

2017年07月06日
证券研究报告·深度报告

九州通(600998) 医药生物

买入(维持)

当前价: 21.52元

目标价: 27.30元(6个月)



西南证券
SOUTHWEST SECURITIES

全国性民营医药流通龙头, 尽享政策红利

投资要点

- 推荐逻辑:** 公司为国内最大的民营医药流通企业, 在商务部2016年的行业统计报告中被认定为4家已实现全国性布局的医药流通企业之一。2017年迎来“两票制”、“分级诊疗”、“医药分家”相关政策的密集落地期, 公司基层医疗机构终端受益分级诊疗、零售药店终端受益两票制、医疗机构终端受益两票制与医药分家, 均迎来加速成长契机。未来3年业绩复合增速30%以上, 2017估值30倍, 处于历史估值底部。
- 基层终端: 受益分级诊疗带来的政策红利。** 分级诊疗背景下, 国内药品市场终端格局分化。2016年医院终端药品销售增速下降至约8%, 基层终端药品增速提升至16%。基层为公司优势区域, 截至2016年末, 公司共获得22个省市的基药配送资格, 覆盖基层医疗机构家数为51750家, 未来还将进一步加强对基层的覆盖面, 随着基层医疗机构覆盖面的增加和已覆盖机构的单体销售金额提升, 预计未来3年在基层终端收入复合增速将提升至30%以上。
- 二级及以上医疗机构终端: 行业进一步“市场化”, 公司业务上量迅速。** 随着医改推进, 药房成为医院的成本中心, 医药流通公司的质量与效率逐渐成为核心竞争力, 行业进一步“市场化”, 公司作为高效运转的民营企业, 将迎来发展机遇。同时“两票制”政策亦为公司发展二级以上医疗机构业务提供了契机, 存外延并购预期。公司已于2015年在二级以上医疗机构加大布局力度, 随着各地区陆续切换新标, 业务迎来放量契机, 预计增速维持30%以上。
- 零售药店终端: 两票制及税改推动公司配送份额提升。** 零售市场为公司优势业务区域, 随着处方外流、下游的规范与集中度提升, 我们认为公司将是零售终端流通整合的最大受益者, 2017年为两票制政策落地的关键之年, 预计公司在零售终端的增速将显著提升, 未来3年增速维持在30%以上。
- 调拨业务: 产业链下移, 实现渠道聚拢, 占比逐渐下降。** “两票制”背景下, 公司调拨业务未来有望转向零售、医疗机构的纯销, 毛利率有望提升。调拨业务占收入的比例已由2011年的67%下降到2016年的45%, 预计未来3年比例仍将下降, 2019年将下降至30%左右。
- 盈利预测与投资建议。** 随着利好政策的陆续落地, 预计公司未来三年归母净利润的复合增长率将提升至30%以上, 由于公司为民营企业中唯一实现全国布局, 终端市场的分布与产品品类扩充均有较大发展空间, 增速相对同业更快, 且布局医药电商、搭建大健康服务平台, 具备估值加分项, 我们认为给予其2018年30倍PE较为合理, 合理股价为27.3元, 维持“买入”评级。

指标/年度	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	61556.84	76193.57	93336.14	115203.45
增长率	24.13%	23.78%	22.50%	23.43%
归属母公司净利润(百万元)	876.74	1157.25	1540.41	2052.59
增长率	26.23%	31.99%	33.11%	33.25%
每股收益EPS(元)	0.52	0.68	0.91	1.21
净资产收益率ROE	7.53%	9.07%	10.67%	12.43%
PE	41	31	23	17
PB	2.99	2.73	2.41	2.11

数据来源: Wind, 西南证券

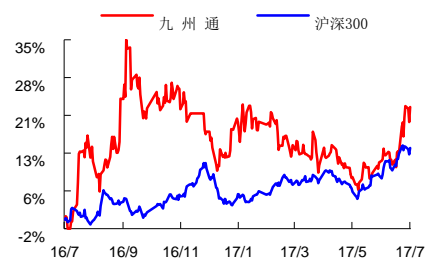
西南证券研究发展中心

分析师: 朱国广
执业证号: S1250513070001
电话: 021-68413530
邮箱: zhugg@swsc.com.cn

分析师: 何治力
执业证号: S1250515090002
电话: 023-67898264
邮箱: hzli@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: 聚源数据

基础数据

总股本(亿股)	16.96
流通A股(亿股)	16.46
52周内股价区间(元)	17.31-23.85
总市值(亿元)	364.91
总资产(亿元)	428.87
每股净资产(元)	7.54

相关研究

- 九州通(600998): 业绩增速加快, 直销、延展业务、电商表现靓丽 (2017-04-25)
- 九州通(600998): 大股东高比例参与定增, 加码医院终端开拓 (2016-12-01)
- 九州通(600998): 业绩略超预期, 加速直销、零售市场开拓 (2016-10-24)
- 九州通(600998): 业绩增速加快, 医院直销、电商业务表现靓丽 (2016-08-23)

请务必阅读正文后的重要声明部分

投资要件

关键假设

1) 二级以上医疗机构覆盖数量的增速为 10%，单个医疗机构销量的增速为 20%；2) 基层医疗机构、零售药店覆盖数量的增速接近 20%，单个终端销量增速为 10%，产品价格不变；3) 调拨业务处于收缩趋势，增速低于行业（行业增速约 10%），3 年后调拨业务占批发业务比例将降到 30%左右。

我们区别于市场的观点

市场普遍认为公司调拨业务占比大，在“两票制”中会被竞争对手替代。我们则认为公司在产业链中的角色主要为配送、分销，已实现全国布局，物流能力、服务质量均为国内领先，可能替代公司的竞争对手主要有上游工业企业、下游医疗机构/零售药店及下游的小流通商，其中：上游工业企业和下游的医疗机构、零售药店自建物流和分销体系的成本较大；下游流通商规模较小，对品种的对接能力有限，物流覆盖能力也有限，难以替代公司“多品种分销、高效率配送”的功能。因此，我们认为公司的调拨业务大比例将被自身的纯销业务替代，其中存在毛利率提升的契机。

市场普遍认为公司体量大，业绩弹性有限。我们则认为尽管公司在全国市场中排名第四，2016 年收入规模 616 亿元，但由于公司是全国性公司，已布局 30 余个省份，无明显的行业天花板，单个省份的收入规模还较小，目前仅湖北、河南、北京收入规模超过 50 亿元，其它省份基数小，仍有较大成长空间。

股价上涨的催化因素

“两票制”、“分级诊疗”等相关政策落地执行，业绩加速，宣布对外收购。

估值和目标价格

预计 17-19 年 EPS 为 0.68 元、0.91 元、1.21 元，归母净利润增速维持在 30%以上。由于公司为民营企业中唯一实现全国布局，终端市场的分布与产品品类扩充均有较大发展空间，增速相对同业更快，且布局医药电商、搭建大健康服务平台，具备估值加分项，我们认为给予其 2018 年 30 倍 PE 较为合理，合理股价为 27.3 元，维持“买入”评级。

投资风险

“两票制”、“分级诊疗”等政策出台及推进速度或不及预期；医药流通行业增速下滑的风险；各业务区域增速或不及预期风险。

目 录

1 成长动力充足的全国性民营医药流通龙头	1
1.1 国内最大的民营医药流通公司，处于业务扩张阶段.....	1
1.2 民营体制，激励充分	2
1.3 业绩呈现加速增长趋势，盈利能力稳定	3
1.4 竞争优势：“快批”起家，物流配送实力为业内翘楚.....	4
2 批发业务：受益行业变革，各终端均迎来发展机遇	6
2.1 基层终端：受益分级诊疗带来的政策红利	7
2.2 二级以上医疗机构终端：行业进一步“市场化”，公司业务上量迅速	9
2.3 零售药店终端：受益于医药分家、两票制、税收规范化.....	11
2.4 调拨业务：产业链下移，实现渠道聚拢，占比逐渐下降.....	13
2.5 消费品终端：母婴产品上量迅速，17 年或实现翻倍增长.....	14
2.6 产品品类角度：药品业务增长加速，非药业务潜力大.....	15
3 零售业务：加强资源整合，电商业务放量迅速	17
3.1 传统门店业务：门店数量趋于稳定，保持稳健增长.....	17
3.2 电商业务：整合线上资源，搭建大健康服务平台	18
4 盈利预测与估值	20
4.1 未来 3 年盈利预测	20
4.2 相对估值	21
4.3 绝对估值	22
5 风险提示	23

图 目 录

图 1: 国内医药流通行业市场格局	1
图 2: 公司业务拓展历程	1
图 3: 公司省级与地市级的物流中心数量变化 (单位: 个)	2
图 4: 公司股权结构	2
图 5: 公司业务收入结构变化趋势	3
图 6: 公司业务毛利润结构变化趋势	3
图 7: 2012-2016 年公司营业收入增长趋势	4
图 8: 2012-2016 年公司归母净利润增长趋势	4
图 9: 公司期间费用率概况	4
图 10: 公司毛利率与净利率概况	4
图 11: 四家全国性医药流通公司医疗机构覆盖情况 (家)	6
图 12: 医药流通行业规模及增速	7
图 13: 医院、基层及零售终端市场规模情况 (亿元)	7
图 14: 医院、基层及零售终端市场情况	7
图 15: 公司获得的基药配送资格的省市数	8
图 16: 公司覆盖的基层医疗机构数量 (含一级医院) 及增速	8
图 17: 公司基层销售金额 (含一级医院) 及增速	8
图 18: 公司对其覆盖的基层医疗机构销售金额	8
图 19: 国内医疗流通行业收入国有/非国有格局	9
图 20: 国内医疗流通行业毛利国有/非国有格局	9
图 21: 公司在二级及以上医疗机构覆盖情况	10
图 22: 公司在二级及以上医疗机构销售额及增速	10
图 23: 公司二级及以上单家医疗机构销售额	10
图 24: 各省份公立医院省级招标进度	11
图 25: “两票制”前后大型流通商、小型流通商、小规模零售药店的税收及成本测算	12
图 26: 国内零售药店格局分散 (2016)	12
图 27: 国内连锁药店比例不断提升	12
图 28: 公司调拨业务在两票制背景下的 SWOT 分析	13
图 29: 预计公司调拨业务比重将维持下降趋势	14
图 30: 公司消费品事业部销售额	14
图 31: 公司母婴产品 (奶粉) 销售额	14
图 32: 公司业务收入结构变化趋势 (按品种划分)	15
图 33: 公司业务毛利润结构变化趋势 (按照品种划分)	15
图 34: 公司药品业务收入及增速	15
图 35: 公司药品业务毛利率	15
图 36: 公司器械业务收入及增速	16
图 37: 公司器械业务毛利率	16
图 38: 公司保健品业务收入及增速	16
图 39: 公司保健品业务毛利率	16

图 40: 公司中药材与中药饮片收入及增速	17
图 41: 公司中药材与中药饮片毛利率	17
图 42: 公司零售业务收入及增速	17
图 43: 公司零售业务毛利率	17
图 44: 公司零售药店数量概况	18
图 45: 公司线下零售药店收入及增速	18
图 46: 好药师 B2C 业务销售额及增速	18
图 47: 好药师 B2C 业务净利润概况	18
图 48: 998 电商平台业务构成	19
图 49: 公司历史估值概况（当年 PE, 前复权）	21
图 50: 公司历史估值概况（TTM PE, 前复权）	22

表 目 录

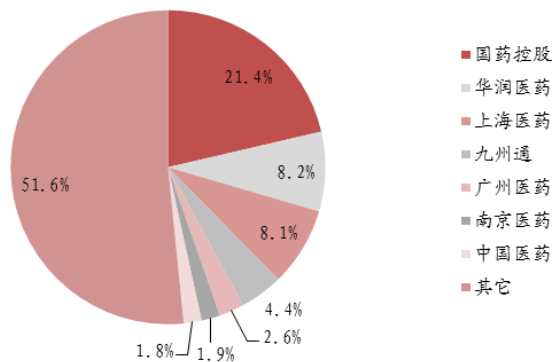
表 1: 公司两轮股权激励明细	3
表 2: 全国医药流通前十大企业概况	5
表 3: 九州通“快批”模式与传统医院经营模式的对比	5
表 4: 九州通在医药行业变革中的机遇	6
表 5: 医院诉求随医改进程发生变化	9
表 6: 各省两票制文件最新动向（更新截止至 2017.6.15）	11
表 7: 九州通分业务拆分表	20
表 8: 可比公司估值表	22
表 9: 绝对估值关键假设	22
表 10: 绝对估值敏感性测试	23
附表: 财务预测与估值	24

1 成长动力充足的全国性民营医药流通龙头

1.1 国内最大的民营医药流通公司，处于业务扩张阶段

九州通是国内最大的民营医药流通行业公司。2016 年收入规模为 616 亿元，仅次于国药控股、华润医药、上海医药，排名第四。业务覆盖药品、医疗器械、食品、保健品等产品的批发、零售连锁及药品生产和研发以及增值服务业务。

