

渐积跬步，终致千里

——九州通深度报告

核心提示

随着九州通全国物流网络布局的完成与终端渠道的进一步下沉，公司医院纯销业务、分销调拨业务和分销终端三大渠道业务结构在不断进行调整，带来的是公司业绩规模的增长和盈利能力的进一步提升。预计2019年公司将突破千亿收入规模，业绩保持稳定高速增长。看好公司长期发展。

张静含
021-33830502-765
jhzhang@cebm.com.cn

报告摘要

余玉君
021-33830502-766
yjyu@cebm.com.cn

● 市场化终端长期布局带来的规模效应将逐渐显现

九州通传统市场化终端业务领域是一个充分竞争的市场领域，随着九州通完成31个省级物流中心和近100个地市级物流中心的布局，公司市场化终端业务将随着配送规模的不断扩大，规模效应将逐步显现：一是由于公司持续将下游分销调拨业务逐步转换为分销终端业务，分销终端业务占比的提高将带来公司毛利率水平的进一步提升；二是药品流通行业集中度提高、龙头企业的终端覆盖能力增强是大势所趋，该因素将驱动公司终端直配业务占比进一步上升，盈利能力增强。

● 公司稳步开拓医院纯销业务，驱动业绩进一步提升

从全国药品终端占比来看，零售和基层医疗市场占比仅为30%，剩下的70%都是公立医院市场。近年来九州通积极开拓医院渠道业务，向空间更为广阔的公立医院市场进军，预计未来两三年内该业务维持30%以上增速，驱动公司业绩进一步提升。

● 总结：渐积跬步终致千里，关注九州通长期业绩增长

公司在传统市场化业务中，进一步提高终端直配比例，改善公司业务结构；并且在深耕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进一步增长；此外，公司的消费品代理业务增长迅速，有望2018-2019年超过百亿元的收入规模，促进公司毛利率水平和净利率水平的进一步提升。

总结来说，九州通历经多年布局，稳步推进业务发展，预计2019年公司将突破千亿收入规模，业绩保持稳定高速增长。看好公司长期发展。

目录

目录.....	2
图表目录	3
政策驱动下的医药流通行业集中度提升.....	4
医药流通行业整体集中度有待提高，未来强者愈强	4
全国两票制逐步落地，将带来行业的整合加速	5
九州通的业务结构与物流中心网络.....	7
公司业务可按照渠道或产品进行拆分	7
渠道进一步下沉，搭建遍及全国的物流中心网络	8
市场化终端业务占比提升带来的业务结构改善	10
渠道下沉，分销调拨业务占比不断下降，向纯销业务转化.....	10
分销终端业务占比不断提高，提升公司毛利率水平	10
两票制下的九州通医院纯销业务增长	12
两票制激活了流通行业市场竞争	12
九州通医院纯销业务增长迅速，占比逐步提升	12
分级诊疗扩充了基层医疗机构市场，促进公司基层医疗配送业务快速增长	13
消费品流通引入新模式，进展迅速收效甚巨.....	14
消费品流通行业市场空间大且结构分散.....	14
消费品流通行业集中度低，缺少大型企业.....	14
嫁接原有物流体系，消费品流通引入新模式.....	15
上游厂商合作以单品种全国控盘为主	15
九州通具有独特的价格控制、扩大销量优势.....	16
总结：渐积跬步，终致千里	18
市场化终端长期布局带来的规模效应将逐渐显现	18
公司稳步开拓医院纯销业务，驱动业绩进一步提升	18
消费品流通引入新模式，进展迅速收效甚巨.....	18
总结：渐积跬步终致千里，关注九州通长期业绩增长	19

图表目录

图表 1: 2013-2016年全国医药商品销售总额.....	4
图表2:全国药品批发企业数量变动趋势.....	4
图表3: 我国医药流通领域格局	5
图表4: 两票制之前	6
图表5: 两票制之后	6
图表6: 九州通业务结构.....	7
图表7: 九州通销售收入渠道分成	8
图表8: 九州通销售收入产品分成	8
图表9: 九州通各级物流中心架构(截至2017年12月31日)	9
图表10: 九州通分销调拨业务与分销终端业务对比.....	10
图表11: 公司毛利率及净利率增长趋势	11
图表12: 2014-2016 年医院终端销售收入及占公司总营收比重	12
图表13: 二级以上医院销售收入及增速	13
图表14: 二级以上医院数量及增速.....	13
图表15: 九州通基层医疗机构收入及增速	13
图表16: 九州通基层医疗机构数量及增速	13
图表17: 医药品和消费品市场规模对比	14
图表18: 医药品和消费品流通领域领先企业收入对比	14
图表19: 消费品行业的纵向整合与横向整合	15
图表20 : 传统区域化分销示意图.....	16
图表21: 九州通产品化分销示意图.....	16

政策驱动下的医药流通行业集中度提升

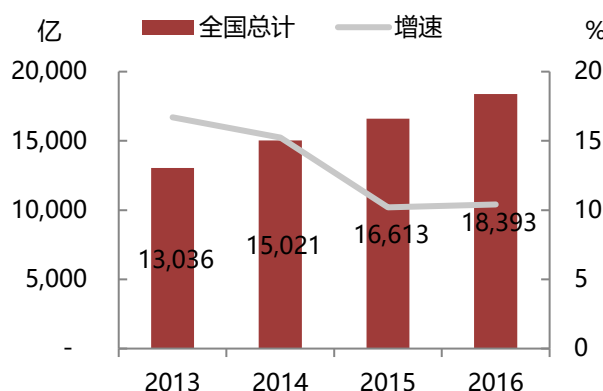
医药流通行业整体集中度有待提高，未来强者愈强

医药流通，是指连接上游医药生产企业与下游经销商以及终端客户的医药商品流通过程。一般来说，医药流通业务可分为批发业务和零售业务。批发业务是配送商将药品与器械从医药生产企业销售到医院、基层医疗机构等终端的过程，零售业务是零售药店通过向经销商或医药生产企业购进医药商品并销售给个人消费者的过程。由于两票制主要针对的是批发环节，因此本文中的医药流通企业主要指的是医药批发企业。

根据商务部药品流通行业运行统计分析报告，近年来我国医药商品销售总额保持稳定增长，增速自2015年以来略有下降。2016年全国医药商品销售总额为1.8万亿元，同比增长10%左右。

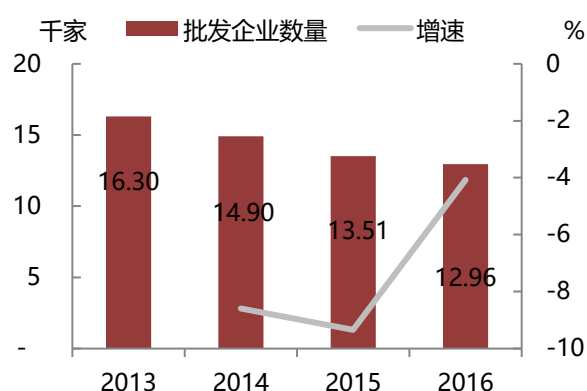
截至2016年12月底，全国共有药品批发企业12,975家，相较于2013年的16,300家下降了3300多家，同比增速-4%。此外，一方面我国批发企业数量在逐年下降，但另一方面这两年的下降速度略有放缓。

