

2014年12月05日

闫永正  
C0061@capital.com.tw  
目标价(元)

20元

## 九州通(600998.SZ)

Buy 买入

处方药互联网销售开禁，迎接产业爆发式增长

### 公司基本资讯

产业别	医药生物
A 股价(2014/12/4)	17.07
上证综指(2014/12/4)	2899.46
股价 12 个月高/低	19.99/12.43
总发行股数(百万)	1643.07
A 股数(百万)	1420.52
A 市值(亿元)	280.47
主要股东	上海弘康实业投资有限公司 (26.36%)
每股净值(元)	4.60
股价/账面净值	3.71
股价涨跌(%)	一个月 4.7, 三个月 -2.4, 一年 32.9

### 近期评等

出刊日期	前日收盘	评等
2013-1-31	39.91	买入

### 产品组合

医药批发及相关业务	97.1%
医药零售	1.7%
医药工业	1.2%

### 机构投资者占流通 A 股比例

基金	7.3%
一般法人	75.3%

### 股价相对大盘走势



### 结论与建议:

伴随《互联网食品药品经营监督管理办法》实施的临近，处方药网售开禁已基本确定。新政策力度较大，亮点颇多，有望超出市场预期；其中“可以委托第三方配送”、“单体药店可以申请网上交易”、“部分处方药业可以网上交易”等内容，被行业协会人士评论为“思想开放、措施得当”。在处方药等网售政策出现实质性进展的情况下，医药电商将有能力复制电商在其他商品领域的增长曲线。数据显示，2013 年我国医药 B2C 规模仅为 40 亿元左右，规模尚不足我国医药流通市场的 1%。而在美国等成熟市场，药品网络销售额已占到整体药品零售规模的近 30%。医药电商的市场空间有望从目前的近 2000 亿非处方药，向近处方药万亿市场扩展，医药电商有望迎来跨越式发展契机。九州通作为行业内电商平台布局最为完善，具有全国性物流配送能力的，医药物流企业，我们认为公司有望借助政策东风成长为行业的 NO.1。

➤ **公司具有成为医药电商巨头的基因：**九州通一方面在互联网销售领域提前布局了 B2B、B2C、O2O 三大平台，在流量导入方面已经先期卡位；在物流方面九州通是业内仅有的 4 家有全国物流布局能力的企业之一；在成本控制方面公司依托强大的业务规模，对上游具有强大药品议价能力；作为一家上市民企出色的经营效率一直是公司赖以成功的根本。我们认为九州通最有可能成为本次药品网售大潮中最具成功潜力的竞争者。

➤ **积极转型成果初显：**受基药制度执行的影响公司原有第三方终端业务受到较大冲击，过去几年业绩增速出现一定程度的下滑。公司依托民营企业机制灵活的优势，通过在医院纯销、中药材/饮片、医疗器械等多个领域进行探索，基于上述业务的快速增长，公司 2014 年 1-3Q 实现净利润 2.96 亿元，同比增长 22.70%，折合 ESP 为 0.19 元，扣非后净利率 2.5 亿元，同比增长 26.2%，增速重回 20% 以上，预计未来新兴业务营收占比将会逐步提升，助力业绩稳步上扬。

➤ **股权激励范围广，提振经营活力：**公司推出股权激励政策，向公司主要管理层及核心人员授予限制性股票约 397 万股，有助于提高人员的稳定性，利于提振经营活力。

➤ **盈利预计：**预计 2014/2015/2016 年公司实现净利润 5.81 亿元 (YOY+21.6%) / 7.54 亿元 (YOY+29.76%) / 9.44 亿元 (YOY+25.11%)，EPS 分别为 0.35 元/0.46/0.57 元，对应 PE 分别为 49 倍/38/30 倍，我们认为随着处方药网售的开禁，医药电商发展空间将得到极大拓展，看好公司未来发展，随着业务的拓展目前的估值将会被快速消化，维持“买入”投资评级，目标价 20 元，(对应 16PE 为 35X)。

年度截止 12 月 31 日		2012	2013	2014E	2015E	2016E
纯利 (Net profit)	RMB 百万元	413	478	581	754	944
同比增减	%	10.31%	15.80%	21.60%	29.76%	25.11%
每股盈余 (EPS)	RMB 元	0.29	0.34	0.35	0.46	0.57
同比增减	%	11.54%	17.24%	4.04%	29.76%	25.11%
市盈率(P/E)	X	60	51	49	38	30
股利 (DPS)	RMB 元	0.00	0.10	0.11	0.14	0.17
股息率 (Yield)	%	0.00%	0.57%	0.61%	0.79%	0.99%

### 公司概况

九州通医药集团股份有限公司是一家以药品、医疗器械、生物制品、保健品等产品批发、零售连锁、药品生产与研发及有关增值服务为核心业务的大型企业集团，是中国医药商业领域具有全国性网络的少数几家企业之一。

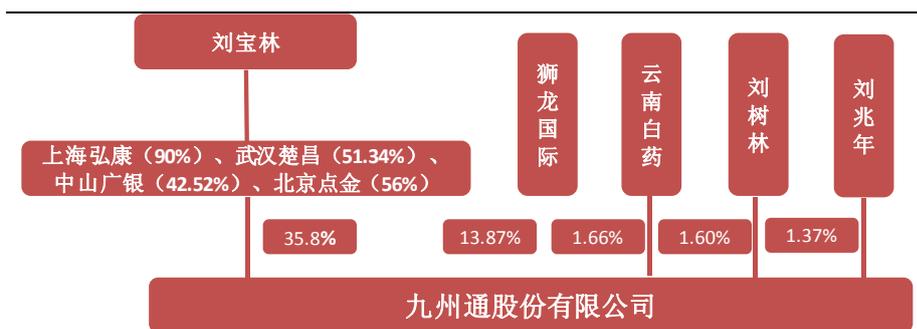
公司成立于1999年，总部位于湖北省武汉市，九州通具有领先于行业的现代物流技术和信息技术，并在行业内率先开创了电子商务及向上下游客户提供增值服务的业务。公司凭借高度集中的集团化管控体系和决策快捷、高效灵活的民营体制建立了核心竞争力。目前，九州通经营品种达14,000多种，上游供货商5600家，下游客户70000多家，取得了240多种药品的全国或区域总代理资格，保障了客户多样化的需求，满足“一站式”的采购体验。同时，公司已先后在湖北、北京等大部分区域中心城市和省会城市兴建了23家省级子公司（大型医药物流中心），32家地市级分子公司（地区配送中心）及近400多个终端配送点，建立了覆盖全国大部分县级行政区域的物流配送网络。

