

## 九州通 (600998)

证券研究报告

2020年02月16日

## 民营医药商业龙头，医改变局中的“破”与“立”

## 民营医药商业龙头，具备覆盖全国的渠道网络

公司是全国医药商业企业销售规模第四位，民营医药商业排名第一的医药分销龙头。2008-2018年十年收入CAGR 18.3%，归母净利润CAGR 20.1%。与排名前三位的国控、上药、华润相比，公司的优势渠道为基层医疗市场以及院外市场。依靠优质的配送能力，公司在行业的口碑以及市场地位进一步提升。我们认为公司未来有望受益政策推动，继续保持稳步提升：(1)各渠道的增长带动，其中城市医疗机构、基层医疗机构以及零售药店，未来三年有望分别保持25%、30%、20%的增长，器械配送有望保持35-40%增速；(2)全国仓储物流信息化系统、渠道网络建设完成，资本投入有望减少，成本端逐步降低；(3)总代理业务带动盈利能力提升，有望持续改善ROE。

## 受益政策催化，龙头价值凸显

2017年以来医药政策频出，“两票制”、“分级诊疗”、“带量采购”对行业的发展都带来了深远的发展影响。根据米内网数据，2019年H1全国药品销售总额为9087亿，公立基层医疗机构与零售药店的药品终端销售占比分别为9.9%、23.10%，较2018年占比分别提升了0.2pp/0.2pp。我们认为药品终端市场的变化会带来渠道价值的重构。公司的优势渠道是基层医疗机构以及零售药店，凭借专业化的服务能力，高效的供应链管理有望持续受益这部分市场的增长。另一方面，2017年“两票制”后，渠道整合的趋势增加，公司作为龙头企业有望受益行业集中度的进一步提升；同时“4+7”利好具备全国性渠道布局的企业，带动公司医院开户数量的提升，城市医疗机构市场逐步打开。

## 总代理业务快速发展，带动盈利能力逐步增强

受益政策推动，我国药品终端销售市场结构正在逐步向基层以及零售渠道转移，公司已经完成了在全国的仓储物流信息化建设，具备覆盖全国的渠道能力，在此背景下诞生的总代理业务迎来快速发展，从单纯的配送商向具备推广服务职能的代理商转变，对公司盈利能力以及现金流的改善均带来积极作用。目前公司已经获得了东阳光药奥司他韦（OTC渠道）、华海药业“4+7”中标品种厄贝沙坦片等产品的代理权，我们预计在当前医改背景下，院内产品继续向院外转移的趋势依旧，公司总代理业务有望持续稳步发展，未来三年预计实现超200亿的销售收入，对公司整体盈利能力、ROE的提升有较好的带动作用。

## 估值与评级

公司是全国民营医药商业龙头，有望持续受益行业的政策推动下药品市场销售结构的转变；而在此背景下诞生的总代理业务，是公司逐步由单纯的配送商向具备推广销售职能的服务商的转变，对盈利能力与现金流均有积极的作用。根据2019年前三季度经营情况以及新冠病毒疫情影响，我们对公司盈利预测进行调整，由2019-2021年的17.39/21.95/27.42亿元，调整为2019-2022年净利润为16.91/22.52/26.03/31.76亿元（不考虑土地退还补偿款），对应EPS为0.9/1.2/1.39/1.69元/股，目标价19.2元，维持“买入”评级。

**风险提示：**政策推进不及预期，行业并购整合不及预期，市场竞争加剧的风险，药品减价风险，应收账款坏账等风险

财务数据和估值	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	73,942.89	87,136.36	101,485.60	118,920.94	137,631.90
增长率(%)	20.12	17.84	16.47	17.18	15.73
EBITDA(百万元)	2,442.38	3,072.66	3,551.54	4,393.86	5,023.10
净利润(百万元)	1,445.51	1,340.58	1,691.09	2,252.27	2,602.94
增长率(%)	64.87	(7.26)	26.15	33.18	15.57
EPS(元/股)	0.77	0.71	0.90	1.20	1.39
市盈率(P/E)	21.06	22.70	18.00	13.51	11.69
市净率(P/B)	1.66	1.65	1.78	1.59	1.43
市销率(P/S)	0.41	0.35	0.30	0.26	0.22
EV/EBITDA	14.60	9.06	10.83	9.26	8.66

资料来源：wind，天风证券研究所

## 投资评级

行业	医药生物/医药商业
6个月评级	买入（维持评级）
当前价格	16.21元
目标价格	19.19元

## 基本数据

A股总股本(百万股)	1,877.66
流通A股股本(百万股)	1,673.46
A股总市值(百万元)	30,436.94
流通A股市值(百万元)	27,126.71
每股净资产(元)	8.37
资产负债率(%)	69.83
一年内最高/最低(元)	18.10/11.62

## 作者

郑薇	分析师
SAC执业证书编号：S1110517110003	
zhengwei@tfzq.com	
杨烨辉	分析师
SAC执业证书编号：S1110516080003	
yangyehui@tfzq.com	

## 股价走势



资料来源：贝格数据

## 相关报告

- 《九州通-公司点评:与华海签订厄贝沙坦合作框架，迈向带量采购品种配送新台阶》2019-11-26
- 《九州通-季报点评:Q3业绩稳健增长，现金流改善明显》2019-10-22
- 《九州通-半年报点评:业绩超预期，现金流改善明显》2019-08-27

## 内容目录

1. 深耕医药流通领域二十余载，成就今朝民营医药商业龙头.....	4
1.1. 长期发展励精图治，领跑行业.....	4
1.2. 差异化竞争促发展，医药批发业务是核心.....	5
1.2.1. 经营规模提升，业绩稳步增长.....	5
1.2.2. 批发业务是核心，工业零售同发展.....	7
1.3. 基层零售占比逐步提升，下游渠道结构不断改善.....	9
2. 医改进入深水区，“中游”企业的变局与机会？.....	12
2.1. 渠道逐步走向集中化，大型并购已经现雏形.....	12
2.1.1. 硬币的两面，两票制行业影响好坏参半.....	12
2.1.2. “4+7”，医药流通头部企业“机遇”&“挑战”.....	14
2.2. 药品市场结构的变化，中游企业开始做出相应的调整.....	15
3. 仓储物流渠道等基础建设完善，“迎风”破局.....	16
3.1. 享政策春风，迎发展契机.....	16
3.2. “硬件”条件突出，具备稳定发展基础.....	17
3.2.1. 物流仓储与网络建设配送能力强，成为公司高效专业化服务的基础.....	17
3.2.2. 统一化管理+信息化技术的投入，是高效专业化服务的催化剂.....	18
3.2.3. 基于全国的配送网络的建立，提升公司的竞争能力.....	18
4. “变”中谋“新”，总代理业务成发展亮点.....	19
4.1. 政策+渠道+管理，三个维度看总代理业务的发展.....	19
4.2. 总代理业务有利于公司盈利能力的提升与现金流的改善.....	20
5. 业绩拆分与估值分析.....	21
5.1. 业绩拆分.....	21
5.2. 估值分析.....	22
6. 风险提示.....	23

## 图表目录

图 1：公司发展历程.....	4
图 2：公司股权结构.....	5
图 3：我国医药流通行业发展路径.....	5
图 4：2018 年-2018 年公司营收/利润（亿元）与 CAGR.....	6
图 5：2007-2019Q3 营业收入（亿元）及增速.....	6
图 6：2007-2019Q3 归母净利润（亿元）及增速.....	6
图 7：2007-2019Q3 毛利率与净利率.....	6
图 8：2007-2018 主营业务营业收入（亿元）及增速.....	7
图 9：2007-2018 医药批发、医药工业、医药零售及其他业务毛利率.....	7
图 10：2008 年、2019H1 公司主营结构对比.....	8
图 11：2008-2019H 各品种营业收入及增速.....	8

图 12: 中国大陆各地区营业收入情况 (亿元) .....	9
图 13: 2018 年 (右)、2019H1 (左) 公司各渠道销售占比 .....	9
图 14: 2016-2019H1 各渠道销售占比变化情况 .....	10
图 15: 2011-2019H1 基层医疗机构有效客户数量 (万家) 及增长 .....	10
图 16: 2011-2019H1 全国基层医疗机构数量 (万家; 左) 及九州通占比 .....	10
图 17: 2007-2019Q3 公司销售、管理、财务三项费率情况 .....	10
图 18: 行业资产负债率比较 .....	11
图 19: 行业流动比率比较 .....	11
图 20: 行业速动比率比较 .....	11
图 21: 2008-2018 年 ROE、销售净利率、总资产周转率率与权益乘数 (右轴) .....	12
图 22: 2017-2019 九州通、国控调拨业务 (百万元) 呈现下滑趋势 .....	12
图 23: 2017 年全国医药流通公司市场份额 .....	13
图 24: 《4+7 城市药品集中采购上海地区补充文件》细则 .....	14
图 25: 带量采购后配送模式变化 .....	14
图 26: 药品销售终端向着基层以及院外市场转移 .....	15
图 27: 2011-2019H1 基层医疗市场药品销售额 (亿元) 及增速 .....	16
图 28: 2011-2019H1 零售药店市场药品销售额 (亿元) 及增速 .....	16
图 29: 2011-2019H1 公司基层医疗机构销售额 (亿元) 及增速 .....	16
图 30: 2016-2019H1 公司零售药店市场销售额 (亿元) 及增速 .....	16
图 31: 2011-2019H1 公司二级以上医疗机构销售额 (亿) 及增速 .....	17
图 32: 2011-2019H1 公司二级以上医院有效客户数 (家) .....	17
图 33: 九州通具备高效的物流作业能力 .....	17
图 34: 九州通具备深度覆盖的物流网络 .....	18
图 35: 公司与各级连锁的合作现状 .....	19
图 36: 九州通-PE-Band .....	22
表 1: 医药流通行业最近几年部分并购整合案例 .....	13
表 2: 公司医疗终端/连锁药店客户情况(家) .....	18
表 3: 公司与部分厂家的合作 .....	20
表 4: 公司业绩拆分 .....	21
表 5: 公司与可比公司的比较 .....	22

## 1. 深耕医药流通领域二十余载，成就今朝民营医药商业龙头

九州通医药集团成立于 1999 年，总部设于武汉。历经数十载的发展，公司目前已发展成为全国最大的民营医药流通企业，仅次于中国医药集团、上药、华润等国有医药流通企业。公司主营业务为药品、医疗器械、中药材与中药饮片、食品、保健品等产品的批发，零售连锁，药品生产和研发以及增值服务业务公司经营品类丰富、品种结构完善；拥有覆盖全国的销售网络和现代化物流中心，医药物流技术与能力处于行业领先地位。

### 1.1. 长期发展励精图治，领跑行业

在长期发展过程中，公司建立了“快批快销”的商业模式，同时在渠道上，公司下游客户以基层医疗卫生机构、零售药店和诊所等客户为主，相对于公立医院渠道，公司的客户市场化程度更高，因此有利于公司在市场竞争中利用其高效的配送能力、优质的服务能力抢占和巩固市场份额。

此外，随着国家带量采购、分级诊疗和处方外流等政策的推进，基层市场的需求将不断提升；同时，公司逐步积极进行产业链延伸，加强对渠道和品种结构的调整，未来有望进一步助力公司长期稳健的发展，提升盈利能力。公司于 2010 年 11 月在上交所上市，依托资本市场多元化的融资方式增强资金优势，从而不断取得发展。

九州医药集团公司经历了 5 段发展历程。将公司发展历程划分为五个阶段：发展探索阶段（1999-2003）→发展规划阶段（2003-2007）→二次创业发展阶段（2007-2008）→股份改制与上市阶段（2008-2014）→战略组合调整阶段（2014-至今）。不同发展阶段，公司根据自身发展情况以及行业政策的变化，实施调整战略性目标。