图表 1: 2013-2016 年全国医药商品销售总额



数据来源：商务部，莫尼塔研究

图表 2: 全国药品批发企业数量变动趋势

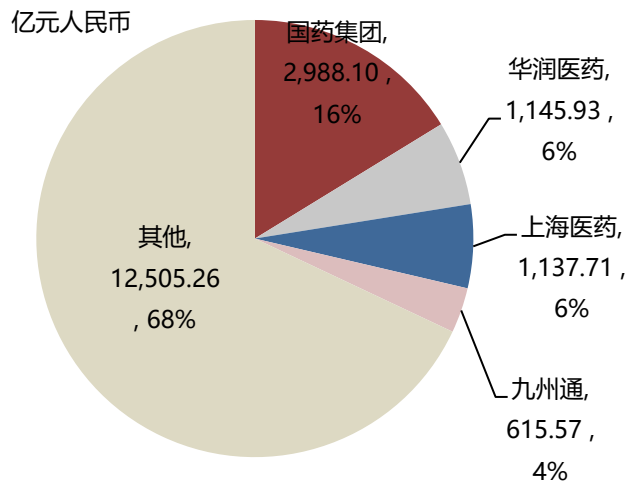


数据来源：商务部，莫尼塔研究

我国医药流通行业比较显著的特点是整体行业集中度较低，分销网络较为分散，且地域差异比较明显。全国1.3万家左右的批发企业，大部分都是地域企业，覆盖省份较少，市场占有率较低。全国性的流通龙头较少，仅国药控股、华润医药、上海医药与九州通四家。

从集中度来看，2016年4家全国龙头企业营业收入占同期全国医药市场总规模的32%，药品批发企业营业收入前100位占同期全国医药市场总规模的70.9%，这与医药流通发展较为成熟的美国市场差异明显。美国医药流通市场规模是我国的两倍左右，而前三家全国分销商占据了90%以上的市场份额。可见，我国的医药流通领域集中度尚有很大提升空间。

图表 3：我国医药流通领域格局



数据来源：商务部，WIND，莫尼塔研究

按照商务部2016年12月印发的《全国药品流通行业发展规划2016-2020年》的规定，2020年我国批发百强企业占批发市场总额占比要从2015年的86%增长至90%以上，不考虑行业增速，仅集中度的提高就将为批发百强企业带来超500亿元批发业务的增量，这对于医药流通行业的龙头企业来说，是进一步提高市场份额的机会，未来的我国医药流通行业，将会强者愈强。

全国两票制逐步落地，将带来行业的整合加速

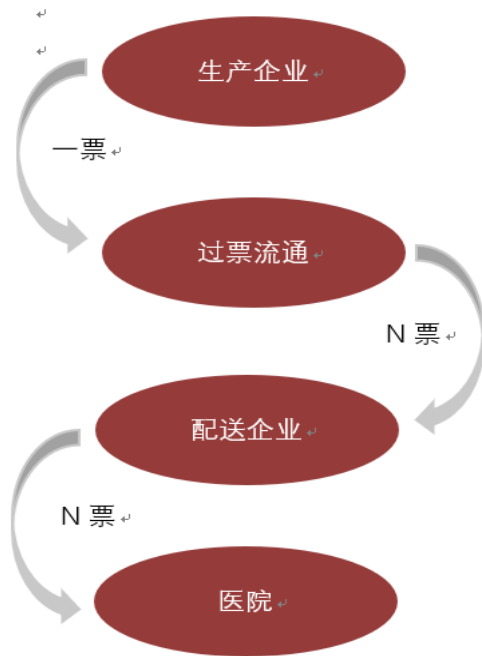
两票制，是指药品生产企业到流通企业开一次发票，流通企业到医疗机构开一次发票。其主旨是砍掉药品流通中间环节，以期降低药品的销售价格，从而降低医保费用。

我国药品生产企业主要的销售模式包括底价代理、高开代理、高开自营三种方式，或同时采用一种以上的混合销售模式。大量普药工业企业实际操作过程中会选择底价代理模式，低开发票以规避营业税。而以往大批代理批发企业则依附于底价代理模式，走票公司则靠承担法律风险、向工业企业收回扣补贴等方式在刀口上盈利。行业充斥着挂靠、走票、过票等行为，导致在购销药品时，证（许可证书）、票（发票、随货同行票据）、账（实物账、财务账）、货（药品实物）、款（货款）不能相互对应一致等诸多问题。

在执行两票制之前，以往大批代理批发企业依附于底价代理模式，这部分企业在两票制之后，将逐步没有生存空间。同时，伴随着两票制出台的还有全国性“营改增”税制改革，把营业税的“价内税”变为增值税的“价外税”，形成了增值税进项和销项的抵扣关系，促使过去的底价转为高开。

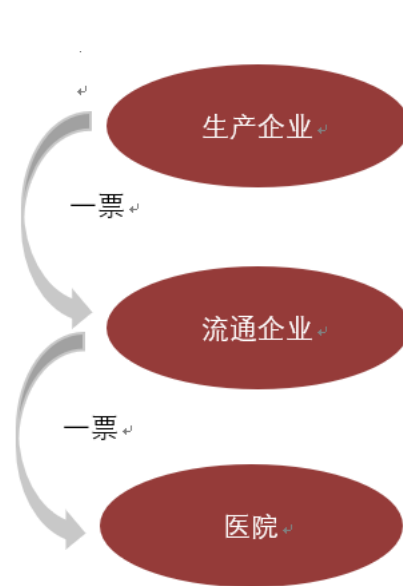
可以说，“两票制”为医药流通行业的进一步集中提供了动力，将带来行业的整合加速。首先，“两票制”直接扼杀了以过票业务为核心的中间流通企业，这些企业的流通业务市场将会随着企业的消失产生空白，为其他企业所填补。另外，“两票制”要求从药品生产企业到全国各地销售终端，由一家企业通过内部运转实现，对流通企业的流通能力提出了很高要求。因此，流通网络范围、纵深不足的小型医药商业公司将面临巨大的压力，被大企业收购或将不可避免。可以想见，在“两票制”的严格执行下，医药流通行业的集中度将进一步提升。

图表 4：两票制之前



数据来源：莫尼塔研究

图表 5：两票制之后



数据来源：莫尼塔研究

综合以上，我们认为，在两票制的大浪潮下，医药商业迎来了动荡的整合期。随着全国两票制的逐步落地，各地的调拨业务将逐渐缩量减少，与此同时带来的纯销业务增长到底花落谁家，取决于各医药流通企业在各省级区域的终端配送覆盖率、批发和物流网络、收并购等方面的布局。

一方面，长期来看，我们认为，在省级区域有健全网络布局以及在终端配送率较高的区域龙头以及全国龙头是两票制的最终获益者。从福建的经验来看，两票制执行之后，小的医药配送商将被并购整合或直接淘汰，从而为在当地排名靠前的龙头企业带来显著增长的机会。

另一方面，短期内，随着全国各地两票制的逐步落地，各医药商业企业的调拨业务将会出现一定的下降，若这些企业不能成功的提高终端配送率，将调拨业务转化为纯销业务增长，短期内可能会面临一定的业绩增长压力。

因此，综合来看，我们更加看好深耕药店、民营医院和诊所等市场的九州通，一方面，九州通认避免了在两票制的浪潮下带来的调拨业务下滑，另一方面，两票制下，九州通这种全国性的商业龙头在并购无法生存的小流通企业也会更加顺利，促进公司医院纯销业务进一步增长。

