

九州通 (600998)

多业务开花，凸显平台价值

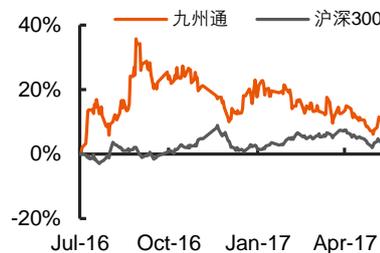
推荐 (首次)

现价: 20.66 元

主要数据

行业	生物医药
公司网址	www.jztey.com www.yyjzt.com
大股东/持股	上海弘康实业投资有限公司 /26.30%
实际控制人/持股	刘宝林/%
总股本(百万股)	1,696
流通 A 股(百万股)	1,646
流通 B/H 股(百万股)	0
总市值 (亿元)	350.32
流通 A 股市值(亿元)	340.02
每股净资产(元)	5.57
资产负债率(%)	68.60

行情走势图



证券分析师

叶寅 投资咨询资格编号
S1060514100001
021-22662299
YEYIN757@PINGAN.COM.CN

魏巍 投资咨询资格编号
S1060514110001
021-20632019
WEIWEI093@PINGAN.COM.CN

研究助理

张熙 一般从业资格编号
S1060117020002
ZHANGXI218@PINGAN.COM.CN

请通过合法途径获取本公司研究报告，如经由未经许可的渠道获得研究报告，请慎重使用并注意阅读研究报告尾页的声明内容。

投资要点

■ 批发业务带动公司毛利率逐年上升，盈利能力增强

从 2011 年开始，公司批发业务毛利率逐年提高，拉动公司整体毛利率上升，我们推测主要有两个原因：一是随着配送规模扩大，规模效应显现；二是由于公司持续将下游分销业务转换为直销，而直销毛利率大于分销所致。公司分销业务预计占比为 50%，具有较大转换空间。我们认为药品流通行业集中度提高、大批发商终端覆盖能力增强是大势所趋，该因素将持续驱动公司毛利率上升，盈利能力增强。

■ 消费品业务空间可观，年收入有望两年过百亿

2015 年我国婴幼儿奶粉市场规模约为 800 亿，奶粉市场集中度较高，前十大品牌市占率超过 70%，市场规模超过 560 亿元。公司已经与前几大奶粉品牌建立起良好合作关系，借助公司在全国各地的物流网络，有望获得更高市场份额。预计公司有望在两年内获得 20% 市场份额，销售收入达到 100 亿元以上。2016 年，公司母婴产品业务规模达到 22.15 亿元，同比增长 375%，主要由于公司代理的雅培、惠氏、雀巢、合生元等品牌奶粉大幅增长。此外，公司积极开发化妆品等消费品配送业务，业绩增长迅速。

■ 稳步开拓二级以上医院业务，业绩增速可观

公司之前的业务集中于零售市场和基层医疗市场，但从全国药品批发终端占比来看，零售和基层医疗市场占比仅为 32%，剩下的 68% 都是公立医院市场。公司积极开拓二级以上医院渠道，向空间更为广阔的公立医院市场进军。2016 年二级以上医疗机构数量达到 3780 家，同比增加 578 家，年收入 128 亿元，同比增长 38%，预计未来两三年内该业务增速维持 30% 以上增速。

■ 医药电商成功扭亏，迎来收获期

	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	49589	61557	76891	95750	117787
YoY(%)	20.7	24.1	24.9	24.5	23.0
净利润(百万元)	695	877	1137	1424	1769
YoY(%)	23.9	26.2	29.6	25.2	24.2
毛利率(%)	7.6	7.8	8.0	8.1	8.2
净利率(%)	1.4	1.4	1.5	1.5	1.5
ROE(%)	7.1	7.5	8.9	10.0	11.1
EPS(摊薄/元)	0.41	0.52	0.67	0.84	1.04
P/E(倍)	50.4	40.0	30.8	24.6	19.8
P/B(倍)	3.7	3.1	2.8	2.5	2.2

同比增长 93%。北京好药师收入规模在国内医药电商中名列第五，引领国内的医药电商行业，2016 年实现收入 10.6 亿元，同比增长 126%，净利润 1896 万元，成功实现扭亏，后期有望获得可观利润增长。

■ **给予“推荐”评级**

公司是全国医药商业龙头，配送网络覆盖全国 28 个省份，在深耕 OTC 领域的基础上积极向医院市场扩展，有望在更广阔的医院市场获得可观份额；公司的奶粉代理业务增长迅速，有望两年内超过百亿的收入规模；我们预计公司 2017 年-2019 年的 EPS 分别为 0.67 元、0.84 元、1.04 元，对应 PE 分别为 31/25/20 倍，首次覆盖，给予“推荐”评级。

■ **风险提示：医院业务扩张不及预期。**

正文目录

一、经营稳健，大股东持股比例高	5
二、物流网络遍布全国，各业务板块表现优秀	7
2.1 公司物流网络遍布全国 30 个省市，全国配送功能强大	7
2.2 各业务板块增长稳健，消费品业务增长突出	8
2.3 医疗机构销售：巩固基层业务，大力开拓高端医院市场	9
2.4 零售业务：巩固自营店，优化加盟店，线上业务翻倍增长	10
2.5 子公司业务：各子公司经营良好，业务网络成熟	12
三、多点推动业绩增长	14
3.1 批发业务带动公司毛利率逐年上升，盈利能力增强	14
3.2 消费品业务空间可观	15
3.3 稳步开拓二级以上医院业务	16
3.4 线上业务增长迅速	16
四、盈利预测与估值：给予“推荐”评级	17
4.1 公司 PE 处于近七年低位	17
4.2 给予“推荐”评级	17

图表目录

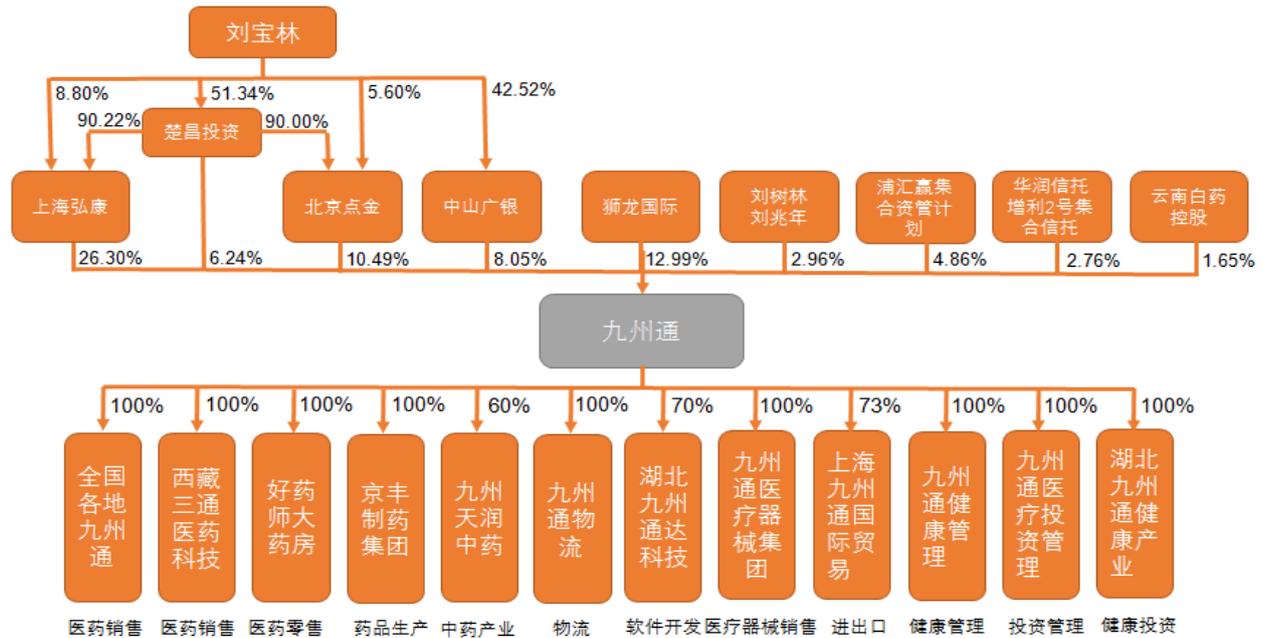
图表 1	公司股权结构图.....	5
图表 2	营业收入及增速.....	6
图表 3	公司净利润及增速.....	6
图表 4	三费率变化.....	6
图表 5	营业成本+三费率逐年降低.....	6
图表 6	收入区域分布.....	7
图表 7	公司业务范围覆盖全国.....	7
图表 8	国内药品主要药品流通企业.....	7
图表 9	公司各业务板块收入占比.....	8
图表 10	各业务板块收入近年增速.....	8
图表 11	各品类毛利率变化.....	9
图表 12	公司基药配送省份数量逐年增加.....	9
图表 13	二级以下基层医疗机构客户数量及收入.....	10
图表 14	二级以上医疗机构客户数量及收入.....	10
图表 15	公司零售业务增长较快.....	10
图表 16	零售业务毛利率大幅反弹.....	10
图表 17	公司零售药店数量总体平稳.....	11
图表 18	直营店和加盟店数量变动.....	11
图表 19	公司零售药店区域分布.....	11
图表 20	零售收入区域分布.....	11
图表 21	公司 B2C 零售业务加速增长.....	12
图表 22	电商物流分拣中心覆盖全国 13 个城市.....	12
图表 23	2016 年主要子公司经营情况.....	12
图表 24	主要子公司收入增长情况.....	13
图表 25	公司毛利率逐年上升.....	15
图表 26	我国药品销售终端占比.....	15
图表 27	我国药品销售终端占比.....	16
图表 28	公司线上业务全国排名第五.....	16
图表 29	国内医药 B2C 市场高速增长.....	17
图表 30	公司 PE 处于近七年底位.....	17
图表 31	公司净利润增速.....	17
图表 32	公司收入预测.....	18