九州通重视医药电子商务的发展，将医药电商及互联网大健康服务作为公司未来重点发展的战略方向。早在2000年就成立了电子商务公司，并在同行当中率先获得《互联网药品交易服务资格证书》（B2B模式）和《互联网药品交易服务资格证书》（B2C模式），是全国少数同时具备B2B与B2C业务资格的企业之一，公司旗下拥有的“九州通医药电子商务交易平台”、“好药师网上药店”和“去买药网”三个电商平台。截至2014年6月30日，B2C线上业务快速增长，实现销售1.6亿元，较上年同期增长162.3%。

### 股权结构

公司于2010年11月2日在上海证券交易所成功挂牌上市。刘宝林先生通过上海弘康、武汉楚昌、中山广银、北京点金，间接持有公司35.8%的股份，是公司的实际控制人。另外云南白药作为公司战略投资人，持有公司1.66%的股份。公司股权结构清晰，治理结构完整，大股东战略意图明确，长期看好公司发展前景。

图：公司股权结构图



资料来源：公司网站、群益证券

### 主营业务：

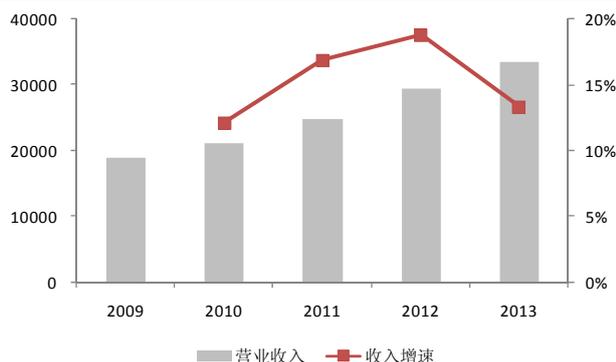
公司积极围绕“做强核心业务、做大战略业务、新兴业务做清晰”的战略经营思路，取得了丰硕的经营成果，其中：“核心业务”医药分销保持稳定增长；“战略业务”医药纯销、中药材与中药饮片、医疗器械与计生用品、零售连锁等销售占比快速提升，质量有较大幅度提高；“新兴业务”医药工业、第三方物流等保持持续良好的增长势头。

前两年受制于行业招标降价及自身规模上涨等因素，公司在销售收入增速小幅放缓的情况下，净利润增速也出现较大程度的波幅。面对经营困境公司依托深厚的市场经验及长远的战略眼光，积极调整公司业务结构，通过加强医院纯销业务、拓展中药材及中药饮片、积极布局互联网药品销售业务等措施，取

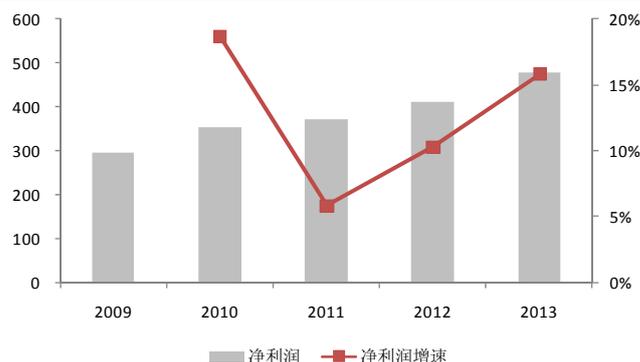
得了显著成效。

2014年公司业绩表现良好，14年H1公司分别实现营收199亿元、净利润2.1亿元，同比分别增长 23%和 17.6%。具体业务方面：核心业务医药分销增速较为稳定，实现实现销售收入174亿元，同比增长21.8%；战略业务增速较快，中药材及中药饮片业务实现收入6.1亿元，同比增长62%，医疗器械及计生用品实现收入12.1亿元，同比增长43%，医院纯销业务实现销售收入30.7亿元，同比大幅增长83%；新兴业务进展明显，医药工业实现销售收入2.5亿元，同比增长25.5%。

