

九州通 (600998) 深度报告: 稳健成长的全国性医药流通企业, 积极探索处方外流

推荐 首次

核心观点:

1、本报告特色及核心逻辑: 1) 市场普遍认为医药行业增速下降, 九州通作为传统的医药流通企业, 很难在这样的行业背景下维持高速发展。我们研究后发现九州通的营业收入、净利润和毛利率均呈现逐年上升趋势, 公司发展势头良好。2) 我们认为随着药品加成的取消, 门诊药房处方外流已经成为发展趋势。九州通在处方外流方面有先发优势, 在上市公司中较早开始和公立医院合作开展门诊药房药品远程销售配送业务。3) 我们认为在处方外流初期, 医院、医生仍然是最强势的一环, 因此具备分销+零售能力的公司将最先受益。在流通公司中, 九州通先前医院业务较为薄弱, 借助医院处方外流的东风切入处方药的远程配送, 有可能对公司业绩产生较大的正向弹性。我们看好九州通在处方外流政策下的发展潜力。

2、核心业务医药分销发展稳健、高毛利业务医院纯销、中药材及中药饮片、医疗器械保持高速发展: 公司医药分销 2011-2014 年复合增长率为 18%, 超过行业的总体增长速度。公司医院纯销业务 2011 年-2014 年复合增长率 49%, 目前发展远没有达到瓶颈, 随着医药分离和分级医疗改革的进行, 预测在未来将保持快速增长; 公司积极布局中药材全产业链和中药材电商平台, 2011-2014 年收入复合增长率为 41%; 公司积极开拓医疗器械设备和高值耗材的经销, 医疗器械及计生用品业务 2011-2014 年复合增长率为 32%。

3、积极探索处方外流, 电商板块盈利能力逐渐增强: 公司一直在创新业务上领先, 16 年初好药师大药房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, 并在互联网上结算相关费用, 积极探索处方外流。下一步, 公司将 C 端业务进行整合, 协同发力医药电商。2016 年公司将不断提升运营质量, 以实现扭亏为盈为目标, 积极在全国进行布局, 实现线上线下联动, 建设“一小时”配送体系, 打造全国性的分销+零售龙头。

4、公司投资建议: 我们预计公司 15-17 年净利润为 7.0 亿、9.3 亿、12.2 亿, 对应 EPS 为 0.43、0.56、0.74 元, 对应 PE 为 40 倍、31 倍和 23 倍。给予“推荐”评级。

主要财务指标

指标	2014A	2015E	2016E	2017E
营业收入 (百万元)	41068.40	50748.90	64211.13	83351.54
营业收入增长率	22.8%	23.6%	26.5%	29.8%
净利润 (百万元)	560.71	704.88	926.81	1215.63
净利润增长率	20.7%	25.7%	31.5%	31.2%
EPS (元)	0.34	0.43	0.56	0.74
ROE (归属母公司)	7.2%	8.4%	10.0%	11.7%
P/E	51	40	31	23
P/B	4	3	3	3

分析师

☎: 李平祝

✉: lipingzhu@chinastock.com.cn

执业证书编号: S0130515040001

全铭

☎: (8610) 66568837

✉: quanming@chinastock.com.cn

特别感谢实习生徐顺利对本报告编写做出的贡献

市场数据

时间 2016.04.07

A 股收盘价(元)	16.94
A 股一年内最高价(元)	35.20
A 股一年内最低价(元)	14.00
上证指数	3008.42
市净率	3.01
总股本 (亿股)	16.47
实际流通 A 股 (亿股)	14.30
流通 A 股市值(亿元)	242

相关研究

投资概要：

驱动因素：

1、国内最大的民营医药商业企业：九州通是布局全国的医药流通企业之一，目前在 10 大医药流通企业排第四，同时也是其中唯一的民营企业。公司自创立起始终以医药分销（商业分销+终端配送）为核心，以医院纯销、医疗器械、中药材及中药饮片等为突破点。

2、公司核心业务医药分销发展稳健：医药分销及相关业务 2014 年销售收入为 396.6 亿元，其 2011-2014 年复合增长率为 18%，超过行业的总体增长速度。医药分销作为公司的基础版块，是九州通其他业务发展的支撑平台，为其他业务发展提供客户资源平台、物流平台、分销渠道平台、资金平台和品牌功能，是公司营业收入和利润的主要来源。公司具有领先于国内同行的现代物流信息技术、较为完善的全国性三级医药配送体系和营销网络，和丰富的上下游市场资源将持续地为发展注入动力。

3、高毛利业务医院纯销、中药材及中药饮片、医疗器械保持高速发展：公司医院纯销业务 2011 年-2014 年复合增长率 49%，随着医药分离和分级医疗改革的进行，预测在未来将保持快速增长；公司积极布局中药材全产业链和中药材电商平台，中药材发展潜力巨大，2011-2014 年收入复合增长率为 41%；公司积极开拓医疗器械设备和高值耗材的经销，进军万亿医疗器械市场，医疗器械及计生用品业务 2011-2014 年复合增长率为 32%。

4、积极探索处方外流，电商板块盈利能力逐渐增强：公司一直在创新业务上领先，16 年初好药师大药房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，并在互联网上结算相关费用，积极探索处方外流。下一步，公司将对 C 端业务进行整合，协同发力医药电商。2016 年公司将不断提升运营质量，以实现扭亏为赢为目标，积极在全国进行布局，实现线上线下联动，建设“一小时”配送体系，打造全国性的分销+零售龙头。

我们与市场不同的观点：

市场普遍认为医药行业增速下降，已进入低速发展区间。九州通作为传统的医药流通企业，很难在这样的行业背景下维持高速发展。

我们在研究后发现，九州通的营业收入、净利润和毛利率均呈现逐年上升趋势。我们认为，由于公司客户主要是二级以下医院、诊所和药店等，符合医改提出的分级诊疗、强化基层医疗服务能力的发展趋势，因此分销业务复合增速达到 18%，远高于医药行业增速。另外，由于近几年公司大力发展医院纯销和医疗器械、中药材及中药饮片等高毛利业务，高毛利业务均维持 40% 以上的增速，公司发展势头良好。

另外，我们认为随着药品加成的取消，药品从医院的收益部门变成成本部门，处方外流已经成为发展趋势。九州通在处方外流方面有先发优势，在上市公司中较早开始和公立医院合作开展门诊药房部分药品远程销售配送业务。我们认为，九州通能率先拿下公立医院，主要是由于其具备出色的分销能力、分拣能力、和与互联网公司的对接能力及运营药店的能力。

我们认为在处方外流初期，医院、医生仍然是最强势的一环，因此具备分销+零售能力的公司将最先受益。在流通公司中，九州通先前医院业务较为薄弱，借助医院处方外流的东风切入处方药的远程配送，有可能对公司业绩产生较大的正向弹性。我们看好九州通在处方外流政策下的发展潜力。

估值与投资建议：

公司作为全国最大的民营医药流通企业，其全国性布局高效的仓储物流运营能力和丰富的上下游资源，为公司未来保持快速发展奠定了较好基础和提供了强大保障；其战略业务医院纯销、中药材及中药饮片及医疗器械等在未来将继续保持高速增长的态势，其较高毛利率的特点将助推公司业绩的快速释放；同时公司积极布局医药电商，静待处方药放开的政策风口。我们预计公司 15-17 年净利润为 7.0 亿、9.3 亿、12.2 亿，对应 EPS 为 0.43、0.56、0.74 元，对应 PE 为 40 倍、31 倍和 23 倍。给予“推荐”评级。

股价表现的催化剂：分级医疗全国推进加速；医保支付的改革；处方药的放开

主要风险因素：公司扩张带来的财务风险；医改进程缓慢；

目 录

一、公司概况：国内最大的民营医药商业企业	1
(一) 稳健成长的民营医药流通企业	1
(二) 盈利能力逐年提升，可转债发行助力公司发展	3
二、核心业务医药分销发展稳健	4
(一) 国内医药销售进入中速区，医药流通市场集中度提升.....	4
1、国内医药销售将进入中速发展阶段.....	4
2、国内医药流通行业集中度逐年提升.....	4
(二) 医改推动医药流通转型升级.....	5
1、医药流通行业正在形成“一超多强局面”.....	5
2、医改推动医药流通转型升级.....	5
(三) 公司核心业务医药分销稳定持续增长.....	6
1、医药分销业务保持稳健增长，复合增速 18%	6
(四) 核心业务的独特模式--“九州通模式”.....	6
1、九州通模式产业链分析.....	6
2、九州通模式与传统模式相比更市场化.....	7
(五) 医药分销的核心竞争力：先进的物流信息系统、完善的三级物流网络和丰富的上下游资源	7
1、先进的物流信息系统.....	7
2、完善的三级物流体系	8
3、丰富的上下游客户资源	9
三、公司高毛利业务医院纯销、中药材及中药饮片、医疗器械保持高速发展	9
(一) 医院纯销高速增长，复合增速 49%.....	9
1、二级以上公立医院药品支出超过 6000 亿.....	9
2、九州通医药纯销业务上升空间大：纯销业务占医药分销业务比远小于行业平均水平.....	10
3、公司在 22 个省份拥有基药配送资格，将提速纯销业务.....	10
4、二级以上医院纯销业务重点发力.....	11
5、随着分级医疗改革的进行，二级以下基层医疗机构纯销将提速.....	11
(二) 中药材及中药饮片高速增长，复合增速 41%.....	12
1、政策大力支持中医药产业发展	12
2、中药材产业行业集中度低	12
3、中药饮片产能和产量放量	13
4、公司加快全产业链布局和中药材互联网进程.....	13
5、2011-2014 年中药材及中药饮片业务年复合增长率 41%.....	14
(三) 医疗器械高速增长，复合增速 32%.....	14
1、万亿医疗器械市场“蛋糕”	14
2、与上游医疗器械供应商保持良好的关系.....	15
3、2011-2014 年医疗器械复合增速 32%	15
四、医药电商“互联网+”生态圈：运营质量不断提升，盈利能力逐渐加强	15
(一) 健康 998 电商集团整合电商资源，快速铺设电商物流中心.....	16
1、健康 998 电商集团整合线上线下业务.....	16
2、电商物流中心铺设快速.....	16
(二) B2B、B2C 和 O2O 布局完善.....	17
1、B2B 端电商--九州通医药网.....	17
2、B2C 平台--好药师.....	17
3、O2O 平台--好药师 APP	18
(三) 医药电商发展趋势--处方药放开.....	19
1、医药电商或迎来发展机遇：网售处方药试点打开、电子处方放开、线上个人医保账户开放试点.....	19
2、处方药或将放开，医药电商进入新阶段.....	19
3、处方药放开，医药电商市场将有 1500 亿以上的市场增量.....	20

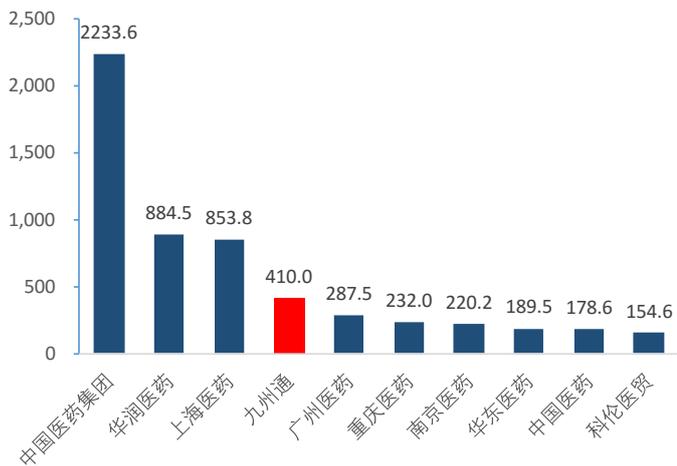
五、处方外流是大势所趋，九州通竞争力超强	20
(一) 处方药外流趋势分析：各地试点，大势所趋	20
1、阿里健康：在河北率先尝试电子处方流转业务平台	20
2、上海医药：长宁区试点“定点药店处方外配”模式	21
3、国药集团：全国首家互联网医院在乌镇开业	21
4、九州通：和武汉市中心医院合作试水网络医院	21
5、英特集团：浙一互联网医院，打造首个三甲公立医院线上社区	22
6、新华制药：京东、淄博政府和新华制药联合推动医疗处方流转信息平台	22
(二) 九州通医药电商竞争力分析	23
1、与实体医疗机构的对接能力强，能够有效转化处方	23
2、专业的药事服务能力，保证能够提供用药指导、用药安全服务，能够远程审方	23
3、建立互联网医疗和医疗大数据创新中心，为处方药放开储备技术资源	23
4、专业快捷安全有效的物流配送体系，考验 GSP 的仓储能力	23
5、对会员的健康管理能力，解决慢病用药，长期用药，健康数据的采集，电子档案的管理，院后随访等问题	23
六、员工激励计划提供业绩支撑，彰显公司信心	24
(一) 员工激励计划提供业绩支撑	24
(二) 大股东增持彰显对公司信心	24
(三) 可转债发行助力公司长期发展	25
七、公司估值及投资建议	25
(一) 公司估值	25
(二) 投资建议	26
八、风险提示	26
九、附录	27