九州通的业务结构与物流中心网络

公司业务可按照渠道或产品进行拆分

九州通属于医药流通行业，公司成立于1999年，成立初期到2008年近十年间，九州通迅速崛起，主要源于其差异化定位快批业务，将国有商业企业忽视的第二、第三终端作为核心客户。2009年开始，公司开始布局医院的药品和器械配送，切入二级及以上医疗机构的纯销业务。

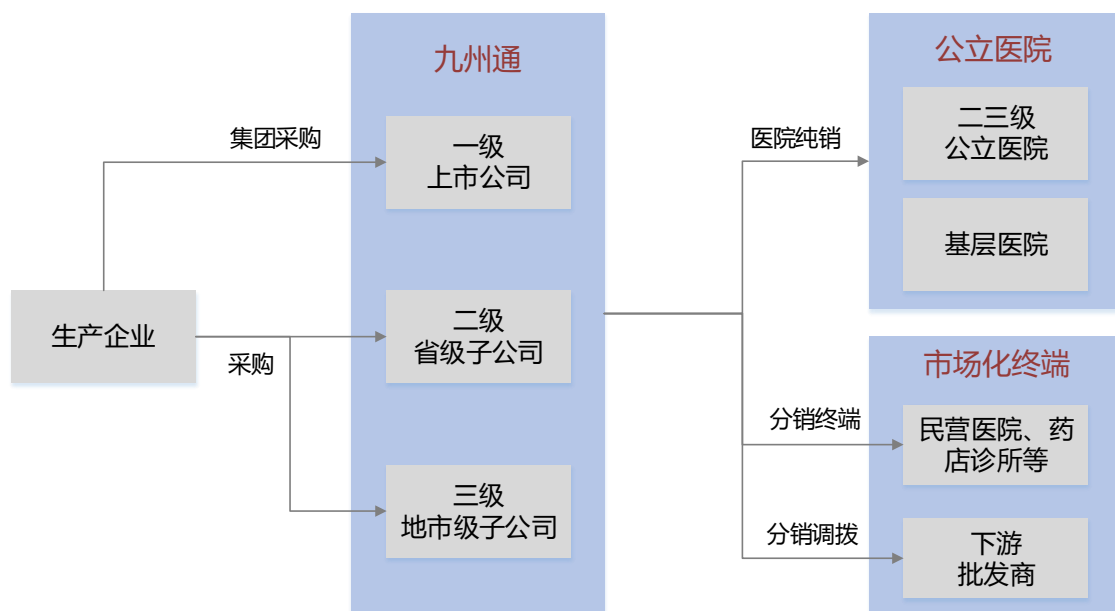
九州通公司构架分为三级，上市公司为一级公司，主要负责集团采购及公司管理；各省设立二级子公司，重点地级市设立三级子公司，子公司负责业务执行。公司的业务结构可以按照渠道或者品种方式划分，按照渠道可以分为：

- **医院纯销业务**，由公司医院事业部负责。对接的客户是公立医院，包括二三级及基层医院。其特点是毛利率较高、同时费用较大、账期较长和应收账款额较高。国有及国有控股大型医药商业流通企业以及一些专门经营医疗机构临床药品的医药商业流通企业主要以这种模式开展业务。目前公司直接对接的已经有超过4,000家二级以上医院和超过70,000家基层医院，尤其湖北、北京、新疆、河南、山西5省的纯销业务对公司的营业收入贡献显著。

- **市场化终端业务**，由公司分销事业部负责。对接的客户主要是下游批发商、民营医院、不跟标的乡镇卫生院、村卫生室及零售药房（连锁、单体均有）等市场化客户，提供药品销售及配送服务。其中，市场化终端业务根据是否直接配送到终端，又分为分销调拨和分销终端业务。其特点是毛利率较低、费用较少、库存周转速度较快和账期较短。九州通创立了这种经营模式，并一直沿用至今，行业内称其为“九州通模式”。

- **零售业务**，即公司经营零售药店，直接向患者销售产品。公司旗下零售药店——好药师大药房，2017年底已达到900多家，其中约200家为自营药店。另外，公司的在14个大中城市的零售药店已经实现了与线上O2O“药急送”业务联动，24小时承接线上订单，公司未来的零售药店布局也会以配合O2O业务为主。

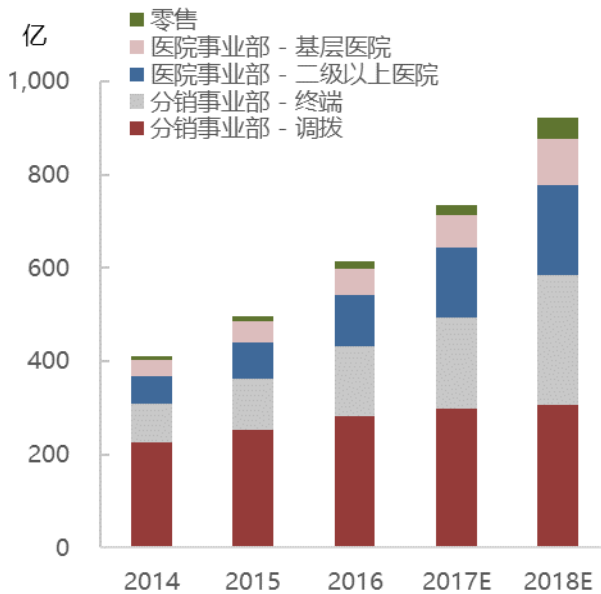
图表 6：九州通业务结构



公司的业务按照产品可以分为：

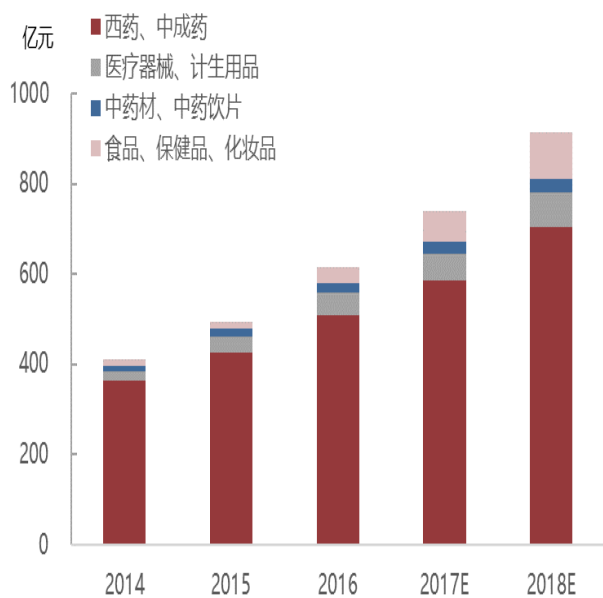
- 传统药品业务，包括西药、中成药；
- 中药业务，包括中药材、中药饮片；
- 器械业务，包括医疗器械、计生用品；
- 消费品业务，包括食品、保健品、化妆品等。

图表 7：九州通销售收入渠道分成



数据来源：九州通公告，莫尼塔研究

图表 8：九州通销售收入产品分成



数据来源：九州通公告，莫尼塔研究

渠道进一步下沉，搭建遍及全国的物流中心网络

公司目前的经营业务处于快速发展阶段，现代医药物流中心的建设以及业务的开展大多由公司设立二级和三级子公司的方式投资和开展经营业务。

目前公司的战略是渠道下沉，整个二级公司物流网络已经布局完成，并进一步布局三级公司。公司目标在2019年底之前构建完成150个地市级物流中心，搭建全国物流中心网络。公司整个批发业务采用“省级公司+地市级公司+办事处”的模式，充分利用电子商务信息平台 and 电话、传真、邮件等方式，满足不同客户的订货需求。