一、经营稳健，大股东持股比例高

公司是国内最大的民营药品批发企业，2015 年销售规模全国名列第四，公司收入主要来自药品分销、面向零售药店和基层医疗机构，与其他三家全国药品批发企业形成差异化竞争。

刘宝林通过上海宏康、北京点金、昌楚投资、中山广银持有公司 23.11% 股权，是公司实际控制人，其实际控制的子公司和一致行动人合计持有公司 51.08% 股权。

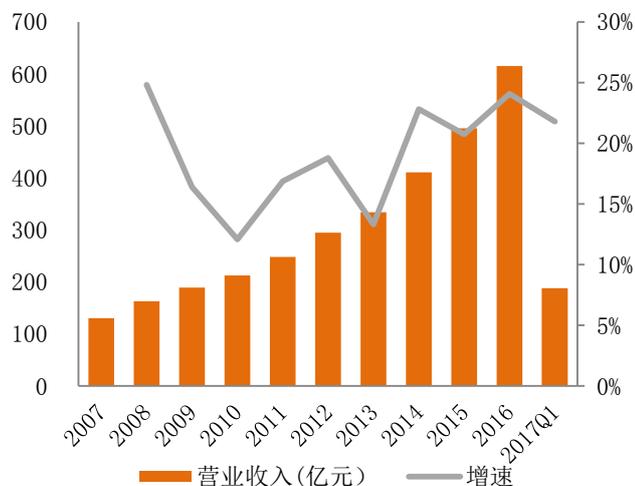
图表1 公司股权结构图



资料来源：wind，平安证券研究所

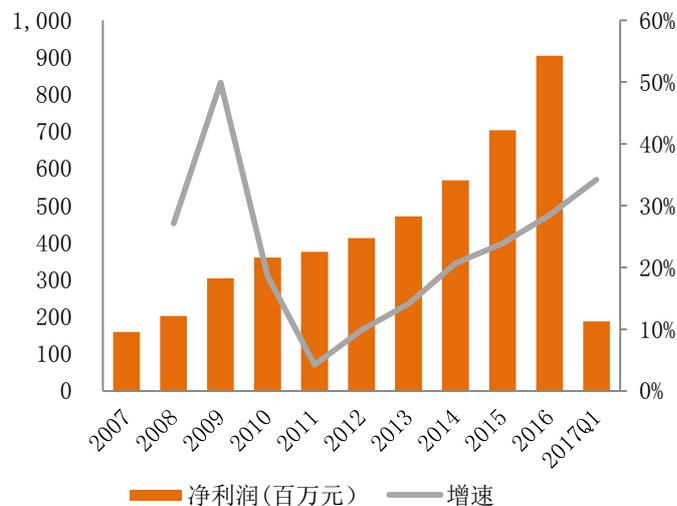
近几年医药批发行业增速虽然持续下滑，但公司通过良好的内部管理以及扩展覆盖区域，收入增速逐年上升，2017 年一季度收入增速为 22%，净利润增速达到 34%。

图表2 营业收入及增速



资料来源: wind, 平安证券研究所

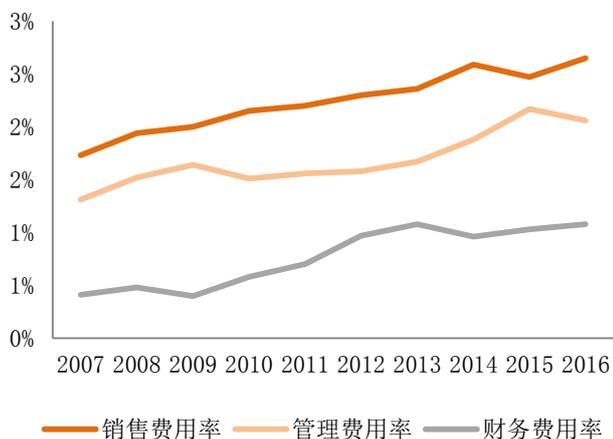
图表3 公司净利润及增速



资料来源: wind, 平安证券研究所

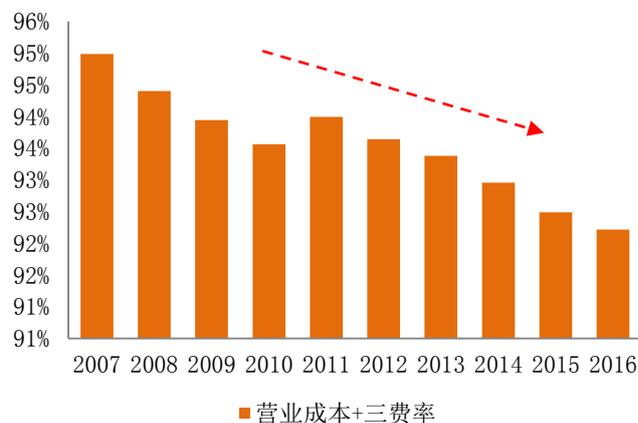
公司业务分为医药批发、医药零售及医药工业，三大板块占比分别为 95.83%、2.62%、1.33%，以医药批发为主，近三年三大板块的毛利率基本维持稳定。由于公司目前仍处于扩张时期，因此三费率呈上升趋势，但由于公司营业成本逐年降低，因此成本率和费用率总体呈下降趋势。