一、公司概况：国内最大的民营医药商业企业

(一) 稳健成长的民营医药流通企业

九州通创立于1999年3月9日，并于2010年11月2日在上海交易所上市。九州通是国内最大的民营医药流通企业，目前在10大医药流通企业排第四。

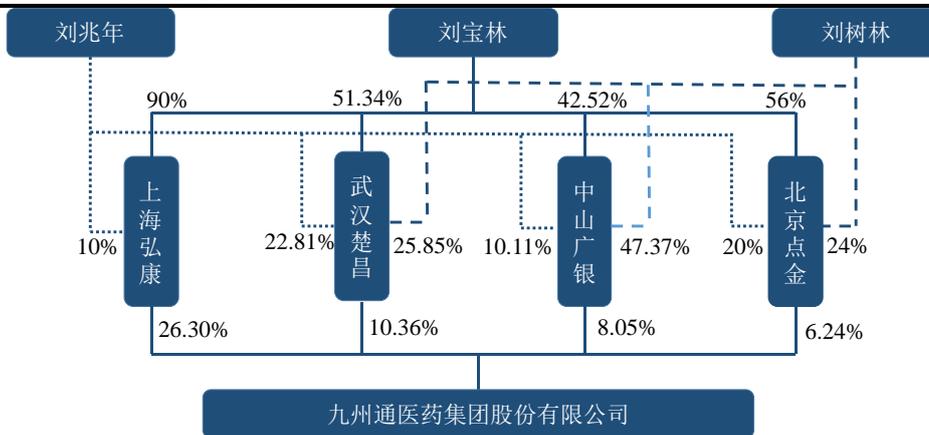
图 1：中国十大医药流通企业（2014 年主营业务收入，亿元）



资料来源：中国银河证券研究部

目前公司第一大股东是上海弘康，控股 26.30%。公司实际控制人刘宝林通过控股上海弘康、武汉楚昌和北京点金，参股中山广银，间接持股比例达 50.95%。（注：刘宝林、刘兆年和刘树林系兄弟关系）。

图 2：九州通产权实际控制图



资料来源：公司三季报、IPO 招股说明书、中国银河证券研究部

公司自创立起始终以医药分销（商业分销+终端配送）为核心业务，以医院纯销、医疗器械、中药材及中药饮片、基药业务、零售连锁、医药工业和电子商务等 10 个业务为战略业务，以医疗投资、增值服务、国际贸易和第三方物流等为新兴业务。

图 3：九州通业务布局情况



资料来源：中国银河证券研究部

2007年至2014年，九州通的营业收入一直保持稳健增长，复合增长率为17.80%，其归属于母公司所有者的净利润的同比增长率从2011年稳步提升。据2015年度业绩预告，2015年度实现营业收入将增长20%-30%；归属于上市公司股东的净利润将增长20%-30%；主要缘于其公司核心业务医药分销稳健持续增长，战略业务医院纯销、医疗器械、中药材及中药饮片等高速增长。

图 4：九州通历年收入情况



资料来源：年报及公告、中国银河证券研究部

图 5：九州通历年归属于母公司所有者的净利润情况



资料来源：年报及公告、中国银河证券研究部

公司按业务类型可分为医药分销及相关业务、医药零售和医药工业，其中96.74%的收入都来自于医药分销及相关业务；按产品类型可分为西药及中成药、中药材及中药饮片、医疗器械及计生产品、食品、保健品、化妆品等，其中88.56%的收入来自于中成药和西药。

图 6：九州通分产品主营业务收入占比

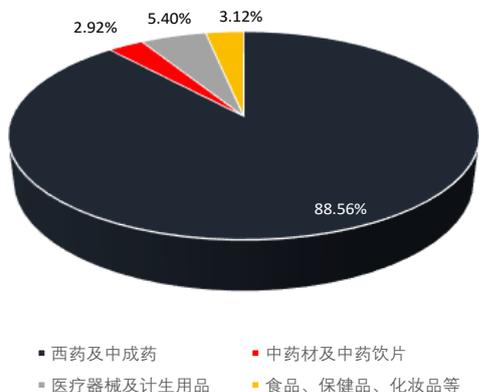
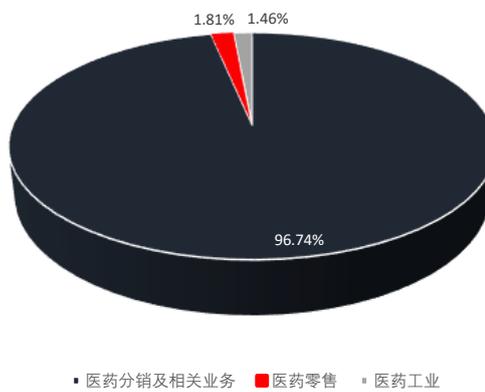


图 7：九州通分行业主营业务收入占比



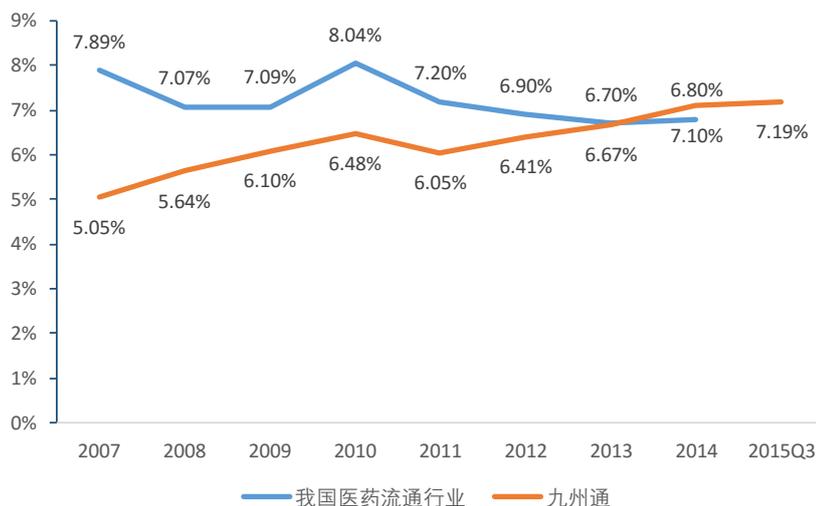
资料来源：2014 年报、中国银河证券研究部

资料来源：2014 年报、中国银河证券研究部

(二) 盈利能力逐年提升，可转债发行助力公司发展

由于公司发展初期的客户主要是二级以下医院、诊所和药店等，利薄量小频次高，公司毛利率一直处于行业水平下方（公司净利率水平与行业相当）。近几年，公司大力发展医院纯销和医疗器械、中药材及中药饮片等高毛利业务，公司毛利率呈上升趋势，2014 年首次超过行业平均水平。

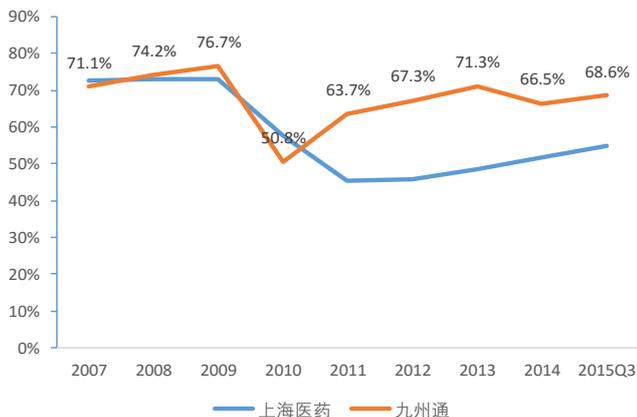
图 8：2014 年九州通毛利率超过全国水平



资料来源：中国医药商业统计年报、中国银河证券研究部

2015 年三季度时资产负债率为 68.6%，相对于上海医药资产负债率略高，是由于公司资产负债率较低的工业资产占比低，且正在进行物流网络等基础工程的建设。综合看近几年资产负债情况基本保持平稳。

图 9：九州通历年资产负债率



资料来源：Wind、中国银河证券研究部

图 10：九州通历年利息保障倍数



资料来源：Wind、中国银河证券研究部

2016 年九州通已经发行总金额为 15 亿人民币的可转债，为期 6 年，主要用于物流中心建设、信息系统升级、电商平台建设和均大制药的一期项目。目前来说募投项目都有一定程度的投入（已投入 12 亿资金）。

表 1：可转债募投项目

募投项目名称	计划投资额(万元)	已投入资金比例
湖南九州通现代医药物流中心一期建设项目	9,900.00	0.0%
九州通信息化系统升级改造项目	14,484.93	100.0%

西藏三通现代医药产业园项目(一期)	7,000.00	66.0%
贵州九州通达医药有限公司现代医药物流中心建设项目(一期)	12,000.00	22.2%
陕西九州通医药健康产品电子商务创业园建设项目(一期)	15,000.00	18.6%
九州通苏南现代医药总部基地工程项目(一期)	10,000.00	65.9%
北京均大制药有限公司生产基地建设项目(一期)	31,000.00	82.6%
九州通中药材电子商务综合服务平台项目	18,150.00	100.0%
医院营销网络建设项目	28,000.00	100.0%
北京九州通医药有限公司现代医药物流服务中心项目	25,874.20	62.7%
总投入	171,409.13	69.5%

资料来源：公告，银河证券研究部

二、核心业务医药分销发展稳健

(一) 国内医药销售进入中速区，医药流通市场集中度提升

1、国内医药销售将进入中速发展阶段

全球医药市场几年来保持 5% 附近的增速。国内医药流通市场从 2011 年增速开始放缓，但 2014 年增速依然保持在 15% 以上。2015 年上半年全国七大类药品销售总额 8410 亿人民币，比上年同期增长 12.4%，据预计 2016 年行业市场需求仍将呈现稳中趋缓的态势，药品流通行业将进入中速发展阶段。

图 11：2006-2015 年全球药品市场销售变化 (亿美元)



资料来源：IMS Health、中国银河证券研究部

图 12：全国七大类医药商品销售总额 (亿元)



资料来源：商务部、中国银河证券研究部

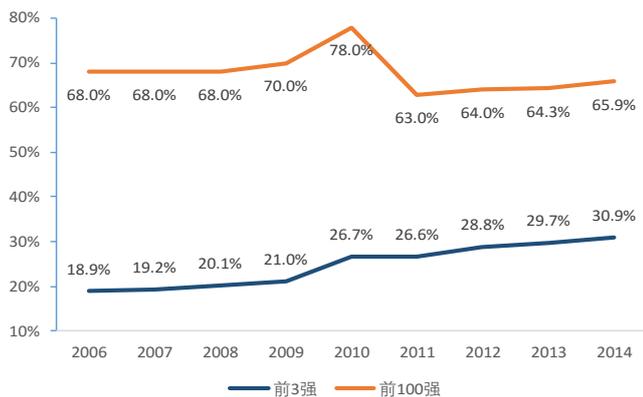
2、国内医药流通行业集中度逐年提升

根据《2014 年药品流通行业运行统计分析报告》，其中的数据显示，排名前十的企业的主营收入占总市场规模的 37.6%，前一百名企业占比 65.9%，比上一年行业集中度有所提升。

同时报告显示：2014 年，药品流通行业发展主要呈现出以下特点：行业由高速增长转向中高速增长，大型药品分销企业增速高于行业平均水平，药品零售行业销售增速明显回落，医药电子商务企业数量激增，创新服务模式成为行业发展的新引擎。

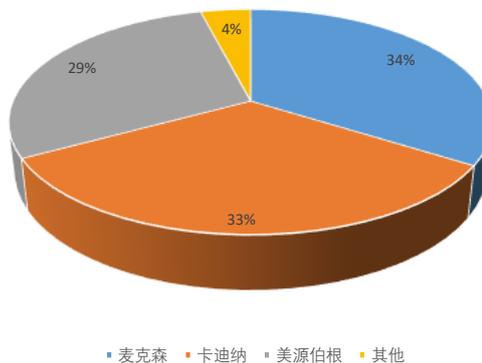
从发达国家的经验来看，医药流通公司走向集中也是大势所趋。美国前三家分销公司市场占比达到 96%。

