

调研记录

受益行业变革,电商步伐加速

生物医药

2014年5月29日

投资评级: 推荐(首次)

——九州通(**600998**)调研记录

事件:近日我们和九州通相关负责人进行了座谈,了解公司的业务进展及未来规划的最新情况。

调研记录:

O1: 公司对医药分销核心业务和战略业务有何规划?

A: 公司目前的核心业务是医药分销,即商业批发和终端配送,其市场领域主要在第2、3终端。公司在品种、配送体系和管理上具有自己独特的优势。公司通过在县级会采取与当地医药公司合作的方式不断扩大市场份额。

在战略业务方面, 1) 医院纯销: 公司于 09 年进入医院纯销领域, 随后成立医院事业部, 目前该项业务保持较好的增长态势, 过去几年增长达到 50%以上, 预计今年增长可达 40%。2) 器械和计生用品: 公司目前该项业务以低值耗材为主(纱布、棉签等), 目前将在山东等地进行高值耗材(如心脏支架等)业务试点, 拓展高值器械业务。预计今年该项业务继续保持 30%以上的增长。3) 中药材及中药饮片: 去年销售额近 10 亿元,增长 40%以上,今年有望继续保持快速增长。4) 基药配送:公司在基层市场凭借市场化的运作方式具有一定的优势,但随着基药配送逐渐采用省级招标的模式,公司该项业务的经营模式需要进行一些调整。

O2: 公司的零售连锁业务发展情况如何?

A: 从行业上看,目前药店受租金、宣传费用、医保等因素的限制,处境日益艰难。但公司零售业务今年在没有收购兼并的情况下,继续保持20%以上的增长。今后会采取加大收购、增加加盟店和增开直营店的方式,增加药店的数量,提高覆盖率,实现与O2O业务的协调发展。

Q3: 公司认为国内有哪些因素限制了医药 B2C 的发展?

A: 首先, 药品作为一种特殊的商品, 和生命健康息息相关, 消费者选

最近 52 周走势: 80.00% 70.00% 60.00% 50.00% 40.00% 10.00% -10.00% -20.00% -20.00% -1.00% -20.00%

相关研究报告:

报告作者:

分析师: 刘生平

执业证书编号: S0590513090002

联系人:

联系人: 赵垒

电话: 0510-82832380 Email: chj@glsc.com.cn

独立性申明:

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠 道,分析逻辑基于本人的职业理解,通过合 理判断并得出结论,力求客观、公正。结论 不受任何第三方的授意、影响,特此申明。



购时往往十分慎重,对于现有的网上药店可能还缺乏信任。因此,消费习惯还没有完全培育起来。网上药店目前还未纳入医保的支付范围,处方药目前还不允许在网上进行销售,两者均限制了医药 B2C 业务的发展。此外,医药 B2C 的物流配送往往具有时效性的要求,并且配送企业要求必须是连锁药店具备相应资质,不具备品种和规模优势的医药企业开展医药 B2C 业务难度很大。

O4: 公司开展电商有何独特优势?

A: 九州通具有独特的电商基因。1) 庞大的终端客户: 目前拥有 B2B 下游药店客户 2 万余家,覆盖药店达 10 多万家。2) 齐全的品种。 目前经营品规超过 16 万,并且以 OTC 产品为主,而目前网上药店是不允许卖处方药的; 3) 议价能力: 九州通线下与线上合并规模采购具有了和上游生产商的议价能力。4) 物流配送能力: 九州通目前已经形成了覆盖全国的物流配送网络,下属公司均获得了 GSP 资质,如果竞争对手现有或未来新建自有物流配送网络,成本会远远高于九州通。

Q5: 九州通在增加好药师流量和提升用户体验方面有何规划?

A: 九州通好药师 B2C 平台目前已经和京东、天猫、1号店以及微信开展合作,并且拥有了好药师独立的官网。目前和京东以及天猫的合作,为好药师带来了庞大的流量。由于在京东开店较早,目前来自京东的流量和销售占好药师现有销售的一半以上。

公司 B2C 平台事前服务、事中服务和事后反馈等方面不断提升用户体验。今后会在逐步提供医师的咨询和导医服务,优化订单分配,提升物流配送的响应速度,对注册用户开展用药提醒等业务提高客户粘性。

O6: 公司目前在 O2O 业务中微信支付进展如何? 如何提高利润率?

A: 目前已在微信注册公众号,微信平台支付用户每月以约 100%的速度增长,公司目前并不要求该项业务立即盈利。公司今后会采取与厂家合作推出独家优品等方式提高该项业务的盈利水平。

Q7: 连锁药店海王星辰也在开展 O2O 业务并推出了支付宝扫码支付的功能,公司如何与其进行差异化竞争?

