

OTC及基药销售占比大，毛利平稳

——九州通（600998）调研报告

2013年2月1日

中性/首次

医药行业

研究报告

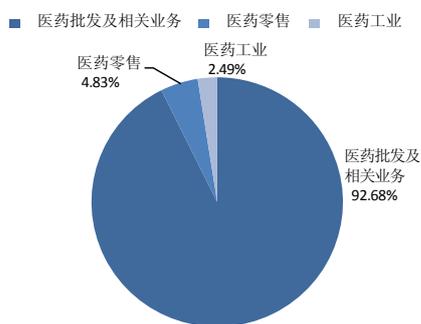
杨帅 医药行业分析师
010-66554019

执业证书编号：S1480512070006

观点 1: OTC 及基药产品占医药批发业务收入比重较大，毛利水平基本平稳

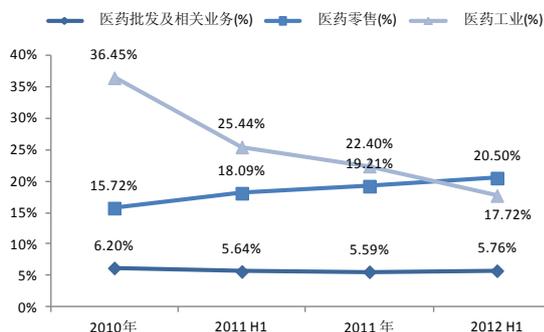
截止 2012 年中期，医药批发及相关业务在公司主营业务收入毛利占比为 92.68%，2010 年以来该项业务的毛利基本保持稳定，预计今年毛利水平在 6%左右。目前医药批发及相关业务各终端销售比例为二级经销商 67%，药店 18%，医疗机构 15%（其中中高端客户及基层医疗机构占比各为一半），三个终端的销售毛利分别为 5%，6-8%及 10%，目前二级经销商的回款时间在 1 个月以内，而医疗机构的回款时间相对较长在 3-6 个月左右。目前从不同类型药品的销售比例结构来看，OTC 药品及基药分销及直销占比较高，OTC 药品占比约为 40%以上，处方药占比 50%以上（其中基药占比在 30%左右），近年来由于零售第二终端的市场增速逐步放缓以及地方政府补偿机制不完善乡镇卫生机构基本药物使用积极性不高等因素使得基药分销及直销的增速相对平稳，我们认为未来几年公司的医药批发及相关业务收入将继续保持百分之十几的增长，在增速上可能会一定程度上低于以二级以上医院为主要销售终端且外延式并购业务进展较快的国药控股，上海医药及华润医药。

图 1：2012 年 H1 公司毛利构成



资料来源：Wind，东兴证券研究所整理

图 2：2010 年-2012 年 H1 主营业务毛利变化



资料来源：wind，东兴证券研究所整理

图 3：医药批发及相关业务各终端销售比例

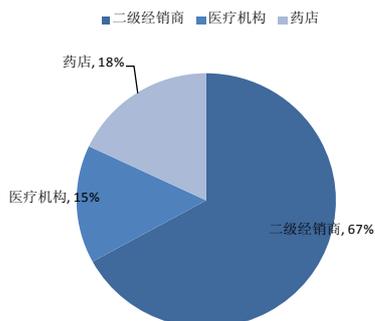
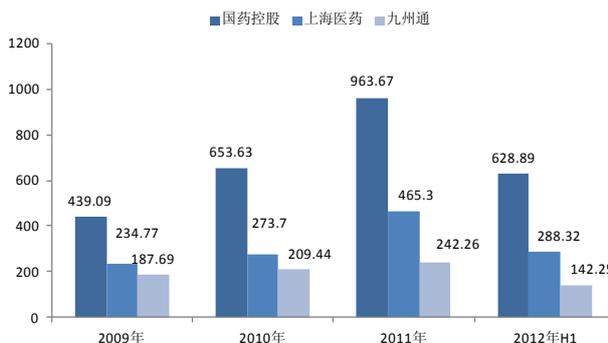


