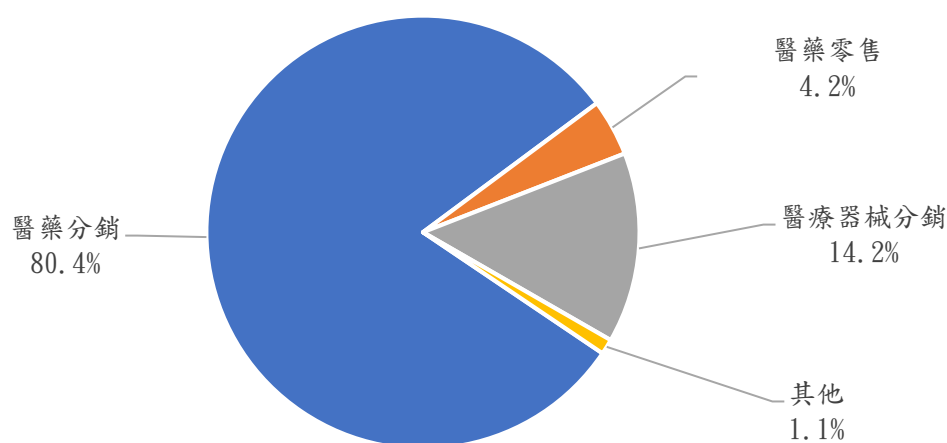
- 截至 2019 年 3 月底止之首季業績，國藥控股收入按年上升 20.6% 至 951.8 億人民幣；歸屬於母公司擁有人應佔利潤則按年增加 28.4% 至 11.4 億人民幣。首季盈利表現理想，歸因於多個利好因素帶動。第一，所有業務收入錄得不俗增長，核心分銷業務按年上升 18%；零售及醫療機械分銷業務則同比增長 30% 及 40%。第二，公司繼續發揮規模效應，令營運效率提高，主要費用率(管理、銷售及財務)由 2018 年同期的 5.39%，下降至 5.24%。第三，因「兩票制」政策於去年初全面推進，令 2018 年首季的盈利受壓，致基數偏低。



來源：公司年報，經鴻騰資本證券整理

- 2019 年首季毛利率按年輕微下跌 0.1 個百分點至 8.1%，主要是受到 DTP(Direct to Patient)零售和醫療器械分銷業務快速增長的影響，特別是 DTP 零售的毛利率遠低於傳統的零售業務。惟管理層預期，2019 年全年毛利率水平與 2018 年相若。
- 值得一提的是，首季淨經營活動現金流出按年上升 44.4% 至 216.7 億人民幣。基於「兩票制」已經在全國實施，導致分銷業務的銷售架構明顯改變，直銷業務佔比明顯上升，應收賬款天數上升 8 天至 115 天。

2018 年度收入分布



人民幣(千元)	2015	2016	2017	2018
醫藥分銷	215,597,160	243,883,443	254,425,335	276,985,973
醫藥零售	8,714,841	10,201,689	12,341,779	14,601,174
醫療器械分銷	-	-	37,846,939	49,009,951
其他	4,360,928	4,302,557	3,739,526	3,928,723
總數	228,672,929	258,387,689	308,353,579	344,525,821

來源：公司通告，經鴻騰資本證券整理

成本結構

人民幣(千元)	2015	2016	2017	2018
銷售及分銷成本	6,024,832	6,618,858	8,369,078	10,369,806
行政開支	3,711,888	4,110,380	4,967,640	5,517,883
財務費用	1,987,806	1,931,820	2,769,719	4,113,863

來源：公司通告，經鴻騰資本證券整理

前景

- 繼「兩票制」之後，對於整個中國醫藥行業影響深遠的重磅政策-帶量採購試點落地。所謂「帶量採購」，即是指國家組織對藥品進行統一招標，採購數量會預先訂明，實行價低者得。採購試點會於4個直轄市和7個省會城市率先實施，相當於全國公立醫療機構年度採購量的60%至70%，涉及的產品主要為仿製藥。目的是通過以量換價的方式，壓低藥物的價格。
- 針對分銷行業而言，帶量採購政策有利有弊。由於藥品價格下跌，無可否認會對分銷收入及毛利構成一定壓力。但管理層指出，目前試點採購規模僅佔