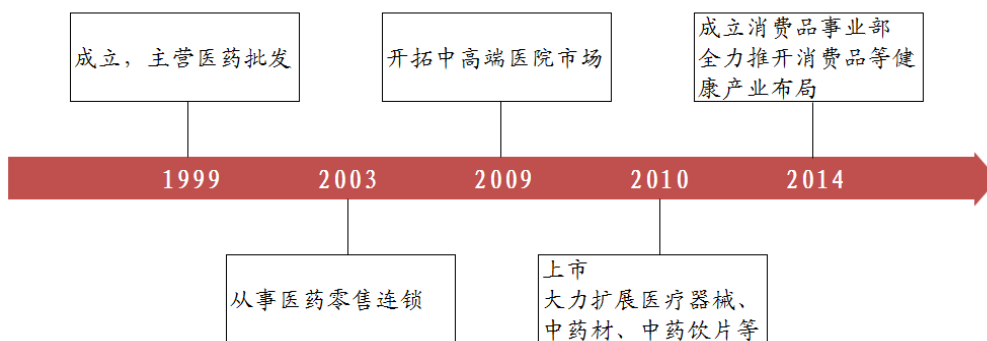
图 1：国内医药流通行业市场格局



数据来源：商务部，西南证券

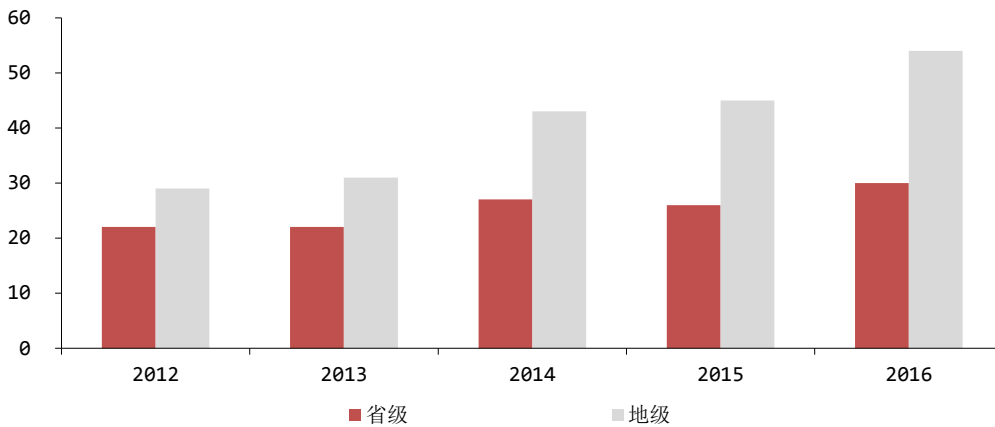
公司成立于 1999 年。从主营业务业态来看：成立之初主营业务为医药批发，主要专注基层、零售药店及调拨市场。2003 年起从事医药零售连锁业务，2009 年开始开拓中高端医院（二级及以上医疗机构）市场，2010 年上市、大力拓展医疗器械、中药材及中药饮片业务，2014 年成立消费品事业部、全力推开消费品等健康产品布局。经过良好的前期布局，且在“两票制”、“分级诊疗”等政策的推动下，目前各业务均处于高速增长阶段。

图 2：公司业务拓展历程



数据来源：公司公告，西南证券

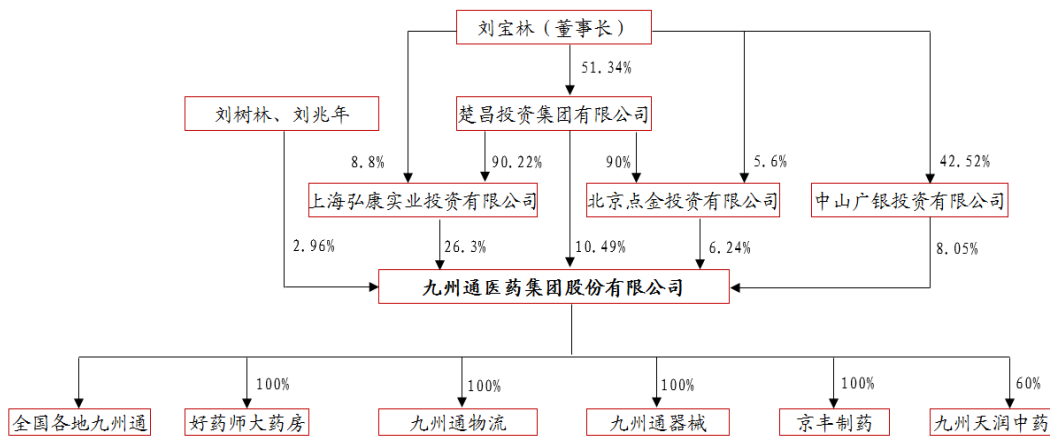
从业务覆盖区域来看：公司已于 2016 年完成全国 30 个省份的省级物流中心建设，形成了覆盖全国的物流网络框架，未来的发展重点将是在省级平台的基础上进一步拓展地市级业务。我们认为目前公司在全国的医药流通市占率仅 4.5% 左右（详见图 1），随着各地物流网络的建设，未来发展空间仍广阔。

图 3：公司省级与地市级的物流中心数量变化（单位：个）


数据来源：公司公告，西南证券整理

1.2 民营体制，激励充分

公司为民营体制，董事长刘宝林先生为实际控制人，其通过公司股东楚昌投资、上海弘康、点金投资、中山广银合计间接持有公司 51.08% 的股权，此外，公司股东刘树林、刘兆年与刘宝林先生为胞兄弟关系；因此，刘宝林先生及其一致行动人合计直接或间接持股 54.04%。

图 4：公司股权结构


数据来源：公司公告，西南证券整理

公司上市至今共推出过两轮股权激励计划，主要针对公司董事、中高层管理人员及核心技术人才。行权价格均低于当时股价，具有实质性的激励效果。截至 2016 年，第一轮股权激励的行权条件都已达到，激励效果得到了现实的体现。

表 1: 公司两轮股权激励明细

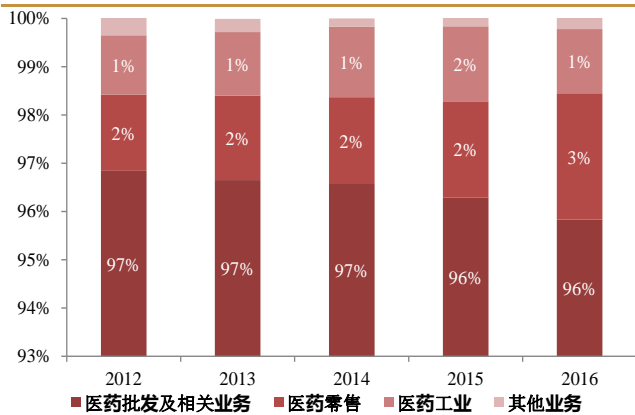
	第一轮股权激励 (限制性股票)	第二轮股权激励 (限制性股票)
公告时间	2014 年 6 月	2017 年 6 月
形式	定向发行	定向发行
对象	董事及高级管理人员、子公司主要管理人员及公司中层管理人员、公司核心技术人员及核心业务人员	董事及高级管理人员、子公司主要管理人员及公司中层管理人员、公司核心技术人员及核心业务人员
规模	1733 人	2692 人
初始行权价格	8.15 元/股	9.98 元/股
激励数量	3742 万股	5434 万股
激励总数占当时总股本比例	2.32%	3.30%
行权条件	第一/二/三个解锁期, 2014/2015/2016 年度净利润相比 2013/2014/2015 年度增长不低于 15%	第一/二/三个解锁期, 2017/2018/2019 年实现的净利润较 2016 年增长比例不低于 20%/45%/75%
对业绩影响	估计影响 2014/2015/2016/2017 年费用 5713/8488/4081/1201 万元	估计影响 2017/2018/2019/2020 年费用 5904/7084/3398/964 万元

数据来源: 公司公告, 西南证券整理

1.3 业绩呈现加速增长趋势, 盈利能力稳定

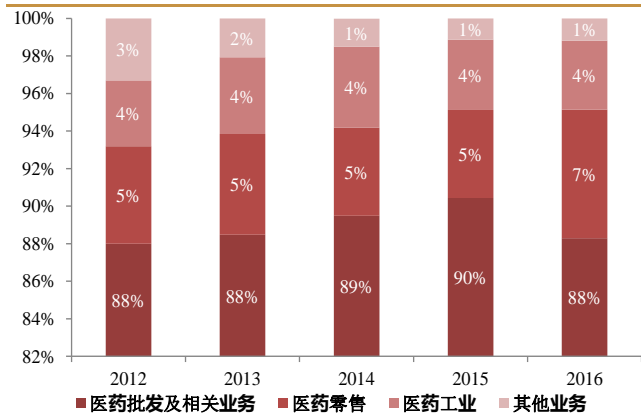
从业务结构来看, 医药批发及相关业务贡献了 96% 以上的收入和接近 90% 的毛利。近年来随着医药零售业务收入快速增长, 比重扩大, 2016 年的收入和毛利占比分别达到了 3% 和 7%。医药工业占比基本保持稳定。

图 5: 公司业务收入结构变化趋势



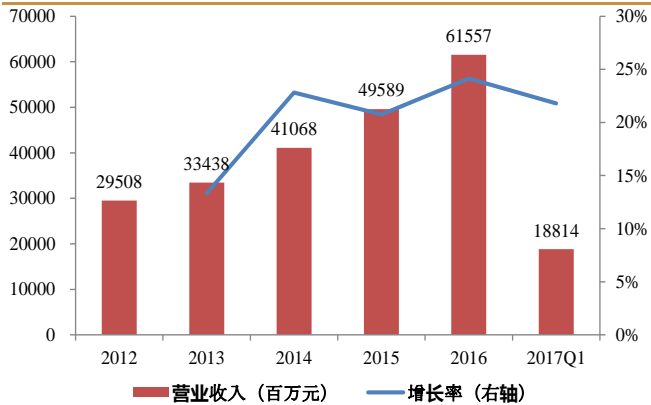
数据来源: 公司公告, 西南证券整理

图 6: 公司业务毛利结构变化趋势

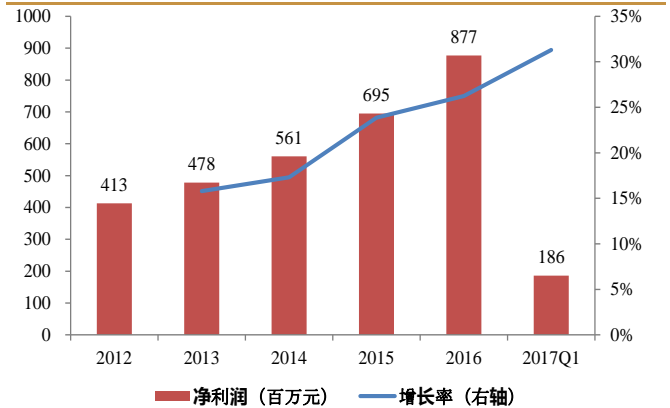


数据来源: 公司公告, 西南证券整理

2012-2016 年期间, 公司收入和归母净利润复合增速分别为 20% 和 21%, 保持了高速增长趋势。2017Q1 的收入和归母净利润大幅度增长, 增速分别达到 22% 和 31%, 主要原因是公司西药、中成药核心业务以及医院纯销、医疗器械以及消费品等战略业务快速增长所致。