截至2017年12月31日，九州通已先后在全国31个省份完成投资省级医药物流中心建设，铺开了全国的二级物流中心建设；同时向下延伸并设立了81家地市级分销物流中心、400多个办事处（配送站），在各省市施行“以一托五”的物流网络布局战略，即每个省份在一个省份物流中心的布局之外，还要构建4-5个地市级物流中心。

图表 9：九州通各级物流中心架构(截至 2017 年 12 月 31 日)

区域	省级医药物流中心	地市级医药物流中心	合计
华中区域	3 个：湖北(武汉)、河南(郑州)、湖南(长沙)	21 个：湖北(荆州、襄阳、恩施、应城、宜昌、十堰、李时珍、蕲春、黄石、荆门、随州、仙桃、咸宁)、河南(商丘、三门峡、信阳、濮阳、洛阳、安阳、平顶山、驻马店、南阳)、湖南(邵阳)	24 个
华北区域	5 个：北京、天津、河北(石家庄)、内蒙古(呼和浩特)、山西(太原)	9 个：山西(长治、晋城、运城、大同、临汾、忻州)、内蒙古(赤峰、呼伦贝尔)、河北(唐山)	14 个
华东区域	7 个：上海、江苏(南京)、山东(济南)、福建(福州)、江西(南昌)、浙江(杭州)、安徽(合肥)	25 个：江苏(淮安、泰州、无锡、连云港、苏州、常熟)、山东(青岛、临沂、东营、菏泽、淄博、滨州)、浙江(温州、仙居、宁波)、福建(厦门、宁德、龙岩、泉州、南平、漳州、三明)、安徽(芜湖、阜阳)、江西(抚州)	32 个
华南区域	3 个：广东(中山)、广西(南宁)、海南(海口)	8 个：广东(广州、深圳、湛江、肇庆、珠海、河源、佛山)、广西(贵港)	11 个
西南区域	5 个：重庆、四川(成都换址新)、贵州(贵阳)、西藏(拉萨)、云南(昆明)	6 个：重庆(万州)、四川(绵阳、遂宁、南充、乐山、达州)	11 个
西北区域	5 个：新疆(乌鲁木齐)、甘肃(兰州)、青海(西宁)、陕西(西安)、宁夏(银川)	8 个：新疆(伊犁、喀什、阿克苏、库尔勒、奎屯、博赛)、陕西(渭南、榆林)	13 个
东北区域	3 个：辽宁(沈阳)、黑龙江(哈尔滨)、吉林(长春)	4 个：辽宁(大连、锦州、本溪)、黑龙江(齐齐哈尔)	7 个
合计	31	81	112

数据来源：公司公告，莫尼塔研究

不同的层级公司主要负责的业务如下：

省级公司主要建设大型物流中心，支持年销售额30亿元以上规模的药品吞吐量；主要业务是分销给中小批发商、配送至200公里以内的药店（含加盟药店）、乡镇卫生院、城市社区服务中心（站）、民营医院、个人诊所等市场化客户和其下设的地市级公司。

地市级公司主要围绕省公司、在距离省级公司200公里以外的中型城市建设，配送至地市及周边的药店（含加盟药店）、乡镇卫生院、城市社区服务中心（站）、民营医院、个人诊所等市场化客户。

办事处的建设主要是建立县级服务中心，承担协助配送、收集订单、客户关系维护、市场调研和回款等主要责任，为中小批发商、药店（含加盟药店）、乡镇卫生院、城市社区服务中心（站）、民营医院、个人诊所等客户提供深度、近距离服务。

“省级公司+地市级公司+办事处”的模式促进九州通形成了一张覆盖全国大部分地区的较为完善的医药物流配送网络及营销体系，在更加完善的物流网络体系下，九州通的业务将进入更加快速的发展阶段。

不同层级的公司之间，九州通采用的是“采购集中和财务集中”的两集中管理模式。公司在集团高度集中管控的条件下，利用全国的服务体系，为上游客户提供采购和结算的一站式服务，使上游客户避免到九州通分散于全国各地的下属公司进行业务对接、财务结算以及政策协调，从而大大降低了客户的交易成本。这一管理模式也是行业内集团化管理的一个创新。

市场化终端业务占比提升带来的业务结构改善

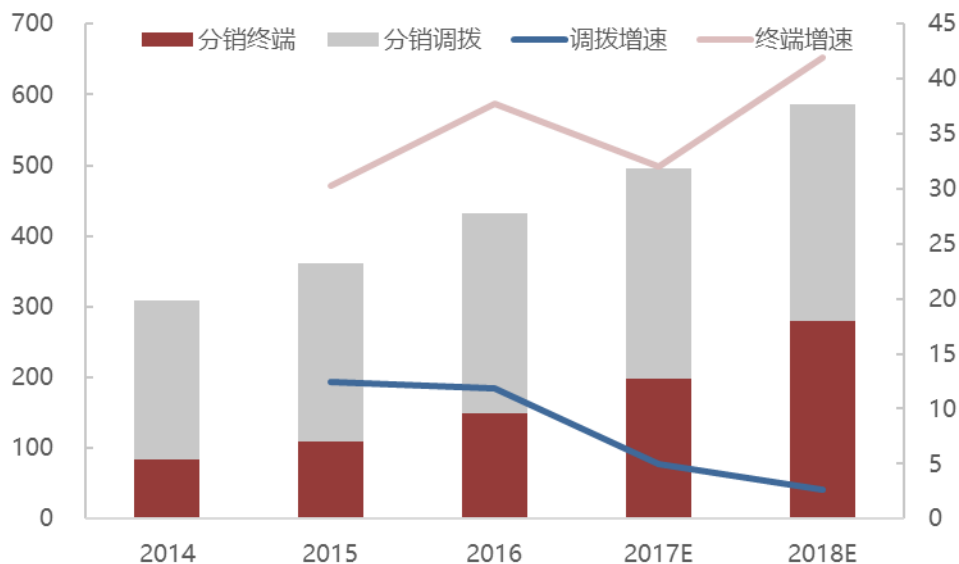
渠道下沉，分销调拨业务占比不断下降，向纯销业务转化

我国现有医药商业流通企业的行业经营模式，根据下游客户的类别不同，主要分为“面向二级及以上医疗机构为主的经营模式”及“以市场分销为主的经营模式”两种，九州通的市场化终端业务属于“以市场分销为主的经营模式”。该模式指医药流通企业以下游分销商、药店、民营医院和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。其特点是毛利率较低、费用较少、配送周转速度较快和账期较短。九州通创立了这种经营模式，并一直沿用至今，行业内称其为“九州通模式”。

九州通的市场化终端业务，根据公司是否直接配送到终端，又分为分销调拨和分销终端业务。分销终端业务是指公司直接配送到民营医院、不跟标的乡镇卫生院、村卫生室及零售药房（连锁、单体均有）等终端客户，该业务占比上升较快，毛利率较高（约 9%-10%）；分销调拨业务是指对接的客户为下游经销商，公司并不直接配送到终端，业务占比较高，毛利率较低（约 4%-5%）。

