

乘两票东风享整合盛宴，看九州通达展强者风范

——九州通（600998）深度报告

2017年07月04日

强烈推荐/维持

九州通

深度报告

报告摘要：

我们从6月21日开始重点推荐九州通，至今表现良好，我们主要从策略、基本面以及估值三个层面进行推荐：

- ◆ **从策略上来说：**我们认为，随着一线龙头白马估值不断上升，其“业绩增长的确定性”给出的性价比优势在不断减弱，而在下半年估值切换临近之时，二线白马作为“确定性下的相对高成长”，考虑18年估值时性价比高于一线龙头，将受到资金的青睐，而九州通则是我们精心挑选出来的符合市场偏好的标的。
- ◆ **从基本面上来说：**公司各个业务板块趋势向好，医药批发业务受益行业整合，在二级以上医院、基层医疗机构、零售药店的渠道上都有确定性高的增长逻辑；消费品作为新业务未来将保持较高增长；零售电商依托九州通仓储物流优势，结合线上线下业务，获取问诊平台的精准流量，发展迅速能够持续，未来有望承接外流处方。
- ◆ **从估值上来说：**公司的PE（TTM）为36x，处于历史估值33-56x中的底部位置，而相对估值较商业板块的溢价率为23.32%，同样也显著低于55.63%的历史平均溢价率。

盈利预测：暂不考虑土地补偿收益与增发摊薄，考虑股权激励成本后，我们预计公司2017-2019年净利润为11.21、14.44、19.19亿元，同比增长27.88%、28.81%、32.89%，对应PE为32x、25x、19x，公司在中盘白马中属于高性价比标的，各项版块趋势向好，维持“强烈推荐”评级，给予6个月目标价27.20元（18年32倍PE）。

风险提示：定增结果不达预期；利率大幅上行；医院回款速度大幅恶化

财务指标预测

指标	15A	16A	17E	18E	19E
营业收入（百万元）	49,589.2	61,556.8	75,684.1	93,205.0	114,027.
增长率（%）	20.75%	24.13%	22.95%	23.15%	22.34%
净利润（百万元）	703.87	904.34	1,121.22	1,444.20	1,919.24
增长率（%）	23.86%	28.48%	27.88%	28.81%	32.89%
每股收益（元）	0.43	0.54	0.66	0.85	1.13
PE	49.93	39.76	32.47	25.21	18.97
PB	3.78	3.14	3.49	3.32	3.14

资料来源：公司财报、东兴证券研究所

张金洋

010-66554035

zhangjy@dxzq.net.cn

执业证书编号：

S1480516080001

联系人：缪牧一

010-66554035

miaomy@dxzq.net.cn

交易数据

52周股价区间（元）	21.16-17.51
总市值（亿元）	358.8
流通市值（亿元）	345.15
总股本/流通A股（万股）	169566/164578
流通B股/H股（万股）	/
52周日均换手率	0.27

52周股价走势图



资料来源：Wind，东兴证券研究所

相关研究报告

- 1、《九州通（600998）：业绩高速增长，民营流通龙头多点开花》2017-04-25
- 2、《九州通（600998）季报点评：业绩表现持续亮眼，政策春风驱动强劲内生》2016-10-26
- 3、《九州通（600998）2016年中报点评：受益政策红利叠加，业绩拐点加速向上》2016-08-24
- 4、《九州通（600998）：OTC及基药销售占比大，毛利平稳》2013-02-01

目录

1. 前言：论九州通的推荐逻辑	5
1.1 策略：符合下半年市场偏好.....	5
1.2 基本面：各个业务板块趋势向好，未来成长空间打开.....	5
1.3 估值：增速上行时位于历史估值底部.....	7
2. 概况：利润加速增长的民营流通龙头	8
2.1 股权集中的民营流通龙头.....	8
2.2 业务结构优化，利润加速增长.....	9
2.3 股权激励：提供业绩支持.....	11
3. 医药批发：冉冉崛起的全国性民营流通龙头	12
3.1 行业：政策密集叠加，集中度提高大势所驱.....	12
3.1.1 产业：行业稳定增长，集中度稳步提升.....	12
3.1.2 政策：流通行业“结构优化”，两票制全国落地.....	14
3.1.3 对标：以美为例，流通行业整合步入快车道.....	17
3.2 受益政策驱动，批发业务结构优化毛利持续提升.....	19
3.2.1 整体：批发业务稳健增长，高毛利业务占比提升.....	19
3.2.2 基础：强大的终端覆盖能力应对行业变革.....	20
3.2.3 二级及以上医院终端：有望保持快速增长，未来潜力巨大.....	21
3.2.4 基层医疗机构终端：公司业务受益于两票制与分级诊疗.....	22
3.2.5 零售药店终端：营改增导致公司直接面对药店销售.....	22
4. 消费品：高速增长的新利润点	23
4.1 奶粉业务拉动消费品跨越式增长.....	23
4.2 药店非药销售占比较低，未来有望提升.....	25
5. 零售电商：线上线下合力，未来有望承接处方外流	27
5.1 处方外流大势所趋.....	27
5.2 线上线下协同发展，看好公司未来承接外流处方能力.....	28
5.2.1 线上线下协同发展，引入第三方精准流量.....	28
5.2.2 试点1：好药师与武汉市中心医院合作网络医院.....	29
5.2.3 试点2：九州通与福建医科大学孟超肝胆医院合作供应链服务与智慧服务.....	30
6. 风险提示	31

表格目录

表 1: 股权激励计划授予对象	11
表 2: 股权激励计划解锁条件	11
表 3: 股权激励计划各年摊销成本	12
表 4: 各省药品两票制具体情况	15
表 5: 三大国有龙头分销情况对比	21
表 6: 公司惠氏、雅培境外乳品生产企业注册情况	24
表 7: 婴幼儿配方乳粉相关政策	25
表 8: 处方外流相关政策	27
表 9: 零售药店 2016 年排名	29
表 10: 公司盈利预测表	32

插图目录

图 1: 医药行业按市值区间涨幅跑赢行业比例（截止 5 月 31 日）	5
图 2: 九州通 2012-2017 年 PE（TTM）	7
图 3: 九州通较医药商业估值溢价率	7
图 4: 国内十大流通企业（2016 年）	8
图 5: 九州通股权结构图	9
图 6: 九州通近 5 年收入及增速	10
图 7: 九州通近 5 年归母净利润及增速	10
图 8: 九州通近 5 年毛利率及净利率变化情况	10
图 9: 公司近 5 年收入结构变化	10
图 10: 公司近 5 年毛利结构变化	10
图 11: 流通行业 2012-2016 年销售总值（含税）	12
图 12: 流通行业 2012-2016 年调拨、终端销售占比	13
图 13: 流通行业前三及前百 2012-2015 年市占率情况	13
图 14: 底价代理模式的药企与小商业面临的囚徒困境	14
图 15: 药品两票制落地时间表	15
图 16: 药品两票制地图	15
图 17: 美国流通行业市占率情况	18
图 18: 医药批发业务及增长情况	19
图 19: 各渠道占公司总收入比重	20
图 20: 九州通物流配送中心（一）	20
图 21: 九州通物流配送中心（二）	20

图 22: 公司在二级以上医院收入增长情况	21
图 23: 二级以上医院开户数量及单院产出	21
图 24: 公司基层医疗机构收入增长情况.....	22
图 25: 基层医疗机构开户及单院产出	22
图 26: 营改增前后部分药店进货模式变化	23
图 27: 九州通消费品板块近五年营业收入及毛利率情况.....	24
图 28: 我国零售药店药品及非药品收入占比.....	26
图 29: 美国零售药店市场竞争格局.....	26
图 30: Wallgreen 公司近五年零售药店销售额占比.....	26
图 31: CVS 公司近五年零售药店销售额占比.....	26
图 32: RiteAid 公司近五年零售药店销售额占比	26
图 33: 好药师发展历程.....	28
图 34: 好药师与武汉市中心医院合作模式	30
图 35: 九州通与福建医科大学孟超肝胆医院合作模式	31

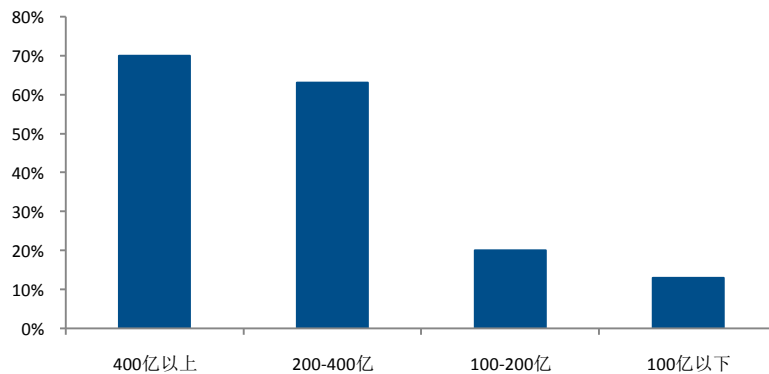
1. 前言：论九州通的推荐逻辑

我们从 6 月 21 日开始重点推荐九州通，至今表现良好，我们主要从策略、基本面以及估值三个层面进行推荐。

1.1 策略：符合下半年市场偏好

医药行业中 2017 年上半年涨幅靠前的标的主要以大市值、低估值为主，九州通作为中等规模市值的公司表现相对弱势，其主要原因是其在流通领域中相对较高的估值。我们认为，随着一线龙头白马估值不断上升，其“业绩增长的确定性”给出的性价比优势在不断减弱，而在下半年估值切换临近之时，二线白马作为“确定性下的相对高成长”，考虑 18 年估值时性价比高于一线龙头，将受到资金的青睐，而九州通则是我们精心挑选出来的符合市场偏好的标的。

图 1：医药行业按市值区间涨幅跑赢行业比例（截止 5 月 31 日）



资料来源：Wind，东兴证券研究所

1.2 基本面：各个业务板块趋势向好，未来成长空间打开

公司作为全国性的民营流通龙头，各个版块的业务在流通行业整合政策利好的带动下以及公司自己不断开拓的情况下趋势向好，从 10-14 年 17-23% 的扣非后增速逐渐爬坡至 30% 以上（2016 年 43.08% 扣非后增速），未来 3 年在考虑激励成本增加费用的情况下保守估计将维持 25-30% 的复合增长。

1) 批发业务：公司药品批发业务按渠道划分可以分为二级以上医院、二级以下医院、OTC 终端销售以及调拨。

- ◆ 二级以上医院（占总收入比重约 19% 左右）：受益于两票制，未来有望维持 30% 以上增速。公司此前在二级以上医院纯销的基础相对薄弱，受益于两票制的全面铺开，享受政策红利公司获得并购机会，对于公司来说都是增量，未来有望维持在 30% 以上增速。
- ◆ 二级以下医院（占总收入比重约 9% 左右）：由于分级诊疗的推进，以基层医院为渠

道的整体行业增速在加快，未来有望保持 25%以上增速。

- ◆ **OTC 终端销售（占总收入比重约 21%左右）：**从短期来看，受益于营改增的执行以及流通行业整顿，营改增于 2016 年 5 月 1 日开始执行，有 6 个月的缓冲期，因此今年仍有较大影响，有望实现 25%左右增速。由于营改增的执行以及此后的流通行业 94 号文，药店过去向小流通商以较低价格现金进货不开发票的模式不可持续（小流通商出售发票给其他流通商，从而在亏本出售药品的情况下仍能盈利，但是挤压了九州通这样规范企业的市场份额）。从长期来看，医药分开导致的处方外流有望加速药店行业的增速，九州通同样受益。

- ◆ **调拨（占总收入比重约 45%左右）：**九州通的调拨以基层医院以及 OTC 为终端的渠道为主，未来有望在政策影响下由调拨转向直接面向终端销售，从而获得毛利率的提高。从基层医院来说，在两票制执行后，九州通本就具备覆盖基层医院的能力，有望直接承接第一票。而从 OTC 终端来说，如上文所述，原本九州通卖给小流通商的药品现在有望直接销向药店。

2) 消费品业务：公司消费品业务主要面向药店，同时在一些商超销售，16 年实现销售收入 34 亿，翻倍以上增长，我们预计 17 年有望实现 60 亿销售收入，未来维持高速增长。

