

九州通 (600998)

证券研究报告

2018 年 11 月 14 日

渠道布局通九州，药械分销泽四方

布局全国差异化竞争，渠道与品种结构调整成果初现

商务部数据显示，2017 年九州通以 737 亿元的销售额，位列全国医药商业企业销售规模第四位，民营医药商业企业第一位。历经数年发展，公司已成长为全国医药商业龙头。与其他医药商业企业相比，公司差异化竞争体现在：重点开发基层卫生医疗机构、零售药店、诊所、下游批发商等市场化程度更高的客户，拓展基层与院外市场，依靠优质的配送能力逐步提升市场份额，目前基层与院外市场销售占比约为 37.33%，这部分市场有利于公司提升资金周转、管理应收账款等。随着医药政策的变化，公司渠道与品种结构调整成果初现，调拨业务占比减弱，医药零售与基层市场增长明显；医疗器械、中药饮片等品种销售提升；同时公司积极布局工业与零售，进行产业链延伸，未来有望借助其渠道分销能力，实现“工商零”联动，提升业务多样性与市场空间，预计公司未来三年收入保持 20% 左右的增长。

受益政策指引与行业回暖，龙头价值延续

2017 年至今医药政策频出，“两票制”、“分级诊疗”等政策对公司长期经营发展都产生了较为明显的积极影响。一方面，两票制全面执行近一年，小企业生存成本增加，公司网络布局全国 31 个省/市/自治区，在全面执行“两票”的环境下，积极进行业务调整，抢占中小医药批发企业流转出来的市场，提升市场份额；另一方面，分级诊疗、处方外流等政策的效果明显，公司对基层医疗卫生机构、零售药店的配送量增长明显。根据米内网数据，2018H1 公立基层医疗卫生机构与零售药店的药品终端销售占比分别提升 0.2pp、0.1pp。在政策改革带来的药品销售结构变化趋势下，公司还将持续受益这部分市场的需求提升。作为拥有专业化服务能力的全国医药流通企业，在行业逐步回暖的过程中，龙头的价值将进一步体现。

中国&美国医药流通行业比较，高集中度与专业化服务是趋势

我国医药流通行业呈现“4+x”的局面，前四家全国性医药商业企业与部分区域龙头以及中小企业并存，2017 年 CR4/CR10 分别为 32.14%、40.69%。对标美国，前三大医药分销企业市场占有率超过 90%。纵观美国医药分销商的发展历史，从并购提升规模，到差异化特色发展，都在本行业领域迈向更专业化的药械配送服务与健康管理服务。反观我国流通企业的发展进程，目前正在逐步迈向成熟化阶段，区域中小型医药流通企业整合的概率较大，预计行业最终也有望走向高集中度，同时依靠专业化的服务能力提升竞争力与盈利质量。

估值与评级

公司随着渠道与品种结构调整的逐步完成，在医药政策带来的机遇下，公司将持续受益基层市场、院外市场的增长。根据公司 2018 年前三季度报表披露情况，我们对盈利进行调整，2018-2020 年净利润由 15.57/20.15/26.11 亿元调整为 13.82/17.39/21.95 亿元(2017 年公司获得汉阳地块旧城改建项目征收补偿款 5.27 亿元计入当期利润，因此预测 2018 年归母净利润增速为负)，对应 EPS 为 0.74/0.93/1.17 元/股。我们采用分部估值法对公司进行估值，预计其 19 年合理市值为 342-400 亿元，公司作为医药商业龙头企业，在基层医疗结构和零售药店终端的竞争优势明显，未来分级诊疗带来县域及基层市场的快速增长放量，公司未来业务有望持续保持快速增长，维持“买入”评级。

风险提示：市场竞争加剧风险，应收坏账风险，政策执行力度不及预期，工业与零售业务发展不及预期，系统性风险等

财务数据和估值	2016	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入(百万元)	61,556.84	73,942.89	87,229.49	102,478.32	120,461.93
增长率(%)	24.00	20.00	18.00	17.00	18.00
EBITDA(百万元)	1,989.03	2,442.38	2,889.42	3,444.30	4,148.58
净利润(百万元)	876.74	1,445.51	1,382.36	1,738.63	2,194.64
增长率(%)	26.00	65.00	(4.00)	26.00	26.00
EPS(元/股)	0.47	0.77	0.74	0.93	1.17
市盈率(P/E)	32.90	19.95	20.86	16.59	13.14
市净率(P/B)	2.56	1.58	1.82	1.66	1.49
市销率(P/S)	0.47	0.39	0.33	0.28	0.24
EV/EBITDA	18.08	14.60	9.82	9.08	6.69

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	15.36 元
目标价格	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)	1,660.04
A 股总市值(百万元)	28,840.91
流通 A 股市值(百万元)	25,498.21
每股净资产(元)	7.99
资产负债率(%)	67.77
一年内最高/最低(元)	20.46/13.33

作者

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

股价走势



资料来源：贝格数据

相关报告

- 1 《九州通-季报点评:经营规模不断提升，器械板块变现亮眼》 2018-10-29
- 2 《九州通-半年报点评:渠道+品种结构渐优化，推动公司长期发展》 2018-08-28
- 3 《九州通-年报点评报告:各项业务齐头并进，业绩稳步增长》 2018-04-26

内容目录

1. 耕耘二十余载，将医药健康送达九州的医药商业龙头	5
1.1. 长期发展励精图治，领先的医药配送商	5
1.2. 差异化竞争促发展、提升经营规模	6
1.2.1. 超 700 亿的经营规模，业绩稳步增长	7
1.2.2. 批发业务为核心，“工业、零售”战略布局发展	7
1.3. 依托“九州通”模式，完成全国范围内布局	9
1.3.1. 基层与零售药店渠道占比逐步提升，渠道结构渐完善	9
1.3.2. 渠道网络布局全国，具备优秀的终端配送能力	11
1.4. 各渠道业务齐头并进，推动公司规模提升	13
1.4.1. 二级以上医疗机构增长稳健，基层医疗机构增长提速	13
1.4.2. 院外市场受益政策变化，迎来发展“黄金期”	14
1.4.3. 两票影响调拨业务收入增速，但利于提升公司整体毛利率	14
1.5. 借助分销渠道优势，助力产业链延伸	15
1.5.1. “批零一体化”，好药师零售药店推动医药零售发展	15
1.5.2. 打造 FBBC 电商平台，推动分销业务发展	16
1.5.3. 切入工业端，中药饮片发展前景光明	17
1.5.4. 医疗信息化助力医院业务开拓，增值服务潜力无限	18
1.6. 品种与渠道调整成果初现，未来成长可期	18
1.6.1. 器械、中药饮片等高毛利率品种逐渐崭露头角	18
1.6.2. 政策影响减弱，渠道调整逐步完成	19
2. 受益政策指引与行业回暖，龙头长期发展趋势不变	20
2.1. 两票制影响逐渐消除，调拨业务调整逐步到位	20
2.1.1. “两票制”由来已久，执行力度强	20
2.1.2. “两票制”压缩流通中间环节，利好龙头发展	21
2.2. 分级诊疗背景下，基层医疗市场有望迎来快速增长	22
2.3. 处方外流渐成趋势，院外市场受益	23
3. 中国&美国医药流通行业比较，向高集中度与专业化服务迈进	25
4. 财务数据纵比，量化差异化表现	30
5. 业绩拆分与估值讨论	32
5.1. 业绩拆分与预测	32
5.2. 估值讨论	33

图表目录

图 1：九州通发展历程	5
图 2：公司控股股东及实际控制人	6
图 3：2017 年年报期内公司合并报表子公司分类（家数）	6
图 4：2008-2017 营业收入（亿元）及增速（右轴）	7

图 5：2008-2017 归母净利润、扣非净利润（亿元）及增速（右轴）	7
图 6：2008-2017 毛利率及净利率水平	7
图 7：2017 年公司营收构成	8
图 8：2017 年公司成本构成	8
图 9：2012-2017 主营业务收入按行业拆分（亿元）及增速（右轴）	8
图 10：2008-2017 主营业务各行业毛利率	9
图 11：2008-2017 主营业务收入按品种拆分（亿元）及增速（右轴）	9
图 12：“九州通”业务模式	10
图 13：2017 年公司按渠道收入构成	10
图 14：2018 年 H1 公司按渠道收入构成	10
图 15：2017 年公司医院纯销业务收入构成	11
图 16：2018 年 H1 公司医院纯销业务收入构成	11
图 17：全国基层医疗机构数量与公司二级以下基层医疗机构数量对比（万家）	11
图 18：公司全国物流配送网络搭建时间	11
图 19：2010-2017 主营业务收入按地区拆分（亿元）	13
图 20：2010-2017 年不同地区收入与增速（亿元）	13
图 21：2011-2017 二级及以上医院销售额（亿元）及增速	13
图 22：2011-2017 二级及以上医院有效客户数（家）	13
图 23：2011-2017 二级以下基层医疗机构销售额（亿元）及增速	14
图 24：2011-2017 二级以下基层医疗机构有效客户数（家）	14
图 25：对连锁药店以及单体药店批发客户的销售收入（亿元）与增速	14
图 26：对下游批发商的销售收入（亿元）与增速	15
图 27：2006-2017 公司零售连锁药店直营、加盟店数量（家）	15
图 28：2010-2017 零售连锁业务收入（亿元）及增速	16
图 29：2012-2017 B2C 业务收入（亿元）及增速	16
图 30：传统的医药零售、O2O 以及问诊+药品销售模式变化	16
图 31：九州通 FBBC 模式简图	17
图 32：2013-2017（1-9 月）中药饮片加工行业收入（亿元）及同比增速	18
图 33：2008-2017 各主营品种营收占比	19
图 34：2008-2017 各主营品种毛利率	19
图 35：2016-2018H 各销售渠道营收占比	19
图 36：医药流通产业链	21
图 37：纯销与调拨业务结构	22
图 38：2010-2018H1 县级公立医院销售额（亿元）及增速	23
图 39：2010-2018H1 公立基层医疗终端药品销售占比提升	23
图 40：2016 年、2017 年按渠道分类，药品市场销售格局	24
图 41：2016 年、2017 年对终端销售渠道变化	24
图 42：我国医药流通行业发展路径	25
图 43：2006-2017 年全国医药批发市场规模（亿元）及增速	26
图 44：2010-2017 年直报企业主营业务收入（亿元）及增速	26
图 45：2010-2017 年直报企业利润总额（亿元）及增速	26

图 46: 2010-2017 年医药流通企业平均毛利率、净利率、费用率水平	27
图 47: 2011-2017 年医药批发企业数量	27
图 48: 2010-2017 年我国药品流通行业集中度	27
图 49: 美国、日本药品流通产业链	28
图 50: 美国三大流通企业份额变化	28
图 51: 麦克森发展历史	29
图 52: 美国三大流通企业毛利率水平	29
图 53: 美国三大流通企业净利率水平	29
图 54: 九州通与同行业可比公司 2013-2018H 毛利率比较	30
图 55: 九州通与同行业可比公司 2013-2018H 净利率	30
图 56: 公司 2013-2015 年费用构成变化情况	30
图 57: 三项费用率合计	30
图 58: 2013-2018 九州通三项费用情况与增速 (百万)	31
图 59: 2013-2018H 公司与同行业可比公司资产负债率比较	31
图 60: 2013-2018H 公司负债构成	31
图 61: 公司与可比公司流动比率比较	31
图 62: 公司与可比公司速动比率比较	31
图 63: 公司应收账款周转天数与同行业可比公司的比较	32
图 64: 公司存货周转天数与同行业可比公司的比较	32
图 65: 2013-2018H 公司 ROE 与 ROE 系数变化	32
表 1: 公司与同行业可比公司物流配送规模比较	12
表 2: 上市以来公司融资额度	20
表 3: 两票制相关文件	20
表 4: 我国分级诊疗相关文件	22
表 5: 处方外流相关政策	24
表 6: 分业务类型拆分预测 (亿元)	33
表 7: 给予各项业务拆分预测对收入与利润的预测	33
表 8: 公司与可比公司、不同细分领域估值比较	33

1. 耕耘二十余载，将医药健康送达九州的医药商业龙头

九州通作为全国民营医药商业龙头，历经二十几年的发展，根据商务部《2017 年药品流通行业运行统计分析报告》，2017 年公司销售规模居于全国第 4 位，位居全国民营医药商业第一名。公司的下游客户中基层、零售药、诊所等占比相对大客户市场化程度也相对更高，在市场竞争中，有助于利用其高效的配送能力、优质的服务能力抢占、巩固市场份额。另一方面，随着国家分级诊疗政策、处方外流政策的不断推行，这部分市场的需求将持续提升。在长期的发展中，公司开始逐步进行产业链延伸，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，提升盈利空间。

1.1. 长期发展励精图治，领先的医药配送商

九州通医药集团股份有限公司成立于 1993 年，总部位于湖北武汉，是全国最大的民营医药流通企业，是现有全国医药商业企业中销售网络覆盖面最广的企业之一。公司主营药品、医疗器械、中药材、中药饮片等批发、物流配送，以及医药零售连锁、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；同时，公司拥有现代化的医药物流中心，以及现代化的物理技术，医药物流技术与能力处于行业领先地位。公司 2010 年 11 月于上交所上市，依托资本市场多元化的融资方式增强资金优势。

成立至今，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)。

图 1：九州通发展历程



资料来源：公司官网，天风证券研究所

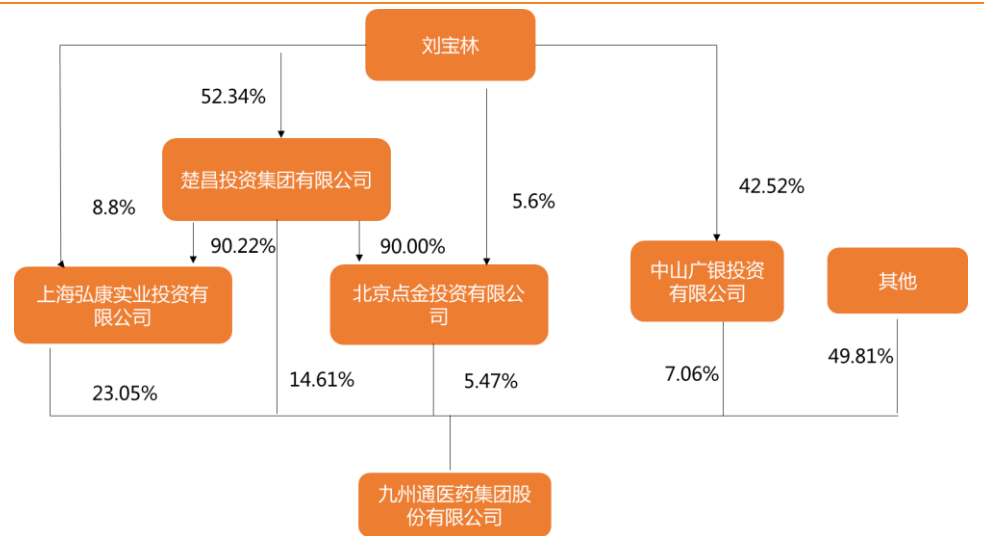
随着经营规模的不断提升，公司集团业务逐渐成熟，服务范围不断扩大。在长期的发展中，公司根据实际经营情况、市场变化以及政策变化等及时修正完善发展战略。2018 年，公司推出“天鹅战略管控模型”，将分销业务、医疗业务和终端业务作为核心业务；将中药业务、医疗器械、消费品、医药工业、总代理业务、原料药作为战略业务，并将第三方物流、基金投资、医养融合、孵化器、药品研发作为需要培育的新兴业务的“365 战略”组合。最终做到“核心业务稳中求进、战略业务寻找突破、新兴业务严控风险”的战略发展思想。

2017 年公司年报显示，公司实际控制人为刘宝林先生。刘宝林先生通过楚昌投资集团有限

公司、上海弘康实业投资有限公司、北京点金投资、中山广银投资有限公司的持股，从而实现对公司的股权控制。公司的直接控股股东为楚昌投资集团，楚昌投资分别控股上海弘康实业投资、北京点金投资从而实现对公司的控股。

刘宝林先生作为公司实际控制人，自 2003 年起担任公司董事长。从股权结构来看，实际控制人参与公司经营，且持股较为集中，有利于公司的长期稳定经营与发展。

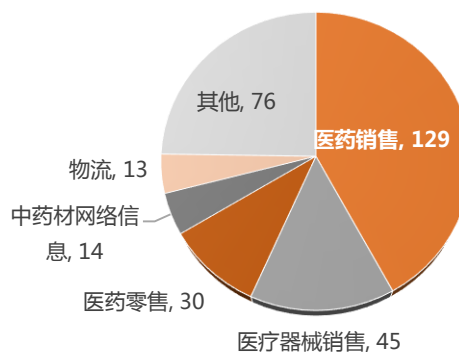
图 2：公司控股股东及实际控制人



资料来源：2017 年年报，天风证券研究所

公司是湖北省最大的医药民营企业之一，主要经营中西成药、医疗器械等批发、物流配送与零售连锁等。其中医药批发是公司最大的经营业务，在经营品种结构上相对完善，且拥有丰富的客户资源。根据 2017 年年报，公司合并报表 307 家子公司中，医药销售类公司达到 129 家，器械销售类公司 45 家。整体来看，公司物流网络覆盖范围广，采用建设子公司的方式加强地方的管理与经营，在某些地区，公司也采用参股的方式，采取全权委托经营模式，综合提升网络覆盖能力与经营管理稳定性。

