



医药电商稀缺标的

- **事件:** 近日, 淄博市卫计委与京东、新华大药店签署《“健康城市”战略合作协议》。三方在平等互利、优势互补、资源共享、合作共赢的原则基础上, 遵循政府引导、企业主体、市场运作、创新发展的行为准则, 建立三方的战略合作伙伴关系, 并落地淄博市医疗处方流转信息平台及处方药电子商务项目。
- **医药电商作为流通新终端, 期待政策面明朗。** 1) 患者可通过淄博市医疗处方流转信息平台上的电子处方指定实体药房及电商平台处购买处方药, 我们认为已经具备了医药电商雏形; 2) 我国 2015 年医药互联网零售规模达到 152 亿元, 占整个药品零售市场的份额仅约为 3%, 相比美国 30% 以上的互联网零售占比, 存在约 10 倍的提升空间。
- **新兴电商发展与时俱进, “好药师” 销售排名前列。** 1) 公司不断加大对医药电商业务的投入, 在进一步完善 B2B 业务体系的同时, 加快了“好药师”移动电商平台的投资布局; 2) 据中国药店医药电商研究中心数据, 全资子公司“好药师”位列国内医药零售 B2C 前十名第 7。
- **零售连锁业务与医药电商紧密结合, 探索零售连锁 O2O 模式。** 1) 2016 年 2 月, 武汉市中心医院、阿里健康和“好药师”达成合作, 患者通过在天猫医药馆的网络医院入口, 挂号、就诊, 电子处方获得后, 可通过“好药师”平台经线下配送到患者手中, 充分彰显公司参与新兴业务的敏感性; 2) 公司当前在全国拥有超过 800 家药店, 未来将推行门店管理精细化, 打造“专业药房”新形象, 积极应对行业新趋势。
- **医药分销为核心业务, 平台优势明显。** 1) 公司医药分销核心业务包括商业批发和终端配送, 核心业务的基础功能是平台功能, 具备客户资源平台、物流平台、分销渠道平台、资金平台及品牌功能优势, 为其他业务的发展提供支撑和保障; 2) 在保证核心业务稳定发展的主导思想下, 以终端深化为突破口, 进一步提供业务支撑平台的作用; 3) 不断探索互联网在行业的应用, 进一步提升公司的核心竞争力和未来对市场的占有率。
- **估值与评级:** 我们预计公司 2015-2017 年 EPS 分别为 0.42 元、0.53 元、0.66 元, 对应 PE 分别为 40 倍、32 倍、26 倍。我们认为公司主业稳健, 作为医药电商稀缺标的, 首次给予“买入”评级。
- **风险提示:** 政策利好或不及预期; 主营业务或受行业整体影响下滑。

指标/年度	2014A	2015E	2016E	2017E
营业收入 (百万元)	41068.40	50628.67	62620.13	77532.52
增长率	22.82%	23.28%	23.69%	23.81%
归属母公司净利润 (百万元)	560.71	698.90	871.91	1094.66
增长率	17.32%	24.65%	24.75%	25.55%
每股收益 EPS (元)	0.34	0.42	0.53	0.66
净资产收益率 ROE	7.03%	8.20%	9.52%	11.01%
PE	50	40	32	26
PB	3.50	3.31	3.08	2.83

数据来源: Wind, 西南证券

西南证券研究发展中心

分析师: 朱国广

执业证号: S1250513070001

电话: 021-68413530

邮箱: zhugg@swsc.com.cn

分析师: 施跃

执业证号: S1250515080001

电话: 021-68413878

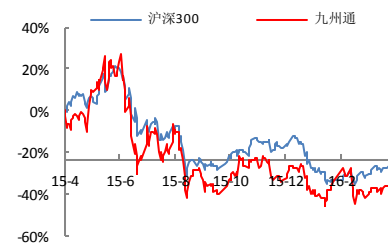
邮箱: syue@swsc.com.cn

联系人: 张肖星

电话: 021-68415020

邮箱: zxxing@swsc.com.cn

相对指数表现



数据来源: 西南证券

基础数据

总股本(亿股)	16.47
流通 A 股(亿股)	14.3
52 周内股价区间(元)	14-35.2
总市值(亿元)	282.79
总资产(亿元)	308.74
每股净资产(元)	5.64