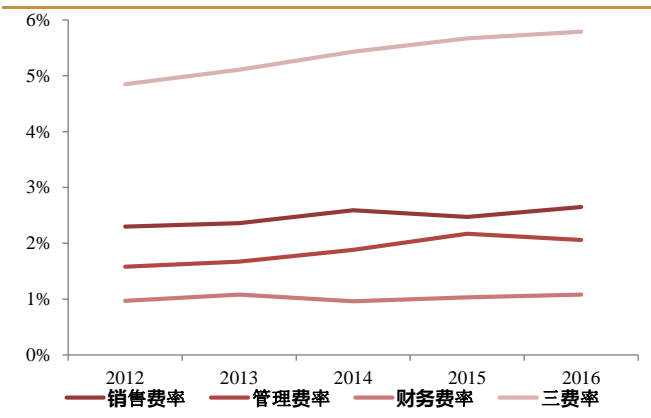
图 7：2012-2016 年公司营业收入增长趋势


数据来源：公司公告，西南证券整理

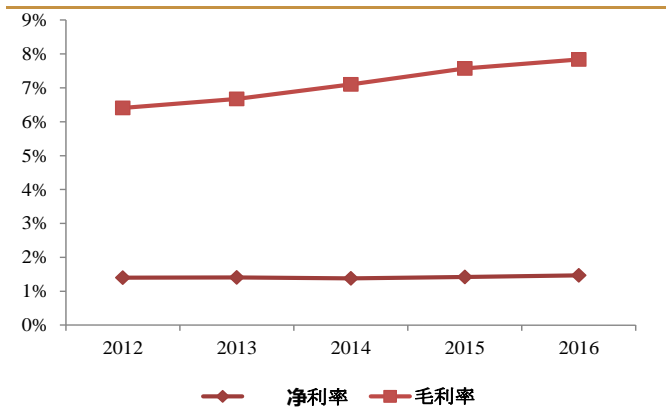
图 8：2012-2016 年公司归母净利润增长趋势


数据来源：公司公告，西南证券整理

从期间费用率来看，公司经营管理能力较强，管理费率出现明显下降，三费率增长趋缓。从盈利能力来看，公司毛利率稳步上升、净利率保持稳定。

图 9：公司期间费用率概况


数据来源：公司公告，西南证券整理

图 10：公司毛利率与净利率概况


数据来源：公司公告，西南证券整理

我们认为药品毛利率上升主要是公司加大与优质供应商的合作力度，以及创新营销模式，提升营销能力，大力拓展终端业务所致。根据我们的判断，随着客户不断优化及策略调整，药品领域的毛利率仍有上升空间。保健品业务也是 2012-2016 年毛利率及利润均出现上升的领域，但是由于其全面拓展母婴、食品、化妆品、日用品等业务毛利率相对较低，故对于该领域的判断是收入增速将快于毛利增速。中药材及医疗器械的毛利率有所下滑，均与产品结构调整有关，但都在布局下游业务，预计毛利率有逐渐回升趋势。

1.4 竞争优势：“快批”起家，物流配送实力为业内翘楚

由于医药流通公司多为计划经济时代的医药配送站发展而来，目前，市场上大部分医药流通龙头均为国企背景。在全国收入规模排名前十的医药流通公司中，仅九州通和华东医药为民营企业，在已实现全国布局的四家公司中，九州通为唯一的民营企业。

表 2：全国医药流通前十大企业概况

	资本锁定情况	主营业务收入 (商务部口径, 亿元)	体制	主要业务区域	专注市场
中国医药集团	国药控股、国药一致、国药股份	2988	国有	全国 (已覆盖全国 30 余个省份)	医院市场
华润医药	华润医药	1146	国有	全国 (已覆盖 10 省份, 优势区域为北京、湖南、山东、广东、河南等)	医院市场
上海医药	上海医药	1138	国有	全国 (已覆盖 20 余个省份, 优势地区为华东、华北)	医院市场
九州通	九州通	616	民营	全国 (已覆盖全国 30 余个省份)	快批, 正在逐渐向医院渗透
广州医药	白云山	362	国有	广东	医院市场
南京医药	南京医药	266	国有	江苏、安徽、福建	医院市场
中国医药	中国医药	257	国有	北京、广东、河南、河北、湖北、新疆、江西	医院市场
康德乐		254	外资	上海	医院、药店
华东医药	华东医药	254	民营	浙江	医院市场
安徽华源	曾属华润医院	210	国有	安徽	医院市场
重庆医药	ST 建峰	243	国有	重庆、四川、云南、贵州	医院市场

数据来源：商务部，各公司网站，西南证券整理

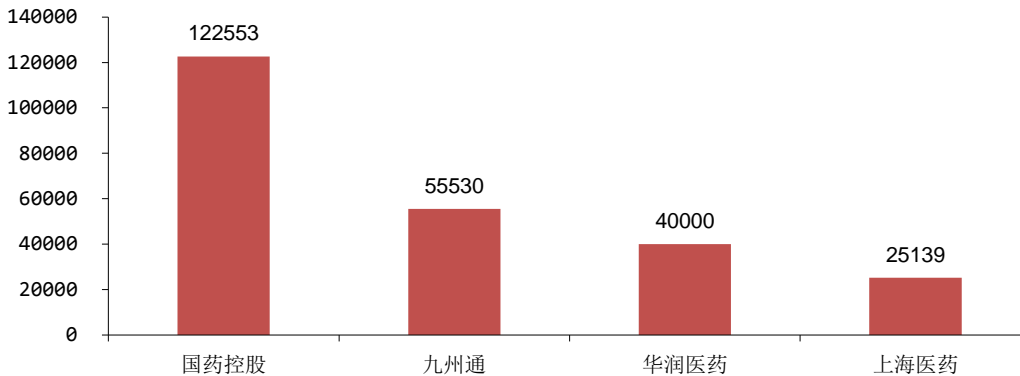
在创始之初，为了在激烈竞争的医药流通市场占有一席之地，九州通在行业中率先开创“快批”模式，与传统经营模式相比，该模式专注基层及零售市场、价格形成机制更为市场化、客户数量多且分布分散、需求多元化，对物流配送效率提出更高要求。

表 3：九州通“快批”模式与传统医院经营模式的对比

经营模式比较	九州通“快批”模式	传统医院经营模式
目标市场	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	以中高端医疗机构（二级以上医院）为主
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	以处方药为主，处方药占较大比重
价格形成机制	价格由市场供求关系决定	价格在招标环节确定
资金周转速度	资金周转速度较快，一般在一个月以内	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，因此需要提供差异化、精细化、高频率的物流配送服务	客户较为集中，需求量大，配送服务的差异化较小

数据来源：公司公告，西南证券整理

2016 年末，公司在医疗机构的终端覆盖数达 55530 家（占全市场比例约 6%），其中二级及以上医院客户达 3780 余家（占全市场比例 36.2%），二级以下基层医疗机构客户达 51750 余家（占全市场比例约 6%）。我们估计其覆盖的零售终端数量多于医疗机构终端。多而分散的客户布局体现出公司高效的物流系统，目前，公司在全国完成 30 个省级物流中心（仅剩宁夏银川未覆盖）和 54 个地市级物流中心的布局工作。其物流体系以九州通以及下属子公司为中心，有效配送范围为 200 公里，超过 200 公里范围以外的客户也可以在 24 小时内送达。公司快捷的配送速度、宽域的服务半径以及完备的物流体系为公司批发、零售业务提供了强有力的支撑。

图 11： 四家全国性医药流通公司医疗机构覆盖情况（家）


数据来源：西南证券整理

2 批发业务：受益行业变革，各终端均迎来发展机遇

随着医改的推进，2017 年为医药流通行业剧变之年。我们认为医改政策中对流通行业产生直接影响的主要为两票制政策、分级诊疗政策及医保控费相关政策。医药流通行业将呈现行业集中度提升、细分市场增速分化、市场化程度提高三个变化，九州通通过前期的业务布局，各细分市场的业务均本轮行业变革中迎来发展机遇。

表 4：九州通在医药行业变革中的机遇

	政策内涵	推行进度	对医药流通的影响	九州通的机会
两票制	药品生产企业到流通企业开一次发票，流通企业到医疗机构开一次发票	目前仅有上海、江西、河南、新疆、西藏、北京、山东未发布相关文件，预计 2017-2018 为政策落地高峰期	行业集中度提升，未来格局呈“4+X”	为覆盖全国的流通企业，上游对接与终端覆盖能力强，迎来行业整合机遇
分级诊疗	按照疾病的轻、重、缓、急及治疗的难易程度进行分级，不同级别的医疗机构承担不同疾病的治疗，实现基层首诊和双向转诊	截至 2016 年底，4 个直辖市和 266 个城市开展了分级诊疗试点，2017 年的目标是扩大到 85% 以上的地市	药品终端增速出现分化，二级以上医疗机构增速放缓、基层及零售药店增速加快	基层、药店占收入比例 30%（为公司直接客户，不含调拨客户所覆盖的基层医疗机构和药店）以上，将承接终端格局变动带来的增量
医保控费	医药分家政策：降低药占比、取消药品加成； 医保支付改革：推进按病种付费、信诚以“医保支付价”为主导的价格体系	2017 年全国范围内取消药品加成； 国家级医保支付改革意见已出台，各省正在筹备省级方案	药品成为成本中心，医院对上游的服务质量、效率提出更高的要求，民营企业迎来发展机遇	有望凭借高质量、高效率的服务进一步打开医院市场

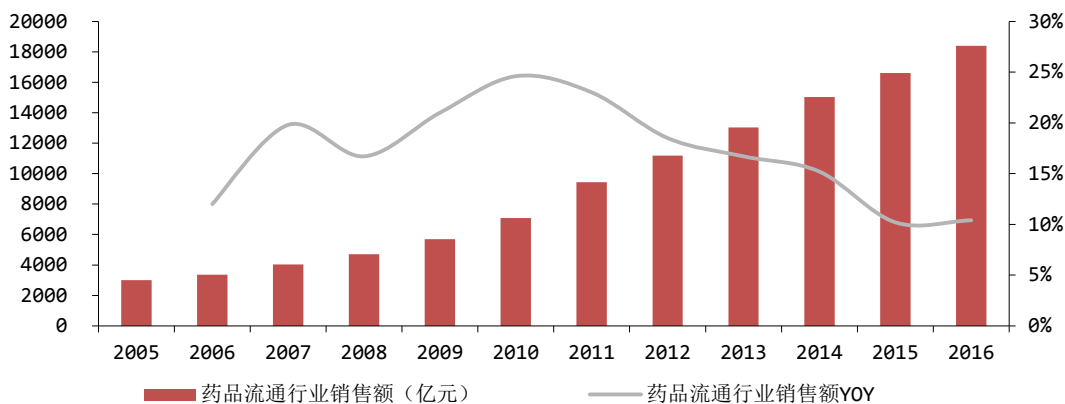
数据来源：西南证券整理

2.1 基层终端：受益分级诊疗带来的政策红利

2016年，我们估计公司基层（二级以下医院）、零售药店终端占公司批发业务的比重约32%左右。目前，在分级诊疗的政策催动下，该细分市场增速呈现出明显的加速，而二级以上医疗机构终端的增速则趋缓。

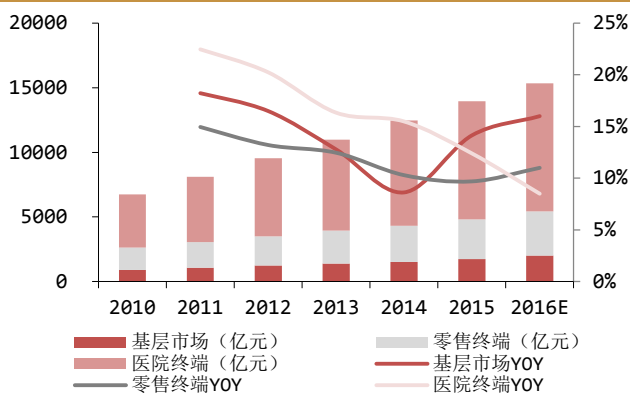
在医保控费的背景下，近年来医药流通市场的行业增速稳定在10%左右。但随着分级诊疗政策的推进，国内药品市场的终端格局体现出分化趋势。从南方所2016年的终端数据来看，医院终端的药品销售增速下降至8%左右，而基层终端药品增速提升至16%，二者的增速差距明显加大。

图 12：医药流通行业规模及增速



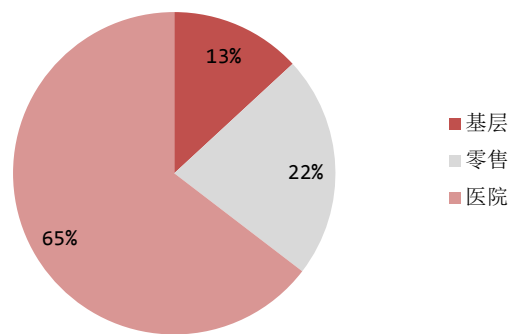
数据来源：商务部，西南证券整理

图 13：医院、基层及零售终端市场规模情况（亿元）



数据来源：wind、南方所、西南证券整理

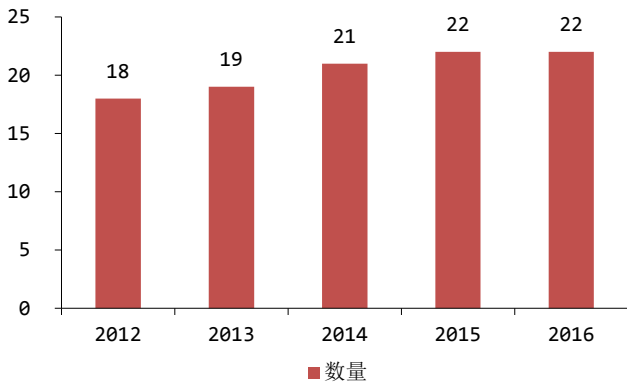
图 14：医院、基层及零售终端市场情况



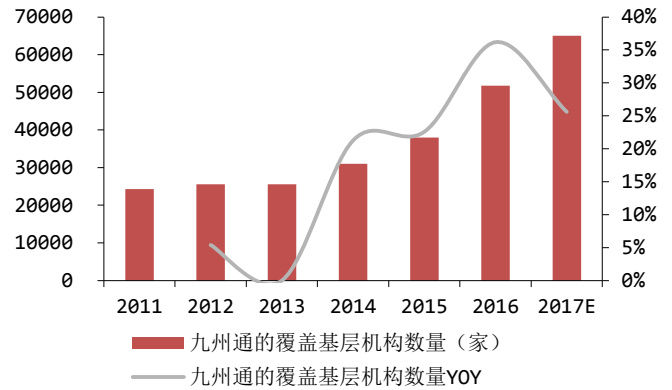
数据来源：wind、南方所、西南证券整理

基层终端为公司的优势区域。公司近年来积极参与各省市基药配送资格招标，截至2016年末，在已公布基本药物配送资格的31个省（市、区）中，除宁夏、河北、海南、贵州、云南、青海、湖南、西藏和陕西由于尚未设立子公司或子公司营业时间不久未能赶上招标窗口期外，公司共获得了22个省市的配送资格、累计取得1089个区县配送权。我们预计随着2017年各省份新标的陆续切换，公司将取得更多省市的基药配送资格。