- ◆ **从短期来看：**由于进口奶粉运输管理需要以 GSP 为标准，而由于信任问题，消费者偏向于使用进口奶粉，未来九州通在奶粉的业务有望保持高速增长。

- ◆ **从长期来看：**公司具备药店以及基层的渠道优势，能够承接一些消费品的代理，如费列罗巧克力。在药店未来经营越加多元化的情况下（国内药店非药品的销售占比仅有 19.8%），公司这一块的业务有望获得持续的拓展。

3) 零售电商业务：公司电商业务发展迅速，2016 年已达到行业内第三名，短期盈利不是主要目的，会在保持盈亏平衡的基础上加快发展，为未来承接外流处方做好准备。公司在电商业务上的战略是在结合物流优势的情况下，线上线下并行：

- ◆ **物流优势：**直接使用九州通现有的仓储物流网络，库存成本低。

- ◆ **线上线下并行：**公司线上排名第三，具备先发优势；而线下的零售药店也排名二十左右，直营店+加盟店合计 911 家，在全国十大城市均有布点，覆盖范围较广，与线上的电商协同效应强。

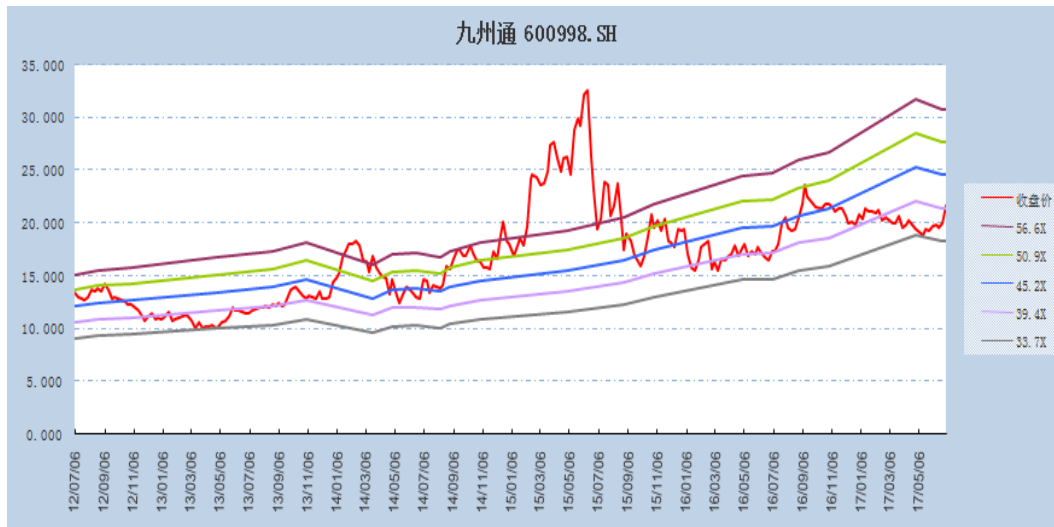
再从融资层面来看，流通行业是以资金换利润的行业，公司定增 40 亿资金近期有望过会，结合公司一季报接近 68.63%的资产负债率的情况来看（429 亿的资产总额以及 294 亿的负债总额），未来募集资金到位后短期内有望降低财务成本，长期来说同样支持公司举债 90 亿资金重新回到接近 70%的资产负债率，足以支撑公司未来收入破千亿，长期成长空间打开。同时，由于长期的融资需求以及流通行业现金能迅速转换成利润的特性，公司的业绩与融资之间将形成良性循环。

1.3 估值：增速上行时位于历史估值底部

1) 从绝对估值上来说：目前接近历史估值底部

公司作为民营流通龙头，绝对估值一直相对较高，除去 15 年牛市以外，PE (TTM) 大部分时间在 33-56 倍间震荡，但经历了去年年中至今的消化估值后整体估值已接近历史底部，而公司的扣非后净利润增速却呈现加速状态，性价比凸显。

图 2：九州通 2012-2017 年 PE (TTM)

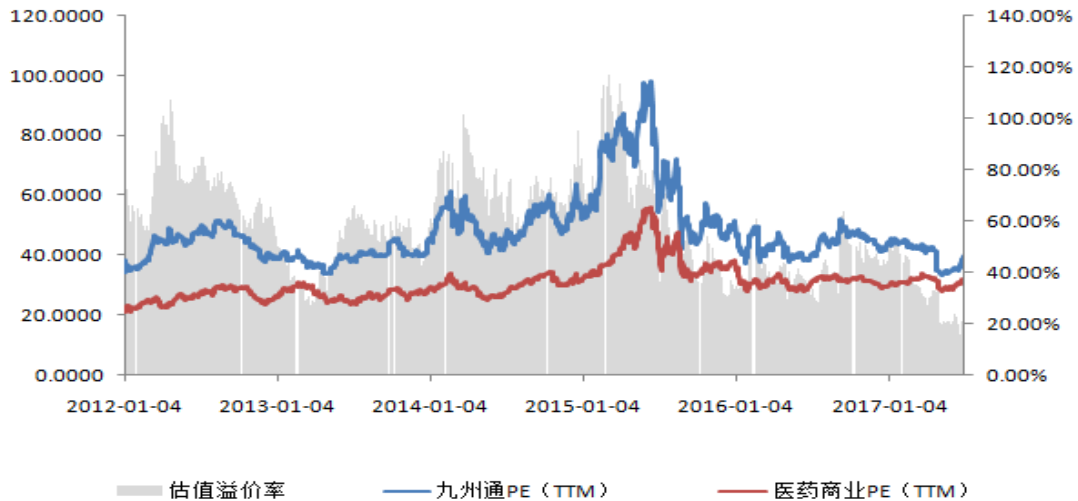


资料来源：Wind，东兴证券研究所

2) 从相对估值上来说：较医药商业板块估值溢价率处于历史最低点

与申万医药商业板块的估值来比较，历史平均溢价率为 55.69%，而九州通的估值溢价率目前仅有 23.32%，接近历史最低点。

图 3：九州通较医药商业估值溢价率



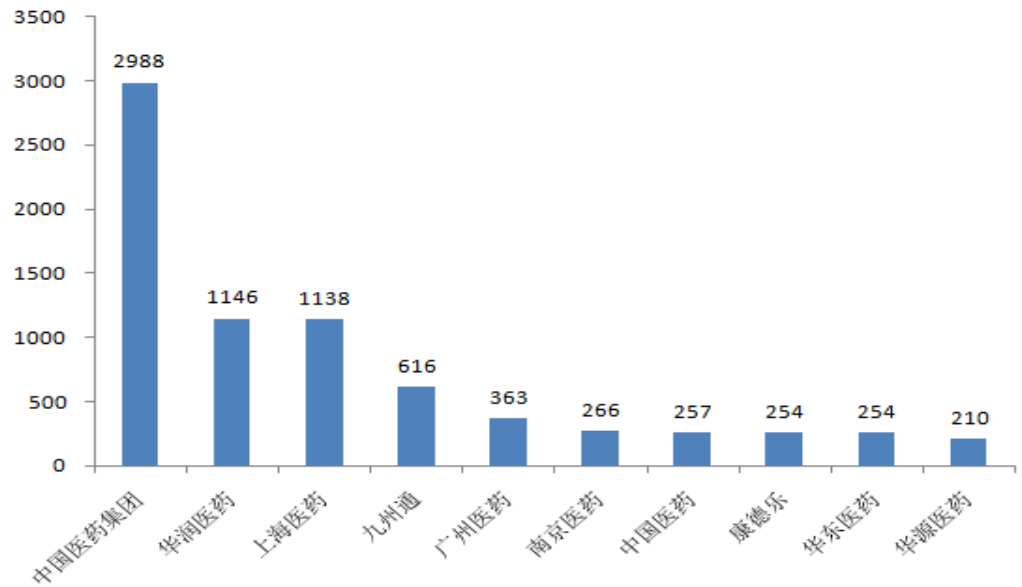
资料来源：Wind，东兴证券研究所

2. 概况：利润加速增长的民营流通龙头

2.1 股权集中的民营流通龙头

九州通是国内最大的民营流通企业。九州通创立于1999年3月9日，于2010年11月2日在上交所上市。目前，九州通是国内最大的民营流通企业，2016年销售收入达616亿元，规模仅位于三大国有龙头国控、华润、上药之后。

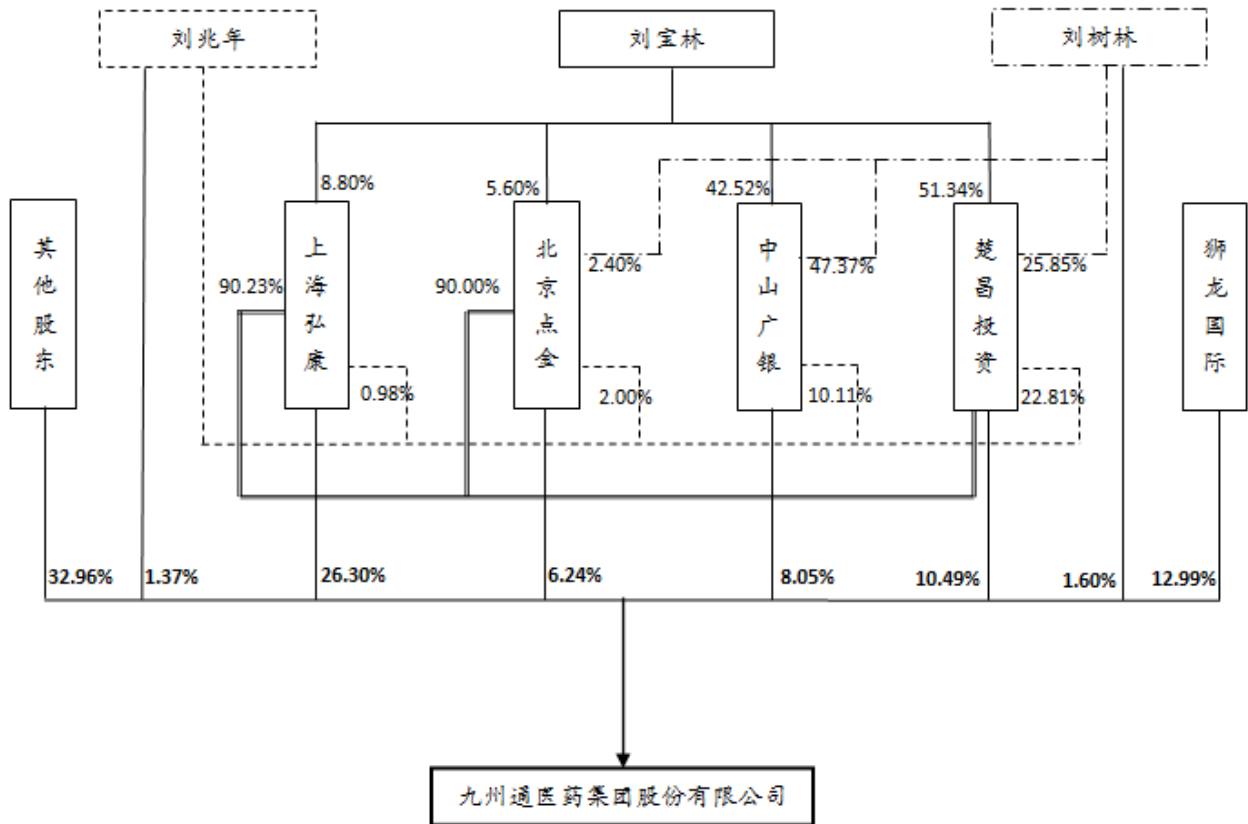
图4：国内十大流通企业（2016年）



资料来源：商务部，东兴证券研究所

九州通股权集中，公司实际控制人为刘宝林先生。刘宝林先生控股上海弘康、北京点金、武汉楚昌，并参股中山广银，间接持股比例高达51.08%（刘宝林、刘兆年、刘树林系兄弟关系）。而持股集中有利于更好地开展融资活动，对长期以资金换利润的流通企业来说是非常重要的，同时，尽管九州通股权已经如此集中，大股东仍然参与50%的定增份额，彰显看好公司长期发展的强烈信心。