图表4 三费率变化



资料来源: wind, 平安证券研究所

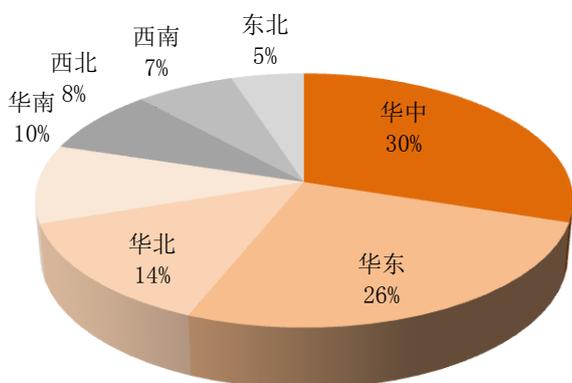
图表5 营业成本+三费率逐年降低



资料来源: wind, 平安证券研究所

公司是全国性的药品批发企业，各地区业务分布较为均衡，其中华中、华东和华北收入规模排前三。

图表6 收入区域分布



资料来源: wind, 平安证券研究所

图表7 公司业务范围覆盖全国



资料来源: 招股说明书, 平安证券研究所

二、 物流网络遍布全国，各业务板块表现优秀

2.1 公司物流网络遍布全国 30 个省市，全国配送功能强大

公司是全国性的药品批发企业，2015 年销售收入全国排名第四，是最大的民营药品批发企业。公司具有 30 个省级物流中心，54 家地区物流中心，覆盖全国 90% 以上行政区域。

公司具有广泛的基层医疗机构配送网络，覆盖的二级以下基层医疗机构数量超过 51750 余家，仅次于国药。截止 2016 年底，公司在 22 个省份具有基本药物配送资格。

图表8 国内药品主要药品流通企业

覆盖省份	上游客户	下游客户	物流中心
全国	经营配送网络覆盖全国	13,310 家医院 (其中三级医院 1,847 家), 小规模终端客户 (含基层医疗机构等) 104,508 家, 以及零售药店 68,264 家	4 个枢纽物流中心、43 个省级物流中心、173 个地市级物流网点, 21 个零售物流网点, 总网点数 241 个
华润	31 个省市医院直销市场竞争排名第一	10000 家上游供货商, 53 个国际国内独家代理产品, 共分销约 3 万种药品(2 万种处方, 1 万种非处方)	111 个物流中心
上海医药	21 个省份建有子公司	20970 家医疗机构, 其中 1271 家三级医院	
九州通	30 个省份建有一级子公司	7,000 多家上游供货商, 药品、医疗器械等品种规格超过 25 万个	30 个省级大型医药物流中心和 54 个地市级中小型医药物流中心, 400 多个配送点

资料来源: 各公司网站&公告, 平安证券研究所

2.2 各业务板块增长稳健，消费品业务增长突出

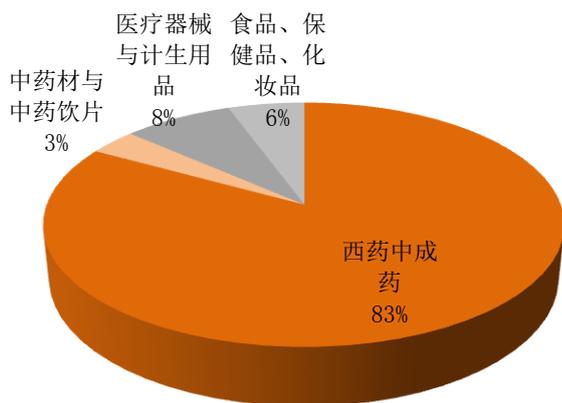
公司销售产品以西药中成药为主，2016 年收入占比为 83%，近年的增速维持在 20%左右。

医疗器械与计生用品收入占比为 8%；2015 年增速为 58%，2016 年增速为 39%，近两年的高速增长主要由于公司 2015 年将医疗器械业务独立出来成立了“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，医疗器械板块的业务独立性及对外合作能力大大增强，并且收购了 7 家骨科经销商、1 家售后服务公司。

食品、保健品、化妆品收入占比为 6%，2016 年该板块收入 34.03 亿元，同比增长 112%，奶粉业务表现突出，雅培产品实现销售 7.08 亿元，较上年同期增长 171%；与惠氏联合开发优质批发客户，实现销售 12.89 亿元，较上年同期增长近 30 倍；2016 年，该业务板块新增苏锡常、天津、西安等全渠道区域，支持业务持续增长。

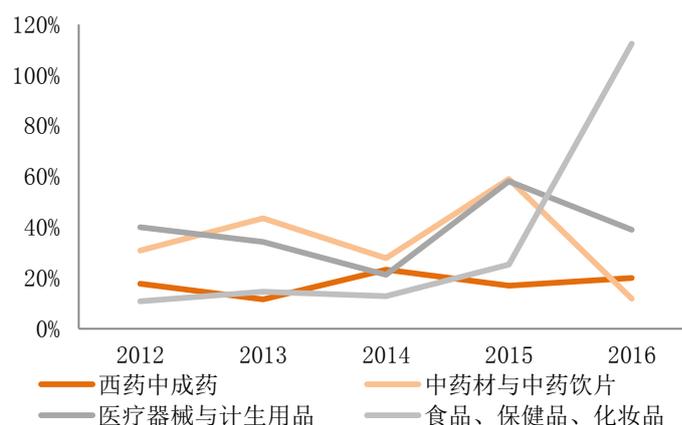
中药材与中药饮片业务占比为 3%，2015 年增速为 59%，2016 年增速为 12%；2015 年的高速增长主要由于九州天润中药产业有限公司新增 5 家子公司，并且拓展中药营销渠道，大力开发医院市场；2016 年，浙江九州天润中药材公司、天津横天生物科技有限公司、山西九州天润道地药材开发公司等三家公司正式营业并实现盈利，且新增 189 家等级医院客户和 609 家基层医疗机构客户，中药材与中药饮片业务有望恢复维持较高增速。

图表9 公司各业务板块收入占比



资料来源：公司公告，平安证券研究所

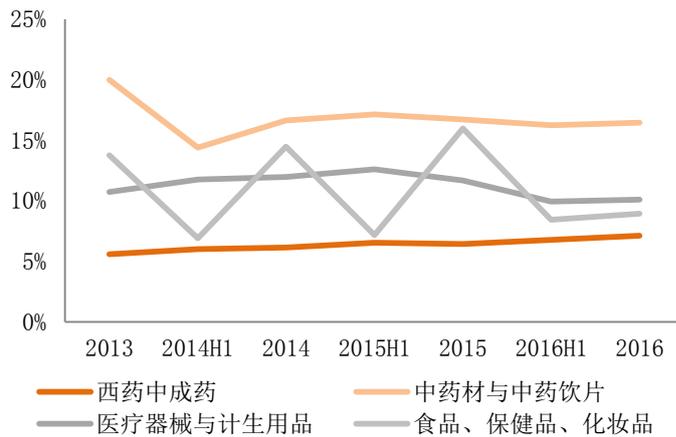
图表10 各业务板块收入近年增速



资料来源：公司公告，平安证券研究所

2014 年中药材与中药饮片毛利率下降原因是中药材市场价格波动导致；食品、保健品、化妆品毛利率持续提升原因是高毛利的保健品和快速消费品占比增加；医疗器械和计生用品毛利率近两年毛利率略有下降，主要由于大品牌产品的代理销售占比提升等，而该部分销售毛利较低。

图表11 各品类毛利率变化

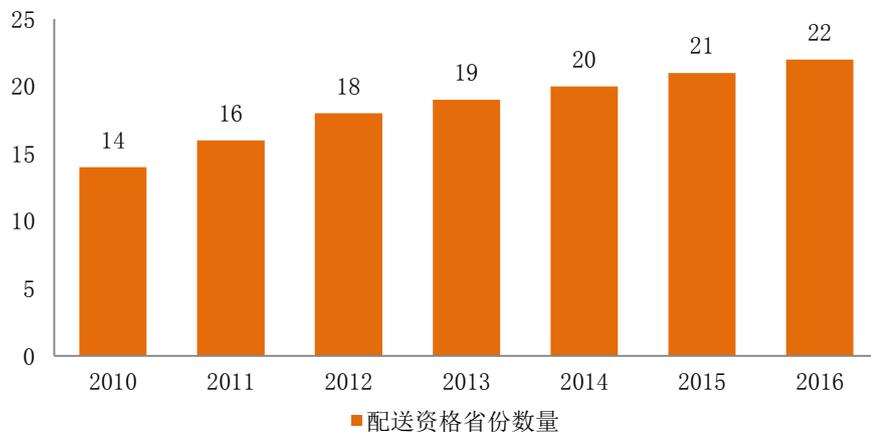


资料来源：公司公告，平安证券研究所

2.3 医疗机构销售：巩固基层业务，大力开拓高端医院市场

公司积极参与各地医疗机构基本药物集中采购配送商的招标，基药配送省份从 2010 年的 14 个增加到 2016 年的 22 个。目前尚未取得基药配送资格的省份包括：河北、海南、湖南、贵州、云南、陕西、青海、宁夏、西藏，主要原因是在当地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。公司积极开拓各个省市药品配送市场，预计未来配送省市将会持续增加。