图 13: 国内医药流通行业集中度逐年提升



资料来源: 商务部、中国银河证券研究部

图 14: 美国医药分销公司市场占比情况



资料来源: 中国银河证券研究部

注: 商务部对 2011 年、2012 年相关数据及比重进行了修正, 调整为可比同口径, 而 2010 年及以前未做调整, 仅作参考。

(二) 医改推动医药流通转型升级

1、医药流通行业正在形成“一超多强局面”

“十二五”期间, 医药流通行业从无序竞争、区域割据逐渐走向集约整合、规范经营和突破传统经营方式的改革之路, 目前已形成 3 家全国性的医药流通企业 (国药集团、华润医药和九州通) 和 20 多家区域性流通龙头企业, 2014 年行业百强集中度达到 65.9%。

2、医改推动医药流通转型升级

随着“新医改”深入, 公立医院改革试点、药品零差率、分级医疗和进一步推动医药分离, 市场机制将在医疗服务价格与医药价格形成机制上发挥越来越大的作用, 基层医疗资源将得到强化。2016 年作为“十三五”开门之年, 医药流通企业将集中优势资源, 完善网络布局, 构建适用于医疗保健及服务便利化的业务组合, 借助“互联网+”和新一代信息技术实现产业的跨越升级。

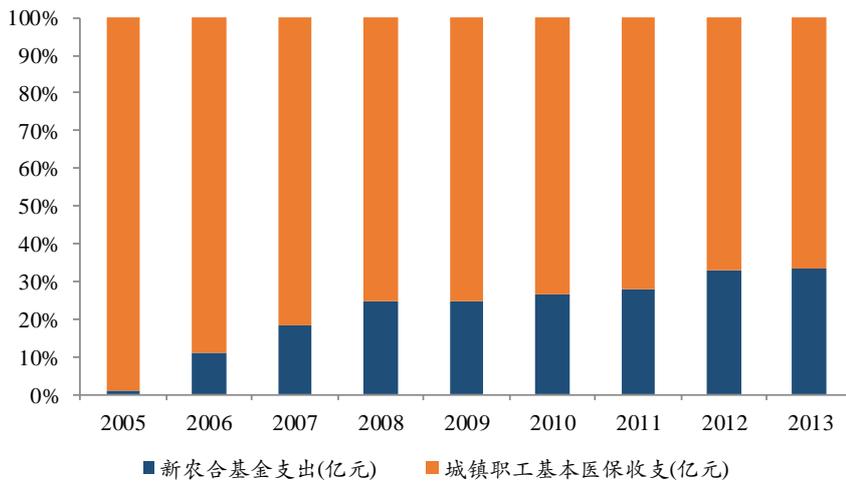
表 2: 医药流通行业政策法规

时间	政策	内容
2011 年 5 月	全国药品流通行业“十二五”规划	出现全国性和区域性龙头企业, 提高市场集中度, 推进零售连锁化
2014 年 9 月	《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》	加快清理和废止阻碍药品流通行业公平竞争的政策规定, 构建全国统一市场; 鼓励零售药店发展和连锁经营;
2015 年 10 月	国务院《关于第一批取消 62 项中央指定地方行政审批事项的决定》	取消基本医疗保险定点零售药店和医疗机构资格审查
2015 年 6 月	《关于完善公立医院药品集中采购工作的指导意见》	基药、非基药、低价药等分类采购与实施, 使公司面临新的更多参与各地药品配送的机会。
2015 年 6 月	《关于落实完善公立医院药品集中采购工作指导意见的通知》	
2015 年 7 月	《关于全面实施城乡居民大病保险的意见》	全面实施大病大病保险, 预计未来覆盖人口将超 10 亿, 医药企业将会面临新的市场空间
2015 年 12 月	《国务院关于深化医药卫生体制改革工作进展情况的报告》	医疗、医保、医药“三医”联动推进改革机制有待进一步完善
2016 年 2 月	国务院常务会议部署推动医药产业创新升级	建设遍及城乡的现代医药流通网络, 逐步理顺药品耗材价格。搭建全国药品信息公共服务平台, 公开价格、质量等信息, 接受群众监督
2016 年 3 月	《2016 年政府工作报告》	药品价格市场化改革, 扩大医保规模和覆盖率, 尤其是大病医保, 改革医疗支付方式和扩大分级医疗试点; 推进医药流通改革

资料来源: 国务院官网, 银河证券研究部

分级诊疗的实施使医疗资源下沉。新农合医保基金快速提升, 在医保总占比稳健提升, 也说明了国家在增强基层和边远地区的药品供应保障能力。

图 15: 医保资金下沉



资料来源: 中国医药商业统计年报、中国银河证券研究部

(三) 公司核心业务医药分销稳定持续增长

1、医药分销业务保持稳健增长，复合增速 18%

医药分销及相关业务 2014 年销售收入为 396.6 亿，其 2011-2014 年复合增长率为 17.8%，超过行业的总体增长速度。

图 16: 九州通医药分销及其相关业务的收入及增长情况



资料来源: Wind 中国银河证券研究部

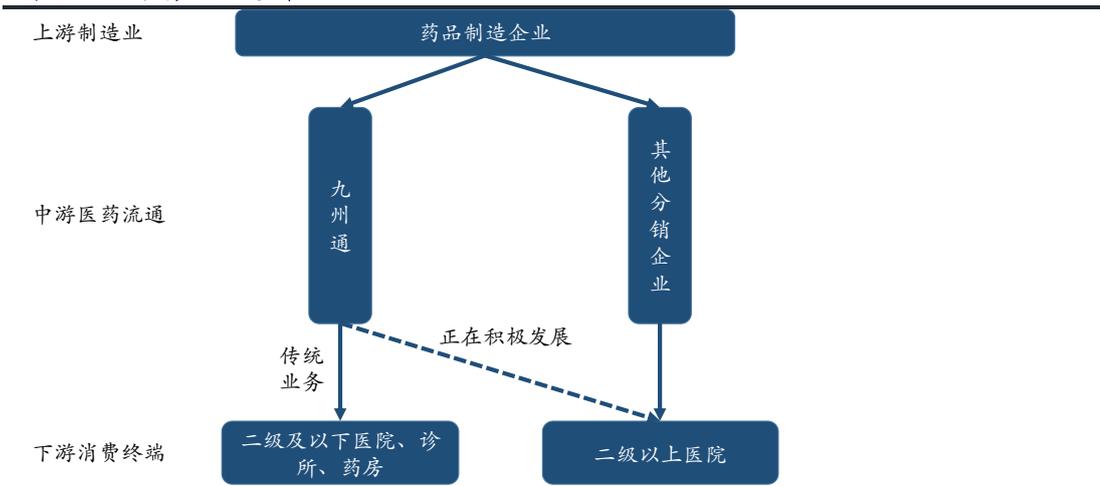
(四) 核心业务的独特模式---“九州通模式”

1、九州通模式产业链分析

医药流通行业是连接上游医药生产企业和下游零售终端，有承上启下作用。医药流通企业从上游医药生产企业采购药品，然后再分销给下游的医药分销企业、医院、药店等，通过交易差价及提供增值服务获取利润。

九州通产业链上游主要为国内外知名的药企，下游主要是二级及以下医院、诊所、零售药店等，目前正积极拓展二级以上医院业务。

图 17：九州通产业链分析



资料来源：中国银河证券研究部

2、九州通模式与传统模式相比更市场化

目前国内医药流通行业根据下游客户的不同，主要分为以下两种类型：

九州通模式 & 传统经营模式

“九州通模式”是以市场分销为主的经营模式，该模式指医药商业流通企业以下游分销商、药店、民营医院、诊所等市场化客户为主要销售对象，提供药品销售及配送服务。

表 3：九州通模式与通常模式对比

经营模式比较	九州通模式	传统经营模式
目标市场	目前市场以基层医疗机构（二级以下医院、社区诊所等）、药店及下游分销商为主。	市场以中高端医疗机构（二级以上医院）为主。
经营品种	经营品种以日常用药（普药）为主，非处方药（OTC 产品）占较大比例。	经营品种以处方药为主，处方药占较大比重。
价格形成机制	在不超过国家最高限价下，市场竞争充分，价格由市场供求关系决定。“物美价廉”的市场规则发挥作用。	在不超过国家最高限价下，通过固定的 15% 加价制度，对于同一品种，市场需求者偏好价高品种。“物美价廉”的市场规则失效。
资金周转速度	资金周转速度较快，公司的平均回款周期一般为 1-2 周左右。	资金周转速度较慢，因中高端医院在药品购销市场中地位较为强势，一般为 3-6 个月以上。
客户服务体系	客户具有分散、少批量、多批次、个性化的不同需求，因此需要公司提供差异化、精细化、高频率的物流配送服务。	由于主要客户为中高端医院，客户较为集中，需求量大，配送服务的差异化较小。

资料来源：年报、银河证券研究部

（五）医药分销的核心竞争力：先进的物流信息系统、完善的三级物流网络和丰富的上下游资源

1、先进的物流信息系统

● 主流物流管理信息系统对比

目前行业内的信息技术主要是指物流信息技术，目前单一物流中心的信息系统主要分为以下三类。其中最先进的 LMIS（物流管理信息系统）包括 ERP 系统、WMS（仓库管理系统）、WCS（设备控制系统）、TMS（运输管理系统），保证了物流作业的高效化，最大限度降低劳动强度和作业差错。

图 18: 市场上物流管理信息系统对比

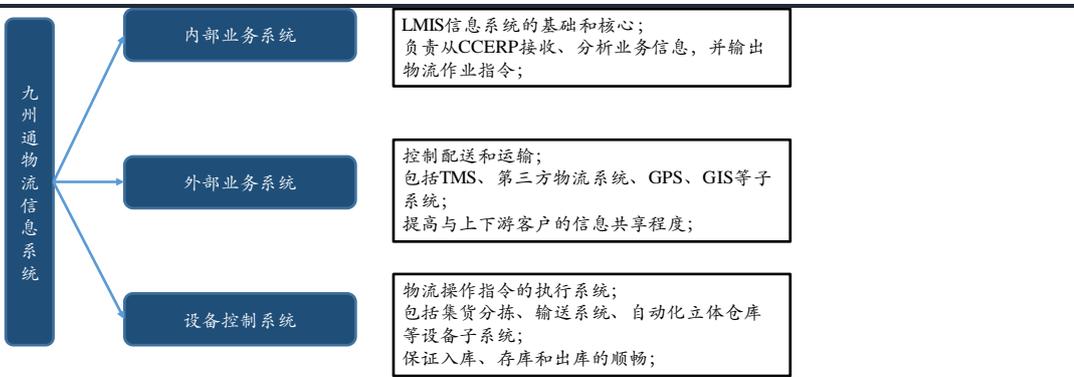
	ERP	ERP+WMS	ERP+WMS+WCS+TMS
过程	简单粗放; 不能全程控制; 主要人工操作;	实现物流作业的精细化; 物流管理水平提高; 准确率得到保障;	保证物流作业的高效;
结果	效率低; 差错率大; 成本高;	作业效率提升有限; 应对峰值能力不足; 劳动强度高;	最大限度降低劳动强度和差错率;

资料来源: 中国银河证券研究部

● 拥有自主研发物流信息系统

公司从 2004 年开始自主研发物流系统, 目前拥有行业领先的现代物流信息技术。同时公司向第三方提供物流规划与集成的整体解决方案, 例如九州通为上游客户云南白药开发的医药物流信息系统, 并为其提供西南地区大型的医药物流中心的规划集成方案。

图 19: 九州通物流信息系统的组成



资料来源: 中国银河证券研究部

2、完善的三级物流体系

目前拥有 23 个省级大型医药物流仓储与配送中心、39 个地市级中小型医药仓储与配送中心和近 400 个终端配送点。同时正在建设湖南长沙、贵州贵阳、陕西西安和西藏拉萨 4 个省级物流中心, 以及江苏无锡、山东菏泽、湖北蕪春和四川仪陇 4 个地市级物流中心。建成后公司将在全国 27 个省份拥有物流中心, 对公司医药分销的全国性覆盖将起到支撑作用。