图 5: 九州通股权结构图



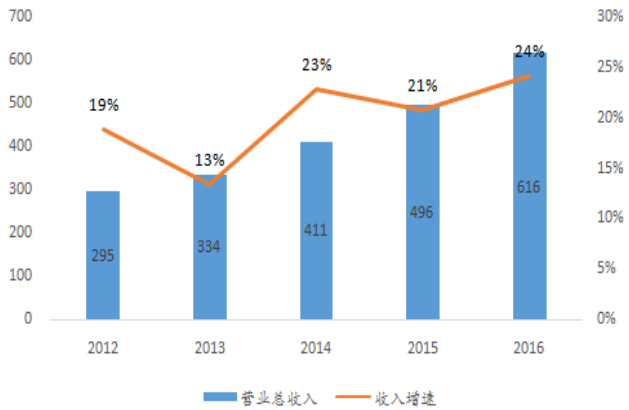
资料来源: 公司公告、东兴证券研究所

2.2 业务结构优化, 利润加速增长

从收入端来看, 公司业务增长较为稳定, 而净利润端增速在逐步换挡, 有 2012 年的 10% 增速逐步提升至 2016 年的 26%, 扣非后增速在 2016 年更是高达 43.08%, 经营质量持续提升。而公司利润增速快于收入增速的主要原因有以下两点, 最终的结果就是毛利率及净利率的持续提升:

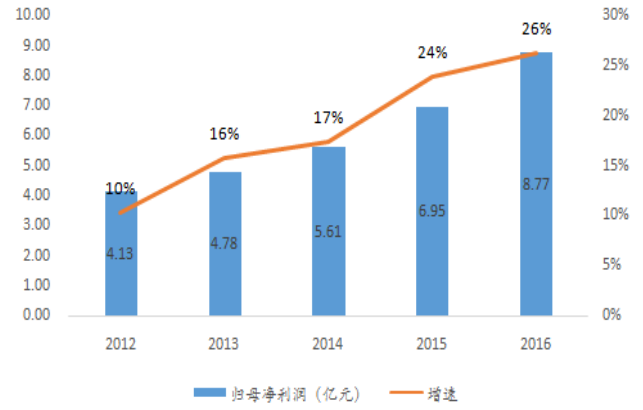
- ◆ **规模效应体现:** 医药批发本身就是规模化的业务, 规模提升, 成本摊销减少, 毛利率与净利率得到提升。
- ◆ **高毛利业务占比增加:** 一方面在医药批发业务中, 公司 09 年开始拓展医院纯销业务, 近年一直保持着 30% 以上的增长, 而医院纯销业务的毛利率高于对药店的销售以及调拨业务。另一方面则是相对高毛利率及高净利率的中药材、中药饮片、医疗器械、保健品等业务占比增加所致。

图 6: 九州通近 5 年收入及增速



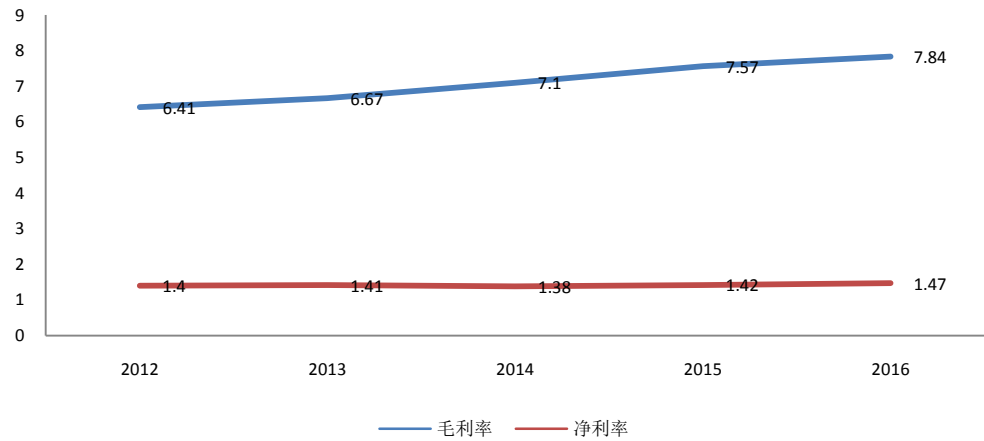
资料来源: 公司公告, 东兴证券研究所

图 7: 九州通近 5 年归母净利润及增速



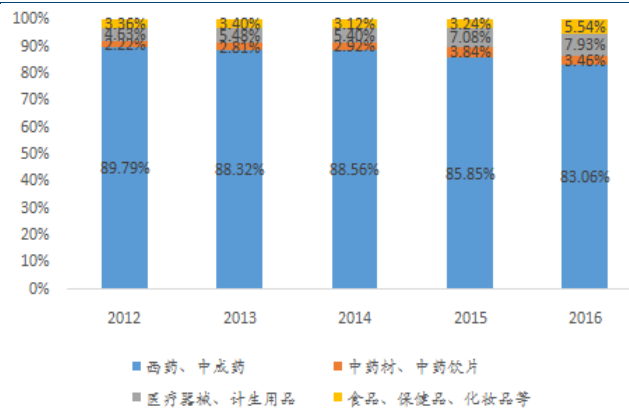
资料来源: 公司公告, 东兴证券研究所

图 8: 九州通近 5 年毛利率及净利率变化情况



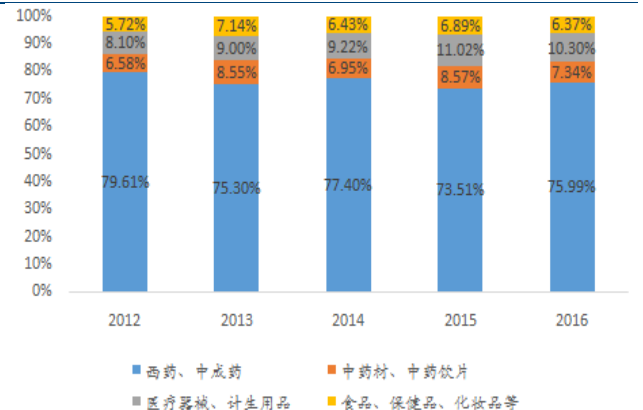
资料来源: 公司公告, 东兴证券研究所

图 9: 公司近 5 年收入结构变化



资料来源: 公司公告, 东兴证券研究所

图 10: 公司近 5 年毛利结构变化



资料来源: 公司公告, 东兴证券研究所

2.3 股权激励：提供业绩支持

公司近期完成股权激励，业绩考核目标以 2016 年净利润为基数，2017-2019 年增长比例不低于 20%、45%、75%，提供业绩支撑。

2017 年 5 月 15 日，九州通医药集团股份有限公司第三届董事会第二十二次会议审议通过《关于公司向 2017 年限制性股票激励计划激励对象首次授予限制性股票的议案》，确定本公司拟向 2683 名激励对象授予共计 4924.615 万股限制性股票。2017 年 6 月实际授予 2628 人共 4862.67 万股，占总股本 2.9524%，每股价格 9.98 元。

表 1：股权激励计划授予对象

序号	姓名	职务	授予股票数量 (股)	占总股本比例 (%)
一、董事、高级管理人员				
1	龚翼华	董事兼副总经理	900,000	0.0546
2	陈启明	董事兼常务副总经理、投资副总经理	330,000	0.0200
3	林新杨	董事兼董事会秘书	260,000	0.0158
4	刘素芳	副总经理	250,000	0.0152
5	许明珍	副总经理	250,000	0.0152
6	郭磊	副总经理	250,000	0.0152
7	陈松柏	副总经理	230,000	0.0140
8	杨菊美	副总经理	250,000	0.0152
二、子公司主要管理人员、公司中层管理人员、公司核心技术人员及核心业务人员等 2620 人			45,906,725	2.7872
合计			48,626,725	2.9524

资料来源：公司公告，东兴证券研究所

限制性股票分三阶段解锁，第一个解锁期为 12 个月到 24 个月，解锁比例 30%；第二个解锁期为 24 个月到 36 个月，解锁比例 30%；第三个解锁期为 36 个月到 48 个月，解锁比例 40%。同时若解锁期内任何一期未达到解锁条件，则当期可申请解锁的相应比例的限制性股票不得解锁并由公司回购注销。

表 2：股权激励计划解锁条件

解锁期	业绩考核目标
首次授予限制性股票的第一个解锁期	以 2016 年净利润为基数，公司 2017 年实现的净利润较 2016 年增长比例不低于 20%。
首次授予限制性股票的第二个解锁期/预留限制性股票的第一个解锁期	以 2016 年净利润为基数，公司 2018 年实现的净利润较 2016 年增长比例不低于 45%。
首次授予限制性股票的第三个解锁期/预留限制性股票的第二个解锁期	以 2016 年净利润为基数，公司 2019 年实现的净利润较 2016 年增长比例不低于 75%。

资料来源：公司公告，东兴证券研究所

表 3：股权激励计划各年摊销成本

摊销总费用	2017年	2018年	2019年	2020年
17,349.73	5,903.73	7,084.47	3,397.65	963.87

资料来源：公司公告，东兴证券研究所

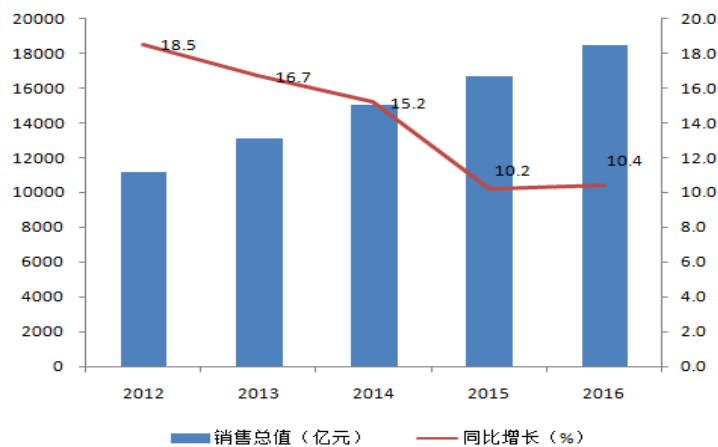
3. 医药批发：冉冉崛起的全国性民营流通龙头

3.1 行业：政策密集叠加，集中度提高大势所驱

3.1.1 产业：行业稳定增长，集中度稳步提升

从增速上来看，流通行业增速与医药行业增速整体放缓趋势相符。受新医改 8500 亿资金投入影响，医药行业增速在 2015 年前均享受政策红利保持着较高增长，而进入 2015 年后，受医保控费影响，资金投入效应减弱，行业增速放缓，而流通行业与医药行业整体表现强相关性，已经进入“L”型中底部位置，未来实际的增速将维持较为稳定的增速。

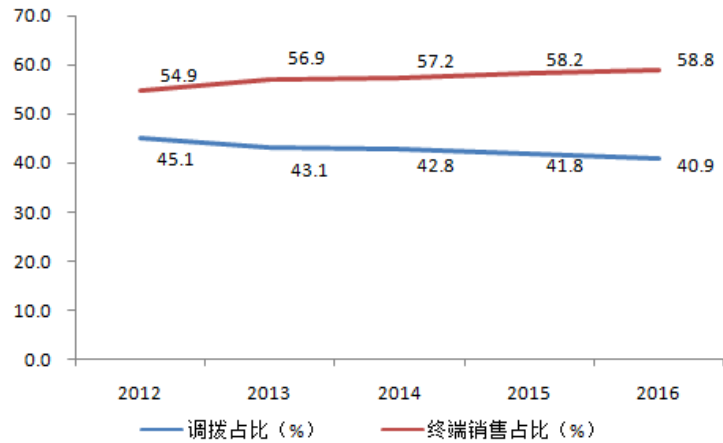
图 11：流通行业 2012-2016 年销售总值（含税）



资料来源：商务部，东兴证券研究所

从调拨及终端销售的占比来看，终端销售占比逐步提升，未来受两票制影响进一步提高可期。从 2012 年到 2016 年的情况来看，终端销售业务占比逐步由 2012 年的 54.9% 提升到了 2016 年的 58.8%，我们认为，受到两票制逐步在各省落地，未来纯销比例提升将进入快车道，带来的影响是行业性的利润率提高。