图 3：2017 年年报期内公司合并报表子公司分类（家数）



资料来源：公司年报，天风证券研究所

1.2. 差异化竞争促发展、提升经营规模

根据商务部《2017 年药品流通行业运行统计分析报告》显示，公司 2017 年营业收入为 739 亿元，营业规模位居全国第四名，而前三名分别为中国医药集团（国药系）、华润集团、上海医药，这三家企业均为国有企业。由于我国医药批发企业的早期发展主要是国企为主导，国企在资金、资源等方面竞争优势较大。公司作为全国民营医药商业龙头，从湖北起家，励精图治，在市场拓展方面采用与其他医药企业不同的竞争策略：主推调拨业务以及基层与零售药店、诊所等批发业务，从而迅速发展壮大。

1.2.1. 超 700 亿的经营规模，业绩稳步增长

近年来，受益与居民医疗保健支出的增加，需求提升，同时公司积极把握发展机遇，建立全国销售配送网络，不断开发下游客户，业务规模得到不断提升，2008-2017 年，公司营收规模年复合增长率为 18.31%。营收规模从 2008 年的 163 亿元，增长到 2017 年的 739 亿元，表现了较高的持续增长性。2018 年上半年公司实现营业收入 424 亿元，同比增长 17.17%，预计 2018 年全年营业收入将超 850 亿元。

在长期的发展过程中，公司业绩也保持了稳健的增长，2008-2017 年公司业绩年复合增长率为 24.40%（2017 年，公司汉阳地块旧城改建项目征收补偿款 5.27 亿元扣除成本后计入资产处置收益，因此 2017 年公司归母净利润增速较高为 64.87%）。2017 年，公司实现扣非后归母净利润为 10.10 亿元，同比增长 22.29%。2018 年上半年，扣非后净利润 4.90 亿元，同比增长 20.54%，增长稳健。

图 4：2008-2017 营业收入（亿元）及增速（右轴）



资料来源：wind，天风证券研究所

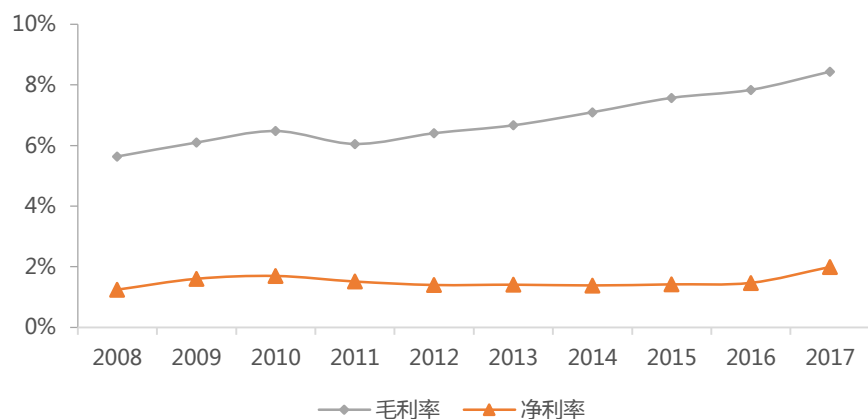
图 5：2008-2017 归母净利润、扣非净利润（亿元）及增速（右轴）



资料来源：wind，天风证券研究所

随着业务规模的不断扩大，公司对下游客户的议价能力也不断提升。加上近年来，公司不断进行上下游延伸，以及提升高毛利率渠道与品种销售量等，因此毛利率水平提升明显。2017 年公司毛利率为 8.44%，较 2016 年提升 0.6 个百分点。2017 年公司净利率为 1.99%，较 2016 年提升 0.52%，盈利能力逐步提升。整体来说，医药流通行业属于微利行业，公司的主要发展主要依靠经营规模的不断提升，获得规模化效应，集约式发展。

图 6：2008-2017 毛利率及净利率水平



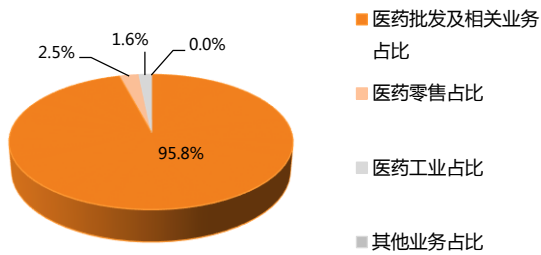
资料来源：wind，天风证券研究所

1.2.2. 批发业务为核心，“工业、零售”战略布局发展

从业务角度来看，公司主营业务为医药批发及相关业务、医药零售和医药工业。2017 年公司医药批发业务实现收入 706.56 亿元，占 2017 年收入的 95.83%，是公司收入的最主要来源；医药零售与医药工业分别实现收入 18.77 亿元、11.94 亿元，收入占比分别为 2.55%、

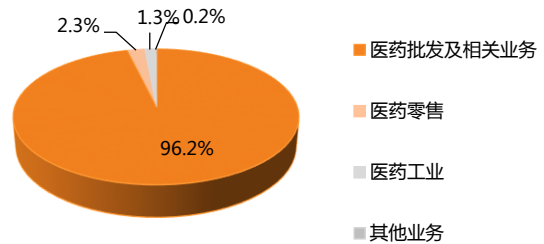
1.62%。工业与零售占比收入贡献占比相对较小，合计为 4.17%。

图 7：2017 年公司营收构成



资料来源：wind，天风证券研究所

图 8：2017 年公司成本构成



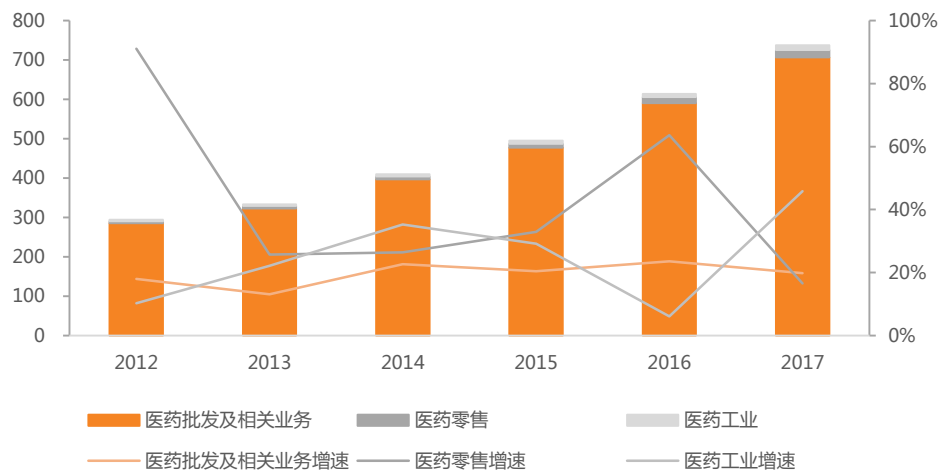
资料来源：wind，天风证券研究所

追溯来看，公司医药批发业务增速平稳，2008-2017 年收入复合增速为 17.83%。医药零售与医药工业收入占比虽然相对较小，但增速较快：医药工业 2011-2017 年收入复合增速为 41.10%；医药零售 2011-2017 年收入复合增速为 24.03%。医药批发业务作为公司的重要业务，保持了较为稳健的增长，医药零售与医药工业作为医药产业链的下游与上游，与医药批发业务的发展形成了良好协同作用。

公司从 2003 年开始药品零售连锁经营业务，在 2013 年前零售业务保持了较为快速的增长，从 2008 年的 0.25 亿元，增长到 2012 年的 4.66 亿元。此后亦保持相对快速的增长，2008-2017 年复合增长率高达 61.86%。

医药工业业务主要由子公司北京京丰制药厂与中药饮片厂贡献收入。该业务营收增速经过 2010 年的较大波动后，2011 年起，开始保持稳定的增长。在 2017 年增速为 45.80%，2008-2017 年间复合增速为 29.25%，高于主营业务增速。

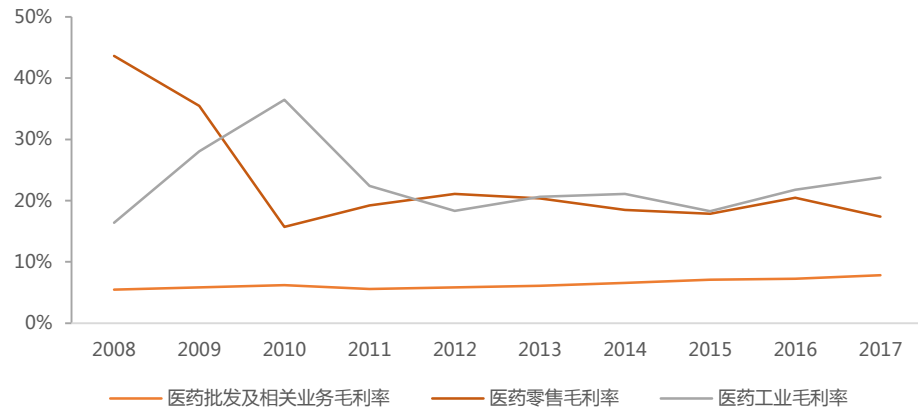
图 9：2012-2017 主营业务收入按行业拆分（亿元）及增速（右轴）



资料来源：wind，天风证券研究所

医药流通企业盈利主要依靠赚取“配送费用”，因此毛利率水平通常不会很高。但近年来，公司行业在“两票制”等政策影响下，行业竞争环境逐渐优化，流通企业议价能力有所提升；同时公司积极发展对医疗机构的配送业务，毛利率水平逐步提升。2017 年公司批发业务毛利率水平为 7.81%，较 2016 年提升 0.59%。医药零售与医药工业毛利率水平相对较高，2017 年，其毛利率分别为 17.36%、23.78%。

图 10：2008-2017 主营业务各行业毛利率

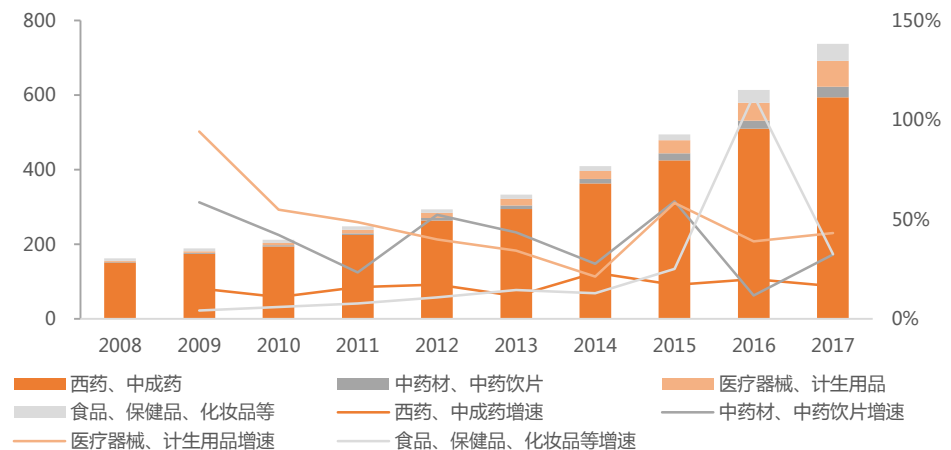


资料来源：wind，天风证券研究所

从品种上看，公司销售品种涉及西药、中成药，中药材、中药饮片，医疗器械、计生用品和食品、保健品、化妆品等。西药、中成药为公司核心业务品种，2017 年销售额 594.20 亿元，占主营业务收入的 80.60%。公司其他业务品种也是公司收入的重要来源，2017 年，中药材、中药饮片收入占比为 3.82%，医疗器械、计生用品收入占比为 9.46%，食品、保健品、化妆品等收入占比为 6.12%。

公司西药、中成药的销售增速较为稳定，2017 年销售同比增长 16.47%，2008-2017 年年复合增速为 16.39%，中药材、中药饮片与医疗器械、计生用品等 2017 年增速提升明显，分别同比增长 32.42%、43.23%。食品、保健品、化妆品等作为公司主要经营品种的补充，存在一定波动，但对公司整体收入影响有限，2008-2017 年复合增速为 22.09%，综合来看，公司近年来西药、中成药的销售增长稳定，中药、中药饮片以及医疗器械收入增长明显，主营业务的收入整体增长动力充足。

图 11：2008-2017 主营业务收入按品种拆分（亿元）及增速（右轴）



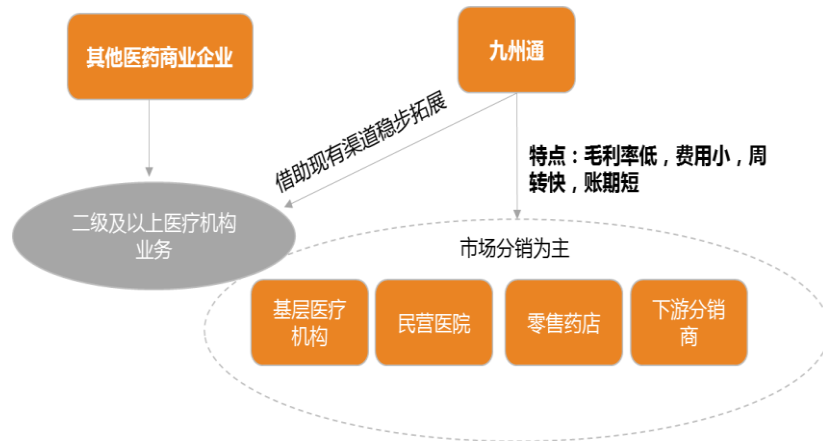
资料来源：公司年报，招股说明书，天风证券研究所

1.3. 依托“九州通”模式，完成全国范围内布局

1.3.1. 基层与零售药店渠道占比逐步提升，渠道结构渐完善

相较于其他主要为公立医疗机构的医药流通企业不同，公司客户主要面向基层医疗卫生机构、零售药店以及卫生诊所、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，也让公司建立于区别其他药品流通企业的“九州通模式”。

图 12：“九州通”业务模式

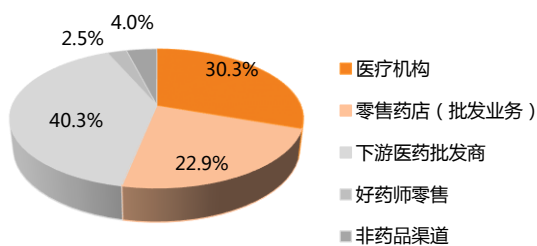


资料来源：2018 年半年报，天风证券研究所

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，是公司对接 C 端的主要渠道。

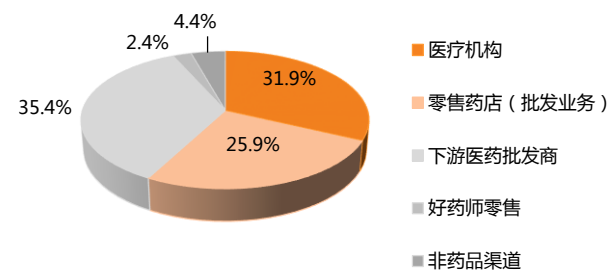
从渠道结构上来看，公司下游批发商渠道业务占比最高，2017 年，下游批发商销售收入占比为 40.29%；其次为医疗机构与对零售药店的批发。但近年来，在“两票制”、“分级诊疗”、“处方外流”等医改政策的影响下，公司渠道机构正在逐步的变化：对医疗机构业务、对零售药店的批发业务增速提升；对下游批发商业务增速下滑。2018 年上半年公司对医疗机构的销售额同比增长 46.77%；对下游医药批发商销售额同比下降 2.61%，占主营业务收入比例减少至 35.42%；对连锁药店批发销售额同比增长 40.28%，对单体药店批发销售额同比增长 34.10%。我们判断，随着政策的不断推行，公司渠道结构的变化还将更加明显，下游客户结构将更加优化。

图 13：2017 年公司按渠道收入构成



资料来源：2017 年年报，天风证券研究所

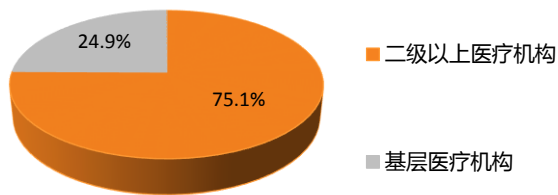
图 14：2018 年 H1 公司按渠道收入构成



资料来源：2018 年半年报，天风证券研究所

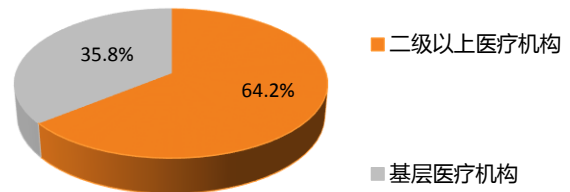
而在对医院的纯销中，二级以下基层医疗机构的销售收入增速从 2017 年开始增长明显，在对医院的纯销收入的占比也逐步的提升。2018 年上半年，公司对二级及以上医院销售额增长为 23%，较去年同期有所下滑，我们预计主要系二级以上医疗机构纯销账期相对更长，为了保持一定的资金流动性，公司对该部分业务的增速进行了一定的控制。