图 20: 九州通三级物流体系



资料来源: 中国银河证券研究部

3、丰富的上下游客户资源

九州通具有丰富的经营品种资源和上下游客户资源，并且与上、下游的众多客户建立了良好而稳定的业务关系，在 OTC 产品的营销方面具有其他同类企业无可比拟的优势。

● 上下游资源丰富

目前，公司经营品种品规达 25 万多个，上游供货商 7000 多家，下游客户约 8 万家，众多的上下游客户资源构成了公司全国性的营销网络，为公司未来业务的发展和拓展奠定了良好基础；公司丰富的经营品种能够满足客户多样化的需求，同时满足公司下游客户的“一站式”采购需求，既节约了客户采购成本，也提高了客户的采购效率，为建立稳定的业务关系创造了良好条件。

● OTC 经销龙头

由于公司的主要下游客户是药店、基层医疗机构、分销商等，因此，公司销售的产品相当比例是 OTC 产品。公司是国内众多知名 OTC 产品的第一大经销商，如：葡萄糖酸钙口服溶液（有糖）、阿胶、健胃消食片、感冒灵颗粒、安神补脑液、健胃消食片（儿）、京都念慈菴蜜炼川贝枇杷膏、苜蓿赖氨酸滴眼液（莎普爱思）、丁桂儿脐贴（宝宝一贴灵）、复方酮康唑发用洗剂等。

图 21：九州通上游部分重要 OTC 供货商



资料来源：中国银河证券研究部

表 4：九州通目前经营产品品种

类别	种类数	主要产品
西药、中成药	77710	复方丹参滴丸、吲达帕胺片（寿比山）、葡萄糖酸钙口服溶液、氯沙坦钾片（科素亚）、孟鲁司特钠咀嚼片（顺尔宁）等
中药材、中药饮片	76131	红花、淫羊藿、阿胶、冬虫夏草等
医疗器械、计生用品	85946	电子血压计、X 射线计算机体层摄影设备、血糖试纸、对羟基苯丙氨酸（酪氨酸）尿液检测试剂等
食品、保健品、化妆品等	16882	新盖中盖高钙片、三精牌葡萄糖酸锌口服液、碧生源减肥茶、哈药六牌钙加锌口服液等
合计：256,669 个品规		

资料来源：可转债上市公告书、银河证券研究部

三、公司高毛利业务医院纯销、中药材及中药饮片、医疗器械保持高速发展

（一）医院纯销高速增长，复合增速 49%

1、二级以上公立医院药品支出超过 6000 亿

医院纯销是药品销售的主要流通方式，尤其是对二级以上医院，据卫生部统计年鉴，二级以上公立医院药品支出达 6060 亿，占整个医药流通销售额的 40%。

图 22：二级以上公立医院药品支出

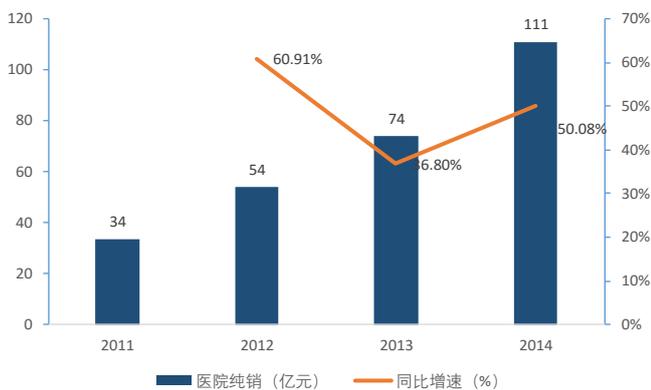


资料来源：中国银河证券研究部

2、九州通医药纯销业务上升空间大：纯销业务占医药分销业务比远小于行业平均水平

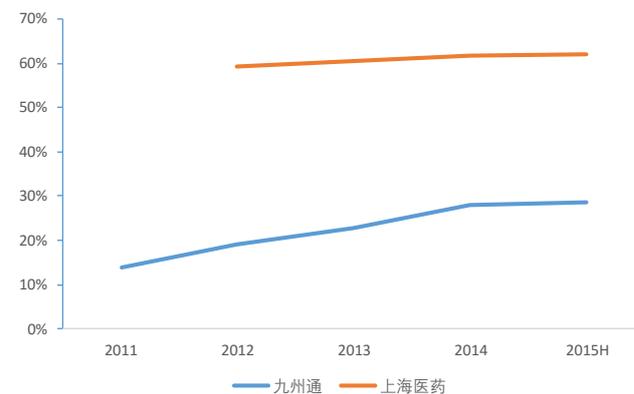
九州通 2015 年上半年医药纯销业务（包括二级以上医院和二级以下基层医疗机构）占整个医药分销的 24.4%，相比上海医药的医院纯销业务占比达到 60% 以上，有很大的增长空间。同时由于公司大力拓展上下游医院纯销客户资源，2011 年到 2014 年的复合增长率达到 48.9%，公司有希望保持高速增长的态势。

图 23：九州通医药纯销业务发展快速



资料来源：商务部、中国银河证券研究部

图 24：医药纯销业务占分销业务比重

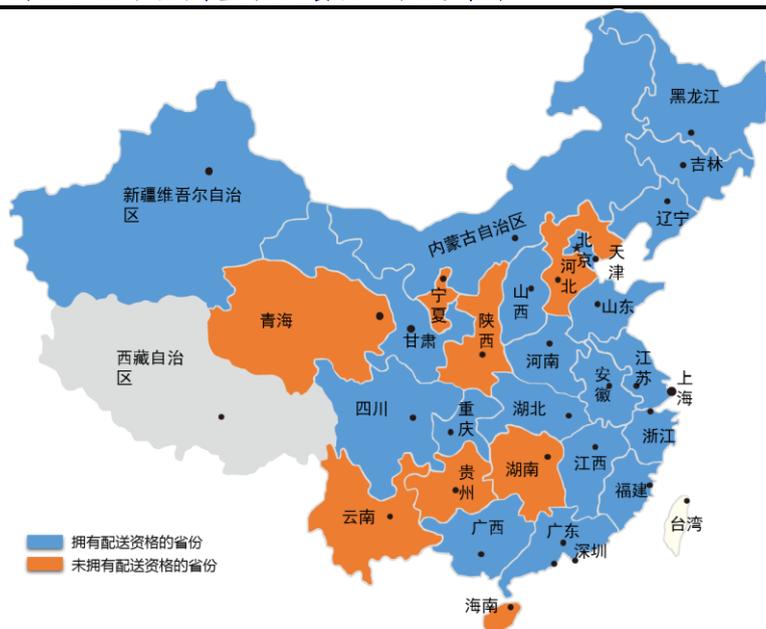


资料来源：Wind、中国银河证券研究部

3、公司在 22 个省份拥有基药配送资格，将提速纯销业务

在已公布基本药物配送资格的 30 个省（市、区）中（除西藏外），公司共获得了 22 个省市的配送资格，并且在 2015 年上半年新取得浙江 18 个区县配送资格以及安徽 17 家医院联合体及蚌埠市的配送资格。

图 25：九州通拥有基药配送资格的省份分布图

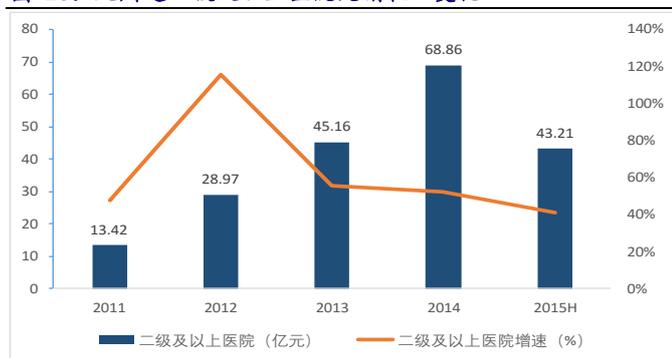


资料来源：公告、中国银河证券研究部

4、二级以上医院纯销业务重点发力

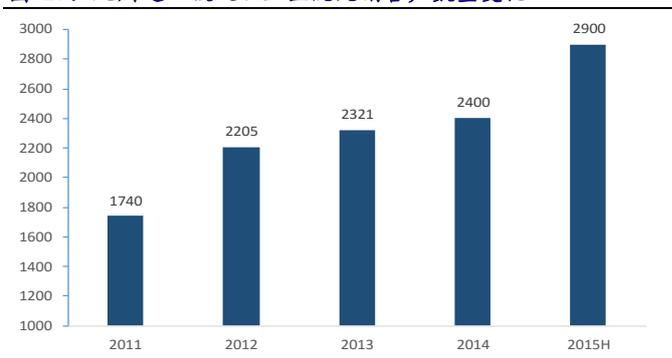
2015 年上半年二级及以上中高端医院客户 2900 余家，实现含税销售 43.21 亿元，较去年同期的 30.68 亿元增加 12.53 亿元，增长 40.85%。

图 26：九州通二级及以上医院纯销收入变化



资料来源：年报、中国银河证券研究部

图 27：九州通二级及以上医院纯销客户数量变化

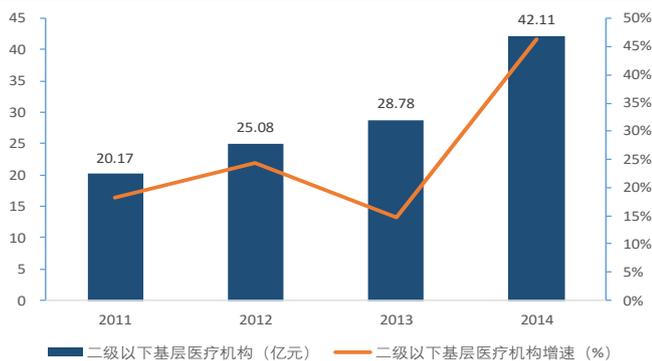


资料来源：年报、中国银河证券研究部

5、随着分级医疗改革的进行，二级以下基层医疗机构纯销将提速

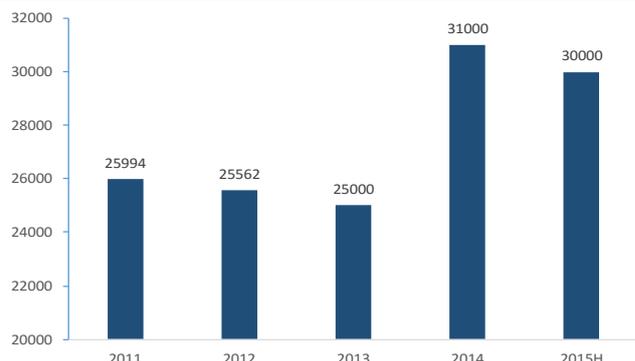
二级以下基层医疗机构客户约 3 万家，2014 年实现含税销售 42.11 亿元，较去年同期增长 46.32%。随着分级医疗改革的进行，医疗资源的下沉，将加速二级以下基层医疗机构纯销的业绩增长。

图 28：九州通二级以下基层医疗机构销售情况



资料来源：年报、中国银河证券研究部

图 29：九州通二级以下基层医疗机构的客户数量



资料来源：年报、中国银河证券研究部

（二）中药材及中药饮片高速增长，复合增速 41%。

1、政策大力支持中医药产业发展

2016年3月5日，李克强总理做的《2016年政府工作报告》明确提出了发展中医药、发展民族医药事业。在过去的一年中，中医药相关政策频频出台，希望中医药能健康可持续发展，成为国民经济支柱之一。

表 5：国家中药产业政策

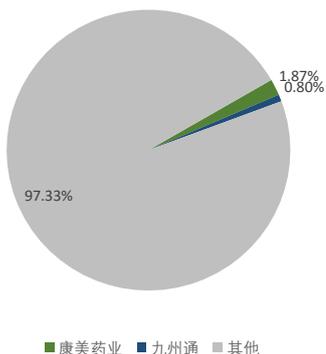
时间	名称	内容
2015/4/27	国务院办公厅印发《中药材保护和发 展规划（2015—2020 年）》	我国第一个关于中药材保护和发展的国家级专项规划，对中药材产业和中医药事业的健康可持续发展，深化医药卫生体制改革、保障人民用药安全等，具有十分重要的意义。
2015/12/30	《国家标准化体系建设发展规划（2016-2020 年）》	推动实施标准化战略，加快完善标准化体系，提升我国标准化水平
2016/2/14	国务院印发《关于取消 13 项国务院部门行政许可事项的决定》	规定取消中药材生产质量管理规范（GAP）认证
2016/2/25	国务院印发《中医药发展战略规划纲要（2016 年~2030 年）》	明确了未来十五年我国中医药发展方向和工作重点：到 2020 年，实现人人基本享有中医药服务，中医药产业成为国民经济重要支柱之一；到 2030 年，中医药服务领域实现全覆盖，中医药健康服务能力显著增强，对经济社会发展作出更大贡献
2016/3/11	国务院办公厅关于促进医药产业健康发展的指导意见	开展中药、民族药及其临床应用技术标准研究；开展中药材良种繁育和现代种植（养殖）、生产技术推广；加强中药材、中药生产、流通及使用追溯体系建设；开发现代中药提取纯化技术；