图：九州通历史营收表现（亿）



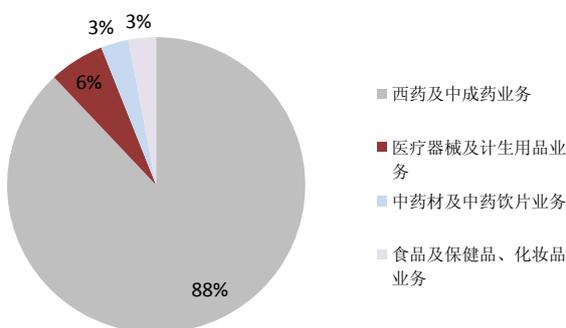
图：九州通历史净利润表现（亿）



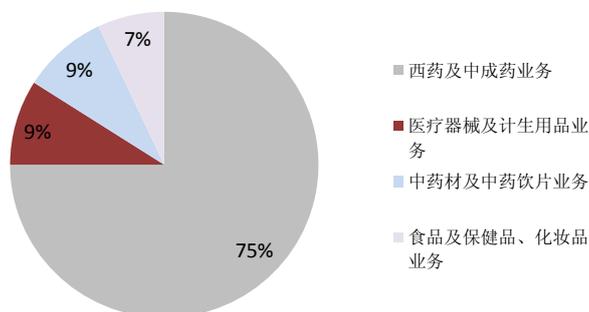
资料来源：公司公告、群益证券

资料来源：公司公告、群益证券

图：2013年主营收入结构（%）



图：2013年毛利润结构占比（%）



资料来源：公司公告、群益证券

资料来源：公司公告、群益证券

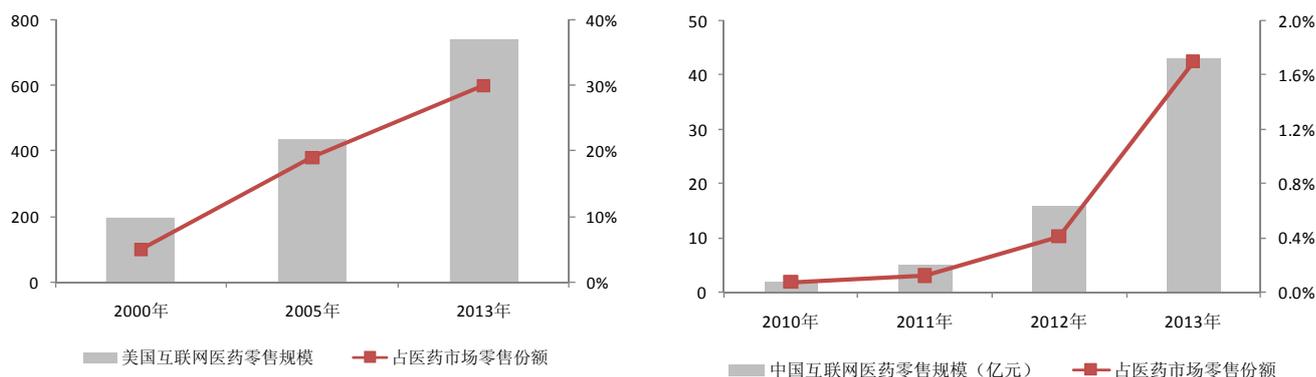
### 处方药网上开禁，九州通医药电商业务迎来重大机遇

### 国内外医药产品电商销售市场比较

数据显示 2013 年我国网上购物交易规模已达 1.85 万亿元，同比增长 42%，市场规模已经与美国相当，民众网上消费习惯已经形成，预计未来网络销售规模仍会保持高速发展。药品作为一种高度标准化及条码指示性商品，是最合适电子商务的行业之一，但是受制于种种政策壁垒，目前我国在药品互联网销售领域相比欧美发达国家尚处于起步阶段。中国电子商务研究中心监测数据显示，2013 年美国通过网络零售的药品高达 743 亿美元左右，占药品零售市场约 30%。欧洲药剂师协会下属的药店 90% 以上都开展网上药品预订服务，网络零售占比已达到 20%。相比之下，中国的医药电商仍然处于刚刚起步阶段，2013 年医药产品的线上零售额占比仅为 1.7%，预计今年接近 2.5%。

图：美国互联网零售规模及市场份额

图：中国药品互联网零售规模及市场份额



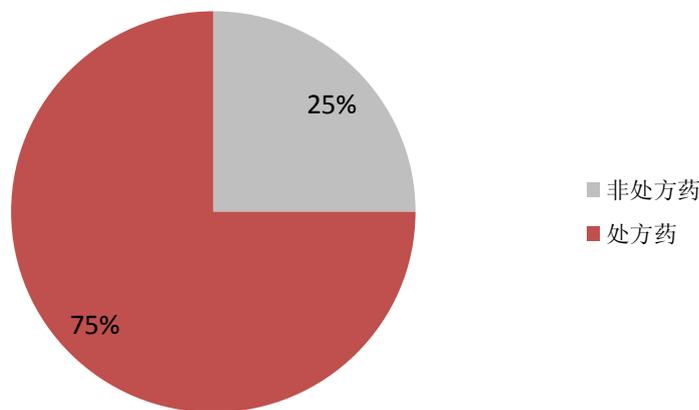
资料来源：中国电子商务研究中心、群益证券

资料来源：中国医药电商研究中心、群益证券

从上图我们可以明显看出，美国医药电商起步早，发展比较成熟，无论从销售体量还是市场占比，都处于领先水平。并且受益于美国市场医药分家，药品销售主要在药店进行，而处方药利润贡献率远大于 OTC 药物，因此网上处方药销售是美国医药电商一大优势，美国 B2C 市场销售额 75% 来自于处方药。

相比美国，我们认为造成我国药品互联网销售领域发展滞后的主要原因是限制行业发展的各种政策因素，其中最主要的政策限制即处方药禁止网上销售的规定，该政策直接导致了占我国医药市场80%以上市场份额的处方药领域对网售市场关上了大门。同时由于长久以来国内医药养医的畸形政策导致导致了我国药品销售总量的近8成由医院端占据，未来随着改革力度的不断深入，取消药品加成等措施的实施，未来医院处方有望像向外流动，有利于互联网药品销售企业处方药销售业务。

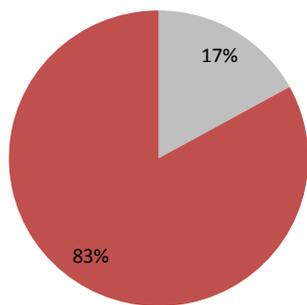
图：美国医药B2C药品市场销售额占比



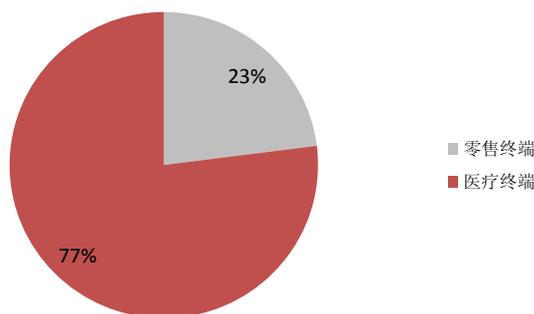
资料来源：中研网、群益证券

图：国内处方药及非处方药收入占比

图：国内终端医药产品收入格局



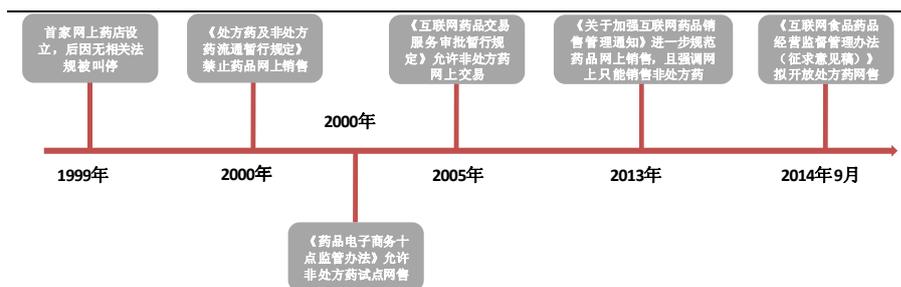
资料来源：米内网、群益证券



资料来源：《中国非处方药发展蓝皮书》、群益证券

我们欣喜的看到，目前在医保控费、破除以药养医等改革思路的引导下，药品监管部门力图通过，减少药品流通环节来降低民众用药负担及医保压力的路径已经明确，在此背景下2014年9月《互联网食品药品经营监督管理办法（征求意见稿）》孕育出台，该政策拟大幅度解开电商在处方药销售和物流配送方面的政策约束。