图 15：2017 年公司医院纯销业务收入构成



资料来源：2017 年年报，天风证券研究所

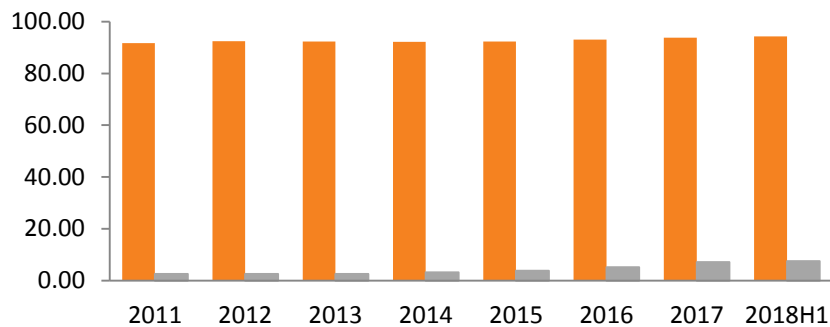
图 16：2018 年 H1 公司医院纯销业务收入构成



资料来源：2018 年半年报，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：2017 年基层医疗机构有效客户数为 70900 家，2018 年上半年，有效机构客户数为 75100 家。2018 年上半年，我国基层医疗卫生机构（含诊所、村卫生院等）数量为 94.34 万，公司的基层医疗机构有效客户数量为 7.51 万，基层市场客户数量增量空间较大。

图 17：全国基层医疗机构数量与公司二级以下基层医疗机构数量对比（万家）



资料来源：wind，卫计委，公司年报，半年报，天风证券研究所

1.3.2. 渠道网络布局全国，具备优秀的终端配送能力

对于医药流通而言，建立完善、高效的配送网络与体系有利于提高经营效率提高配送能力。作为民营医药流通企业龙头，公司已构建全国性的营销网络，覆盖全国大部分的地区，在基层配送网络建设方面优势明显。目前公司已建成 31 个省级医药物流中心，94 家地级分销物流网络，具有较强的终端配送能力。

图 18：公司全国物流配送网络搭建时间



资料来源：公司年报，招股说明书，wind，天风证券研究所

提高物流配送能力是医药商业公司增加自身竞争力的重要方式。目前全国医药商业的竞争格局主要为全国性的医药商业企业、区域龙头以及地方中小医药批发商。随着行业政策的趋严，监管的趋严、资金收紧，中小企业生存压力将增加，利润空间将逐步摊薄。

对目前全国医药商业公司分销网络、物流规模进行比较，全国性的医药商业公司均建立有较为完善的网络，物流配送规模也相对较大，区域性的龙头物流配送建设主要服务覆盖区域，更重视广度与深度兼备。公司因为客户对象的差异，在物流建设方面也具有较强的深度，基层配送能力较强。

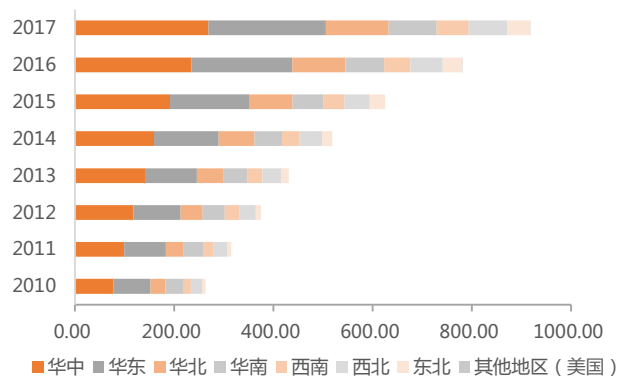
表 1：公司与同行业可比公司物流配送规模比较

企业	物流配送规模	网络布局范围	2017 年销售规模(含税)
中国医药集团 (国药控股)	强化全国一体化物流平台建设，5 个枢纽物流中心，33 个省级物流中心	全国	3214.4 亿元
华润医药	160 个物流中心构成的全国性分销网络	27 个省/市/自治区	1264.0 亿元
上海医药	坚持全国化商业网络布局	通过控股子公司直接覆盖全国 24 个省/市/自治区	1217.9 亿元
九州通	31 个省级医药物流中心，同时向下延伸并设立了 94 家地市级分销物流中心	分销网络覆盖全国 31 个省/市/自治区	737.3 亿元
瑞康医药	覆盖全国的物流配送体系	山东省药械分销龙头，搭建全国物流配送网络	205.9 亿元
国药股份	分销业务继续覆盖全国 31 个省/市/自治区，精麻类药品分销龙头	分销布局全国，普药等分销重点布局北京地区	362.9 亿元
国药一致	20 个物流中心，华南地区覆盖范围广	华南地区	412.6 亿元
嘉事堂	北京、上海、广州、成都、安徽五大医疗器械第三方物流中心	5 个省份	141.7 亿元
南京医药	公司已有物流中心 23 个（其中主要物流中心 13 个）	华东地区	273.8 亿元
柳州医药	以玉林、桂林、百色等主干城市作为配送节点，辐射自治区 14 个地级市	14 个地级市	92.3 亿元
人民同泰	拥有东北三省最大的医药物流中心，配送网络拓展到吉林、内蒙古等黑龙江省外市场	东北三省、内蒙古	80.09 亿元
鹭燕医药	辐射福建全省的分销和物流配送网络，在四川、江西、海南三省也有布局医药分销业务	四个省份	82.3 亿元

资料来源：各公司年报，半年报，天风证券研究所

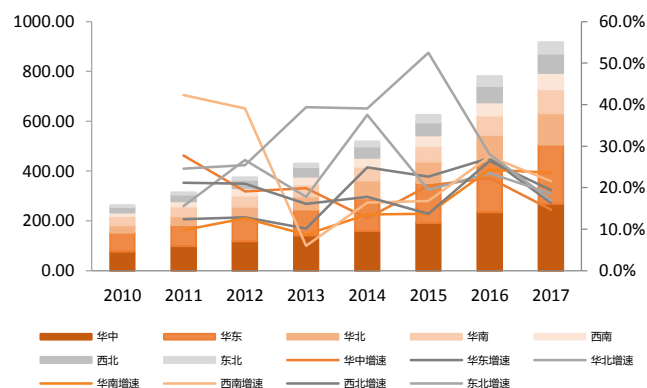
分地区来看，公司在华中、华东、华北地区收入占比较高，分别为 36.47%、32.14%、17.17%。公司总部设立于湖北，在华中、华东等地区优势明显，并保持了较快的增长。从占比情况变化来看，公司在东北地区的销售收入增速较快，占比也逐年处于提升的态势：占比从 2010 年的 3.14%，增加至 2017 年的 6.24%。我们判断，公司东北地区的分销基数相对小（2017 年为 46 亿元），且东北地区地处祖国东北角，运输线长，对配送能力的要求更高，也更能体现公司的物流网络建设较为完善的优势。

图 19：2010-2017 主营业务收入按地区拆分（亿元）



资料来源：公司年报，招股说明书，天风证券研究所

图 20：2010-2017 年不同地区收入与增速（亿元）



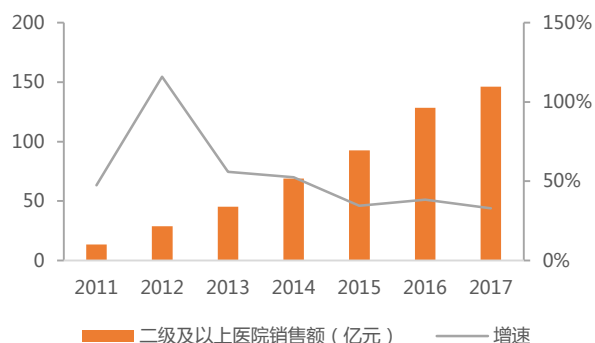
资料来源：公司年报，招股说明书，天风证券研究所

1.4. 各渠道业务齐头并进，推动公司规模提升

1.4.1. 二级以上医疗机构增长稳健，基层医疗机构增长提速

公司在 2010 年既已建立起中高端医院业务拓展与管控体系，集团总部及下属各地经营公司建立医院事业部，以加大对二级及以上医院的开发。2011-2014 年间，此部分业务销售额的增长主要来自于已有客户的深耕；在 2015-2017 年间，销售额的增长主要来自于新客户的开拓。2017 年公司二级以上医院有效客户数为 4600 家，实现收入 146.16 亿元，同比增长 32.96%。

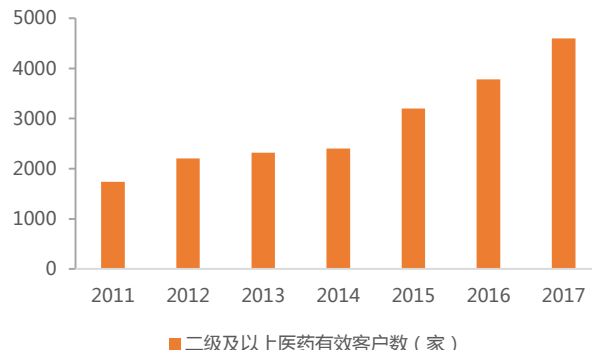
图 21：2011-2017 二级及以上医院销售额（亿元）及增速



资料来源：公司年报，天风证券研究所

注：2011-2016 为含税销售额

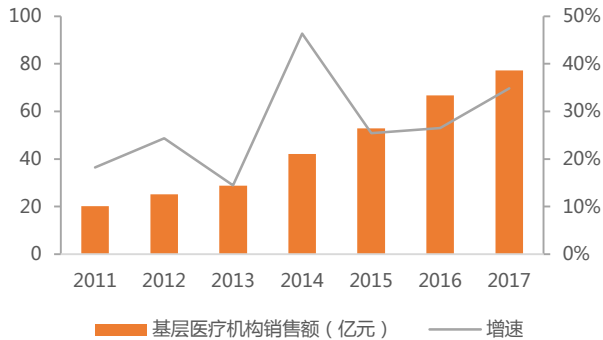
图 22：2011-2017 二级及以上医院有效客户数（家）



资料来源：公司年报，天风证券研究所

针对二级以下基层医疗机构，公司在 2014 年成立“基药与处方药事业部”，销售额和有效客户数同比大幅增长；近年来，受益于分级诊疗政策的推进，公司基层医疗机构规模增长迅速，进入快速发展期。2017 年，公司二级以下基层医疗机构有效客户数达到 70900 家，实现销售额 77.16 亿元，同比增长 34.87%。

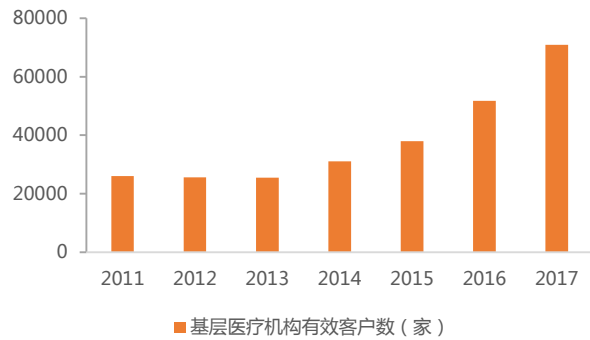
图 23：2011-2017 二级以下基层医疗机构销售额（亿元）及增速



资料来源：公司年报，天风证券研究所

注：2011-2016 为含税销售额

图 24：2011-2017 二级以下基础医疗机构有效客户数（家）

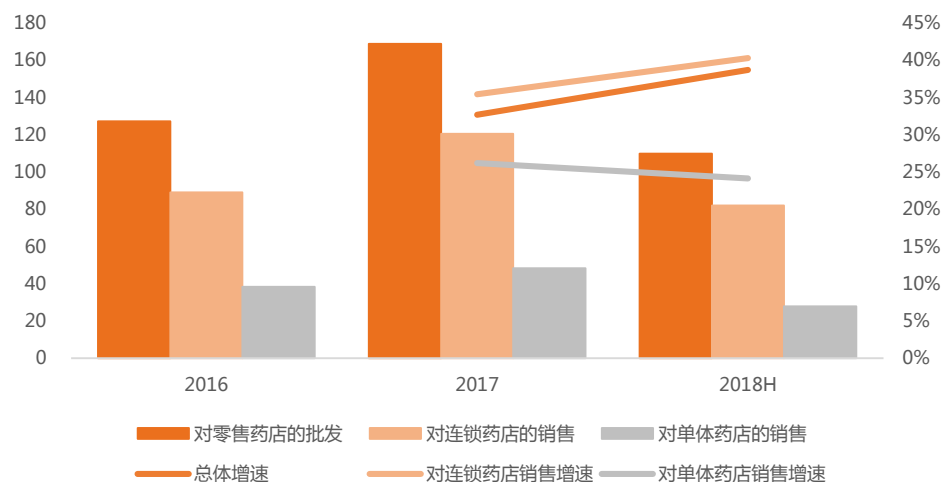


资料来源：公司年报，天风证券研究所

1.4.2. 院外市场受益政策变化，迎来发展“黄金期”

对连锁零售药店、单体药店、诊所的药品分销业务是公司核心业务的一部分。在医改政策的不断推动下，“处方外流”、“零加成”等政策使得医院经营成本增加，利于院外市场的发展，医药零售市场将进一步扩大；另外随着“营改增、两票制”等政策的积极影响，行业竞争环境更加优化，公司该项业务有望持续受益。2017 年公司对药店批发业务的收入为 168.71 亿元，同比增长 32.65%；其中对连锁药店批发客户的销售收入为 120.40 亿元，同比增长 35.43%，对单体药店批发客户销售收入为 48.31 亿元，同比增长 26.17%。原有客户的销售增量与新客户的增加共同推动了公司该项业务的发展。

图 25：对连锁药店以及单体药店批发客户的销售收入（亿元）与增速



资料来源：公司 2016 年、2017 年年报，2018 年半年报，天风证券研究所

根据商务部数据统计，2017 年全国零售药店数量约为 45.4 万家，销售总额为 4003 亿元。粗略估算：假定零售药店通过医药流通企业进购货物的比例为总采购量的 80%，剩余 20% 为直接向医药工业企业采购；加入医药零售行业平均毛利率为 30%，则医药批发企业对零售药店的批发销售规模约为 2600 亿元。九州通对零售药店的批发销售额为 168.7 亿元，粗略测算，九州通市场占有率约为 6.5%，未来的提升空间还比较大。同时，在两票制执行后，许多将药品低价批发给零售药店，再通过洗票赚取利润的小批发商将逐渐消失，公司对零售药店批发市场占有率有望进一步提升。

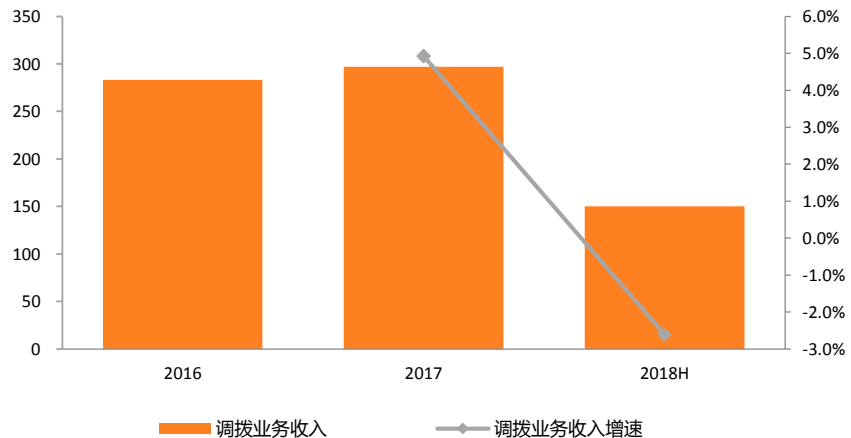
1.4.3. 两票影响调拨业务收入增速，但利于提升公司整体毛利率

对下游分销商的批发业务又称为商业调拨。调拨业务毛利率低，但周转快，账期短，有利于公司资金的周转。2017 年下半年，各省份陆续发文试运行“两票制”，2018 年全国开始

全面执行“两票制”，旨在压缩医药流通的中间层层加价环节，最终降低药品价格。在此政策的影响下，公司调拨业务收入受到一定影响。2017 年公司下游医药批发企业的销售收入为 297.02 亿元，同比增长 4.92%，2018 年上半年同比下滑 2.61%，调拨业务进一步降低。

但整体来看，调拨业务的降低有利于公司进一步有条不紊的优化渠道局：一方面调拨业务毛利率较低，同时多数基层医疗的配送可允许再加“一票”，因此调拨业务对公司利润的影响有限；另一方面，调拨业务占比会下降，对提升公司整体毛利率带来积极影响，综合盈利能力有望得到进一步提升。