相关研究

1. 处方药外流带来医药电商新机遇

医药分开是医改的重点，由于涉及到医院的核心利益和竞争力，一直以来都不同程度受到医院抵制。2016年3月25日，淄博市卫计委与京东、新华制药下属新华大药店签署《“健康城市”战略合作协议》。三方在平等互利、优势互补、资源共享、合作共赢的原则基础上，遵循政府引导、企业主体、市场运作、创新发展的行为准则，建立三方的战略合作伙伴关系，并落地淄博市医疗处方流转信息平台及处方药电子商务项目。

淄博卫计委的探索由主管政府部门主导，是政府主动推动医药分开和电子处方外流的一次尝试。电子处方的外流依然是围绕整个完整医疗服务来完成的，就诊、开药、取药，与正常在医院看病流程一致。

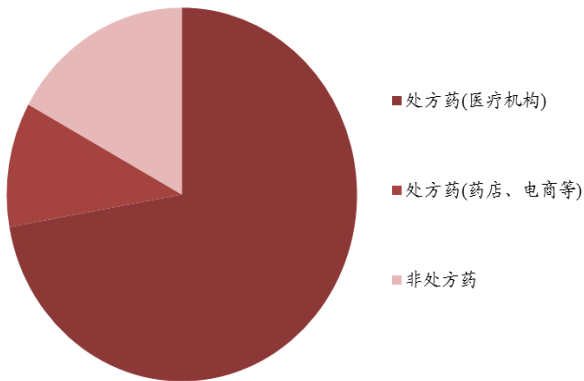
伴随医改的逐步推进和各方的探索，网售处方药和电子处方外流将成为不可逆转的历史潮流，连锁药店和医药电商也将会迎来更多的利好。

表 1: 处方药外流相关政策及项目

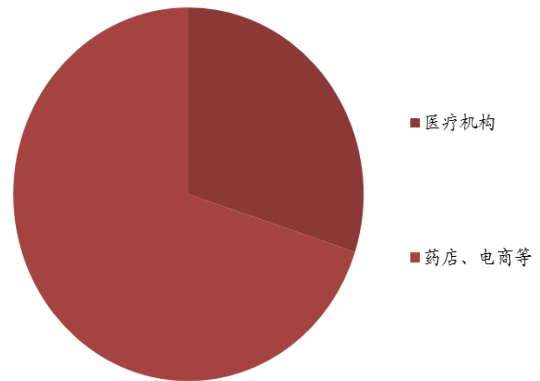
时间	地区	参与主体	主要内容
2016.3	山东淄博	京东、淄博市人民政府、新华制药	三方将在淄博市公立医院范围内，建设“淄博市医疗处方流转信息平台”，处方将以电子化的方式流向医院外指定的零售药店，患者可以通过该电子处方内的信息向指定实体药房及电商平台处购买到包括处方药在内的相关医药商品
2016.3	北京	北京市人民政府	市政府印发《北京市城市公立医院综合改革实施方案》，提出北京市公立医院“医药分开”方案将年内出台，破除“以药补医”机制，患者可自主选择凭处方到药店购药
2016.2	湖北武汉	武汉市中心医院、阿里健康、好药师	武汉市中心医院、阿里健康和好药师达成合作，患者通过在天猫医药馆的网络医院入口，挂号、就诊，电子处方获得后，由其指定在其平台上的好药师，再经线下配送到患者手中
2015.12	浙江	乌镇市人民政府、国药等	患者通过乌镇互联网医院远程问诊后，根据开出的电子处方，可以到乌镇互联网医院合作的国药下属的一些药店或其他合作药店自取，也可以通过国药完成相关远程配送，坐等到家
2015.5	全国	CFDA	发布《互联网食品药品经营监督管理办法（征求意见稿）》，拟放开处方药在互联网的销售
2015.1	江苏盐城	盐城市人民政府、苏好大药房等	政府在苏好大药房等特定药店安装终端机，预约全市所有医院医生，并可在药店现场用支付宝缴费，消费者在药店店员指导下，与执业医师远程连线讲述病情，执业医师远程开方，随后把处方交给门店执业药师，经审核后取药，并以拍照方式上传给执业医师进行再确认
2014.10	广东	广东省网络医院、友德医	广东省网络医院通过友德医搭建的远程医疗平台，在药店落地，通过安装在连锁药店的网络就诊点的视频终端，患者可向在线医生求医问诊，网络医生的处方通过打印机打印出来后，患者持处方去药店买药