图 4：国药控股，上海医药及九州通医药分销业务收入



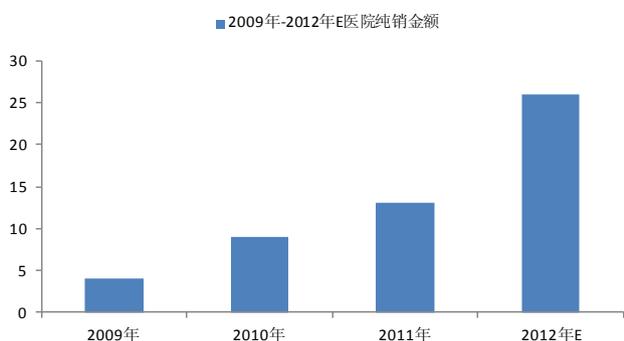
资料来源：东兴证券研究所整理

资料来源：wind，东兴证券研究所整理

观点 2：高端医院的直销业务为未来发展重点，但预计未来市场竞争较为激烈

公司分销业务二级经销商的数量约为 7000-8000 家，二级经销商主要覆盖的医疗机构为县级，乡镇卫生机构及零售药店，目前直销医院客户总数约为 2000-3000 家，其中三级医院的数量约为 300 多家，未来公司将三级医院的直销业务作为拓展的一个重点板块，该业务已开展的区域有湖北，河南，北京，山东等地，由于目前公司三级医院市场直销业务收入基数较小，增速较快，但未来若大力度开展高端医院的直销预计将与国药控股，上海医药，华润医药及地方龙头商业在同一市场展开较为激烈的竞争，我们认为市场占比提高及替代的难度较大，这是由于国控，上药，华润及地方医药商业大型龙头企业一直以来的主要服务及销售对象均为高端二甲以上医院，主要代理产品多为高端进口，合资及国产医保目录品种并且医院供应管理体系已相当成熟，市场覆盖及占比较高，例如国药控股目前已覆盖直接客户包括 9993 家医院（其中三甲医院 1312 家），占比全国医院总数的 74.01%（三级医院的 93.78%），而上海医药医药纯销收入比例已达 61.43%，进口及合资药品的销售比率已达 52.10%，九州通目前的产品品种种类为 OTC 及基药系列产品，产品结构三级医院的高端药品需求有一定的差异性，预计公司该项业务在增长到一定的规模之后将会遇到一定的增长瓶颈。

图 5：2009 年-2012 年 E 九州通医院直销金额



资料来源：公司公告，东兴证券研究所整理

结论：

公司为民营医药商业龙头企业，目前主要代理销售的药品为 OTC 类产品及基本药物目录处方药品种，我们认为近年来由于城镇职工，城镇居民及新农合的医疗保障报销比率逐渐提高对于药品零售第二终端冲击较大，公司 OTC 类产品的分销业务未来几年可能将与第二终端同步保持百分之十几的增长，而对于基层医疗用药，我们认为未来乡镇基层用药增长最快的地区将为县级医院，而这一级医院多被商业三巨头及地方龙头所占据，公司较多覆盖的乡镇卫生院及村卫生室将保持平稳增长。目前公司积极进行电商等多元化新业务的拓展，但目前这类新业务在整体的销售收入及毛利占比较低，我们认为暂时不会对整体业绩产生较大的贡献。预计 2012-2014 年公司 EPS 分别为 0.30 元，0.36 元，0.42 元，对应 PE 分别为 36 倍，30 倍，26 倍，我们认为未来几年公司的整体业绩将以平稳增长为主，目前估值相对较高，暂时给予“中性”评级。

表 1：盈利预测和估值(百万元)

万元	2011A	2012E	2013E	2014E
营业收入	24,832.03	30,125.00	35,531.00	40,588.00
(+/-)%	16.57%	21.32%	17.95%	14.23%
经营利润 (EBIT)	524.33	683.43	805.34	932.93
(+/-)%	-6.83%	30.34%	17.84%	15.84%
净利润	374.13	429.82	509.44	601.60
(+/-)%	5.86%	14.88%	18.53%	18.09%
每股净收益 (元)	0.260	0.302	0.359	0.423

资料来源：东兴证券



分析师简介

杨帅

北京协和医学院硕士，2010年加盟东兴证券，从事医药行业研究3年。

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。

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，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。

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。