公司亦不断加强对基层医疗机构的覆盖面，2016 年布局明显加快，相对 2015 年增加 13750 家，增速达到 36%。截至 2016 年年末覆盖基层医疗机构家数为 51750 家，预计 2017 年公司将继续加强基层医疗机构覆盖，覆盖数有望达到 65000 家。

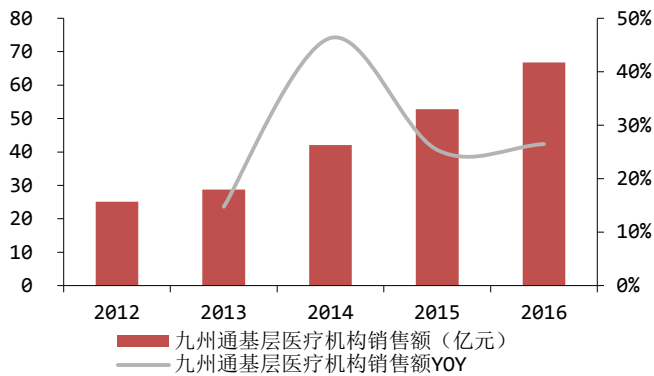
图 15: 公司获得的基药配送资格的省市数


数据来源: 公司公告、西南证券整理

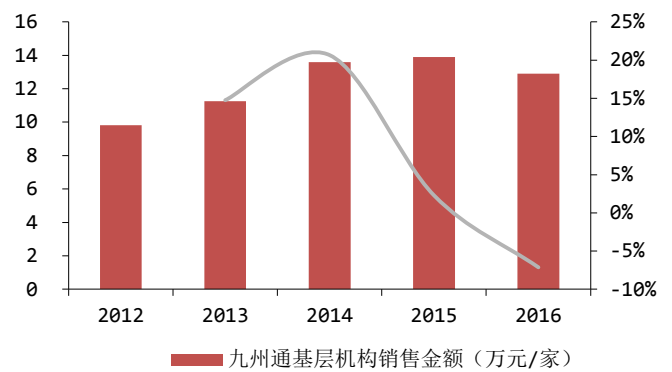
图 16: 公司覆盖的基层医疗机构数量 (含一级医院) 及增速


数据来源: 公司公告、西南证券整理

近年来公司的基层医疗机构的销售额亦呈上升趋势，2016 年为 67 亿元 (含税)，同比增长 26.5%。由于 2016 年的快速布局，单家基层医疗机构的销售金额略有下滑，但我们认为随着分级诊疗对基层终端的扩容及新开发机构的业务成熟，单个机构的销售额将提升。

图 17: 公司基层销售金额 (含一级医院) 及增速


数据来源: 公司公告、西南证券整理

图 18: 公司对其覆盖的基层医疗机构销售金额


数据来源: 公司公告、西南证券整理

基层医疗机构 2016 年的市场规模约 2000 亿元 (含税销售额)，预计未来 5 年复合增速约 15%，公司目前市占率仅 3-4%，扩展空间巨大。基层为公司的优势区域，我们估计公司目标份额可做到 20%。我们认为公司未来 3 年在基层医疗机构领域的收入复合增速在 30% 左右。理由如下：

公司对基层医疗机构覆盖数量增加。我们预计未来 3 年覆盖数量仍有 20% 以上增长，2019 年对基层医疗机构的覆盖比例达到 70% 左右；

已覆盖机构单体的销售金额提升。我们预计未来 3 年单个医疗机构的销售额增速约 10%。一方面分级诊疗政策推动患者资源下沉且激发潜在的用药需求，导致市场扩大；另一方面公司新开发的基层医疗机构逐渐成熟上量。

2.2 二级以上医疗机构终端：行业进一步“市场化”，公司业务上量迅速

2016 年，公司二级以上医疗机构终端占公司批发业务比重约 19%。

二级以上医疗机构市场为医药流通的主战场，占药品终端的比重约 70%。过去的采购体系中，医院药品定价已在招标环节确定，医院通过药品加成赚取利润，无成本压力，对上游服务质量要求较低，流通公司仅承担配送与垫资功能，向医院提供的服务质量与效率未体现出明显的差异化。但近期随着医改的推进，医疗机构面临“控费压力”，尤其是“按病种支付”等医保支付方式改革将药品变成医院的成本中心，药品定价不再是通过招标一锤定音，医药流通公司的质量与效率逐渐成为核心竞争力，行业进一步“市场化”。

表 5：医院诉求随医改进程发生变化

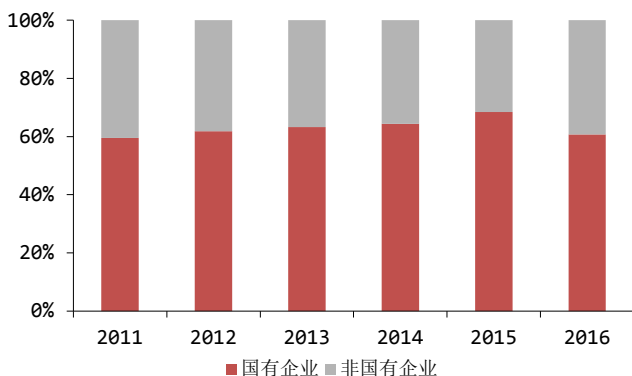
	过去	现在
政策演进	招标定价，保留加成	医保控费：控制药占比、取消药品加成、医保支付改革
医院药房角色	利润中心	成本中心
公立医院诉求	无成本压力，对上游服务质量要求低	追求降低成本、提升效率、运营模式市场化
对流通商的诉求	配送、垫资	配送、垫资、关注价格及增值服务

数据来源：西南证券

由于国有企业与医院具备历史业务粘性、资金实力雄厚，在医药流通市场中占据主导地位，2015 年之前，国有企业在医药流通市场的市占率处于不断提升的趋势，2016 年国有企业的市占率约 52%，我们估计在医院市场中其市占率接近 70%。九州通虽已覆盖全国，但业务领域主要集中在基层、药店终端的纯销及调拨。

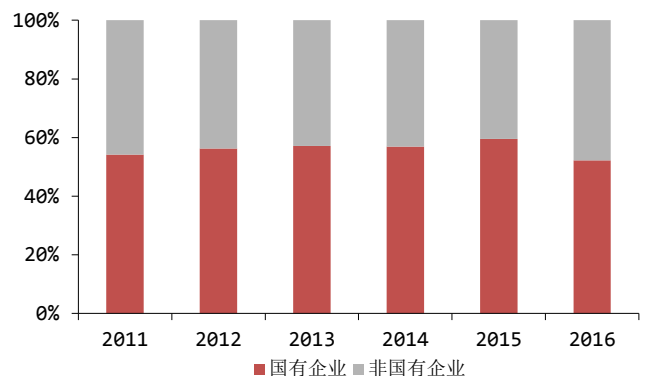
2016 年，随着医改政策的落地，民营企业迎来发展机遇。且 2016 年部分省份新一轮招标完成，区域内的配送资质重新分配，民营企业凭借其高效的业务执行能力及优质的服务，占比由 2015 年的 40.5% 提升至 47.8%。我们认为随着医改的推进，该趋势未来仍将持续，九州通作为高效运转的民营企业，将迎来发展机遇。

图 19：国内医疗流通行业收入国有/非国有格局



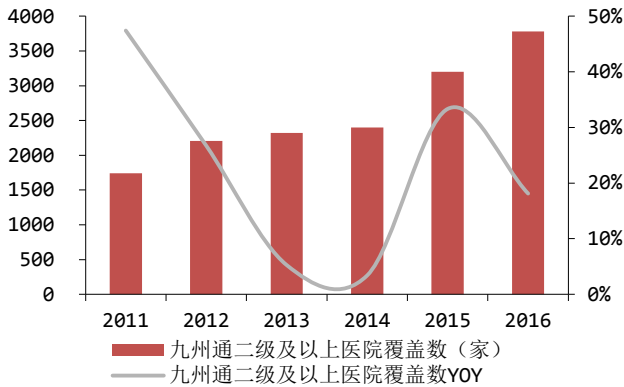
数据来源：商务部，西南证券

图 20：国内医疗流通行业毛利国有/非国有格局

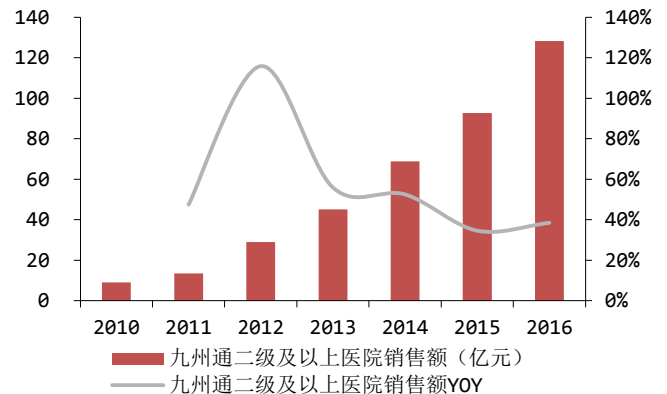


数据来源：商务部，西南证券

公司从 2010 年开始开拓中高端医院市场（即二级及以上医疗机构），2015 年布局速度明显加快，近年来在二级以上医疗机构销售额增速维持在 40% 左右。

图 21：公司在二级及以上医疗机构覆盖情况


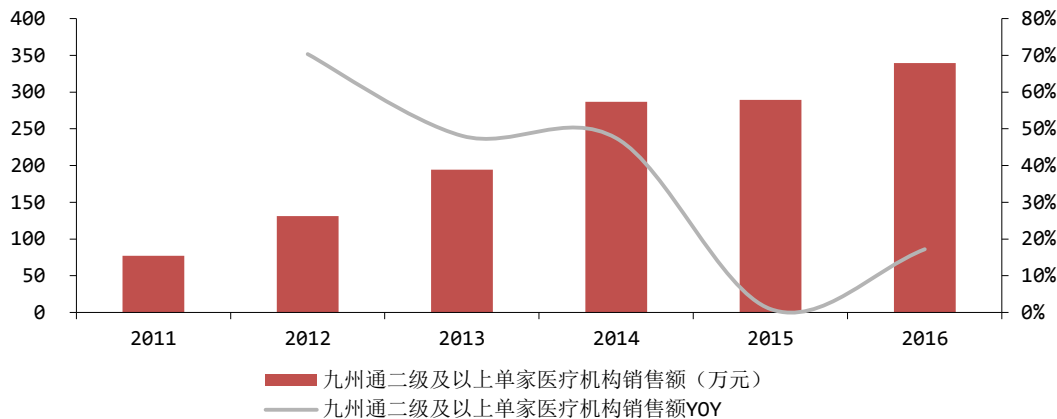
数据来源：商务部，西南证券

图 22：公司在二级及以上医疗机构销售额及增速


数据来源：商务部，西南证券

我们认为公司在二级以上医疗机构的机会主要集中在以下几个方面：

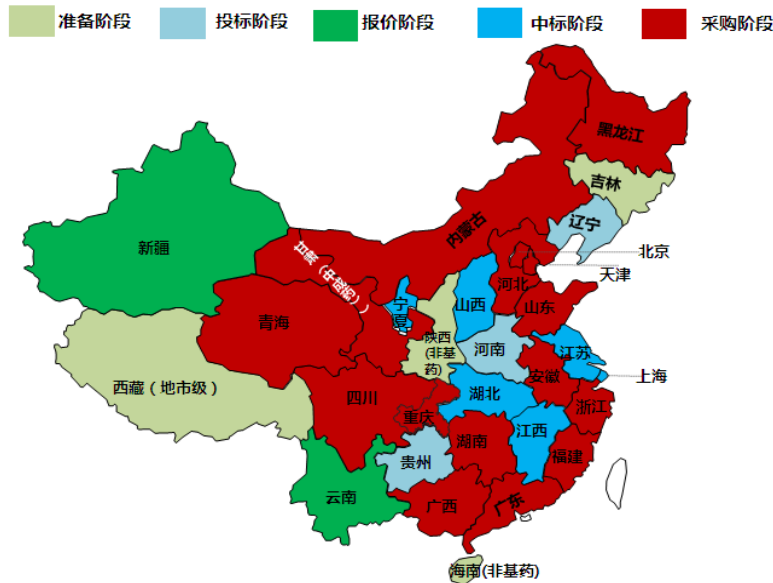
- **加大布局力度，提升医疗机构覆盖数及单个医院销售额。**我们估计三级医院采购额为 6-10 亿元、二级医院采购额为 3-5 亿元，而公司 2016 年单家医院销售额仅为 340 万元，未来还有较大上量空间。

