

# 九州通 (600998) \ 医药生物

## ——民营分销龙头，受益行业整合

投资建议:	推荐
上次建议:	推荐
当前价格:	18.2元
目标价格:	24元

### 投资要点:

#### ➤ 民营分销龙头，业绩增长稳健

公司以民企身份切入流通领域，通过九州通模式迅速发展成为国家认定四家的全国性流通龙头之一，目前分销网络已布局全国31省份。公司近年来各类客户增长迅速，带来营收增速稳健，伴随高毛利医院直销业务比重增长，利润端增长加速，股权激励影响短期业绩，目前估值性价比高。

#### ➤ 医院直销业务空间大，基层配送潜力足

两票制正式落地之后行业整合进程将加速，大型流通企业市场份额将迅速提高。公司借政策东风快速扩张医院业务，大型医院客户数逐年提升，叠加单院产出提升，保证未来医院业务高速增长。近年各地逐步放开基药使用限制，而分级诊疗政策的推进利好基层市场整体扩容，公司作为全国基药配送的重要参与者将持续受益。

#### ➤ 快批模式在市场化业务中仍具竞争力

公司赖以成名的快批模式在针对市场化客户的业务中竞争优势显著，尽管两票制下对下级分销商的调拨业务承压，但在民营医疗机构迅速发展、零售药店行业税收规范和GSP检查的背景之下，未来公司将承接小型不规范流通商的市场份额，支撑公司稳定过渡调拨业务转型期。

#### ➤ 首次覆盖，给予“推荐”评级

预计公司18/19/20年实现归母净利润14.41、18.08和22.95亿元，EPS分别为0.77、0.96和1.22元，对应当前股价PE为23.71/18.90/14.89倍。鉴于公司为医药流通领域中实现全国布局的龙头企业，两票制带来行业加速整合，预计未来增速将快于同行可比公司，给予19年25倍PE，12个月目标价为24元，首次覆盖，给予“推荐”评级。

#### ➤ 风险提示

客户拓展进度不及预期、政策推进力度不及预期

### 基本数据

总股本/流通股本 (百万股)	1,878/1,660
流通A股市值 (百万元)	30,213
每股净资产 (元)	7.65
资产负债率 (%)	66.87
一年内最高/最低 (元)	22.33/15.98

### 一年内股价相对走势



汪太森 分析师

执业证书编号: S0590517110002

电话: 0510-82832787

邮箱: wangts@glsc.com.cn

陈灿 研究助理

电话: 0510-82832787

邮箱: chencan@glsc.com.cn

### 相关报告

- 1、《九州通 (600998) \ 医药生物行业》  
《直销业务快速发展，长期受益行业整合》

财务数据和估值	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入 (百万元)	61,556.84	73,942.89	90,003.29	111,019.06	138,662.81
增长率 (%)	24.13%	20.12%	21.72%	23.35%	24.90%
EBITDA (百万元)	2,041.51	2,968.77	2,731.26	3,400.72	4,280.26
净利润 (百万元)	876.74	1,445.51	1,441.31	1,808.01	2,295.08
增长率 (%)	26.23%	64.87%	-0.29%	25.44%	26.94%
EPS (元/股)	0.47	0.77	0.77	0.96	1.22
市盈率 (P/E)	38.98	23.64	23.71	18.90	14.89
市净率 (P/B)	3.03	1.87	1.75	1.62	1.48
EV/EBITDA	17.39	13.77	16.28	14.18	12.28

数据来源: 公司公告, 国联证券研究所

## 正文目录

1.	稳步发展、质地优良.....	4
1.1.	民营分销龙头正快速发展.....	4
1.2.	业绩增长稳健，运营能力优秀.....	6
1.3.	资产结构良好，运营能力出色.....	8
2.	医院直销业务保持快速发展.....	10
2.1.	直销业务将逐渐取代调拨业务.....	10
2.2.	两票制后行业趋于整合.....	12
2.3.	公司未来竞争优势：激励充分、机制灵活.....	14
3.	基药配送发展空间广阔.....	14
3.1.	基药配送对配送商要求较高，长期利好大型流通企业.....	14
3.2.	基层用药扩容趋势显著.....	15
4.	快批业务仍有发展空间.....	18
4.1.	公司创新快批模式市场竞争力强劲.....	18
4.2.	社区门诊、零售药店仍有市场.....	19
5.	盈利预测.....	20
5.1.	收入拆分.....	20
5.2.	可比公司.....	21
6.	风险提示.....	22

## 图表目录

图表 1: 业务概况.....	4
图表 2: 公司发展历程.....	5
图表 3: 未来业务发展思路.....	5
图表 4: 公司股权结构.....	6
图表 5: 历年营业收入及增速.....	7
图表 6: 历年扣非归母净利润及增速.....	7
图表 7: 业务收入结构.....	8
图表 8: 各业务毛利率 (%).....	8
图表 9: 公司期间费用率 (%).....	8
图表 10: 公司毛利率与净利率概况.....	8
图表 11: 公司资产结构.....	9
图表 12: 公司资金情况.....	9
图表 13: 存货周转天数.....	10
图表 14: 2017 年应收账款周转天数.....	10
图表 15: 公司分销业务拆分.....	11
图表 16: 二级及以上医院业务收入变化.....	11
图表 17: 二级及以上医院客户数增长.....	11
图表 18: 我国医药批发 CR4 集中度情况.....	12
图表 19: 全国性流通龙头客户分布.....	12
图表 20: 传统供应链由多供应商供货.....	13
图表 21: 新型供应链由大型商业企业主导.....	13
图表 22: 公司两期激励计划.....	14
图表 23: 基层医疗机构数量持续增长.....	15
图表 24: 基层医疗机构床位数.....	15
图表 25: 基层医疗卫生机构单院单院诊疗人次.....	16

图表 26: 基层医疗卫生机构单院业务收入 .....	16
图表 27: 近两年各省对基层医疗机构用药的政策 .....	16
图表 28: 基层医疗机构销售收入 .....	18
图表 29: 基层医疗机构客户数 .....	18
图表 30: 九州通模式与传统对比 .....	18
图表 31: 民营与公立医院数量与收入对比 .....	19
图表 32: 民营与公立医院诊疗人次对比 (千万人次) .....	19
图表 33: 国控和华润零售药店客户增长 .....	20
图表 34: 九州通对零售药店批发增速 .....	20
图表 35: 主营业务拆分 (单位: 亿元) .....	20
图表 36: 可比公司 .....	21
图表 37: 财务预测摘要 .....	23

## 1. 稳步发展、质地优良

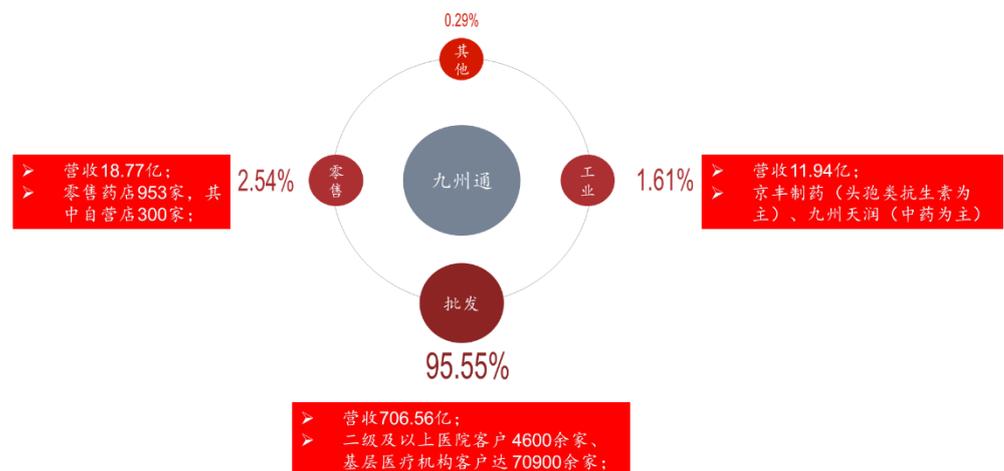
### 1.1. 民营分销龙头正快速发展

➤ 公司是布局全国的分销流通龙头企业

公司是中国医药商业领域具有全国性网络的少数几家企业之一，尽管公司业务主要是由医药批发构成，属于医药流通领域，但公司也涉足药品零售业务（旗下近 1000 家药店）和医药工业业务，拥有工商全产业链的布局。

公司早期以非处方药分销为主，通过后来业界闻名的“快批”模式切入基层诊疗机构、社区门诊和零售药店的流通市场并迅速发展壮大。经过多年经营，公司目前已拥有全国性的营销网络和丰富的上下游资源，截至 2017 年公司已完成全国 31 个省级物流中心和 81 个地市级物流中心的布局工作。业务方面，公司在二级及以上公立医疗机构的业务拓展方面发展迅速，其客户已达 4600 余家。