图 26：对下游批发商的销售收入（亿元）与增速



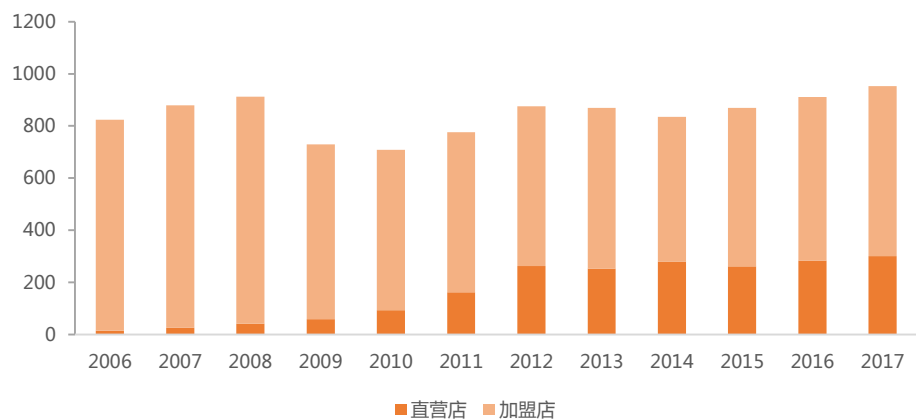
资料来源：wind，天风证券研究所

1.5. 借助分销渠道优势，助力产业链延伸

1.5.1. “批零一体化”，好药师零售药店推动医药零售发展

公司从 2003 年开始药品零售连锁经营，并于 2010 年建立“好药师大药房”连锁品牌，是公司对接终端的重要渠道。公司零售药店主要有加盟店与直营店，并以直营店为主，加盟店为辅。2017 年公司零售药店门店数为 953 家，其中直营店 300 家，加盟店 653 家。公司零售药店数量的增加相对比较平稳，直营店主要是通过自建与收购的方式实现门店的扩张，并通过购销差价赚取利润；加盟店主要是品牌管理费用以及批发配送费用等获得收入。

图 27：2006-2017 公司零售连锁药店直营、加盟店数量（家）

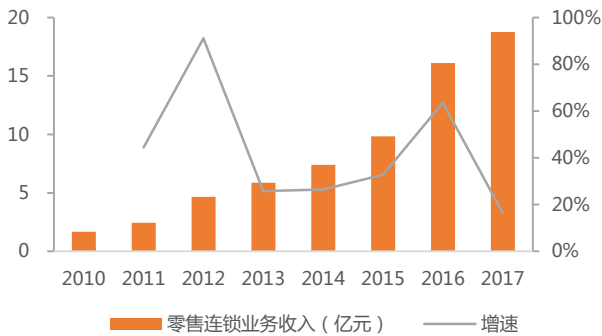


资料来源：招股说明书，公司年报，天风证券研究所

互联网的快速发展也在逐步的影响医药零售行业的业务模式与竞争方式。但是因为药品具有特殊性，在安全性与时间性方面要求比较高，加上行业监管严格，所以我国医药电商的并没有形成诸如其他消费品类似的火热之势。医药电商的发展目前依旧是探索发展阶段，未来“O2O”模式有望成为主流，依靠线上导流，线下选购的方式增加客流量。

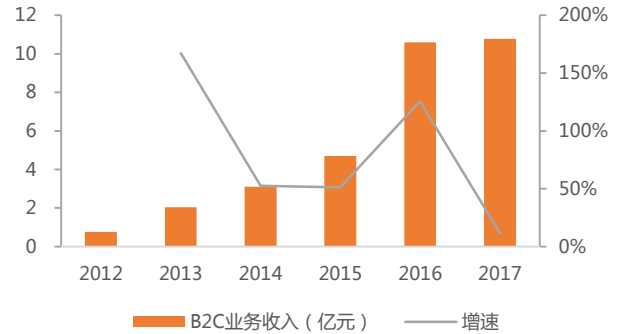
公司的医药零售业务较早即开始了探索电商模式，积极拥抱互联网，探索发展新的业务模式。2011 年，公司与京东合作上线“京东好药师”网站，开启好药师大药房的“B2C 业务”。2013 年，好药师与腾讯合作，实现微信到线下药店的 O2O 业务“药急送”功能。此后，好药师在“B2C”业务和“O2O”业务不断深耕，同时，与各大互联网平台合作，积极尝试新的发展模式。

图 28：2010-2017 零售连锁业务收入（亿元）及增速



资料来源：公司年报，天风证券研究所

图 29：2012-2017 B2C 业务收入（亿元）及增速



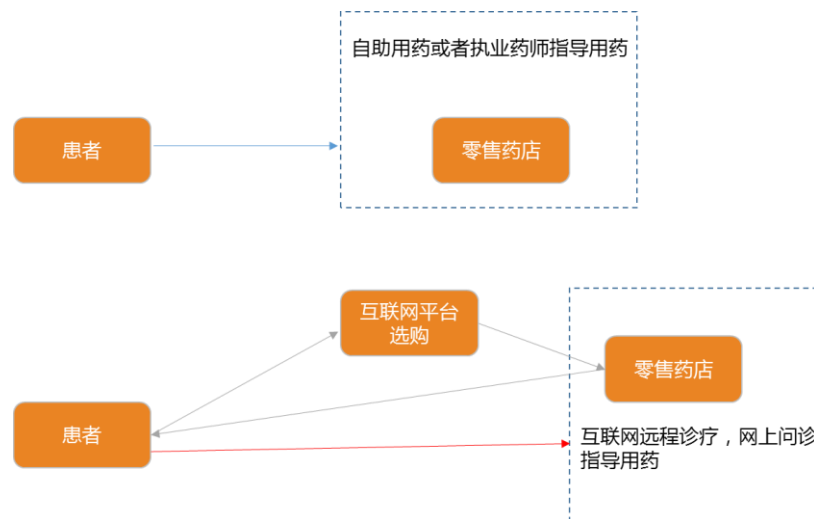
资料来源：公司年报，天风证券研究所

2017 年公司对好药师旗下“B2C”的线上线下平台进行调整，将好药师 APP 与好药师官方商城结合，打造全国立体化“9 仓+18 城”的送药网点，目前包括北京、武汉、上海等在内的 18 个一二线城市用户可享受好药师专业咨询以及“24 小时送药、1 小时必达”的 O2O 送药业务。

医药零售方面，公司积极与饿了么、平安好医生等签署战略合作协议，不断提升线上导流来源，同时提升服务质量。平安好医生作为“互联网医院”的独角兽企业，兼具了网上问诊与药品销售等功能，并掌握了丰富的医疗健康数据，利用人工智能等深度学习的方式，对常见病的诊断和治疗进行分析。好药师与平安好医生的合作后，在好药师 APP 中引入人工智能问诊服务，利用人工智能技术，提供更加精准的医疗健康服务。

同时，拥有 300 多名执业药师团队及专业医师团队，并与多家专业医疗平台大成合作战略，建立大健康数据库，为会员的慢病管理工作奠定接触。与医疗平台的合作后，公司将不仅仅局限于药品销售的角色，而是增加简单常见疾病的问诊服务，“诊疗+药品销售”的结合，将提高公司的健康服务能力，增加客户黏性，促进医药零售业务的发展。

图 30：传统的医药零售、O2O 以及问诊+药品销售模式变化



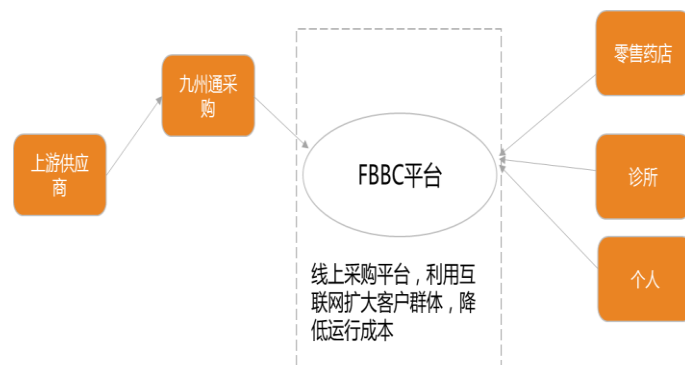
资料来源：公司年报，天风证券研究所

1.5.2. 打造 FBBC 电商平台，推动分销业务发展

公司早在 2000 年就已创办 B2B 电商网站“九州通医药网”。2014 年，公司推行集团化 IT 战略，形成了包括九州通医药网（B2B）、九州通中药材电子商务有限公司（中药材 B2B）、好药师线上业务和武汉九州通麦迪森电子商务有限公司（B2C、O2O 等）多业态医药电子商务平台。公司在 2015、2016 年积极推进电子商务业务的整合，将好药师网上药店（B2C）、海外购、武汉麦迪森（O2O）、九州通健康管理、远程医疗事业部等 5 个互联网业务板块组建成 998 电商集团。公司在 2017 年提出的“FBBC”业务模式，即是整合集团电商技术团队，打通 B2B、B2C、O2O 业务。“F”即上游药品生产企业，首个“B”即九州通，第二个“B”指终端药店和诊所，“C”指消费者。

FBBC 电商平台的搭建旨在提升公司下游诊所、单体药店等客户与上游厂家沟通的效率，提升采购议价能力，从而构建为上下游客户的服务体系和供应链管理体系。FBBC 平台的建立有利于公司有效的扩大客户群体，增加业务量。同时由于平台的运行维护等成本相对线下客户开发、实体药店运行的成本更低，因此毛利率也更高。公司 B2B 业务自 2017 年起取得持续高增长。2017 年，B2B 业务含税销售额 37.67 亿元，同比增长 112.77%；2018 年上半年，B2B 业务含税销售额 33.76 亿元，同比增长 149.23%。

图 31：九州通 FBBC 模式简图



资料来源：公司年报，天风证券研究所

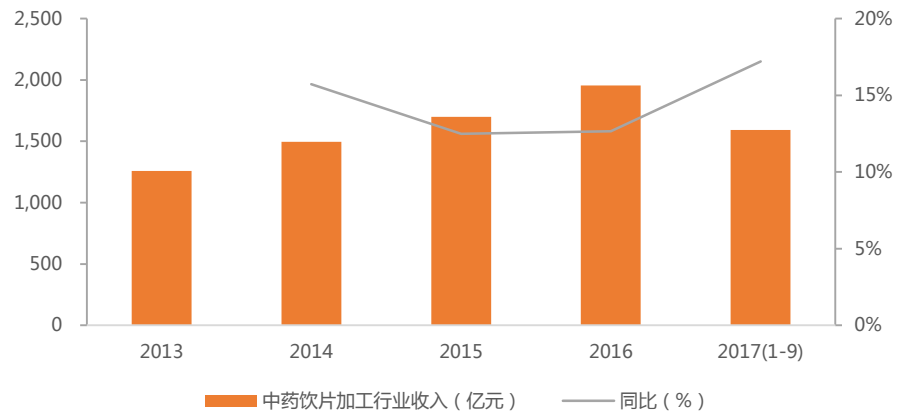
1.5.3. 切入工业端，中药饮片发展前景光明

在工业端公司主要拥有西药与中药工业两个平台：子公司北京京丰制药集团有限公司为其西药工业平台，主要以抗生素、糖尿病和心脑血管系列药品为主，目前均已通过国家 GMP 认证，截止到 2018 年上半年，公司已获得 88 个国家药品批文，未来有望依靠公司的销售渠道加大自有品种的销售，同时也有望通过引进国外优质化药品种，进一步增强公司工业端研发生产能力。

中药平台是公司近年来发展较为迅速的一项业务。目前主要是通过子公司九州天润中药产业有限公司进行中药的种植、生产与研发。公司在上市前为保证医药流通的主业，曾将中药饮片生产企业湖北金贵转让给武汉楚昌。2012 年又收回湖北金贵，重拾中药饮片生产业务。此后陆续设立、并购新的中药饮片生产子公司。目前子公司九州天润旗下设有一个中药研究院和 8 个通过国家 GMP 认证的中药生产二级子公司。拥有“九州天润”、“金贵德济堂”、“臻养”、“真仁堂”等产品品牌。同时，公司还成立有 13 家中药材电商公司，拓展中药材电商业务。2017 年，公司中药饮片生产能力大幅提升，工业板块实现收入 11.94 亿元，同比增长 45.80%，毛利率 23.78%，同比提升 2.03 个百分点。

从工信部数据来看，2016 年我国中药饮片加工行业规模为 1956 亿元，增速在 12.66%；2017 年 1-9 月规模为 1593 亿元，增速提升至 17.20%。中药饮片行业集中度极低，行业龙头康美药业 2016 年在中药饮片销售额为 47.04 亿元，仅约占整个行业的 2.4%。因此，公司中药饮片业务具备较大的发展潜力。

图 32：2013-2017（1-9 月）中药饮片加工行业收入（亿元）及同比增速



资料来源：工信部，天风证券研究所

中药板块是公司致力于长期健康发展的业务之一，未来中药板块全产业链布局将更加完善：从产品种植、中药饮片贸易、中药饮片生产与销售、中药医院营销、中药标准煎药、中医馆等环节，逐步建立起完善的中药板块种植、生产、销售、研发等全产业链，从而推动公司中药业务的成长。

1.5.4. 医疗信息化助力医院业务开拓，增值服务潜力无限

随着信息化技术的发展，医药流通企业开始逐步的发展医疗信息化技术，通过与医院信息化平台以及 HIS 系统等的对接，帮助医院提高医疗服务质量、提升医院运行效率、降低成本的同时加强与客户之间的黏性，提高药品与耗材配送的时效性与精准性。

公司成立了九州通医疗信息（科技）有限公司主要负责医疗信息化技术的建设，为医疗终端客户提供综合解决方案。子公司目前有 195 人，多为国内外知名学府与世界 500 强 IT 高科技企业引进。与医院信息系统的对接有望帮助公司进一步打开医疗机构市场，增加客户量，或者是在原有医疗机构客户的基础上，增加对老客户的销售品种品类。

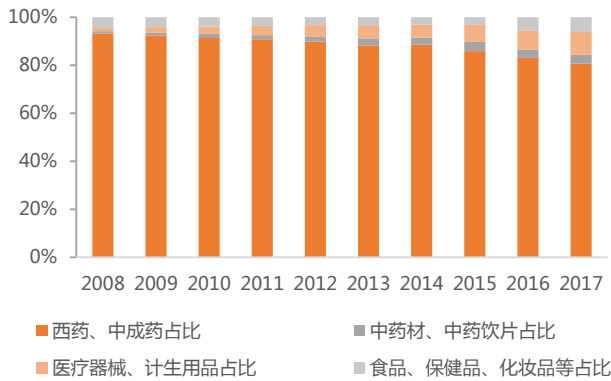
另一方面，随着医改的推进，处方外流趋势愈加明显。公司与医院系统实现信息化对接后，更有利于承接处方外流的契机，获得更具优势的竞争地位。2018 年 7 月 25 日，公司与东华、腾讯云有限责任公司签订战略合作协议，主要针对医药 HIS 系统与处方外流系统的对信息平台开发，同时利用信息化的力量，将药品更加快捷、安全、准确的送达到患者手上，提高医院、医保局、监督管理部门等各机构的运行效率。

1.6. 品种与渠道调整成果初现，未来成长可期

1.6.1. 器械、中药饮片等高毛利率品种逐渐崭露头角

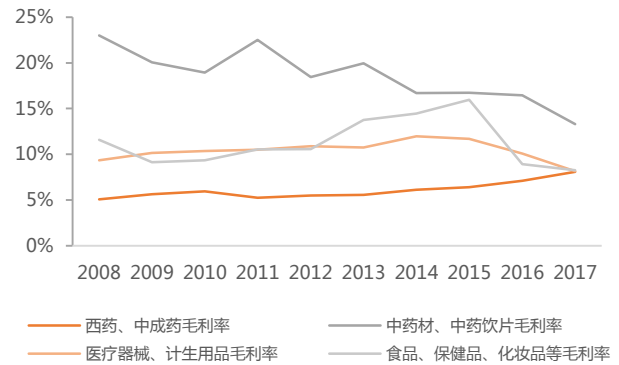
随着行业政策的变化以及公司的不断发展，其业务品种也不断丰富，结构逐步优化。截止到 2018 年上半年，公司主要经营的药品、医疗器械等品种品规达到 315560 个。近年来，在“两票制”、“药占比”、“零加成”等政策影响下，公司对销售品种结构不断进行调整。医疗器械、中药饮片等毛利率相对较高的品种销售占比逐步提升。

图 33：2008-2017 各主营产品种营收占比



资料来源：招股说明书，公司年报，天风证券研究所

图 34：2008-2017 各主营产品种毛利率



资料来源：招股说明书，公司年报，天风证券研究所

公司自 2014 年起开始拓展高值耗材等专业领域，近年来，医疗器械板块营收占比快速提升。2015 年，将原集团医疗器械事业部改组为“九州通医疗器械集团有限公司”，同时收购骨科经销商；2016 年，设立多个骨科事业部，在骨科业务取得突破。2017 年，公司取得珠海、芜湖两地高值耗材集中配送权；在 10 个省份设立 IVD 事业部，完成 2 家检验科集中配送业务。目前公司器械品种主要集中骨科、大外科等领域，并有望借助公司的全国物流配送网络，实现器械业务的快速增长。

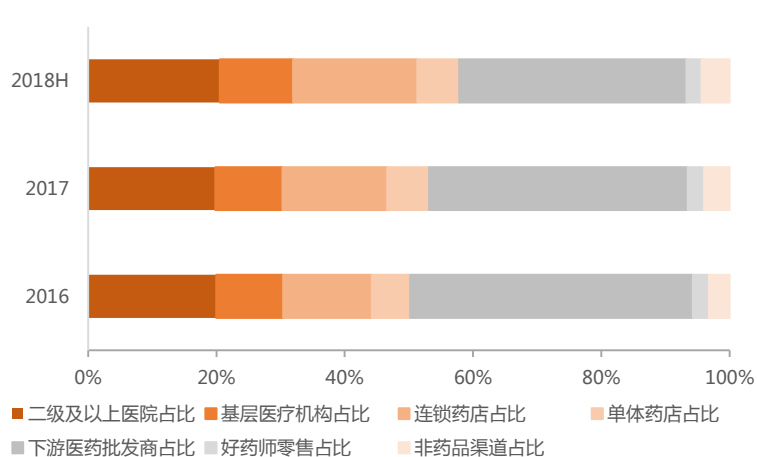
在医改政策中，国家要求医疗机构在药品采购中实施“零加成”，但并未对中药饮片做限制，因此很多医疗机构对中药饮片的销售量不断提升。目前公司拥有中药饮片的种植、生产能力，借助自身的销售渠道，中药饮片事业的发展值得期待。2017 年公司中药材与中药饮片业务实现销售收入 28.18 亿元，同比增长 32.42%。2018 年预计自产中药饮片销售收入将超过 10 亿元。