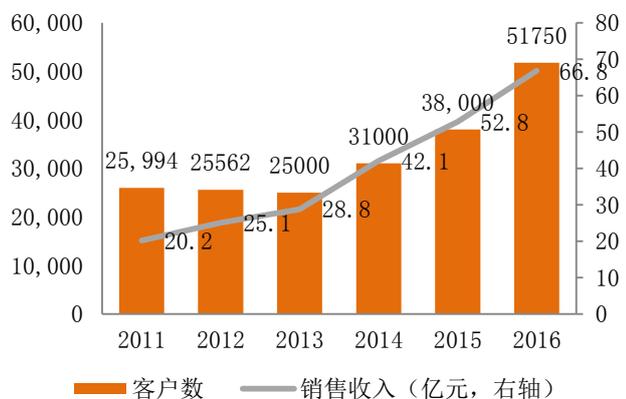
图表12 公司基药配送省份数量逐年增加



资料来源：公司公告，平安证券研究所

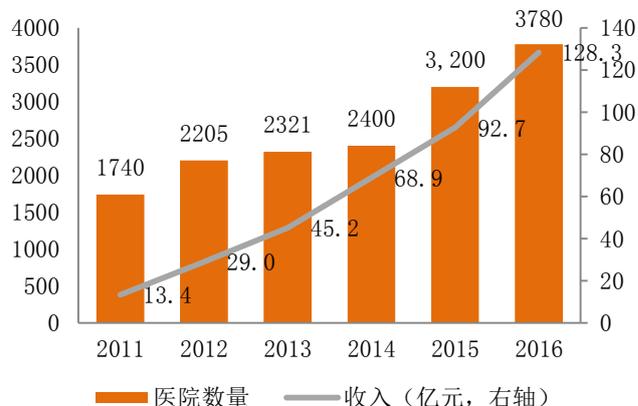
公司积极开拓基层医疗机构及二级以上高端医院市场，2016 年基层医疗机构客户数量超过 51750 家，年收入 67 亿元，增速 26%；2016 年二级以上医疗机构数量达到 3780 家，年收入 128 亿元，增速为 38%。

图表13 二级以下基层医疗机构客户数量及收入



资料来源：公司公告，平安证券研究所

图表14 二级以上医疗机构客户数量及收入

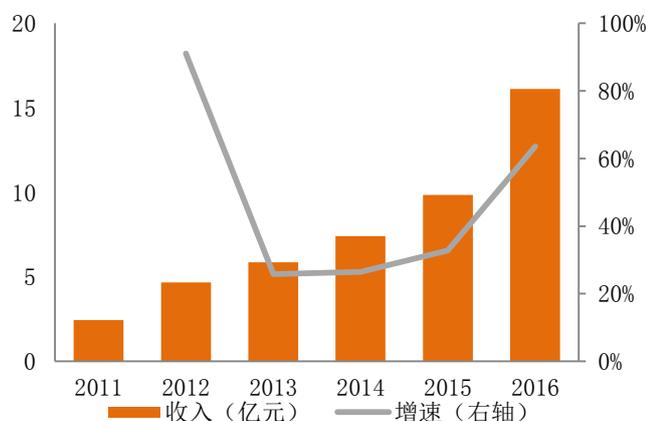


资料来源：公司公告，平安证券研究所

2.4 零售业务：巩固自营店，优化加盟店，线上业务翻倍增长

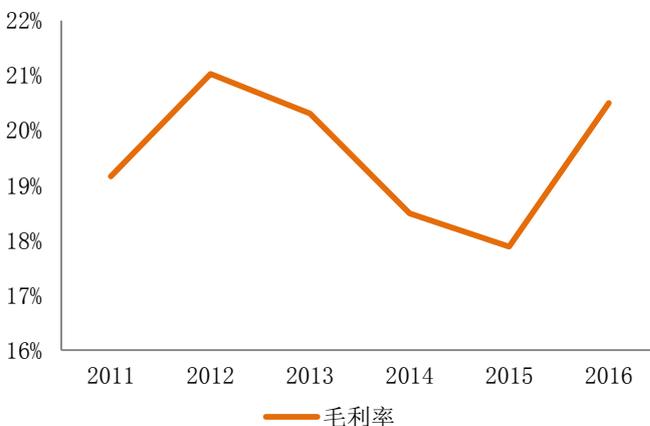
2016年，公司零售业务同比增长64%，毛利率也大幅增加2.61个百分点，主要原因是好药师线上业务的大幅增加，拉动了零售业务整体增长和毛利率的提高。

图表15 公司零售业务增长较快



资料来源：公司公告，平安证券研究所

图表16 零售业务毛利率大幅反弹

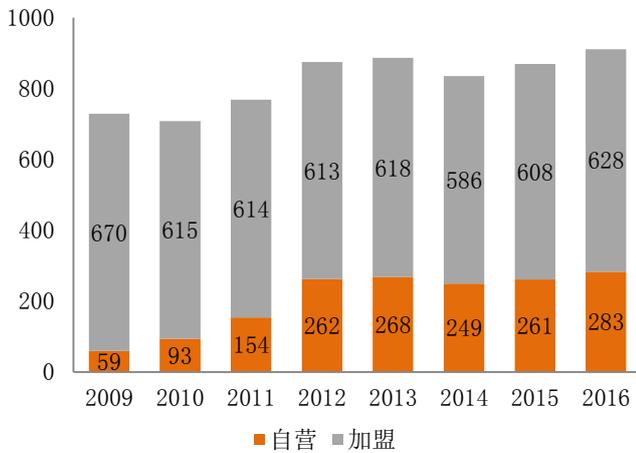


资料来源：公司公告，平安证券研究所

公司零售药店坚持“以自营店为主，加盟店为辅”的发展策略，近年来不断优化加盟店，清除有质量隐患的门店，从而加盟店数量不断减少（2015年增加22家，主要是因为统计口径的变化，将原来算作直营店的托管药房纳入加盟店）。

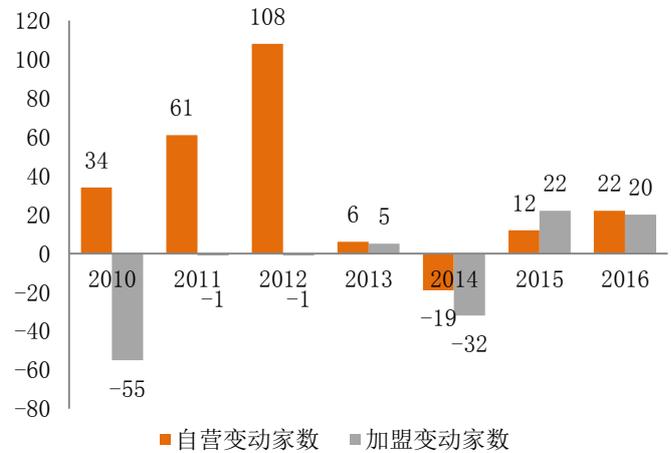
2012年之前，公司大力发展直营门店，直营门店数量大幅增加；2012年以后，加盟店数量不断减少，直营店数量小幅波动。