图：我国药品互联网销售制度变迁



资料来源：SFDA、群益证券

据消息称处方药互联网销售政策最快2015年1-2月份就出台，随着政策的开放，医药电商的市场空间有望从目前的近 2000亿非处方药，向处方药万亿市场扩展，医药电商有望迎来跨越式发展契机。同时针对，网上医保报销及电子处方使用等与药品网售息息相关的具体操作难点，相关部门也在积极制定配套政策，处方药网售已经成为大势所趋。考虑到目前国内药品网售市场渗透率较低以及处方药网售开禁等有利因素，我们认为未来我国医药电商市场将有巨大的发展空间。

### 国内医药电商竞争格局

我们认为国内电商目前尚处于起步阶段，但是随着第三方网上药品交易资格证牌照的颁布及网售处方药开禁等政策的实施，互联网药品销售领域迅速成为一个兵家必争之地，目前包括互联网巨头阿里巴巴、腾讯控股、京东商城，医药流通领域巨头国药控股、九州通等公司都在积极介入。

目前市场上主要的玩家有三大类：

- 一、 医药流通领域巨头，包括：九州通、国药控股等公司；
- 二、 医药零售连锁企业，包括：金象大药房、复美大药房等；
- 三、 互联网电商巨头，包括：阿里巴巴、腾讯控股、京东商城等。

我们认为未来行业胜出者必须具有以下优势：1、出色的流量导入能力；2、完善的物流配送能力；3、有效的成本控制能力；4、高效的经营能力。

上述市场参与者中认为，国药控股为代表的流通领域巨头，大部分是国资

控股公司，经营效率相对九州通这种民营企业相对较弱，而且此类企业之前营销重点主要为医院纯销，所以在零售端还需要相当积累；零售连锁企业主要的弱点在没有成熟的互联网平台导入流量，而且因为不具有规模优势，所以在产品进价成本方面相对于九州通这样的企业处于弱势地位；互联网巨头最大的优势就是具有现成的平台，可以快速导入流量，但是它们明显的弱点在于药品配送网络上面，由于药品不同于一般产品，在存储、运输等环节都有特殊的要求，构建一个完整的物流网络并非一日之功。

我们认为九州通一方面在互联网销售领域提前布局了B2B、B2C、O2O三大平台，在流量导入方面已经先期卡位；在物流方面九州通是业内仅有的4家有全国物流布局能力的企业之一；在成本控制方面公司依托强大的业务规模，对上游具有强大药品议价能力；作为一家上市民企出色的经营效率一直是公司赖以成功的根本。综上所述，我们认为九州通最有可能成为本次药品网售大潮中最具成功潜力的竞争者。

**九州通借助政策东风，发力医药电商业务**

**累积优势+配套业务拓展，最有条件成为医药电商时代NO.1**

依托边际成本较低助推业务规模快速扩张，是互联网经济的一大特色。我们认为医药电商作为垂直电商的一个细分领域，如果要在市场竞争中取胜，归根到底需要建立规模效应。引流能力及物流配送能力是其中的核心竞争力。

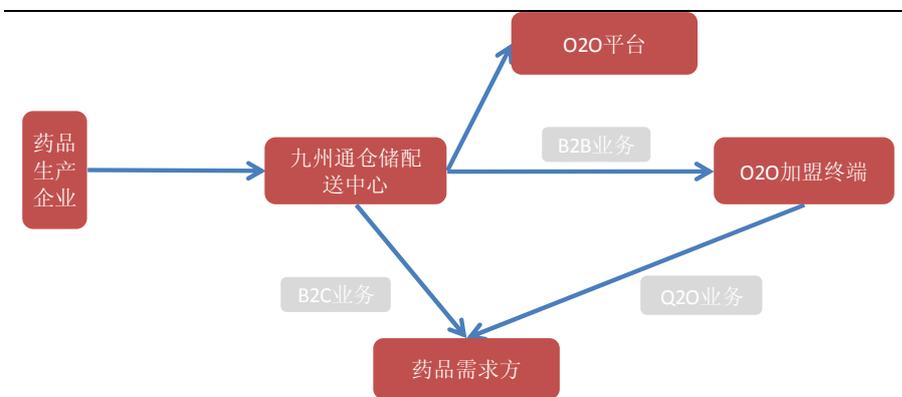
引流能力的关键在于以下2点：

**1、流量导入：**

在流量导入方面：九州通早于2009年开始布局电商业务，旗下拥有“九州通医药交易平台”、“好药师网上药店”和“去买药网”三个电商平台，业务覆盖B2B、B3C、O2O三大领域，三大业务协同互补，O2O平台可以为B2C平台及线下药房提供流量导入，B2B平台则可为线下药房提供补货服务。

公司拥有食药监部门核发的《互联网药品交易服务资格证》，具有药品线上销售资格。而且先后在天猫、京东、1号店、亚马逊等平台都开设有**好药师旗舰店**。公司还通过微信公众号、好药师官网、健康管理 APP等手段为用户提供衍生服务，如“好药师健康资讯”等方式给用户提供免费附加服务，来提高用户粘性。公司在网上支付方面，好药师服务号开通了微信支付，并推出了**微信商城**，目前好药师已在北京和上海200多家药店提供线下到线上的店内扫描二维码微信下单支付的服务。

图：九州通医药电商业务布局

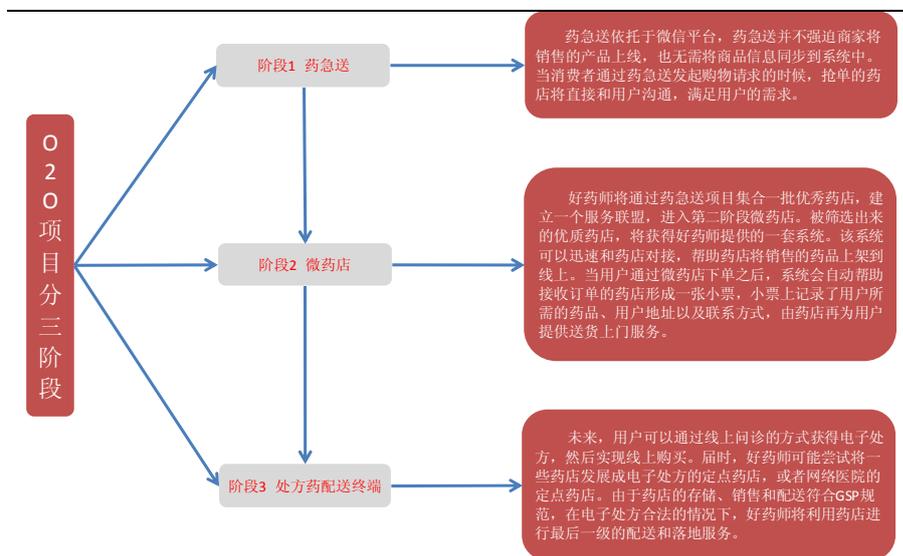


资料来源：PDB、群益证券

公司已与腾讯微信展开一系列深入合作，开发实现了微信到线下药店的O2O业务“药急送”服务功能，实现了用户通过微信下单,药品通过药店在短时间内快速送达的模式，成为微信上第一个开展医药类的O2O业务用户。上述试点一旦