数据来源：公开资料整理，西南证券整理

国内药品市场规模约为 1.4 万亿元，其中处方药占比约为 83%，非处方药占比约为 17%，处方药销售渠道基本通过医院等医疗机构来完成，医疗机构渠道销售处方药占比达到 87%，而美国仅有约 30% 的处方药销售通过医疗机构，其余均通过药店、电商等零售渠道。美国医药分开执行较为彻底，而国内“以药养医”的局面，容易造成巨大的资源浪费，加重了患者负担和国家医保支出，我国药店零售和医药电商发展潜力巨大。

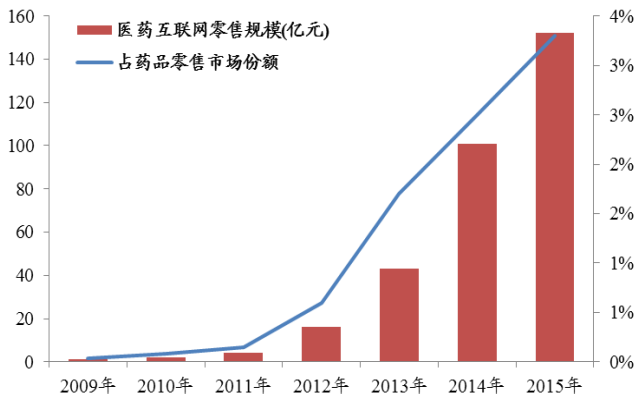
图 1: 中国药品销售渠道分布


数据来源: 中国药品市场报告, 西南证券

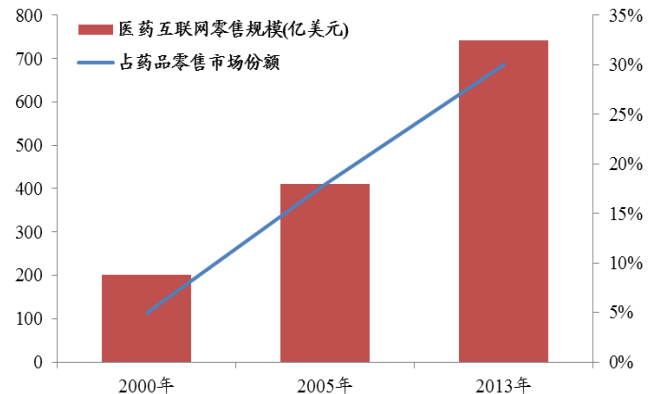
图 2: 美国处方药销售渠道分布


数据来源: IMS, 西南证券

2015 年, 我国医药互联网零售规模达到 152 亿元, 虽然保持了近 50% 的增速, 但占整个药品零售市场的份额仅约为 3%, 相比美国 30% 以上的互联网零售占比, 存在约 10 倍的提升空间。

图 3: 中国医药互联网零售规模及占比


数据来源: iResearch, 西南证券

图 4: 美国医药互联网零售规模及占比


数据来源: 中国医药电商年会统计, 西南证券

据中国药店医药电商研究中心数据, 公司 100% 控股的“好药师”以 4.2 亿元的销售额排名第七, 保持第一梯队位置, 未来处方药网售政策明朗后有望异军突起。

表 2: 2014 年中国医药 B2C 销售情况

2014 年排名	网站名称	2014 年销售额 (亿元)	2013 年销售额 (亿元)	增幅
1	七乐康	7.73	3.63	112.25%
2	健客网	6.50	3.10	109.68%
3	健一网	5.18	3.80	36.33%
4	康爱多	5.17	3.13	65.29%
5	百济新特	5.00	3.20	56.25%
6	可得网	4.56	3.32	37.35%
7	好药师	4.20	2.40	75.00%
8	药房网	3.16	2.01	57.41%

2014年排名	网站名称	2014年销售额（亿元）	2013年销售额（亿元）	增幅
9	壹药网	2.73	1.60	70.00%
10	海王星辰	2.50	1.09	129.99%

数据来源：中国药店医药电商研究中心，西南证券

2. 盈利预测与估值

根据对公司基本面分析，我们认为公司各项业务进展顺利，对 2015-2017 年公司主营业务的预测如下：

- （1） 预计公司医药批发相关业务 2015 年及未来基本维持往年增速并略有提升；
- （2） 预计公司医药零售业务受益处方药外流政策，增速加快；
- （3） 预计公司各业务毛利率水平基本维持稳定。