“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%。

图表 10：九州通分销调拨业务与分销终端业务对比

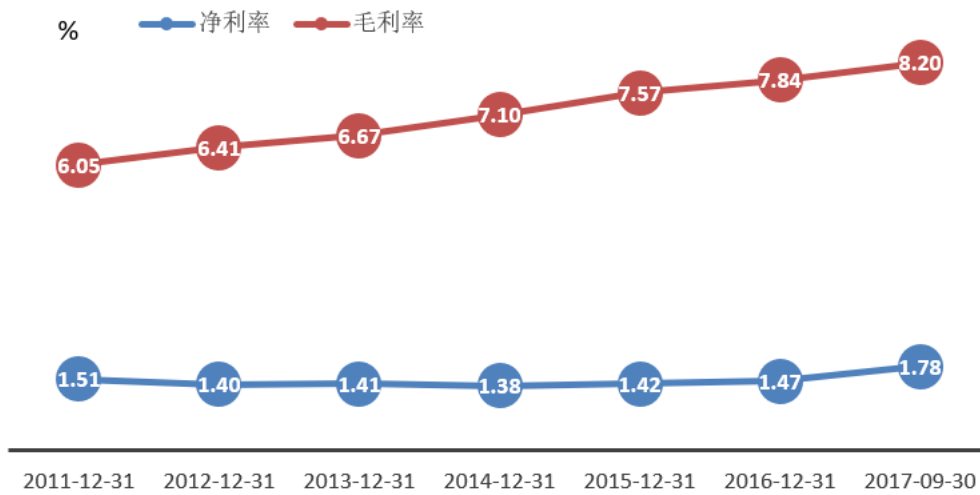


数据来源：公司公告，莫尼塔研究

分销终端业务占比不断提高，提升公司毛利率水平

在公司原先占比较高的分销调拨业务开始增速趋缓，占比不断下降的同时，随着公司全国物流网络的不断布局完善，分销终端业务发展迅速，保持 30% 以上的同比增长，占比不断提升。2016 年分销终端业务占公司营业收入仅 10% 左右，2018 年预计分销调拨业务和分销终端业务有望占比几近持平，推动公司平均毛利率水平进一步提升。

图表 11：公司毛利率及净利率增长趋势



数据来源：公司公告，莫尼塔研究

从图表11中可以看出，近几年来，公司毛利率水平和几个利率水平呈现稳步上升的趋势。尤其是2017年之后，随着公司全国物流网络的布局推进与完善，公司的渠道布局进一步下沉，带动毛利率水平有了显著提升。

两票制下的九州通医院纯销业务增长

纯销业务是医药市场的主流业务，订单量大，收入稳定，利润也同样高于九州通的传统调拨业务。因此，开拓纯销业务对九州通业务规模的扩大以及净利率的提升都具有重要的意义。虽然九州通的纯销业务刚刚起步不久，但是诸多利好因素保障了公司纯销业务的巨大前景及迅速增长。

两票制激活了流通行业市场竞争

目前全国都在逐步落地两票制，由于两票制要求药品仅通过“两次发票”即从生产企业达到医院，为了实现这一要求，对于流通企业的选择权有望从医院转移到药品生产企业手中。

通常情况下，流通企业的选择需要两个关键环节。第一，在药品招标时，投标的药品生产企业提名一家或数家配送企业来保障药品中标之后的配送；第二，在药品中标后，医院会在生产企业提名的几家配送企业中最终选择一家来进行配送。同时，生产企业对流通企业的提名也往往会限制在拥有医院户头的流通企业之间。因此，流通企业的选择最终是由医院决定的。

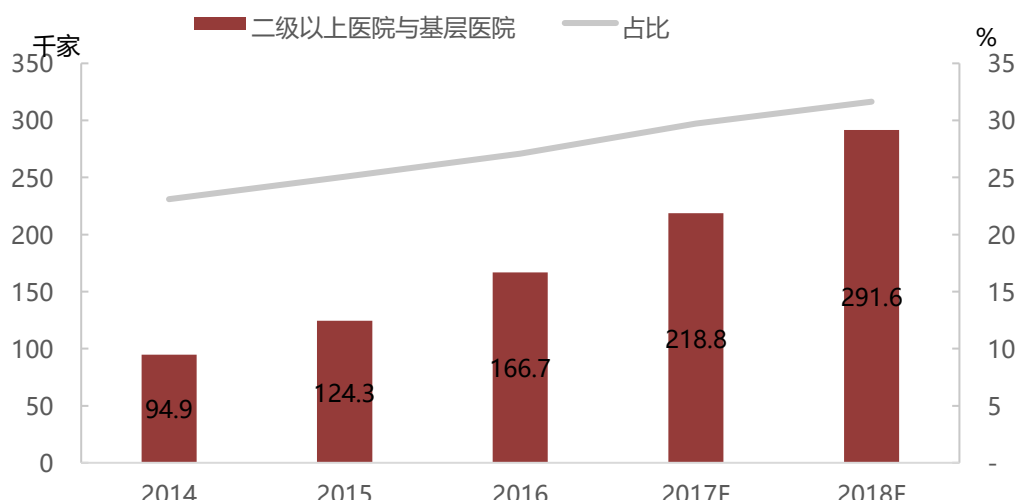
而在“两票制”的改革中，这一情况发生了改变。以福建省为例，生产企业在投标时直接决定流通企业，而免除了医院的参与。这一趋势有可能随着“两票制”的推行逐步蔓延到江苏、浙江，甚至全国。未来，医院户头的价值将逐步降低，而服务质量和性价比将越来越重要。这一市场化改革的趋势将十分利好公司的未来发展。

以北京为例，朝阳、海淀、丰台是北京最大的纯销市场区域，但这些区域却被隐性的篱笆隔离为国有企业的禁脔。九州通在北京的纯销业务全部分布在三个远郊区，包括大兴、房山。若两票制可以打破隐性的篱笆，放开市场化竞争，九州通以其优质的服务和灵活的经营风格，将会释放出更大的潜能。

九州通医院纯销业务增长迅速，占比逐步提升

近几年来，在医院终端销售收入持续提升的同时，该业务占公司总营业收入比重也不断提升，已从2011年的13.52%提升至2016年的31.69%。

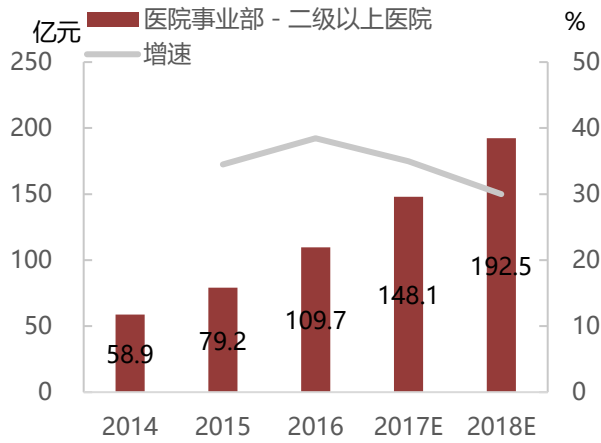
图表 12：2014-2016 年医院终端销售收入及占公司总营收比重



数据来源：wind，莫尼塔研究

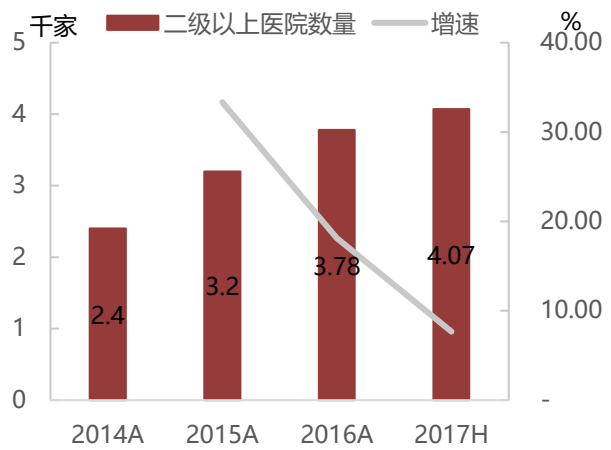
医院纯销方面，公司继续大力拓展二级及以上中高端医院市场。从二级以上医院的销售收入同比增速上看，一直维持 30%以上的高增长，同时，二级以上医院客户数量的增长一直低于销售收入增长，由此可见，二级以上医院客户质量在不断提升。2016 年，在医院客户数量同比仅有 18.13%增长的情况下，公司二级以上医院销售收入增长高达 38.46%。