成熟，将会向全国其他城市推广。公司的目标是打造6小时送药上门的O2O“药急送”业务平台。此项业务有助于为众多线下药店开通网上售药提供了平台，并可以以此将众多药店纳入九州通的物流体系，扩大九州通终端的覆盖范围，打通线上平台到顾客的“最后一公里”。

图：九州通OTO业务发展规划



资料来源：公司公告、群益证券

移动医疗方面，好药师参股"上海优伊网络科技有限公司"，占该公司10%的股权，并将"药急送"功能植入该公司已有的"U医 U药"APP智能健康平台，整合和贯通"U医U药" APP 移动端和"药急送微信号"信息服务平台，形成了移动服务终端和微信服务终端的两网合一，用户既可以通过安装"U医U药"APP 手机终端，也可以通过"药急送"微信公众号来实现网上购药的订单处理服务；此外，"U医U药"APP移动端还整合置入“U糖、U药箱、药急送、U糖之家”服务模块，开展“以糖尿病单项慢性病种为服务对象”的日常智能护理平台，“U糖”模块终端开发使用了“国内首台血糖无创检测智能健康平板穿戴设备护理平台”，通过护理平台可以将数据实时上传至手机 SIM 卡终端，被监测对象的数据可以上传至指定的手机终端，为糖尿病人群提供数字化智能护理服务。“U药箱”则以用药安全提示为糖尿病用户提供用药过程的用药指导，并最终在"药急送"进行下单配送。报告期内，完成了"好药师官网"新版上线，好药师现已发展会员约400万人。通过上述并购公司得以进入慢病管理领域，可以帮助公司锁定一批忠实的客户群。

图：“U医U药”APP

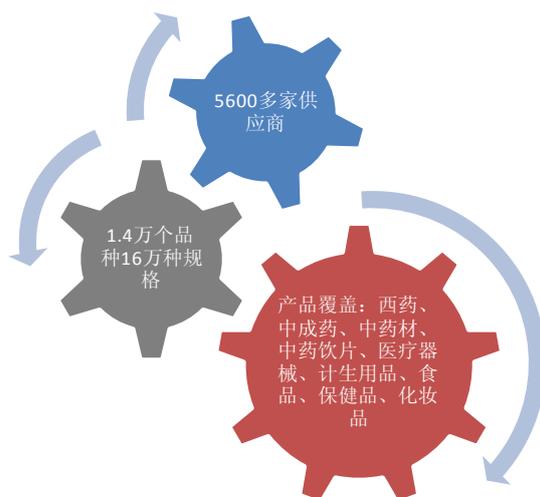


资料来源：公司网站、群益证券

## 2、产品优势

产品品类方面，目前九州通经营品种达14000多种，品规达16万多个，上游供货商5600家，下游客户7万多家，取得了国内240多种药品的全国或区域总经销或总代理资格，保障了客户多样化的需求，可以满足客户“一站式”的购物体验。价格营销方面，好药师在微信上陆续推出了限时限量、秒杀、分享赠送保健品等多种营销形式，目前，用户量和交易额正以每月超过 100%的速度高速增长。

图：九州通完整的销售品类



资料来源：公司网站、群益证券

### 物流配送能力是公司的传统强项：

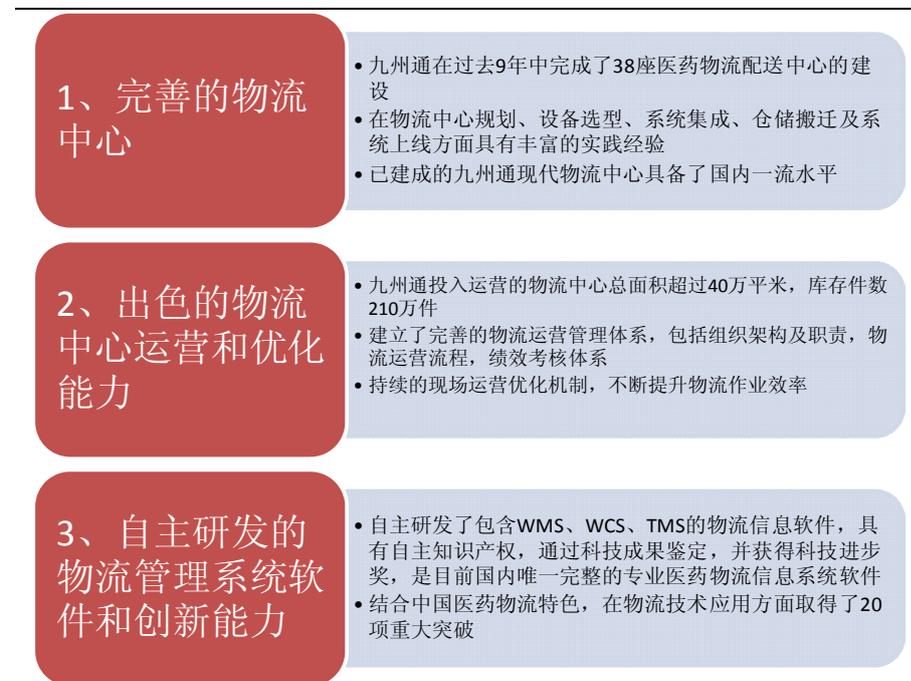
物流配送能力对于电商业务发展生死攸关，医药电商也不例外。首先，物流与供应链通过成本路径直接影响电商企业的盈利能力；其次，通过客户体验深入影响着医药电商的品牌和竞争力。据统计，目前医药电商的平均毛利率为

19.3%，费用率为 20.6%，平均利润率为-1.3%。目前物流成本已经成为即销货成本之外的第二大成本项，物流费用率在各大电商总经营费用的20%以上，物流费用率达10%以上，可以视为电商经营的最大变量，不夸张的说在未来的竞争中得物流者得天下。医药产品作为特殊商品，在运输、储存方面有更为严格的要求，因此，拥有满足GSP要求的物流体系对于希望成为医药电商的企业而言既是瓶颈，又是核心壁垒。