图表 1：业务概况

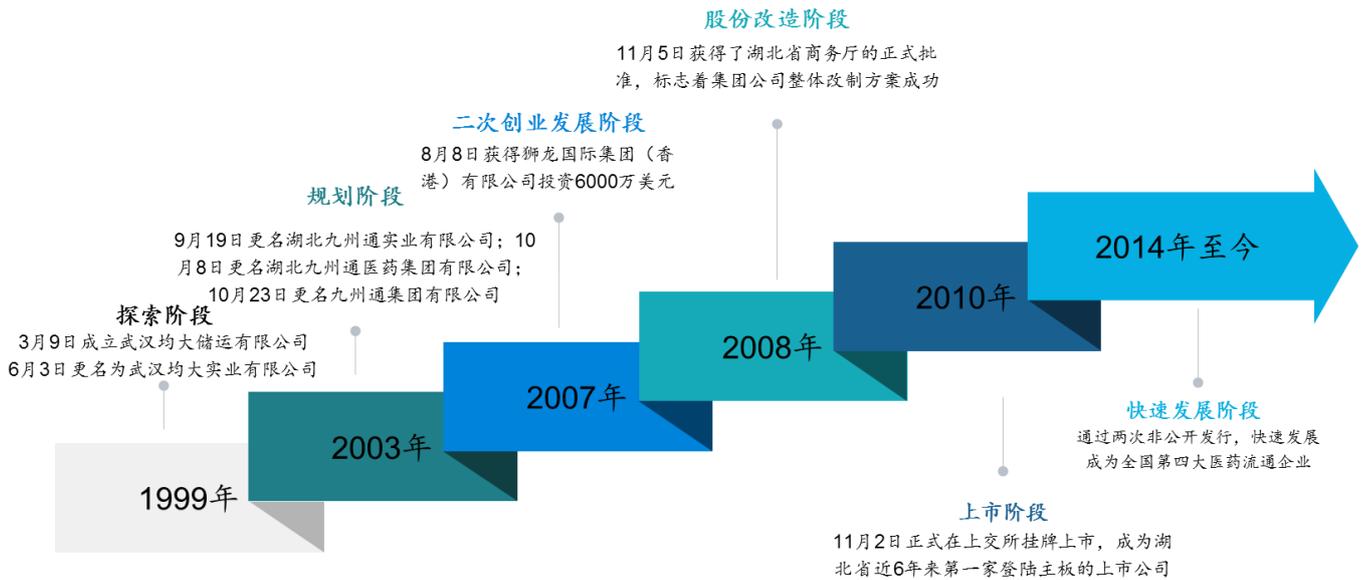


来源：公司年报 国联证券研究所

➤ 成就民企成为医药流通巨头的神话

在新世纪之前，我国医药流通强调药品的特殊性、专营性及国有主渠道作用，市场的大门仅对国有企业开放；1999 年底原国家经贸委发布《医药流通体制改革指导意见》要求实现产权多元化，湖北九州通医药有限公司也顺应时代潮流于 2000 年 1 月正式成立。在把握我国流通行业“医院回款慢、三角债过多”的痛点下，公司利用“快批”、现款现货等方式蚕食市场份额，短短 10 年内从名不见经传的地方企业攀升至全国医药商业企业前列，并扩张至全国，公司也于 2010 年成功登陆上交所。这一腾飞也造就民营企业在医药流通行业经营之神话，其“九州通模式”也被认为是中国医药商业史上一项重大突破。

图表 2：公司发展历程



来源：公司官网 国联证券研究所

在各项业务逐步走向成熟后，公司于2014年提出了强力推进战略业务，稳定推进核心业务的发展思路，2017年确定为以医药分销和医院业务为核心业务，以中药业务、医疗器械、电子商务、消费品、总代理业务、医药工业为战略业务，以行业解决方案、医疗产业投资、财务投资等为需要培育的新兴业务的战略组合，以及“核心业务稳中求进、战略业务寻找突破、新兴业务严控风险”的战略发展思想。

图表 3：未来业务发展思路



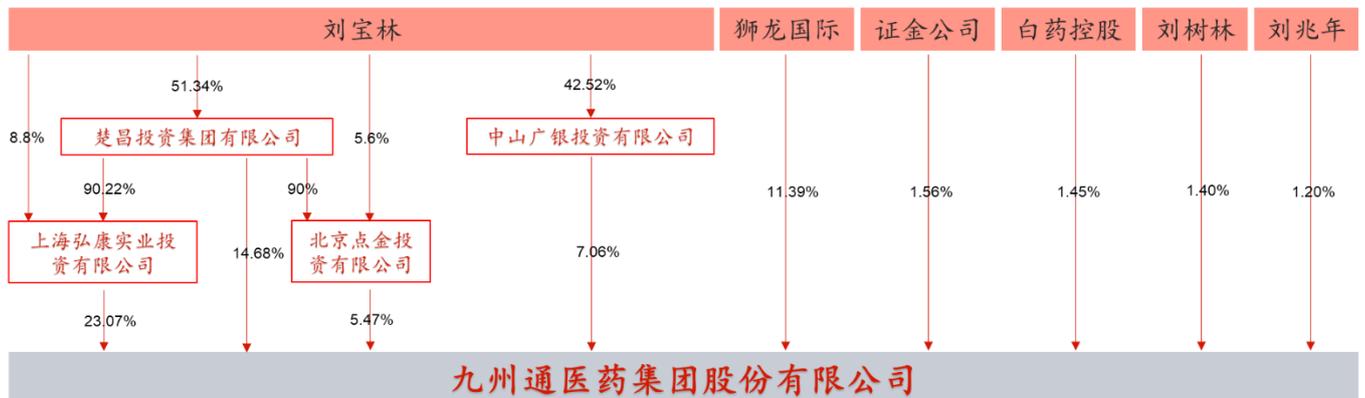
来源：公司官网 国联证券研究所

➤ 股权集中度较高，管理层稳定

目前公司董事长为公司创始人刘宝林，通过关联方持股为公司实质第一大股东，多年来持股比例稳定。旗下子公司众多，大部分是在全国布局的省级子公司，此外还包括零售药店、物流公司以及器械公司；京丰制药是公司主要的工业平台，以抗生素

系列、糖尿病系列和心脑血管系列药品；九州天润中药则是公司开展中药生产业务的平台。

图表 4: 公司股权结构



被参控公司	参控关系	持股比例	主营业务	营业收入
河南九州通	子公司		医药销售	80.59
北京九州通	子公司		医药销售	57.39
广东九州通	子公司		医药销售	46.21
山东九州通	子公司		医药销售	42.94
新疆九州通	子公司		医药销售	35.69
江苏九州通	子公司		医药销售	34.34
重庆九州通	子公司		医药销售	29.82
山西九州通	子公司		医药销售	23.31
上海九州通	子公司		医药销售	24.03
四川九州通	子公司		医药销售	21.64
辽宁九州通	子公司		医药销售	19.02
福建九州通	子公司		医药销售	17.93
兰州九州通	子公司		医药销售	13.79
江西九州通	子公司		医药销售	10.42
安徽九州通	子公司		医药销售	10.51
长春九州通	子公司		医药销售	9.23
黑龙江九州通	子公司		医药销售	8.68
九州通医疗器械	子公司		医疗器械投资	8.30
湖南九州通	子公司		医药研发与咨询	6.40
亳州中药材电子商务	子公司		中药材网络信息	1.22
九州通医药集团物流	子公司		物流	1.66
北京京丰制药	子公司		药品生产	1.37
好药师大药房	子公司		医药零售	1.06
九州天润中药产业	子公司		中药产业投资	0.06
...	...	...	...	...

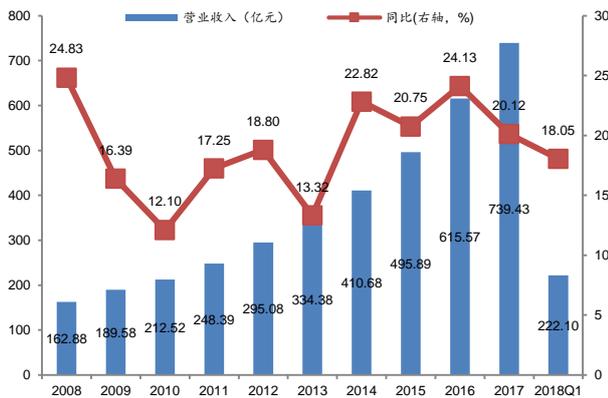
来源：公司公告 国联证券研究所

## 1.2. 业绩增长稳健，运营能力优秀

### ➤ 营收增长稳定，盈利增速逐年提升

公司收入增速稳健，近年保持 20-25% 增速，2017 年增速有所放缓主要是各省两票制陆续落地，公司调拨业务受到影响；利润端增长加速，预计主要原因由于规模效应和医院直销业务的拓展，高毛利的直销业务对调拨业务的替代促进了公司毛利率的提高。

图表 5: 历年营业收入及增速



来源: 公司年报 国联证券研究所

图表 6: 历年扣非归母净利润及增速



来源: 公司年报 国联证券研究所

### ➤ 摊销费用影响短期业绩

公司收入端增速自 17Q3 (+18.02%) 略有放缓, 预计主要原因是下半年各省两票制逐渐开始实行, 公司调拨业务增速下行。利润端在扣除此前公告收到汉阳地块旧城改建项目征收补偿款 5.28 亿营业外收入的影响后, 扣非归母净利润在 17 年前两个季度均保持 32% 以上增速, 虽然相比 16 年有所放缓, 但在同行业内属于增长出色的企业。

17 年公司扣非归母净利润同比增长 22.29%, 增速放缓的主要原因在于公司 5 月 15 日授予的股权激励的费用摊销方式的变化。此前采用 BS 模型计算 4 年摊销费用如下 0.59 亿元、0.71 亿元、0.34 亿元和 0.10 亿元, 合计 1.73 亿元。半年报公司摊销 0.14 亿元。而根据监管部门相关文件意见, 公司 Q3 计提摊销总费用达到 0.91 亿元, 全年费用则为 1.03 亿元, 而去年同期为 0.36 亿元, 影响公司利润同比增速。

公司股权激励摊销按照新准则计提总共在 2.7 亿元左右, 预计 18 年费用为 1.1-1.2 亿元, 短期仍会对公司利润端形成影响, 但在 19 年计提费用将大幅减少, 叠加两票制下公司业务结构持续优化, 预计公司利润端增速未来将恢复高速增长态势。

### ➤ 业务以医药批发为主

公司业务主要为医药流通业务, 包括药品、医疗器械等产品批发业务和零售连锁业务, 此外还有少部分医药工业业务。其中医药批发业务占主体地位, 收入端占比常年处于 96% 以上, 近年随着零售业务的飞速增长, 比例略有下滑。

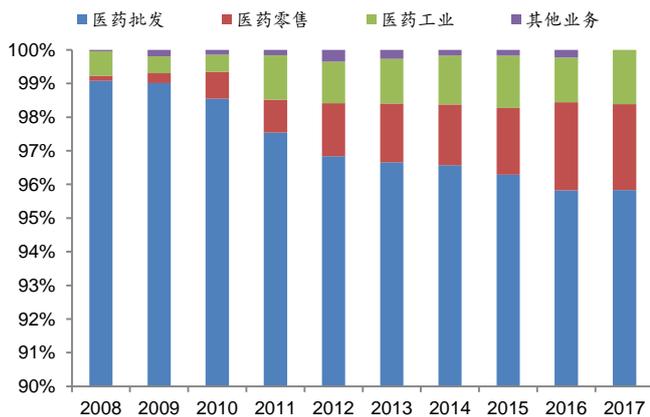
毛利率方面, 得益于主体分销业务规模效应以及公司不断拓展医院客户、直销业务增长较快, 医药批发业务的毛利率呈持续改善态势。上市之前如 2008 年公司大部分为低毛利的快批业务, 彼时公司整体毛利率仅 5.64%, 在经过近十年的医疗机构销售增长后, 2017 年毛利率有了较大幅度提升, 已达 8.44%。