资料来源：政府网站、银河证券研究部

2、中药材产业行业集中度低

截止 2015 年 10 月，我国中药材企业 1006 家，行业龙头康美药业中药饮片收入占比只有 1.87%。随着国家相关政策的推动，中医药产业将会形成几个大的龙头企业，行业内企业面临着巨大的发展机遇。

图 30: 中药材及中药饮片市场集中度低

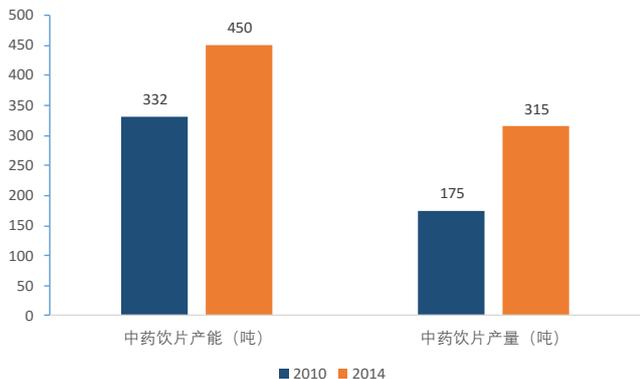


资料来源: 公告、中国银河证券研究部

3、中药饮片产能和产量放量

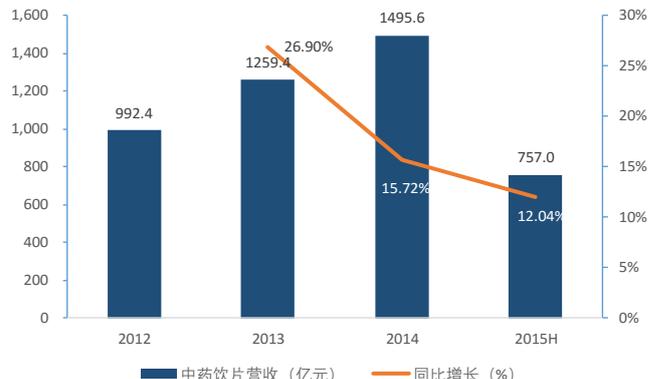
中药饮片产业的产能和产量相对 2010 年都有很大的提高, 同时整个行业的收入也保持在两位数增长。

图 31: 中药饮片产业的产能和产量



资料来源: 年报、中国银河证券研究部

图 32: 中药饮片产业营收



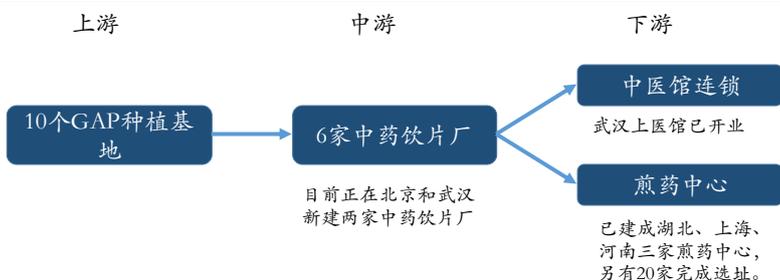
资料来源: 年报、中国银河证券研究部

4、公司加快全产业链布局和中药材互联网进程

● 公司加快中药产业布局

公司加快中药产业布局, 目前业务已涵盖或涉及中药材种植、中药材贸易、中药饮片生产与分销、中药医院营销、中药标准煎药、中医馆连锁、中药电商等环节。

图 33: 九州通中药材及中药饮片产业布局



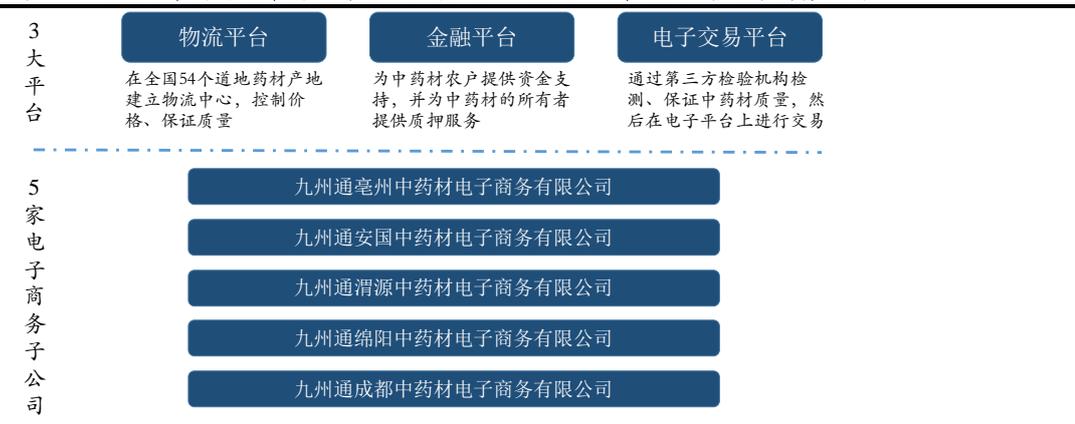
资料来源: 中国银河证券研究部

● 中药材及中药饮片的“互联网+”

公司建立了中药材电商的三大平台---物流平台、金融平台、电子交易平台来服务上下游客户, 同时在药材道产地或集散地建立了 5 家电子商务公司, 更好的服务上游的供货商和保证药

材的产量、质量。

图 34：九州通中药材及中药饮片的“互联网+”进程：三平台+五个电子商务公司



资料来源：中国银河证券研究部

5、2011-2014 年中药材及中药饮片业务年复合增长率 41%

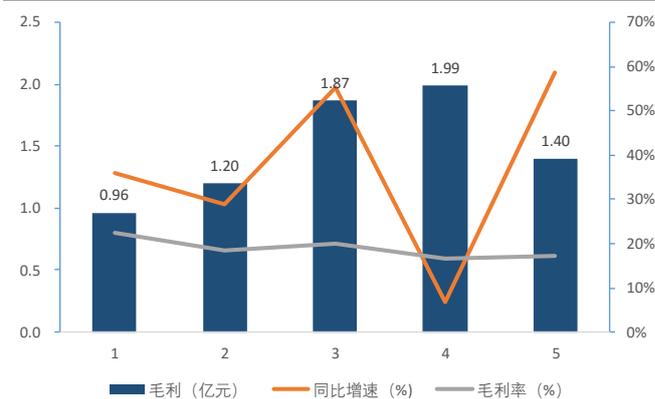
2015 年上半年中药材及中药饮片实现销售收入 8.18 亿元、毛利润 14,004.84 万元，分别较上年同期增长 33.16% 和 58.60%。随着公司产业布局和行业政策的推动，公司中药材及中药饮片业务通过内生和外延将保持高速增长。

图 35：九州通中药材及中药饮片收入



资料来源：年报、中国银河证券研究部

图 36：九州通中药材及中药饮片毛利



资料来源：年报、中国银河证券研究部

（三）医疗器械高速增长，复合增速 32%

1、万亿医疗器械市场“蛋糕”

2014 年医疗器械设备及器械制造的销售收入达到 1.27 万亿，并且在国内依然保持着 15% 以上的增长。

图 37：2014 年医疗器械 1.27 万亿市场规模



资料来源：中国银河证券研究部

2、与上游医疗器械供应商保持良好的关系

公司在医疗器械板块保持着快速增长的形势。与史塞克、西门子、强生、GE、威高等知名厂家建立合作关系。

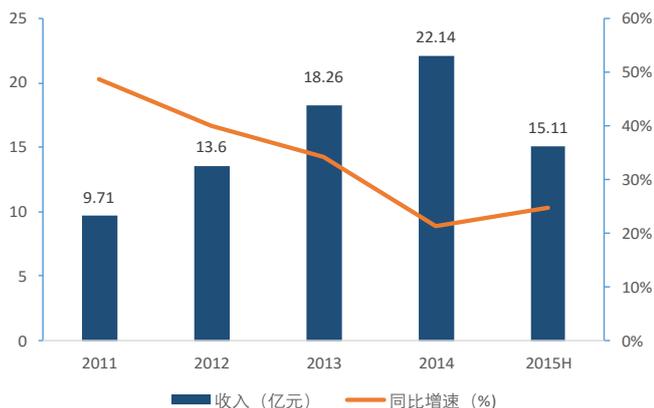
搭建器械的物流平台和医院转配送业务，通过物流平台经营的知名品牌有美敦力、微创、雅培等；

拓展高值耗材等专业领域的销售业务，开创新的业务模式与经营领域。

3、2011-2014 年医疗器械复合增速 32%

2015 年上半年公司医疗器械与计生用品业务（其中器械业务占比到 80%）实现销售收入 15.11 亿元、毛利润 19,017.00 万元，分别较上年同期增长 24.86 %和 33.76 %。市场巨大，我们认为其医疗器械业务依然将保持高于 30% 以上增长。

图 38：九州通医疗器械及计生用品收入



资料来源：年报 中国银河证券研究部

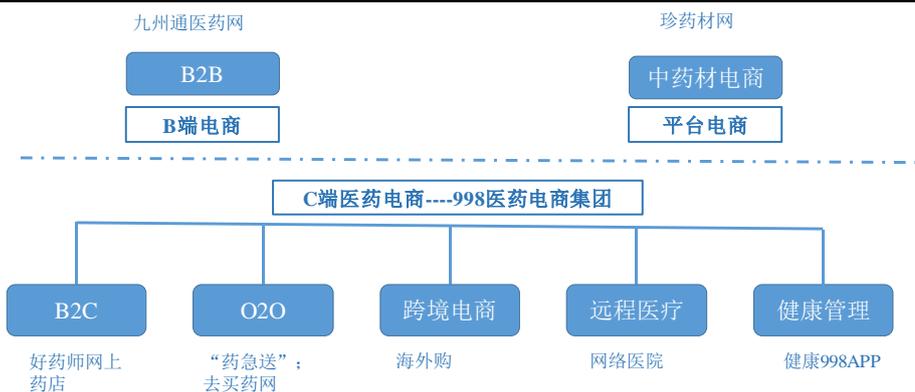
图 39：九州通医疗器械及计生用品毛利



资料来源：年报 中国银河证券研究部

四、医药电商“互联网+”生态圈：运营质量不断提升，盈利能力逐渐加强

图 40：九州通“互联网+”生态圈



资料来源：中国银河证券研究部

（一）健康 998 电商集团整合电商资源，快速铺设电商物流中心库

1、健康 998 电商集团整合线上线下业务

九州通在 2016 年 2 月 21 日正式成立健康 998 电商集团，将以前相对独立的好药师、网上药店、线下直营店、麦迪森公司、远程医疗 5 个相对独立的 C 端电商板块整合起来。整合后电商集团将充分利用九州通分销业务和上游供应商的优势资源，更好地整合其线上线下业务。

图 41：九州通医药电子商务发展史

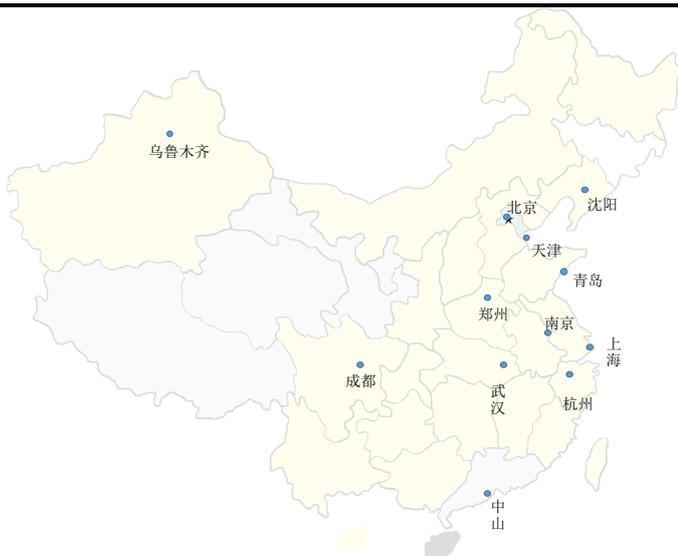
2001-2003：起步阶段	2004-2008：推广阶段	2009-Present：深入阶段
<ul style="list-style-type: none"> ● 2001年6月成为首批获得国家食品药品监督管理局批准从事互联网医药信息服务企业 ● 2001年，九州通医药网正式开通 ● 2002年9月建立研发团队，进行电子商务交易系统研发工作 	<ul style="list-style-type: none"> ● 2004年3月九州通电子商务交易系统正式投入使用 ● 2005年获得中国电子商务协会“优秀会员称号” ● 2008年九州通电子商务B2BV4.0系统荣获国家发明专利 	<ul style="list-style-type: none"> ● 2010好药师网上药店开通 ● 2011年，与京东合作，上线京东好药师电商网站 ● 2014年，B2C天猫旗舰店开通 ● 2014年，O2O系统上线 ● 2015年，中药材电商平台上线 ● 2015年，健康管理公司 ● 2016年，998电商集团整合线上线下零售业务