图 1：公司发展历程

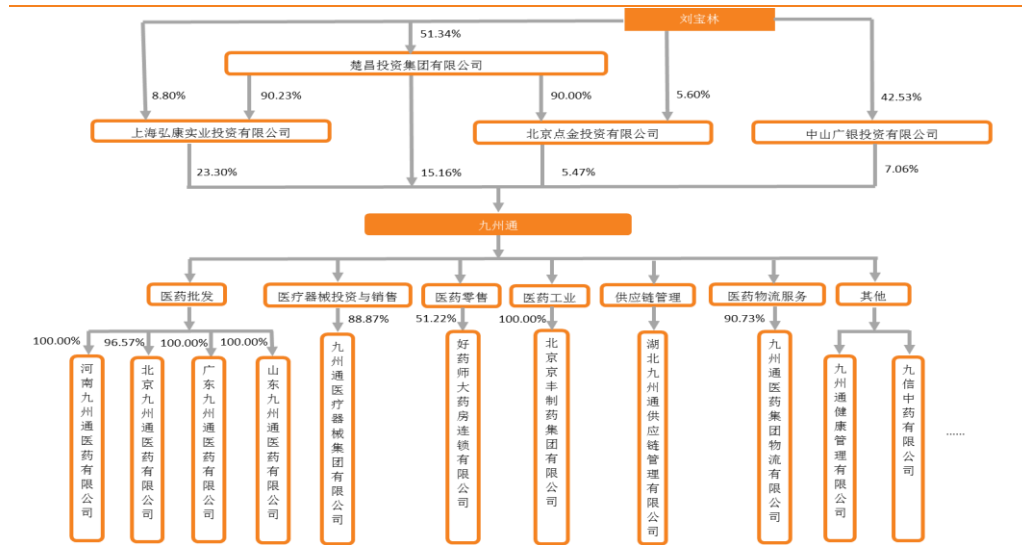


资料来源：公司官网，天风证券研究所

目前公司围绕“分销业务、医疗业务、终端业务”三大核心业务，利用自身渠道优势，不断实现相关其他领域的延伸，比如：中药业务、医疗器械、消费品、医药工业、总代理业务、原料药等战略业务；第三方物流、基金投资、医养融合、孵化器、药品研发持续培育的新兴业务。在以医药流通为主要经营业务的基础上，适当培育发展具备发展潜力的新业务。

公司直接大股东为上海弘康实业投资有限公司，董事长刘宝林先生通过对楚昌投资集团有限公司、中山广银投资有限公司、上海弘康实业投资有限公司、北京点金投资有限公司的持股从而为公司实际控制人。刘宝林先生自 2003 年起担任公司董事长，实际控制人参与公司的经营以及较为集中的持股比例有利于公司长期的稳定发展。

图 2：公司股权结构

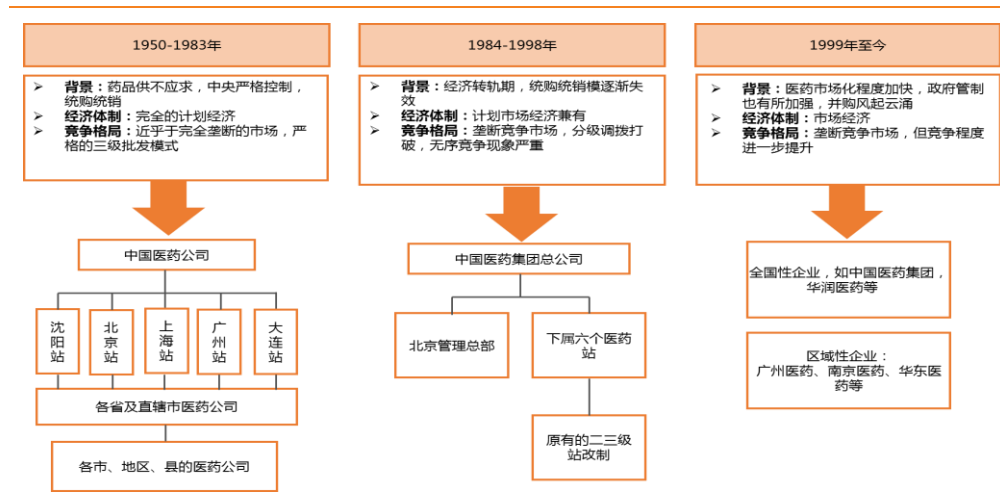


资料来源：公司 2019 年半年报，天风证券研究所

## 1.2. 差异化竞争促发展，医药批发业务是核心

从 50 年代到现在，我国流通行业也历经了不同发展阶段，但是整体来看，国有企业依旧占据主要市场份额，且主要渠道是面向公立医疗。而公司在市场拓展方面通过深耕基层医疗卫生机构与零售药店、诊所等渠道，逐步成长为我国民营医药流通企业龙头，2018 年实现收入 871 亿元，同比增长 18%。

图 3：我国医药流通行业发展路径



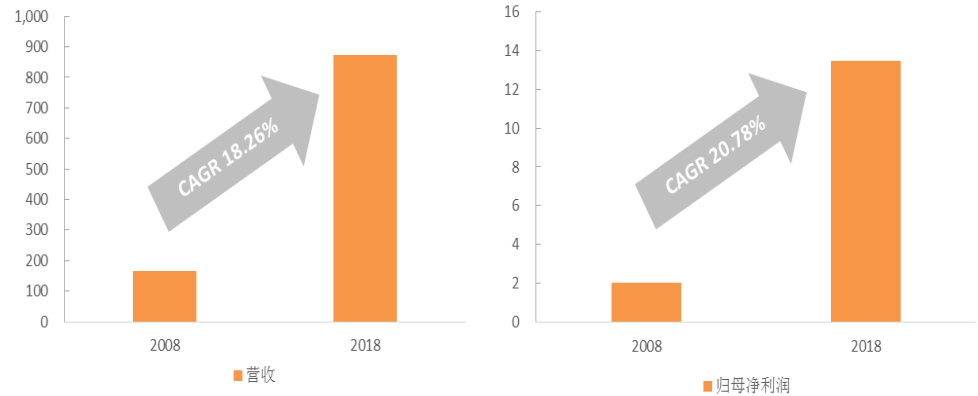
资料来源：中国产业信息网，天风证券研究所

### 1.2.1. 经营规模提升，业绩稳步增长

随着人口老龄化的加剧和居民卫生费用支出的增加，公司把握机遇并进一步完善全国范围内的销售网络，不断深入挖掘下游客户，从而使得业务规模不断提升。营业收入从 2008 年的 162.88 亿元增长到 2018 年 871.36 亿元，10 年 CAGR 为 18.26%；归母净利润从 2008 年 2.03 亿增长到 2018 年的 13.41 亿元，10 年 CAGR 为 20.8%。我们预计 2019 年公司含税收入有望突破 1000 亿。



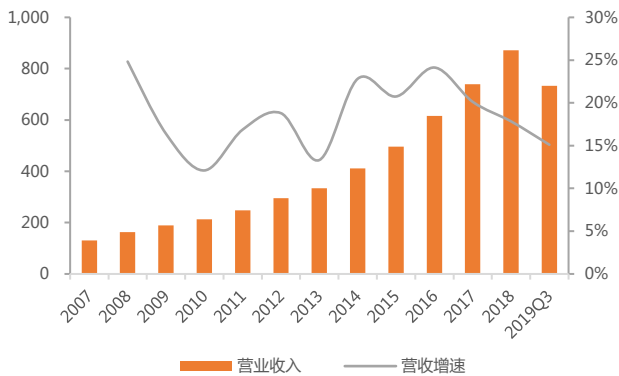
图 4：2018 年-2018 年公司营收/利润（亿元）与 CAGR



资料来源：wind，天风证券研究所

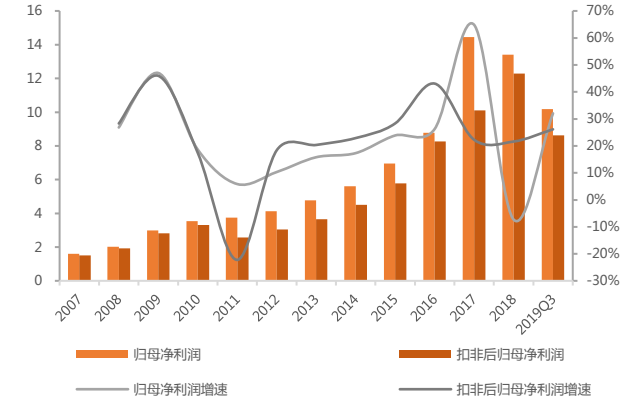
整体看，近年来公司营收与规模均保持了快速增长，2019 年前三季度，公司实现营收 733.79 亿元（+15.11%），实现归母净利润 10.19 亿元（+32.05%），扣非后归母净利润 8.62 亿元（+26.14%）。作为民营医药商业龙头，长期看公司具备稳健增长动力。

图 5：2007-2019Q3 营业收入（亿元）及增速



资料来源：Wind，天风证券研究所

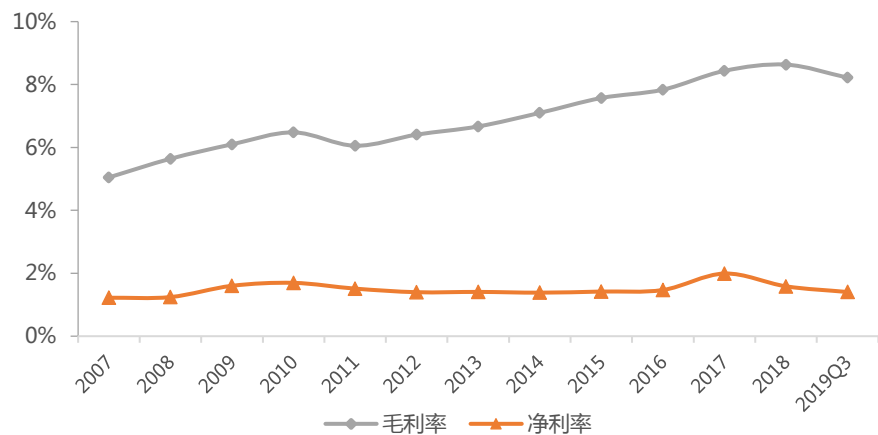
图 6：2007-2019Q3 归母净利润（亿元）及增速



资料来源：Wind，天风证券研究所

传统的医药流通企业主要承担“垫资+配送”的职能，中间渠道环节的利润相对较为单薄，属于微利行业，2019 年公司前三季度毛利率水平为 8.22%，净利率率为 1.4%。在“薄利”的模式下，行业的规模化效应以及高效的运转、配送能力就显得更为重要。

图 7：2007-2019Q3 毛利率与净利率



资料来源：Wind，天风证券研究所

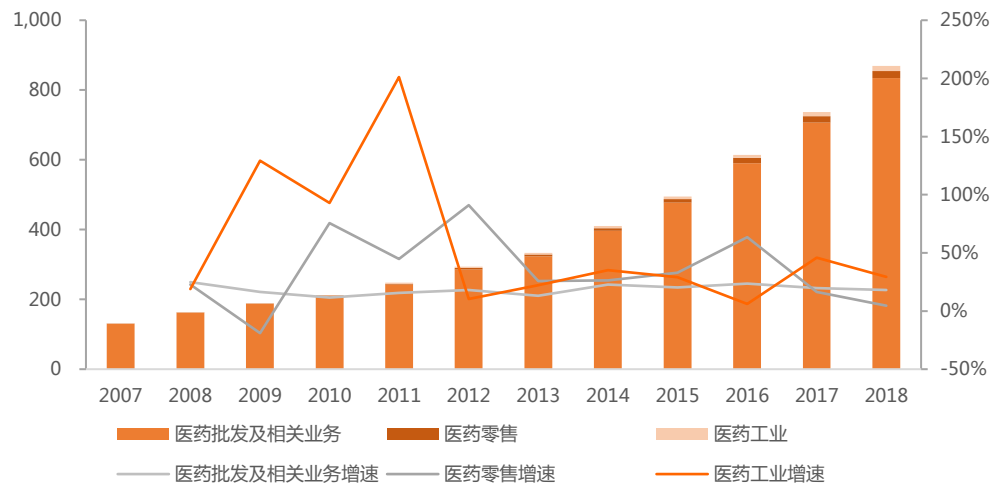
自 2011 年起，公司的毛利率水平呈现逐步提升的态势，我们判断这与：1) 公司后期医药工业、医药零售等高毛利率业务的发展提速相关；2) 公司经营规模扩大，在渠道的议价能力提升，规模化效应的体现。

### 1.2.2. 批发业务是核心，工业零售同发展

公司的主营业务是医药批发及相关业务、医药零售和医药工业，核心是医药批发及相关业务。公司医药批发及相关业务 2018 年实现收入 834.52 亿元，占当年总收入的 95.8%，是公司最核心的收入来源；医药零售与医药工业收入占比相对较小，2018 年分别为 2.25%、1.77%，分别实现收入 19.60 亿元、15.45 亿元。