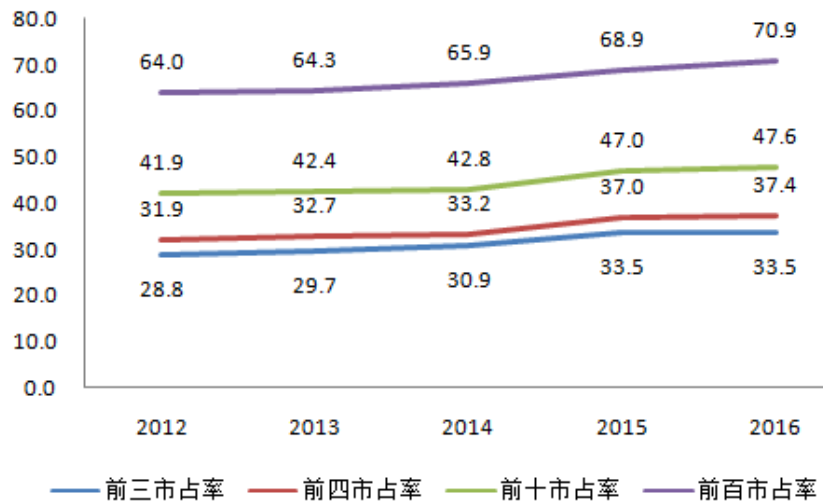
图 12: 流通行业 2012-2016 年调拨、终端销售占比



资料来源: 商务部, 东兴证券研究所

行业集中度提高大势所趋, 龙头企业强者恒强。从 2012 年-2016 年市占率的情况来看, 前百强企业市占率由 2012 年的 64.0% 上升到 70.9%, 而前四强企业 (华润、上药、国控、九州通) 市占率由 31.9% 提升到 37.4%, 在流通行业整合于近年来再次拉开帷幕的情况下, 未来强者恒强的趋势将愈加明显。

图 13: 流通行业前三及前百 2012-2015 年市占率情况



资料来源: 商务部, 东兴证券研究所

3.1.2 政策：流通行业“结构优化”，两票制全国落地

流通行业正在经历政策驱动下的“结构优化”，实质上则是 CFDA、卫计委、发改委三大部委的政策叠加效应。两票制、营改增、流通企业自查以及新版 GSP 等一系列政策组合拳将过去流通企业中“过票”的功能大大削弱，终端配送能力以及规模化成为流通商的核心竞争力。

2017 年 1 月 9 日，两票制国家文件出台，各省陆续发布两票制实施细则，由于医药行业 80% 的药企为底价代理模式，在两票制下将向高开模式转变，对药企、销售、配送等整条产业链都有着深远的影响。过去以底价代理模式为主的中小药企以及临床推广与配送业务都做的小商业面临着囚徒困境，双方向大商业进行业务投靠的意愿变强。小药企倾向于选择具备稳定渠道及稳定回款的大商业，而小商业因为配送业务变得鸡肋而增加出售的可能性（两票制下底价转高开，垫资增加带来资金压力；被大商业抢占份额，配送业务规模下降）

图 14：底价代理模式的药企与小商业面临的囚徒困境

小商业 \ 药企	靠拢大商业	不靠拢大商业
靠拢大商业	小商业放弃了配送业务，向自然人身份倾斜，药企拥有了稳定的流通渠道，但大商业在集中度提高后，议价能力提升，长期来看将降低留给药企和自然人的利润空间。	药企靠拢大商业后，药企获得了稳定的渠道，财务风险下降，但小商业业务规模继续下滑，盈利能力进一步下降。
不靠拢大商业	小商业靠拢大商业后，摆脱了变得鸡肋的配送业务，身份向做临床推广的自然人开始倾斜，药企不选择大商业进行配送则随时面临着流通链条断链、财务处理受限的风险。	小商业盈利能力下滑，药企面临着流通渠道不稳定以及极大的财务风险。

资料来源：东兴证券研究所

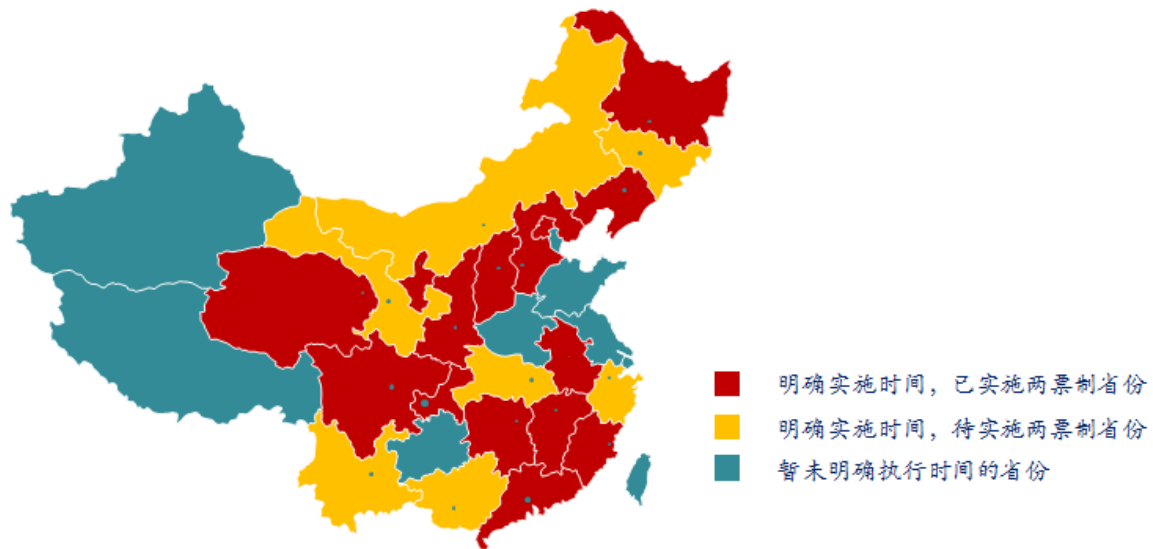
截止 6 月 21 日，已有共计 23 个省份出台药品两票制的具体执行时间。其中，18 个省份在官网上正式发布文件，为福建、安徽、青海、重庆、陕西、湖南、四川、北京、江西、黑龙江、海南、山西、河北、辽宁、甘肃、浙江、内蒙古、广西，5 个省份为网传文件，分别为宁夏、广东、吉林、湖北、云南。

图 15: 药品两票制落地时间表



资料来源: 各省部委, 东兴证券研究所

图 16: 药品两票制地图



资料来源: 各省部委, 东兴证券研究所

表 4: 各省药品两票制具体情况

序号	省份	目前实施进度	启动实施时间	具体实施时间	具体实施范围
1.明确实施时间					
1.1 官方文件公布					
1	福建	已实施	2012/7/1	2014/6/25 全面实施	全省统一配送
2	安徽	已实施	2016/11/1	2016/11/1 启动实施	全省公立医疗机构
3	青海	已实施	2016/12/15	2016/12/15 启动实施, 2017 年加快实施	全省公立医疗机构
4	重庆	已实施	2016/12/31	2016/12/31 启动实施, 2017/5/1 全面实施	全市公立医疗机构
5	陕西	已实施	2017/1/1	2017/1/1 启动实施, 2017/6/30 前为过渡期	全省城市公立医疗机构

6	湖南	已实施	2017/4/1	2017/4/1 启动实施, 2017/10/1 全面实施	全省公立医疗机构
7	四川	已实施	2017/4/6	2017/4/6 启动实施, 过渡期 5 个月	全省公立医疗机构(除民族 贫困边远地区公立医疗机 构和其他地区基层医疗机 构)
8	北京	已实施	2017/4/8	2017/4/8 开始实施	全市公立医疗机构
9	江西	已实施	2017/4/14	2017/4/14 启动实施, 2017 先在试点城市推 进, 争取 2018 年全面实施	全省公立医疗机构
10	黑龙江	已实施	2017/4/25	2017/4/25 启动实施, 2017/8/31 前为过渡期, 2017/9/1 全面实施	全省公立医疗机构
11	山西	已实施	2017/5/1	2017/5/1 启动实施, 2017/8/1 全面实施	全省所有公立医疗机构和 政府办乡镇卫生院、社区卫 生服务中心
12	海南	已实施	2017/5/1	2017/5/1 启动实施, 2017/9/30 前为过渡期, 2017/11/1 全面实施	全省公立医疗机构
13	河北	已实施	2017/5/23	2017/5/23 启动实施, 2017/11/1 前为过渡期	全省县级以上(含县级)及 城市社区公立医疗机构
14	辽宁	已实施	2017/6/1	2017/6/1 启动实施, 2017/9/1 全面实施	全省公立医疗机构
15	甘肃	待实施	2017/6/30	2017/6/30 前 3 个试点城市启动实施; 2017/10/1 全省三级公立医院全面实施; 2018 年底前全省二级公立医疗机构全面实施	试点城市、全省三级、二级 公立医疗机构三步推进
16	浙江	待实施	2017/7/1	2017/7/1 启动实施, 过渡期 3 个月	全省公立医疗机构
17	内蒙古	待实施	2017/7/1	2017/7/1 启动实施, 2017/11/1 全面实施	全区公立医疗机构
18	广西	待实施	2017/9/1	2017/9/1 起 5 个试点城市启动实施; 2018/1/1 起其他区市全面实施	试点城市、其他区市两步推 进
1.2 网传文件					
19	宁夏	已实施	2017/1/1	2017/1/1 启动实施	全区县级(含)以上人民政 府、国有企业(含国有控股 企业)等举办的非营利性医 疗机构
20	广东	已实施	2017/5/23	2017/5/23 启动实施, 2018/4/1 全面实施	全省公立医疗机构
21	吉林	待实施	2017/6/30	2017/6/30 启动实施, 2017/9/1 全面实施	全省公立医疗机构

22	湖北	待实施	2017/7/1	2017/7/1起3个试点城市所有公立医疗机构和全省其他地区的二级及以上公立医疗机构启动实施，此外全省二级以下医疗机构适时实施	试点城市公立医疗机构、其他地区二级及以上、二级以下公立医疗机构三步推进
23	云南	待实施	2017/10/1	2017/10/1起6个试点城市三级公立医院启动实施，2018/7起6个试点城市全面实施，2018/10起全省实施	试点城市三级医疗机构、试点城市其他医疗机构、全省医疗机构三步推进

2.未明确实施时间

24	天津	提出实施	/	/	/
25	江苏	提出实施	/	/	/
26	贵州	提出实施	/	/	/
27	山东	提出实施	/	/	/
28	河南	提出实施	/	/	/
29	西藏	提出实施	/	/	/

资料来源：各省部委，东兴证券研究所

3.1.3 对标：以美为例，流通行业整合步入快车道

从美国的情况来看，我国流通行业正处于美国 1995 年的情况，正踏入流通行业集中度迅速提高的快车道中。从美国流通行业的集中度情况来看，1995 年到 2005 年这 10 年期间是集中度迅速提高的时间（从 30%多提高到 95%左右），而当时美国流通行业集中度提高的原因也与目前国内流通行业的情况极为类似：

1) 政策环境趋严：强调“规范”

- ◆ **美国：**美国 1987 年出台的处方药销售法案对于供应链的安全提出了较高的要求，也为后续“授权批发企业制度”的出台铺平了道路，药品生产企业选择分销商时需要首先在“授权批发企业”中选择以保证药品的全程可追溯，直接淘汰资金与实力一般的小型流通企业。
- ◆ **中国：**国内的政策组合拳具备异曲同工的效果，强调的是规范，淘汰的是不能适应新规的企业：①营改增直接导致过票难度加大，以过票为生存依据的企业直接被淘汰；②两票制淘汰不具备终端配送能力的流通企业；③打击医药代表带金销售，以临床推广为生的流通企业受到打压。

2) 盈利能力下降：规模化是唯一出路

- ◆ **美国：**由于流通行业在产业链中的相对弱势，从 80 年代起，医院、保险、药店等

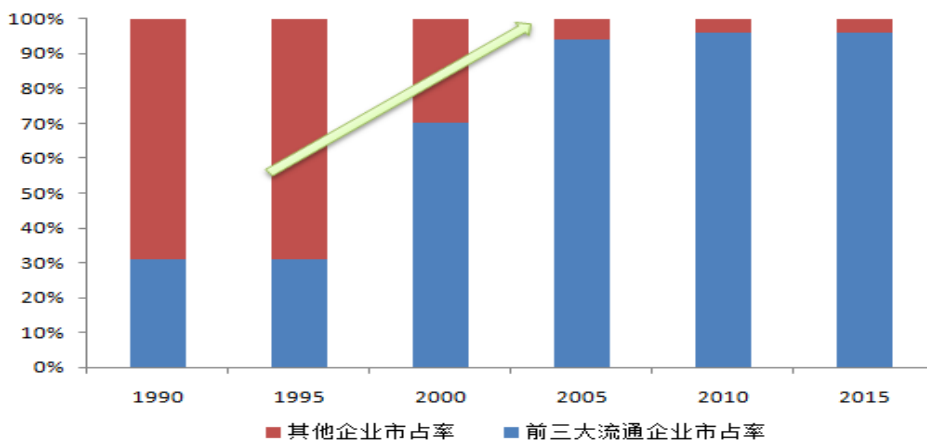
各方面对流通行业进行了联合压榨，行业毛利率从 1987 年的 15% 左右迅速下降到 1993 年 7% 的毛利率，此后持续下滑到 2009 年的 4.5% 的低点，在盈利能力下降的情况下，流通企业退出或者被收购的意愿明显加强。