资料来源：中国银河证券研究部

2、电商物流中心铺设快速

目前电商物流中心库已覆盖达到 12 个城市（中山，杭州、上海、郑州、北京、成都、武汉、沈阳、天津、青岛、南京、乌鲁木齐），基本已经完全覆盖国内一二线城市。借助公司现有完善的分销业务仓储物流网络，公司有能力在全国范围内快速低成本铺设电商中心库。

图 42：九州通电商物流中心覆盖 12 个城市



资料来源：中国银河证券研究部

(二) B2B、B2C 和 O2O 布局完善

1、B2B 端电商---九州通医药网

九州通医药网是国内规模最大、运作最成熟的医药 B2B 平台，拥有超过 3 万会员，日均点击率超 5 万次，同时已完成 PC 和移动端双线布局；30 多个子公司已成功上线电子商务 B2B 项目，目前覆盖全国 80% 的行政区域；B2B 网上销售年均增长率超过 30%。

图 43：九州通 B2B 平台



资料来源：中国银河证券研究部

2、B2C 平台---好药师

好药师是一个零售药店的平台，于 2010 年正式上线。2011 年底，与京东商城开展战略合作，成立京东好药师合资公司（后来京东因战略调整退出）；2013 年 4 月，好药师与微信开展合作，率先开通微信商城和微信小店，成为医药行业首家实现微信支付的商家；先后入驻京东、天猫、一号店、亚马逊等电商平台，同时也与春雨医生、平安好医生等移动医疗对接。

图 44: 好药师发展历程



资料来源：中国银河证券研究部

● 好药师业绩表现突出

好药师在 2015-2016 年度网上药店销售十强排行榜上位于第五，相比 2014 年提升了 2 个名次。2015 年实现销售 6.30 亿元，较上年同期增长 50%，目前公司正在持续进行医药电商团队建设和技术研发投入，为公司后续的发展创造条件。

表 6: 2015-2016 年度网上药店销售十强排行榜

排名	公司名称	网上药店	销售额 (亿元)
1	广州七乐康药业连锁有限公司	七乐康网上药店	10.77
2	广东健客医药有限公司	健客网	10.51
3	广东康爱多连锁药店有限公司	康爱多网上药店	10.06
4	广东壹号大药房	壹药网	10.00
5	九州通医药集团	好药师网上药店	6.30
6	上海可得光学科技有限公司	可得网	5.63
7	上海健一网大药房连锁经营有限公司	健一网	5.42
8	广东康之家医药连锁有限公司	康之家网上药店	5.00
9	浙江云开亚美医药科技股份有限公司	云开亚美	4.20
10	北京德开医药科技有限公司	德开大药房	4.20

资料来源：中国电子商务研究中心、银河证券研究部

3、O2O 平台---好药师 APP

好药师在同行业内率先启动医药电商 O2O 业务，建立微信公众号，开展网订店取、网订店配的“药急送”业务，实现同城网络药品订单的“一小时”送达。截至 15 年上半年，好药师已在 29 个城市完成约 14000 余家线下药店的签约对接工作。经过前期的尝试，15 年下半年，公司在武汉、北京依托直营店和电子围栏技术，开发好药师 APP，自建配送体系，实现同城网络药品订单“一小时”送达。

2016 年，公司计划在全国 10 个城市开展 O2O 业务，计划在未来 2-3 年内建设上千家门店，将 O2O 业务拓展到全国。

图 45: 好药师 O2O 模式流程



资料来源：中国银河证券研究部

(三) 医药电商发展趋势---处方药放开

1、医药电商或迎来发展机遇：网售处方药试点打开、电子处方放开、线上个人医保账户开放试点

图 46：医药电商的三大限制



资料来源：中国银河证券研究部

● 网售处方药试点打开

2016年2月3日，好药师大药房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，并在互联网上结算相关费用。网售处方药试点的开始预示着全面放开处方药网售的进程又推进一步。

● 电子处方将解决医院处方来源问题

2015年12月10日下午13时，中国第一张在线电子处方开出。浙医二院院长王建安通过全国首家互联网医院，为其患者完成了一次在线视频问诊，并开具了一张电子处方。互联网远程医疗新的突破，尤其在于电子处方的首次应用。首张电子处方的面世，标志着在远程医疗上取得很大的进步。

● 线上个人医保账户开放试点

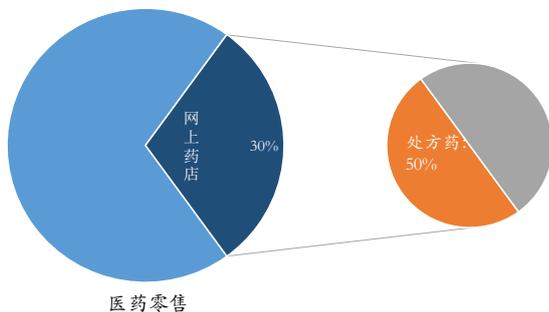
目前线上医保个人账户支付的开放已在沈阳、杭州等城市试点。线上医保支付又取得一城，我们认为线上统筹账户支付的开放也将会逐步放开。

2、处方药或将放开，医药电商进入新阶段

美国政策开放早，医药电商发展相对比较成熟。2013年其网上药店销售规模在医药零售中占比约为30%，而处方药销售占整个网上药店销售的50%以上。

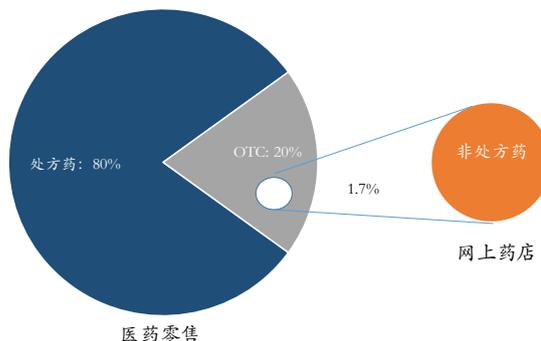
相比较之下，中国政策监管较为谨慎，2013年在中国两千多亿的药品零售市场规模中，网上药店销售规模仅占1.7%，并且受处方药不能网售的政策限制，网上药店的销售规模中只含非处方药。但随着政策方面的逐渐放开，目前正进行一系列试点，最终放开处方药将成为必然之路。

图 47: 2013 年美国医药零售市场销售情况



资料来源: iResearch、中国银河证券研究部

图 48: 2013 年中国医药零售市场销售情况

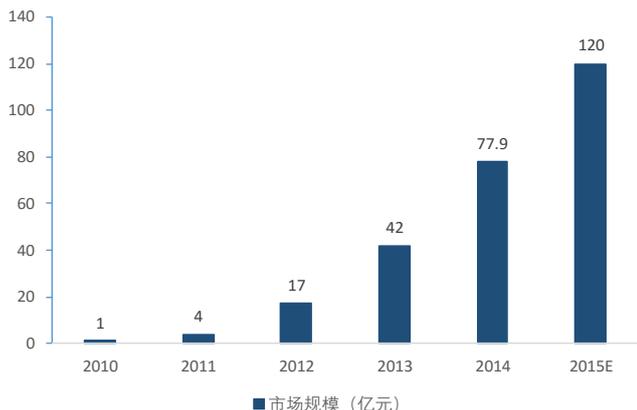


资料来源: iResearch、中国银河证券研究部

3、处方药放开，医药电商市场将有 1500 亿以上的市场增量

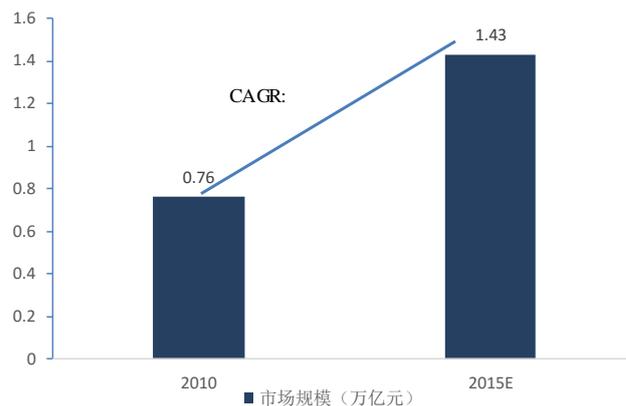
据相关数据显示，2014 年非处方药物的市场规模为 1783 亿元，而全年药品流通行业销售总额逾 1.3 万亿元，其中公立医院门诊药品收入 2891.5 亿。如果处方药放开，门诊处方外流率达到 50%，医药零售市场将有 1500 亿以上市场增量。

图 49: 医药电商呈蓬勃爆发之势



资料来源: 中国药店医药电商研究中心、中国银河证券研究部

图 50: 我国药品市场规模



资料来源: 年报、中国银河证券研究部

五、处方外流是大势所趋，九州通竞争力超强

(一) 处方药外流趋势分析：各地试点，大势所趋

近期我国一系列医改政策明确提出了医改限费、医药分离和降低药占比，这将促进医药处方的趋势。2015 年 5 月 17 日，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，明确提出医药（不包括中药饮片）占比在 2017 年降低到 30% 以下。2016 年 3 月 17 日，北京出台了在全市公立医院综合改革的方案，力争北京的公立医院在 2017 年药占比（不包括中药饮片）下降到 30%。

目前全国进行处方药流通试点的城市主要有河北（已暂停）、上海长宁区、浙江乌镇、武汉、浙江第一医院和淄博，它们分别对未来的处方药外流模式进行了摸索试点。

1、阿里健康：在河北率先尝试电子处方流转业务平台

2014 年 6 月，阿里巴巴就与河北省政府签署战略合作框架协议，打造“云上河北”，其中一块重要的内容就是“智能药监”，“阿里健康”APP 就是“智能药监”信息化管理体系的一部分。

2014年11月，阿里健康APP正式上线，在河北省率先尝试电子处方流转业务。但是目前这个项目已经被新任CEO所暂停。

我们认为单纯的纸质处方外流，药店抢单的模式会损害到医生的利益，因此医生没有动力进行处方外流，失去医生配合的处方外流难以为继。

图 51：阿里与河北政府共建医药处方流转平台

阿里与河北政府共建医药处方流转平台



患者消费金额满30元还可享受10~20元的减免补贴。

资料来源：中国银河证券研究部

2、上海医药：长宁区试点“定点药店处方外配”模式

2015年，上海医药在上海市长宁区试点“定点药房处方外配”。这意味着社区居民在家门口社区卫生服务站就诊付费后，即可凭医保卡、处方、发票至附近定点药房取药，改善社区居民的取药流程，缩短社区居民在服务点的等待时间。

图 52：上海长宁区模式---贯彻分级医疗改革

上海长宁区模式---贯彻分级医疗改革



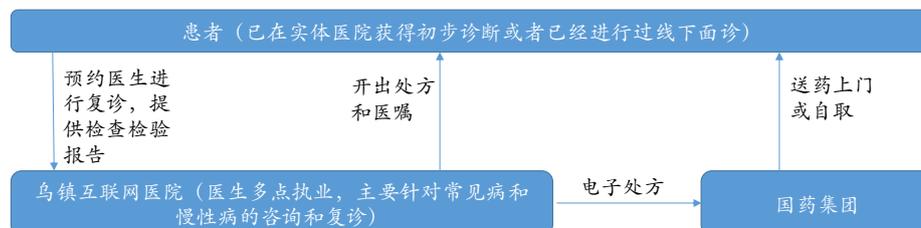
资料来源：中国银河证券研究部

3、国药集团：全国首家互联网医院在乌镇开业

2015年12月7日全国首家互联网医院在乌镇正式开业，主要针对常见病和慢性病的在线咨询和复诊服务。患者上传检查检验报告，挂靠在乌镇互联网医院的多点执业的医生进行复诊，开出处方和医嘱，之后电子处方传给国药集团，国药集团负责配送服务。