作为公司的核心业务，公司医药批发业务增长稳健，2007-2018 年收入复合增速为 18.5%；医药零售和医药工业份额虽小，但实现了高速增长。作为全国民营医药商业龙头，公司在分销渠道上具有一定的议价能力与渠道价值，借助中间渠道在品种、采购以及终端需求客户积累上的优势，充分发挥了“工、商、零”一体化的优势，推动产业链上下游的不断延伸，以及协同效应。

图 8：2007-2018 主营业务营业收入（亿元）及增速

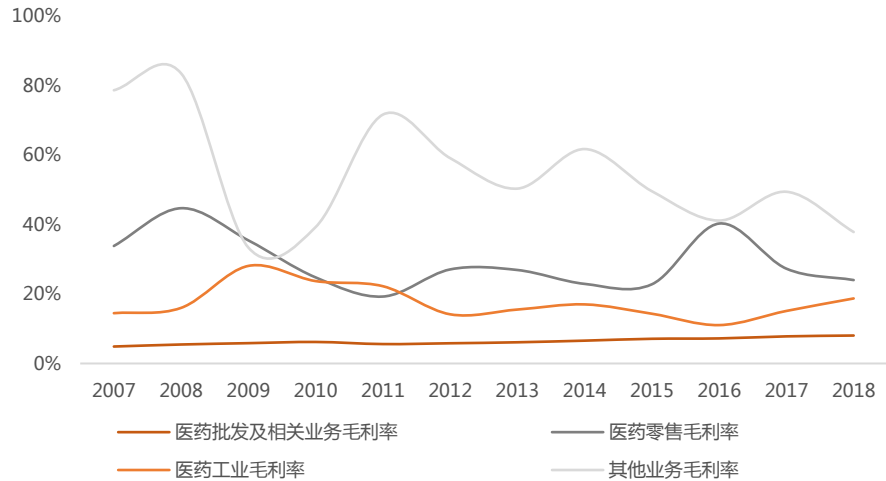


资料来源：wind，天风证券研究所

**医药批发的毛利率水平逐步提升，规模化效应体现。**以 2018 年为例，公司医药批发的毛利率水平为 8%，而医药工业、医药零售的毛利率水平则分别为 18.7%、24%，其他业务（第三方物流等）的毛利率水平为 37.8%，整体均高于医药批发的毛利水平。

同时我们也能看到，医药工业与医药零售目前处于成长阶段，因此毛利率的变动较大，而医药批发业务相对成熟，毛利率水平呈现逐步提升态势，推测 1) 公司规模效应提升带来的渠道价值的提升；2) 公司行业逐步提升的过程中，高毛利品种占比的提升。

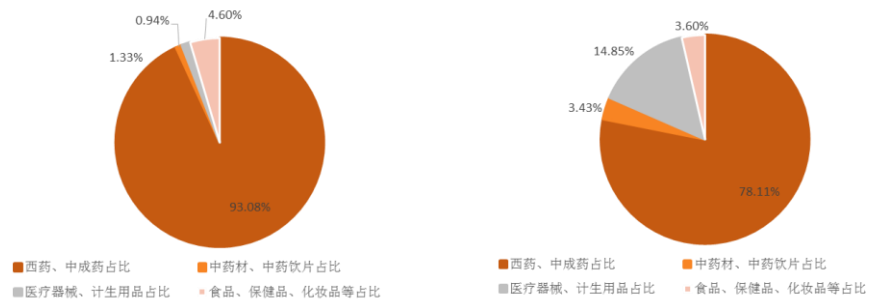
图 9：2007-2018 医药批发、医药工业、医药零售及其他业务毛利率



资料来源: Wind, 天风证券研究所

从品种角度来看, 西药、中成药 2019 年上半年销售额为 377.39 亿元, 占主营业务收入的 78.11%, 是公司的核心业务品种; 其次为医疗器械、计生用品, 非药品, 中药材、中药饮片等。从公司 2008 年到 2019 年 H1 各品种占比情况来看, 公司医疗器械、计生用品的占比提升迅速, 从 0.94% 提升至 14.85%, 目前依旧维持了较为高速的成长, 我们预计未来医疗器械板块的占比还将逐步提升。

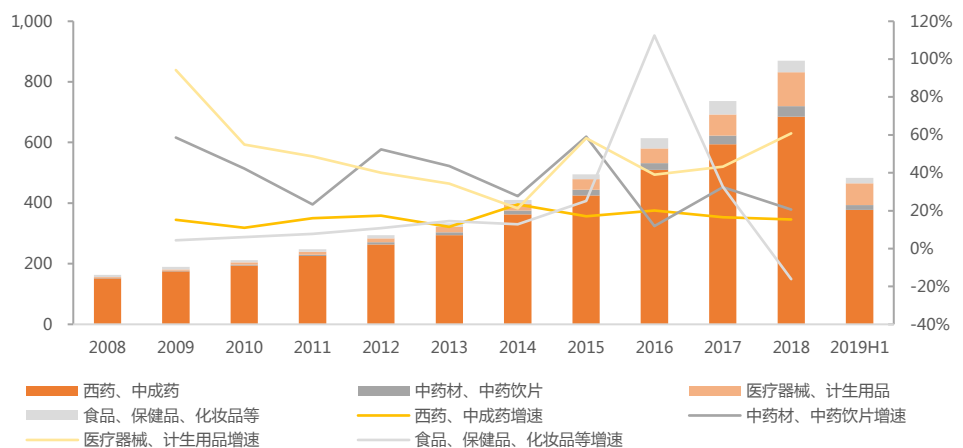
图 10: 2008 年、2019H1 公司主营结构对比



资料来源: Wind, 天风证券研究所

从各产品增速来看, 医疗器械板块始终维持着较高水平的增长, 2014 年至 2018 年, 医疗器械、计生用品板块维持了 50% 的复合增长; 其次增长较快的是中药材、中药饮片板块, 2018 年收入增长 20.54%。公司主要的销售品种, 西药、中成药则维持了稳健的增长态势, 2008-2018 年, CAGR 为 14.7%。

图 11: 2008-2019H1 各品种营业收入及增速

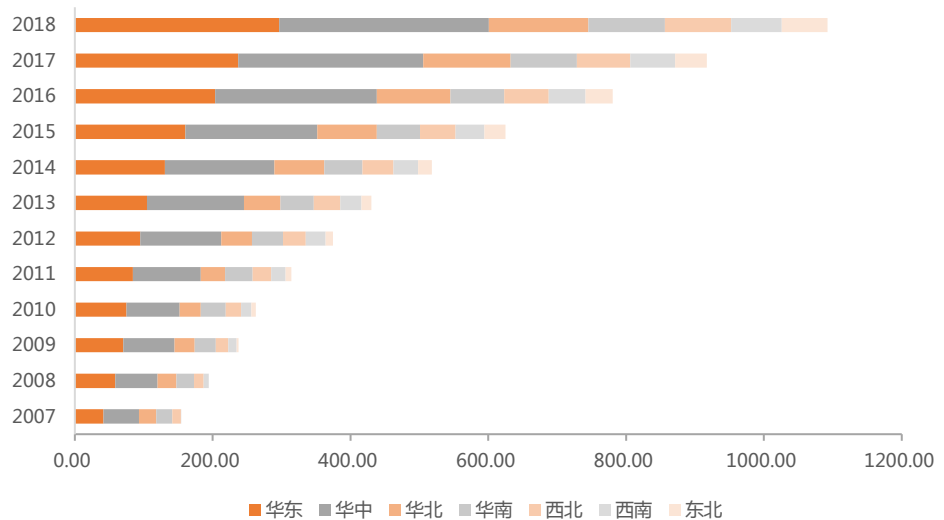




资料来源：wind，天风证券研究所

截止 2019 年上半年,公司的营销网络已经覆盖我国大部分区域,31 个省级医药物流中心,100 家地级分销物流网络,建立了全国性的营销网络,拥有较强的终端配送能力。分地区来看,公司在华中、华东区域收入占比较高,2018 年占比分别为 34%、34.9%;其次为华北地区,销售占比为 16.6%。而从增速上来看,公司在华东、华南以及东北地区的收入增长相对较快。整体来看,公司在各地区都有较为稳定的增长,共同维持了公司整体规模的增长。

图 12: 中国大陆各地区营业收入情况 (亿元)



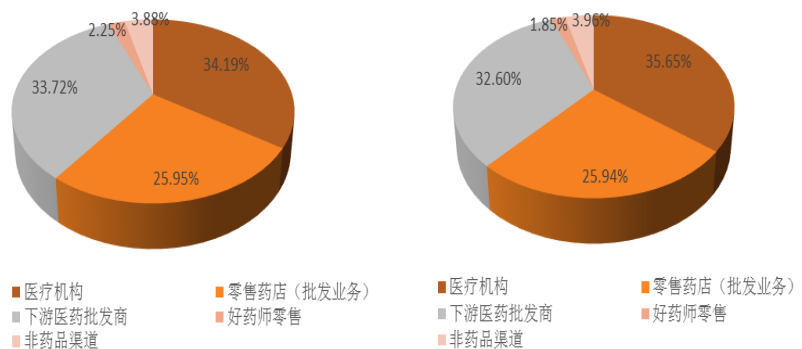
资料来源：Wind，天风证券研究所

### 1.3. 基层零售占比逐步提升，下游渠道结构不断改善

与国控、上药等大型国有医药流通企业主要面向公立医院不同,九州通主要面向基层医疗卫生机构、零售药店以及卫生所、分销商等提供药品销售与配送业务,下游客户相对更加市场化,因此公司也建立相应的“九州通模式”,该模式的特点是毛利率低、费用小、周转快与账期短。

公司主营业务按销售渠道可分为:医疗机构、零售药店(批发业务)、下游批发商、零售业务(好药师)、非药品渠道销售等。其中医疗机构主要包括对医院纯销(二级及以上医院)和二级以下基层医疗机构的药品销售配送业务,下游批发商主要为调拨业务。公司旗下好药师连锁大药房主要负责药品零售,是直接面向接 C 端的重要渠道。

图 13: 2018 年(右)、2019H1(左)公司各渠道销售占比



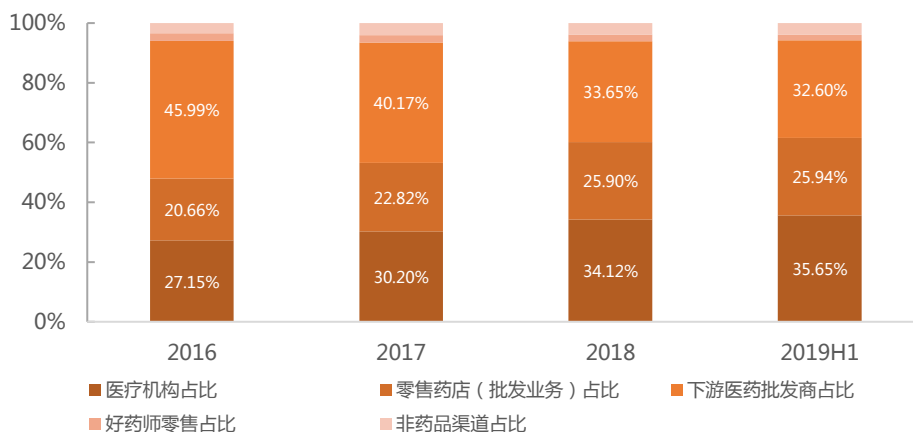
资料来源：Wind，天风证券研究所

在“分级诊疗”、“处方外流”和“带量采购”等政策背景下,公司对医疗机构、零售药店的业务不断提升,2019 上半年,各自占比达 35.7%和 25.94%,较 2016 年占比分别提升 8.5pp、

5.28pp。而在“两票制”政策的影响下，公司对下游批发商的销售增长在逐步下降，销售占比从2016年的45.99%下降至2019年H1的32.6%，下降近13.4pp。