- ◆ **中国：**国内的流通企业主要有配送、垫资、临床推广三大职责。对于配送及垫资来说，由于药品零加成的出台，医院回款速度放缓，议价能力低的流通企业在配送业务上的盈利能力下降（财务成本提高）。同时，流通行业中临床推广业务的盈利能力也明显下降，由于营改增的出台以及两票制模式下的大部分药企的低开转高开，转嫁到做临床推广业务的税负成本明显上升，盈利能力下降。对于中小型流通企业来说，本来就是临床推广业务高利润下附加的配送业务愈加鸡肋，也导致了其出售配送业务转向 CSO 或药企销售人员来负责临床推广业务的意愿加强。

3) 资金压力显著上升：小企业无法生存

- ◆ **美国：**重磅级药品的频繁问世导致现金流欠佳且赊销额度有限的批发企业面临压力。当时，美国许多药品批发企业因无法及时改进现金流和增加赊销额度出现严重问题，而品牌药品生产企业在选择批发企业时只青睐于有能力应对大幅销售变化的批发企业，当时出现了“最小订单起订量”，中小企业的资金压力是其选择被强势竞争对手并购的重要因素。
- ◆ **中国：**两票制的出台将导致中小型流通企业的资金压力显著提升。在两票制低开转高开后，中小型流通企业过去以“20扣”“30扣”为主的进价要翻 3-4 倍，也意味着在给药企回款时所需要的资金量要翻 3-4 倍，尽管药企最终会以折让等多种方式返还，但是资金的压力以及时间成本显著提升，中小型企业难以再生存。

图 17：美国流通行业市占率情况



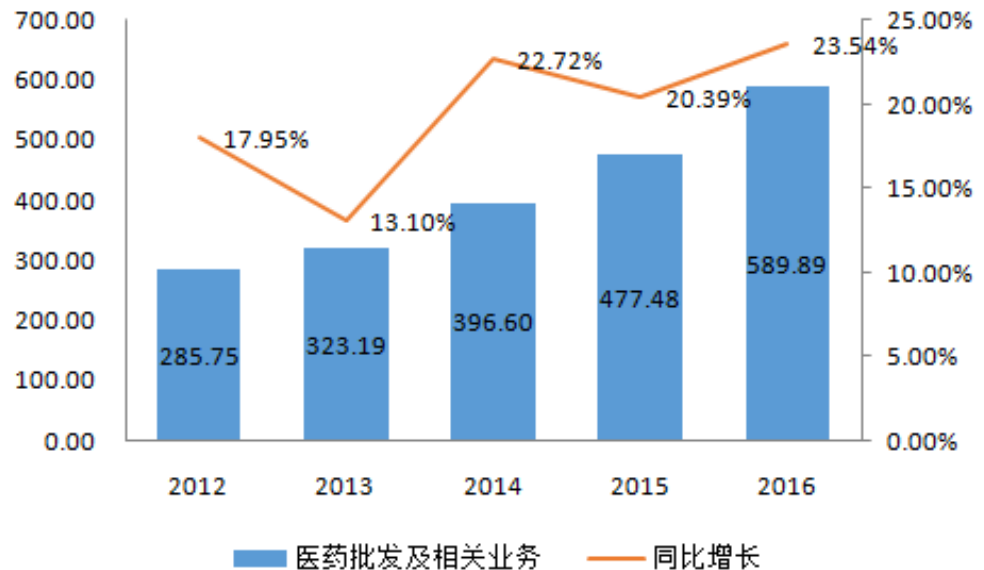
资料来源：Bloomberg，东兴证券研究所

3.2 受益政策驱动, 批发业务结构优化毛利持续提升

3.2.1 整体: 批发业务稳健增长, 高毛利业务占比提升

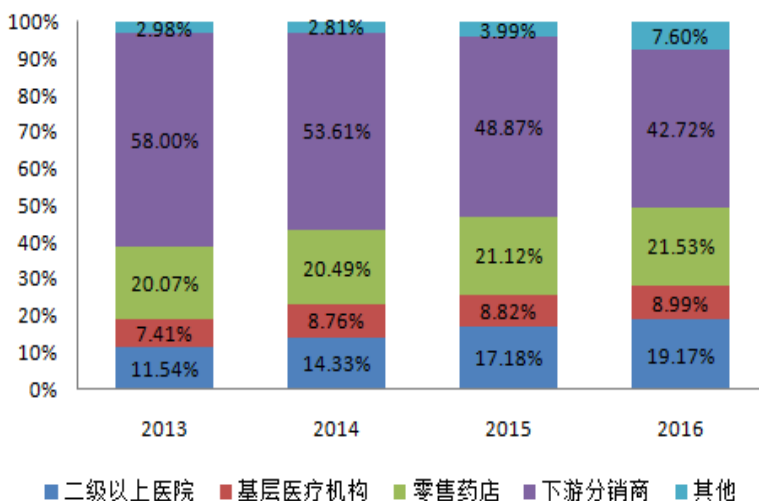
整体上来看, 公司批发业务在收入端增长稳健, 近 3 年维持 20-25% 的增长, 但在稳健增长的背后, 是高毛利业务占比的持续提升。九州通批发业务按下游客户划分可以分为二级以上医院、基层医疗机构、零售药店、下游分销商, 九州通对医疗机构的纯销毛利率约为 9% 左右, 对零售药店的销售毛利率约为 7% 左右, 而对下游分销商的销售毛利率为 5% 左右。九州通过去以对下游分销商销售为主, 2013 年的销售占总收入重比为 58%, 而近年来相对高毛利的业务持续提升, 2016 年对下游分销商的销售占比已经降至 42.72% (注: 16 年数据为根据披露的定增反馈函中 15 年的情况以及 16 年年报披露的各渠道增长情况估算)。

图 18: 医药批发业务及增长情况



资料来源: 公司公告, 东兴证券研究所

图 19：各渠道占公司总收入比重



资料来源：公司公告，东兴证券研究所

3.2.2 基础：强大的终端覆盖能力应对行业变革

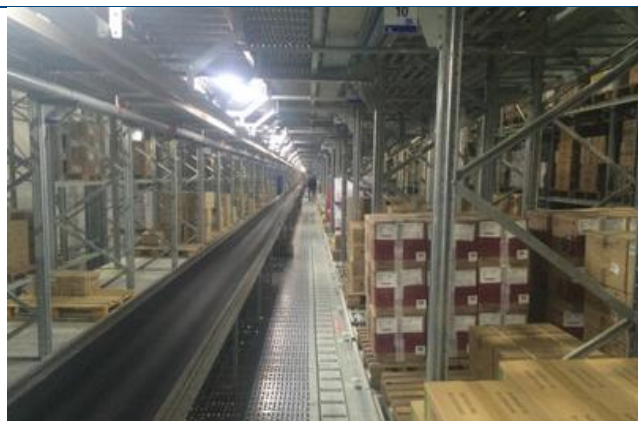
在流通行业整合持续推动下，尤其是两票制的影响下，终端配送能力将成为流通企业的核心竞争力，而这正是九州通的强项。截止 2016 年报告期末，公司在全国投资布局了一共 84 个医药物流配送中心，包括 30 个省级医药物流中心（仅有宁夏暂时没有规划，海南、陕西、贵州、青海暂时未开始运营）和 54 个地级市分销物流中心。与之相匹配的是先进的物流管理系统以及信息管理系统，拥有仓储管理系统（WMS）、设备控制系统（WCS）、运输管理系统（TMS）三大自主研发成果以及 95 项计算机软件著作权。尽管公司收入体量排在全国第四，但由于国控、华润、上药收入构成中进口药品占了很重要的一部分，其面向客户也多以二级以上医院为主，药品单价较高，如果仅考虑物流配送量，九州通稳居第一。

图 20：九州通物流配送中心（一）



资料来源：公开信息，东兴证券研究所

图 21：九州通物流配送中心（二）



资料来源：公开信息，东兴证券研究所

3.2.3 二级及以上医院终端: 有望保持快速增长, 未来潜力巨大

公司从 2009 年开始布局医院纯销业务, 增长极为迅速, 二级及以上医院看保持着 35% 以上的增速。

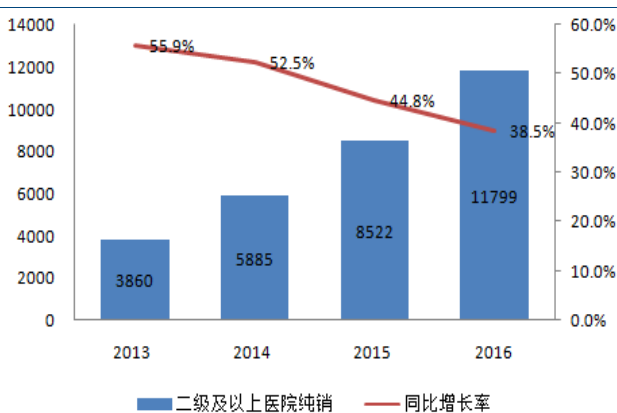
从开户数量上来说, 九州通覆盖网络极广。截止 2016 年年报, 九州通覆盖了 3780 家二级及以上医院, 但与之对应的是单院产出较低, 未来可提升空间巨大。目前公司的平均单院产出较低, 2016 年九州通实现 118 亿左右的对二级及以上医院销售规模, 平均单院产出为 312 万元, 尽管较 2013 年的单院产出几乎实现了翻倍的增长, 但是较三大国有龙头差距仍然明显。但具备差距的同时也意味着未来可提升的空间巨大, 公司在医院开户了意味着具备配送到相对应医疗机构的能力, 未来在两票制的推动下, 公司有望直接承接对医院的配送, 对于公司来说都是增量, 我们认为公司二级及以上医院纯销业务有望保持 30% 以上的增速。

表 5: 三大国有龙头分销情况对比

指标	上海医药	华润医药	国药控股
营业收入 (亿元)	1207	1567	2584
分销营收 (亿元)	1086	1303	2438
覆盖医院数	24553 (三级医院 1332 家)	二三级医院 4280 家	分级医院 13841
覆盖医疗机构数	25139	35865	122553
覆盖省份数	31, 直接覆盖 20 个	23	31
2016 新增省份	云南、黑龙江	云南、广西、四川、重庆	

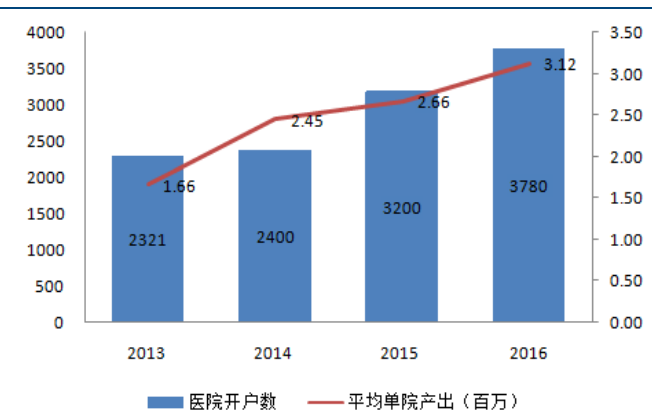
资料来源: 、各公司公告、东兴证券研究所

图 22: 公司在二级及以上医院收入增长情况



资料来源: 公司公告, 东兴证券研究所

图 23: 二级及以上医院开户数量及单院产出



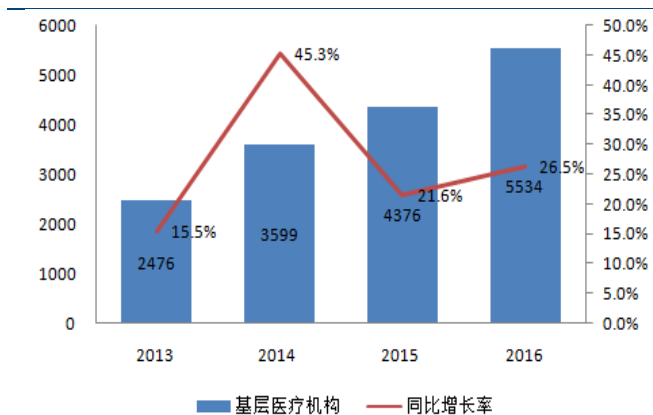
资料来源: 公司公告, 东兴证券研究所

3.2.4 基层医疗机构终端：公司业务受益于两票制与分级诊疗

公司的优势在于基层医疗机构以及药店的渠道，尽管直接对基层医疗机构的销售收入占总收入比重不大（截止 2016 年年报，公司覆盖了 51750 家基层医疗机构，覆盖基层机构数量仅次于国药控股，平均单院产出为 10.7 万元），但调拨业务中很大一部分是销售给下游分销商后再销售给基层医疗机构。未来公司对基层医疗机构的业务将会受益于两票制与分级诊疗：