公司零售业务毛利率在上市前有较大下滑, 其主要原因是当时公司零售门店主要以加盟店为主 (2010 年末直营店 93 家、加盟店 615 家), 而公司在此时减少了对加盟店管理费的收取, 因此毛利率减少至 15.72%。上市后公司直营门店逐渐增多, 毛

利率也随之回升至 20%左右。2017 年毛利率减少主要是由于好药师 B2C 电商业务毛利率受公司大力进行业务模式调整影响有所下滑。

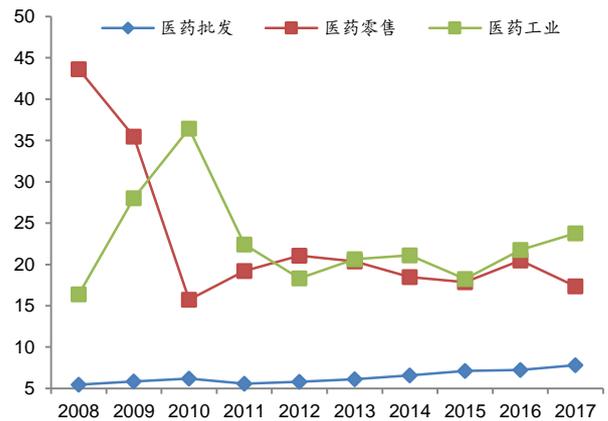
医药工业方面，上市前公司效益逐年趋好，毛利率迅速上升；2011 年公司并入湖北金贵中药饮片公司后毛利率稳定在 20%上下。近两年毛利率上涨主要是因为北京京丰开展包材采购招标工作、制定费用分析管控方案，有效降低了生产成本和费用以及内中药饮片生产快速增长，博山制药生产销售产品价格上涨。

图表 7: 业务收入结构



来源：公司公告 国联证券研究所

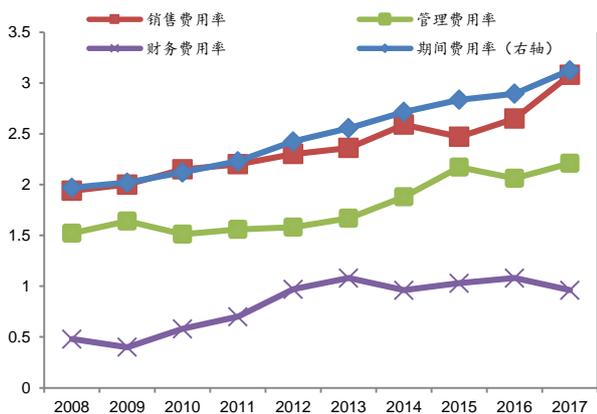
图表 8: 各业务毛利率 (%)



来源：公司公告 国联证券研究所

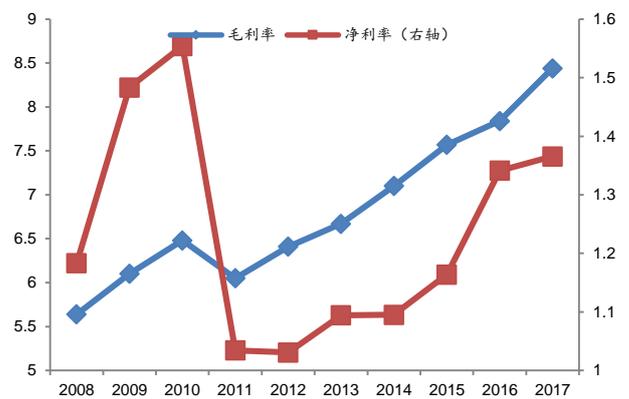
从期间费用率来看，随着公司业务不断拓展至全国各地，销售费用率和管理费用率均处于上升趋势。从盈利能力来看，受益于批发业务毛利率的提升，公司整体毛利率稳步上升，受到费用率同步提升的影响，净利率保持稳定。

图表 9: 公司期间费用率 (%)



来源：公司年报 国联证券研究所

图表 10: 公司毛利率与净利率概况



来源：公司年报 国联证券研究所

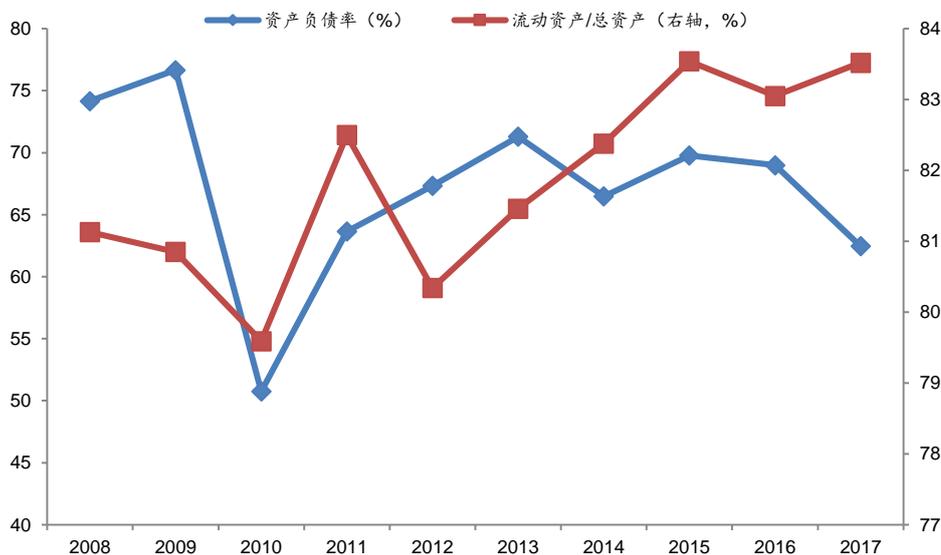
### 1.3. 资产结构良好，运营能力出色

#### ➤ 资产结构稳中向好

公司资产负债率近年稳中有降，保持在 70%以下；在同行业中属于平均水平，低

于南京医药、英特集团和鹭燕医药，高于嘉事堂和柳州医药。在资产负债率保持稳定的同时流动资产比例有所增加，主要是由于分销业务拓展，应收账款类流动资产增长较快的原因。资产负债率的稳定也有利于公司通过多种渠道进行融资支撑相关业务的快速扩张。

图表 11: 公司资产结构



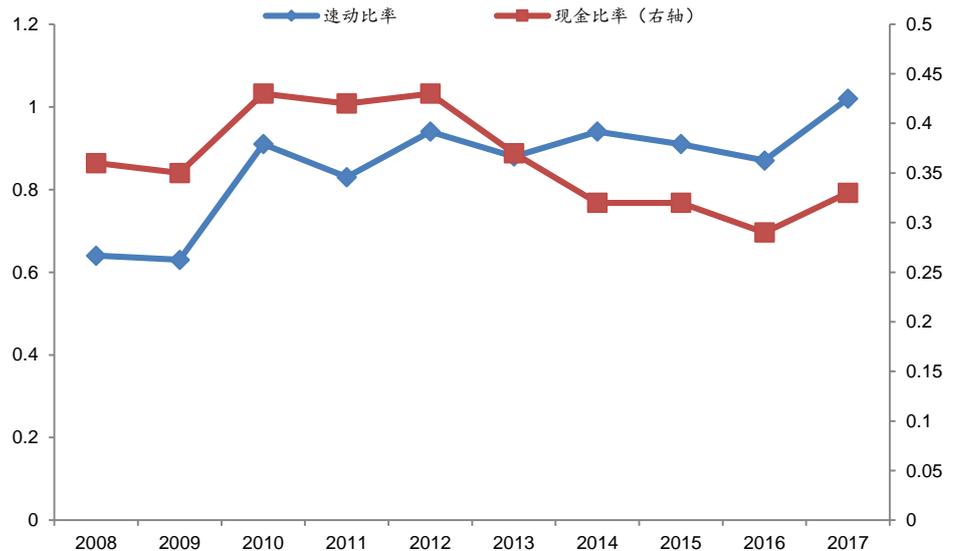
来源: Wind 国联证券研究所

➤ 资金略承压，整体仍可控

整体来看公司流动比率与速冻比率较为稳定，但拆分来看公司在现金方面略显紧张，现金比率处于持续下降态势，主要是因为公司不断拓展二级及以上医院客户的业务，而医院端由于药品零加成等改革政策在回款账期上比公司过往推行的“快批”业务、现款现货而言要长，这样一来公司在垫资方面支出显著增长。现金流方面同上所述，近年来公司应收账款增长较快，这也导致 17 年经营活动现金流量净额为-10.12 亿元，相比 16 年减少较多。

在两票制全国落地及分级诊疗稳步推进的背景之下，医疗机构业务仍将是未来公司的重点发展方向，与之前不同的是，公司未来将更加注重基层医疗机构的业务拓展，这也是公司作为全国性布局的龙头企业相对于其他医药流通龙头企业的优势体现最为明显的方向，为应对医疗机构业务快速发展的机遇所带来的资金端的挑战，公司也将在保证合理负债率的前提下通过多种渠道融资，在 17 年定增完成之后目前公司拥有 85 亿元货币资金，预计未来公司应收账款不会影响公司资金正常流转。