我们认为，目前公司下游批发商业务的变化逐步稳，同时伴随着我国医改政策的不断推进，公司下游客户结构会进一步优化，高质量的零售药店与医疗机构渠道将会进一步提升。

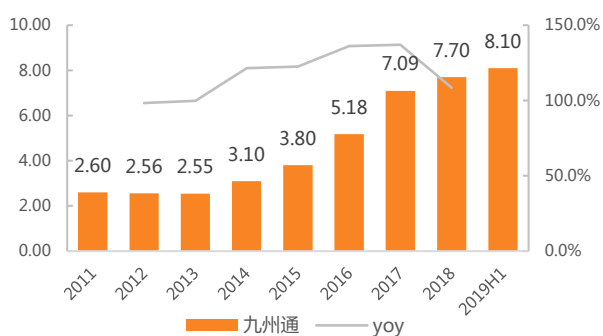
图 14：2016-2019H1 各渠道销售占比变化情况



资料来源：Wind，天风证券研究所

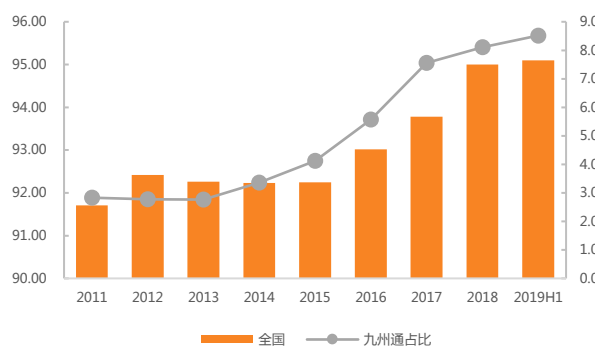
从客户数量上来看，公司基层医疗机构有效客户数量增加明显，未来增长空间大；截止2019上半年，我国基层医疗卫生机构数总量95.1万家，公司基层有效客户数量为8.1万家。受益与基层用药的发展，公司基层医疗有效客户数量增长迅速，客户覆盖率不断提升，从2011年的2.84%，提升至2019年H1的8.52%，增长迅速，且未来的增长依旧具备较大的增长空间。

图 15：2011-2019H1 基层医疗机构有效客户数量（万家）及增长



资料来源：卫健委，公司年报，半年报，天风证券研究所

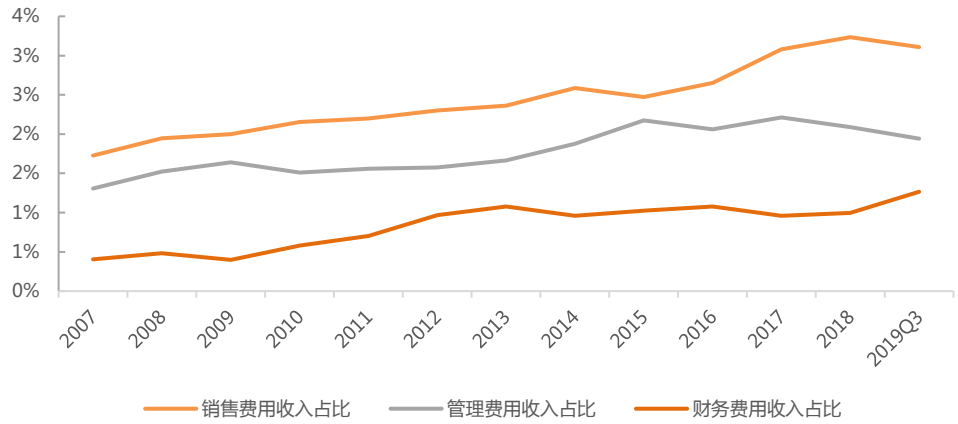
图 16：2011-2019H1 全国基层医疗机构数量（万家；左）及九州通占比



资料来源：卫健委，公司年报，半年报，天风证券研究所

公司三项费用率处于行业中间水平。在费用结构上，销售费用占比最高，管理费用占比次之，财务费用占比相对较少。2019年前三季度，公司销售费用率、管理费用率(不含研发费用)、财务费用率分别为：3.11%、1.94%、1.27%。

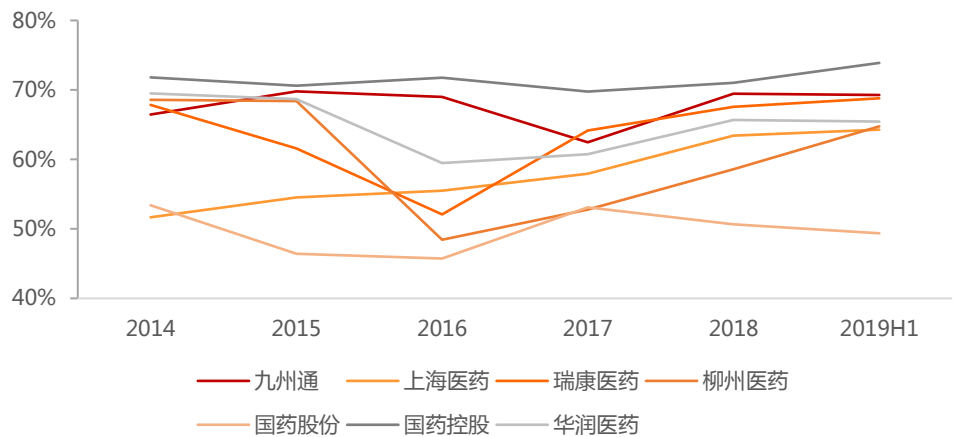
图 17：2007-2019Q3 公司销售、管理、财务三项费率情况



资料来源: wind, 天风证券研究所

作为对资金需求较高的行业, 公司拥有覆盖全国 31 个省份物流配送网络的全国医药商业龙头, 为保障正常经营管理, 对资金的需求量也更大, 融资手段多为短期、长期借款、债券融资等。因此行业整体负债率保持都相对较高。

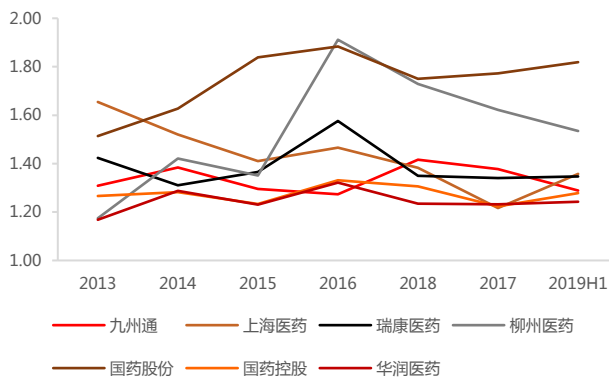
图 18: 行业资产负债率比较



资料来源: Wind, 天风证券研究所

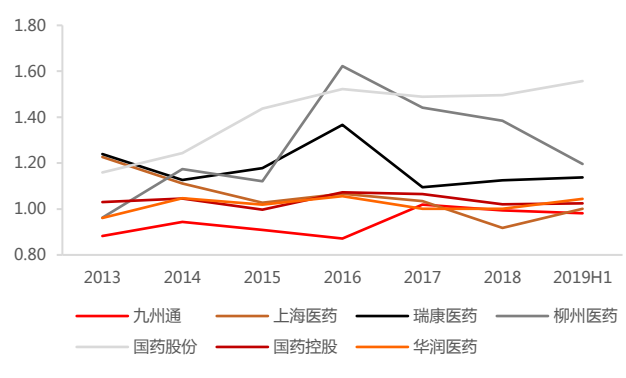
从流动比率与速动比率的情况来看, 公司的偿债能力居于行业中值水平。公司的应收账款回款速度相对快, 同时资产负债率处于相对可控的位置, 风险可控。

图 19: 行业流动比率比较



资料来源: Wind, 天风证券研究所

图 20: 行业速动比率比较

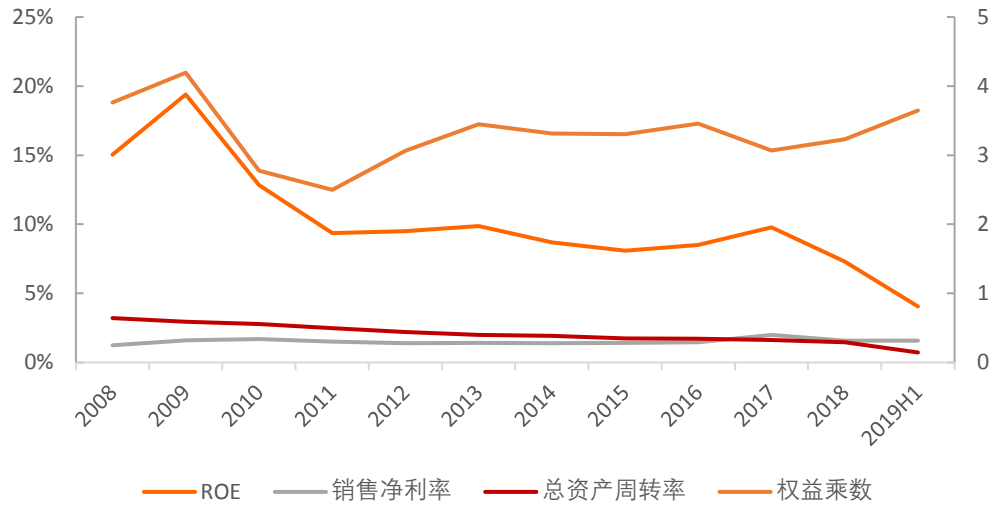


资料来源: Wind, 天风证券研究所

对公司的 ROE 进行拆分比较, ROE 变化的趋势与总资产周转率的变化更相似, 销售净利率

的变化相对小。未来随着公司总代理业务不断发展，公司业务结构不断优化过程中，提升整体的周转情况，以及盈利能力，从而带动 ROE 的提升。

图 21：2008-2018 年 ROE、销售净利率、总资产周转率与权益乘数（右轴）



资料来源：Wind，天风证券研究所

## 2. 医改进入深水区，“中游”企业的变局与机会？

自 2018 年新医保局成立起，我国医改就进入到新一轮周期，药品价格面临更加严峻的降价压力；2019 年医改进入深水区，“4+7”带量采购持续推进，品种扩容、降价持续，医药产业链的价值分配正在重估，未来具备“渠道”能力、服务能力以及“市场化”能力的一端将逐步在新一轮周期中暂露头角。

医药流通作为医药产业链中重要的一环，在医改持续推进过程中，政策扰动在所难免，这其中即是机遇又是挑战。我们认为在政策扰动，行业变革的情况下，医药流通龙头企业正在逐步的凸显龙头优势，从行业的竞争中脱颖而出。

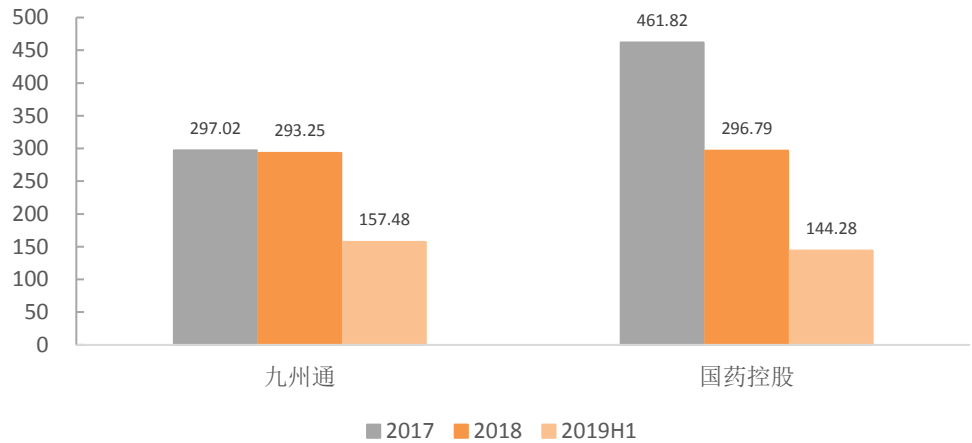
### 2.1. 渠道逐步走向集中化，大型并购已经现雏形

2017 年三部门联合发布《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》，“两票制”的序幕就此拉开，“两票制”的执行旨在减少中间流通环节，通过压缩流通环节从而达到降低药价的目的。回顾两票制执行的这几年，医药商业企业其实在此过程中既有存在“煎熬”，也存在“欣喜”，目前则是“风雨之后的彩虹”。

#### 2.1.1. 硬币的两面，两票制行业影响好坏参半

两票制的执行主要在于影响大型医药流通企业的“调拨”业务，虽然对于医药流通企业而言，“调拨”业务的利润率相对单薄，但调拨业务拥有更快的现金回款的能力，更加快速的存货周转，有利于大型医药流通企业提升运行效率。随着两票制的执行，目前这部分的经营调整，预估已经消化到位。