图 13: 二级以上医院销售收入及增速



数据来源: 公司公告, 莫尼塔研究

图 14: 二级以上医院数量及增速



数据来源: 公司公告, 莫尼塔研究

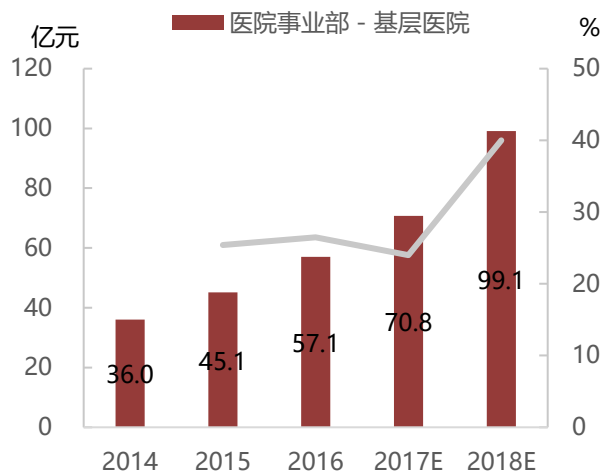
分级诊疗扩充了基层医疗机构市场，促进公司基层医疗配送业务快速增长

基层医疗机构和边远地区的医疗机构的医药商业竞争相对温和，这也是九州通最开始进入纯销领域时更为擅长的市场。随着分级诊疗的逐步推进，基层医疗机构的市场会进一步放开，边远地区的市场也会迎来新一轮增长，为公司提供更大的市场空间。

基层医疗机构销售方面，九州通积极参与各省市配送资格招标，截至 2017 年上半年，在已公布基本药物配送资格的 31 个省（市、区）中，公司共获得了 25 个省市的配送资格。公司在未获得配送资格的原因是：公司在上述省份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。因此，随着公司全国物流中心网络的不断布局下沉，公司基层医疗机构的配送将

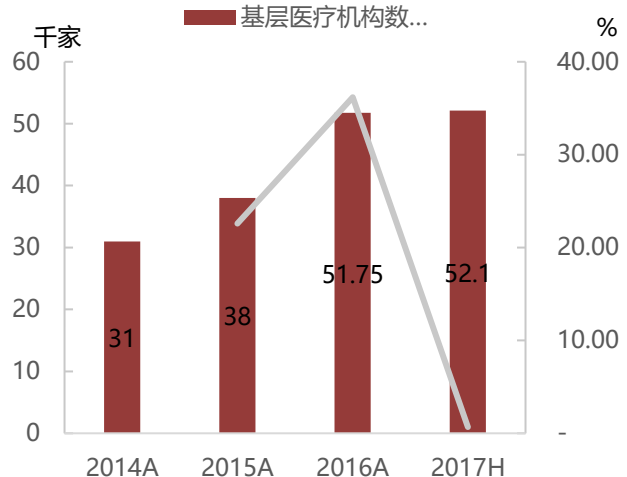
从基层医疗机构业务的销售收入增速来看，也维持了 25% 左右的增长。

图 15: 九州通基层医疗机构收入及增速



数据来源: 公告公告, 莫尼塔研究

图 16: 九州通基层医疗机构数量及增速



数据来源: 公告公告, 莫尼塔研究

消费品流通引入新模式，进展迅速收效甚巨

消费品流通行业市场空间大且结构分散

消费品流通行业市场空间广阔，其整体行业规模为医药品的 2 - 3 倍，且目前集中度非常低。消费品流通行业鲜有能够进行全渠道覆盖、全国范围布局的龙头企业。混乱与分散相伴而生，各级小型经销商管理效率良莠不齐，分销能力尚有欠缺，更勿论营销辅助。与医药流通行业相比，消费品流通行业尚处于发展早期。

消费品流通行业集中度低，缺少大型企业

消费品流通市场中缺少大型企业。在医药行业中，龙头企业国药控股的医药商业营业收入在 2016 年即已达到 2584 亿，而在消费品行业中，领跑者怡亚通的相关业务年收入在 600 亿上下。虽然两者市场空间均有万亿规模，但龙头企业的营业收入却相去甚远。同时，在医药行业中与国药控股同等级别的公司还有华润医药、上海医药、九州通等有全国跨省流通网络布局的企业，但是在消费品流通领域却鲜有与怡亚通规模相当的竞争者。

图表 17：医药品和消费品市场规模对比



数据来源：Wind，莫尼塔研究

图表 18：医药品和消费品流通领域领先企业收入对比

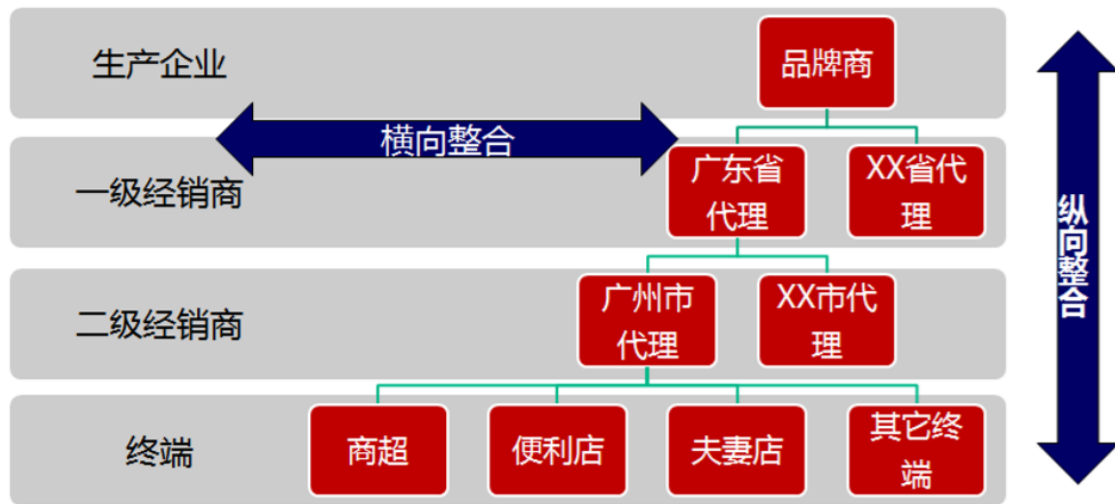
医药流通企业 相关业务营业收入* (亿元)	
国药控股	2227.09
华润医药	1211.91
上海医药	985.12
消费品流通企业 相关业务营业收入 (亿元)	
怡亚通	400 左右