图表 12: 公司资金情况

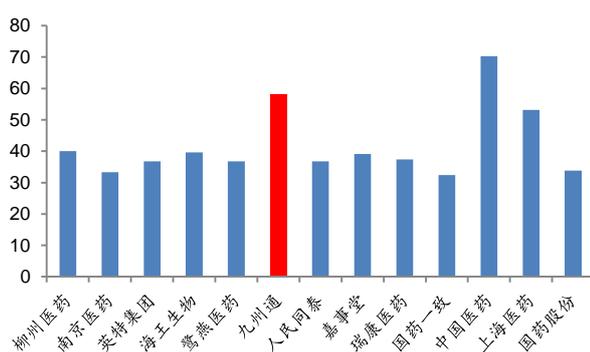


来源: Wind 国联证券研究所

➤ 运营能力得益于独特运营模式

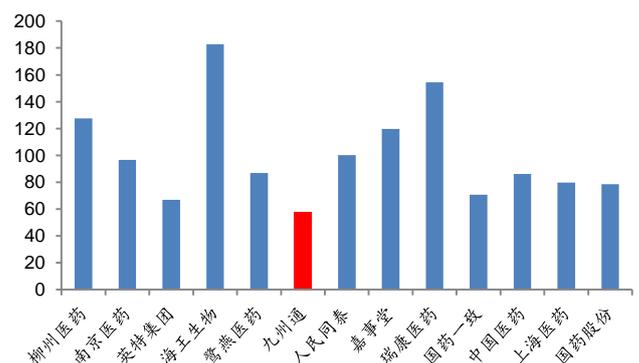
公司在存货周转方面稍弱于可比公司, 从 2017 年情况来看, 公司存货周转天数为 59 天, 而同行可比公司大多数低于 40 天, 主要原因是公司作为全国布局的流通企业, 其库存药物品类更为丰富多样, 以及其客户多为小型机构进货较为频繁, 如中国医药和上海医药同为全国布局的流通企业其存货周转天数也要高于区域流通商。应收账款周转方面, 尽管由于对医疗机构业务不断扩大, 但得益于公司赖以成名的对市场化客户的快速流转特性, 公司营收账款周转天数 (2017 年 56 天) 显著低于同行。

图表 13: 存货周转天数



来源: Wind 国联证券研究所

图表 14: 2017 年应收账款周转天数



来源: Wind 国联证券研究所

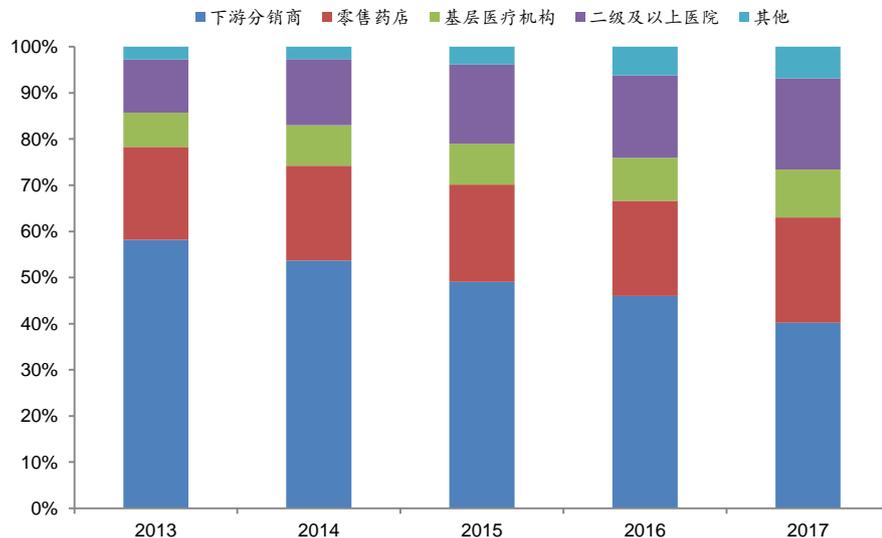
## 2. 医院直销业务保持快速发展

### 2.1. 直销业务将逐渐取代调拨业务

从分销业务的结构来看, 由于公司在前期以“快批”为主, 而医院端的回款账期较长, 与公司快速资金流转的经营模式有悖, 因此针对医院端业务开发较少, 因此分销

业务中对下游分销商即调拨业务的占比较高，伴随着两票制推进，公司积极调整业务结构，调拨业务占比处于不断减少趋势。

图表 15: 公司分销业务拆分

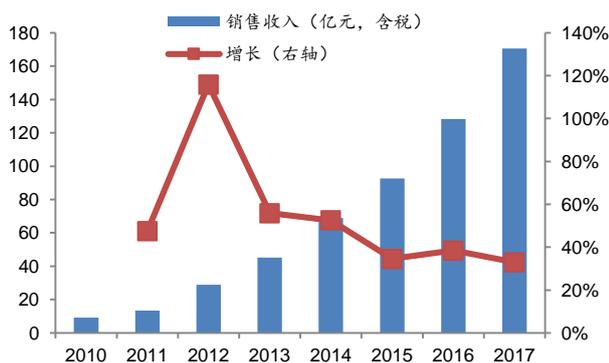


来源: 公司公告 国联证券研究所

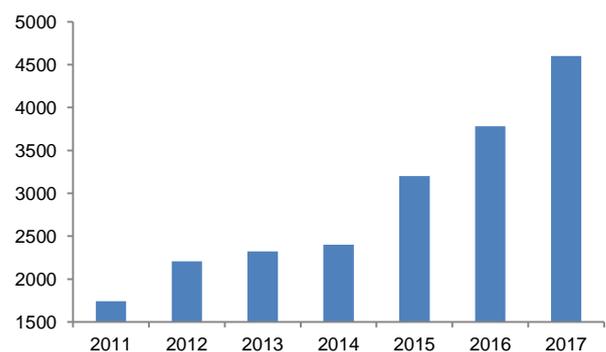
而伴随着分销网络的不断拓宽与分销品种的丰富,公司二级及以上医院客户逐年增加。在经过自上市起对医院事业部持续建设与中高端医院营销能力的培养后,目前公司中高端医疗机构市场的开发初见成效,分销业务中对二级及以上医院客户的销售额保持快速增长趋势,2017年实现销售146.16亿元,同比增长32.96%。

在公司度过对医院业务空白期的突破之后,二级及以上医院销售增速逐渐稳定于35%左右。而从客户数来看,公司在2015年后仍保持快速的医院新开户拓展,截至2017年上半年,相比2014年客户数增长近70%,于此同时,随着公司在单个医院的可配送品规增加,单院产出也由2011年不足80万元提升至2016年的340万元,2017年达到371万元,相比较同行业,这一单院产出远未到达天花板。随着各地新标陆续落地执行,公司在原有开户医院获得了更多的代理品种使得销售进一步增长,未来在客户数与单院产出的双重驱动之下,公司医院业务仍将保持快速增长。

图表 16: 二级及以上医院业务收入变化



图表 17: 二级及以上医院客户数增长



来源：公司年报 国联证券研究所

来源：公司年报 国联证券研究所

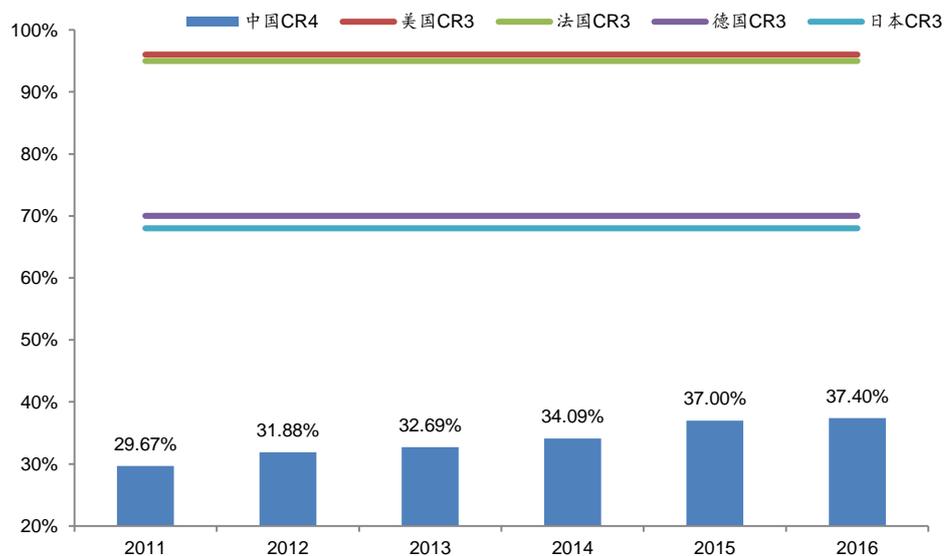
## 2.2. 两票制后行业趋于整合

### ➤ 两票制促进行业整合

2018 年全国 31 个省市自治区将全部执行两票制，从目前政策执行力度和行业整合进度来看，部分省份的小型流通企业的淘汰率已经开始逐步提高，以安徽为例，自 2017 年 5 月 8 日至 2018 年 3 月 8 日，安徽省药监局先后发布 12 次药商歇业公示，截至目前已有 43 家药企申请歇业。随着这些不符合两票制规定的流通商退出市场，大型医药流通企业迎来行业整合、提升集中度的契机。

从行业集中度情况来看，目前我国前四家龙头企业市占率为 37.4%。相比以往已有较大提升，但横向与国外发达市场相比(美法约为 95%以上, 德日约为 70%左右)，仍有较大差距，未来中小型流通商的推出也将加速，龙头企业将迎来持续受益时期。

图表 18: 我国医药批发 CR4 集中度情况



来源：商务部 国联证券研究所

### ➤ 上下游客户资源也是一大重要竞争点

在国家医改政策的推动之下，医疗机构配送商数量减少成为趋势，各地配送商遴选政策五花八门，但总体而言以政策导向来看，我们预计未来单家医院的配送商数目将被限定。面对这一局面，对于医疗机构而言，给予配送资格的流通企业应当具备尽可能多的上游生产企业客户资源与配送品规，这一方面有利于打通流通环节进行带量采购，另一方面从侧面缓解了医院由于配送商数目限定而带来的药品品类减少的压力。对于生产企业而言，由于两票制下流通企业到医院终端环节只能开一次发票，因此覆盖医疗机构、零售药店等终端资源越广的配送商，在获取订单方面也会更具竞争力。