我们认为公司作为国内OTC药物配送领域的王者，“低费用率、高周转率”运营模式是公司成功的基础，另外在B2C物流体系方面有其先天优势。医药产品的仓储物流体系区别于普通商品，有严格的管理规范，按照GSP规范要求，对于运营管理、硬件配备、仓储运输等环节都有严格的执行的标准。对于众多想介入医药电商的企业而言，仓储物流体系是巨大的经营壁垒。九州通是仅有的具有全国范围内医药分销和物流配送的民营医药流通企业，具有强大的上游供应商资源和下游客户资源。截至目前，公司已在大部分区域中心城市和省会城市兴建了23家省级子公司（大型医药物流中心），32家地市级分子公司（地区配送中心）及近400多个终端配送点，建立了覆盖全国大部分县级行政区域的物流配送网络。未来可实现网上订单由各地供货点直接配送，不仅方便快捷，而且大大降低物流成本，运费极低

九州通在提升物流效率及掌握现代物流信息管理技术方面坚持投入，取得了丰硕的成果。公司是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，目前公司的物流运行效率在同行业中处于领先水平。九州通现代医药物流中心综合采用了自动分拣、自动输送分拣系统、货位精细管理及无线手持终端系统等先进设备，实现药品的自动传输、搬运、补货、出库、自动分拣等功能，大大减少了人工搬运量，提高了出库速度和准确率。未来公司将继续加强与电子商务相关的物流系统和配送体系建设，以便于提升药品配送效率。

图：九州通物流的核心竞争力

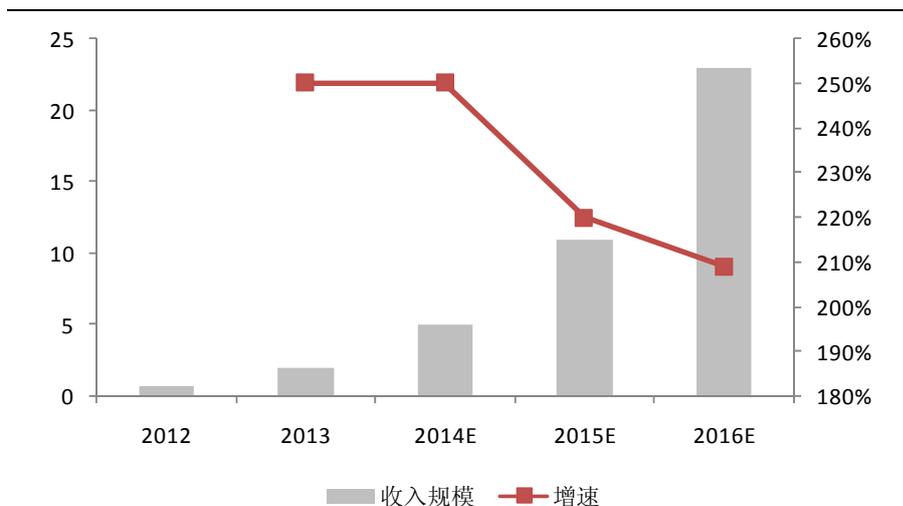


资料来源：公司内部资料、群益证券

2014年上半年公司B2C电子商务继续保持快速增长，实现销售1.6亿元，较上年同期增长162%。公司大力培植和发展电商业务，好药师线上业务团队达到300人，电商业务与技术团队建设上了一个新台阶；公司完成新增天津、沈阳和

杭州 3 个电商物流中心库的建设, 电商物流中心库由原来的 5 个城市增至 8 个城市, 扩大了电商物流运营配送范围以及区域优势品种上架销售; 另外, 好药师完成了新的 B2C 物流流程系统的开发, 从而大大提高了订单出库效率, 缩短了出库时间; 在技术开发与应用方面, 现已完成新 IDC 建设、新版官网上线、ERP 升级、五大中心(订单中心、商品中心、会员中心、运营中心、呼叫中心)建设; 在O2O 以及"药急送"业务方面, 好药师已在上海、北京、广州等地完成近 1500 家线下药店的系统对接工作, 并已试行药急送服务。随着处方药网售的开禁, 将为公司电子商务业务提供巨大的市场空间, 我们预计公司2014年B2C 电商业务将由去年的2亿元增长到5亿元, 今后几年公司将裹挟互联网经济及处方药网售的历史潮流, 打造中国医药电商NO.1。

图: 九州通B2C电商营收规模



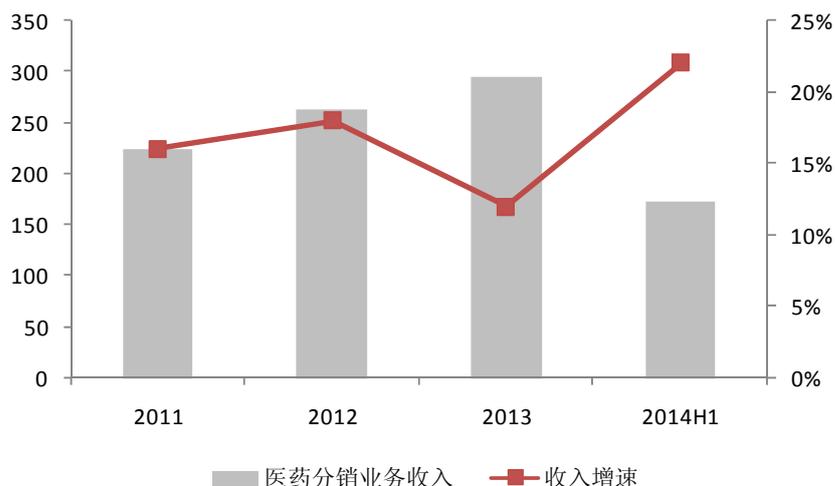
资料来源: 公司公告、群益证券

核心及战略业务稳步发展, 为公司业务转型提供有力支撑

### 核心业务医药分销保持快速增长

公司围绕"强推战略稳核心、狠抓管控重人才"的指导思想, 继续强化医药分销核心业务, 核心业务稳步增长, 经营质量明显提升。2014年上半年, 公司核心业务医药分销继续保持稳定增长, 实现销售收入174亿元、毛利10亿元, 同比YOY+22%和YOY+29%。医药分销业务的稳定增长将是公司所有战略业务及新兴业务崛起的坚实保障。