1.6.2. 政策影响减弱，渠道调整逐步完成

在“两票制”政策影响下，公司调拨业务受到一定的影响。随着环境的变化，公司对其销售渠道积极进行调整。对下游批发商的销售逐步减少，对基层医疗卫生机构与零售药店的批发渠道销售逐步提升。

分析 2018 年上半年渠道销售变化情况，从各渠道销售收入占比情况来看，连锁药店销售收入占比有大幅提升，而下游批发商销售收入占比明显下滑。上文已述，连锁药店销售收入提升得益于“营改增”政策，下游批发商收入下滑主要由于“两票制”的全面实行。

图 35：2016-2018H 各销售渠道营收占比



资料来源：公司年报，半年报，天风证券研究所

与对医院的纯销相比，调拨业务的毛利率低，费用少、回款快，周转快。随着调拨业务的减少，公司在医院端业务的增长加快，对公司而言，未来公司综合毛利率有望进一步提升，

业务结构与客户结构会更加稳定；但同时医院账期相对较长，周转慢。因此在未来的发展，公司或将在应收账款管理以及效率提升方面加大投入与管理。

公司上市以来，借助资本市场平台多次融资，2016 年发行可转债募资 14.76 亿元、2017 年定向增发募资 36.0 亿元。从资助层面来看，公司目前仍旧具备长期发展的动力。

表 2：上市以来公司融资额度

时间	融资方式	募资金额
2012/10/18	公司债	16 亿元
2016/1/13	可转债	14.76 亿元
上市至今	短期融资券	29 次，总计约 22.4 亿元
上市至今	中期票据	4 次，总计约 3.9 亿元
2014/3/18	定增	20.8 亿元
2017/11/19	定增	36.0 亿元

资料来源：wind，天风证券研究所

2. 受益政策指引与行业回暖，龙头长期发展趋势不变

2017 年影响医药流通行业最重要的一项政策就是“两票制”的执行，“两票制”的出台主要为压缩中间流通环节，加强药品的可追溯性，同时也能达到净化流通环节竞争环境的作用。“两票制”对商业公司间的调拨业务会有一定影响，在此过程中，龙头企业依靠自身资金优势、渠道优势、并购整合能力，进行渠道的归拢、品种的积累，提升配送能力。总的来看，“两票制”的执行，有利龙头企业的长期发展。

2.1. 两票制影响逐渐消除，调拨业务调整逐步到位

2.1.1. “两票制”由来已久，执行力度强

“两票制”指的是从生产企业到医药商业企业开一次票，从商业企业到医疗机构再开一次票。我国“两票制”最早在 2006 年广东省提出，而当时由于各方利益的“博弈”，最后“两票制”的政策并没有完全执行。直到 2014 年，福建省医改中，将“两票制”概念自此推出，在福建省内试行按片区以及按省份指定配送商的形式开展。2017 年 1 月 29 日，国务院办公厅开始发布《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》，要求在 2018 年去全国所有公立医院在药品采购中全面实施实施两票制，此后在 2017 年下半年，全国各省市自治区先后发布了执行两票制的相关文件，2018 年，全国各省/市/自治区开始全面执行两票制。

表 3：两票制相关文件

时间	发布单位	政策	内容	实施状况
2006/10	广东省	《2007 年药品挂网采购方案》	一级经销商直接从生产商购货、结算并开具发票；二级经销商必须直接从一级经销商购销结算，二级经销商的进项必须由一级经销商开具	受到药企和经销商的反对，并未严格实施
2009 年	中央六部委	《关于进一步规范医疗机构药品集中采购工作的意见》	由生产企业或委托具有现代物流能力的药品经营企业向医疗机构直接配送，原则上只允许委托一次，特殊情况可申请批准由其他企业配送	仅福建省采用片区方式制定并实施了“两票制”政策
2014 年	福建省	《福建省 2014 年医疗机构药品集中招标采购实施意见》	取消片区配送，改为全省统一配送，限定配送商数量	全国唯一一家实行两票制的省份
2016/4/27	国务院办公厅	《国务院办公厅关于完善公立医院药品集中采购工作的指导意见》	明确要求 8 个省份试点医药流通领域的“两票制”政策。	

2017/1/9	国务院医改办等8部门	《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》	公立医疗机构药品采购中逐步推行“两票制”，鼓励其他医疗机构药品采购中推行“两票制”。综合医改试点省（区、市）和公立医院改革试点城市要率先推行“两票制”，鼓励其他地区执行“两票制”，争取到2018年在全国全面推开。	各省份相继出台实施“两票制”的相关文件
2017/2/9	国务院办公厅	《国务院办公厅关于进一步改革完善药品生产流通使用政策的若干意见》	综合医改试点省（区、市）和公立医院改革试点城市要率先推行“两票制”，鼓励其他地区实行“两票制”，争取到2018年在全国推开	各省份相继出台实施“两票制”的相关文件

资料来源：各政府网站，天风证券研究所

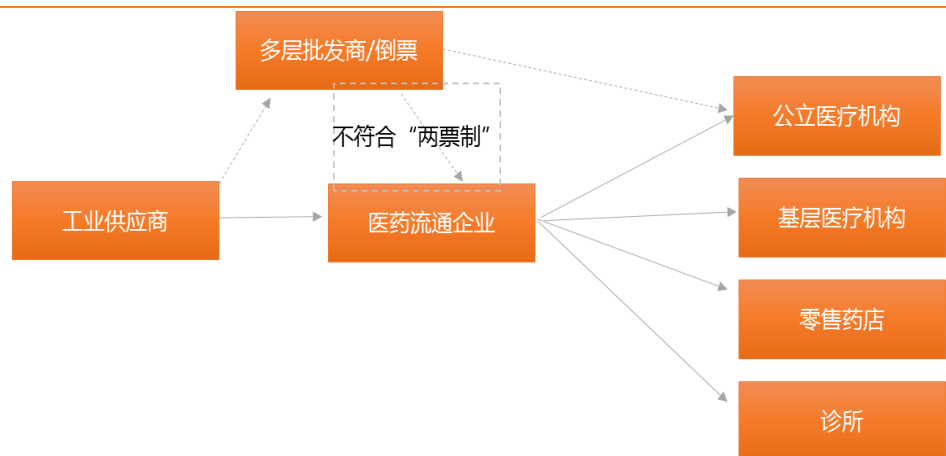
自2017年2月9日国务院提出“两票制”后，全国各省份开始逐步跟进。2018年起，全国开始全面执行两票制。本次政策的执行力度强，从上游工业、中游医药分销商以及下游医疗机构均逐步的进行落实。对于拥有调拨业务的龙头企业来看，短期需要进行经营结构的调整，但是长期来看，将有利于龙头企业依靠资金实力、运营能力以及优质的服务能力开拓更多的上游供应商以及下游医疗机构客户。

2.1.2. “两票制”压缩流通中间环节，利好龙头发展

医药流通行业处于医药产业链的中游，主要依靠赚取配送费用获得利润。上游拥有独家品种与畅销品种的工业企业拥有一定的议价能力，而由于我国药品处方权多掌握在医生手中，医疗资源也多集中在二三甲公立医药机构。因此流通环节中，公立医疗机构对医药流通企业的议价能力较强，是议价“强势方”。

在未执行“两票制”之前，药品流通环节存在多层加价现象以及洗票/倒票等情况，从而造成了药品价格虚高以及可追溯性较差的现状。2018年全国开始全面执行“两票制”后，多层批发商环节被打破，由医药工业企业向商业公司开一票，商业企业再开一票到医疗机构。工业企业则由“低开”转向“高开”。

图 36：医药流通产业链



资料来源：招股说明书，天风证券研究所

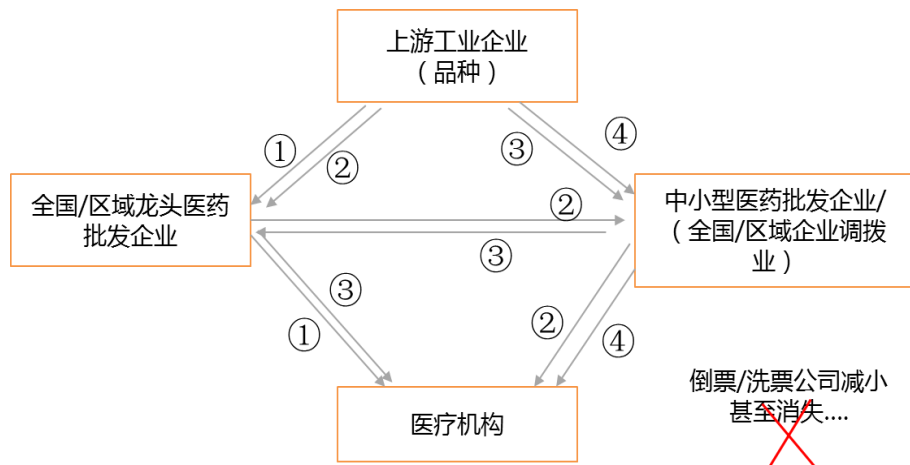
从产业链角度来看，“两票制”的实施，将对行业上下游都产生影响：

- 工业企业面临部分品种的配送企业再选择，经营调整。政策执行后，医药商业企业数量或将存在下滑，从而出现一些品种因为配送的原因而进入医院；另一方面，“两票”执行之后，工业企业“低开”转“高开”，部分销售费用需要依靠新的方式变现，销售费用或将增加。
- 对于医药流通企业而言，调拨业务将因为不符合“两票”的要求，而出现萎缩，医药商业企业，尤其是布局范围较广的医药流通企业在经营上面临更多的调整，业务结构

的调整前期对公司经营业绩可能产生一定影响。而其竞争对手在其调整的过程中，则有可能获得更多经营品种的配送权。但对于纯销比例比较大的医药商业企业而言，“两票”的影响则相应的较小。

- 对于医疗机构而言，因为“两票”中要求货、票一致，所以医疗机构在药品采购中投入的经力与人力成本将会提升，同时在政策压制下，医疗更愿意选择品种优势强，配送能力优秀且更加合规的医药流通龙头企业。

图 37：纯销与调拨业务结构



资料来源：天风证券研究所

如图所示，从上游工业企业到流通企业再到医疗机构的业务链条（①、④）不受政策影响，业务结构无需进行调整；调拨业务链条（②、③）则会有较大的而影响，而在调整的过程中则会出现流通企业针对受影响品种去开发上游工业企业客户，或者代理或配送权，或者是开发下游医院客户，直接进行部分品种的配送管理。而我们分析拥有全国性销售网络全国医药流通企业或者是拥有大量下游医疗机构客户的区域性龙头流通企业在业务调整过程，拥有更强的品种获取能力以及医院开发能力，而中小企业即使短期内获得某些品种的配送权，但是业务量的萎缩会带来更多的成本摊销，从而导致运营成本提升。

2.2. 分级诊疗背景下，基层医疗市场有望迎来快速增长

我国医疗资源的发展相对较为倾斜，二三级医院拥有相对更加优质的医生资源、医疗设备资源等，因此常出现三级医院“门庭若市”，就医等待时间长，体验差的情况，而二级以下医疗机构常常出现较多闲置医疗资源。正是这种不均衡发展，催生了分级诊疗的出现，分级诊疗的推行旨在提高基层医疗卫生机构的医疗资源利用率，同时提高二三级医院的就诊体验。

表 4：我国分级诊疗相关文件

时间	发文机关	文件	相关内容
2009.3.17	国务院	《中共中央国务院关于深化医药卫生体制改革的意见》	首次提出分级诊疗的概念，采取增强服务能力、降低收费标准、提高报销比例等综合措施，引导一般诊疗下沉到基层，逐步实现社区首诊、分级医疗和双向转诊
2015.05.17	国务院办公厅	《关于城市公立医院综合改革试点的指导意见》	构建起布局合理、分工协作的医疗服务体系和分级诊疗就医格局，有效缓解群众看病难、看病贵问题
2015.09.11	国务院办公厅	《关于推进分级诊疗制度建设的指导意见》	全面部署分级诊疗，提出了分级诊疗工作考核评价标准，明确了分级诊疗各方面的数据指标，分级诊疗制度建设的部署开始加快
2016.06.06	国务院医改办	《关于印发推进家庭医生签约服务指导意见的通知》	建立分级诊疗制度的关键是推进家庭医生签约服务，通过建立家庭医生签约服务制度，借助家庭医生的综合服务能够帮助缺乏专业知识的患者提升合理选择医疗机构就医的行为能力，获

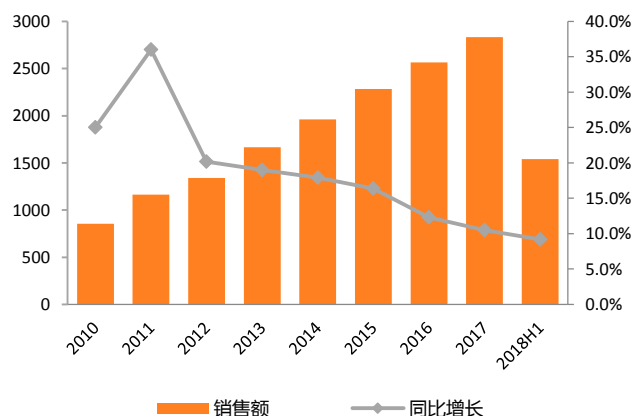
得长期、协同的健康照顾

2016.08.19	国家卫计委	《关于推进分级诊疗试点工作的通知》	试点先行，突出重点。以基层服务能力，家庭医生，医疗联合体，急慢分治为目标
2016.10.25	国务院、中共中央	《“健康中国 2030”规划纲要》	完善医疗卫生服务体系，创新医疗卫生服务供给模式
2017.01.09	国务院	《“十三五”深化医药卫生体制改革规划》	将基本医疗卫生制度作为公共产品向全民提供，推动医疗卫生工作重心下移、医疗卫生资源下沉，提升基层医疗卫生的职业吸引力和服务能力，以问题为导向推动制度创新和攻坚突破。
2017.4.27	国务院办公厅	《关于推进医疗联合体建设和发展的指导意见》	以落实医疗机构功能定位、提升基层服务能力、理顺双向转诊流程为重点
2017.05.05	国务院办公厅	《深化医药卫生体制改革 2017 年重点工作任务》	2017 年，重点人群签约服务覆盖率达到 60%以上，把所有贫困人口纳入家庭医生签约服务范围
2018.8.7	国家卫健委	《关于进一步做好分级诊疗制度建设有关重点工作的通知》	对下一步分级诊疗如何布局，重心如何下沉做了重要部署
2018.08.20	国务院办公厅	《深化医药卫生体制改革 2018 年下半年重点工作任务》	有序推进分级诊疗制度建设
2018.09.29	国家卫健委	《关于规范家庭医生签约服务管理的指导意见》	规范签约服务提供主体，明确签约服务对象及协议，明确签约服务对象及协议等细化规定

资料来源：各政府网站，天风证券研究所

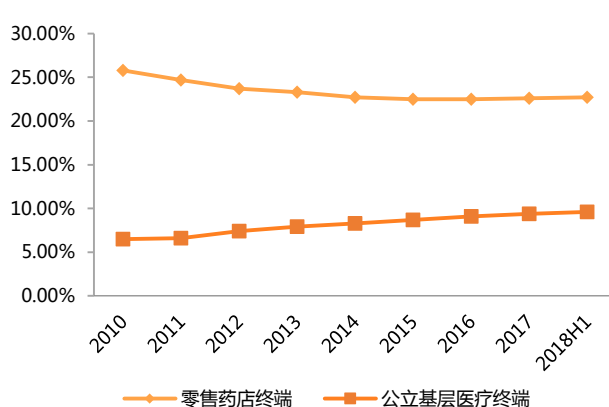
根据米内网发布的 2018 年上半年我国药品销售格局来看，近年来，分级诊疗的推行的效果正在逐步的释放。公立基层医疗终端(包括城市社区卫生中心/站及乡镇卫生院两大市场)药品销售占比正在逐步的提升：由 2010 年的 6.5%，提升至 2018 年 H1 的 9.6%，达到 824 亿元。同时 2018 年上半年，县级公立医院市场的销售额为 1541 亿元，同比增长 9.2%，增速虽有所下滑，但仍高于整体药品市场销售额的增速（8590 亿元，同比增长 6.9%）。

图 38：2010-2018H1 县级公立医院销售额（亿元）及增速



资料来源：米内网，天风证券研究所

图 39：2010-2018H1 公立基层医疗终端药品销售占比提升



资料来源：米内网，天风证券研究所

公司下游客户中，二级及以下基层医疗机构 2018 年上半年销售额为 48.38 亿元，销售占比为 11.42%。整体来看，基层医疗机构市场仍较大，公司发展基层医疗配送业务发展多年，拥有完善的配送网络与优质的配送能力，未来有望在持续受益基层医疗机构市场的增长。