图表 19: 全国性流通龙头客户分布

公司	分销网络覆盖	下游终端客户	物流配送能力
国药控股	31省	15032家医院（仅指分级医院，包括大型高级别的三级医院2301家），小规模终端客户（含基层医疗机构等）128326家，零售药店87246家	全国医药分销物流网络包括4个枢纽物流中心、42个省级物流中心、236个地市级物流网点，26个零售物流网点，总网点数308个
华润医药	27省	二、三级医院5475家，基层医疗机构37941家，以及零售药房30270家	（16H1）在全国19个省份拥有114个物流中心，包括28个自有仓库及86个租赁仓库。物流中心建筑面积约为78.53万平方米，其中自有仓库建筑面积约为42.68万平方米，冷藏仓库建筑面积约为6.45万立方米。在全国67个物流中心的平均利用率不少于70%
上海医药	22省	（17H1）覆盖医疗机构数增加至27712家，其中三级医院1425家，疾病预防控制中心（CDC）727家	自有物流、第三方物流（与DHL中国达成战略合作）
九州通	31省	二级及以上医院客户4600余家、基层医疗机构客户70900余家	31个省级医药物流中心，82家地市级分销物流中心、WMS、WCS和TMS

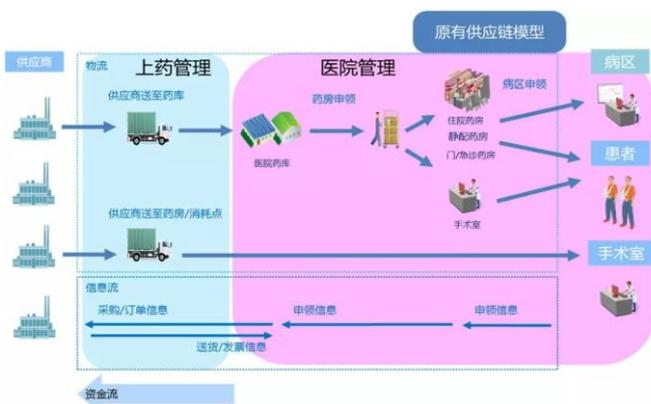
来源：各公司年报 国联证券研究所

► 流通企业将更多地向供应链管理角色转变

两票制实行以后，生产企业“底价”代理模式将难以为继，高开模式之下将更多地自建学术推广队伍；另一方面，在药品采购方面，目前趋势是医疗机构的带量采购更多地直接与生产企业对接进行议价，以往省级招标模式下生产企业与代理企业合作投标推广会逐渐淡化。长期来看，未来药品的入院资格将更多地由生产企业推广与争取来决定，而流通企业则更多地争取医院的采购需求，即该药品的配送资格。

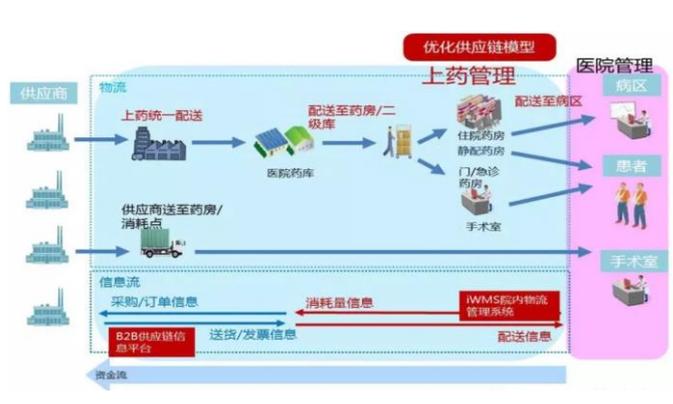
在强化配送职能的背景之下，物流与服务将成为竞争的主要因素。特别是在服务上不仅要求流通商在传统的配送业务上做到快速响应、配送及时、中间环节简洁，在医院药房物流管理、智能化药库改造和中心药库外延等新兴的信息技术及增值服务方面也要具备优势。

图表 20：传统供应链由多供应商供货



来源：中国医院 国联证券研究所

图表 21：新型供应链由大型商业企业主导



来源：中国医院 国联证券研究所

## 2.3. 公司未来竞争优势：激励充分、机制灵活

### ➤ 公司激励计划奖励范围广

公司是医药流通行业具有全国性网络布局的唯一民营企业，经营主动性强，而且机制灵活、企业运作效率高。对内成本控制良好，员工激励机制完善（2014 年与 2017 年分别制定并实施了三年期限制性股票激励计划，激励对象涵盖公司董事、中高级管理人员、子公司高级管理人员及集团核心技术人员和核心业务人员等）。对外服务方面九州通凭借覆盖全国大部分省份的物流中心以及先进的医药物流信息技术，可为客户省去繁琐的中间手续，提供开票取货的一站式服务，极大地降低了时间成本。

图表 22：公司两期激励计划

公司	九州通	九州通	国药控股
日期	2014/7/1	2017/6/16	2016/11/16
授予人数	1604 人	2628 人	190 人
授予股份数/股份占比	3345.82 万/2.08%	4862.67 万/2.95%	723 万/0.26%
授予价格	8.15 元	9.98 元	17.73 元
董监高人数/激励占比	12 人/8.89%	8 人/5.59%	5 人/15.21%
其他中层、核心人员 人数/激励占比	1592 人/91.11%	2620 人/94.41%	185 人/84.79%
解锁比例	30%/30%/40%	30%/30%/40%	33%/33%/34%
解锁条件	净利润增长率 15%/15%/15%	相比于 2016 年净利润增长率 20%/45%/75%	ROE≥12.7%，2017 年起复合增长率 ≥12%，EVA≥董事会目标值
摊销费用（万元）	2014 年起 1803.79/2679.92/1288.42/412.30	2017 年起（原计划） 5903.73/7084.47/3397.65/963.87	

来源：公司公告 国联证券研究所

长期来看，公司在上下游客户方面的优势将逐步明晰：1) 在降低药占比、取消药品加成的政策背景下，药品将成为医疗机构的成本，预计未来市场竞争机制在医疗机构的药品采购中将发挥更大作用，快捷便利的服务优势就会得到医疗机构的广泛认同；2) 两票制对药企的终端掌控能力提出了更高的要求，相对于大型流通国企业务更多地集中于大型医疗机构而言，九州通在基层市场拥有的客户渠道资源与经营经验可为生产企业提供另一种解决方案——在不损失原有渠道的同时还能使流通环节更加清晰、规范。

### ➤ 未来并购机制更为灵活

在对省级甚至市级医药商业公司的并购浪潮之中，要求公司具有丰富的基层经营管理和迅速高效的决策机制，对于员工的效率也有着较高要求。相对而言大型国企在下游收并购中，上会、内审、第三方审计等要求都比较苛刻严格，消耗时间长程序多，普遍较复杂；而对于九州通等民企，工商股权股本变更的方式无疑更为简洁，这在各大企业通过并购深化终端覆盖面、争夺更多地区配送份额的竞争中尤为关键。

## 3. 基药配送发展空间广阔

### 3.1. 基药配送对配送商要求较高，长期利好大型流通企业

我国医疗体系内存在数量众多的基层诊疗机构,它们也是构成医疗体系的重要组成部分,能以更深更广的覆盖面为基层人民提供医疗服务。根据规定,基层医疗卫生机构应全部配备使用基本药物。基药的需求呈现两大特点:一是**高频次、单次量少,对配送效率要求高**;二是**需求主体分散,分布广泛**。针对上述特点,从配送商资质来看,大型国企规模大、实力强、成本控制好,但其经营模式主要以大医院纯销为主,品种调拨和医药物流为辅,县以下医院的网络和经验相对缺乏;而区域商业企业虽在基层终端布局存在优势,但在药品品规、成本控制和资金流转等方面则处于弱势地位。因此实际上对于医药配送企业来说,达到基药配送标准难度较大,基药配送不及时导致基层医生无药可用现象时有发生。

总体而言未来因基药客户分散、区域限制、需求小等特点以及基药中标价格低、配送费率低等因素限制,基药配送市场有向具有规模优势的医药流通企业集中的趋势。仍以福建为例,在2014年的集采中由省药监局遴选确定10家配送企业,鼓励非基药的配送商优先从10家基药配送企业中选取,从筛选条件上来看,仓储、中标品规数、基层客户数量等遴选评分的重要标准将提高基药配送的集中度。

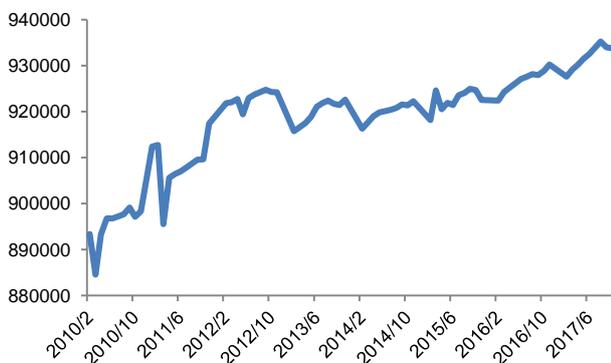
### 3.2. 基层用药扩容趋势显著

➤ 基药市场规模随着基层医疗机构的发展迅速扩大

基层诊疗市场扩容体现在:

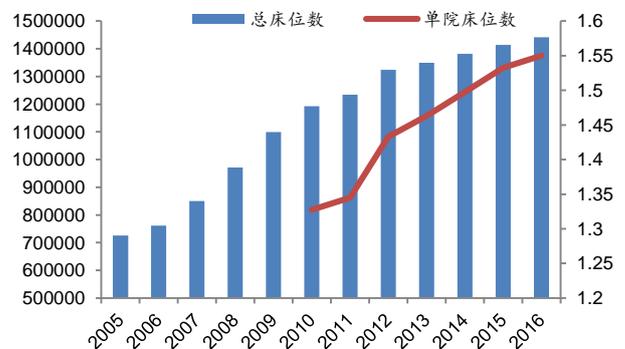
1) 基层医疗机构数量持续增长,诊疗人次与床位增速明显。基层医疗卫生机构数近年保持稳定增长态势,由2010年2月份的893369家增至2017年10月份的933796家,同时基层医疗卫生机构所拥有的床位数以快于机构数的增速增长,带来单院床位数由2010年的1.33张增至2016年的1.55张。分级诊疗要求基层首诊、双向转诊、急慢分治、上下联动,在未来政策持续推动之下,预计基层医疗卫生机构设置如床位将加速增长,而硬件端的改善也有利于分流大型医院的就诊人次。