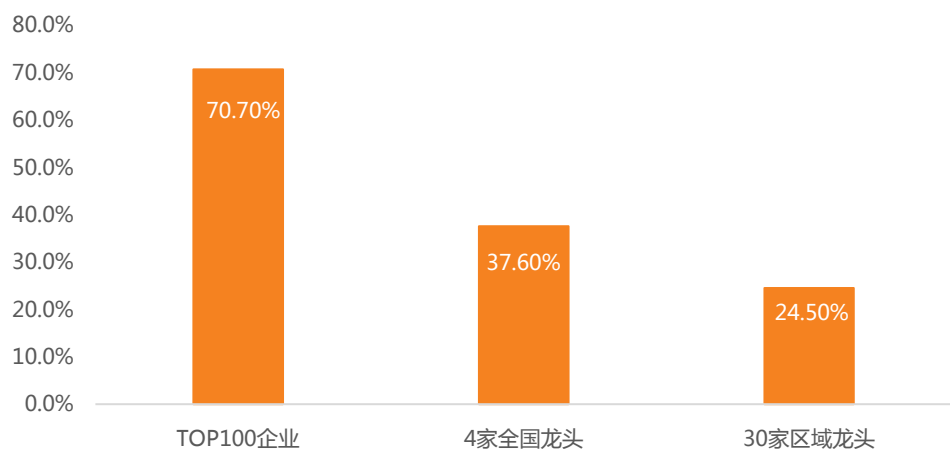
图 22：2017-2019 九州通、国控调拨业务（百万元）呈现下滑趋势



资料来源：九州通、国药控股公司年报，2019 年半年报天风证券研究所

从另一方面来看，两票制则加速了行业的整合，渠道集中的趋势加速。根据商务部数据，2017 年我国医药批发企业的数量大约为 1.3 万家，其中 4 家全国龙头（中国医药集团、上海医药、华润医药、九州通）主营业务收入市场份额为 37.6% (+0.2pp)，TOP100 企业市场份额为 70.7% (-0.2pp)，30 家区域龙头收入市场份额为 24.5% (-0.1pp)。而相较于美国前三家医药流通企业 95% 以上的市场份额，还有较大的提升空间。

图 23：2017 年全国医药流通公司市场份额



资料来源：《2017 年全国药品流通企业运行统计分析》，天风证券研究所

而其中较多的药品流通经销商的经营规模较小，凭借与上游工业或者下游医疗机构的寻租关系，以及洗票、倒票等方式得以生存，随着两票制的推进，在更加合规的环境下，中小流通企业的生存压力增加，行业渠道的整合迎来风口。

同时我们也开始看到，行业的整合已经开始向着大型医药流通企业之间的并购方向发展，在当前的背景下，资金能力，高效的仓储配送能力、渠道铺货能力等逐步的成为医药流通企业长期发展持续动力。

表 1：医药流通行业最近几年部分并购整合案例

时间	事件	收购价
2019.10	国大药房收购浦东药材 75% 股权	1.63 亿元
2018.2	上海医药的 Century Global 收购康德乐马来西亚 100% 股权	5.57 亿美元
2018.7	国药控股收购国药器材 60% 股权	51.08 亿元
2019.5	国药控股收购安徽省医药集团 16864 万股份	4.75 亿元
2018.12	南京医药收购南京华东医药有限责任公司 100% 股权和金陵大药房 30% 股权	3.35 亿元

2018.9	华润医药商业收购英特集团 16.67%的股份	6.5 亿元
2018	华润医药收购上海德邦医药有限公司 51%股权	

资料来源：公司公告等，天风证券研究所

而在行业加速整合的过程中，我们认为龙头企业的价值在逐步的体现，其资金优势、渠道优势、品牌优势将加速行业的整合。因此“两票制”执行后，行业的整合目前迎来风口，而经营的调整已经消化到位，目前正处于行业渠道稳步快速整合的风口。

### 2.1.2. “4+7”，医药流通头部企业“机遇” & “挑战”

医改政策中，“4+7 带量采购”是不可回避的影响政策。2018 年 11 月 15 日，《4+7 城市药品集中采购文件》正式发布，2018 年 12 月 7 日，上海阳光采购网发布《4+7 城市药品集中采购拟中选公示》，共有 25 个品种中标，整体降价幅度达到 52%。其中中标品种对医药流通的选择上各地区有所差异，但整体而言是选择 1-3 家配送商进行配送。2019 年 12 月 29 日第二轮带量采购目录跟进。

图 24：《4+7 城市药品集中采购上海地区补充文件》细则

项目列表	细则
对中选品种的采购	上海市所有医保定点医疗机构优先采购和使用4+7城市集中采购中选药品，使用量原则上应与上一年度水平相当（≥全市量的50%）
对未中选品种采购	1、采购数量按比例关系折算后不得超过中选品种；2、未中选的最低价药品，必须在本市2017年中标价（或挂网价）基础上，根据价差实现梯度降价后（以中选价托底）方可继续采购使用；3、未中选的最低价药品，其挂网价应不高于中选品种价格；4、对未通过一致性评价的品种，如果同品种仿制药生产企业申报超过（含）3家的，不再采购；符合本次集中采购申报要求的同品种仿制药生产企业未超过（不含）3家的，其挂网价应低于中选价。
配送	探索试点城市医保支付标准与采购价协。对于集中采购的药品，在医保目录范围内的以集中采购价格作为医保支付标准。患者使用价格高于支付标准的药品，超出支付标准的部分由患者自付，如患者使用的药品价格与中选药品集中采购价格差异较大，可渐进调整支付标准，在2—3年内调整到位，并制定配套政策措施；患者使用价格低于支付标准的药品，按实际价格支付。
货款支付	药品生产企业给与流通企业的配送费率为中选价的6%

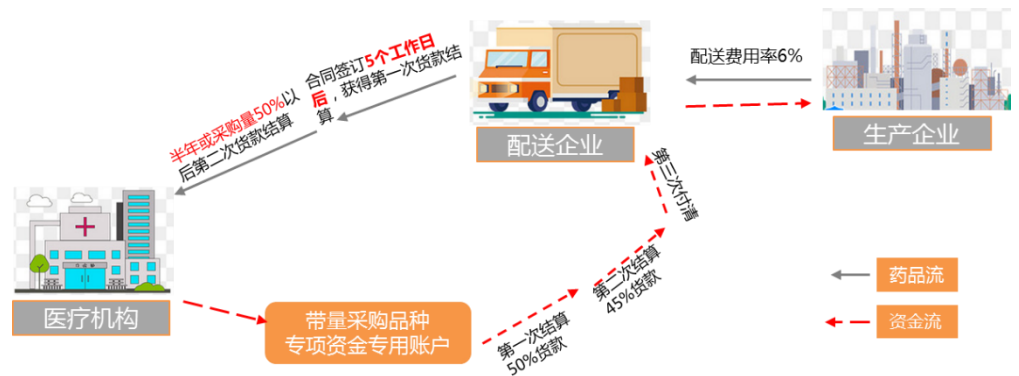
资料来源：上海阳光医药采购网，天风证券研究所

目前针对“4+7”对医药流通企业的影响，市场较为关注的“量”与“价”是否能有效的匹配，来保障医药流通企业的利润。我们认为，除此之外，“4+7”对行业的竞争格局以及医药流通企业在产业链中价值评估都将产生深远的影响。

- **首先“价”**：“4+7”带量采购是医保局主要以降低药品采购价格为主要目的的战略性的购买，其中第一批、第二批带量采购的品种降价幅度平均达到 52%、53%，而医药流通企业作为中游企业，在面对将药品降价的过程中，即使配送费率较之前不改变，针对带量采购的品种，单品配送价值也会有所下降；但从另一方面来看，针对“4+7”带量采购的品种在结算上采用预算或者是账期设置的方式，对于医药流通企业而言，因此在资金占用上将会降低，医药流通企业的整体成本在降低。
- **其次“量”**：“4+7”带量采购直接带来了“量”的提升。对于中标的医药流通企业而言，带量采购也带来了“量”的明显提升。而这其中，具有完善的医药配送网络布局，以及具备优秀的配送能力的龙头企业，有望在“4+7”带量采购背景下脱颖而出。

图 25：带量采购后配送模式变化





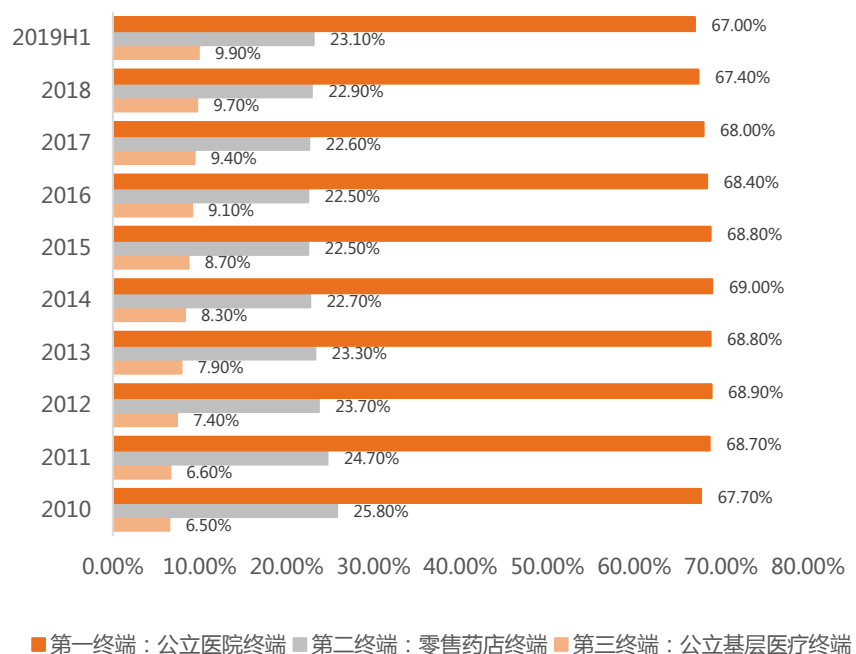
资料来源：上海阳光医药采购网，天风证券研究所

而从“4+7”对医药行业的影响是全面的，对于上游工业企业而言，在医院端的销售未来将会面临更大的压力，院外市场的突破或许是另一种选择。而对于医药流通企业而言，具备全国性网络布局企业在“4+7”背景下的优势更加明确，行业的整合正在提速，同时面对上游供应商格局的变化，以及药品消费市场结构的变化，实时的渠道结构与业务重心变化就显得尤为重要。

## 2.2. 药品市场结构的变化，中游企业开始做出相应的调整

分级诊疗、医药分家是我国医改的主线，随着近年来医改的不断深入推进，我们发现整个药品销售的结构也在发生变化，药品市场出现较为明显向基层转移的趋势：2010-2019年H1，基层药品销售占比提升3.4个pp，且是逐年提升的态势。

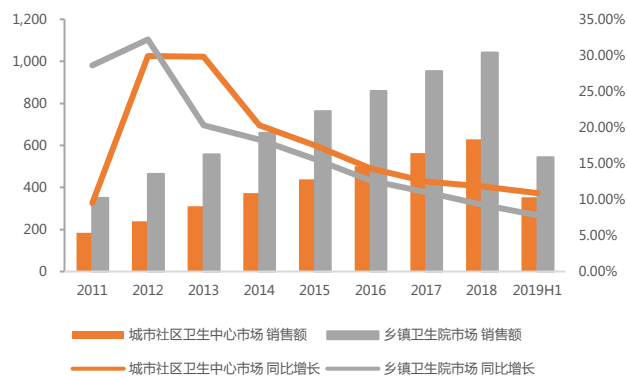
图 26：药品销售终端向着基层以及院外市场转移



资料来源：米内网，天风证券研究所

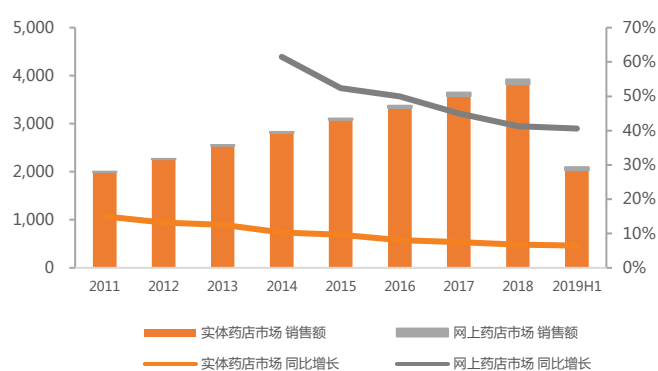
另一方面，在这一轮的医改中，医药流通企业在其中也在不断的进行销售模式上的创新与业务上的创新，提升自身的市场竞争力以及渠道价值、自身综合服务能力。在业务类型上，随着院内市场的价格的逐步承压，更多的品种逐步的从院内转向了院外市场，同时在两票制、“4+7”带量采购等政策影响下，行业的竞争环境逐步优化，集中度不断提升，效率更高，服务能力更强的企业开始崭露头角。