- ◆ **两票制**：与二级以上医疗机构类似，受益于两票制，过去的调拨业务有望转换为纯销售业务，获得毛利率的提升。
- ◆ **分级诊疗**：分级诊疗持续推进，直接导致二级以下医院药品收入增速的持续提升。从 CFDA 南方经济研究院的数据来看，2016 年公立基层医疗终端药品收入约为 1359 亿，同比增长 13.2%，高于行业增速。未来在分级诊疗趋势更加明显，医疗资源下沉的情况下，九州通将显著受益于基层医疗机构药品收入增速的提升。

图 24：公司基层医疗机构收入增长情况



资料来源：东兴证券研究所

图 25：基层医疗机构开户及单院产出



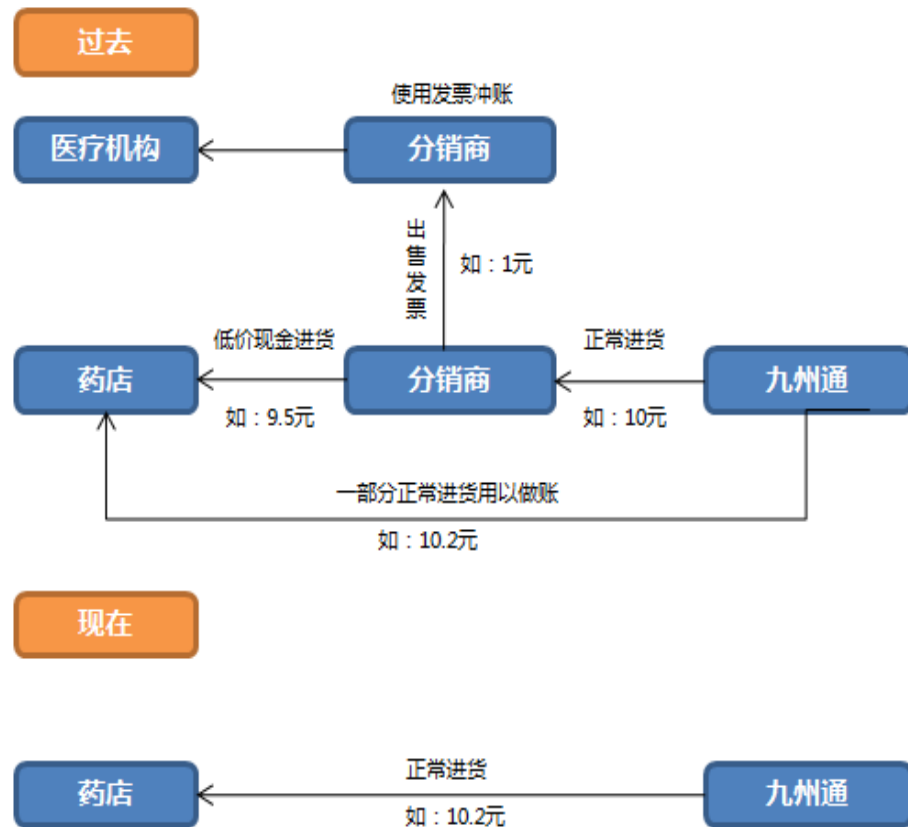
资料来源：东兴证券研究所

3.2.5 零售药店终端：营改增导致公司直接面对药店销售

公司的优势在于基层医疗机构以及药店的渠道，公司直接对药店销售的比重约占总收入比重的 21.53%，同时在调拨业务中的一部分是销售给下游分销商后再销售给基层医疗机构。

2016 年 5 月 1 日，营改增在全国范围内推行，叠加随后推出的流通行业 94 号文导致部分药店过去以现金低价从小流通企业购买药品的方式不再行得通了。营改增执行下，药店需要发票抵扣进项税，而 94 号文要求流通企业以及药店票、帐、货一致，小的流通企业过去以亏本的价格销售药品但从发票处获取盈利的方式不再行得通了，直接导致药店向九州通购买药品的比例逐步上升，对九州通的影响则是部分调拨业务由过去的 5% 毛利率上升到直接对药店销售的 7% 毛利率。由于营改增有 6 个月的过渡期，所产生的影响将持续到今年。

图 26：营改增前后部分药店进货模式变化



资料来源：东兴证券研究所

4. 消费品：高速增长的新利润点

4.1 奶粉业务拉动消费品跨越式增长

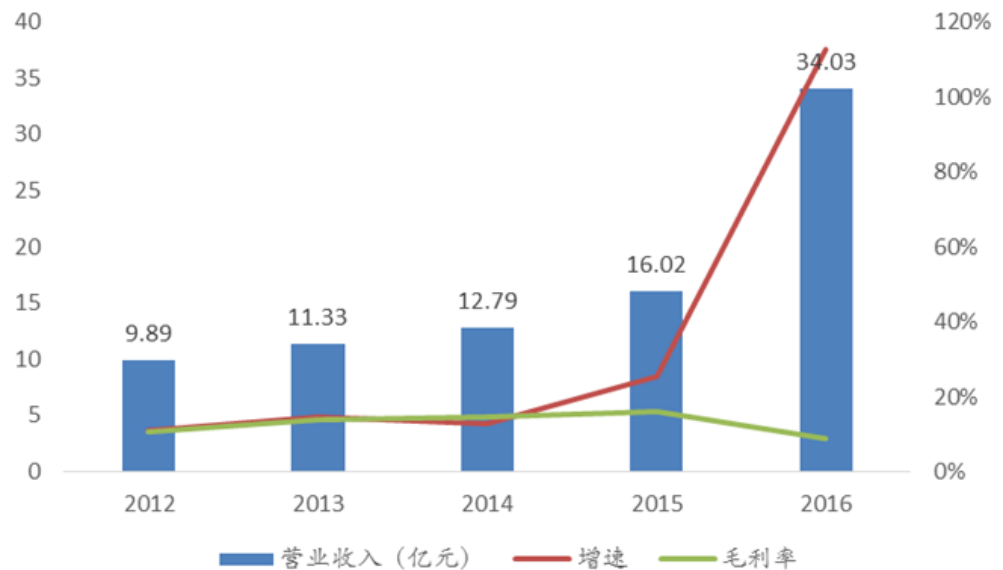
公司消费品板块主要包括食品、保健品、化妆品、日用品等业务，2016年取得新的突破。消费品板块2016年营业收入34.03亿元，同比增长112.48%；毛利额3.03亿元，同比增长18.65%；毛利率8.92%，同比下降7.05%。

2016年公司营业收入实现高速增长主要来自于母婴产品（奶粉）业务。公司消费品事业部强化与战略品牌的深度合作，在全国范围内布局惠氏、雅培等产品终端，实现全年奶粉含税收入22.15亿元，同比增长374.5%，其中惠氏和雅培分别实现含税收入12.89亿元、7.08亿元，同比增长2962.7%和170.93%。

2016年公司毛利率下降较多主要原因是公司消费品事业部全面拓展母婴、食品、化妆品、日用品业务后，该业务增长迅速导致营收占比迅速提升，但该业务自身毛利率

偏低，从而拉低消费品板块整体毛利率，但由于消费品业务仅涉及配送，不存在垫资的情况，同时能够共享一部分药店渠道，净利率高于公司传统主业医药批发。

图 27：九州通消费品板块近五年营业收入及毛利率情况



资料来源：公司年报，东兴证券研究所

2016 年公司母婴产品（奶粉）业务实现营收高速增长，我们认为，基于进口奶粉在国内信任度更高的大环境，在国家针对婴幼儿配方乳粉质量安全销售监管等一些列政策的背景下，随着药店试点销售婴幼儿配方乳粉工作的推行，配合公司具备药品流通 GSP 规范的资质，短期内公司消费品板块有望凭借奶粉业务维持高速增长：

◆ 国内产品良莠不齐，进口奶粉信任度高

国内市场存在婴幼儿配方乳粉产品配方过多、过滥，产品质量参差不齐，流通过程宣传夸大等问题，导致进口奶粉在这种大环境下往往具备更好的信任度，公司主要品种惠氏、雅培均通过国家认证认可监督管理局的境外乳品生产企业注册申请，产品质量具有保证，在受众信任度方面具有优势。

表 6：公司惠氏、雅培境外乳品生产企业注册情况

序号	注册编号	品牌	注册地	注册类型	注册产品	首次公布时间
1	1703	惠氏	爱尔兰	加工企业	婴幼儿配方乳粉 婴幼儿配方液态乳	2014/4/30
2	PL01G0872	惠氏	新加坡	加工企业	婴幼儿配方乳粉	2014/4/30
3	26.00554/GR	雅培	西班牙	加工企业	婴幼儿配方乳粉	2014/4/30
4	NLZ0235EG	雅培	荷兰	加工企业	婴幼儿配方液态乳	2014/4/30
5	1513768	雅培	美国	加工企业	婴幼儿配方液态乳	2014/5/4

资料来源：中国国家认证认可监督管理委员会，东兴证券研究所

◆ 加强监督管理，以 GSP 为规范

近几年针对婴幼儿配方乳粉，国家层面政策频出。2013 年 6 月 16 日，CFDA 等九部委联合发布《关于进一步加强婴幼儿配方乳粉质量安全工作的意见》，为切实保障婴幼儿配方乳粉质量安全，对加强婴幼儿配方乳粉质量安全工作做以详细说明；2013 年 12 月 18 日，CFDA 陆续发布《进一步加强婴幼儿配方乳粉销售监督管理工作的通知》和《关于开展在药店试点销售婴幼儿配方乳粉工作的通知》，对药店经营方面和奶粉监管方面都作了详细描述，其中强调了**婴幼儿配方乳粉的销售管理需参照药品经营质量管理规范（GSP）**，并将试点实行**药店婴幼儿配方乳粉专柜销售**，而九州通正具备**药品 GSP 资质以及广泛的药店渠道优势**。

表 7：婴幼儿配方乳粉相关政策

发布时间	文件来源	文件名称
2013/6/16	CFDA 等九部委	《关于进一步加强婴幼儿配方乳粉质量安全工作的意见》
2013/12/18	CFDA	《进一步加强婴幼儿配方乳粉销售监督管理工作的通知》
2013/12/18	CFDA	《关于开展在药店试点销售婴幼儿配方乳粉工作的通知》

资料来源：CFDA，东兴证券研究所

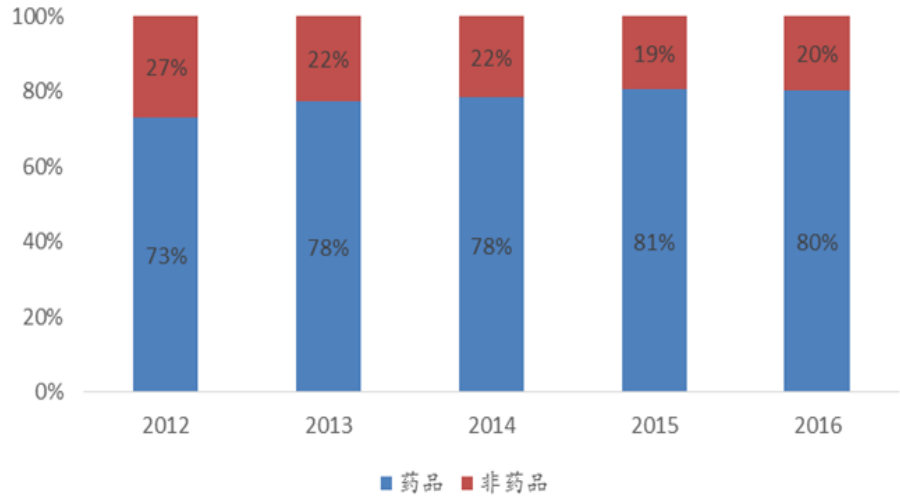
4.2 药店非药销售占比较低，未来有望提升

公司消费品板块对接的终端主要是零售药店以及商业超市，而公司多年来在流通领域精耕细作，具备很强的药店等基层渠道优势。我们认为，未来公司消费品板块有望在品种数量上取得突破，同时随着中国零售药店产品结构逐渐多元化，公司消费品板块有望实现持续增长。