来源：公司年报，莫尼塔研究

近几年来，消费品行业各细分领域的领导品牌，包括众多国际 500 强的知名品牌，越来越看重三四线城市消费升级带来的市场机会，由于大城市连锁商超等成熟渠道增长乏力，“渠道下沉”成了很多大品牌下一阶段的增长点。跟小品牌不同，大品牌在选择经销商时，更看重流通企业的物流体系成熟度、渠道覆盖能力、跨省份进行业务布局的能力。这一点，为消费品流通行业的整合提供了契机。

行业整合体现在两方面。第一是纵向整合，即由全国总经销商直接送达终端，取代全国代理→省级代理→市级代理的多级链条，类似医药流通行业“两票制”整合。第二是横向整合，即经销商扩大覆盖范围，由原先的小经销商加和覆盖一个区域整合为由一家大型经销商独立覆盖。

图表 19：消费品行业的纵向整合与横向整合



数据来源：莫尼塔研究

嫁接原有物流体系，消费品流通引入新模式

消费品是九州通近年来逐渐发展起来的跨界业务，对上游承接品牌厂家的产品，对下游向各个渠道终端分销配送。2014年，消费品业务营业收入仅4千万，2015年即达到5亿，2016年接近30亿，预计2017年将达到60~70亿，2018~2019年有可能突破百亿。

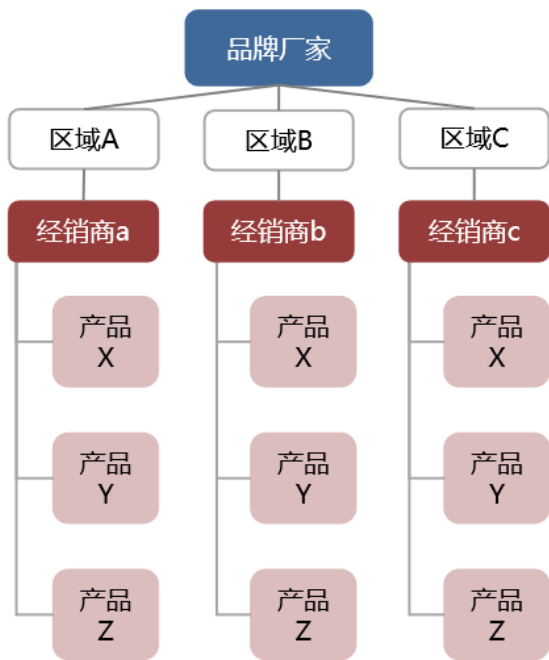
上游厂商合作以单品种全国控盘为主

公司的消费品品种包括奶粉、食品、美妆等，合作品牌包括惠氏、费列罗、雅培、雀巢等。公司与上游品牌厂商的主要合作方式是接受单品种的全国总代，实现单品种的全部分销配送。

国际一线品牌厂家的产品，通常七八成由厂家把控的渠道分销到大型商超。大型商超终端类似于医药市场上的等级医院，分布集中、货物量大、回款周期较长。品牌厂家另外二三成的产品，则最终流向了较为零散的商店、婴童店、便利店等终端。零散终端类似于医药市场上的“第三终端”，位置分散、货物量小、回款周期短。零散终端的配送若由厂家自主进行，其成本显著高于大型终端的维护，因此品牌厂家对外包零散终端配送有强烈的需求。而零散终端的维护正是九州通的长项。

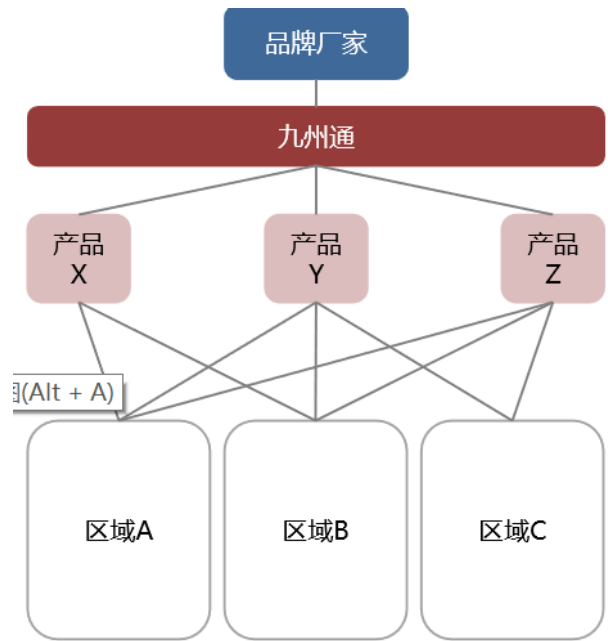
在九州通进入消费品市场之前，消费品的零散分销以区域划分为主，即品牌厂家将业务指标下达到各区域部门，各区域部门再联系当地经销商实现分销配送。因此，消费品的经销生态呈现出区域化、分散化的特点。而九州通与品牌厂商的合作则以产品划分为主，品牌厂家将某一品种货物及销售全部委托给九州通，由九州通统一实现全国分销配送。

图表 20：传统区域化分销示意图



数据来源:莫尼塔研究

图表 21：九州通产品化分销示意图



数据来源:莫尼塔研究

九州通具有独特的价格控制、扩大销量优势

与传统的区域化分销相比，九州通的产品化分销具有显著优势：

- 实现全国统一的价格体系。产品的分销价格取决于厂家定价及销售费用两大因素。在区域化分销体系下，销售费用由厂家按区域发放。各区域的销售部门会因地制宜，自主调整销售费用在不同品种之间的分配。因此即使某一品种实现了全国统一的厂家定价，也会因不同的销售费用投入而产生不同的分销价格。而九州通的产品化分销获得了单一品种的全国总代理，可以实现在全国范围内的统一价格发货，进而实现了全国统一的稳定的价格体系。

- 减少销售费用率。区域化分销体系下的全国价格不一，最直接的后果即“窜货”。分销价格高的地区的客户会到分销价格低的地区进货，进而侵蚀品牌厂家的销售费用。而九州通实现的全国统一价格体系釜底抽薪地解决了“窜货”的问题，十分显著地降低了销售费用率。

- 提高销售收入。九州通在药品流通领域深耕多年，积累了丰富的药店资源，尤其是小规模、大数量的分散门店。分散药店对于奶粉的渠道下沉及销量提升助益甚大，这也是知名品牌奶粉会选择九州通的重要原因之一。目前，奶粉不仅是公司消费品业务爆发的第一桶金，也依然是公司体量最大的消费品品种。随着消费品业务的发展，公司的消费品渠道也越来越多，不仅局限于药店，母婴店、便利店、商超、大卖场等也逐渐进入公司的渠道网络。与九州通的合作可以帮助品牌厂家扩大并下沉产品渠道，进而大幅提升产品的销售收入。

消费品业务的开拓，为九州通带来诸多益处。

第一，提高公司物流资源的利用度。公司消费品的仓储物流完全委托九州通物流公司，物流公司现有资源完全能够实现 2016年30亿的消费品的销售规模，无需更多的资产投入，只需要对仓储、车辆线路进行优化即可实现。当然，随着消费品业务规模的爆发式增长，物流资源投入势必会增加。