图 23：公司二级及以上单家医疗机构销售额


数据来源：西南证券

- **新标执行期，公司业务迎来放量契机。**2017 年为新标执行的大年，约有一半的省份已步入采购阶段，医疗机构的药品品种迎来洗牌，对流通商的配送资质亦将重新分配，随着各地区陆续切换新标，公司在二级及以上医疗机构的业务迎来放量契机。

图 24: 各省份公立医院省级招标进度



数据来源：华招网，西南证券整理

- 借“两票制”契机进行行业整合。在“两票制”风暴下，部分规模较小、上游品种对接能力弱的流通公司面临压力，公司可借机收购部分具备医疗机构渠道的小型流通企业，加快开拓医疗机构终端。相对其它尚未完成全国布局的医药流通公司来说，公司已完成省级平台的建设，物流体系已搭建完善，有利于并购业务放量，新发展的医院业务对公司而言为纯增量，对成本亦有摊薄效应，净利率能够在短时间内达到稳定的水平。

表 6: 各省两票制文件最新动向 (更新截止至 2017.6.15)

类型	医改试点省份	非医改试点省份
早已先行	福建	-
正式稿	安徽、青海、重庆、四川、湖南、陕西	甘肃、海南、辽宁、贵州、山西、黑龙江、广西、河北、湖北
意见稿	浙江、江苏	内蒙古、吉林
流传稿	宁夏	天津 (意见稿)、广东 (意见稿)、云南
暂未发布文件	上海	江西、河南、新疆、西藏、北京、山东

数据来源：西南证券整理

我们预计公司在二级以上医疗机构的增速维持在 30% 以上。

2.3 零售药店终端：受益于医药分家、两票制、税收规范化

我们估计公司 2016 年零售药店终端收入规模约 130 亿元，占公司批发业务比重约 21%。过去几年增速约 20-25%。公司在零售药店终端的发展机遇主要体现在医药分家、两票制政策及零售药店行业的税收规范。

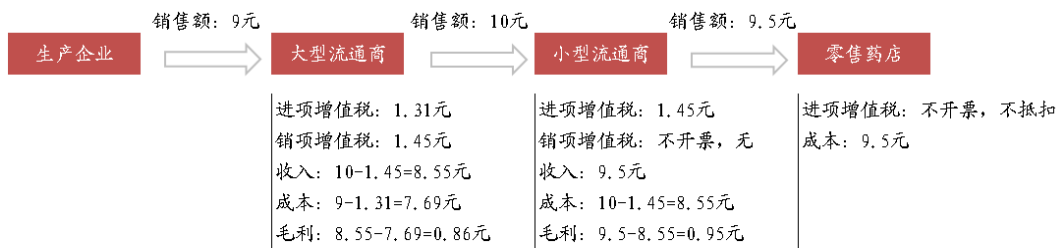
与基层医疗机构类似，零售药店作为医院处方外流的承接者，行业增速体现出加快趋势，据南方所的统计，其 2016 年的增速约 10%，相对 2015 年同比提升约 1.5 个百分点。零售药店终端亦为公司的优势终端，将受益于医药分家。

在“两票制”政策推行及税收规范之前，大部分运营不规范的零售药店主要通过小型流通商渠道采购药品，由于不开票，小型流通商的销售价格一般低于规范运营的大型流通商，零售药店的采购成本相对较低。

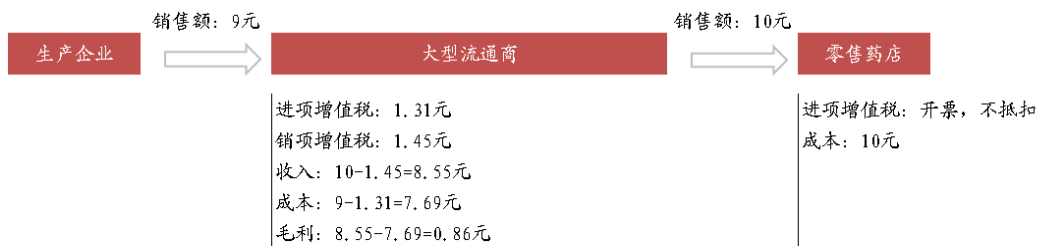
而在“两票制”及税收规范后，小型流通商对零售药店的价格优势便不复存在，且大量不规范的小流通商被淘汰/规范，大型流通商的规模、效率优势将得到体现。零售终端的医疗流通行业集中度亦将提升。

图 25：“两票制”前后大型流通商、小型流通商、小规模零售药店的税收及成本测算

“两票制”前大型流通商、小型流通商、不规范的零售药店的税收及成本计算



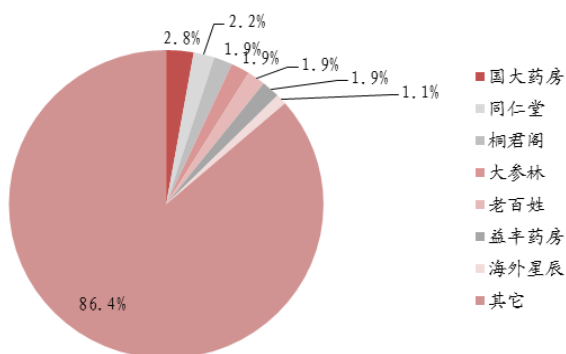
“两票制”后大型流通商、零售药店的税收及成本计算



数据来源：公司调研，西南证券

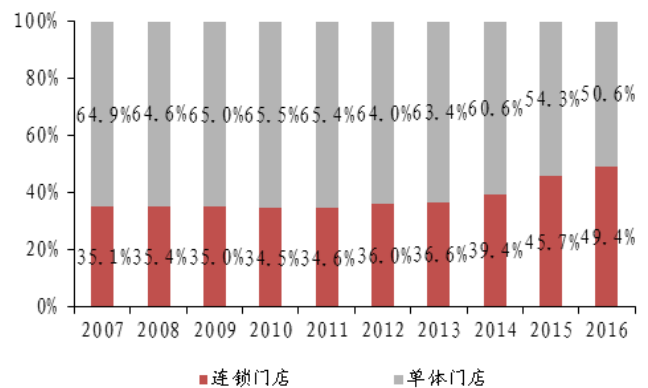
此外，下游零售行业集中度的提升亦将带来上游的集中化。在两票制及税收规范的背景下，单体药店的税收成本压力加大，连锁药店比例不断提升，按照商务部统计 2016 年零售连锁率约为 49.4%，同比提升约 3.7 个百分点，行业逐渐向规范运营的连锁药店集中。

图 26：国内零售药店格局分散（2016）



数据来源：商务部，西南证券整理

图 27：国内连锁药店比例不断提升



数据来源：商务部，西南证券整理

零售终端 2016 年的市场规模约 3400 亿元 (含税销售额), 预计未来 5 年复合增速约 12%, 公司目前市占率仅 4-5%, 扩展空间巨大。零售终端为公司的优势区域, 我们估计公司目标份额可做到 20%。

相对其它流通企业, 公司在零售市场的配送上具备先天优势, 随着下游的规范与集中度提升, 我们认为公司将是零售终端流通整合的最大受益者, 2017 年为两票制政策落地的关键之年, 预计公司在零售终端的增速将显著提升, 未来 3 年增速维持在 30% 以上。

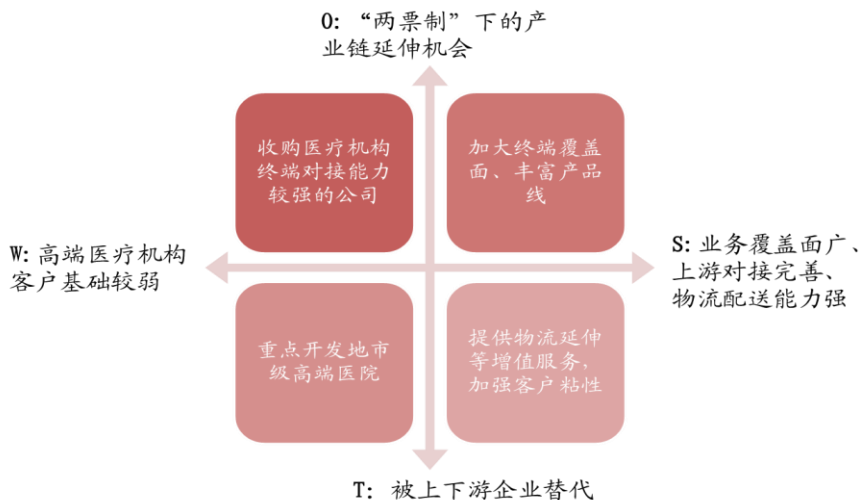
2.4 调拨业务：产业链下移，实现渠道聚拢，占比逐渐下降

我们估计 2016 年公司调拨业务占批发收入的比例约 45%，调拨业务的下游主要是小型流通企业。

我们对公司的调拨业务进行了 SWOT 分析, 在“两票制”背景下, 公司调拨业务的机遇和挑战共存。“两票制”推行后, 调拨业态迎来转型机遇, 公司为全国第四大流通企业, 规模优势突出, 在行业整合中扮演“整合者”的角色, 可在调拨的基础上进行产业链上下游延伸, 以完善之前较弱的二级及以上医疗机构终端布局, 即调拨业务向纯销转型。

市场担忧公司的调拨业务是否存在被上下游替代的风险, 我们认为: 公司在产业链中的角色主要为配送、分销。上游工业企业和下游的医疗机构、零售药店自建物流和分销体系的成本较大; 下游流通商规模较小, 对品种的对接能力有限, 物流覆盖能力也有限, 难以替代公司“多品种分销、高效率配送”的功能; 公司的调拨业务大比例将被自身的纯销业务替代。

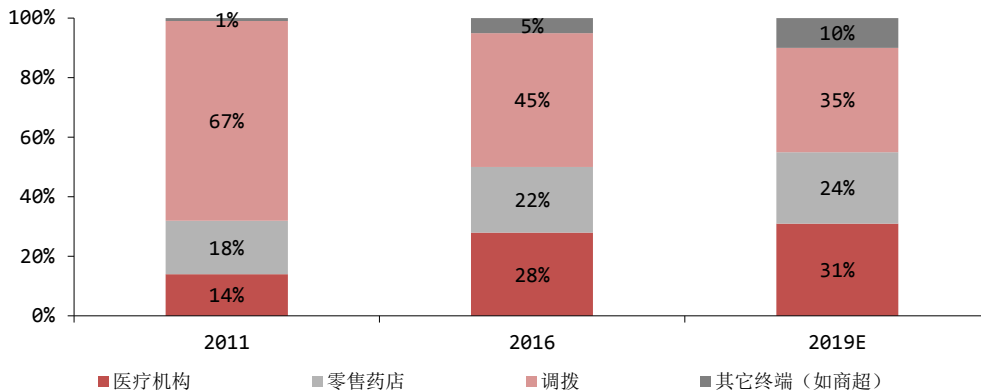
图 28：公司调拨业务在两票制背景下的 SWOT 分析



数据来源：公司调研，西南证券

近年来, 公司不断加大对零售、医疗机构的纯销比例, 调拨业务占收入的比例已由 2011 年的 67% 下降到 2016 年的 45%, 在“两票制”的冲击下, 预计比例仍将下降。

由于零售市场、医疗器械及耗材市场尚未实施两票制, 且大部分省份的基层医疗机构可允许“三票制”, 我们认为公司的调拨业务还将继续存在, 预计 2019 年调拨业务占收入的比重将收缩至 30% 左右, 未来 3 年该终端的增速维持在 10% 左右。