A:海王星辰虽然药店数量多于九州通,但这种数量优势多是区域性的,能否作为 O2O 布点的药店还存在选择淘汰的过程。九州通在采购规模、品规数量、物流配送体系、分拣能力等方面具有优势。并且目前零售连锁业务营收所占比重不大,且新拓展的 O2O 业务对九州通来说是一块



增量; 而海王星辰以零售连锁业务为主, 其 OTO 业务与苏宁一样, 线上业务可能对其线下业务造成一定冲击。

O8: 好药师目前运营核心团队的情况?

A: 好药师目前招聘了在国内属顶尖水平的医药电商团队,目前好药师 电商团队 CEO 姚丰来自于中信 21 世纪 (原来的 CEO),负责好药师电 商的整体经营与管理。

Q9: 目前网上药店主要的销售品类以保健品和医疗器械为主,好药师的销售品类如何?

A: 受国家政策影响,包括处方药不能在网上销售,以及网上买药不能进医保等因素,同多数网上药店一样,好药师目前的产品品类同样以保健品和医疗器械等为主。

Q10: 近日有媒体认为公司先是发澄清公告否认与腾讯进行合作,但是后来在年报中却出现了好药师和微信合作的内容,媒体认为公司此举涉嫌违规,公司如何看待此事?

A: 截至目前为止,董事会及管理层没有与腾讯谈过合作,也没签署战略及排他性合作协议,因此不存在信息披露前后矛盾的问题。董事会和管理层没有与腾讯进行战略性合作,目前我们这个合作不是战略性的,只是日常性的业务合作。

Q11: 公司会采取何种措施来保证高端医院纯销业务的增长?

A: 目前医院纯销业务在整个医药市场中的份额占比达 70%以上,属于主流市场,,国药、上药等国有企业在北上广深等一线城市及较大市场的二线城市的高端医院纯销领域具有较大优势。但是在有些省份,如湖北、河南等,人口基数大、县级区域医疗市场大,随着国家新医改及市场化改革的推进,为九州通在县级医院及基层医疗机构的市场拓展创造了良好的机遇,"农村包围城市"的战略带来九州通医院纯销市场的快速增长。

Q12: 公司股权激励进展如何?

A: 目前已经报会, 预期会在年中实行。由于预计今年摊销费用不高, 对公司业绩造成的影响有限。

Q13: 公司预计今年财务费用如何?

A: 公司今年2月份进行了非公开增发,共发行1.89亿股,四家机构投



资者白药控股、齐鲁证券、华安基金、建信基金以现金方式认购,筹集资金近 21 亿元。此次公开发行成功后,募集资金扣除发行费用后,全部用于补充公司流动资金。将较大幅度改善公司的财务状况,预计公司2014年财务费用将因此会降低。

Q14: 公司在物流信息化建设方面处于行业领先水平,如何充分利用 这一优势?

A: 公司多年来一直致力医药物流行业的产业升级和技术创新,公司拥有 400 多人的物流研发和开发队伍,是目前国内行业中唯一具备独立整合物流规划、物流实施、系统集成能力的医药分销企业,并取得了 20 多项自主知识产权。公司开发的物流信息技术不仅能够满足公司自身运营、维护与升级的需要,还可以进行对外输出,创造效益。目前公司的物流技术开发中心已完成了由技术服务中心向技术服务与盈利中心的转变;同时,公司通过向客户输出技术与提供供应链整合方案,拉动了公司业务销售,并增强了公司与客户的业务粘连度。例如,公司成功为云南白药设计了自动分拣系统;公司的自动分拣系统和物流配送系统可实现药品从库房到配送终端的记录,成为药品物流大数据的一部分并提供给厂家,公司目前这一块的服务对于大的供应商是免费的,未来不排除服务收费的可能。同时,凭借专业的仓储系统,公司还可以为其他厂家提供产品的有偿仓储保管服务。

综合评级: 我们预测 2014-2016 年的营业收入分别为 397.5 亿, 471.4 亿元和 554.1 亿元,复合增长率达到 18%。2014-2016 年预计实现净利润 5.6 亿, 6.6 亿和 7.7 亿元,复合增长率超过 22%。我们预计 2014-2016 年 EPS 分别为 0.35 元、0.41 元和 0.48 元,以 2014 年 5 月 28 日收盘价 13.48 元来计算,对应市盈率为 38.3 倍、32.6 倍和 27.9 倍。考虑到公司医药分销核心业务的稳健发展和电商业务的高速增长,给予"推荐"评级。