2.3. 处方外流渐成趋势，院外市场受益

2015 年国务院办公厅发布《关于城市公立医院综合改革试点的指导意见》，力争到 2017 年试点城市公立医院药占比（不含中药饮片）总体降到 30%左右。根据 2016 年我国卫生统计数据显示，2015 年我国公立医院收入 20842 亿元，药品总收入 7542 亿元，药占比约为 36%。

自从 2009 年新医改提出药品“零加成”以来，医药政策而不断加码，政策发布密度与推行力度都不断加强，未来公立医院更多利润的来源将从药品销售，向医疗服务转变。随着“药占比”、“药品零加成”等政策的不断推行，公立医院门诊药房从“盈利端”逐渐向“成本端”转化，公立医院处方外流动力逐渐形成，处方外流逐渐形成一种趋势。

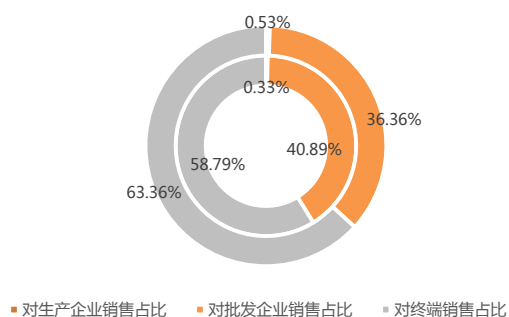
表 5：处方外流相关政策

时间	机构	文件	内容
2015/5/1	国务院办公厅	《关于城市公立医院综合改革试点的指导意见》	2015 年扩大城市公立医院综合改革试点，力争到 2017 年，试点城市公立医院药占比总体降到 30%左右。
2016/4/1	国务院办公厅	《深化医药卫生体制改革 2016 年重点工作任务》	采取多种形式推进医药分开，禁止医院限制处方外流，患者可自主选择在医院门诊药房或凭处方到零售药店购药；试行零售药店分类分级管理，鼓励连锁药店发展，组织医疗机构处方信息、医保结算信息与药品零售消费信息共享试点，推动医药分开
2016/7/1	国家发改委	《关于促进医药产业健康发展的指导意见 重点工作部门分工方案》	进一步明确医疗机构应按照药品通用名开具处方，并主动向患者提供，不得限制处方外流
2017/2/1	国务院办公厅	《关于进一步改革完善药品生产流通使用政策的若干意见》	统筹推进取消药品加成、调整医疗服务价格、鼓励到零售药店购药，具备条件的可探索将门诊药房从医疗机构剥离。
2018-7-5	天津卫计委	《关于推进“互联网+医疗健康”发展实施意见（征求意见稿）》	打通院内院外信息通道，实现医疗机构处方信息与药品零售消费信息互联互通、实时共享，对线上开具的常见病、慢性病处方，经药师审核后，医疗机构、药品经营企业可委托符合条件的第三方机构配送，形成线上线下协同的药品供应保障服务模式

资料来源：各政府网站，天风证券研究所

在药占比与处方外流的政策指引下，我国药品格局逐步的开始改变，院外市场销售占比逐步提升。根据商务部《2017 年药品流通行业运行统计分析》数据显示：2017 年，全国药品销售格局中，零售药店与居民终端销售占比为 30.9%，较 2016 年提升 1.9 个百分点，对医疗机构的销售占比由 2016 年的 71%下滑到 69.1%。药品销售院外市场增长明显。

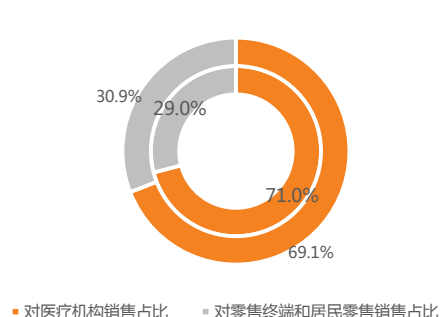
图 40：2016 年、2017 年按渠道分类，药品市场销售格局



资料来源：商务部，天风证券研究所

注：内环为 2016 年数据，外环为 2017 年数据

图 41：2016 年、2017 年对终端销售渠道变化



资料来源：商务部，天风证券研究所

注：内环为 2016 年数据，外环为 2017 年数据

未来，随着处方外流政策的逐步推进，院外市场的药品市场份额将逐步的提升，基层医疗卫生机构、零售药店的药品销售增长将持续受益。总的来说，九州通下游客户中基层医疗卫生机构、零售药店与诊所等销售收入占比约为 37%，公司将持续受益政策红利的释放：

1、“两票制”压缩中间环节，受益全国龙头，其中基层卫生医疗机构受影响小。有助于企业尽快的进行经营模式调整快，加快渠道的整合并购，持续做大做强全国范围内的医药流通业务。同时，随着“两票制”的影响逐渐消退，部分龙头企业的经营调整基本到位，政策影响逐步消除。

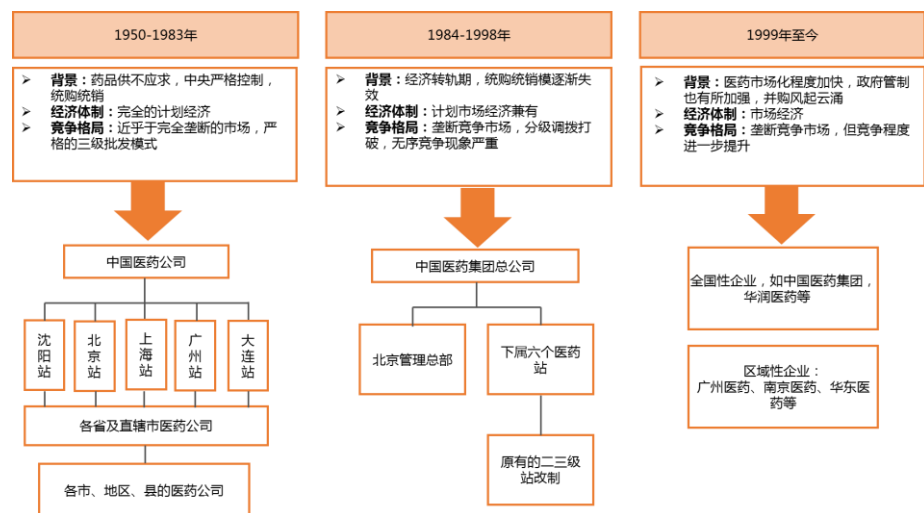
2、分级诊疗背景下，基层医疗机构的就诊需求与药品需求市场增长加速，基层医疗机构未来在药品市场的占比将进一步提升。公司作为行业中对基层医疗机构批发最主要的流通企业之一，将持续受益下游基层医疗机构需求的增长。

3、处方外流利好零售药店与基层医疗机构的需求的增长。根据米内网 2018 年上半年不同渠道药品销售数据，基层公立医疗机构与零售药店 2018 年上半年增速分别为 10.6%、7.8%；合计占比较 2017 年底提升 0.3 个 pp。在处方外流的影响下，我们认为公立医院处方将逐步的流向基层医疗机构与零售药店，这部分市场药品销售占比或将继续提升。

3. 中国&美国医药流通行业比较，向高集中度与专业化服务迈进

我国医药流通行业的发展伴随着国家改革的进行。早期，由于药品的供应有限，国家对药品的销售有严格的管控，统购统销；而随着经济的转型发展，80 年代到 90 年，药品分销开始引入市场经济；直到如今，我国医药市场迎来蓬勃发展，医药流通企业市场规模不断提升。

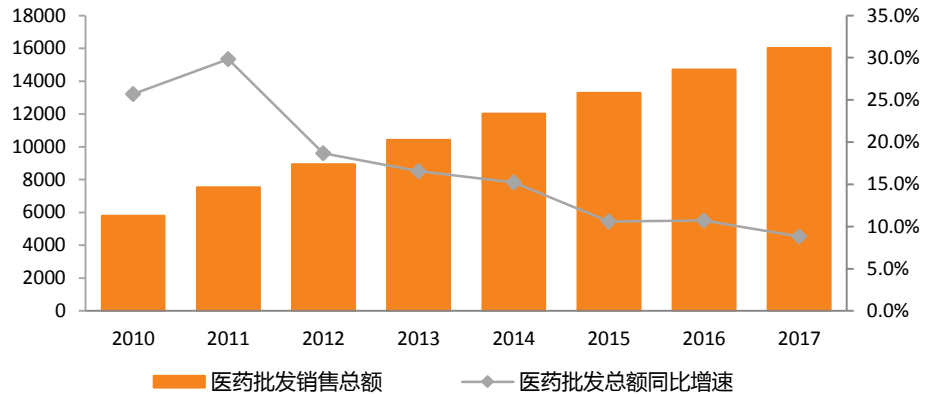
图 42：我国医药流通行业发展路径



资料来源：中国产业信息网，天风证券研究所

根据商务部数据，2017 年全国七大类医药商品销售总额为 20016 亿元，同比增长 8.4%，增速较 2016 年下降 2.0pp。2017 年全国医药批发销售总额为 16013 亿元，同比增长 8.81%，增速较 2016 年下降 1.91 个 pp。2017 年下半年大部分省份开始试运行两票制，大部分医药流通公司面临经营的调整，叠加招标等影响因素，2017 年全国七大类医药商品销售总额、医药市场规模逐渐趋于平缓，行业整体运行平稳。

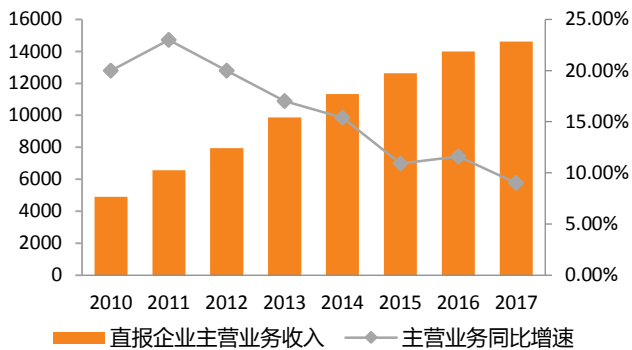
图 43：2006-2017 年全国医药批发市场规模（亿元）及增速



资料来源：商务部，天风证券研究所

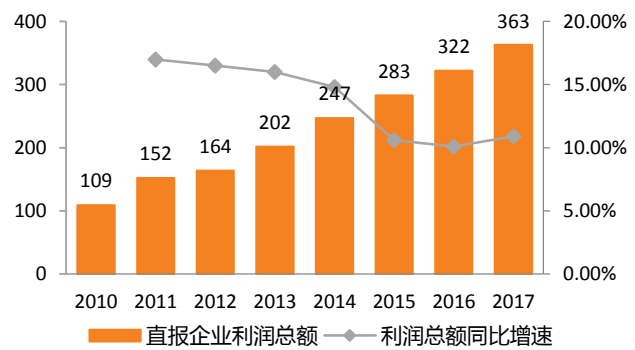
商务部《2017 年药品流通行业运行统计分析报告》显示：2017 年全国直报企业主营业务收入 14620 亿元，同比增长 9%，增速较 2016 年下滑 2.6 个 pp，直报企业利润总额 363 亿元，同比增长 10.9%，较 2016 年增加 0.81 个 pp。2017 年行业平均毛利率 7.2%、平均利润率 1.7%、净利率 1.5%、平均费用率 6.10%。其中毛利率较 2016 年提升 0.2 个 pp，费用率较 2016 年提升 0.9 个 pp，提升较为明显，整体净利率维持稳定水平。

图 44：2010-2017 年直报企业主营业务收入（亿元）及增速



资料来源：商务部，天风证券研究所

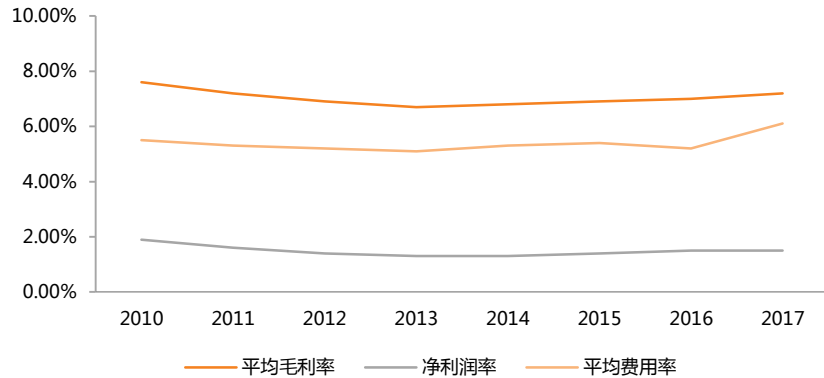
图 45：2010-2017 年直报企业利润总额（亿元）及增速



资料来源：商务部，天风证券研究所

2017 年虽然直报企业主营业务收入增速有所下滑，但从利润端来看，全国直报企业利润总额增速却有所提升；我们认为 2017 年下半年随着两票制的影响，部分公司的调拨业务受到影响，业务量出现萎缩现象，而溢出的这部分市场份额通过纯销（直接销售到医疗机构）的方式进行了转化。随着行业渠道结构的变化，纯销比例的增加，行业整体毛利率也呈现上升的趋势。

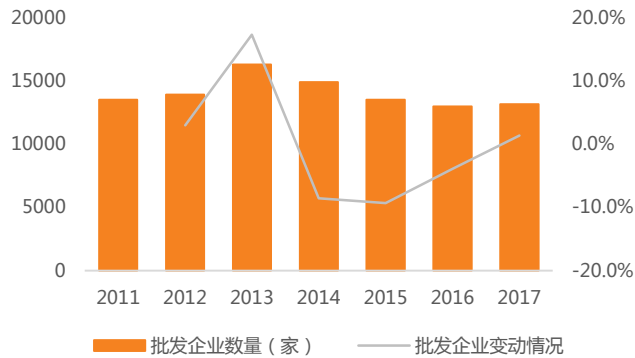
图 46：2010-2017 年医药流通企业平均毛利率、净利率、费用率水平



资料来源：商务部，天风证券研究所

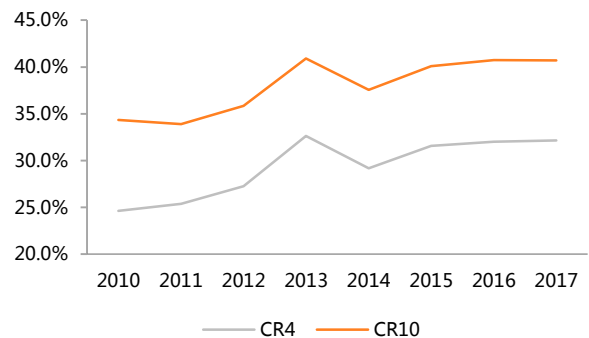
根据商务部数据，2017 年我国药品流通企业数量为 1.3 万家，数量较 2016 年有所提升，主要系部分原业务为调拨业务的企业，或直接向上游工业企业采购，或直接配送至医院端。但整体来看，我国药品流通企业相对较为分散，销售前四名药品流通企业市场占有率 2017 年为 32.14%；另外我国药品流通企业在行业规范程度、专业化程度、信息化程度等多方面均还有较大的提升空间。

图 47：2011-2017 年医药批发企业数量



资料来源：商务部，天风证券研究所

图 48：2010-2017 年我国药品流通行业集中度

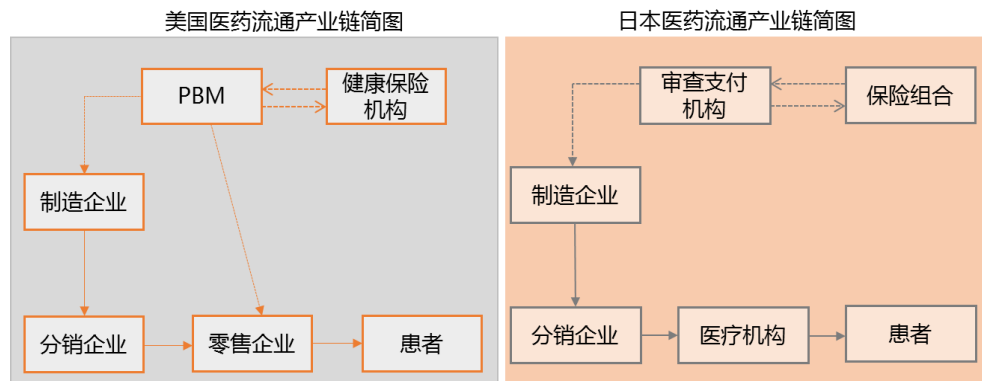


资料来源：商务部，天风证券研究所

由于整体医疗政策环境的不同，我国医药流通产业链与美国、日本等国家存在一定差异我国医药流通行业发展时间相对短，医药流通企业下游客户主要为公立医疗机构，医疗机构药品销售依旧占据 70% 的市场份额，因此在整个流通环节中，医疗机构尤其是公立二、三级医院，拥有更高的话语权。美国与日本的医药分家开始较早，程度也更高，私人诊所、零售药店是药品销售的主要市场。