表 3: 公司业务分拆收入预测（百万元）

	2014A	2015E	2016E	2017E
总计				
营业收入	41,068.40	50,628.66	62,620.12	77,532.51
YoY	22.82%	23.28%	23.69%	23.81%
营业成本	38,152.98	47,076.72	58,114.63	71,873.02
毛利率	7.10%	7.02%	7.19%	7.30%
医药批发及相关业务				
收入	39,660.26	48,782.12	60,002.01	73,802.47
yoy	22.72%	23.00%	23.00%	23.00%
成本	37,051.19	45,611.28	56,041.87	68,931.51
毛利率	6.58%	6.50%	6.60%	6.60%
医药零售				
收入	740.70	962.91	1,444.37	2,166.55
yoy	26.41%	30.00%	50.00%	50.00%
成本	603.86	789.59	1,169.94	1,733.24
毛利率	18.47%	18.00%	19.00%	20.00%
医药工业				
收入	597.79	807.02	1,089.47	1,470.79
yoy	35.23%	35.00%	35.00%	35.00%
成本	471.74	637.54	860.68	1,161.92
毛利率	21.09%	21.00%	21.00%	21.00%
其他				
收入	69.65	76.61	84.28	92.70
yoy	-23.78%	10.00%	10.00%	10.00%
成本	26.19	38.31	42.14	46.35
毛利率	62.40%	50.00%	50.00%	50.00%

数据来源: Wind, 西南证券

综上所述，我们预计公司 2015-2017 年的营业收入增速分别为 23.28%、23.69%和 23.81%。预计公司 2015-2017 年 EPS 分别为 0.42 元、0.53 元、0.66 元，对应市盈率为 40 倍、32 倍、26 倍。首次覆盖，给予“买入”评级。

附表：财务预测与估值

利润表 (百万元)	2014A	2015E	2016E	2017E	现金流量表 (百万元)	2014A	2015E	2016E	2017E
营业收入	41068.40	50628.67	62620.13	77532.52	净利润	568.27	700.04	874.31	1099.21
营业成本	38152.98	47076.72	58114.64	71873.03	折旧与摊销	176.24	345.55	345.55	345.55
营业税金及附加	58.71	74.85	91.53	113.34	财务费用	393.73	364.13	541.82	710.29
销售费用	1062.31	1309.60	1619.78	2005.51	资产减值损失	29.28	29.00	29.00	29.00
管理费用	771.44	951.03	1176.28	1456.40	经营营运资本变动	-1448.04	-1347.72	-1961.24	-2522.03
财务费用	393.73	364.13	541.82	710.29	其他	108.83	-29.38	-29.57	-29.46
资产减值损失	29.28	29.00	29.00	29.00	经营活动现金流净额	-171.68	61.61	-200.13	-367.45
投资收益	41.28	0.00	0.00	0.00	资本支出	-717.89	0.00	0.00	0.00
公允价值变动损益	0.31	0.38	0.57	0.46	其他	-307.21	0.38	0.57	0.46
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	-1025.10	0.38	0.57	0.46
营业利润	641.54	823.72	1047.65	1345.41	短期借款	-397.83	3168.10	2175.92	2862.17
其他非经营损益	111.84	97.02	101.37	101.66	长期借款	-20.00	0.00	0.00	0.00
利润总额	753.38	920.74	1149.02	1447.07	股权融资	2245.02	0.00	0.00	0.00
所得税	185.11	220.70	274.71	347.86	支付股利	-160.96	-188.84	-235.38	-293.65
净利润	568.27	700.04	874.31	1099.21	其他	-588.87	-1565.86	-541.82	-710.29
少数股东损益	7.56	1.13	2.40	4.54	筹资活动现金流净额	1077.37	1413.39	1398.71	1858.22
归属母公司股东净利润	560.71	698.90	871.91	1094.66	现金流量净额	-119.41	1475.38	1199.15	1491.24
资产负债表 (百万元)	2014A	2015E	2016E	2017E	财务分析指标	2014A	2015E	2016E	2017E
货币资金	3587.48	5062.87	6262.01	7753.25	成长能力				
应收和预付款项	9975.68	10895.60	13829.95	17282.08	销售收入增长率	22.82%	23.28%	23.69%	23.81%
存货	6310.84	7786.91	9612.68	11888.44	营业利润增长率	24.98%	28.40%	27.19%	28.42%
其他流动资产	0.00	0.00	0.00	0.00	净利润增长率	20.68%	23.19%	24.90%	25.72%
长期股权投资	174.31	174.31	174.31	174.31	EBITDA 增长率	17.35%	26.57%	26.19%	24.09%
投资性房地产	1.46	1.46	1.46	1.46	获利能力				
固定资产和在建工程	2976.24	2716.61	2456.99	2197.36	毛利率	7.10%	7.02%	7.19%	7.30%
无形资产和开发支出	813.78	731.09	648.40	565.72	三费率	5.42%	5.18%	5.33%	5.38%
其他非流动资产	285.25	282.01	278.78	275.54	净利率	1.38%	1.38%	1.40%	1.42%
资产总计	24125.04	27650.86	33264.59	40138.17	ROE	7.03%	8.20%	9.52%	11.01%
短期借款	3839.34	7007.44	9183.36	12045.52	ROA	2.36%	2.53%	2.63%	2.74%
应付和预收款项	8997.72	9954.39	12642.34	15709.75	ROIC	5.88%	5.74%	6.67%	7.31%
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA/销售收入	2.95%	3.03%	3.09%	3.10%
其他负债	3200.79	2147.27	2258.21	2396.65	营运能力				
负债合计	16037.86	19109.10	24083.90	30151.92	总资产周转率	1.92	1.96	2.06	2.11
股本	1643.07	1647.01	1647.01	1647.01	固定资产周转率	19.58	22.18	30.95	43.96
资本公积	3883.50	3879.57	3879.57	3879.57	应收账款周转率	10.46	10.01	10.83	10.50
留存收益	2217.35	2727.42	3363.94	4164.95	存货周转率	6.79	6.68	6.68	6.69
归属母公司股东权益	7800.55	8254.00	8890.52	9691.53	销售商品提供劳务收到的现金/营业收入	113.55%	—	—	—
少数股东权益	286.63	287.76	290.17	294.71	资本结构				
股东权益合计	8087.18	8541.76	9180.69	9986.24	资产负债率	66.48%	69.11%	72.40%	75.12%
负债和股东权益合计	24125.04	27650.86	33264.59	40138.17	带息债务/总负债	33.89%	45.02%	44.76%	45.24%
					流动比率	1.38	1.36	1.33	1.30
					速动比率	0.94	0.92	0.90	0.88
					股利支付率	28.71%	27.02%	27.00%	26.83%
业绩和估值指标	2014A	2015E	2016E	2017E	每股指标				
EBITDA	1211.52	1533.39	1935.02	2401.25	每股收益	0.34	0.42	0.53	0.66
PE	50.43	40.46	32.43	25.83	每股净资产	4.91	5.19	5.57	6.06
PB	3.50	3.31	3.08	2.83	每股经营现金	-0.10	0.04	-0.12	-0.22
PS	0.69	0.56	0.45	0.36	每股股利	0.10	0.11	0.14	0.18
EV/EBITDA	25.54	20.58	16.82	14.12					
股息率	0.57%	0.67%	0.83%	1.04%					