图 27：2011-2019H1 基层医疗卫生市场药品销售额（亿元）及增速



资料来源：米内网，天风证券研究所

图 28：2011-2019H1 零售药店市场药品销售额（亿元）及增速



资料来源：米内网，天风证券研究所

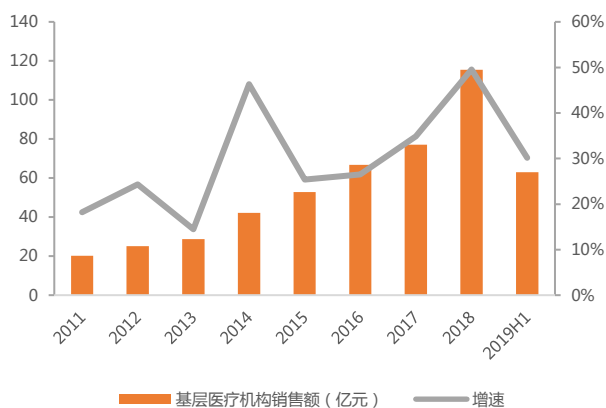
### 3. 仓储物流渠道等基础建设完善，“迎风”破局

作为全国民营医药流通企业，公司依靠自身完善的渠道网络布局，以及优秀的配送能力与服务能力，成为全国最大的民营医药商业企业，营业额从 2010 年的 212.52 亿元，增长到 2018 年的 871.36 亿元，在快速发展的过程中，公司既受益政策的不断推进，同时也在不断的完善自身“硬件”实力，从而成为我国渠道网络布局最广、最深的医药流通企业之一。

#### 3.1. 享政策春风，迎发展契机

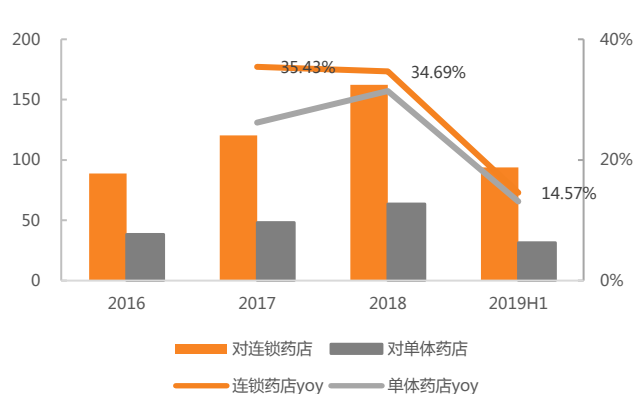
作为医药产业链中的“服务者”，九州通的优势渠道集中在基层医疗机构以及零售药店终端，从而成为医改过程中药品销售结构变化的直接受益人，基层以及院外市场的配送业务迎来较为快速的增长。2011-2018 年公司基层医疗卫生机构销售收入从 20.17 亿元增长至 2018 年 115.39 亿元，年复合增长率为 28.3%。

图 29：2011-2019H1 公司基层医疗机构销售额（亿元）及增速



资料来源：公司年报，半年报，天风证券研究所

图 30：2016-2019H1 公司零售药店市场销售额（亿元）及增速



资料来源：公司年报，半年报，天风证券研究所

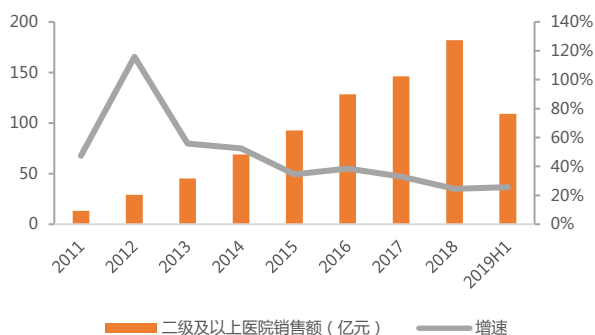
另一方面，在降价的大趋势背景下，医药产业的价值链条发生变化：（1）从工业企业到医疗卫生机构未来主要的经营方向也在逐步的向着更加高效、市场化以及高性价比的方向发展；（2）“4+7”带量采购执行，对于具有全国性的医药流通网络的公司带来积极因素，加速了行业的渠道整合，同时提升了资金的运行效率。

因此我们预计随着医改政策的推行，九州通作为全国最大的民营医药流通企业，受益政策的推行，在原有优势的基层医疗卫生机构与院外市场渠道依旧能保持优势增长；而“4+7”则侧面催化了公司在二级以上医疗卫生机构的开户数量的增长，从而推动城市医疗终端业务的增长。

2011 年到 2019 年 H1 公司二级以上医院有效客户数从 1740 家增长到 5300 家；2011-2018

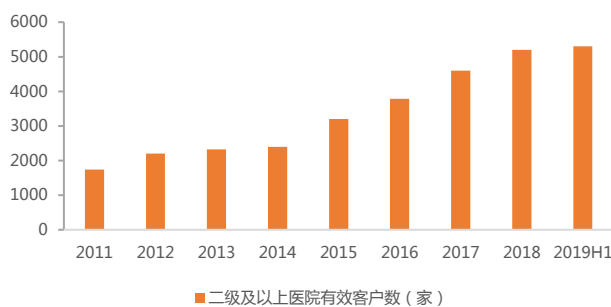
年二级以上医疗机构销售额从 13.42 亿元增长至 181.95 亿元，实现 CAGR 45%。

图 31：2011-2019H1 公司二级以上医疗机构销售额（亿）及增速



资料来源：公司年报，半年报，天风证券研究所

图 32：2011-2019H1 公司二级以上医院有效客户数（家）



资料来源：公司年报，半年报，天风证券研究所

在一系列行业政策影响下，医药流通行业渠道集中，品种集中的趋势已经形成。而未来行业寻租空间变弱，需要依靠更多具有销售能力、配送能力的企业来获取一定的市场份额，规模化的优势将会逐步体现。

### 3.2. “硬件”条件突出，具备稳定发展基础

历经十多年的发展，九州通在医药流通领域目前已经基本完成了遍布全国的物流仓储建设与配送网络建设，是目前全国医药流通中营销网络覆盖区域最广的企业之一，在此基础上，公司有望进一步提升公司运转效率与综合服务能力。

#### 3.2.1. 物流仓储与网络建设配送能力强，成为公司高效专业化服务的基础

A：物流技术位居前列：医药流通企业承担着重要的仓储物流运转功能，因为先进的物流技术有利于提升流通企业内部整体的运行效率。九州通拥有 200 余人的医药物流专业管理团队，20 余项的专利软件著作权，拥有国内医药物流技术研究院，其自主研发物流机器人、穿梭车性能在行业内具有领先水平，物联网应用、大数据应用、机器人调度控制以及自动控制等技术在医药行业内处于领先水平。

B：全国化的网络建设与高准率的配送服务：公司基本完成了在全国的物流配送网络的建设，131 座 222 万平方米 GSP 仓股，1000 万箱的储存能力位于行业前列，99.99% 以上的出库准确率进一步提升了公司整合的运行效率与服务能力。

图 33：九州通具备高效的物流作业能力



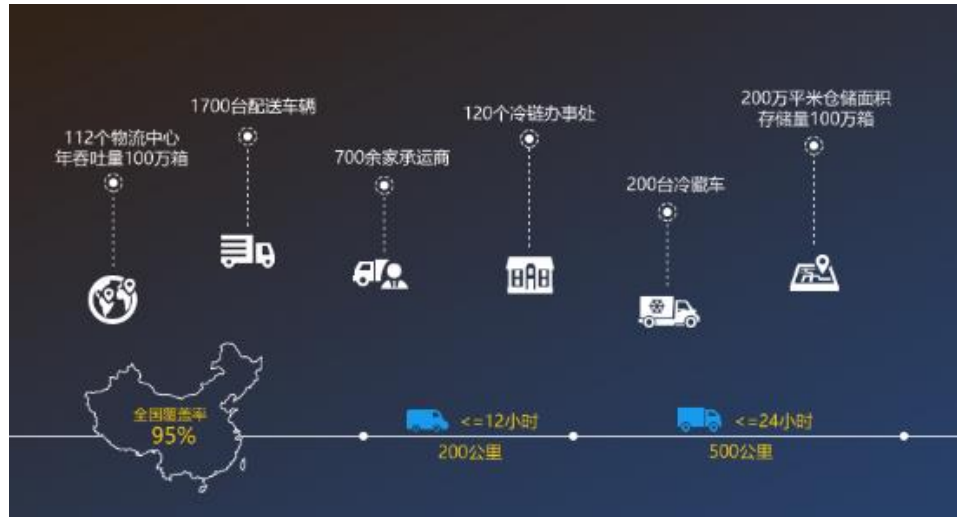
资料来源：公司官网，天风证券研究所

C：一体化冷链物流解决方案，进一步增加该领域竞争力：一些生物制品以及试剂的运输与配送对温度要求较高，通常需要冷链运输。冷链运输的而建设成本以及技术要求更高，

公司目前建有全程可追溯冷链平台，347 个冷库，200 余台冷链车，7 万立方米 GSP 冷库，位居行业前列，是未来大力大发展生制品以及试剂耗材配送的基础。2019 年 H1 公司冷链支持业务销售 12.48 亿元，同比增长 14.4%。

基于领先的物流信息技术以及遍布全国的网络服务优势与配送服务优势，公司建立了良好的高效的一体化物流配送体系，为周边城市以及同城配送带来更加高效的配送响应能力以及专业化的服务能力。

图 34：九州通具备深度覆盖的物流网络



资料来源：公司官网，天风证券研究所

### 3.2.2. 统一化管理+信息化技术的投入，是高效专业化服务的催化剂

(1) 公司网络遍布全国，旗下子公司数 300 余家，在管理上，核心分子公司均为集团全资子公司，在行业政策变化加剧的背景下，垂直化的管理体系、流程化的管理能力以及运行的运行团队是保障公司内部逐步稳定有效的进行业务的发展。

(2) 公司拥有自主研发的全国统一的 ERP 业务系统、LMIS 物流系统，保证公司的主体运行，同时也拥有 B2B 供应链服务平台，医院 HPD 系统，处方外延以及网上药事服务系统等，从供应商、采购、仓储、销售、配送以及客户公司建立了涵盖全方位的集成管理系统，助力其内部的高效运转以及上游供应商、下游客户的专业化服务。

通过集约化、数字化的物流供应链技术，公司保持了高效的装配效率、仓配调度能力以及准确率，日均配送成本下降大约 11.4%，作业时长缩短 1-2 小时，峰值出库能力提升 2~3 倍。医药流通行业的毛利率水平相对较低，因此公司高效以及准确的物流供应链技术，助力公司的精细化管理能力进一步提升，从而提升竞争实力。

### 3.2.3. 基于全国的配送网络的建立，提升公司的竞争能力

公司在全国拥有 31 家省级物流中心，100 家地级市配送中心，400 余个终端配送点，覆盖全国 95% 以上的地区，二级以上医疗机构 5300 余家，二级以下基层医疗机构 8.1 万家，零售终端 10 万余家，在医药流通行业渠道逐步聚集的情况下，公司覆盖全国分销有望逐步提升其竞争能力。

表 2：公司医疗终端/连锁药店客户情况(家)

	2014	2015	2016	2017	2018
二级以上医疗机构	2,400	3,200	3,780	4,600	5,200
基层医疗机构	31,000	38,000	51,750	70,900	77,000
连锁药店	2569	3263	3907	4388	4983