药品市场分配结构，医药工业发达程度、医疗保险制度等决定了我们国家药品流通环节中与美国、日本的差异。

图 49：美国、日本药品流通产业链

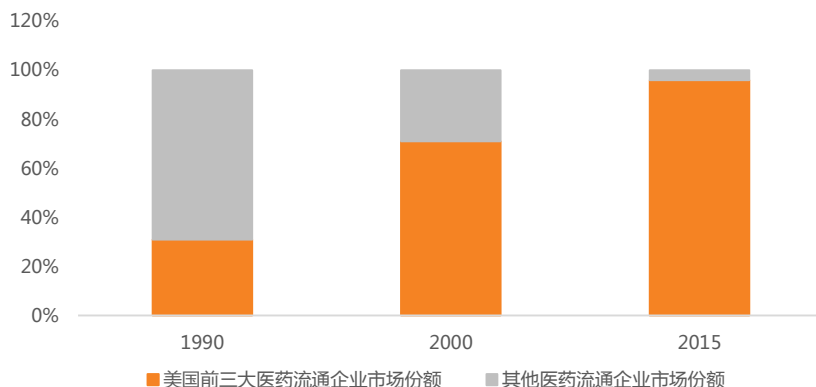


资料来源：中投顾问产业研究中心，天风证券研究所

以美国医药流通企业的为例，美国医药流通行业最早起源于 19 世纪，在行业发展初期，以区域性的小批发企业为主，而随着美国经济社会的发展，居民健康支出的增加等因素，一些批发企业逐步通过收并购形覆盖全国性的医药流通网络，行业也走向了快速的集中。目前已形成三足鼎立的局面。

美国三大药品分销商：麦克森、美源伯根、康德乐占据了超过 90% 的美国医药商业份额，这类拥有百年历史的医药商业企业，在长期的发展中，战胜了其他的竞争对手，发展成为了行业的龙头。美国医药分销行业也经历了从分散到集中度提升的过程，在资金压力、行业监管、政策引导等条件下，中小型医药批发企业在逐步的发展过程中逐步被资金优势明显，规模效应更强的大医药分销企业收购或者选择退出。

图 50：美国三大流通企业份额变化



资料来源：Bloomberg，公司公告天风证券研究所

自对美国药品流通企业的研究发展中，我们依旧能看到一些具有意义的发展趋势：

1、日本与美国的医药分销市场也经历从分散到集中的过程，一些大的药品分销企业依靠并购推动了整个市场的提升，目前日本最大的四家医药分销企业分别是 Medico、Suzuken、Alfresa 和 Toho，其市场份额大约为 80%，而美国麦克森、美源伯根、康德乐占据了美国药品市场 90% 以上的市场份额。这些企业不断收并购扩大其销售规模。

图 51：麦克森发展历史

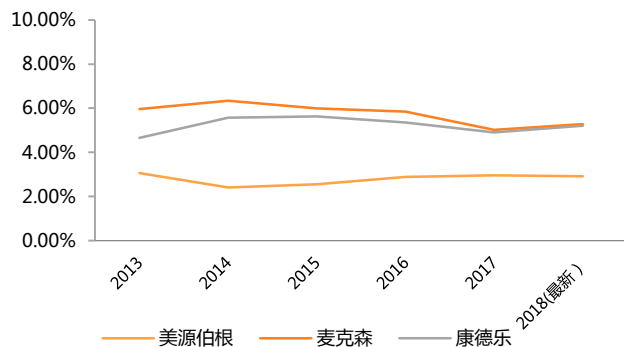


资料来源：公司官网，天风证券研究所

2、整个行业的发展均经历了从高毛利率向低毛利率的转变，并保持相对稳定的水平。在长期的发展过程中龙头企业依靠量的提升，不断提高议价能力，依靠规模化效应压缩中小药品流通企业的利润空间，从而实现更高的市场份额。

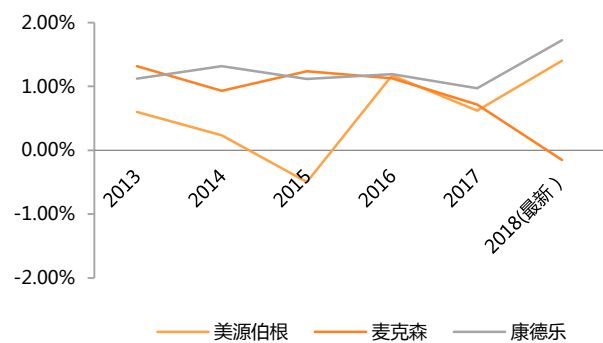
医药分销虽然利润率较低，但其是药品流通不可缺少的渠道，是链接上下游的重要纽带，同时其对接下游获得更多的健康数据等入口价值，增值延伸服务不仅能加深客户之间的黏性，同时也是获取利润的另一种方式。

图 52：美国三大流通企业毛利率水平



资料来源：wind，天风证券研究所

图 53：美国三大流通企业净利率水平



资料来源：wind，天风证券研究所

3、差异化的竞争，走出自己的特色。以美国药品流通企业为例：美国三大医药分销商各自均有自己发展的特色优势：（1）麦克森：以药品分销为核心，在医药供应链管理以及医疗信息化等方面具有明显的优势，2016 年公司分销业务约占据美国药品分销市场的 37%；（2）美源伯根：美源伯根着力于发展专科药品分销业务，目前其专科药品分销占据美国约 50% 的市场份额，而专科药品分销的利润率通常较普通药品更高，其下属子公司 ABSG 是全美最大的社区肿瘤专科综合服务供应商之一，再此基础上，公司依靠专科药房以及提供专科用药咨询与指导服务盈利。（3）康德乐：康德乐更加注重上下游产业链的延伸以及业务种类结构的优化，通过并购的方式进入包括手术用品、医疗器械、专业药品等领域。

4、品种优势、高效优质的配送优势与增值延伸服务将成为未来竞争力的重点。药品分销企业代理或者经销的品种越丰富、药品价值越高在分销议价上依靠规模优势等获得更具竞争力的议价地位，同时高值品类的分销具有更高的利润率水平；配送能力是考核医药分销企业的重要指标：药品批发企业每天的订单处理量较大，下游客户群体分布广，因此保持快速、便捷、准确的配送率十分重要，同时有利于降低配送成本。高效优质的配送效率是

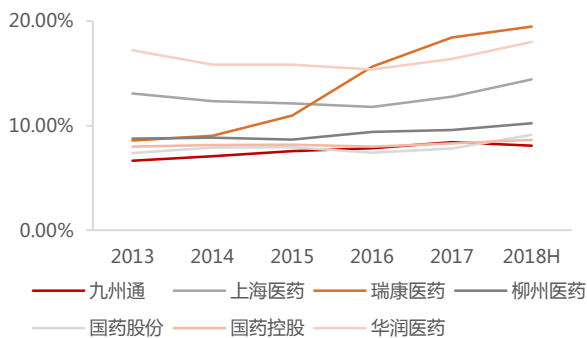
提高企业运转效率，进行成本控制，保持行业竞争优势的重要指标。

4. 财务数据纵比，量化差异化表现

医药流通行业属于微利行业，且盈利模式上需要垫资，而我国由于下游医疗机构的话语权通常较强，因此应收账款账期也会相对较长。因此对于流通企业而言，成本控制、运行效率以及资金满足度是相对比较重要的指标。我们将公司的财务指标与同行业可比公司进行比较：

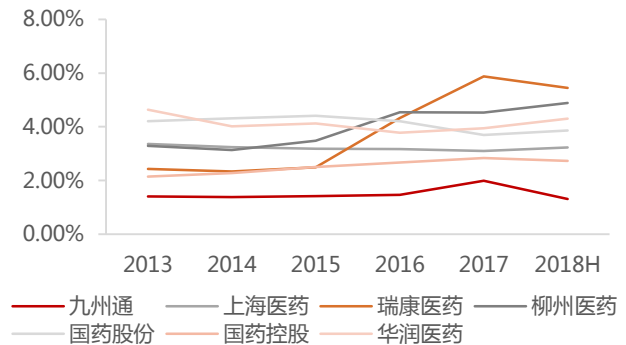
1、盈利能力：从 13 年到 18 年上年度，行业可比公司毛利率均呈现提升态势。与柳药股份、国药股份相比，公司毛利率水平略低，主要系公司调拨业务占比相对这两家公司高，而调拨业务通常毛利率较医院纯销低；从净利率水平来看，与毛利率呈现相似的状态。

图 54：九州通与同行业可比公司 2013-2018H 毛利率比较



资料来源：wind，天风证券研究所

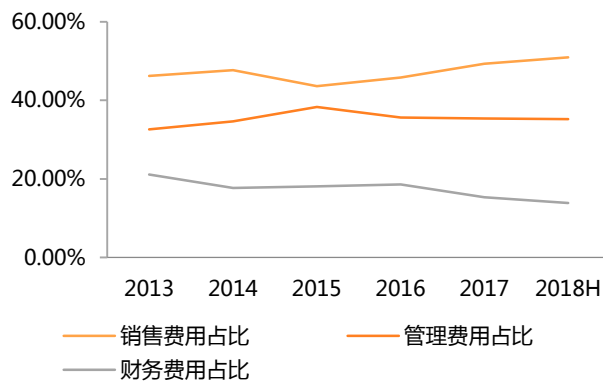
图 55：九州通与同行业可比公司 2013-2018H 净利率



资料来源：wind，天风证券研究所

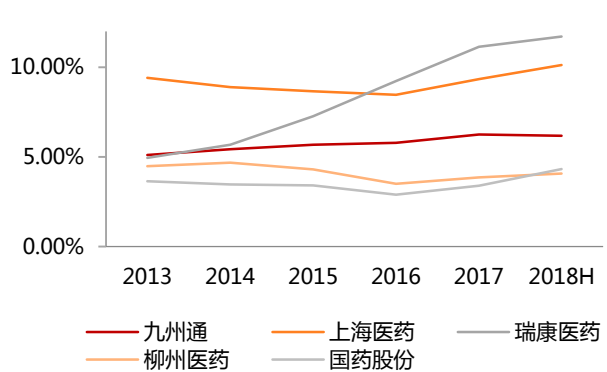
2、费用情况：从费用率来看，公司三项费用率处于可比公司中值水平。在费用结构上，销售费占比最高，而公司财务费用的占比为 14%。由于商业公司因为需要资金垫付，因此对资金的需求相对较高，2018 年上半年，公司财务费用为 3.64 亿元，较去年同期下跌 2.13%。

图 56：公司 2013-2015 年费用构成变化情况



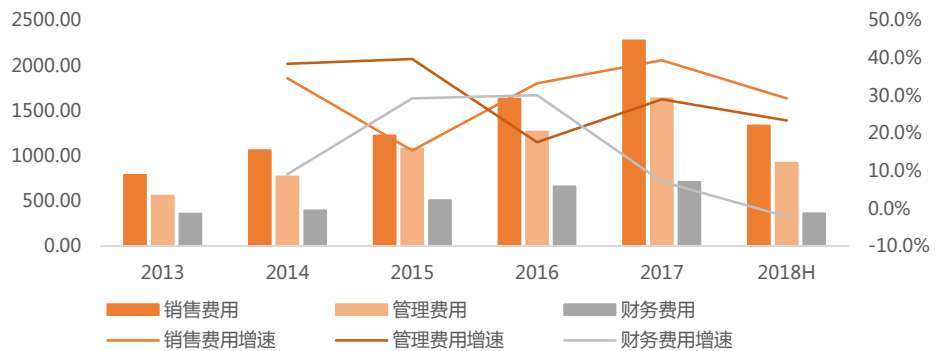
资料来源：wind，天风证券研究所

图 57：三项费用率合计



资料来源：wind，天风证券研究所

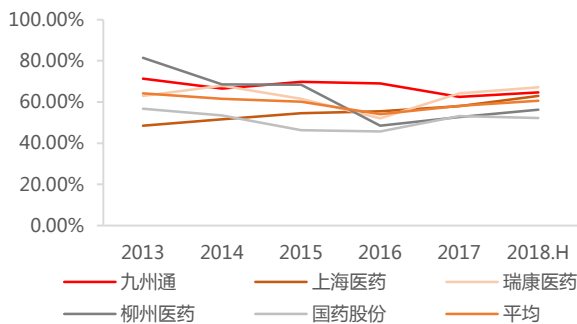
图 58：2013-2018 九州通三项费用情况与增速（百万）



资料来源：wind, 天风证券研究所

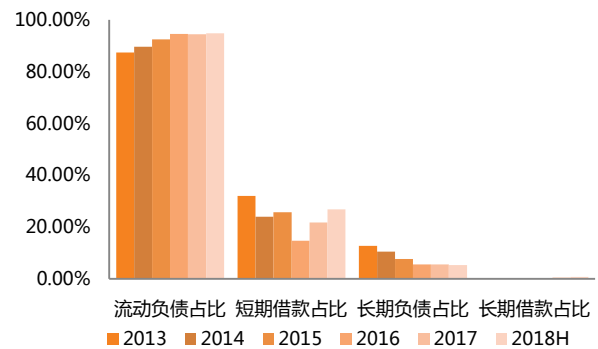
3、资产结构与偿债能力：作为对资金需求较高的行业，公司拥有覆盖全国 31 个省份物流配送网络的全国医药商业龙头，为保障正常经营管理，对资金的需求量也更大。因此，从资产负债来看，公司的资产负债率处于同行业中等偏上的位置，2018 年上半年为 64.69%。从负债的结构来看，超 90% 是流动负债，且总负债中短期借款的占比接近 30%。

图 59：2013-2018H 公司与同行业可比公司资产负债率比较



资料来源：wind, 天风证券研究所

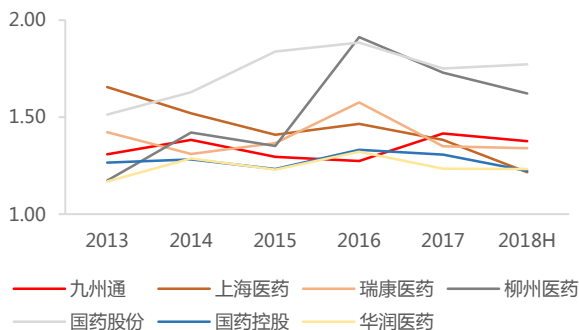
图 60：2013-2018H 公司负债构成



资料来源：wind, 天风证券研究所

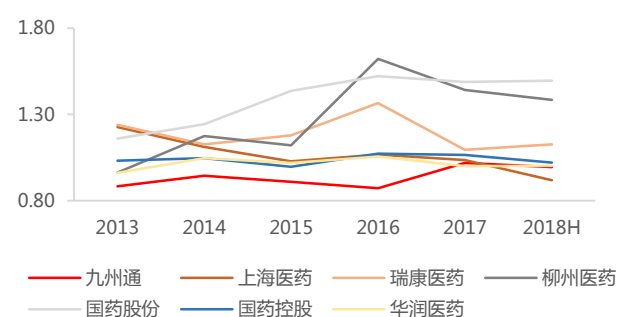
从流动比率与速动比率的情况来看，公司的偿债能力居于行业中值水平。公司的应收账款回款速度相对快，同时资产负债率处于相对可控的位置，因此公司债务尚处于可控的位置。

图 61：公司与可比公司流动比率比较



资料来源：wind, 天风证券研究所

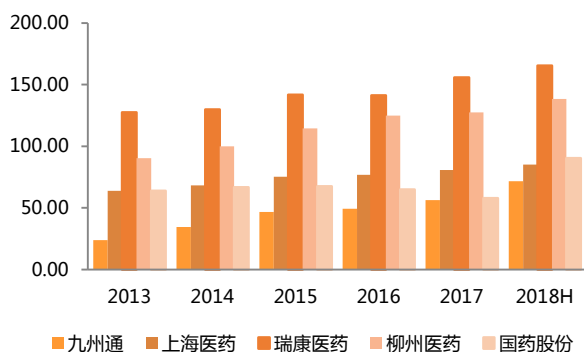
图 62：公司与可比公司速动比率比较



资料来源：wind, 天风证券研究所

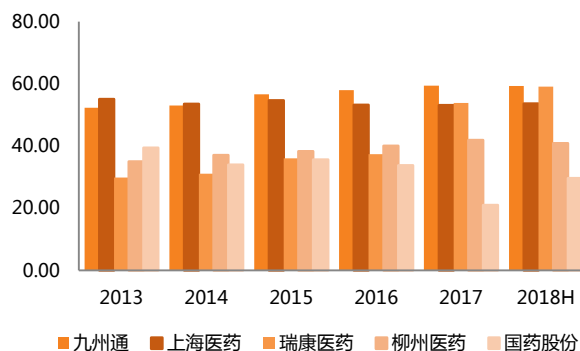
4、营运质量：从运营质量的指标来看，公司应收账款周转天数低于行业平均水平，存货周转天数高于同行业平均水平。公司在业务结构上与其他医药商业公司而言，对基层医疗机构和零售药店以及诊所等批发占比相对高。这部分市场的特点是回款相对更快，因此应收账款周转较快，但由于面向全国市场与基层市场，在存周转率上相对不具优势。