对标美国零售药店产品结构，国内零售药店非药产品市场尚有较大提升空间。美国的零售药店对销售商品的品类进行了很大程度丰富和拓展，为顾客提供“一站式”便利消费体验，以吸引更多的顾客流量。除处方药及非处方药以外，美国零售药店还向消费者提供食品及饮料、化妆品及个人健康用品等非药品商品。

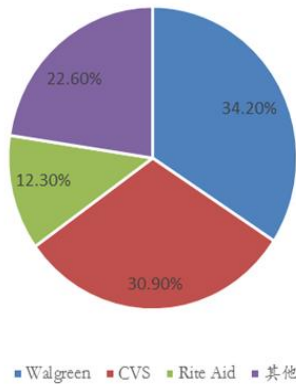
根据对目前美国零售药店市场占比前三位公司的产品结构分析，我们发现美国零售药店的非药产品占比已经达到 30%-40%，而国内零售药店的非药产品占比约为 20%。我们认为随着中国零售药店产品结构的多元化，非药产品仍存在较大潜在市场，为公司消费品板块业绩增长提供了长期的成长空间。

图 28：我国零售药店药品及非药品收入占比



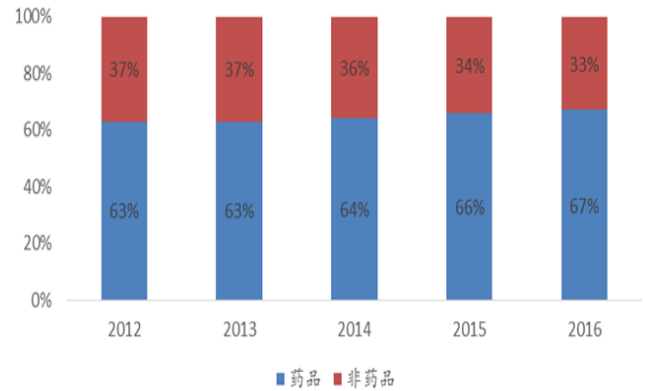
资料来源：商务部，东兴证券研究所

图 29：美国零售药店市场竞争格局



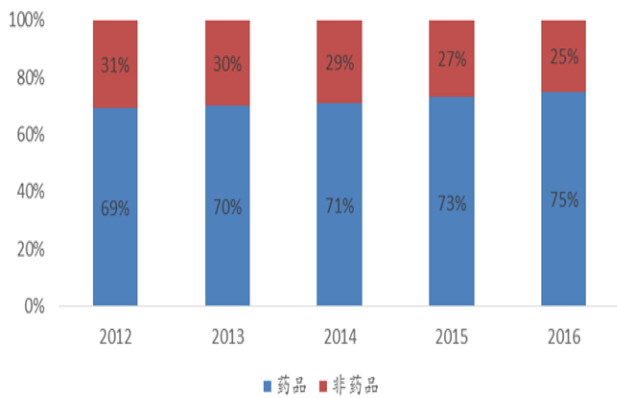
资料来源：Euromonitor,东兴证券研究所

图 30：Walgreen 公司近五年零售药店销售额占比



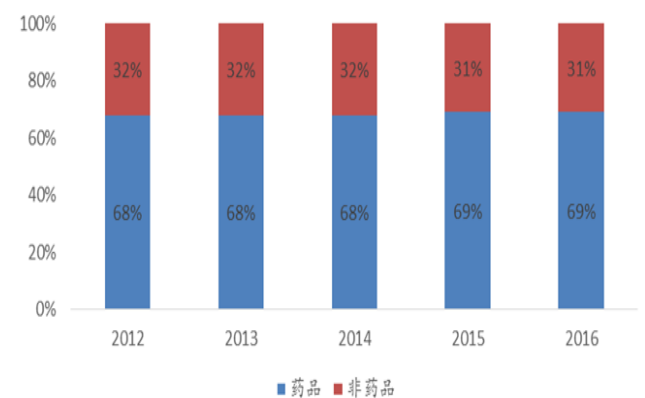
资料来源：Walgreen 年报，东兴证券研究所

图 31：CVS 公司近五年零售药店销售额占比



资料来源：CVS 年报，东兴证券研究所

图 32：RiteAid 公司近五年零售药店销售额占比



资料来源：RiteAid 年报，东兴证券研究所

5. 零售电商：线上线下合力，未来有望承接处方外流

5.1 处方外流大势所趋

医药分开一直是医改的重中之重，从目前出台的政策来看，取消药品加成以及限制药占比对处方外流有着一定的促进，我们长期看好处方外流趋势不可逆。

- ◆ **限制药占比促进处方外流**：2015年11月6日和2016年5月17日，卫计委和国务院分别发布《关于印发控制公立医院医疗费用不合理增长的若干意见的通知》和《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》要求到**2017年力争城市公立医院药占比总体下降到30%左右，药占比的要求将促进处方外流（尤其是高价品种）**。
- ◆ **药品零加成促进处方外流**：除了药占比以外，政府也大力推行药品零加成的政策。在《深化医药卫生体制改革2017年重点工作任务》中明确指出，所有公立医院在2017年9月底前全部取消药品加成。**药品零加成的推行将导致门诊药房变成医院的成本中心，促进处方外流。**

表 8：处方外流相关政策

年份	政策	内容
2014	《关于落实2014年度医改重点任务提升药品流通服务水平和效率工作的通知》	推进包括零售药店承担医疗机构门诊药房服务和其他专业服务等多种形式的改革。
2015	《关于全面推开县级公立医院综合改革的实施意见》	推进取消药品加成，鼓励医药分开，鼓励患者自主选择在医院门诊药房或凭处方到零售药店购药。
2015	《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	《深化医药卫生体制改革2016年重点工作任务》	制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
2016	《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
2016	《“十三五”深化医药卫生体制改革规划》	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。探索医院门诊患者多渠道购药模式，患者可凭处方到零售药店购药。
2017	《“十三五”卫生与健康规划》	加快推动门诊患者凭处方到零售药店购药。
2017	《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。
2017	《电子病历应用管理规范（试行）》	医疗机构应当为申请人提供电子病历的复制服务。医疗机构可

以提供电子版或打印版病历。

2017 《深化医药卫生体制改革 2017 年重点工作任务》 全面取消药品加成，鼓励连锁发展，探索处方医保信息共享

资料来源：国务院、各部委、东兴证券研究所

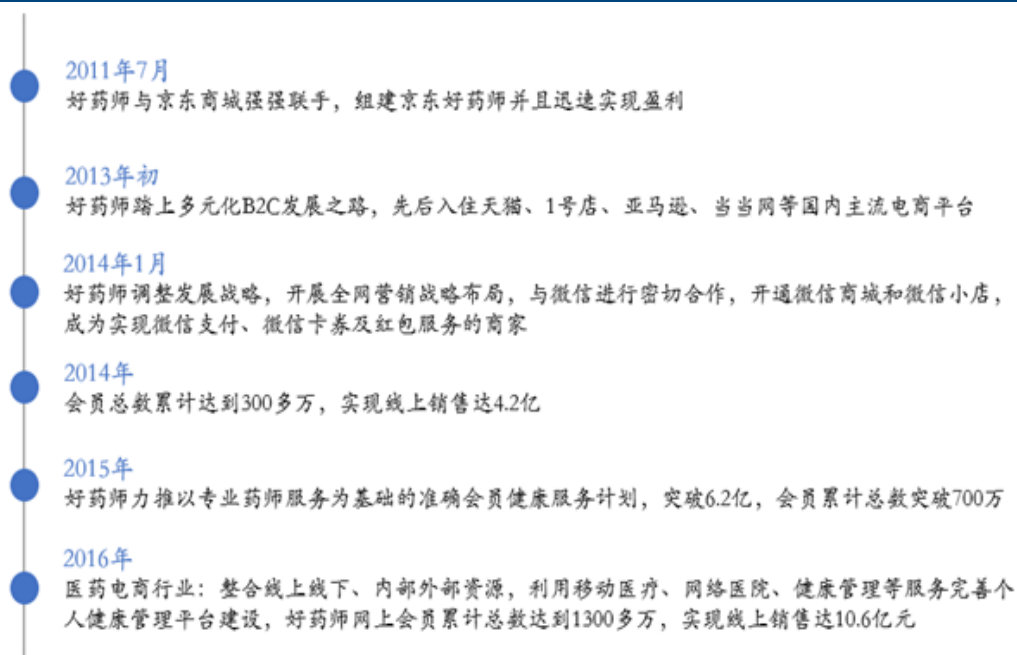
5.2 线上线下协同发展，看好公司未来承接外流处方能力

5.2.1 线上线下协同发展，引入第三方精准流量

公司在零售电商的发展战略，是依托九州通现有的仓储物流优势，线上线下均衡发展，融合线上医药电商平台的龙头地位和线下药店相对较广的覆盖范围，短期在网售处方药未放开的情况下，线上做服务，线下做销售。

好药师是九州通旗下医药电商平台，通过九州通的医药行业优势和强大的医药配送体系，致力于发展中国最大的医药零售电子商务市场。截至 2016 年底好药师品牌旗下零售药店共有 911 家，在武汉、北京、上海、郑州、福州、济南、南京、芜湖、昆山、新疆、杭州、广州、天津等 13 个城市核心区域开通“24 小时送药、1 小时必达”服务，形成以实体门店、电子商务和移动互联网为核心，贯穿在线问诊、线上购药和健康管理多项服务并行，为广大用户提供快去和多方位的健康服务新体验。近年来，好药师不断整合内外部、线上线下资源，利用移动医疗、网络医院、健康管理等服务完善个人平台管理建设，实现业绩迅猛增长和服务客户范围大幅扩张。2014-2016 年线上销售额分别为 4.2 亿、6.2 亿和 10.6 亿，实现快速增长；同时 2014-2016 年网上会员累计数量分别为 300 多万、700 多万和 1300 多万，服务人数得到迅速扩张。

图 33：好药师发展历程



资料来源：公司官网，东兴证券研究所

表 9：零售药店 2016 年排名

序号	企业名称	销售总额（万元）
1	国药控股国大药房有限公司	1030946
2	中国北京同仁堂（集团）有限责任公司	791253
3	重庆桐君阁大药房连锁有限责任公司	705000
4	大参林医药集团股份有限公司	703695
5	老百姓大药房连锁股份有限公司	688281
6	云南鸿翔一心堂药业（集团）股份有限公司	687335
7	益丰大药房连锁股份有限公司	436833
8	深圳市海王星辰医药有限公司	411400
9	辽宁成大方圆医药连锁有限公司	375136
10	上海华氏大药房有限公司	359540
.....		
24	好药师大药房连锁有限公司	81500

资料来源：商务部，东兴证券研究所

导流精准流通也是公司零售电商业去年实现跨越式发展的重要原因。2014 年 9 月起，好药师先后与春雨医生、好大夫和平安好医生三大挂号问诊 APP 合作，探索精准处方流量导流的新方式：

- ◆ **春雨医生**：春雨是目前国内最大的轻问诊平台，问诊量高达 33 万/天，而巨大的问诊量意味着巨大的用药需求，好药师依托九州通发达的全国配送系统以及丰富的品类成为了春雨医生的首选，但由于轻问诊所对应的患者疾病较轻，平均的患者用药费用较低。
- ◆ **好大夫**：好药师同样帮助好大夫形成了“挂号-问诊-用药”的闭环，同时由于好大夫由于其门诊预约系统具备让患者挂到专家门诊号的能力，其平台上患者的疾病相对较重或具备更高的支付能力，平均患者用药费用比春雨医生高。
- ◆ **平安好医生**：平安好医生由于具备其特有的健康险人群，尽管疾病同样比较轻，但是由于支付能力较强，盈利能力介于春雨医生与好大夫之间。