图表 23: 基层医疗机构数量持续增长



来源: 卫计委 国联证券研究所

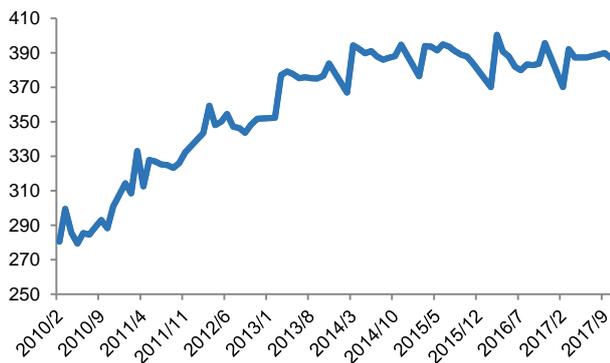
图表 24: 基层医疗机构床位数



来源: 卫计委 国联证券研究所

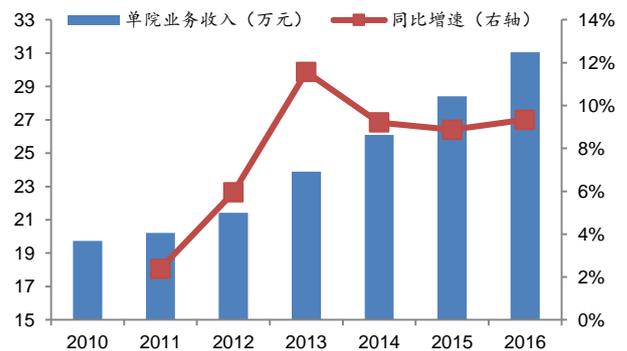
2) 基层医疗卫生机构收入持续增长。从收入端来说,受益于月均诊疗人次的逐年递增,基层医疗卫生机构单院收入也于2013年实现加速增长,近年来也稳定于9%左右。

图表 25: 基层医疗卫生机构单院单院诊疗人次



来源: 卫计委 国联证券研究所

图表 26: 基层医疗卫生机构单院业务收入



来源: 卫计委 国联证券研究所

➤ 部分省份放开基药使用限制

过往政策端规定基层医疗机构必须全部使用基药目录内药品,但近年来随着分级诊疗制度的不断推进和基层用药需求的提升,对基层医疗机构用药的限制也将逐渐放开。从全国各省情况来看,目前已有 12 省份对基层医疗机构用药采取部分放开的态度。得益于政策端对基层医疗市场的助力,2016 年基层公立医疗机构市场份额从 2011 年的 6.6% 上升到了 9.1%,总额超 1300 亿元,并保持年均 23.7% 的增速,我们认为未来基层医药市场仍将维持 22% 左右增速。

图表 27: 近两年各省对基层医疗机构用药的政策

省份	文件名称	发布时间	药品来源	使用要求
天津	《关于调整基层医疗机构药品网上采购范围的通知》	2018/1/31	所有药品	2月1日起,基层医疗机构药品网上采购范围与二、三级医院用药全面衔接
宁夏	《关于进一步加强基层医疗卫生机构非基本药物配备使用管理的通知》	2017/8/2	基层非基本药物目录	允许社区卫生服务机构、乡镇卫生院和村卫生室基层医疗机构配备使用。同时《基层非基药目录》中医疗保险门诊大病用药不纳入基层医疗卫生机构处方定额考核内容
	《2016 年全区药品供应保障工作要点》	2016/2/19	非基药	结合分级诊疗和双向转诊工作,在非基本药物中遴选 150 个品种下沉基层使用
山东	《关于调整完善基层医疗卫生机构药品配备使用政策的通知》	2017/7/20	医保	基层医疗卫生机构: 采购金额≤总金额的 30%
陕西	《关于进一步加强基层医疗卫生机构药品配备使用管理工作的通知》	2017/7/14	医保、新农合(非基层集采入围药品)	社区卫生服务中心、乡镇卫生院: 品规数≤机构药品品规数的 30%; 社区卫生服务站和村卫生室≤20%
青海	《青海省医疗机构基本药物配备使用管理办法》	2017/7/2	医保	基层卫生医疗机构允许配备部分数量和比例的非基本药物,具体品种数量和应与分级诊疗制度、家庭医生签约服务用药相衔接
	《2014 年青海省卫生计生委关于加强医疗机构药品配备使用管理工作的通知》	2014/10/20	国家和省低价药品清单、省医保目录	城市社区卫生服务中心和农牧区乡镇卫生院可遴选使用非基本药物
广东	《2017 年广东省卫生计生委关于进一步明确我省基本药物制度有关要求的通知》	2017/6/30	基药	自 2017 年 7 月 1 日起,我省不再对各级医疗机构(含基层医疗卫生机构)配备使用国家基本药物(含省增补)的品规数量和金额比例作具体要求

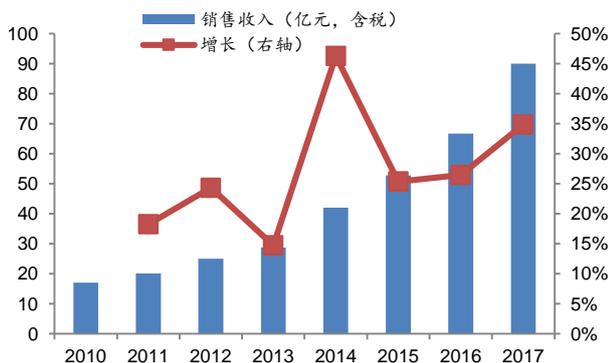
浙江	《关于进一步巩固完善基本药物制度工作的通知》	2016/10/17	医保	采购金额<药品采购金额的 30% (按临床路径管理要求实施慢病管理和治疗的基层医疗卫生机构: 其采购金额由原不超过机构药品采购总金额的 30%提高至 50%)
江西	《江西省医疗机构基本药物配备使用管理规定》	2016/7/22	医保	基层医疗机构允许在医保目录中配备部分数量和比例的非基本药物, 具体品种和数量应与当地推行分级诊疗制度用药相衔接
山西	《山西省人民政府办公厅转发省医改办等部门关于加强乡镇卫生院服务能力建设的意见的通知》	2016/7/19	非基药	一类乡镇卫生院: 品规和采购量放宽到 30%。另外上级医院医生到二、三类乡镇卫生院帮扶或多点执业, 因病情需要使用的非基本药物, 可不计入该卫生院统计范围
	《关于基层医疗卫生结构网上采购非基本药物相关事项的通知》	2016/4/25	非基药	基层医疗卫生机构可在本机构采购品规数与金额 10% 的范围内选择使用平台挂网的非基药; 上级医疗机构医师会诊用药可不受此比例限制
甘肃	《关于基层医疗机构药品使用有关问题的通知》	2016/6/17	2014 年甘肃基药标中属基药品种非基药剂型和规格部分	社区卫生服务中心、乡镇卫生院品种数、金额双线控制: 品规数≤累计采购基药总品规的 10%、金额采购≤累计采购基药总金额的 20%; 村卫生室、社区卫生服务站继续使用基药
			医保、新农合	
			非医保(新农合)	
海南	《关于做好我省医疗卫生机构基本药物配备使用管理工作的通知》	2016/5/9	医保、新农合	基层医疗卫生机构: 销售金额≤本单位年销售药品总金额的 30%
黑龙江	《关于加强全省各级医疗卫生机构基本药物配备使用管理工作的通知》	2016/3/28	非基药	基层医疗卫生机构: 销售金额≤本单位年销售药品总金额的 30%
新疆	《关于进一步加强基层医疗卫生机构基本药物配备使用管理工作的补充通知》	2016/1/14	医保目录(中标目录)	基层医疗机构: 使用量≤本机构药品总使用量的 15%
湖北	《湖北省 2016 年度公立医院药品集中采购工作方案》	2015/12/30	医保、新农合	基层医疗卫生机构补充药品的配备品种和采购金额≤《湖北省基本药物集中招标目录(2014 年版) 药品》的 20%
上海	《关于本市促进基本药物配备使用加强社区药品供应保障的通知》	2015/8/7	医保药品目录	社区卫生服务中心: 自选药品种类原则上≤所配备基药种类数的 20%, 使用金额≤全部药品使用总金额的 15% (对社区转诊患者延续上级医院用药医嘱所发生的相关药品费用金额不计入其中)
辽宁	《关于进一步改革完善药品生产流通使用政策的实施意见》	2017/8/1	非基药	政府办和纳入基药管理的非政府办基层医疗卫生机构、村卫生室采购金额≤采购总金额的 40%

来源: 江苏华招标网 国联证券研究所

由于未来基层用药有可能逐步与医保目录对接, 对基药流通环节的要求也会提高, 一方面如“两票制”简化流通环节, 另一方面大型流通企业可凭借上下游资源获取更多配送资源, 行业集中度也将提高。基药配送商的遴选各地政策不一, 但从各地基药配送政策变迁情况来看, 未来在保证基药配送率前提下, 遴选标准将逐渐提高。

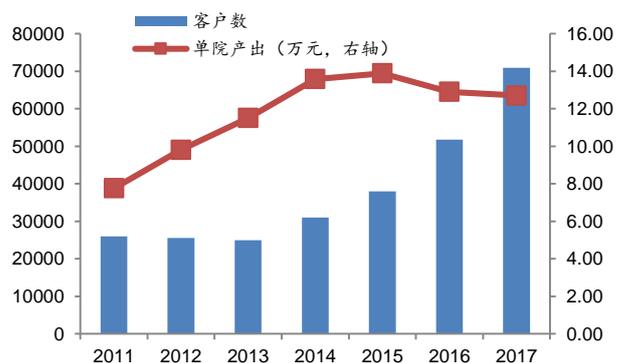
公司积极参与各省市配送资格招标, 至 2017 年中在已公布基本药物配送资格的 31 个省份中共获得了 25 个省市的配送资格, 取得配送权的区县数与基层医疗机构客户数也逐年攀升。此外公司顺应分级诊疗用药下沉趋势, 近两年基层医疗机构客户开拓进度较快, 也为未来基层销售增长奠定基础。