数据来源: Wind, 西南证券

分析师承诺

本报告署名分析师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，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，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获取任何形式的补偿。

投资评级说明

公司评级	买入：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 20%以上
	增持：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 10%与 20%之间
	中性：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-10%与 10%之间
	回避：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-10%以下
行业评级	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上
	跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间
	弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数-5%以下

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

本报告仅供本公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本公司或关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告版权为西南证券所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

西南证券研究发展中心

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路 166 号中国保险大厦 15 楼

邮编：200120

邮箱：research@swsc.com.cn

北京

地址：北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 B 座 16 楼

邮编：100033

重庆

地址：重庆市江北区桥北苑 8 号西南证券大厦 3 楼

邮编：400023

深圳

地址：深圳市福田区深南大道 6023 号创建大厦 4 楼

邮编：518040

西南证券机构销售团队

上海地区

蒋诗烽（地区销售总监）

021-68415309

18621310081

jsf@swsc.com.cn

罗月江

021-68413856

13632421656

lyj@swsc.com.cn

赵慧妍

021-68411030

13681828682

zhhy@swsc.com.cn

北京地区

赵佳（地区销售总监）

010-57631179

18611796242

zjia@swsc.com.cn

陆铂锡

010-57631175

13520109430

lbx@swsc.com.cn

广深地区

刘娟（地区销售总监）

0755-26675724

18665815531

liuj@swsc.com.cn

张婷

0755-26673231

13530267171

zhangt@swsc.com.cn

任骁

0755-26820395

18682101747

rxiao@swsc.com.cn

罗聪

0755-26892557

15219509150

luoc@swsc.com.cn

傅友

0755-26833581

13691651380

fuy@swsc.com.cn