第二，提高公司净利润。消费品业务的净利率接近3%，远高于公司目前的整体净利率1.5%。因此消费品业务的快速增长，不仅会提升公司的营业收入，还会更快地提升公司的净利润。

第三，提高资金周转率。消费品的下游客户中，现款结算的比例超过75%，仅不到25%为账期结算。与药品业务相比，消费品的资金周转率显著提高。

总结：渐积跬步，终致千里

九州通是全国最大的民营医药流通企业，具有灵活的体制、机制及经营模式优势，公司深耕于药店、民营医院和诊所等广阔市场，开创的市场化经营模式符合中国医药流通体制的改革方向及发展趋势，快速发展的医院纯销业务是

市场化终端长期布局带来的规模效应将逐渐显现

九州通传统市场化终端业务领域是一个充分竞争的市场领域，主要客户对象为基层医疗机构、民营医疗机构、药店、诊所、二级分销商等，这一领域的特点是竞争激烈、完全市场化，只有那些“服务好、价格低、质量优”的商业流通企业才能在竞争中获得先机并脱颖而出，也只有那些“低成本、高效率”的企业才具有充分的市场竞争优势。

九州通目前的市场化终端业务将随着配送规模的不断扩大，规模效应将逐步显现：一是由于公司持续将下游分销调拨业务逐步转换为分销终端业务，而后面毛利率约为前者的两倍，所以分校终端业务占比的提高将带来公司毛利率水平的进一步提升。2017年公司分销调拨业务占比为40%，尚具有较大转换空间；

二是药品流通行业集中度提高、龙头企业的终端覆盖能力增强是大势所趋，该因素将驱动公司终端直配业务占比进一步上升，盈利能力增强。

尤其是随着中国医药卫生体制改革的不断推进，“医药分开”体制的逐步建立，“以药补医”机制的逐步废除，特别是随着公立医疗机构逐步试行“按病种收费”，药品成为医疗机构的一种成本开支，而不是一个单独加价收费的种类时，“物美价廉”的市场机制就会在医疗机构的药品采购中发挥作用，快捷便利的服务优势就会得到医疗机构的广泛认同，因此九州通的市场化经营模式会越来越体现出突出的竞争优势。

公司稳步开拓医院纯销业务，驱动业绩进一步提升

九州通将医院业务作为集团首要战略业务摆在极其重要的地位，将其定位为公司寻求战略转型、提升行业竞争力的突破口。

截至2017年6月30日，公司直接客户包括约4,000多家二级及以上医院，70,000多家二级以下医疗机构或诊所、上游供应商7,000家，下游客户超过100,000家。二级及以上医院属于相对稀缺的医疗资源，在医患关系中处于强势地位，议价能力较强，同时，其药品采购通过集中招标方式确定采购价，定价可能存在一定非市场化因素。由于上述原因，相比其他医疗机构及零售药店，二级及以上医院的药品价格一般较高，向其销售药品一般可获得较高的毛利率。

从全国药品终端占比来看，零售和基层医疗市场占比仅为30%，剩下的70%都是公立医院市场。近年来九州通积极稳步开拓医院渠道业务，向空间更为广阔的公立医院市场进军，预计未来两年内该业务维持30%以上增速，驱动公司业绩进一步提升。

消费品流通引入新模式，进展迅速收效甚巨

公司自2014年进入消费品流通领域，预计2017年可以实现60~70亿的营业收入，2018年实现100亿左右收入。公司借助全国性的仓储物流网络，将产品化分销引入消费品领域。与传统区域化

分销相比，不仅形成了全国统一的价格体系，还降低了销售费用率。同时，九州通的渠道优势可以帮助品牌厂家进行大范围的渠道下沉。因此公司的消费品业务迅速扩容。

消费品业务不仅市场空间大、回款周期短，同时还提高了公司现有物流资源的利用率，实现了销售收入和净利率的同步提升。

总结：渐积跬步终致千里，关注九州通长期业绩增长

公司是全国的民营医药商业龙头，配送网络覆盖全国31个省份，预计2019将完成全国180-200个省市物流中心的布局，整合资源的同时带来规模效应的进一步增强。

公司在传统市场化业务中，进一步提高终端直配比例，改善公司业务结构；并且在深耕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进一步增长；此外，公司的消费品代理业务增长迅速，有望2018-2019年超过百亿的收入规模，促进公司毛利率水平和净利率水平的进一步提升。

总结来说，随着九州通全国物流网络布局的完成与终端渠道的进一步下沉，公司医院纯销业务、分销调拨业务和分销终端三大渠道业务结构在不断进行调整，带来的是公司业绩规模的增长和盈利能力的进一步提升。看好公司长期发展。

近期报告

- 2018年2月6日 创新药重磅频频，国际化锦上添花——恒瑞医药深度报告
- 2018年1月24日 健康体检，龙头先行——健康体检行业专题研究
- 2018年1月15日 早有蜻蜓立上头——变应原免疫治疗迎来发展契机
- 2017年12月26日 心向往之行必能至——一致性评价近期利好与仿制药格局远期展望
- 2017年12月19日 环保凭借力，涨价仍可期——维生素行业研究报告（二）
- 2017年12月04日 小荷才露尖尖角——变应原免疫治疗迎来发展契机
- 2017年11月27日 防范药品短缺，重查价格垄断——关于《短缺药品和原料药经营者价格行为指南》的事件点评
- 2017年11月24日 环保凭借力，涨价仍可期——维生素行业研究报告（一）
- 2017年11月13日 不拘一格降人才，各司其职为民生——上市许可持有人制度激活药品创新
- 2017年11月06日 横看成岭侧成峰，透过研发费用资本化看创新药公司
- 2017年10月31日 健友股份三季报点评：原料药制剂双轮驱动，公司业绩增长符合预期
- 2017年10月24日 行业迎来量价齐升，健友股份增长可期——肝素原料药行业研究
- 2017年10月09日 志当存高远，生长激素仍在征程
- 2017年09月25日 大浪淘沙强者胜——两票制下的医药流通行业分析
- 2017年09月12日 抗血小板药物市场竞争趋于激烈，乐普医疗成氯吡格雷市场新贵
- 2017年09月11日 乘风破浪会有时 原料制剂双丰收——健友股份
- 2017年08月30日 九州通半年报点评：业绩增长超预期，加快布局全国药品流通网络
- 2017年08月23日 乐普医疗又一潜力品种——左西孟旦市场格局分析
- 2017年08月15日 一致性评价力拔头筹 京新药业瑞舒伐他汀有望放量

免责声明

本研究报告中所提供的信息仅供参考。报告根据国际和行业通行的准则，以合法渠道获得这些信息，尽可能保证可靠、准确和完整，但并不保证报告所述信息的准确性和完整性。本报告不能作为投资研究决策的依据，不能作为道义、责任的和法律依据或者凭证，无论是否已经明示或者暗示。

上海 (总部)

地址：上海市浦东新区花园石桥路66号
东亚银行大厦702室
电话：+86 21 3383 0502
传真：+86 21 5093 3700

北京

地址：北京市东城区东长安街1号东方
广场E1座1803室
电话：+86 10 8518 8170
传真：+86 10 8518 8173

纽约

地址：纽约市曼哈顿区麦迪逊大道295
号12楼1232单元
电话：+1 212 809 8800
传真：+1 212 809 8801

<http://>

[Email:cebmservice@cebm.com.cn](mailto:cebmservice@cebm.com.cn)