资料来源：公司年报，天风证券研究所

基于公司在全国的营销网络渠道，我们认为公司有望进一步提升其在医药流通行业内的竞争实力，强化自身在渠道方面的议价能力。同时基于公司在全国零售渠道的高覆盖能力，院外市场行业地位的提升，有望继续带动公司在该渠道销售能力提升。

#### 4. “变”中谋“新”，总代理业务成发展亮点

当前医改已经进入深水区，未来“医药分家”、“分级诊疗”等政策的发展趋势不可挡，可以预见，药品在医院端的销售压力将逐步提升，向基层以及院外销售转移的进度会逐步加速。而对上游供应而言，终端市场渠道结构的变化，对未来产品的布局，渠道的选择上也会有所变化与资源倾斜。

正是在这种变化下，公司近年来积极发展总代理业务，从单纯的配送商，向更具备专业性，服务价值的综合服务商进行转变。2019年上半年，公司总代理事业部经营品规 997 个，实现业务的收入大约 17.99 亿元，同比增长 44.71%，预计 2019 年全年公司仅药品总代理业务有望实现收入 40 亿收入。

##### 4.1. 政策+渠道+管理，三个维度看总代理业务的发展

经过多年的沉淀与发展，公司基础物流信息化建设等多方面拥有坚实的基础，而目前医药行业的政策推进，也更加进一步的推动了公司总代理业务的发展。我们认为，可以基于三个维度来认识目前总代理业务的发展：

(1) 政策维度带来的契机：

i 首先在“两票制”的推动下，一些代理商以及中小流通企业逐步的退出市场的竞争，渠道整合后，在品种的获取能力上加强。

ii 医改的持续推进，院外市场的渠道价值凸显，而院外渠道是许多工业企业的“弱势”领域，却是公司深耕多年的“优势”领域。由于缺乏零售渠道的管理能力经营，而该渠道的重要程度再不断的提升，九州通以“总代理”的身份的进入，正好能助力工业企业实现在该部分渠道的布局，从供应链管理、价格管理、售后管理等多方面实现效率最大化。

iii “4+7”带量采购更加利于布局完善，服务效率更高的大型医药流通企业，即使有药品降价的压力，但采购量提升、资金回转加快，整体对流通的企业而言承压较小，相反能带来市场份额的快速提升，在此背景下，公司在二级医疗机构的开户数量得到相对更好的提升。另一方面，由于医院端的“4+7”带量采购的时代的到来，一些仿制药企业的医院销售部分面临压力，而这一部分人员也随着整个药品渠道价值的转变而流转，这就使得九州通发展“总代理”业务具备了人才队伍。

因此在政策的推动下，目前公司的总代理业务发展具备了品种获取，渠道价值、人才获取等优势，从而具备了长期发展的基础。

(2) 沉淀多年的渠道网络布局，提升在院外渠道的“议价”能力。目前公司在院外市场的布局深且广，KA 连锁，百强连锁能实现 100% 的覆盖中小连锁实现接近 90% 的覆盖，在院外渠道有较强覆盖能力与铺货能力。

图 35：公司与各级连锁的合作现状





资料来源：《九州通医药集团最新概况与未来发展战略》，天风证券研究所

(3) “聚集”力量，上下一心，“细微中”见效率。公司覆盖 8.1 万余家基层医疗机构，以及零售药店，下游客户相对分散，且几乎遍布全国的渠道，因此对于客户的管理上要求更高的执行力，更高的效率。在管理设置上，公司核心子公司均为集团全资子公司，具备统一的管理流程，能较好的执行相关政策以及情况反馈，因此对于相对分散的客户群体，公司统一化的管理流程以及执行策略具备较高的管理能力与执行力。

#### 4.2. 总代理业务有利于公司盈利能力的提升与现金流的改善

公司总代理业务旗下拥有多个总代部门，每个部分根据商品策略的不同、销售渠道的定位不用而“因地制宜”有不同的业务模式，比如：品牌推广型 OTC 产品，处方药外延产品、贴牌、控销产品等，整体来看，公司在院外渠道/终端业务优势明显，随着院外市场的价值提升，公司的总代理发展迅速。

表 3：公司与部分厂家的合作

合作方	相关产品	合作时间	方式
东阳光药	磷酸奥司他韦（可威）	2019.07.01-2022.09.30	全国 OTC 渠道总代理商，负责全国销售工作，
华海医药	厄贝沙坦片	2019.11.01-2020.12.31	在除 4+7 带量采购城市及福建、河北医院之外的全渠道销售
金嗓子控股集团	“金嗓子喉片”等		在中国大陆地区独家总代理权
阿斯利康	博利康尼片剂		博利康尼片剂再话经销配送和营销推广
强生	超声刀、吻合器		合作金额约 50 亿

资料来源：公司公告，公司官网，九州通家园微信公众号，天风证券研究所

与普通的医药流通相比，总代理业务是“配送+产品推广”职能，具备更高的服务价值，因此相对而言，也拥有更高的利润水平，参考以 OTC 销售为主的零售药店的毛利率水平，我们预计公司药品的总代理业务的整体毛利率水平在终端渠道的 50%，20-25%左右。

目前公司在器械领域是与强生、美敦力等的合作，拥有强生吻合器等产品的总代理与总经销权，由于上游供应商的品牌力较强，而下游对品牌的依赖度比较强，因此我们预计公司在器械领域的总代理与总经销的毛利率水平相对平稳维持在 7-10%左右。

整体来看，公司总代理（含总经销）的利润水平相对更高，且依托公司的是公司现有的仓



储系统与物流系统、配送系统，固定投入成本相对小，具备更强的盈利能力。近年公司的总代理（含总经销）的业务具备加快增长，2019 年全年预计总收入在 90-100 亿左右，增速 35%左右，而随着其快速成长，对公司整体的盈利能力都会有所带动。

（2）另一方面，由于公司代理的都是独家品种，或相对强势品牌，在资金端部分是预付款，部分账期较短（预计 1-2 月），长期来看，这部分业务对公司的整体现金流占用较小，与目前 5-6 个月的应收账款周转时间而言，总代理业务的发展，对公司的现金流或还能带来一定的积极作用。

## 5. 业绩拆分与估值分析

### 5.1. 业绩拆分

公司是全国民营医药商业龙头，在医药行业医改政策而不断推进的背景下，具有全国化网络布局的医药流通企业优势逐步显现，尤其是在“4+7”带量采购的背景下，院外市场的价值逐步提升，而公司长期深耕在医药零售渠道以及基层医疗卫生机构布局，有较强的终端业务能力，由此而带动其“总代理”业务的快速发展。

我们认为在不考虑 2020 年肺炎疫情的情况下，以及 2020 年上海市普陀区桃浦镇人民政府支付公司 2.9 亿退还补偿金的情况下，公司在 2019-2022 年有望实现归母净利润 16.91/21.13/26.03/31.76 亿元。

关键假设：

（1）在目前的医药行业背景下，公司总代理业务（药品+器械）保持快速发展，且具有相对稳定的毛利率水平；

（2）剔除总代理业务，公司其他主营的医药批发业务保持 13-14%的稳步增长；

（3）医药零售业务调整到，19-20 年保持快速增长，后趋于平稳；医药工业保持 25%的稳步增长。

表 4：公司业绩拆分

	2017	2018	2019E	2020E	2021E	2022E
总营收（亿元）	739.4	871.4	1014.9	1189.2	1376.3	1597.1
yoy	17.97%	17.84%	16.47%	17.18%	15.73%	16.04%
医药批发及相关业务（亿元）	706.6	834.5	972.0	1125.9	1299.4	1505.1
yoy	19.78%	18.11%	16%	16%	15.41%	15.83%
毛利率	7.81%	8.60%	8.64%	8.80%	8.95%	9.13%
药品总代理（亿元）		23.99	37.18	55.78	78.09	109.32
yoy		67.12%	55%	50%	40%	40%
毛利率		23.07%	23%	23%	23%	23%
器械总代总经销（亿元）		35	50.8	71.1	92.4	120.1
yoy			45%	40%	30%	30%
毛利率		7.5%	7.5%	7.5%	7.5%	7.5%
剔除这两项业务-其他（亿元）		775.53	884.10	999.03	1128.91	1275.67
yoy			14%	13%	13%	13%
毛利率		8.20%	8.1%	8.1%	8.1%	8.1%
医药零售（亿元）	18.77	19.60	25.57	31.97	36.76	42.28
yoy	16.55%	4.50%	25.00%	25.00%	15%	15%
毛利率	17.36%	18.90%	19.00%	19.00%	19%	19%
医药工业（亿元）	11.94	15.45	15.45	29.38	38.20	47.74
yoy	45.80%	29.30%	29.30%	35.00%	30%	25%
毛利率	23.78%	23.80%	23.80%	25.00%	25%	25%

其他业务	2.18	1.80	1.80	2.0	2.0	2.0
毛利率	49.40%	37.80%	40%	40%	40%	40%
总毛利额(亿元)	62.37	75.22	93.23	113.30	133.66	158.25
销售毛利率	8.43%	8.63%	9.19%	9.53%	9.71%	9.91%
总费用率	6.45%	7.01%	7.55%	7.80%	7.85%	7.95%
三项费用率	6.25%	6.41%	6.92%	7.15%	7.22%	7.32%
其他费用率	0.19%	0.60%	0.60%	0.60%	0.60%	0.60%
净利润率	1.99%	1.59%	1.64%	1.73%	1.86%	1.96%
归母净利润(亿元)	14.73	13.41	16.91	21.13	26.03	31.76
Yoy			26%	24.99%	23.19%	21.98%
扣非归母净利润(亿元)	10.10	12.28	15.81	19.44	24.52	30.18

资料来源: 天风证券研究所

说明: 2017 年公司因汉阳地块旧城改造获得政府补偿款 5.27 亿元, 因此当期归母净利润较高, 不具可比性。

2020 年受新冠病毒疫情影响, 各家医药流通企业从春节假期即开始加班保障医疗物资的正常供应, 公司总部位于湖北武汉, 更是全程参与防疫物资的采购、入库、分拣、运输、配送工作, 我们认为疫情导致医疗终端的需求提升 (尤其是防疫类产品), 以及第三终端的需求大幅释放, 对公司有一定的正向影响。

另一方面, 2020 年 1 月公司与上海市普陀区桃浦镇人民政府、上海市普陀区桃浦镇春光村村民委员会签订《常和路 666 号地块退还补偿协议》, 拟支付土地退还补偿人民币 2.9 亿元, 税后预计会对公司能给 2020 年税后净利润增长约 1.8 亿元。

综合来看, 我们认为在原有盈利预测基础上, 2020 年公司的营收存在 10-15% 的弹性, 预计 2020 年归母净利润有望实现 22.52 亿元 (+33.16%), 2020-2022 年公司有望实现 22.52/26.03/31.76 亿元。

如果考虑到土地退还补偿金, 预计对 2020 年税后净利润由 1.8 亿元的增量, 则公司 2020 年的表现业绩有望实现超过 40% 的增长。

## 5.2. 估值分析

目前 A 股市场的医药商业公司主要为九州通、上海医药以及柳药股份、国药股份、国药一致、瑞康医药等, 我们将公司与可比公司进行比较:

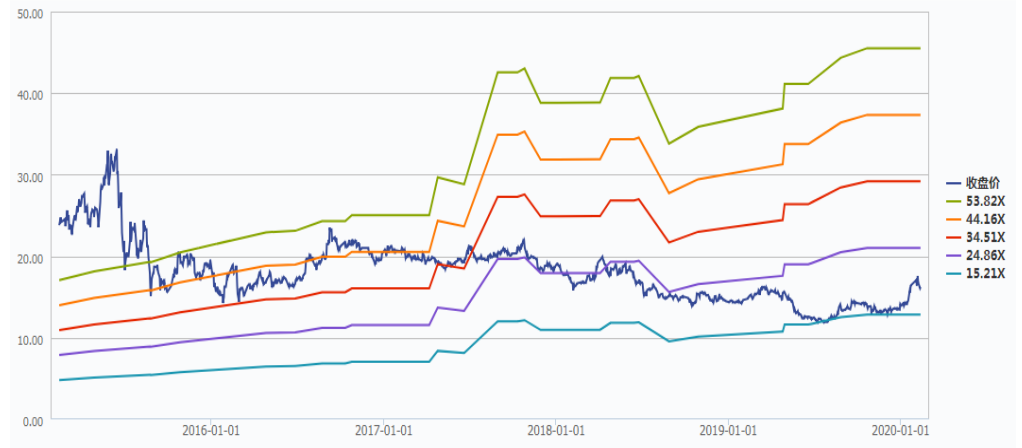
表 5: 公司与可比公司的比较

	2018 营收(亿元)	2018 归母净利润(亿元)	市值(亿)	2019E PE	2020E PE
九州通	871.36	13.41	304	18.02	14.7
国药股份	387.40	14.04	221	14.4	12.66
国药一致	431.22	12.11	197	15.78	13.66
瑞康医药	339.19	7.79	109	12.5	10.6
柳药股份	117.15	5.28	92.2	13	10.3
嘉事堂	179.60	3.28	45.8	10.4	8.07
上海医药	1,590.84	38.81	505	13	11.65