图表17 公司零售药店数量总体平稳



资料来源：公司公告，平安证券研究所

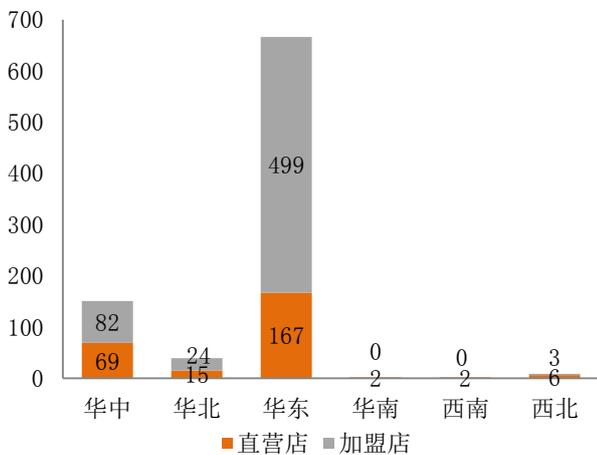
图表18 直营店和加盟店数量变动



资料来源：公司公告，平安证券研究所

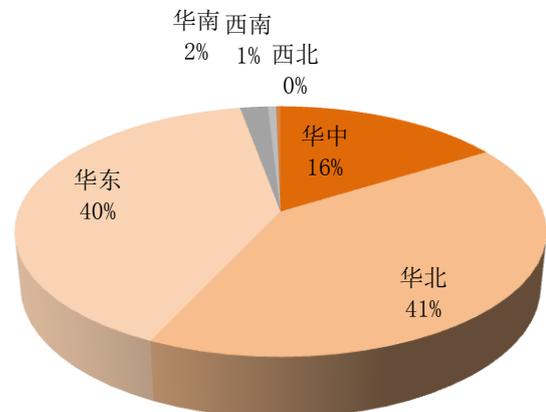
公司零售药店主要分布在华东区域，其次是华中和华北，但华北区贡献了 41% 的收入，预计主要是因为华北区的 B2C 电子商务发展很好，贡献了较高收入。

图表19 公司零售药店区域分布



资料来源：公司公告，平安证券研究所

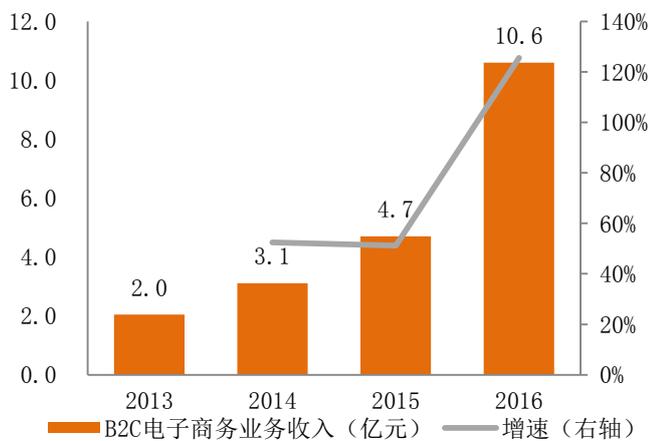
图表20 零售收入区域分布



资料来源：公司公告，平安证券研究所

2016 年，公司 B2C 零售业务实现收入 10.6 亿元，较上年同期增长 126%，利润 1896 万元，成功实现扭亏。公司电商物流分拣中心覆盖全国 13 个城市，近几年持续增加。

图表21 公司 B2C 零售业务加速增长



资料来源：公司公告，平安证券研究所

图表22 电商物流分拣中心覆盖全国 13 个城市



资料来源：公司公告，平安证券研究所

2.5 子公司业务：各子公司经营良好，业务网络成熟

公司下属有多达 200 余家子公司，2016 年，27 家子公司贡献了 84% 的净利润，其中大部分是位于各地的医药销售分公司，主营业务为药品生产的京丰制药贡献了 2.8%，药品零售业务的好药师大药房贡献了 -0.5%。在各子公司中，利润贡献最大的前三家子公司分别是河南、北京和广东的医药销售公司。

医药销售公司的净利润水平具有地区差异，河南、北京、广东和广西净利润率能达到 2% 以上，其他地区一般在 1% 左右。

图表23 2016 年主要子公司经营情况

公司名称	业务性质	公司持股比例	营业收入 (百万元)	占总收入比例	归属于母公司的所有者利润 (百万元)	归母公司净利润占比	净利润率
河南九州通医药有限公司	医药销售	100%	6210.2	10.1%	133.8	14.8%	2.2%
北京九州通医药有限公司	医药销售	95%	5179.0	8.4%	122.9	13.6%	2.4%
广东九州通医药有限公司	医药销售	100%	4165.6	6.8%	105.9	11.7%	2.5%
新疆九州通医药有限公司	医药销售	100%	3189.9	5.2%	51.4	5.7%	1.6%
上海九州通医药有限公司	医药销售	100%	2061.0	3.3%	38.8	4.3%	1.9%
江苏九州通医药有限公司	医药销售	100%	3389.4	5.5%	37.2	4.1%	1.1%
山东九州通医药有限公司	医药销售	100%	3906.7	6.3%	36.9	4.1%	0.9%
重庆九州通医药有限公司	医药销售	100%	2485.0	4.0%	31.3	3.5%	1.3%
北京京丰制药集团有限公司	医药生产	100%	127.9	0.2%	25.7	2.8%	20.1%
四川九州通医药有限公司	医药销售	100%	1944.7	3.2%	25.0	2.8%	1.3%
广西九州通医药有限公司	医药销售	100%	1195.9	1.9%	24.6	2.7%	2.1%
九州通集团杭州医药有限公司	医药销售	100%	2121.9	3.4%	19.3	2.1%	0.9%
福建九州通医药有限公司	医药销售	100%	1688.8	2.7%	17.4	1.9%	1.0%
辽宁九州通医药有限公司	医药销售	100%	1762.8	2.9%	16.1	1.8%	0.9%
兰州九州通医药有限公司	医药销售	90%	1220.5	2.0%	15.2	1.7%	1.2%

西藏三通医药科技有限公司	医药销售	100%	133.0	0.2%	13.3	1.5%	10.0%
九州通医疗器械集团有限公司	医疗器械销售	100%	601.6	1.0%	13.2	1.5%	2.2%
长春九州通医药有限公司	医药销售	92%	727.0	1.2%	8.6	1.0%	1.2%
安徽九州通医药有限公司	医药销售	100%	928.6	1.5%	6.8	0.7%	0.7%
黑龙江九州通医药有限公司	医药销售	100%	801.8	1.3%	5.8	0.6%	0.7%
西安九州通医药有限公司	医药销售	90%	256.2	0.4%	4.5	0.5%	1.7%
九州通医药集团物流有限公司	医药销售	100%	141.0	0.2%	3.4	0.4%	2.4%
上海九州通国际贸易有限公司	进出口	73%	62.7	0.1%	2.2	0.2%	3.5%
江西九州通药业有限公司	医药销售	100%	937.2	1.5%	0.9	0.1%	0.1%
湖北九州通达科技开发有限公司	软件开发	70%	62.3	0.1%	0.7	0.1%	1.2%
山西九州通医药有限公司	医药销售	87%	1899.4	3.1%	0.6	0.1%	0.0%
好药师大药房连锁有限公司	医药零售	100%	77.8	0.1%	-4.2	-0.5%	-5.4%
合计			47277.9	76.8%	757.3	83.7%	1.6%

资料来源：公司公告，平安证券研究所

2016年，公司收入同比增长24.13%，拉动业绩的增长点主要有三个：1、母公司增速为24.8%，高于公司总体增速；2、山西、江西、黑龙江、四川、杭州分公司高于公司总体增速；3、新增子公司贡献收入。