图: 九州通医药分销业务营收



资料来源：公司公告、群益证券

### 积极发力医院纯销，带动相关业务快速增长

近年来公司非常重视医院纯销业务拓展，公司成立了“基药与处方药事业部”积极推进公司在基药招标采购的配送商资格，搭建基药配送管理体系。目前，在已公布基本药物配送资格的 30个省中，获得了湖北、北京、上海等21个省的配送资格。由于我国特殊的药品销售结构，导致80%的药品通过医院终端销售，而且相对于分销业务，纯销业务具有毛利率较高，一旦打入客户想对较为稳定等特征，相对于目前的销售规模公司在医院纯销方面还有非常大的潜力可以挖掘。

公司大力拓展中高端医院业务，实行资源倾斜，取得快速增长，新签约 31家项目医院，二级及以上医院客户达2073家。二级及以上中高端医院实现销售收入31亿元，YOY+83%；公司二级以下基层医疗机构客户超过 2.4万家，二级以下医疗机构实现销售20亿元，YOY+20%。

图：九州通医药纯销业务营收



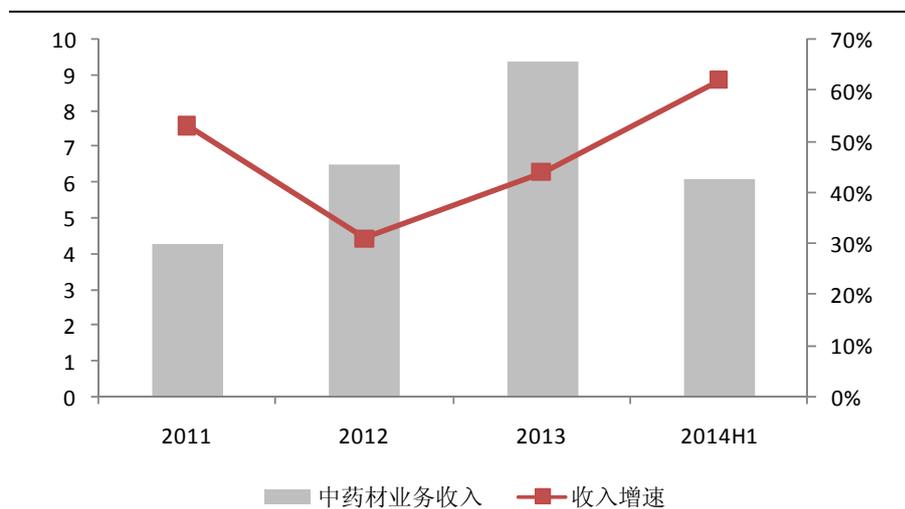
资料来源：公司公告、群益证券

### 中药材业务快速成长为新的业务亮点

公司大力拓展中药材及中药饮片业务，公司目前拥有自己的药用品牌“金贵”，公司 GAP 认证基地达到10个，已获得GMP认证的生产企业有 6 家；探

索专业种植、储存、贸易一体化的中药材基地企业建设模式，打造特色品牌，构建基地、品种、生产、营销、电商网络，扩大公司中药材与中药饮片业务规模。2014上半年中药材与中药饮片业务继续保持快速增长，实现销售收入6亿元、毛利额8830万元，同比YOY+62%和YOY+38%；毛利率为 14%，毛利率远传统的医药分销业务。

图：九州通中药材销售业务营收

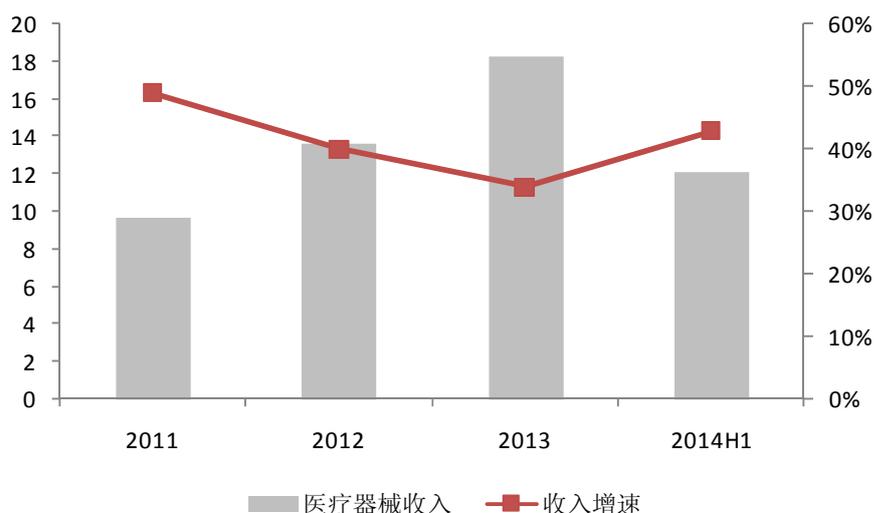


资料来源：公司公告、群益证券

### 医疗器械销售业务持续快速增长

九州通医疗器械业务依托集团医药平台的优势，在各分子公司建立医疗器械部，全面负责九州通医药集团医疗器械业务管理。截止目前，全集团拥有专业的医疗器械运营人员 700 余人，下游客户 3 万多家，经营产品涵盖医疗耗材、家庭保健、计生用品、医疗设备四大类产品。目前已与强生医疗、西门子、奥斯巴林、BD、拜耳、欧姆龙、江苏鱼跃、深圳迈瑞、深圳稳健、默沙东中国、北京紫竹、青岛杜蕾斯等国内外多个知名医疗器械供应商建立了良好的合作关系。

医疗器械业务发展迅速，年均业务复合增长率达到 50%、九州通医疗器械已成为国内最具实力和影响力的医疗器械服务商之一。公司大力拓展医药器械在医疗机构的销售，同时增加了销售品种和覆盖区域，报告期该业务继续保持快速增长。2014 上半年，公司医疗器械与计生用品业务保持快速增长，实现销售收入 12 亿元，毛利额 1.4 亿元，YOY+43% 和 YOY+50%。



**收入预测假设:**

我们预测2014-2016年公司营业收入分别为409亿、501、620亿，增速分别为22.58%、22.63%、23.6%。2014-2016年预计实现净利润 5.81 亿、7.54 亿、9.44亿，增速分别为21.6%、29.76%、25.11%。

1、医药批发及相关业务：医药批发业务作为公司核心业务，一直保持较为稳健的增速，随着医药纯销业务的快速发展，未来在收入及毛利端都有较好表现，预计2014-2016年的营业收入增速分别为 22%、21%、23%。毛利率保持稳步提升的趋势，2014-2016年毛利率分别为 6.1%、6.1%、6.1%。