图表 28: 基层医疗机构销售收入



来源: 公司年报 国联证券研究所

图表 29: 基层医疗机构客户数



来源: 公司年报 国联证券研究所

## 4. 快批业务仍有发展空间

### 4.1. 公司创新快批模式市场竞争力强劲

#### ➤ 快批模式资金流转迅速

传统医药流通行业过往广泛存在三角债、资金大量积压医院导致流动性不强的沉疴,九州通正是瞄准这一痛点,从传统批发业务中创新出快批业务,初期主要是取代计划经济时代药品批发“二级站”的基础上发展壮大,以调拨形式形成集中采购之后再以低价向下游中小医院、零售终端、医疗门诊供货。一方面由于这部分客户分布广泛、大部分处于县域城市,大型国有医药商业公司业务重心更偏向于大型医疗机构,销售人员对接基层、药店市场深入程度和配送网络覆盖度有所欠缺,基层用药配送无法满足其需求,对于九州通等深耕基层市场的企业而言这类客户的市场容易打开;二是如前文分析,对于这类需求较小的终端而言成本决定其进货意愿,针对于此九州通迅速布局网络,巧借“现款现货”规则,利用低毛利率策略盘活资金链:低价供货给下游客户但要求现金结算,回款后以现金向上游生产企业(或上级分销商)进货,而快速的资金流转对于议价能力不强的上游生产企业而言同样重要,因此往往可以获得部分进货折扣,还有效地降低了资金成本。

图表 30: 九州通模式与传统对比

经营模式比较	九州通模式	传统经营模式
目标市场不同	市场以基层医疗机构(二级及以下医院、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(二级及以上医院)为主
经营品种不同	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
价格形成机制不同	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	零加成前实行固定的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
资金周转速度不同	资金周转速度较快,公司下游客户的账期通常在一个星期内;销量大的客户账期限制在一个月以内;少量规模大、信誉好的客户允许账期	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,账期较长,一般为3-6个月以上

客户服务体系不同	超过一个月。公司的平均回款周期一般为 1-2 周左右	
	除下游分销商外，其他客户具有分散、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

来源：招股说明书 国联证券研究所

➤ 对下游客户而言快批模式成本优势显著

九州通配送药品大部分是价格低廉的治疗性普药（OTC 为主），主要客户为下级分销商。药店和基层医疗机构等。得益于规模化的采购，公司得以低毛利销售各类药品：据初步测算九州通快批所销售药品的价格为一般零售价的 50% 左右，在面对医药经销商和药店等零售终端等市场化程度较高的客户时，“物美价廉”的药品将赢得更多采购需求，九州通的这种低加价保证了公司在同行业中的价格优势。

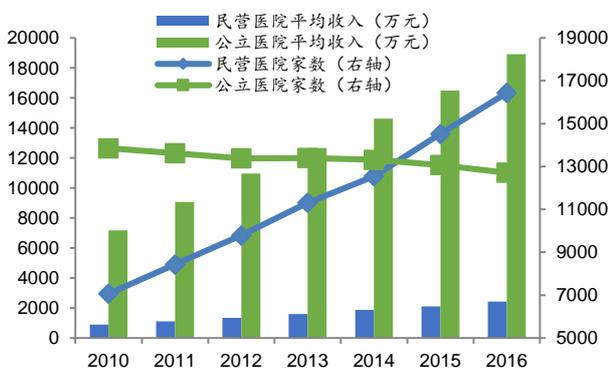
#### 4.2. 社区门诊、零售药店仍有市场

➤ 商业调拨将逐步减少，市场化配送仍有动力

从快批业务的下游客户来看，公司目前仍以对下级分销商的调拨为主，因此在两票制的背景之下，这部分业务有所承压，但随着行业整合趋势的推进，公司将主动调整客户结构，通过并购等形式将调拨化为直销，长期来看，公司作为全国性布局龙头仍将是分销行业集中整合的受益者。

另一方面，针对民营医院和零售药店的配送业务仍具备较强竞争力。政策端对社会办医的鼓励与支持奠定民营医院的快速发展态势，在政策门槛逐步放低的情况，社会资本积极参与民营医院建设，2015 年民营医院数量超过公立医院，与此同此随着民营医院诊疗人次的快速增长也带动其收入增长快于公立医院。中长期来看，公司凭借经营多年的经验以及灵活高效的配送结算机制将持续提升在市场化医疗机构配送的市占率，预计此部分业务增速 (>20%) 会快于民营医院行业收入增长。

图表 31：民营与公立医院数量与收入对比



来源：卫计委统计年鉴 国联证券研究所

图表 32：民营与公立医院诊疗人次对比（千万人次）



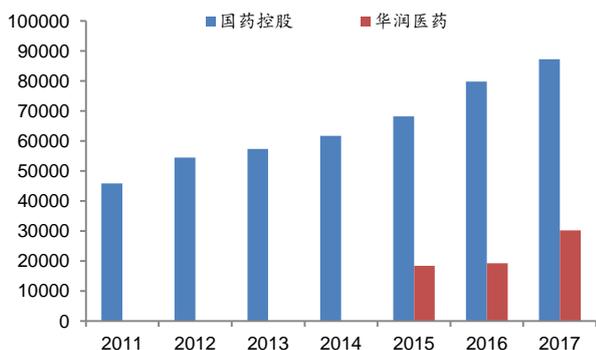
来源：卫计委统计年鉴 国联证券研究所

➤ 药品零售行业规范有利于大型批发企业客户拓展

零售药店行业相对市场化,对于药品价格规定在不高于政府规定的最高零售价的范围内定价,而配送方面也无需执行“两票制”,日常经营需满足新版 GSP 与飞检。从需求特点来说类似于基层医疗机构,区别在于 OTC 类药品和保健品的需求较多。

对于零售药店尤其是单体药店而言,从流通环节进货的成本是其选择供货商的重要考量因素,除九州通以“快批”模式通过规模化资金流转来实现低价销售外,在税收规范之前还存在另一种流通模式:小型流通商通过各种手段避税来实现低价供货,极端情况之下其销售给药店的价格低于从上级采购的价格。在营改增以及流通行业整顿合力之下,以药店为终端的流通环节也将迎来规范,过往通过小型分销商进货的零售药店将因为两票制下中小分销商的出清转向大型流通企业,如国控与华润医药在近年零售药店客户数均取得了快速增长。此外在医疗机构零差率推动之下,药店售药也将存在降价压力,因此预计进购成本仍将是未来采购的核心因素,以“快批”为代表的高效率低成本资金流转模式仍有广阔发展空间。

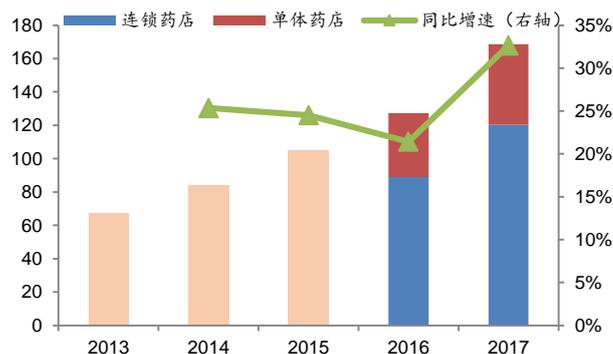
图表 33: 国控和华润零售药店客户增长



注: 华润医药 2015 年数据为 16H1 披露数据

来源: 各公司年报 国联证券研究所

图表 34: 九州通对零售药店批发增速



来源: 公司年报 国联证券研究所

## 5. 盈利预测

### 5.1. 收入拆分

图表 35: 主营业务拆分 (单位: 亿元)

		2017	2018E	2019E	2020E
医药批发	收入	706.56	861.03	1063.19	1327.82
	YoY	19.78%	21.86%	23.48%	24.9%
	毛利率	7.81%	7.96%	8.03%	8.08%
	下游分销商	297.02	310.37	322.78	335.88
	零售药店	168.71	227.76	306.45	407.58
	基层医疗机构	77.16	104.17	140.62	191.84
	二级及以上医院	146.16	197.32	266.38	356.29
	其他客户	17.51	21.41	26.96	36.23
医药零售	收入	18.77	22	26.5	33
	YoY	16.51%	17.21%	20.45%	24.53%
	毛利率	17.36%	17.00%	17.00%	17.00%
医药工业	收入	11.94	14.5	17.5	22
	YoY	45.79%	21.44%	20.69%	25.71%
	毛利率	23.78%	25.00%	25.00%	25.00%
其他业务	收入	2.16	2.5	3	3.8
	YoY	55.40%	15.74%	20.00%	26.67%
	毛利率	45.00%	40.00%	40.00%	40.00%
主营业务收入	收入	739.43	900.03	1,110.19	1,386.63
	YoY	20.12%	21.72%	23.35%	24.90%
	毛利率	8.42%	8.55%	8.60%	8.65%

来源：公司公告 国联证券研究所

## 5.2. 可比公司

**图表 36: 可比公司**

代码	证券简称	总市值	流通市值	市盈率 PE			企业价值	企业价值/收入(倍)	企业价值/EBITDA(倍)
				TTM	18E	19E			
600511.SH	国药股份	220.49	220.49	17.57	17.08	15.06	237.6	0.65	10.91
000078.SZ	海王生物	216.53	216.53	21.73	16.32	12.6	293.72	1.16	13.5
603368.SH	柳州医药	152.18	152.18	21.83	15.11	11.68	228.26	0.76	13.42
600829.SH	人民同泰	90.78	90.78	21.07	17.7	14.25	101.62	1.02	17.81
002462.SZ	嘉事堂	59.79	59.79	23.21	20.17	17.21	62.03	0.82	16.94
600713.SH	南京医药	57.9	57.9	20.65	16.36	12.98	91	0.61	10.75
002788.SZ	鹭燕医药	58.43	58.43	23.79	19.25	15.47	111.17	0.39	13.99
000705.SZ	浙江震元	38.78	38.78	28.14	23.42	19.78	60.4	0.65	19.72
	中位值	25.83	25.83	39.98	30.35	23.59	26.13	0.99	22.29
	平均值	59.79	59.79	21.83	17.7	15.06	101.62	0.76	13.99
600998.SH	九州通	102.30	102.30	24.22	19.53	15.85	134.66	0.78	15.48