图表24 主要子公司收入增长情况

收入（单位：百万元）	2011	2012	2013	2014	2015	2016
母公司	5632.3	6956.3	7975.0	8373.2	9938.1	12403.2
增速	35.3%	23.5%	14.6%	5.0%	18.7%	24.8%
河南九州通医药有限公司	2717.3	--	3993.4	4692.3	5522.6	6210.2
增速				17.5%	17.7%	12.5%
北京九州通医药有限公司	3033.8	3511.3	4566.6	4120.5	4736.4	5179.0
增速		15.7%	30.1%	-9.8%	14.9%	9.3%
广东九州通医药有限公司	2678.6	--	3529.5	3221.5	3561.3	4165.6
增速				-8.7%	10.5%	17.0%
山东九州通医药有限公司	2032.6	--	2294.8	2941.9	3248.1	3906.7
增速				28.2%	10.4%	20.3%
江苏九州通医药有限公司	1614.4	1920.1	1894.8	2410.2	2729.6	3389.4
增速		18.9%	-1.3%	27.2%	13.3%	24.2%
新疆九州通医药有限公司	1680.1	1900.9	2268.0	2443.4	2567.1	3189.9
增速		13.1%	19.3%	7.7%	5.1%	24.3%
重庆九州通医药有限公司	1231.6	1503.9	1569.7	1845.0	2217.2	2485.0
增速		22.1%	4.4%	17.5%	20.2%	12.1%
上海九州通医药有限公司	2524.5	2313.4	2864.9	1613.6	1833.8	2061.0
增速		-8.4%	23.8%	-43.7%	13.6%	12.4%
福建九州通医药有限公司	1135.3	1247.6	1394.5	1542.1	1768.1	1688.8
增速		9.9%	11.8%	10.6%	14.7%	-4.5%
辽宁九州通医药有限公司	827.0	1039.6	1217.0	1362.8	1600.5	1762.8

增速		25.7%	17.1%	12.0%	17.4%	10.1%
九州通集团杭州医药有限公司		461.9	1068.0	1049.3	1581.5	2121.9
增速			131.2%	-1.8%	50.7%	34.2%
山西九州通医药有限公司		4.9	250.0	931.7	1263.5	1899.4
增速			4971.3%	272.6%	35.6%	50.3%
兰州九州通医药有限公司	417.2	590.1	673.0	816.4	1000.1	1220.5
增速		41.5%	14.0%	21.3%	22.5%	22.0%
安徽九州通医药有限公司		151.5	427.8	608.2	761.9	928.6
增速			182.3%	42.2%	25.3%	21.9%
黑龙江九州通医药有限公司			213.8	415.2	618.9	801.8
增速				94.2%	49.1%	29.5%
北京京丰制药集团有限公司	119.8	118.0	121.4	129.7	109.8	127.9
增速		-1.5%	2.9%	6.9%	-15.3%	16.4%
江西九州通药业有限公司	1109.5	1233.5	1255.3	876.3	80.8	937.2
增速		11.2%	1.8%	-30.2%	-90.8%	1059.2%
好药师大药房连锁有限公司	28.6	33.8	393.9	69.2	75.8	77.8
增速		17.9%	1066.7%	-82.4%	9.6%	2.6%
湖北九州通达科技开发有限公司	51.0	56.1	104.1	64.2	66.7	62.3
增速		10.0%	85.4%	-38.3%	3.9%	-6.6%
四川九州通医药有限公司					1416.9	1944.7
增速						37.3%
广西九州通医药有限公司					940.0	1195.9
长春九州通医药有限公司					527.0	727.0
九州通医疗器械集团有限公司					359.2	601.6
西藏三通医药科技有限公司					156.5	133.0
九州通医药集团物流有限公司					103.5	141.0
湖北九州通物流有限公司			26.9	41.8		
九州通医药集团湖北医药有限公司			108.0	150.8		
山东九州通医疗器械有限公司		7.4	68.6	106.3		
湖北九州通医疗器械有限公司		0	65.9	116.4		
四川九州通科创医药有限公司	541.3		1144.0	1231.4		
九州天润中药产业有限公司(湖北九州通中药产业发展有限公司)	184.3		289.8	0.7	2.2	8.4

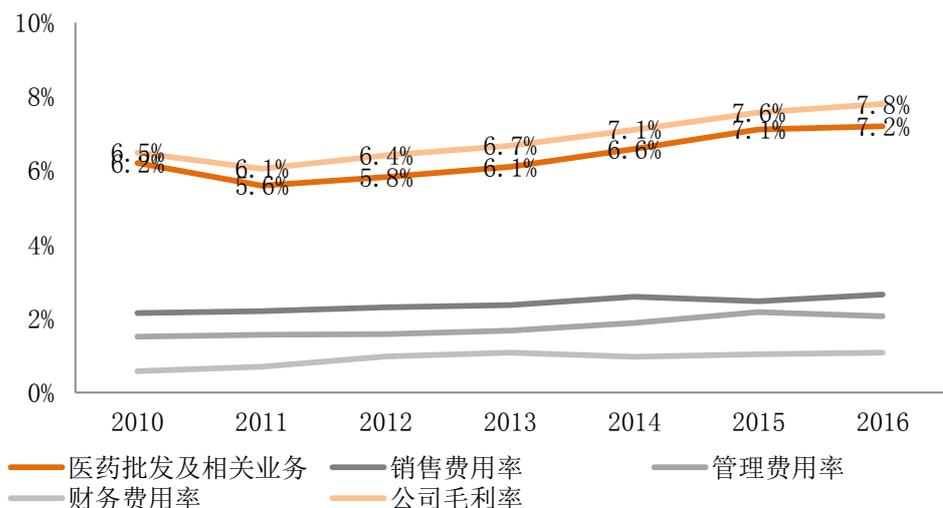
资料来源：公司公告，平安证券研究所

三、 多点推动业绩增长

3.1 批发业务带动公司毛利率逐年上升，盈利能力增强

从 2011 年开始，公司批发业务毛利率逐年提高，拉动公司整体毛利率上升，推测是由于公司持续将下游分销业务转换为直销，而直销毛利率大于分销所致。公司分销业务预计占比为 50%，具有较大转换空间。我们认为药品流通行业集中度提高、大批发商终端覆盖能力增强是大势所趋，该因素将持续驱动公司毛利率上升，盈利能力增强。

图表25 公司毛利率逐年上升



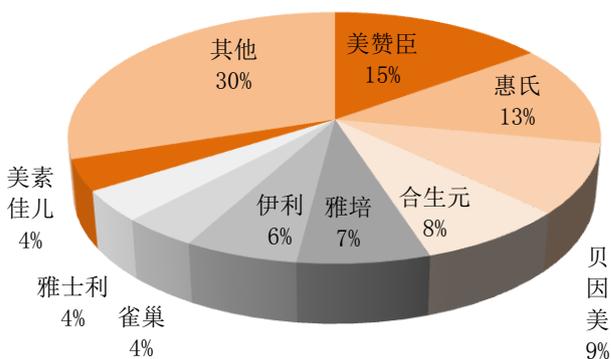
资料来源：米内网，平安证券研究所

3.2 消费品业务空间可观

2015 年我国婴幼儿奶粉市场规模约为 800 亿，奶粉市场集中度较高，前十大品牌市占率超过 70%，市场规模超过 560 亿元。公司已经与前几大奶粉品牌建立起良好合作关系，借助公司在全国各地的物流网络，有望获得更高市场份额。预计公司有望在两年内获得 20% 市场份额，销售收入达到 100 亿元以上。

2016 年，公司消费品业务规模达到 22.15 亿元，同比增长 375%，主要由于公司代理的雅培、惠氏、雀巢、合生元等品牌奶粉大幅增长。公司具有覆盖全国的物流网络，借此拓展全国奶粉代理业务，随着代理品牌的增加及配送区域的拓展，我们认为奶粉业务仍将维持高增速。