图 29: 预计公司调拨业务比重将维持下降趋势


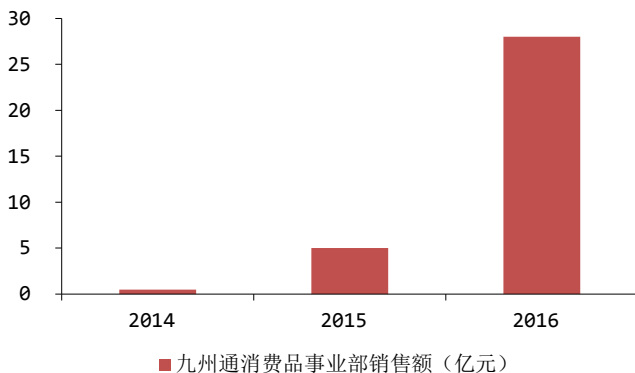
数据来源: 公司调研, 西南证券

2.5 消费品终端: 母婴产品上量迅速, 17 年或实现翻倍增长

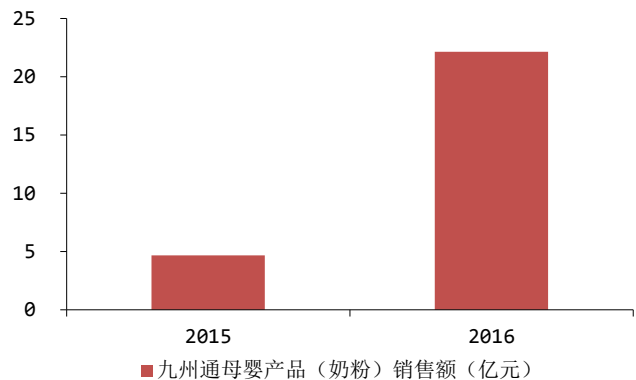
公司物流体系为业内翘楚, 同时在药店、基层医疗机构及商超领域的广覆盖赋予公司较强的消费品经销能力。公司于 2014 年成立消费品事业部, 主要产品为食品、保健品等, 渠道主要为商超、母婴超市等。

该事业部成长迅速, 我们估计 2016 年占公司批发收入的比例约 5%。其中母婴产品 (奶粉) 业务上量最为迅速, 我们认为原因主要在于母婴产品的流通监管要求较高, 公司的物流体系为药品流通体系, 并覆盖全国, 在承接母婴业务上具备优势。公司强化与战略品牌的深度合作, 在全国范围内布局雅培、惠氏等产品终端, 2016 年惠氏实现含税销售 12.89 亿元、雅培实现含税销售 7.08 亿元, 分别较 2015 年同期增长 2962.7% 和 170.93%。

由于基数较小, 我们预计该终端 2017 年或将实现翻倍的增长。

图 30: 公司消费品事业部销售额


数据来源: 商务部, 西南证券整理

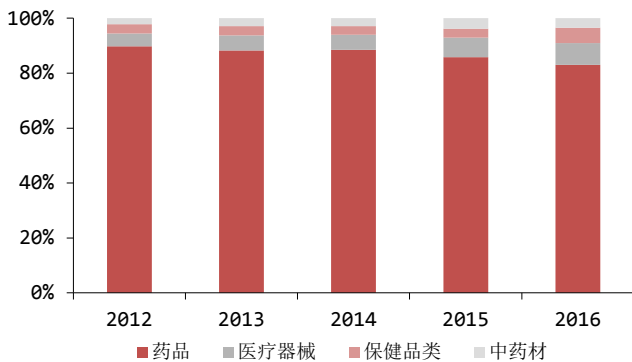
图 31: 公司母婴产品 (奶粉) 销售额


数据来源: 商务部, 西南证券整理

2.6 产品品类角度：药品业务增长加速，非药业务潜力大

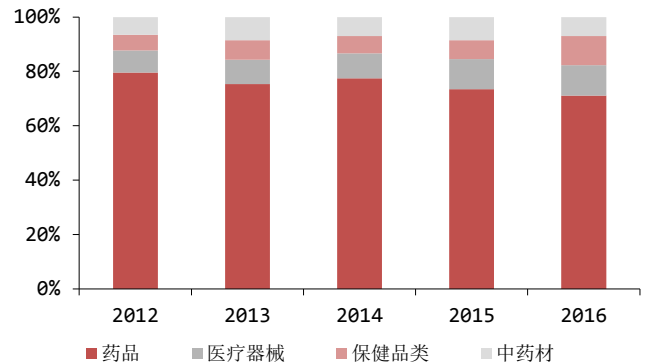
从经营具体品类来看，可分为药品、医疗器械、保健品及中药材。其中药品为公司收入主要来源，在 2016 年收入约为 510 亿元，占比约 83%，其次为医疗器械、保健品类及中药材；2012~2016 药品、医疗器械、保健品及中药材的复合增速分别为 18%、38%、36%和 34%，非药品领域业务增势喜人。

图 32：公司业务收入结构变化趋势（按品种划分）



数据来源：公司公告，西南证券整理

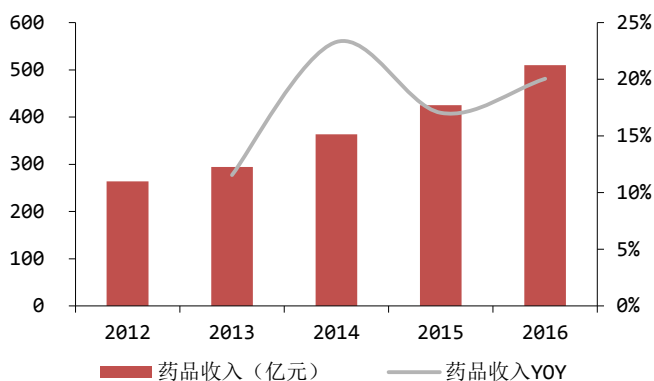
图 33：公司业务毛利润结构变化趋势（按照品种划分）



数据来源：公司公告，西南证券整理

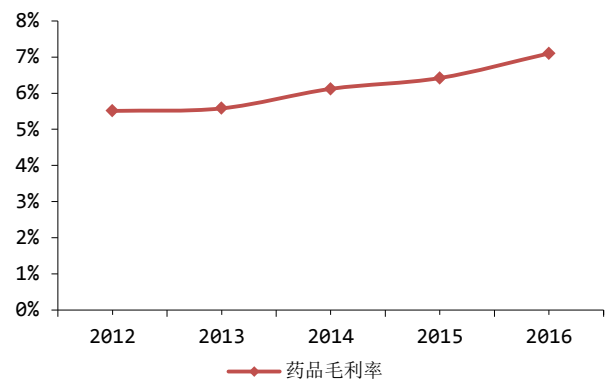
- **药品业务：**近年来增速维持在 20% 左右，2016 年呈现加速趋势，毛利率亦不断提升。我们认为主要原因在于加强医疗机构终端扩展、直接对终端的纯销比例提升所致。在行业集中度提升、终端变革加剧的背景下，我们认为未来该趋势还将继续。

图 34：公司药品业务收入及增速



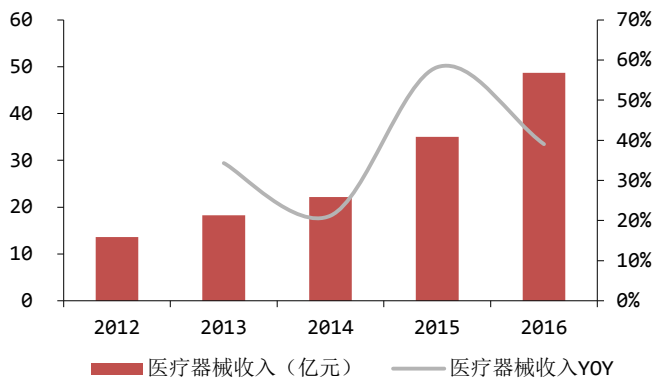
数据来源：公司公告，西南证券整理

图 35：公司药品业务毛利率

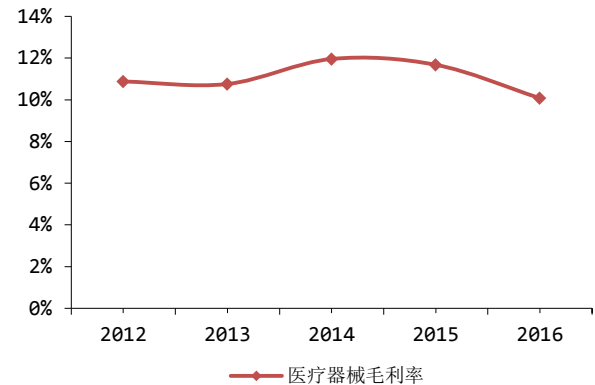


数据来源：公司公告，西南证券整理

- **器械业务：**公司一方面通过搭建器械的物流平台和医院转配送业务；另一方面，也在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。公司于 2015 年对医疗器械经营管理进行创新，原集团医疗器械事业部改组为“九州通医疗器械集团有限公司”，下设 17 家区域公司医疗器械部也相应成立区域医疗器械公司，医疗器械板的业务独立性及对外合作能力大大增强。整合后公司的医疗器械业务加速成长，2015-2016 年增速均保持在 40% 左右。

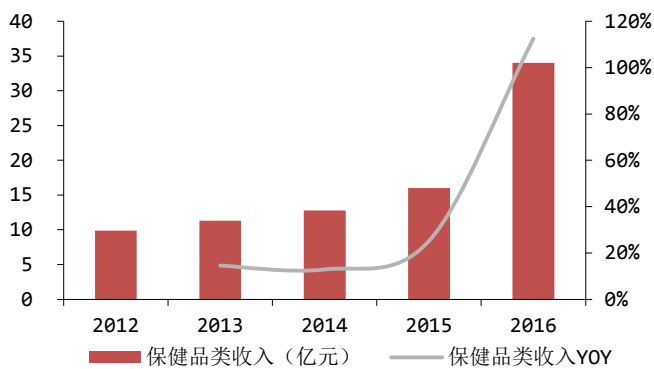
图 36: 公司器械业务收入及增速


数据来源: 公司公告, 西南证券整理

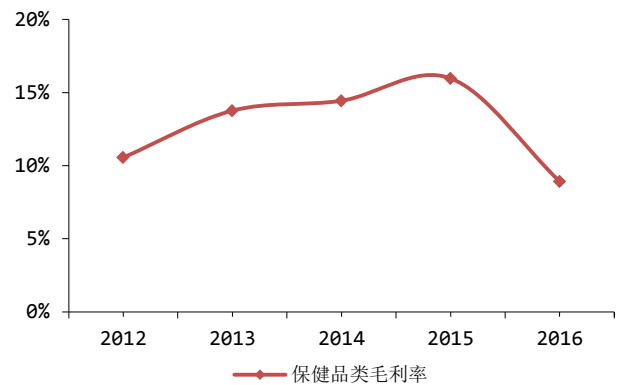
图 37: 公司器械业务毛利率


数据来源: 公司公告, 西南证券整理

- **保健品业务:** 随着母婴产品的放量, 保健品业务处于高速成长期。2016 年毛利率下降较多的主要原因是毛利率较低的母婴业务占比大幅提升所致。

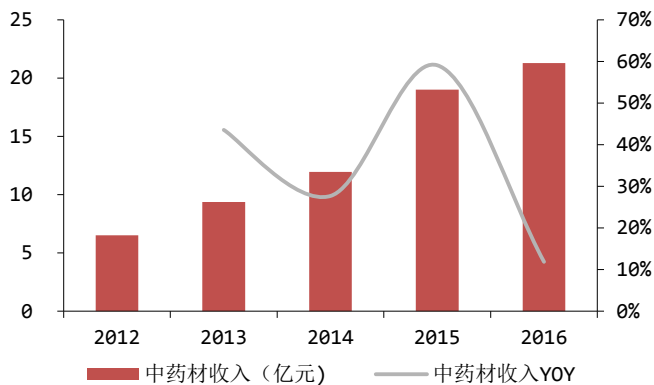
图 38: 公司保健品业务收入及增速


数据来源: 公司公告, 西南证券整理

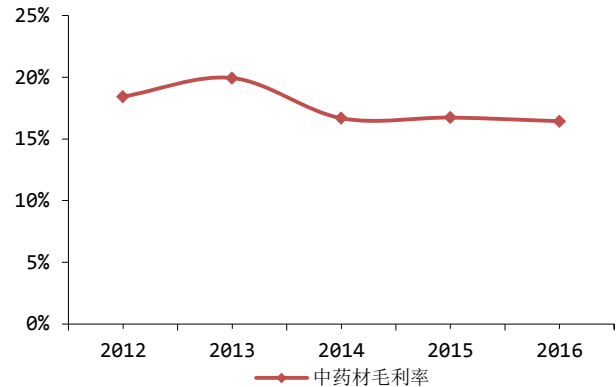
图 39: 公司保健品业务毛利率


数据来源: 公司公告, 西南证券整理

- **中药材与中药饮片:** 公司的业务涵盖中药材种植、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、中药材电商等环节。目前已拥有 28 个中药材品种种植基地, 其中 11 个种植基地已通过国家 GAP 认证。截至目前共建成 10 家标准煎药中心, 其中 9 家投入运营, 与各地 100 余家医疗机构建立了煎药合作关系。2016 年受 2015 年同期代理分销的阿胶业务大幅增长的高基数影响, 中药材与中药饮片业务收入增速略有下滑, 预计 2017 年将恢复至 30% 以上的水平。