风险提示:电子商务进展低于预期;基药配送不达预期。





77	٠ -	-		
282	*11	预	-2001	
		12	·~~~	

财务报表预测与财务	务指标	单位:	百万					更新日期:	14-05-28
利润表	2013A	2014E	2015E	2016E	资产负债表	2013A	2014E	2015E	2016E
营业收入	33438	39751	47136	55411	现金	3058	3975	4714	5541
营业成本	31208	37048	43884	51533	应收款项净额	7008	7677	9731	10727
营业税金及附加	49	59	70	82	存货	4934	5834	6921	8057
销售费用	789	938	1113	1308	其他流动资产	4	4	4	4
管理费用	557	662	786	923	流动资产总额	15005	17490	21369	24330
EBIT	958	964	1120	1349	固定资产	1783	2026	2380	2736
财务费用	361	444	555	690	无形资产	631	561	491	421
资产减值损失	19	19	19	19	长期股权投资	253	305	356	408
投资净收益	60	52	52	52	其他长期资产	766	940	1012	1094
营业利润	513	632	763	909	资产总额	18438	21322	25608	28989
营业外净收入	93	95	95	95	短期借款	4237	4197	5139	6377
利润总额	607	727	858	1003	应付款项	6347	6615	8631	9171
所得税	136	169	202	238	其他流动负债	863	863	863	863
净利润	471	558	656	765	流动负债	11447	11675	14633	16411
少数股东损益	-7	-8	-10	-11	长期借款	20	20	20	20
归属母公司净利润	478	566	666	777	应付债券	1610	1610	2284	3120
					其他长期负债	21	21	20	21
主要财务比率	2013A	2014E	2015E	2016E	负债总额	13098	13326	16957	19572
成长能力					少数股东权益	240	231	222	210
营业收入	13.3%	18.9%	18.6%	17.6%	股东权益	5339	7995	8651	9417
营业利润	17.9%	21.2%	20.3%	19.3%	负债和股东权益	18438	21322	25608	28989
净利润	14.1%	18.5%	17.6%	16.7%					
获利能力					现金流量表	2013A	2014E	2015E	2016E
毛利率(%)	6.7%	6.8%	6.9%	7.0%	税后利润	478	566	666	777
净利率(%)	1.4%	1.4%	1.4%	1.4%	加: 少数股东损益	-7	-8	-10	-11
ROE(%)	9.4%	7.3%	7.9%	8.4%	公允价值变动	-2	0	0	0
ROA(%)	5.2%	4.5%	4.4%	4.7%	折旧和摊销	158	368	442	513
偿债能力					营运资金的变动	-479	-1167	-966	-1351
流动比率	1.31	1.50	1.46	1.48	经营活动现金流	148	-241	132	-72
速动比率	0.88	1.00	0.99	0.99	短期投资	201	152	152	152
资产负债率%	71.0%	62.5%	66.2%	67.5%	长期股权投资	-81	-81	-81	-81
营运能力					固定资产投资	-614	-734	-817	-900
总资产周转率	1.81	1.86	1.84	1.91	投资活动现金流	-494	-663	-746	-829
应收账款周转天数	42.30	37.45	41.45	37.78	股权融资	0	2098	0	0
存货周转天数	57.71	57.47	57.56	57.07	负债净变化	1492	-40	1614	2075
毎股收益	0.30	0.35	0.41	0.48	支付股利、利息	-365	-238	-262	-346
每股净资产	3.17	4.82	5.24	5.72	其它融资现金流	7	0	0	0
					融资活动现金流	1134	1820	1352	1729
P/E	45.40	38.32	32.59	27.93	かりたりから立か	1154	1020	1334	1/2/

数据来源: 国联证券研究所



无锡

国联证券股份有限公司 研究所

江苏省无锡市滨湖区金融一街 8 号楼国联金融大厦 9F

电话: 0510-82833337 传真: 0510-82833217

上海

国联证券股份有限公司 研究所

上海市浦东新区源深路 1088 号葛洲坝大厦 22F

电话: 021-38991500 传真: 021-38571373

北京

国联证券股份有限公司 研究所

北京市海淀区首体南路9号主语国际4号楼12层

电话: 010-68790997 传真: 010-68790897

深圳

国联证券股份有限公司 研究所

广东省深圳市福华一路卓越大厦 16层

电话: 0755-82878221 传真: 0755-82878221

国联证券投资评级:

类别	级别	定义
股票投资评级	强烈推荐	股票价格在未来 6 个月内超越大盘 20%以上
	推荐	股票价格在未来 6 个月内超越大盘 10%以上
	谨慎推荐	股票价格在未来 6 个月内超越大盘 5%以上
	观望	股票价格在未来 6 个月内相对大盘变动幅度为 - 10% ~ 10%
	卖出	股票价格在未来6个月内相对大盘下跌10%以上
行业 投资评级	优异	行业指数在未来6个月内强于大盘
	中性	行业指数在未来 6 个月内与大盘持平
	落后	行业指数在未来 6 个月内弱于大盘

免责条款:

本报告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。 报告中的内容和意见仅供参考,并不构成对所述证券买卖的出价和询价。我公司及其雇员 对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会 持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易,还可能为这些公司提供或争取提 供投资银行业务服务。本报告版权归国联证券所有,未经书面许可任何机构和个人不得以 任何形式翻版、复制、刊登。