图表26 我国药品销售终端占比

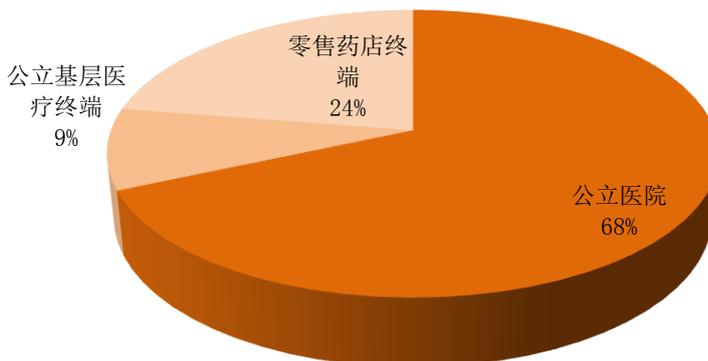


资料来源：前瞻网，平安证券研究所

3.3 稳步开拓二级以上医院业务

公司之前的业务集中于零售市场和基层医疗市场，但从全国药品批发终端占比来看，零售和基层医疗市场占比仅为 32%，剩下的 68%都是公立医院市场。公司积极开拓二级以上医院渠道，向空间更为广阔的公立医院市场进军。2016 年二级以上医疗机构数量达到 3780 家，同比增加 578 家，年收入 128 亿元，同比增长 38%，预计未来两三年内该业务增速维持 30%以上。

图表27 我国药品销售终端占比



资料来源：米内网，平安证券研究所

3.4 线上业务增长迅速

2016 年，公司 B2C 业务实现收入 10.6 亿元，同比增长 126%，净利润 1896 万元，成功扭亏。好药师网上药店成为全国名列第五的 B2C 业务，走在国内网上售药的前端。

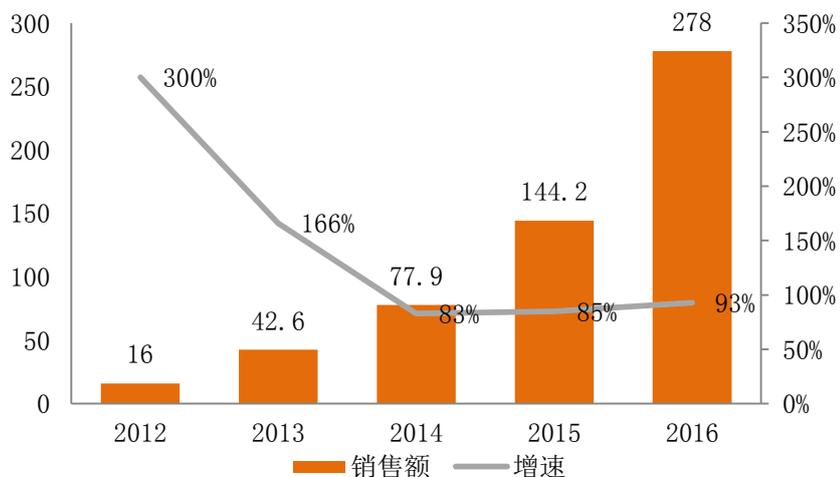
图表28 公司线上业务全国排名第五

排序	公司名称	网站名称
1	广东壹号大药房连锁有限公司	1 药网
2	广东七乐康药业连锁有限公司	七乐康网上药店
3	广东健客医药有限公司	健客网
4	广东康爱多连锁药店有限公司	康爱多网上药店
5	北京好药师大药房连锁有限公司	好药师网上药店

资料来源：公司公告，平安证券研究所

我国药品销售 B2C 市场正处在高速增长阶段，2016 年销售规模达到 278 亿元，同比增长 93%，北京好药师作为国内领先的药品电商，有望持续跟随行业高增长，且公司已实现扭亏，后期有望获得可观利润增长。

图表29 国内医药 B2C 市场高速增长



资料来源：中国药店，平安证券研究所

四、盈利预测与估值：给予“推荐”评级

4.1 公司 PE 处于近七年低位

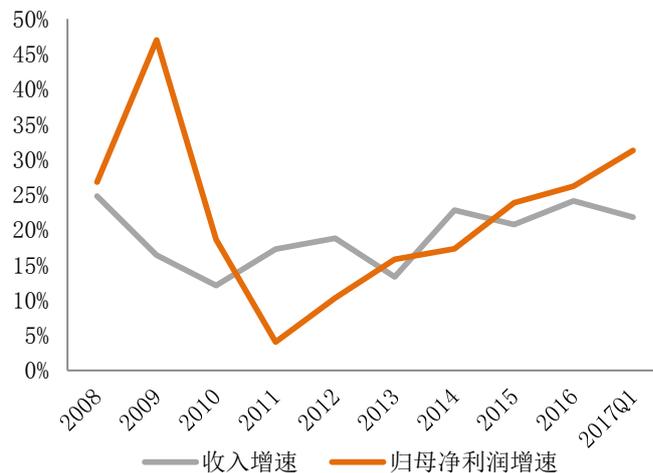
公司自 2010 年上市，上市后公司净利润增速逐年提高，目前处于上市后的净利润增速最高的阶段，且公司有望维持该增速，但 PE 处于近七年的低位水平，公司投资价值显现。

图表30 公司 PE 处于近七年低位



资料来源：wind，平安证券研究所

图表31 公司净利润增速



资料来源：wind，平安证券研究所

4.2 给予“推荐”评级

关键假设：

- 1、公司持续开拓二级以上公立医院药品配送业务，收入增速达到 30%以上；
- 2、公司的奶粉代理业务维持高速增长，2018 年收入规模达到 100 亿元以上；
- 3、由于分销转直销拉动业务总体毛利率持续上升。

给予“推荐”评级：公司是全国医药商业龙头，配送网络覆盖全国 28 个省份，在深耕 OTC 领域的基础上积极向医院市场扩展，有望在更广阔的医院市场获得可观份额；公司的奶粉代理业务增长迅速，有望两年内超过百亿的收入规模；我们预计公司 2017 年-2019 年的 EPS 分别为 0.67 元、0.84 元、1.04 元，对应 PE 分别为 31/25/20 倍，首次覆盖，给予“推荐”评级。

图表32 公司收入预测

	2011A	2012A	2013A	2014A	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
总收入	247.93	294.03	333.51	409.99	495.05	614.18	767.18	955.34	1175.22
增速		18.6%	13.4%	22.9%	20.7%	24.1%	24.9%	24.5%	23.0%
总毛利	14.75	18.28	21.83	28.72	37.12	47.67	61.00	77.17	95.88
增速		23.9%	19.4%	31.6%	29.2%	28.4%	28.0%	26.5%	24.3%
总毛利率	6.1%	6.4%	6.7%	7.1%	7.6%	7.8%	8.0%	8.1%	8.2%
销售费用率	2.2%	2.3%	2.4%	2.6%	2.5%	2.65%	2.5%	2.5%	2.5%
管理费用率	1.6%	1.6%	1.7%	1.9%	2.2%	2.1%	2.0%	2.0%	1.9%
财务费用率	0.7%	1.0%	1.1%	1.0%	1.0%	1.1%	1.0%	1.0%	1.0%
西药中成药									
收入	224.32	264.02	294.56	363.10	424.98	510.16	612.19	734.63	881.56
增速		17.70%	11.57%	23.27%	17.04%	20.05%	20%	20%	20%
毛利额	11.94	14.56	16.44	22.23	27.29	36.23	45.00	55.46	67.44
毛利率	5.3%	5.5%	5.6%	6.1%	6.4%	7.1%	7.4%	7.6%	7.7%
中药材与中药饮片									
收入	4.98	6.52	9.36	11.96	19.02	21.28	25.54	30.64	36.77
增速		30.90%	43.56%	27.78%	59.03%	11.87%	20%	20%	20%
毛利额	0.93	1.20	1.87	1.99	3.18	3.50	4.21	5.06	6.07
毛利率	18.7%	18.4%	20.0%	16.6%	16.7%	16.4%	16.50%	16.50%	16.50%
医疗器械与计生用品									
收入	9.71	13.60	18.26	22.14	35.03	48.71	68.19	92.06	119.68
增速		40.05%	34.26%	21.25%	58.22%	39.04%	40%	35%	30%
毛利额	1.02	1.48	1.96	2.65	4.09	4.91	6.89	9.30	12.09
毛利率	10.5%	10.9%	10.7%	12.0%	11.7%	10.1%	10.10%	10.10%	10.10%
食品、保健品、化妆品									
收入	8.93	9.89	11.33	12.79	16.02	34.03	61.25	98.01	137.21
增速		10.80%	14.56%	12.89%	25.25%	112.48%	80%	60%	40%
毛利额	0.86	1.04	1.56	1.85	2.56	3.03	4.90	7.35	10.29
毛利率	9.6%	10.5%	13.8%	14.5%	16.0%	8.9%	8.0%	7.5%	7.5%