2018 年總收入約 2% 左右，相信對 2019 年業績影響相當有限。為應對未來帶量採購政策向全國推進，公司有意分銷更多創新藥以及加快零售和醫療器械分銷業務發展，以抵銷政策的沖擊。另一方面，帶量採購有總額預付機制，有助紓緩分銷企業週轉情況，減少財政負擔，而且中長線有助行業集中度提升，對龍頭的分銷企業較為有利。

- 此外，中央近年多管齊下進行醫療改革，包括限制公立醫院藥佔比、取消醫院藥物加成等。在政策驅動下，醫藥分家和處方藥外流已經成為大勢所趨，為國藥的零售業務帶動更多增長潛力。未來國藥會延續每年開增 10% 至 15% 零售藥店的規模，增加在全國的滲透率。

風險因素

- 政策風險(帶量採購加速推進)
- 零售和醫療器械分銷業務增長不似預期

估值

	2019E	2020E
市盈率	12.0	10.7
股息率	2.5	2.8

來源: 彭博

投資建議

- 國藥為中國醫藥分銷和零售龍頭，其分銷及零售網絡布局已相當完善，規模效應的體現為未來盈利增長點之一。再者，政策帶來的不明朗因素屬短暫，中長線可透過調整業務收入結構和受惠於市場份額提高，前景相對樂觀。策略上，現價為 2019 年預測市盈率 12 倍，估值低於同業平均水平。今年以來，股價於 30 至 36 元區間波動，現價具一定值博空間。

盈利預測

人民幣(百萬元)	2018A	2019E	2020E	2021E
收入	344,525.8	379,621.0	419,905.0	468,084.0
稅前盈利	12,207.9	13,526.0	15,232.0	17,214.0
淨利潤	5,835.8	6,668.0	7,477.0	8,308.0

來源: 公司年報、彭博

同業比較

公司	編號	市值 (億港元)	股價年初至 今變化(%)	預測市盈率 (X)	預測股息率 (%)
國藥控股	1099.HK	918.2	-6.1	12.0	2.5
上海醫藥	2607.HK	590.2	2.1	8.9	3.4
華潤醫藥	3320.HK	720.2	12.1	15.1	1.3
九州通	600998.SH	343.4	7.5	17.9	1.3

來源:彭博

免責聲明

本報告由鴻鵬資本證券有限公司(“鴻鵬”)研究部刊發，內容基於其認為可靠的來源，但就其是否公平、準確、完整或正確，鴻鵬概不作出或發出任何明示或默示的保證或承諾。本報告中的所有意見如有更改，恕不另行通知。所提供的資訊僅供參考和閱覽，並非就本文提及的證券或投資進行買賣或交易的建議、要約或招攬。在市場慣例允許的情況下，鴻鵬及其員工和親屬或連絡人，可不時就本報告中提及的公司的證券或相關產品或投資持有頭寸，以及進行買賣。投資涉及風險。投資者應注意，投資的價值和證券的價格可以上升或下跌，過往表現不一定未來表現的指標。投資者應尋求獨立專業意見，鴻鵬在任何情況下，就投資者使用此報告的資訊而可能蒙受的利潤損失，概不在任何方面承擔責任。本報告的內容的版權屬於鴻鵬所有。未經鴻鵬許可，任何人不得就任何目的複製、發佈或分發本報告的全部或部分內容。本報告所載觀點，由證監會持牌分析師擬備，並準確反映分析師對有關證券的個人意見。除非另有披露，否則於本報告刊發日期，就本文談及的公司或與該等公司屬同一集團的成員公司的證券，本報告的分析師並無持有任何權益。

鴻鵬資本證券有限公司

地址：香港灣仔港灣道1號會展廣場辦公大樓44樓

電話：(852)3423 0090 傳真(852)3423 0099

電郵：info@greatroc.com.hk, bevisho@greatroc.com.hk