资料来源: wind 一致预期, 天风证券研究所

在可比公司中九州通与上海医药属于全国性医药商业公司, 布局更为广泛, 渠道优势更加明显; 同时公司的渠道是在基层与第三终端, 是未来能受益政策发展的方向, 从估值上看, 享有一部分龙头溢价。而从公司 5 年历史的估值表现上来看, 目前公司的估值是处于相对的低位, 整体仍具备向上的空间。

图 36: 九州通-PE-Band



资料来源: wind, 天风证券研究所

综合来看,我们认为公司作为民营医药商业龙头,在当前医改政策下,基层医疗卫生机构,第三终端渠道受益明显,公司有望持续把握药品销售市场结构改变带来的发展契机,推动总代理业务的发展。长期来看,受益总代理业务、医药零售、医药工业的发展,公司毛利结构与现金流情况会持续改善。作为全国性销售网络布局的龙头估值保持一定溢价,给予2020年16X估值。根据公司2019年已披露的三季度情况,我们对公司盈利预测进行调整,由2019-2021年的17.39/21.95/27.42亿元,调整为2019-2022净利润为16.91/22.52/26.03/31.76亿元(不考虑土地退还补偿款),对应EPS为0.9/1.2/1.39/1.69元/股,目标价19.2元,维持“买入”评级。

## 6. 风险提示

- 1、“分级诊疗”、“处方外流”、“4+7”带量采购政策推进不及预期;
- 2、行业并购整合进步不及预期,市场竞争加剧;
- 3、目前行业政策处于推进期,或会对公司总代理业务发展速度有所影响;
- 4、药品降价风险传导至医药流通企业利润进一步被压缩;
- 5、应收账款坏账等风险。

## 财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E	利润表(百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
货币资金	8,540.98	12,699.52	8,118.85	5,946.05	6,881.60	营业收入	73,942.89	87,136.36	101,485.60	118,920.94	137,631.90
应收票据及应收账款	15,778.01	22,095.64	23,009.07	25,219.98	28,303.54	营业成本	67,705.53	79,614.27	92,163.03	107,591.11	124,265.62
预付账款	2,582.63	3,796.44	3,188.50	4,943.68	4,645.39	营业税金及附加	176.37	207.73	243.57	295.40	350.96
存货	12,182.28	13,891.20	16,195.32	19,088.22	21,515.23	营业费用	2,276.44	2,818.31	3,467.05	4,162.23	4,957.50
其他	4,378.34	4,565.85	5,658.25	6,437.13	7,455.22	管理费用	1,635.67	1,819.07	2,232.68	2,628.15	3,165.53
<b>流动资产合计</b>	<b>43,462.25</b>	<b>57,048.65</b>	<b>56,169.98</b>	<b>61,635.06</b>	<b>68,800.98</b>	研发费用	73.12	76.23	101.49	118.92	137.63
长期股权投资	852.55	1,515.25	1,515.25	1,515.25	1,515.25	财务费用	709.68	867.38	1,146.47	1,315.86	1,518.20
固定资产	4,386.04	5,183.94	4,964.64	4,745.34	4,526.04	资产减值损失	93.92	67.42	68.00	69.00	70.00
在建工程	905.38	844.27	904.27	984.27	1,034.27	公允价值变动收益	(10.94)	4.88	3.00	(1.02)	(0.32)
无形资产	1,164.57	1,291.30	1,232.84	1,174.39	1,115.93	投资净收益	46.90	55.09	61.00	61.00	61.00
其他	1,266.72	782.84	715.13	687.61	678.00	其他	(705.37)	(223.96)	(128.00)	(119.96)	(121.36)
<b>非流动资产合计</b>	<b>8,575.25</b>	<b>9,617.60</b>	<b>9,332.13</b>	<b>9,106.86</b>	<b>8,869.48</b>	<b>营业利润</b>	<b>1,941.56</b>	<b>1,829.95</b>	<b>2,127.31</b>	<b>2,800.25</b>	<b>3,227.14</b>
<b>资产总计</b>	<b>52,048.35</b>	<b>66,674.25</b>	<b>65,508.40</b>	<b>70,750.30</b>	<b>77,678.02</b>	营业外收入	9.64	32.64	30.00	30.00	30.00
短期借款	7,037.56	10,250.75	12,662.92	12,942.74	16,452.02	营业外支出	26.47	31.79	34.30	30.85	32.31
应付票据及应付账款	19,166.23	25,442.72	25,758.97	26,243.40	27,605.03	<b>利润总额</b>	<b>1,924.73</b>	<b>1,830.80</b>	<b>2,123.01</b>	<b>2,799.39</b>	<b>3,224.82</b>
其他	4,498.14	8,572.86	6,112.74	8,498.88	8,134.12	所得税	451.82	449.33	386.34	489.80	549.96
<b>流动负债合计</b>	<b>30,701.93</b>	<b>44,266.33</b>	<b>44,534.63</b>	<b>47,685.02</b>	<b>52,191.16</b>	<b>净利润</b>	<b>1,472.92</b>	<b>1,381.47</b>	<b>1,736.66</b>	<b>2,309.59</b>	<b>2,674.86</b>
长期借款	128.36	241.94	240.00	260.00	349.84	少数股东损益	27.41	40.89	45.57	57.32	71.92
应付债券	1,333.65	1,383.64	1,333.18	1,350.16	1,355.66	<b>归属于母公司净利润</b>	<b>1,445.51</b>	<b>1,340.58</b>	<b>1,691.09</b>	<b>2,252.27</b>	<b>2,602.94</b>
其他	346.85	400.35	305.79	351.00	352.38	每股收益(元)	0.77	0.71	0.90	1.20	1.39
<b>非流动负债合计</b>	<b>1,808.86</b>	<b>2,025.92</b>	<b>1,878.97</b>	<b>1,961.15</b>	<b>2,057.87</b>						
<b>负债合计</b>	<b>32,510.79</b>	<b>46,292.25</b>	<b>46,413.60</b>	<b>49,646.18</b>	<b>54,249.03</b>	<b>主要财务比率</b>	<b>2017</b>	<b>2018</b>	<b>2019E</b>	<b>2020E</b>	<b>2021E</b>
少数股东权益	1,237.13	1,914.90	1,960.47	2,017.79	2,089.70	<b>成长能力</b>					
股本	1,878.88	1,877.66	1,877.66	1,877.66	1,877.66	营业收入	20.12%	17.84%	16.47%	17.18%	15.73%
资本公积	7,908.65	7,996.08	7,996.08	7,996.08	7,996.08	营业利润	85.06%	-5.75%	16.25%	31.63%	15.24%
留存收益	12,764.68	13,785.42	15,256.67	17,208.67	19,461.62	归属于母公司净利润	64.87%	-7.26%	26.15%	33.18%	15.57%
其他	(4,251.77)	(5,192.06)	(7,996.08)	(7,996.08)	(7,996.08)	<b>获利能力</b>					
<b>股东权益合计</b>	<b>19,537.56</b>	<b>20,382.00</b>	<b>19,094.80</b>	<b>21,104.12</b>	<b>23,428.99</b>	毛利率	8.44%	8.63%	9.19%	9.53%	9.71%
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>52,048.35</b>	<b>66,674.25</b>	<b>65,508.40</b>	<b>70,750.30</b>	<b>77,678.02</b>	净利率	1.95%	1.54%	1.67%	1.89%	1.89%
						ROE	7.90%	7.26%	9.87%	11.80%	12.20%
						ROIC	15.51%	11.08%	14.17%	13.50%	13.42%
						<b>偿债能力</b>					
<b>现金流量表(百万元)</b>	<b>2017</b>	<b>2018</b>	<b>2019E</b>	<b>2020E</b>	<b>2021E</b>	资产负债率	62.46%	69.43%	70.85%	70.17%	69.84%
净利润	1,472.92	1,381.47	1,691.09	2,252.27	2,602.94	净负债率	-0.21%	-4.00%	34.84%	41.64%	49.16%
折旧摊销	375.03	436.32	277.76	277.76	277.76	流动比率	1.42	1.29	1.26	1.29	1.32
财务费用	756.73	965.98	1,146.47	1,315.86	1,518.20	速动比率	1.02	0.98	0.90	0.89	0.91
投资损失	(39.88)	(55.09)	(56.00)	(56.00)	(56.00)	<b>营运能力</b>					
营运资金变动	(3,769.89)	1,255.92	(6,400.99)	(4,341.68)	(5,281.69)	应收账款周转率	5.47	4.60	4.50	4.93	5.14
其它	193.05	(2,762.58)	48.57	56.29	71.60	存货周转率	6.62	6.68	6.75	6.74	6.78
<b>经营活动现金流</b>	<b>(1,012.05)</b>	<b>1,222.02</b>	<b>(3,293.10)</b>	<b>(495.50)</b>	<b>(867.18)</b>	总资产周转率	1.63	1.47	1.54	1.75	1.85
资本支出	1,570.88	1,856.80	154.56	34.79	48.62	<b>每股指标(元)</b>					
长期投资	313.47	662.70	0.00	0.00	0.00	每股收益	0.77	0.71	0.90	1.20	1.39
其他	(3,880.65)	(4,037.76)	(160.24)	(57.98)	(42.60)	每股经营现金流	-0.54	0.65	-1.75	-0.26	-0.46
<b>投资活动现金流</b>	<b>(1,996.29)</b>	<b>(1,518.26)</b>	<b>(5.68)</b>	<b>(23.18)</b>	<b>6.02</b>	每股净资产	9.75	9.84	9.13	10.16	11.36
债权融资	8,499.57	11,883.33	14,771.77	14,733.78	18,398.70	<b>估值比率</b>					
股权融资	4,974.21	(1,634.02)	(3,950.49)	(1,315.86)	(1,518.20)	市盈率	21.06	22.70	18.00	13.51	11.69
其他	(7,397.07)	(7,998.52)	(12,103.17)	(15,072.04)	(15,083.78)	市净率	1.66	1.65	1.78	1.59	1.43
<b>筹资活动现金流</b>	<b>6,076.71</b>	<b>2,250.78</b>	<b>(1,281.89)</b>	<b>(1,654.11)</b>	<b>1,796.72</b>	EV/EBITDA	14.60	9.06	10.83	9.26	8.66
汇率变动影响	7.02	0.00	5.00	5.00	5.00	EV/EBIT	17.06	10.43	11.75	9.88	9.16
<b>现金净增加额</b>	<b>3,075.39</b>	<b>1,954.54</b>	<b>(4,575.67)</b>	<b>(2,167.80)</b>	<b>940.55</b>						

资料来源:公司公告, 天风证券研究所

### 分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

### 一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

### 特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司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。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

### 投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	持有 卖出	预期股价相对收益 -10% - 10% 预期股价相对收益 -10% 以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市 中性 弱于大市	预期行业指数涨幅 5% 以上 预期行业指数涨幅 -5% - 5% 预期行业指数涨幅 -5% 以下

### 天风证券研究

北京	武汉	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号 邮编：100031 邮箱：research@tfzq.com	湖北武汉市武昌区中南路 99 号保利广场 A 座 37 楼 邮编：430071 电话：(8627)-87618889 传真：(8627)-87618863 邮箱：research@tfzq.com	上海市浦东新区兰花路 333 号 333 世纪大厦 20 楼 邮编：201204 电话：(8621)-68815388 传真：(8621)-68812910 邮箱：research@tfzq.com	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼 邮编：518000 电话：(86755)-23915663 传真：(86755)-82571995 邮箱：research@tfzq.com