图 53：全国首家互联网医院在乌镇开业

全国首家互联网医院在乌镇开业



目前挂靠在桐乡三院，浙江省桐乡三院纳入浙江省异地联网结算范围，并将该院作为全省医保的在线支付试点医院。

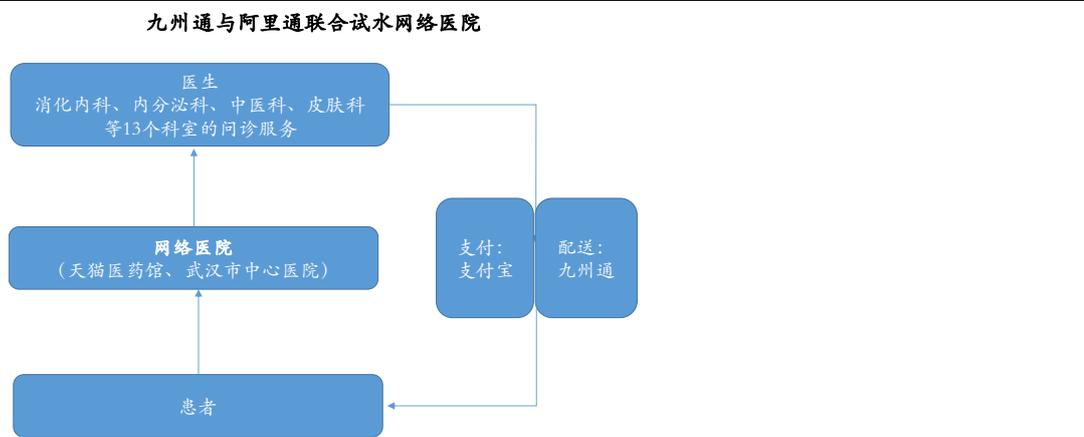
指定零售药房，目前为新华制药旗下药房

资料来源：中国银河证券研究部

4、九州通：和武汉市中心医院合作试水网络医院

2016年2月3日，好药师大药房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，并在互联网上结算相关费用。这意味着九州通将正式试水网络医院计划，并借此打通网售处方药环节：线上看病、处方药线下配送。通过合作，九州通为网络医院提供即时配送路径，网络医院为九州通提供了处方药上网的途径。

图 54：九州通与阿里联合试水网络医院

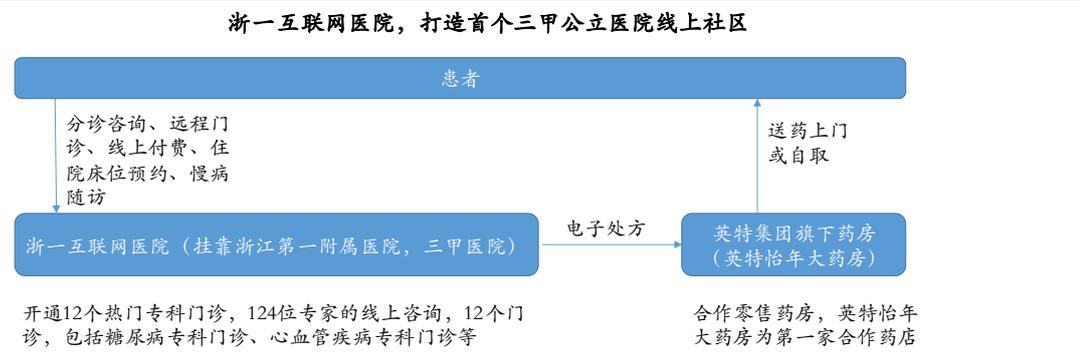


资料来源：中国银河证券研究部

5、英特集团：浙一互联网医院，打造首个三甲公立医院线上社区

2016年2月16日，浙一互联网医院正式启动，作为浙江大学医学院附属第一医院的“线上院区”，7天无休，全天候全方位提供医疗服务，借助腾讯投资的卓健科技的创新移动互联网方案，打造全国首个公立三甲线上院区

图 55：浙一互联网医院，打造首个三甲公立医院线上社区



资料来源：中国银河证券研究部

6、新华制药：京东、淄博政府和新华制药联合推动医疗处方流转信息平台

2016年3月25日，京东与淄博市人民政府、山东新华制药股份有限公司签署“健康城市”战略合作协议。依据协议，三方将在淄博市公立医院范围内，建设“淄博市医疗处方流转信息平台”，试点处方药电商项目。该项目的核心内容是：处方将以电子化的方式流向医院外指定的零售药店，患者可以通过该电子处方内的信息向指定实体药房及电商平台处购买到包括处方药在内的相关医药商品。

图 56：京东、淄博政府和新华制药探索处方流转新模式

京东、淄博政府和新华制药探索处方流转新模式



资料来源：中国银河证券研究部

(二) 九州通医药电商竞争力分析

我们认为随着药品加成的取消，药品从医院的收益部门变成成本部门，处方外流已经成为发展趋势。九州通在处方外流方面有先发优势，在上市公司中较早开始和公立医院合作开展门诊药房部分药品远程销售配送业务。我们认为，九州通能率先拿下公立医院，主要是由于其具备出色的分销能力、分拣能力、和与互联网公司的对接能力及运营药店的能力。

我们认为在处方外流初期，医院、医生仍然是最强势的一环，因此具备分销+零售能力的公司将最先受益。在流通公司中，九州通先前医院业务较为薄弱，借助医院处方外流的东风切入处方药的远程配送，有可能对公司业绩产生较大的正向弹性。我们看好九州通在处方外流政策下的发展潜力。

1、与实体医疗机构的对接能力强，能够有效转化处方

公司有充足的药物种类和完善布局的配送网络，能满足医院的处方需求，同时九州通与2900多家二级以上医院都有良好的合作关系，例如与武汉市中心医院、郑大一附院都有开展互联网医疗的合作关系。

2、专业的药事服务能力，保证能够提供用药指导、用药安全服务，能够远程审方

九州通网上药店，除了与医疗机构的对接，也与移动医疗机构对接，例如春雨医生、平安好医生等。2015年平安好医生用户量达到3000万，日活跃超过300万，订单/天峰值超过2万。

3、建立互联网医疗和医疗大数据创新中心，为处方药放开储备技术资源

面对未来国家开放网上销售处方药的巨大商机以及互联网医疗的良好发展前景，公司与郑州大学第一附属医院、华为技术有限公司、东华软件股份有限公司共同设立的互联网医疗与医疗大数据协同创新中心，将会在互联网医疗、医疗大数据、电子商务、远程医学监测设备等领域的技术开发与业务应用等方面开展合作。

4、专业快捷安全有效的物流配送体系，考验GSP的仓储能力

目前电商物流中心库已覆盖达到12个城市（中山、杭州、上海、郑州、北京、成都、武汉、沈阳、天津、青岛、南京、乌鲁木齐）。医药电商全国有12中心库，保守估计能够承载8万-10万单/天，同时九州通借助其完善的物流网络能很快扩展其中心库，为处方药的放开做好了准备。

技术开发与应用方面，2014年已完成新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、微信（支付）商城接入等工作。

5、对会员的健康管理能力，解决慢病用药，长期用药，健康数据的采集，电子档案的管理，院后随访等问题

好药师通过参股上海优伊网络科技有限公司，将“U医U药”APP移动端整合置入“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。

同时好药师准备在未来 2-3 年通过建设直营门店或选取优质三方门店进行社区健康管理合作，基本覆盖国内大部分中心城市。

图 57：九州通健康云平台



资料来源：中国银河证券研究部

六、员工激励计划提供业绩支撑，彰显公司信心

（一）员工激励计划提供业绩支撑

2015年6月15日，公司第三届董事会第六次会议审议通过《关于向激励对象授予预留限制性股票的议案》，确定本公司拟向383名激励对象授予共计396.16万股预留限制性股票。2015年8月实际授予379人共393.46万股，占总股本0.2394%，每股价格15.68元。

表 7：员工激励计划

持有人	职务	授予股份	占股本比例(%)
郭磊	运营管理总监	20,000	0.0012
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 378 人		3,914,600	0.2382
合计		3,934,600	0.2394

资料来源：Wind、银河证券研究部

限制性股票分两阶段解锁，第一个解锁期为12个月到24个月，解锁比例50%，第二个解锁期为24个月到36个月，解锁剩下的50%。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 8：员工激励计划业绩解锁条件

解锁期	业绩考核目标
预留限制性股票的第一个解锁期	2015年度净利润相比2014年度增长不低于15%，且不低于2013年度净利润
预留限制性股票的第二个解锁期	2016年度净利润相比2015年度增长不低于15%，且不低于2013年度净利润

资料来源：Wind、银河证券研究部

注：上述净利润指标以年度归属于上市公司股东扣除非经常性损益后的净利润作为计算依据

（二）大股东增持彰显对公司信心

2015年股市下跌之后大股东楚昌投资两次增持，彰显对未来股价的信心，也显示对公司发展前景的看好。

表 9：2015年7月至今大股东增持情况

公告日期	股东名称	股东类型	方向	变动数量(万股)	变动后持股比(%)	交易均价(元)	收盘价(元)
2016/3/2	楚昌投资集团有限公司	公司	增持	206.8	10.49	--	15.94
2015/7/4	楚昌投资集团有限公司	公司	增持	610.07	10.39	18.93	19.58

资料来源: Wind、银河证券研究部

(三) 可转债发行助力公司长期发展

可转债发行 1500 万张, 共计筹集 15 亿元。其中向原股东优先配售占本次发行总量的 61.00%, 网上发行占本次发行总量的 0.16%, 网下对机构投资者配售占本次发行总量的 38.84%。

本次发行的可转债转股期自可转债发行结束之日(2016年1月21日)起满6个月后的第1个交易日起至可转债到期日止(即2016年7月21日至2022年1月14日止), 可转债的初始转股价格为 18.78 元/股。

七、公司估值及投资建议

(一) 公司估值

我们预计公司 15-17 年净利润为 7.0 亿、9.3 亿、12.2 亿, 对应 EPS 为 0.43、0.56、0.74 元, 对应 PE 为 40 倍、31 倍和 23 倍。给予“推荐”评级。

表 10: 可比公司估值

代码	证券简称	总市值(亿元)	市盈率 PE		
			TTM	16E	17E
603368.SH	柳州医药	99.91	47.95	34.82	28.74
002589.SZ	瑞康医药	156.77	66.35	29.41	21.11
002462.SZ	嘉事堂	94.90	54.26	32.44	24.44
002433.SZ	太安堂	80.66	42.43	26.10	20.12
000028.SZ	国药一致	219.63	31.07	25.95	21.18
002727.SZ	一心堂	135.62	39.15	23.25	18.97
603883.SH	老百姓	123.19	51.22	36.43	29.00
603939.SH	益丰药房	98.62	56.06	37.48	29.40
平均		126.16	48.56	30.74	24.12

资料来源: WIND、银河证券研究部

表 11: 公司主营业务预测表 (万元)

医药分銷及相关业务	2013	2014	2015E	2016E	2017E
收入	323.19	396.60	482.08	606.68	783.62
增长率		22.71%	21.55%	25.85%	29.16%
毛利率		6.58%	6.58%	6.58%	6.58%
医药零售					
收入	5.86	7.41	9.63	12.52	16.28
增长率		26.45%	30.00%	30.00%	30.00%
毛利率		18.48%	18.48%	18.48%	18.48%
医药工业					
收入	4.42	5.98	7.774	10.1062	13.13806
增长率		35.29%	30.00%	30.00%	30.00%
毛利率		21.09%	21.09%	21.09%	21.09%
医药电商					
收入	2.04	3.11	8.00	12.80	20.48
增长率		52.45%	157.23%	60.00%	60.00%

总计					
收入	335.51	413.10	507.49	642.11	833.52
增长率		23.13%	22.85%	26.53%	29.81%

资料来源：银河证券研究部

（二）投资建议

公司作为全国最大的民营医药流通企业，其全国性布局高效的仓储物流运营能力和丰富的上下游资源，为公司未来保持快速发展奠定了较好基础和提供了强大保障；其战略业务医院纯销、中药材及中药饮片及医疗器械等在未来将继续保持高速增长的态势，其较高毛利率的特点将助推公司业绩的快速释放；同时公司积极布局医药电商，静待处方药放开的政策风口。我们预计公司 15-17 年净利润为 7.0 亿、9.3 亿、12.2 亿，对应 EPS 为 0.43、0.56、0.74 元，对应 PE 为 40 倍、31 倍和 23 倍。给予“推荐”评级。