图 40: 公司中药材与中药饮片收入及增速


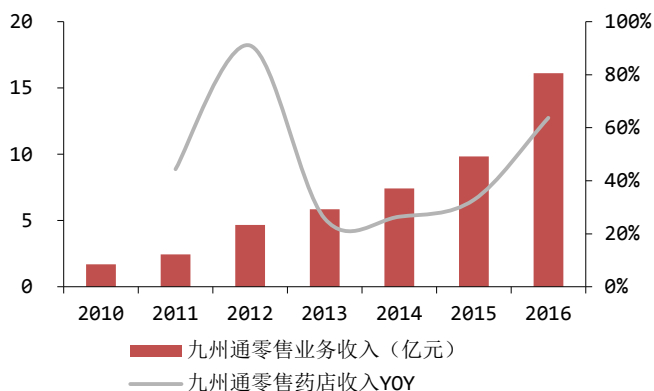
数据来源: 商务部、西南证券整理

图 41: 公司中药材与中药饮片毛利率


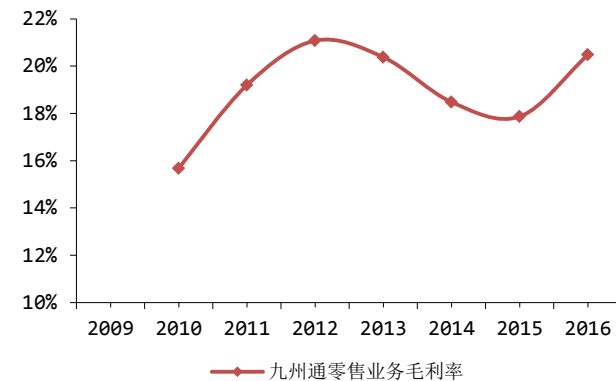
数据来源: 商务部、西南证券整理

3 零售业务: 加强资源整合, 电商业务放量迅速

公司在零售领域的业态主要有传统门店业务和电商业务。随着好药师线上业务的放量, 今年来收入增速和毛利率均体现出提升趋势。

图 42: 公司零售业务收入及增速


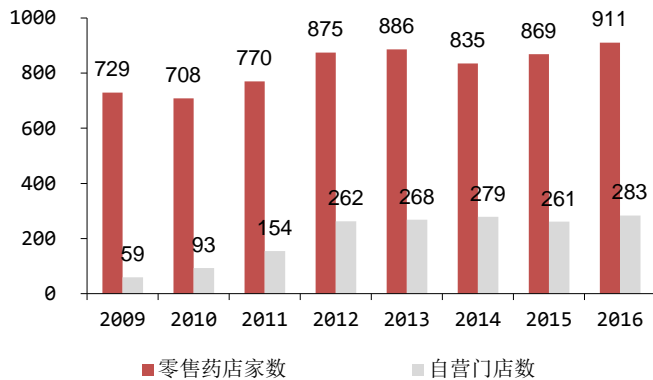
数据来源: 公司公告、西南证券整理

图 43: 公司零售业务毛利率


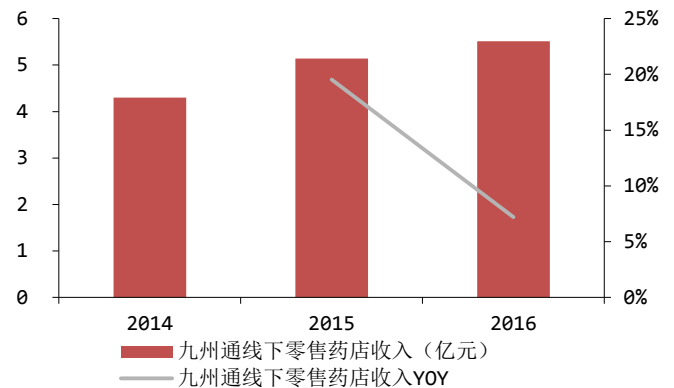
数据来源: 公司公告、西南证券整理

3.1 传统门店业务: 门店数量趋于稳定, 保持稳健增长

近年来公司线下传统门店的数量趋于稳定, 自营门店的扩张增速约 5%, 加盟门店数量则稳定在 600 家左右。扣除好药师 B2C 业务后, 2016 年公司线下零售药店实现收入约 5.5 亿元, 同比增长 7.2%。我们预计未来公司线下零售药店业务将维持 10% 左右的稳健增长。

图 44: 公司零售药店数量概况


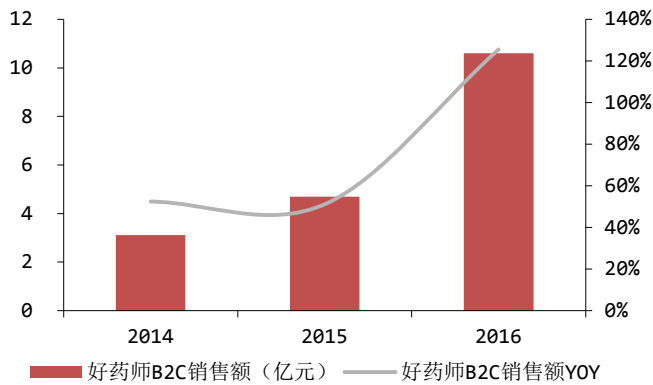
数据来源: 公司公告, 西南证券整理

图 45: 公司线下零售药店收入及增速


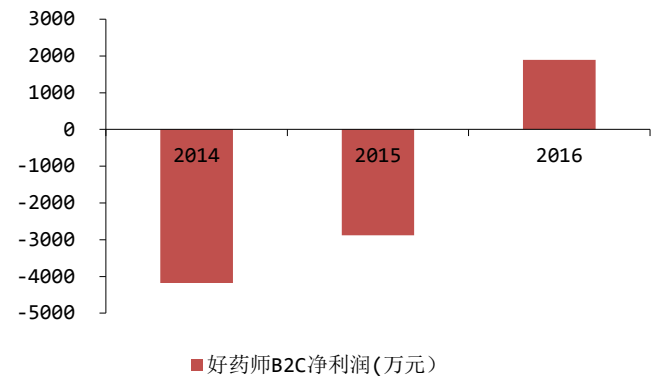
数据来源: 公司公告, 西南证券整理

3.2 电商业务: 整合线上资源, 搭建大健康服务平台

我们认为电商业务为公司在零售领域的主要看点。公司重视精准流量来源的获取和优质渠道的合作, 同时强化内部管理促进人均效能提升, 并不断开拓智慧药房和海外购业务, 好药师 B2C 电子商务业务增长加快, 实现含税销售 10.6 亿元, 同比增长 125.53%; 实现净利润 1896 万元, 扭亏为盈, 带动公司零售板块整体增速加快。

图 46: 好药师 B2C 业务销售额及增速


数据来源: 公司公告, 西南证券整理

图 47: 好药师 B2C 业务净利润概况


数据来源: 公司公告, 西南证券整理

2016 年, 公司加强整合内部资源, 有效整合好药师网上药店 (B2C)、海外购、武汉麦迪森电子商务有限公司 (O2O)、九州通健康管理有限公司、远程医疗事业部等 5 个相对独立的互联网业务板块, 组建了健康 998 电商集团。

图 48：998 电商平台业务构成


数据来源：公司调研，西南证券

998 电商集团有望实现医疗服务、药品购买、健康管理健康需求闭环，各业务板块在闭环中的功能如下：

- **B2C 业务：好药师网上药店。**于 2011 年正式上线，提供线上药品购买，我们估计目前会员 1200 万人左右。2016 年好药师基本可以实现武汉、北京、上海、郑州、福州、济南、南京、芜湖、昆山、新疆、杭州、广州、天津等 13 个城市核心区域“24 小时送药、1 小时必达”的 O2O 服务，并通过渠道拓展先后引进全国一线大流量三方平台，包括百度外卖、美团外卖、京东到家等，创立三方平台引流的销售模式，为线上业务搭建了稳定的流量入口。
- **跨境电商业务：好药师海外购。**为好药师旗下跨境电商平台，主营类目包括健康营养、奶粉尿裤、母婴用品、个护美妆等。
- **O2O 业务：去买药 App 和“药急送”业务。**上线于 2014 年 9 月，支持用户根据定位寻找周边药店、买药、送药、问诊等功能。
- **互联网健康管理：“健康 998”App。**为用户做健康档案管理，提供线上咨询、挂号、陪诊、买药和用药指导等服务。
- **远程医疗事业部。**一方面，公司已经与郑州大学第一附属医院、华为、东华软件达成合作，共同设立互联网医疗与医疗大数据协同创新中心，开展互联网医疗、大数据、电子商务、远程医学监测设备等领域的技术开发与合作。另一方面，在 2016 年 2 月，公司获得湖北药监局批准，同意公司子公司好药师大药房连锁有限公司就武汉市中心医院门诊药房部分药品远程销售配送业务及探索处方药电子商务销售等领域进行探索试点。

我们认为：通过对内部资源的有效整合、板块间的相互引流，公司的零售电商业务将维持高速增长，且在医疗服务、健康管理、处方外流市场上具备发展潜力，多个增长点正在酝酿。

4 盈利预测与估值

4.1 未来 3 年盈利预测

假设 1：二级以上医疗机构覆盖数量的增速为 10%，单个医疗机构销量的增速为 20%；

假设 2：基层医疗机构覆盖数量的增速接近 20%，单个医疗机构销量增速为 10%，产品价格稳定；

假设 3：零售药店覆盖数量的增速接近 20%，单个药店销量增速为 10%，产品价格稳定；

假设 4：调拨业务处于收缩趋势，增速低于行业（行业增速约 10%），3 年后调拨业务占批发业务比例将降到 30%左右；

假设 5：好药师 B2C 业务基础小、持续放量，零售业务维持高速增长；

假设 6：受股权激励费用摊销影响，2017 年起管理费用率略有上调；

假设 7：由于定增事项尚未过会，具备不确定性，暂不考虑其影响；

假设 8：暂不考虑公司预计 2017 年内转让土地使用权所产生的收益。

表 7：九州通分业务拆分表

百万元	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
合计					
营业收入	49589	61557	76194	93336	115203
yoy	20.7%	24.1%	23.8%	22.5%	23.4%
营业成本	45834	56733	70215	85927	105964
毛利率	7.6%	7.8%	7.8%	7.9%	8.0%
医药批发					
收入	47748	58989	72910	89074	109596
yoy	20.4%	23.5%	23.6%	22.2%	23.0%
成本	44352	54729	67661	82616	101596
毛利率	7.1%	7.2%	7.2%	7.3%	7.3%
其中：					
二级以上医疗机构		10967	14257	18534	24094
yoy			30.0%	30.0%	30.0%
二级以下医疗机构		5708	7420	9646	12540
yoy			30.0%	30.0%	30.0%
零售药店终端		12820	16666	21666	28166
yoy			30.0%	30.0%	30.0%
调拨业务		26545	28669	30675	32823
yoy			8.0%	7.0%	7.0%
其它终端		2949	5899	8553	11975
yoy			100.0%	45.0%	40.0%

百万元	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
医药零售					
收入	984	1611	2255	3157	4419
yoy	32.9%	63.6%	40.0%	40.0%	40.0%
成本	809	1281	1792	2494	3491
毛利率	17.9%	20.5%	20.5%	21.0%	21.0%
医药工业					
收入	772	819	876	938	1003
yoy	29.1%	6.1%	7.0%	7.0%	7.0%
成本	631	641	701	750	803
毛利率		21.8%	20.0%	20.0%	20.0%
其它					
收入	85	139	152	168	184
yoy	21.6%	63.6%	10.0%	10.0%	10.0%
成本	42	82	61	67	74
毛利率	61.8%	92.7%	60.0%	60.0%	60.0%