图 63：公司应收账款周转天数与同行业可比公司的比较



资料来源：wind，天风证券研究所

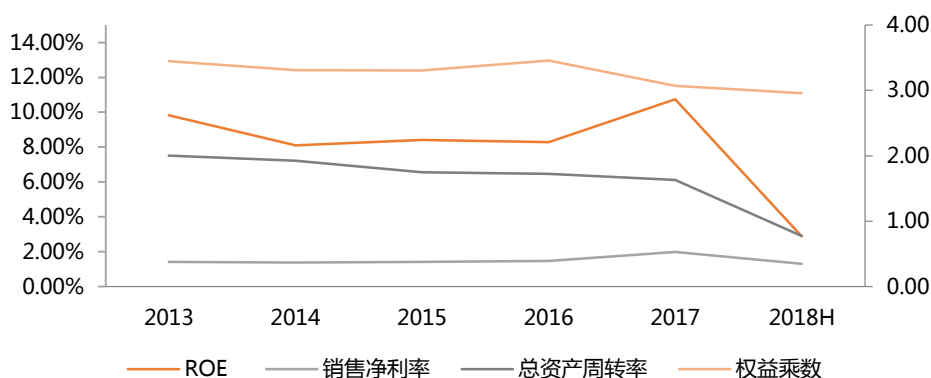
图 64：公司存货周转天数与同行业可比公司的比较



资料来源：wind，天风证券研究所

5、ROE 比较： 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。公司销售净利率的变化相对稳定。因此公司 ROE 的提升需要在总资产周转率上取得一些变化

图 65：2013-2018H 公司 ROE 与 ROE 系数变化



资料来源：wind，天风证券研究所

作为对基层医疗、零售药店、诊所等的主要医药配送企业，公司覆盖网络既广泛、又深入。在简单的对比之后，我们认为，公司有别于其他医药商业公司的“九州通模式”，在基层、零售药店等市场建立了良好的市场口碑。相对前几个以医院市场为主的医药商业公司，公司在资产盈利能力上相对较弱，主要系基层市场单价药品货值低，物流投入大，但随着分级诊疗的推进和基药目录的放开，基层药品销售未来将逐步在需求量与单件价值上得到提升，公司未来净资产收益率有望出现持续提升的良好局面。

5. 业绩拆分与估值讨论

5.1. 业绩拆分与预测

公司是全国民营医药商业龙头，在全国物流网络建设、配送能力与专业服务能力等方面在行业内首屈一指。一方面公司夯实传统医药配送业务，进行渠道与配送品种的调整，另一方面充分利用医药流通企业“批发商”的身份，进行上下游的产业链延伸与发展。我们预计公司 2018-2020 年收入将继续保持 18%左右的增长，净利润保持 25%-28%的增长。

按照公司业务类型对未来的经营情况进行预测：

说明：由于公司 2017 年因汉阳地块旧城改造获得政府补偿款 5.27 亿元，因此在进行盈利预测是，以 2017 年扣非净利润作为基础值。

关键假设：

1、医药批发作为主要的业务，受益基层市场的提升、器械产品配送的提升，未来三年保持相对稳定的增长 17-18%。

- 2、零售板块 18 年因搬迁、关闭门店等原因造成收入增速下滑，由于零售药店单店投入较小，因此预计 19-20 年将逐步恢复。
- 3、工业板块，公司随着中药饮片厂产能的提升，18-20 年保持 35%的增速增长
- 4、随着公司零售业务、器械批发、工业等相对更高毛利率业务的提升，整体毛利率呈逐年提升。

表 6：分业务类型拆分预测（亿元）

	2015	2016	2017	2018E	2019E	2020E
主营业务收入	495.05	614.18	737.25	870.30	1022.78	1202.62
主营业务增速	20.7%	24.1%	20.0%	18.05%	17.52%	17.58%
医药批发及相 关业务	477.48	589.89	706.56	833.74	975.47	1141.30
YOY	20.4%	23.5%	19.8%	18.0%	17.0%	17.0%
毛利率	7.11%	7.22%	7.81%	7.8%	7.8%	7.8%
医药零售	9.84	16.11	18.77	20.46	25.57	31.96
YOY	32.9%	63.6%	16.5%	9%	25%	25%
毛利率	17.87%	20.48%	17.36%	19%	19%	19%
医药工业	7.72	8.19	11.94	16.12	21.76	29.38
YOY	29.1%	6.1%	45.8%	35%	35%	35%
毛利率	18.25%	21.75%	23.78%	25%	25%	25%
其他业务	0.85	1.39	2.18	2.00	2.00	2.00

资料来源：wind，天风证券研究所

按照以上拆分，我们得到公司总体的收入与增速。随着公司营业收入的提升，营业成本、三项费用率等均会因为的提升而增加。参考公司 15-17 年营收成本增速与营业收入增速比较，我们发现，随着规模的提升，公司议价能力与单位成本摊销提升，成本增速低于营收增速；参考公司历史费用率的变化，我们预判，随着公司规模的扩大、资金成本的增加，费用率会有所提升。预计 2018-2020 年，公司归母净利润为 13.82/17.39/21.95 亿元。

表 7：给予各项业务拆分预测对收入与利润的预测

	2015	2016	2017	2018E	2019E	2020E
总营业收入（亿元）	495.90	615.57	739.43	872.30	1024.78	1204.62
YOY	20.75%	24.13%	20.12%	17.97%	17.48%	17.55%
营业成本	458.34	567.33	677.06	794.63	928.38	1084.80
YOY	20.13%	23.78%	19.34%	17.37%	16.83%	16.85%
毛利额	37.55	48.25	62.39	77.66	96.40	119.82
毛利率	7.57%	7.84%	8.44%	8.90%	9.41%	9.95%

资料来源：wind，天风证券研究所

5.2. 估值讨论

表 8：公司与可比公司、不同细分领域估值比较

	2017 归母净利 润（亿元 RMB）	2017 年总营收 （亿元 RMB）	2017A PE	2018 E PE	2019E PE
九州通	14.46	739.43	25.53	21.12	16.76
国药股份	11.41	362.85	18.98	14.87	13.10
国药一致	10.58	412.64	21.28	16.33	14.82
瑞康医药	10.08	232.94	20.02	10.31	9.13
柳药股份	4.01	94.47	21.43	13.57	11.63
嘉事堂	2.64	142.39	22.84	11.34	9.39

上海医药	35.21	1,308.47	18.11	13.55	12.44
平均			21.17	14.44	12.47
全部 A 股			14.75	10.88	
港股市场					
国药控股	52.83	2777.17	15.80	16.84	14.51
华润医药	34.83	1454.06	18.86	16.81	15.05
美国市场					
美源伯根	3.64\$	1531.43\$	49.75	-	-
康德乐	12.88\$	1299.76\$	19.11	-	-
麦克森	0.67\$	2083.57\$	433.84	-	-
医药零售板块					
大参林	4.75	74.21	41.16	28.09	24.16
老百姓	3.71	75.01	46.60	35.38	29.73
一心堂	4.23	77.51	27.98	22.78	19.18
益丰药房	3.14	48.07	54.38	41.19	31.88
平均			42.53	31.86	26.24
SW 中药			30.74		
SW 化学 制药			37.33		

资料来源: wind, 天风证券研究所

注: 18/19 预测数据为 wind 一致预期

公司以医药批发业务为主, 并以批发业务出发点, 一方面不断进行经营品种结构的优化调整, 提高运行管理效率; 以及开拓新的渠道领域, 进行医院客户开发、基层医疗机构客户开发、零售药店与诊所客户的开发。另一方, 借助流通企业中间环节的优势, 进行上下游产业链的延伸, 切入具备更高附加值与盈利能力的医药工业与医药零售领域, 并立足于医药健康产业, 至力为更多的客户提供更优质、高效的医药供应链管理、健康管理服务。我们由此依照公司业务板块的成长空间、成熟度与延展程度的不同进行分部估值:

A. 医药批发配送业务: 公司在全国建有 31 个省级物流中心, 每年通过这些物流中心产生超百亿的收入。在配送业务端, 公司强化高效优质配送能力, 打造医疗信息化团队, 加强对医疗机构的医药供应链管理, 打造真正高效、完善的具备综合发展能力的医药流通服务商。

预计公司医药批发配送业务 19 年整体实现 15.5 亿元利润, 考虑到公司批发业务中器械业务、中药饮片业务收入增长远快于行业发展水平, 且中药饮片、器械业务受医改政策的影响相对较小, 预计实际贡献约 15.5-16.5 亿元左右净利润, 参照可比公司平均 PE 水平, 综合考虑公司属于行业龙头, 且基层与院外市场增长潜力较大, 给予其略高于行业的 18 倍 PE, 对应市值 279-297 亿元。

B. 充满前景的医药工业: 主要包括了北京京丰制药厂、九州通九润中药生产。公司切入的药品领域为化药与中药饮片业务, 其中化药有望借助公司的流通渠道实现放量; 中药饮片是公司工业发展的重点, 未来有望围绕“严控质量、强化品牌、加大推广”的营销战略实现中药饮片销售的较快增长。

工业板块 19 年预计实现营收 21.76 亿元, 贡献利润约 1.0-1.5 亿元, 考虑工业板块行业自身的增长速度, 公司在渠道以及医院客户开拓等方面的优势, 由于公司工业规模尚不算大, 参考化药与中药板块的行业估值水平, 给予公司工业板块 30PE, 对应约 27-45 亿市值。

C. 延伸性较强的医药零售业务: 公司旗下好药师大药房是公司医药零售的端口, 未来好药师药房有望逐步转变为智慧药房, 融合“互联网+医疗”、“慢病管理”等增值健康管理咨询等服务。

零售药店板块 19 年预计整体实现收入 25.57 亿元，对应利润大约 1.0-1.5 亿元，未来，公司有望借助其分销渠道，与搭建了互联网诊疗以及电商平台渠道实现零售端的突破。参考可比公司的平均估值水平，给予零售药店板块 36 倍 估值，对应 36-54 亿元市值。

通过以上分部估值分析，我们预计公司合理市值在 342-400 亿元之间，目标价区间为 18.21-21.3 元。

综合来看，公司作为民营医药商业龙头，其着力的基层医疗市场与零售药店等院外市场未来将持续受益分级诊疗与处方外流而增长。根据公司前 2018 年三季度披露的业绩情况，我们对盈利进行调整，2018-2020 年净利润由 15.57/20.15/26.11 亿元，调整为 13.82/17.39/21.95 亿元（2017 年公司获得汉阳地块旧城改建项目征收补偿款 5.27 亿元计入当期利润，因此 2018 年净利润表观增速预测为负），对应 EPS 为 0.74/0.93/1.17 元/股。公司作为龙头企业，未来基层医疗机构、零售药店市场需求不断提升，工业与零售端增长动力我们采用分部估值法对公司进行估值，预计其 19 年合理市值为 342-400 亿元，目标价区间为 18.21-21.3 元。维持“买入”评级。

财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
货币资金	5,236.80	8,540.98	13,782.26	11,887.49	16,563.52
应收账款	12,350.96	18,350.00	20,040.58	26,414.22	29,284.93
预付账款	2,213.53	2,582.63	3,046.44	3,530.08	4,154.50
存货	10,152.20	12,182.28	15,341.52	18,422.71	23,003.00
其他	2,210.25	1,817.21	2,021.12	1,526.79	1,853.52
流动资产合计	32,163.73	43,473.10	54,231.92	61,781.28	74,859.47
长期股权投资	539.08	852.55	852.55	852.55	852.55
固定资产	3,562.80	4,386.04	4,508.92	4,491.77	4,377.26
在建工程	840.28	905.38	579.23	395.54	267.32
无形资产	1,028.15	1,164.57	1,119.00	1,073.43	1,027.87
其他	594.50	1,266.72	1,219.66	1,204.47	1,188.99
非流动资产合计	6,564.81	8,575.25	8,279.37	8,017.76	7,714.00
资产总计	38,728.54	52,048.35	62,511.29	69,799.04	82,573.47
短期借款	3,930.63	7,037.56	11,680.04	12,658.26	13,767.12
应付账款	8,557.90	12,591.63	15,145.73	19,183.80	22,935.49
其他	12,770.76	11,072.74	16,899.52	17,512.19	23,515.77
流动负债合计	25,259.29	30,701.93	43,725.30	49,354.25	60,218.39
长期借款	6.47	128.36	135.01	139.61	107.00
应付债券	1,282.25	1,333.65	1,307.66	1,307.66	1,307.66
其他	170.16	346.85	258.51	302.68	280.59
非流动负债合计	1,458.88	1,808.86	1,701.17	1,749.95	1,695.25
负债合计	26,718.18	32,510.79	45,426.47	51,104.21	61,913.64
少数股东权益	732.33	1,237.13	1,262.02	1,293.34	1,332.87
股本	1,647.03	1,878.88	1,877.66	1,877.66	1,877.66
资本公积	3,978.32	7,908.65	7,908.65	7,908.65	7,908.65
留存收益	7,495.84	12,764.68	13,945.13	15,523.84	17,449.31
其他	(1,843.15)	(4,251.77)	(7,908.65)	(7,908.65)	(7,908.65)
股东权益合计	12,010.37	19,537.56	17,084.82	18,694.83	20,659.83
负债和股东权益总计	38,728.54	52,048.35	62,511.29	69,799.04	82,573.47

现金流量表(百万元)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
净利润	904.34	1,472.92	1,382.36	1,738.63	2,194.64
折旧摊销	303.10	375.03	308.83	326.41	338.29
财务费用	629.88	756.73	749.32	775.18	837.61
投资损失	(8.73)	(39.88)	(24.31)	(25.00)	(24.65)
营运资金变动	(1,518.57)	(3,785.77)	2,819.69	(4,733.26)	1,347.53
其它	121.25	208.93	23.60	33.40	42.19
经营活动现金流	431.26	(1,012.05)	5,259.50	(1,884.64)	4,735.60
资本支出	1,280.41	1,570.88	148.35	35.83	72.09
长期投资	34.82	313.47	0.00	0.00	0.00
其他	(2,813.04)	(3,880.65)	(176.80)	(92.03)	(99.04)
投资活动现金流	(1,497.80)	(1,996.29)	(28.46)	(56.21)	(26.95)
债权融资	6,819.35	8,499.57	13,122.71	14,105.54	15,181.78
股权融资	656.09	4,976.48	(4,407.42)	(775.18)	(837.61)
其他	(7,891.13)	(7,399.34)	(8,705.06)	(13,284.29)	(14,376.78)
筹资活动现金流	(415.68)	6,076.71	10.23	46.07	(32.62)
汇率变动影响	(3.81)	7.02	1.07	1.43	3.17
现金净增加额	(1,486.03)	3,075.39	5,242.35	(1,893.35)	4,679.20

资料来源：公司公告，天风证券研究所

利润表 (百万元)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入	61,556.84	73,942.89	87,229.49	102,478.32	120,461.93
营业成本	56,732.60	67,705.53	79,463.45	92,838.17	108,480.19
营业税金及附加	130.12	176.37	196.23	235.70	265.02
营业费用	1,633.43	2,276.44	2,791.34	3,609.75	4,673.92
管理费用	1,268.09	1,635.67	2,127.23	2,610.01	3,167.38
财务费用	662.46	709.68	749.32	775.18	837.61
资产减值损失	92.93	93.92	93.42	93.67	93.55
公允价值变动收益	7.03	(10.94)	(2.61)	0.43	0.58
投资净收益	4.92	46.90	25.38	26.43	27.83
其他	(23.91)	(632.25)	(45.54)	(53.72)	(56.81)
营业利润	1,049.16	1,941.56	1,831.27	2,342.71	2,972.67
营业外收入	101.14	9.64	40.00	40.00	30.00
营业外支出	44.65	26.47	30.00	30.00	28.82
利润总额	1,105.65	1,924.73	1,841.27	2,352.71	2,973.85
所得税	201.31	451.82	432.70	581.12	737.60
净利润	904.34	1,472.92	1,408.57	1,771.59	2,236.25
少数股东损益	27.60	27.41	26.21	32.96	41.61
归属于母公司净利润	876.74	1,445.51	1,382.36	1,738.63	2,194.64
每股收益 (元)	0.47	0.77	0.74	0.93	1.17

主要财务比率	2016	2017	2018E	2019E	2020E
成长能力					
营业收入	24.13%	20.12%	17.97%	17.48%	17.55%
营业利润	22.00%	85.06%	-5.68%	27.93%	26.89%
归属于母公司净利润	26.23%	64.87%	-4.37%	25.77%	26.23%
获利能力					
毛利率	7.84%	8.44%	8.90%	9.41%	9.95%
净利率	1.42%	1.95%	1.58%	1.70%	1.82%
ROE	7.77%	7.90%	8.74%	9.99%	11.36%
ROIC	12.92%	15.51%	10.75%	15.30%	14.44%
偿债能力					
资产负债率	68.99%	62.46%	72.67%	73.22%	74.98%
净负债率	76.46%	75.05%	90.55%	99.07%	121.55%
流动比率	1.27	1.42	1.24	1.25	1.24
速动比率	0.87	1.02	0.89	0.88	0.86
营运能力					
应收账款周转率	5.45	4.82	4.54	4.41	4.33
存货周转率	6.74	6.62	6.34	6.07	5.82
总资产周转率	1.73	1.63	1.52	1.55	1.58
每股指标 (元)					
每股收益	0.47	0.77	0.74	0.93	1.17
每股经营现金流	0.23	-0.54	2.80	-1.00	2.52
每股净资产	6.01	9.75	8.43	9.27	10.29
估值比率					
市盈率	32.90	19.95	20.86	16.59	13.14
市净率	2.56	1.58	1.82	1.66	1.49
EV/EBITDA	18.08	14.60	9.82	9.08	6.69
EV/EBIT	21.01	17.06	10.99	10.04	7.28

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	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	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	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	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