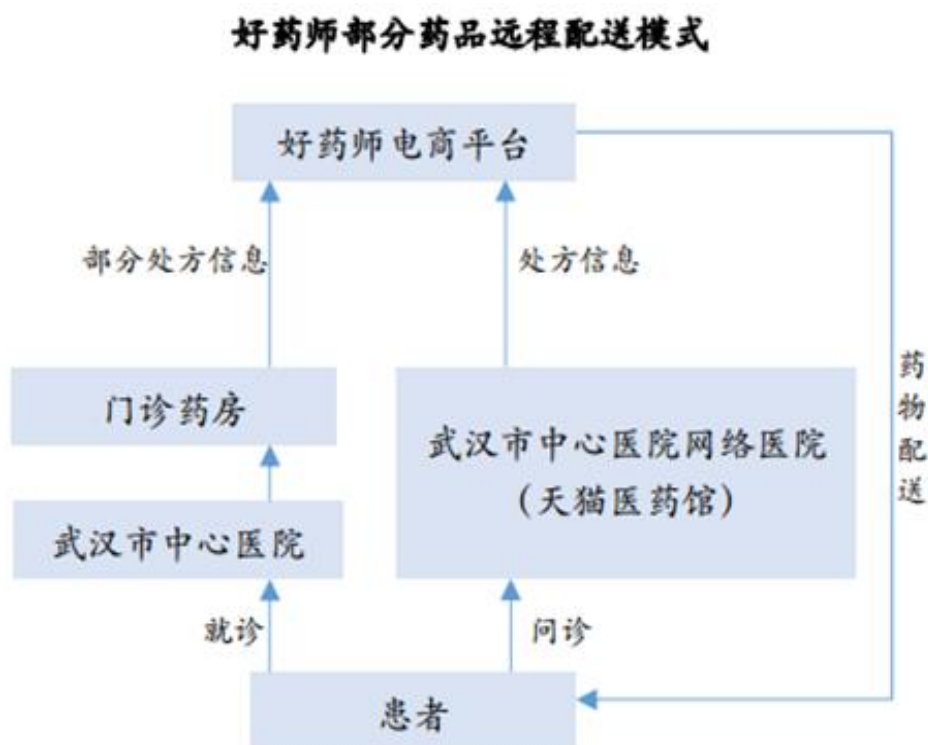
好药师与挂号问诊平台的合作是双赢的，对于好药师来说是得到精准流量的稳定途径，而对于挂号问诊平台则是实现流量变现的重要方式。

5.2.2 试点 1：好药师与武汉市中心医院合作网络医院

2016 年 2 月，湖北省食药监局批复同意公司下属全资子公司好药师大药房连锁有限公司试点开展武汉市中心医院门诊药房部分药品远程销售配送业务，并准予好药师在互联网上结算相关费用。

公司尝试与医院、电商平台合作开展“互联网+”的医疗模式，增加平台销售的同时探索处方外流。一方面，武汉市中心医院作为医疗服务的主体，对患者进行就诊服务后，门诊药房的部分药品由好药师负责远程销售配送；另一方面，与阿里合作建立武汉市中心医院网络医院，患者可通过网络医院进行问诊，部分药品由好药师负责远程配送。

图 34：好药师与武汉市中心医院合作模式



资料来源：公司公告，东兴证券研究所

5.2.3 试点 2：九州通与福建医科大学孟超肝胆医院合作供应链服务与智慧服务

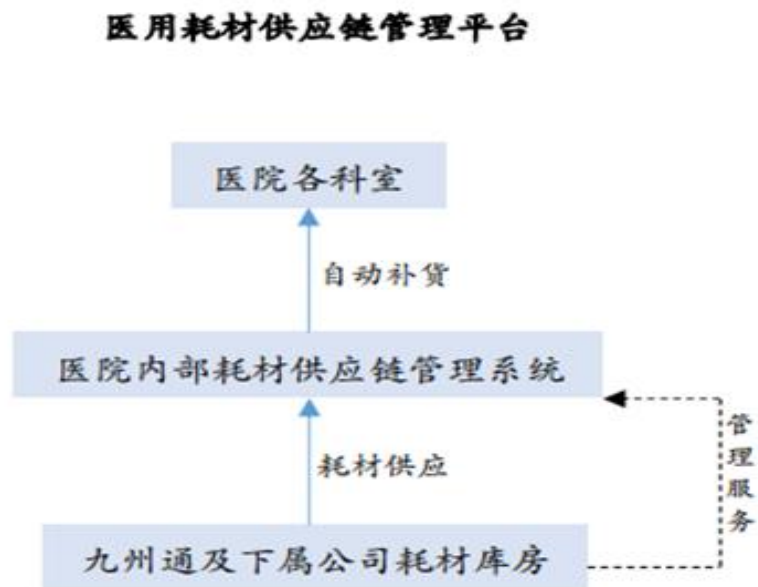
2016 年 7 月，公司与福建医科大学孟超肝胆医院签订《关于供应链服务平台及智慧服务战略合作框架协议》，开启了医药分开-智慧药房-互联网的服务新模式。

- ◆ 首先，建立医用耗材供应链管理平台，实现公司医用耗材供应链管理技术向合作医院及医联体延伸，为医院降费增效的同时，为公司医用耗材类产品进入医院渠道提供了支撑；
- ◆ 第二，建立药品供应链管理平台，实现公司药品供应链管理平台与合作医院的 HIS 系统对接，为医院传输处方信息、开展慢病患者管理、提高药学服务水平提供技术服务的同时，也为公司的药品销售、合作建立指挥服务平台提供处方来源；

- ◆ **第三，建立智慧服务平台**，打造一个智慧医疗服务模式，服务于医联体成员单位和患者，优化医疗资源配置和使用，提升医疗效率。

以上合作模式，将加快公司高端医院的开发进度，也是公司进一步探索互联网医疗模式，建立包括批发商、医院和药店等药品供应链管理平台和智慧医疗服务平台的积极尝试，以达到更好服务于医联体和患者的目的；同时，该模式也是公司积极探索个人健康档案管理、建立慢病管理系统等新领域的有益尝试，这对公司未来建立包括药品供应在内的综合服务体系以及业务拓展带来积极影响。

图 35：九州通与福建医科大学孟超肝胆医院合作模式



资料来源：公司公告，东兴证券研究所

我们认为，好药师在电商新零售与传统零售业务的结合上领先全国，加之九州通的仓储物流能力以及与第三方合作的精准流量，未来长期的发展可期，而公司又在与医院合作试点处方外流上先行一步，待试点模式成熟以及处方外流真正落地的风口来临之时有望成为最大赢家。

6. 风险提示

定增结果不达预期；利率大幅上行；医院回款速度大幅恶化

表 10: 公司盈利预测表

资产负债表	单位: 百万元					利润表	单位: 百万元				
	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E		2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
流动资产合计	27221	32164	39108	47750	58024	营业收入	49589	61557	75684	93205	114027
货币资金	6109	5237	6439	7929	9701	营业成本	45834	56733	69705	85767	104859
应收账款	7798	9076	11159	13742	16812	营业税金及附加	77	130	160	197	241
其他应收款	2448	3275	4027	4959	6066	营业费用	1226	1633	1968	2423	2965
预付款项	2121	2214	2327	2467	2638	管理费用	1078	1268	1706	2074	2413
存货	8114	10152	12474	15348	18764	财务费用	509	662	814	1003	1227
其他流动资产	0	21	0	0	0	资产减值损失	52.61	92.93	50.00	50.00	50.00
非流动资产合计	5363	6565	6783	7079	7369	公允价值变动收益	0.00	7.03	0.00	0.00	0.00
长期股权投资	504	539	539	539	539	投资净收益	47.54	8.73	0.00	0.00	0.00
固定资产	2788	3563	4074	4573	5066	营业利润	860	1049	1281	1691	2272
无形资产	884	1028	925	823	720	营业外收入	114.10	101.14	90.00	75.00	75.00
其他非流动资产	0	0	0	0	0	营业外支出	18.27	44.65	0.00	0.00	0.00
资产总计	32585	38729	45891	54829	65394	利润总额	956	1106	1371	1766	2347
流动负债合计	21010	25259	30837	38355	47407	所得税	252	201	250	322	427
短期借款	5847	3931	5302	7766	9526	净利润	704	904	1121	1444	1919
应付账款	6278	7467	9048	11134	13612	少数股东损益	9	28	0	0	0
预收款项	256	293	339	396	465	归属母公司净利润	695	877	1121	1444	1919
一年内到期的非	0	1600	1600	1600	1600	EBITDA	2452	2982	2887	3498	4308
非流动负债合计	1729	1459	3894	4769	5657	EPS (元)	0.43	0.54	0.66	0.85	1.13
长期借款	0	6	6	6	6	主要财务比率					
应付债券	1600	1282	1600	1600	1600		2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
负债合计	22739	26718	34731	43124	53064	成长能力					
少数股东权益	491	732	732	732	732	营业收入增长	20.75%	24.13%	22.95%	23.15%	22.34%
实收资本(或股	1647	1647	1696	1696	1696	营业利润增长	34.05%	22.00%	22.08%	32.00%	34.35%
资本公积	3988	3978	3978	3978	3978	归属于母公司净利润	27.88%	28.81%	27.88%	28.81%	32.89%
未分配利润	2677	3230	3051	2822	2517	获利能力					
归属母公司股东	9355	11278	10428	10972	11597	毛利率(%)	7.57%	7.84%	7.90%	7.98%	8.04%
负债和所有者权	32585	38729	45891	54829	65394	净利率(%)	1.42%	1.47%	1.48%	1.55%	1.68%
现金流量表						总资产净利润(%)	2.13%	2.26%	2.44%	2.63%	2.93%
						ROE(%)	7.42%	7.77%	10.75%	13.16%	16.55%
	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E	偿债能力					
经营活动现金流	436	431	1243	1204	2794	资产负债率(%)	70%	69%	76%	79%	81%
净利润	704	904	1121	1444	1919	流动比率	1.30	1.27	1.27	1.24	1.22
折旧摊销	1083	1270	804	804	810	速动比率	0.91	0.87	0.86	0.84	0.83
财务费用	509	662	814	1003	1227	营运能力					
应付帐款的变化	0	0	-2083	-2583	-3070	总资产周转率	1.75	1.73	1.79	1.85	1.90
预收帐款的变化	0	0	46	57	69	应收账款周转率	8	7	7	7	7
投资活动现金流	-1538	-1498	47	-50	-50	应付账款周转率	9.10	8.96	9.17	9.24	9.22
公允价值变动收	0	7	0	0	0	每股指标(元)					
长期股权投资减	0	0	90	0	0	每股收益(最新摊薄)	0.43	0.54	0.66	0.85	1.13
投资收益	48	9	0	0	0	每股净现金流(最新	1.02	-0.90	0.71	0.88	1.04
筹资活动现金流	2777	-416	-89	336	-972	每股净资产(最新摊	5.68	6.85	6.15	6.47	6.84
应付债券增加	0	0	318	0	0	估值比率					
长期借款增加	0	0	0	0	0	P/E	49.93	39.76	32.47	25.21	18.97
普通股增加	4	0	49	0	0	P/B	3.78	3.14	3.49	3.32	3.14
资本公积增加	104	-10	0	0	0	EV/EBITDA	14.97	12.39	13.33	11.28	9.15
现金净增加额	1675	-1482	1202	1491	1771						

资料来源: 公司财报, 东兴证券研究所

分析师简介

张金洋

医药生物行业小组组长, 3年证券行业研究经验, 3年医药行业实业工作经验。2016年水晶球最佳分析师第一名, 2015年新财富第七名团队核心成员, 2015年水晶球第三名团队核心成员。北京大学药剂学硕士、北京大学药学学士、北京大学经济学学士, 和君商学院三届学子。曾就职于中国银河证券股份有限公司、民生证券股份有限公司、西安杨森制药有限公司。2016年7月加盟东兴证券研究所, 整体负责医药行业投资研究工作。

联系人简介

缪牧一

美国罗切斯特大学会计学理学硕士, 美国注册会计师, 2016年6月加盟东兴证券研究所, 从事医药行业研究, 重点专注于医药政策下的投资机会。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师, 在此申明, 本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果, 引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源, 力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本报告版权仅为我公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和责任。

行业评级体系

公司投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率 15% 以上；

推荐：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15% 之间；

中性：相对于市场基准指数收益率介于 -5% ~ +5% 之间；

回避：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5% 以上；

中性：相对于市场基准指数收益率介于 -5% ~ +5% 之间；

看淡：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。