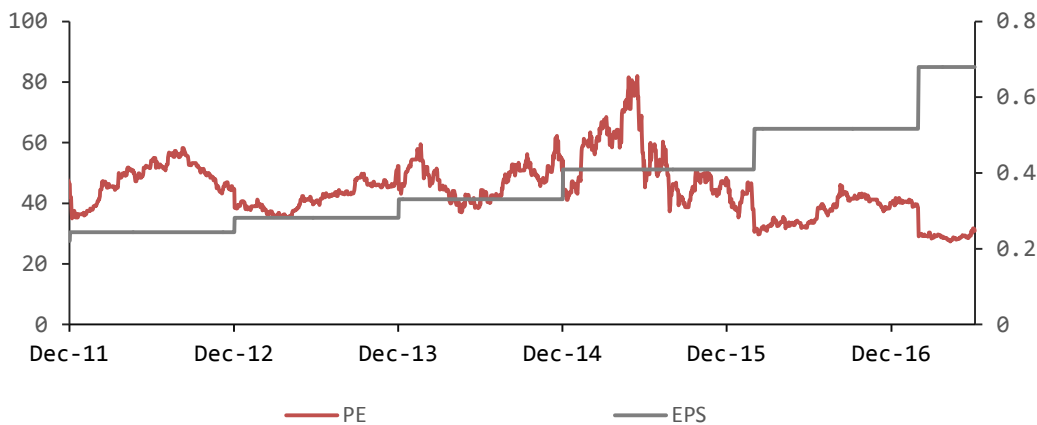
数据来源: wind, 西南证券

预计 17-19 年 EPS 为 0.68 元、0.91 元、1.21 元, 归母净利润增速维持在 30% 以上。

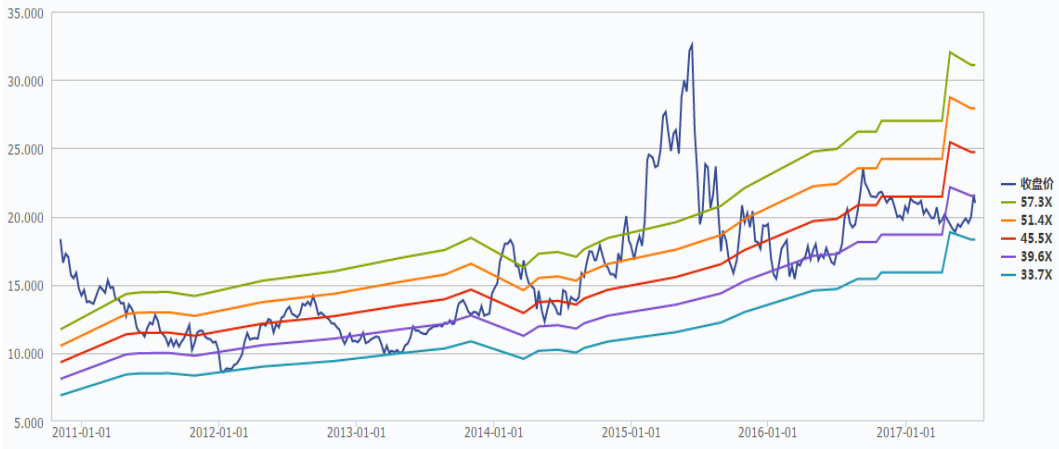
4.2 相对估值

当前股价对应公司 17-19 年 PE 分别为 31 倍、23 倍、17 倍, TTM 估值约 40 倍。历史估值对应当年 EPS 约 40 倍, TTM 估值约 50 倍, 当前估值处于历史估值低位。

图 49: 公司历史估值概况 (当年 PE, 前复权)



数据来源: wind, 西南证券

图 50: 公司历史估值概况 (TTM PE, 前复权)


数据来源: wind, 西南证券

2018 年 9 家医药商业上市公司的 PE 均值为 22 倍, 由于公司为民营企业中唯一实现全国布局, 终端市场的分布与产品品类扩充均有较大发展空间, 增速相对同业更快, 且布局医药电商、搭建大健康服务平台, 具备估值加分项, 我们认为给予其 2018 年 30 倍 PE 较为合理, 合理股价为 27.3 元, 维持“买入”评级。

表 8: 可比公司估值表

代码	简称	股价 (元)	每股收益 (元)				市盈率			
			16A	17E	18E	19E	16A	17E	18E	19E
行业均值							42.08	27.93	21.95	17.79
002589.SZ	瑞康医药	15.49	0.39	0.67	0.96	1.32	39.72	23.12	16.14	11.73
000028.SZ	国药一致	80.7	2.77	3.05	3.68	4.35	29.13	26.46	21.93	18.55
002462.SZ	嘉事堂	39	0.89	1.22	1.55	1.98	43.82	31.97	25.16	19.70
603368.SH	柳州医药	56.1	1.73	2.3	2.98	3.83	32.43	24.39	18.83	14.65
601607.SH	上海医药	28.66	1.19	1.36	1.56	1.79	24.08	21.07	18.37	16.01
600511.SH	国药股份	36.04	0.72	1.63	1.96	2.22	50.06	22.11	18.39	16.23
600713.SH	南京医药	6.99	0.15	0.22	0.28	0.34	46.60	31.77	24.96	20.56
603108.SH	润达医疗	15.73	0.36	0.73	0.95	1.12	43.69	21.55	16.56	14.04
603716.SH	塞力斯	93.46	1.35	1.91	2.51	3.26	69.23	48.93	37.24	28.67

数据来源: wind, 西南证券

4.3 绝对估值

我们对公司绝对估值的关键假设如下:

表 9: 绝对估值关键假设

假设项目	假设值
预测期年数	3
过渡期年数	5
过渡期增长率	22.00%

假设项目	假设值
永续期增长率	3.00%
无风险利率 Rf	3.40%
市场组合报酬率 Rm	11.02%
无杠杆 β	0.40
有杠杆 β	0.46
债务资本比重 Wd	50.00%
债务资本成本 Kd	6.00%
有效税率 Tx	25.00%

数据来源：西南证券

我们采用 FCFF 模型对公司进行的估值结果为 18.91 元/股。但由于绝对估值各参数对股价弹性较大，我们采用相对估值结果。

表 10：绝对估值敏感性测试

	4.20%	4.70%	5.20%	5.70%	6.20%	6.70%	7.20%
1.5%	21.23	16.98	13.88	11.53	9.68	8.19	6.97
2.0%	26.42	20.43	16.32	13.32	11.05	9.26	7.83
2.5%	34.66	25.45	19.66	15.68	12.79	10.59	8.86
3.0%	49.75	33.42	24.51	18.91	15.07	12.27	10.14
3.5%	86.32	48.01	32.22	23.61	18.19	14.48	11.77
4.0%	303.39	83.37	46.33	31.06	22.74	17.50	13.91
4.5%	(209.42)	293.28	80.54	44.72	29.95	21.90	16.83

数据来源：西南证券

5 风险提示

- **“两票制”、“分级诊疗”、“医药分家”政策出台及推进速度或不及预期：**尽管我们认为公司将受益于“两票制”、“分级诊疗”、“医药分家”等政策，但仍存在政策出台及推进进度不及预期的风险。
- **医药流通行业增速下滑的风险：**尽管我们认为医药流通行业增速企稳（10%），但仍存在降价幅度超预期，导致行业增速下滑的风险。
- **各业务区域增速或不及预期风险：**尽管我们认为公司受益行业变革，各终端增速均迎来提速契机，但由于市场竞争激烈，仍存在业务拓展不及预期的风险。

附表：财务预测与估值

利润表 (百万元)	2016A	2017E	2018E	2019E	现金流量表 (百万元)	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入	61556.84	76193.57	93336.14	115203.45	净利润	904.34	1193.67	1588.90	2117.21
营业成本	56732.60	70215.11	85927.25	105963.55	折旧与摊销	303.10	265.70	289.11	300.46
营业税金及附加	130.12	161.06	197.29	243.52	财务费用	662.46	622.15	705.89	787.73
销售费用	1633.43	2021.83	2476.71	3056.97	资产减值损失	92.93	90.00	90.00	90.00
管理费用	1268.09	1607.68	1969.39	2430.79	经营营运资本变动	-1239.93	-1628.07	-1751.81	-2297.49
财务费用	662.46	622.15	705.89	787.73	其他	-291.63	-87.83	-86.82	-85.69
资产减值损失	92.93	90.00	90.00	90.00	经营活动现金流净额	431.26	455.63	835.28	912.21
投资收益	8.73	-9.20	-10.22	-11.34	资本支出	-1032.70	-180.00	-180.00	-180.00
公允价值变动损益	7.03	7.03	7.03	7.03	其他	-465.10	-2.17	-3.18	-4.31
其他经营损益	-3.81	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	-1497.80	-182.17	-183.18	-184.31
营业利润	1049.16	1473.57	1966.42	2626.59	短期借款	-1916.73	1331.95	939.10	1346.74
其他非经营损益	56.49	56.49	56.49	56.49	长期借款	6.47	0.00	0.00	0.00
利润总额	1105.65	1530.06	2022.91	2683.07	股权融资	-9.51	0.00	0.00	0.00
所得税	201.31	336.38	434.01	565.87	支付股利	-214.11	-270.28	-356.76	-474.88
净利润	904.34	1193.67	1588.90	2117.21	其他	1718.19	-2000.31	-205.89	-287.73
少数股东损益	27.60	36.43	48.49	64.61	筹资活动现金流净额	-415.68	-938.64	376.46	584.14
归属母公司股东净利润	876.74	1157.25	1540.41	2052.59	现金流量净额	-1481.72	-665.18	1028.55	1312.04
资产负债表 (百万元)	2016A	2017E	2018E	2019E	财务分析指标	2016A	2017E	2018E	2019E
货币资金	5236.80	4571.61	5600.17	6912.21	成长能力				
应收和预付款项	16747.00	20695.14	25161.27	30822.07	销售收入增长率	24.13%	23.78%	22.50%	23.43%
存货	10152.20	12520.01	15339.93	18909.33	营业利润增长率	22.00%	40.45%	33.45%	33.57%
其他流动资产	27.74	32.66	38.43	45.78	净利润增长率	28.48%	31.99%	33.11%	33.25%
长期股权投资	539.08	539.08	539.08	539.08	EBITDA 增长率	25.05%	17.21%	25.41%	25.44%
投资性房地产	1.35	1.35	1.35	1.35	获利能力				
固定资产和在建工程	4403.08	4295.92	4165.35	4023.43	毛利率	7.84%	7.85%	7.94%	8.02%
无形资产和开发支出	1115.51	1142.07	1168.64	1195.20	三费率	5.79%	5.58%	5.52%	5.45%
其他非流动资产	505.79	500.68	495.58	490.47	净利率	1.47%	1.57%	1.70%	1.84%
资产总计	38728.54	44298.53	52509.79	62938.93	ROE	7.53%	9.07%	10.67%	12.43%
短期借款	3930.63	5262.59	6201.69	7548.43	ROA	2.34%	2.69%	3.03%	3.36%
应付和预收款项	16691.19	20662.13	25360.92	31228.25	ROIC	9.45%	9.34%	10.47%	11.65%
长期借款	6.47	6.47	6.47	6.47	EBITDA/销售收入	3.27%	3.10%	3.17%	3.22%
其他负债	6089.88	5211.73	6052.96	7125.71	营运能力				
负债合计	26718.18	31142.93	37622.04	45908.86	总资产周转率	1.73	1.84	1.93	2.00
股本	1647.03	1695.66	1695.66	1695.66	固定资产周转率	19.39	20.11	23.15	28.77
资本公积	3978.32	3929.69	3929.69	3929.69	应收账款周转率	7.30	7.52	7.55	7.68
留存收益	3517.52	4404.48	5588.14	7165.85	存货周转率	6.21	6.19	6.17	6.19
归属母公司股东权益	11278.04	12386.84	14070.50	16148.21	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	108.96%	—	—	—
少数股东权益	732.33	768.76	817.25	881.86	资本结构				
股东权益合计	12010.37	13155.60	14887.75	17030.08	资产负债率	68.99%	70.30%	71.65%	72.94%
负债和股东权益合计	38728.54	44298.53	52509.79	62938.93	带息债务/总负债	19.53%	21.04%	19.91%	19.25%
					流动比率	1.27	1.27	1.28	1.28
					速动比率	0.87	0.85	0.85	0.85
					股利支付率	24.42%	23.36%	23.16%	23.14%
					每股指标				
					每股收益	0.52	0.68	0.91	1.21
					每股净资产	7.08	7.76	8.78	10.04
					每股经营现金	0.25	0.27	0.49	0.54
					每股股利	0.13	0.16	0.21	0.28
业绩和估值指标	2016A	2017E	2018E	2019E					
EBITDA	2014.72	2361.42	2961.42	3714.77					
PE	40.92	31.00	23.29	17.48					
PB	2.99	2.73	2.41	2.11					
PS	0.58	0.47	0.38	0.31					
EV/EBITDA	17.85	15.84	12.60	10.05					
股息率	0.60%	0.75%	0.99%	1.32%					

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

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

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	张方毅	机构销售	021-68413959	15821376156	zfyi@swsc.com.cn
	邵亚杰	机构销售	02168416206	15067116612	syj@swsc.com.cn
	郎珈艺	机构销售	021-68416921	18801762801	langjiayi@swsc.com.cn
	黄丽娟	机构销售	021-68411030	15900516330	hlj@swsc.com.cn
	欧阳倩威	机构销售	021-68416206	15601822016	oyqw@swsc.com.cn
北京	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	赵佳	地区销售副总监	010-57631179	18611796242	zjia@swsc.com.cn
	王雨珩	机构销售	010-88091748	18811181031	wyheng@swsc.com.cn
	任骁	机构销售	010-57758566	18682101747	rxiao@swsc.com.cn
广深	张婷	地区销售总监	0755-26673231	13530267171	zhangt@swsc.com.cn
	刘宁	机构销售	0755-26676257	18688956684	liun@swsc.com.cn
	王湘杰	机构销售	0755-26671517	13480920685	wxj@swsc.com.cn
	熊亮	机构销售	0755-26820395	18666824496	xl@swsc.com.cn
	刘雨阳	机构销售	0755-26892550	18665911353	liuyuy@swsc.com.cn
	刘予鑫(广州)	机构销售	0755-26833581	13720220576	lyxin@swsc.com.cn