2、医药零售：随着医药电商业务的蓬勃发展，以及处方药网售的开禁，预计公司医药零售业务将步入快速成长期，2014-2016年的营业收入增速分别为30%、35%、36%，随着规模效应的提升，毛利率呈小幅上升趋势，2014-2016分别为20.5%、21%、21%。

3、医药工业：公司在化药领域主要采取外延扩张的战略，子公司京丰制药收购了博山制药98%股权，通过收购公司进一步完善了产业链的布局，在中药领域积极自建GAP种植基地及GMP生产线，拓展内生性动力。预2014-2016年的营业收入增速分别为55%、45%、40%，2014-2016毛利率分别为 20.5%、20.5%、21%。

表：收入与毛利拆分预测（亿）

单位 (百万元)	2011	2012	2013	2014E	2015E	2016E
<b>医药批发及相关业务</b>						
收入	24226	28575	32319	39429	48103	59167
YOY		17.95%	13.10%	22.00%	21.00%	23.00%
成本	22872	26911	30346	37024	45169	55558
毛利率 (%)	5.59%	5.82%	6.10%	6.10%	6.10%	6.10%
<b>医药零售</b>						
收入	244	466	586	762	1028	1399
YOY		91.01%	25.75%	30.00%	35.00%	36.00%
成本	197	368	467	606	812	1105
毛利率 (%)	19.21%	21.08%	20.38%	20.50%	21.00%	21.00%
<b>医药工业</b>						
收入	328	362	442	685	994	1391
YOY		10.31%	22.15%	55.00%	45.00%	40.00%
成本	255	296	351	545	790	1099
毛利率 (%)	22.40%	18.31%	20.63%	20.50%	20.50%	21.00%
<b>总计</b>						
收入	24798	29403	33347	40876	50125	61956
YOY		18.57%	13.41%	22.58%	22.63%	23.60%
成本	23323	27575	31163	38174	46771	57761
毛利率 (%)	5.95%	6.22%	6.55%	6.61%	6.69%	6.77%

资料来源: 公司公告、群益证券

### 盈利预测

预计 2014/2015/2016 年公司实现净利润 5.81 亿元 (YOY+21.6%) / 7.54 亿元 (YOY+29.76%) / 9.44 亿元 (YOY+25.11%), EPS 分别为 0.35 元/0.46/0.57 元, 对应 PE 分别为 49 倍/38/30 倍, 我们认为随着处方药网售的开禁, 医药电商发展空间将得到极大拓展, 看好公司未来发展, 随着业务的拓展目前的估值将会被快速消化, 维持“买入”投资评级, 目标价 20 元, (对应 16PE 为 35X)。

### 风险提示

- (1) 电商业务推广未达预期;
- (2) 处方药网售政策开放时间不确定性。

预期报酬(Expected Return; ER)为准, 说明如下:

强力买入 Strong Buy ( $ER \geq 30\%$ ); 买入 Buy ( $30\% > ER \geq 10\%$ )

中性 Neutral ( $10\% > ER > -10\%$ )

卖出 Sell ( $-30\% < ER \leq -10\%$ ); 强力卖出 Strong Sell ( $ER \leq -30\%$ )

附一: 合并损益表

人民币百万元	2011	2012	2013	2014E	2015E	2016E
营业收入	24,839	29,508	33,438	40,988	50,262	62,126
经营成本	23,335	27,617	31,208	38,279	46,899	57,920
营业税金及附加	1,504	1,891	2,230	2,709	3,363	4,206
销售费用	546	679	789	955	1,166	1,441
管理费用	388	465	557	697	854	1,056
财务费用	174	286	361	410	503	621
投资收益	350	493	513	647	851	1,098
营业利润	146	67	99	120	150	150
利润总额	490	552	607	757	983	1,230
所得税	114	140	136	170	221	277
少数股东损益	1	0	-7	6	8	10
归属于母公司股东权益	374	413	478	581	754	944

附二: 合并资产负债表

人民币百万元	2011	2012	2013	2014E	2015E	2016E
货币资金	2,148	2,400	3,202	4,044	4,604	5,305
应收账款	3,817	4,137	4,934	6,148	7,539	9,319
存货净额	1,753	2,816	3,875	4,919	6,031	7,455
流动资产合计	9,767	11,894	15,148	16,906	20,336	22,726
固定资产	83	221	253	270	290	290
在建工程	1,205	1,451	1,783	1,900	2,100	2,100
非流动资产合计	379	589	631	680	720	720
资产总计	11,839	14,804	18,596	20,656	24,496	26,886
流动负债合计	7,150	8,280	11,573	14,120	16,581	18,834
非流动负债合计	385	1,688	1,683	784	1,402	585
负债合计	7,535	9,968	13,257	14,904	17,983	19,419
少数股东权益	193	249	240	58	65	75
股东权益合计	4,304	4,836	5,339	5,752	6,514	7,467
负债和股东权益总计	11,839	14,804	18,596	20,656	24,496	26,886

附三: 合并现金流量表

(人民币百万元)	2011	2012	2013	2014E	2015E	2016E
经营活动所得现金净额	-344	-369	138	369	647	788
投资活动所用现金净额	-501	-708	-494	-487	-537	-537
融资活动所得现金净额	1,603	1,263	1,134	960	450	450
现金及现金等价物净增额	758	186	778	842	560	701

此份报告由群益证券(香港)有限公司编写, 群益证券(香港)有限公司的投资和由群益证券(香港)有限公司提供的投资服务, 不是个人客户而设。此份报告不能复制或再分发或印刷报告之全部或部份内容以作任何用途。群益证券(香港)有限公司相信用以编写此份报告之资料可靠, 但此报告之资料没有被独立核实审计。群益证券(香港)有限公司, 及其分公司, 不对此报告之准确性及完整性作任何保证, 或代表或作出任何书面保证, 而且不会对此报告之准确性及完整性负任何责任或义务。群益证券(香港)有限公司, 及其分公司及其联营公司或许在阁下收到此份报告前使用或根据此份报告之资料或研究推荐作出任何行动。群益证券(香港)有限公司及其任何之一位董事或其代表或雇员不会对使用此份报告后招致之任何损失负任何责任。此份报告内容之资料或意见可能会或会在没有事前通知前变更。群益证券(香港)有限公司及其任何之一位董事或其代表或雇员或会对此份报告内描述之证i @持意见或立场, 或会买入, 沽出或提供销售或出价此份报告内描述之证券。群益证券(香港)有限公司及其分公司及其联营公司可能以其户口, 或代他人之户口买卖此份报告内描述之证i @。此份报告, 不是用作推销或促使客人交易此报告内所提及之证券。