八、风险提示

医药流通行业整体增速进一步变缓；

医院纯销、中药材及中药饮片、医疗器械等业务增速放缓；

九、附录

表 12：公司财务摘要（万元）

利润表	2014A	2015E	2016E	2017E		2014A	2015E	2016E	2017E
营业收入	41068.40	50748.90	64211.13	83351.54	毛利率	7.10%	7.10%	7.10%	7.10%
营业成本	38152.98	47146.26	59652.81	77434.45	三费/销售收入	5.42%	5.08%	5.01%	4.99%
营业税金及附加	58.71	72.55	91.79	119.15	EBIT/销售收入	2.76%	2.26%	2.27%	2.33%
营业费用	1062.31	1370.22	1733.70	2233.82	EBITDA/销售收入	3.19%	3.18%	2.99%	2.87%
管理费用	771.44	989.60	1252.12	1608.68	销售净利率	1.38%	1.41%	1.46%	1.48%
财务费用	393.73	217.76	228.29	312.72	ROE	7.19%	8.35%	9.99%	11.72%
资产减值损失	29.28	0.00	0.00	0.00	ROA	4.74%	5.62%	5.05%	6.07%
投资收益	41.28	0.00	0.00	0.00	ROIC	9.32%	8.31%	9.33%	10.37%
公允价值变动损益	0.31	0.00	0.00	0.00	销售收入增长率	22.82%	23.57%	26.53%	29.81%
营业利润	641.54	952.51	1252.41	1642.71	EBIT 增长率	18.27%	1.09%	27.11%	33.30%
其他非经营损益	111.84	0.00	0.00	0.00	EBITDA 增长率	17.29%	23.15%	19.26%	24.37%
利润总额	753.38	952.51	1252.41	1642.71	净利润增长率	20.68%	25.71%	31.49%	31.16%
所得税	185.11	238.13	313.10	410.68	总资产增长率	29.51%	-14.71%	41.47%	11.03%
净利润	568.27	714.39	939.31	1232.03	股东权益增长率	52.97%	8.17%	9.93%	11.85%
少数股东损益	7.56	9.51	12.50	16.40	经营营运资本增长率	25.15%	28.85%	34.27%	34.45%
归属母公司股东净利润	560.71	704.88	926.81	1215.63	资产负债率	66.13%	57.12%	66.73%	66.55%
资产负债表	2014A	2015E	2016E	2017E	投资资本/总资产	43.30%	57.45%	48.71%	54.27%
货币资金	3365.48	507.49	642.11	833.52	带息债务/总负债	34.42%	27.47%	24.33%	32.37%
应收和预付款项	9975.68	8686.22	14926.14	15724.73	流动比率	1.38	1.65	1.45	1.48
存货	6310.84	7413.61	9951.55	12589.91	速动比率	0.94	0.92	0.88	0.84
其他流动资产	0.00	0.00	0.00	0.00	股利支付率	28.71%	9.57%	9.57%	9.57%
长期股权投资	174.31	174.31	174.31	174.31	收益留存率	71.29%	90.43%	90.43%	90.43%
投资性房地产	1.46	1.28	1.11	0.93	总资产周转率	1.72	2.49	2.23	2.61
固定资产和在建工程	2976.24	2608.35	2240.46	1872.57	固定资产周转率	17.02	19.46	28.66	44.51
无形资产和开发支出	813.78	731.09	648.40	565.72	应收账款周转率	6.72	13.83	7.38	11.33
其他非流动资产	260.72	244.55	228.37	228.37	存货周转率	6.05	6.36	5.99	6.15
资产总计	23878.51	20366.90	28812.45	31990.06	业绩和估值指标	2014A	2015E	2016E	2017E
短期借款	3839.34	1600.15	3082.31	5294.83	EBIT	1132.90	1145.27	1455.71	1940.43
应付和预收款项	9211.23	7291.88	13404.65	13254.03	EBITDA	1309.14	1612.20	1922.64	2391.18
长期借款	1595.63	1595.63	1595.63	1595.63	NOPLAT	768.72	858.95	1091.78	1455.32
其他负债	1145.12	1145.12	1145.12	1145.12	净利润	560.71	704.88	926.81	1215.63
负债合计	15791.33	11632.79	19227.72	21289.61	EPS	0.340	0.428	0.563	0.738
股本	1643.07	1643.07	1643.07	1643.07	BPS	4.736	5.123	5.632	6.300
资本公积	3883.50	3883.50	3883.50	3883.50	PE	50.67	40.31	30.65	23.37
留存收益	2273.97	2911.40	3749.52	4848.83	PEG	1.72	N/A	N/A	N/A
归属母公司股东权益	7800.55	8437.97	9276.10	10375.41	PB	3.64	3.37	3.06	2.74
少数股东权益	286.63	296.14	308.64	325.04	PS	0.69	0.56	0.44	0.34
股东权益合计	8087.18	8734.11	9584.74	10700.44	PCF	-180.43	-79.23	-26.92	-17.68
负债和股东权益合计	23878.51	20366.90	28812.45	31990.06	EV/EBIT	27.26	27.60	22.74	18.21

现金流量表	2014A	2015E	2016E	2017E	EV/EBITDA	23.59	19.60	17.22	14.78
经营性现金净流量	-157.47	-358.59	-1055.56	-1607.07	EV/NOPLAT	40.17	36.80	30.32	24.28
投资性现金净流量	-1025.10	0.00	0.00	0.00	EV/IC	2.99	2.70	2.36	2.03
筹资性现金净流量	1077.37	-2499.40	1190.18	1798.48	ROIC-WACC	9.32%	6.80%	7.51%	8.22%
现金流量净额	-105.19	-2857.99	134.62	191.40	股息率	0.006	0.002	0.003	0.004

资料来源：银河证券研究部

插图目录

图 1: 中国十大医药流通企业 (2014 年主营业务收入, 亿元)	1
图 2: 九州通产权实际控制图	1
图 3: 九州通业务布局情况	2
图 4: 九州通历年收入情况	2
图 5: 九州通历年归属于母公司所有者的净利润情况	2
图 6: 九州通分产品主营业务收入占比	2
图 7: 九州通分行业主营业务收入占比	2
图 8: 2014 年九州通毛利率超过全国水平	3
图 9: 九州通历年资产负债率	3
图 10: 九州通历年利息保障倍数	3
图 11: 2006-2015 年全球药品市场销售变化 (亿美元)	4
图 12: 全国七大类医药商品销售总额 (亿元)	4
图 13: 国内医药流通行业集中度逐年提升	5
图 14: 美国医药分销公司市场占比情况	5
图 15: 医保资金下沉	6
图 16: 九州通医药分销及其相关业务的收入及增长情况	6
图 17: 九州通产业链分析	7
图 18: 市场上物流管理信息系统对比	8
图 19: 九州通物流信息系统的组成	8
图 20: 九州通三级物流体系	8
图 21: 九州通上游部分重要 OTC 供货商	9
图 22: 二级以上公立医院药品支出	10
图 23: 九州通医药纯销业务发展快速	10
图 24: 医药纯销业务占分销业务比重	10
图 25: 九州通拥有基药配送资格的省份分布图	11
图 26: 九州通二级及以上医院纯销收入变化	11
图 27: 九州通二级及以上医院纯销客户数量变化	11
图 28: 九州通二级以下基层医疗机构销售情况	12
图 29: 九州通二级以下基层医疗机构的客户数量	12
图 30: 中药材及中药饮片市场集中度低	13
图 31: 中药饮片产业的产能和产量	13
图 32: 中药饮片产业营收	13
图 33: 九州通中药材及中药饮片产业布局	13
图 34: 九州通中药材及中药饮片的“互联网+”进程: 三平台+五个电子商务公司	14
图 35: 九州通中药材及中药饮片收入	14
图 36: 九州通中药材及中药饮片毛利	14
图 37: 2014 年医疗器械 1.27 万亿市场规模	15
图 38: 九州通医疗器械及计生用品收入	15
图 39: 九州通医疗器械及计生用品毛利	15
图 40: 九州通“互联网+”生态圈	16
图 41: 九州通医药电子商务发展史	16
图 42: 九州通电商物流中心覆盖 12 个城市	17
图 43: 九州通 B2B 平台	17

图 44: 好药师发展历程.....	18
图 45: 好药师 O2O 模式流程.....	18
图 46: 医药电商的三大限制.....	19
图 47: 2013 年美国医药零售市场销售情况.....	20
图 48: 2013 年中国医药零售市场销售情况.....	20
图 49: 医药电商呈蓬勃爆发之势.....	20
图 50: 我国药品市场规模.....	20
图 51: 美国零售药店处方主要来源于门诊处方.....	错误!未定义书签。
图 52: 阿里与河北政府共建医药处方流转平台.....	21
图 53: 上海长宁区模式---贯彻分级医疗改革.....	21
图 54: 全国首家互联网医院在乌镇开业.....	21
图 55: 九州通与阿里联合试水网络医院.....	22
图 56: 浙一互联网医院, 打造首个三甲公立医院线上社区.....	22
图 57: 京东、淄博政府和新华制药探索处方流转新模式.....	22
图 58: 九州通健康云平台.....	24

表格目录

表 1: 可转债募投项目	3
表 2: 医药流通行业政策法规	5
表 3: 九州通模式与通常模式对比	7
表 5: 国家中药产业政策	12
表 6: 2015-2016 年度网上药店销售十强排行榜	18
表 7: 线上医保城市试点现状	错误!未定义书签。
表 8: 员工激励计划	24
表 9: 员工激励计划业绩解锁条件	24
表 10: 2015 年 7 月至今大股东增持情况	24
表 11: 可比公司估值	25
表 12: 公司主营业务预测表 (万元)	25
表 13: 公司财务摘要 (万元)	27

评级标准

银河证券行业评级体系：推荐、谨慎推荐、中性、回避

推荐：是指未来 6—12 个月，行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）超越交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报 20% 及以上。该评级由分析师给出。

谨慎推荐：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）超越交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报。该评级由分析师给出。

中性：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）与交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报相当。该评级由分析师给出。

回避：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）低于交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报 10% 及以上。该评级由分析师给出。

银河证券公司评级体系：推荐、谨慎推荐、中性、回避

推荐：是指未来 6—12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 20% 及以上。该评级由分析师给出。

谨慎推荐：是指未来 6—12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10%—20%。该评级由分析师给出。

中性：是指未来 6—12 个月，公司股价与分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报相当。该评级由分析师给出。

回避：是指未来 6—12 个月，公司股价低于分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10% 及以上。该评级由分析师给出。

李平祝，行业分析师。本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，本人承诺，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰地反映本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接受任何形式的补偿。本人承诺不利用自己的身份、地位和执业过程中所掌握的信息为自己或他人谋取私利。

免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券，银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，无意针对或打算违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播或复印本报告。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。银河证券认为本报告所载内容及观点客观公正，但不担保其内容的准确性或完整性。客户不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

银河证券不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于客户。银河证券建议客户如有任何疑问应当咨询证券投资顾问并独自进行投资判断。本报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何内容适合客户，本报告不构成给予客户个人咨询建议。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部份，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。银河证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给银河证券客户的，属于机密材料，只有银河证券客户才能参考或使用，如接收人并非银河证券客户，请及时退回并删除。

所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为银河证券的商标、服务标识及标记。

银河证券版权所有并保留一切权利。

联系

中国银河证券股份有限公司 研究部

上海浦东新区富城路99号震旦大厦15楼
深圳市福田区福华一路中心商务大厦26层
北京市西城区金融街35号国际企业大厦C座
北京市西城区金融街35号国际企业大厦C座
北京市西城区金融街35号国际企业大厦C座
公司网址：www.chinastock.com.cn

机构请致电：

上海地区：何婷婷 021-20252612 hetingting@chinastock.com.cn
深广地区：詹璐 0755-83453719 zhanlu@chinastock.com.cn
海外机构：李笑裕 010-83571359 lixiaoyu@chinastock.com.cn
北京地区：王婷 010-66568908 wangting@chinastock.com.cn
海外机构：刘思瑶 010-83571359 liusiyao@chinastock.com.cn