来源：Wind 国联证券研究所

预计公司 18/19/20 年实现营收分别为 900.03、1110.19 和 1386.63 亿元，归母

净利润 14.41、18.08 和 22.95 亿元，同比增速为-0.29%/25.44%/26.94%，EPS 分别为 0.77、0.96 和 1.22 元。鉴于公司为医药流通领域中实现全国布局的龙头企业，民企背景下机制灵活，两票制带来行业加速整合，预计未来增速将快于同行可比公司，给予 19 年 25 倍 PE，12 个月目标价为 24 元，首次覆盖，给予“推荐”评级。

## 6. 风险提示

客户拓展进度不及预期、政策推进力度不及预期

**图表 37：财务预测摘要**

资产负债表						利润表					
单位:百万元	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E	单位:百万元	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
货币资金	4,999.29	8,106.40	7,200.26	8,881.52	11,093.0	营业收入	61,556.8	73,942.8	90,003.2	111,019.0	138,662.8
应收账款+票据	14,533.4	20,021.7	25,210.7	30,028.0	35,825.6	营业成本	56,732.6	67,705.5	82,308.0	101,471.4	126,671.2
预付账款	2,213.53	2,582.63	2,904.57	3,437.40	3,800.96	营业税金及附加	130.12	176.37	214.68	264.81	330.75
存货	10,152.2	12,182.2	14,156.2	16,827.3	19,364.4	营业费用	1,633.43	2,276.44	2,799.10	3,508.20	4,423.34
其他	20.71	140.67	140.67	140.67	140.67	管理费用	1,268.09	1,635.67	2,043.07	2,586.74	3,314.04
<b>流动资产合计</b>	<b>31,926.2</b>	<b>43,033.6</b>	<b>49,612.5</b>	<b>59,314.9</b>	<b>70,224.7</b>	财务费用	662.46	709.68	708.24	763.27	844.05
长期股权投资	539.08	852.55	852.55	852.55	852.55	资产减值损失	92.93	93.92	96.00	102.00	108.00
固定资产	3,562.80	4,386.04	4,864.20	5,285.99	5,656.77	公允价值变动收益	7.03	-10.94	10.00	10.00	10.00
在建工程	840.28	905.38	900.00	900.00	900.00	投资净收益	17.50	11.86	0.00	0.00	0.00
无形资产	1,028.15	1,157.76	1,253.47	1,362.38	1,441.28	其他	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他非流动资产	497.10	1,128.89	1,114.08	1,106.09	1,098.09	<b>营业利润</b>	<b>1,061.73</b>	<b>1,346.18</b>	<b>1,844.18</b>	<b>2,332.61</b>	<b>2,981.38</b>
<b>非流动资产合计</b>	<b>6,467.41</b>	<b>8,430.62</b>	<b>8,984.31</b>	<b>9,507.00</b>	<b>9,948.70</b>	营业外净收益	43.91	578.55	72.53	72.53	72.53
<b>资产总计</b>	<b>38,393.6</b>	<b>51,464.3</b>	<b>58,596.8</b>	<b>68,821.9</b>	<b>80,173.4</b>	<b>利润总额</b>	<b>1,105.65</b>	<b>1,924.73</b>	<b>1,916.72</b>	<b>2,405.14</b>	<b>3,053.91</b>
短期借款	3,930.63	7,037.56	8,142.16	10,948.4	14,252.9	所得税	201.31	451.82	448.08	562.86	715.32
应付账款+票据	16,213.5	19,166.2	23,591.1	28,445.4	33,345.4	<b>净利润</b>	<b>904.34</b>	<b>1,472.91</b>	<b>1,468.64</b>	<b>1,842.28</b>	<b>2,338.59</b>
其他	4,899.41	4,050.46	4,154.92	4,242.17	4,372.93	少数股东损益	27.60	27.41	27.33	34.28	43.51
<b>流动负债合计</b>	<b>25,043.5</b>	<b>30,254.2</b>	<b>35,888.2</b>	<b>43,636.0</b>	<b>51,971.2</b>	<b>归属于母公司净利润</b>	<b>876.74</b>	<b>1,445.51</b>	<b>1,441.31</b>	<b>1,808.01</b>	<b>2,295.08</b>
长期带息负债	1,288.72	1,462.01	1,708.08	2,614.41	3,636.23						
长期应付款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00						
其他	51.00	210.48	210.48	210.48	210.48						
<b>非流动负债合计</b>	<b>1,339.72</b>	<b>1,672.48</b>	<b>1,918.55</b>	<b>2,824.88</b>	<b>3,846.71</b>						
<b>负债合计</b>	<b>26,383.2</b>	<b>31,926.7</b>	<b>37,806.8</b>	<b>46,460.9</b>	<b>55,818.0</b>						
少数股东权益	732.33	1,237.13	1,264.45	1,298.73	1,342.24						
股本	1,647.03	1,878.88	1,878.88	1,878.88	1,878.88						
资本公积	3,835.33	7,411.60	7,411.60	7,411.60	7,411.60						
留存收益	5,795.68	9,009.95	10,235.0	11,771.8	13,722.6						
<b>股东权益合计</b>	<b>12,010.3</b>	<b>19,537.5</b>	<b>20,790.0</b>	<b>22,361.0</b>	<b>24,355.4</b>						
<b>负债和股东权益总</b>	<b>38,393.6</b>	<b>51,464.3</b>	<b>58,596.8</b>	<b>68,821.9</b>	<b>80,173.4</b>						

现金流量表					
单位:百万元	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
净利润	891.83	955.81	1,403.15	1,776.80	2,273.11
折旧摊销	303.10	375.03	500.31	575.31	650.31
财务费用	629.88	756.73	314.24	420.27	576.05
存货减少	-2,038.06	-2,034.92	-1,974.01	-2,671.07	-2,537.08
营运资金变动	608.42	-1,105.36	-977.63	-408.63	-1,130.45
其它	65.80	81.35	96.00	102.00	108.00
<b>经营活动现金流</b>	<b>460.96</b>	<b>-971.36</b>	<b>-637.95</b>	<b>-205.32</b>	<b>-60.06</b>
资本支出	1,150.49	1,090.34	1,150.00	1,200.00	1,200.00
长期投资	1,264.86	4,108.56	0.00	0.00	0.00
其他	917.55	3,202.60	61.58	65.49	65.49
<b>投资活动现金流</b>	<b>-1,497.80</b>	<b>-1,996.29</b>	<b>-1,088.42</b>	<b>-1,134.51</b>	<b>-1,134.51</b>
债权融资	-632.76	791.35	1,350.67	3,712.57	4,326.39
股权融资	1,487.64	6,420.69	0.00	0.00	0.00
其他	-1,270.56	-1,135.32	-530.44	-691.47	-920.31
<b>筹资活动现金流</b>	<b>-415.68</b>	<b>6,076.71</b>	<b>820.23</b>	<b>3,021.10</b>	<b>3,406.08</b>
<b>现金净增加额</b>	<b>-1,452.03</b>	<b>3,108.53</b>	<b>-906.13</b>	<b>1,681.26</b>	<b>2,211.50</b>

主要财务比率					
	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
<b>成长能力</b>					
营业收入	24.13%	20.12%	21.72%	23.35%	24.90%
EBIT	20.73%	49.20%	-13.99%	26.65%	28.48%
EBITDA	21.37%	45.42%	-8.00%	24.51%	25.86%
归属于母公司净利润	23.87%	64.87%	-0.29%	25.44%	26.94%
<b>获利能力</b>					
毛利率	7.84%	8.44%	8.55%	8.60%	8.65%
净利率	1.47%	1.99%	1.63%	1.66%	1.69%
ROE	7.77%	7.90%	7.38%	8.58%	9.97%
ROIC	8.77%	9.36%	6.57%	7.04%	7.74%
<b>偿债能力</b>					
资产负债	68.72%	62.04%	64.52%	67.51%	69.62%
流动比率	1.27	1.42	1.38	1.36	1.35
速动比率	0.87	1.02	0.98	0.97	0.98
<b>营运能力</b>					
应收账款周转率	5.47	4.69	4.45	4.59	4.93
存货周转率	5.59	5.56	5.81	6.03	6.54
总资产周转率	1.60	1.44	1.54	1.61	1.73
<b>每股指标 (元)</b>					
每股收益	0.47	0.77	0.77	0.96	1.22
每股经营现金流	0.25	-0.52	-0.34	-0.11	-0.03
每股净资产	6.01	9.75	10.40	11.22	12.26
<b>估值比率</b>					
市盈率	38.98	23.64	23.71	18.90	14.89
市净率	3.03	1.87	1.75	1.62	1.48
EV/EBITDA	17.39	13.77	16.28	14.18	12.28
EV/EBIT	20.42	15.77	19.93	17.06	14.48

数据来源：公司报告、国联证券研究所

### 分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

### 投资评级说明

股票 投资评级	强烈推荐	股票价格在未来 6 个月内超越大盘 20%以上
	推荐	股票价格在未来 6 个月内超越大盘 10%以上
	谨慎推荐	股票价格在未来 6 个月内超越大盘 5%以上
	观望	股票价格在未来 6 个月内相对大盘变动幅度为-10%~10%
	卖出	股票价格在未来 6 个月内相对大盘下跌 10%以上
行业 投资评级	优异	行业指数在未来 6 个月内强于大盘
	中性	行业指数在未来 6 个月内与大盘持平
	落后	行业指数在未来 6 个月内弱于大盘

### 一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属国联证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“国联证券”）。未经国联证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为国联证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，国联证券不因收件人收到本报告而视其为国联证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但国联证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，国联证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，国联证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

国联证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。国联证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。国联证券的资产管理部、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

### 特别声明

在法律许可的情况下，国联证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到国联证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

#### 无锡

国联证券股份有限公司研究所  
 江苏省无锡市太湖新城金融一街 8 号国联金融大厦 9 层  
 电话：0510-82833337  
 传真：0510-82833217

#### 上海

国联证券股份有限公司研究所  
 上海市浦东新区源深路 1088 号葛洲坝大厦 22F  
 电话：021-38991500  
 传真：021-38571373

### 分公司机构销售联系方式

地区	姓名	固定电话
北京	管峰	010-68790949-8007
上海	刘莉	021-38991500-831
深圳	薛靖韬	0755-82560810