资料来源：公司公告，平安证券研究所

风险提示：医院业务扩张不及预期。

资产负债表

单位:百万元

会计年度	2016A	2017E	2018E	2019E
流动资产	32164	40692	51174	61895
现金	5237	7689	9575	11779
应收账款	12351	15842	19286	23915
其他应收款	2183	1235	3082	2191
预付账款	2214	3542	3401	5266
存货	10152	12370	15809	18727
其他流动资产	10180	12384	15830	18744
非流动资产	6565	6837	6792	6683
长期投资	539	539	539	539
固定资产	3563	3904	4002	4020
无形资产	1028	1052	1079	1103
其他非流动资产	1435	1343	1171	1021
资产总计	38729	47530	57965	68578
流动负债	25259	30797	39372	46524
短期借款	3931	6931	8548	12027
应付账款	7467	9518	11709	14322
其他流动负债	13862	14347	19114	20176
非流动负债	1459	3593	3940	5600
长期借款	6	2143	2480	4145
其他非流动负债	1452	1450	1460	1455
负债合计	26718	34389	43312	52124
少数股东权益	732	767	812	866
股本	1647	1696	1696	1696
资本公积	3978	3933	3956	3944
留存收益	3518	4654	6078	7846
归属母公司股东权益	11278	12373	13842	15588
负债和股东权益	38729	47530	57965	68578

现金流量表

单位:百万元

会计年度	2016A	2017E	2018E	2019E
经营活动现金流	431	-1217	1487	-888
净利润	904	1137	1424	1769
折旧摊销	303	299	331	358
财务费用	630	849	1321	1794
投资损失	-9	-20	-20	-20
营运资金变动	-1519	-3512	-1613	-4843
其他经营现金流	121	32	46	54
投资活动现金流	-1498	-604	-276	-237
资本支出	-144	-676	-270	-270
长期投资	-40	0	0	0
其他投资现金流	-1314	72	-6	33
筹资活动现金流	-416	4273	675	3329
短期借款	-1917	3000	1617	3478
长期借款	6	2136	337	1664
普通股增加	0	49	0	0
资本公积增加	1317	-90	45	-23
其他筹资现金流	177	-822	-1325	-1791
现金净增加额	-1482	2452	1886	2204

利润表

单位:百万元

会计年度	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入	61557	76891	95750	117787
营业成本	56733	70747	88016	108177
营业税金及附加	130	154	153	188
营业费用	1633	2038	2490	3004
管理费用	1268	1538	1867	2238
财务费用	662	849	1321	1794
资产减值损失	93	150	100	100
公允价值变动收益	7	-4	2	-1
投资净收益	9	20	20	20
营业利润	1049	1435	1828	2308
营业外收入	101	50	50	50
营业外支出	45	20	20	20
利润总额	1106	1465	1858	2338
所得税	201	293	390	514
净利润	904	1172	1468	1823
少数股东损益	28	35	44	55
归属母公司净利润	877	1137	1424	1769
EBITDA	1989	2582	3479	4460
EPS(元)	0.52	0.67	0.84	1.04

主要财务比率

会计年度	2016A	2017E	2018E	2019E
成长能力	-	-	-	-
营业收入(%)	24.1	24.9	24.5	23.0
营业利润(%)	22.0	36.8	27.4	26.3
归属于母公司净利润(%)	26.2	29.6	25.2	24.2
获利能力				
毛利率(%)	7.8	8.0	8.1	8.2
净利率(%)	1.4	1.5	1.5	1.5
ROE(%)	7.5	8.9	10.0	11.1
ROIC(%)	12.9	14.0	14.6	17.2
偿债能力				
资产负债率(%)	69.0	72.4	74.7	76.0
净负债比率(%)	76.5	111.6	100.5	120.4
流动比率	1.3	1.3	1.3	1.3
速动比率	0.9	0.9	0.9	0.9
营运能力				
总资产周转率	1.7	1.8	1.8	1.9
应收账款周转率	5.4	5.5	5.5	5.5
应付账款周转率	9.0	9.1	9.0	9.0
每股指标(元)				
每股收益(最新摊薄)	0.52	0.67	0.84	1.04
每股经营现金流(最新摊薄)	0.26	-0.72	0.88	-0.52
每股净资产(最新摊薄)	6.7	7.3	8.2	9.2
估值比率				
P/E	40.0	30.8	24.6	19.8
P/B	3.1	2.8	2.5	2.2
EV/EBITDA	18.1	15.4	11.4	9.6

平安证券综合研究所投资评级：

股票投资评级：

- 强烈推荐（预计 6 个月内，股价表现强于沪深 300 指数 20%以上）
- 推 荐（预计 6 个月内，股价表现强于沪深 300 指数 10%至 20%之间）
- 中 性（预计 6 个月内，股价表现相对沪深 300 指数在±10%之间）
- 回 避（预计 6 个月内，股价表现弱于沪深 300 指数 10%以上）

行业投资评级：

- 强于大市（预计 6 个月内，行业指数表现强于沪深 300 指数 5%以上）
- 中 性（预计 6 个月内，行业指数表现相对沪深 300 指数在±5%之间）
- 弱于大市（预计 6 个月内，行业指数表现弱于沪深 300 指数 5%以上）

公司声明及风险提示：

负责撰写此报告的分析师(一人或多人)就本研究报告确认：本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格。

本公司研究报告是针对与公司签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本公司研究报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。未经书面授权刊载或者转发的，本公司将采取维权措施追究其侵权责任。

证券市场是一个风险无时不在的市场。您在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。请您务必对此有清醒的认识，认真考虑是否进行证券交易。市场有风险，投资需谨慎。

免责条款：

此报告旨在发给平安证券股份有限公司（以下简称“平安证券”）的特定客户及其他专业人士。未经平安证券事先书面明文批准，不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容及其复印本予任何其它人。

此报告所载资料的来源及观点的出处皆被平安证券认为可靠，但平安证券不能担保其准确性或完整性，报告中的信息或所表达观点不构成所述证券买卖的出价或询价，报告内容仅供参考。平安证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负上任何责任，除非法律法规有明确规定。客户并不能仅依靠此报告而取代行使独立判断。

平安证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。报告所载资料、意见及推测仅反映分析员于发出此报告日期当日的判断，可随时更改。此报告所指的证券价格、价值及收入可跌可升。为免生疑问，此报告所载观点并不代表平安证券的立场。

平安证券在法律许可的情况下可能参与此报告所提及的发行商的投资银行业务或投资其发行的证券。

平安证券股份有限公司 2017 版权所有。保留一切权利。

中国平安 PINGAN

平安证券综合研究所

电话：4008866338

深圳

深圳福田区中心区金田路 4036 号荣
超大厦 16 楼
邮编：518048
传真：(0755) 82449257

上海

上海市陆家嘴环路 1333 号平安金融
大厦 25 楼
邮编：200120
传真：(021) 33830395

北京

北京市西城区金融大街甲 9 号金融街
中心北楼 15 层
邮编：100033