

## 民营药品批发龙头，各渠道业务齐发力



## 核心观点

- **医药流通领域民营绝对龙头。**公司是国内最大的民营医药流通企业，在全国医药商业企业中销售规模位居第四，目前已建设 31 家省级大型医药物流中心及 104 家地市级地区配送中心，覆盖全国 95% 以上行政区域的营销网络。公司自成立以来，以运营效率与产业协同著称，其自创的“九州通模式”在院外市场已高铸竞争壁垒，等级医院业务占比在近些年也逐步提高。在全国范围内行业集中度提高的大背景下，我们认为公司基础建设以及规模、品牌效应已经提供了其在头部领域内竞争的舞台，经营管理能力与服务能力则让公司脱离了过去竞争路径同质化的老路，有望长期保持高于行业增长水平。
- **物流通九州，各渠道业务多头并进。**分业务条线看，公司院外市场主要由基层医疗机构、零售药店、下游批发商与 B2B 业务构成，公司在该领域已经建成全国范围内的竞争优势，且在小型流通企业退出，大型流通企业弱竞争的环境下，公司有望在该领域快速提升市占率，根据测算，公司 2019 年在院外市场市占率不足 13%。公司院内市场亦保持较快增长，2019 年公司二级及以上医院业务实现销售 217.84 亿元，同比增长 19.73%，占比提升 1.03pcts，我们认为在疫情之后，各大医院对九州通的服务能力将有新的认知，展业情况也有较大突破，公司院内业务发展将进入黄金时期。
- **工-批-零一体化实现完美协同。**批发业务为公司积累了丰富的上下游产业资源，利用医药商业的平台优势，公司大力发展零售业务与工业业务。零售业务：截止 2019Q3，公司共有直营和加盟零售连锁药店 1074 家，线上药房业务在经历整顿期后再次迎来快速发展阶段，未来处方外流的大背景下，公司采购端优势将逐步显现；工业业务：公司工业业务分为中药和西药两端，在渠道优势的基础之上，有望将中药饮片导入自身平台以实现快速放量，并保证研发投入，实现西药的研发与一致性评价等工作，最大化利用平台价值。

## 财务预测与投资建议

- 公司是我国药品、器械批发领域的龙头企业，我们预测公司 20-22 年 EPS 为 1.60/1.58/1.87 元，根据可比公司，给予公司 21 年估值 15X，对应目标价 23.7 元，首次给予买入评级。

## 风险提示

- 带量采购超预期的风险，应收账款回款不及时的风险，利率上行的风险

公司主要财务信息					
	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	87,136	99,497	111,781	129,886	149,829
同比增长(%)	17.8%	14.2%	12.3%	16.2%	15.4%
营业利润(百万元)	1,830	2,301	4,021	3,965	4,699
同比增长(%)	-5.8%	25.8%	74.7%	-1.4%	18.5%
归属母公司净利润(百万元)	1,341	1,727	3,004	2,962	3,510
同比增长(%)	-7.3%	28.8%	74.0%	-1.4%	18.5%
每股收益(元)	0.72	0.92	1.60	1.58	1.87
毛利率(%)	8.6%	8.7%	8.9%	9.1%	9.2%
净利率(%)	1.5%	1.7%	2.7%	2.3%	2.3%
净资产收益率(%)	7.3%	9.3%	14.9%	12.9%	13.6%
市盈率	24.9	19.3	11.1	11.3	9.5
市净率	1.8	1.8	1.5	1.4	1.2

资料来源：公司数据，东方证券研究所预测，每股收益使用最新股本全面摊薄计算。

## 投资评级 买入 增持 中性 减持 (首次)

股价(2021年03月29日)	17.8元
目标价格	23.70元
52周最高价/最低价	20.59/15.91元
总股本/流通A股(万股)	187,382/187,380
A股市值(百万元)	33,354
国家/地区	中国
行业	医药生物
报告发布日期	2021年03月30日

股价表现	1周	1月	3月	12月
绝对表现	-1.6	5.48	3.47	2.84
相对表现	0.29	7.69	-3.19	-17.83
沪深300	-1.89	-2.21	6.66	20.67



资料来源：WIND、东方证券研究所

证券分析师 刘恩阳  
010-66218100\*828  
liuenyang@orientsec.com.cn  
执业证书编号：S0860519040001

联系人 田世豪  
021-63325888\*6111  
tianshiahao@orientsec.com.cn

东方证券股份有限公司经相关主管机关核准具备证券投资咨询业务资格，据此开展发布证券研究报告业务。

东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的范围内正在或将要与本研究报告所分析的企业发展业务关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在对报告的客观性产生影响的利益冲突，不应视本证券研究报告为作出投资决策的唯一因素。

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责声明。

## 目 录

全国医药流通行业中的民营龙头.....	5
深耕医药流通领域，进行产业链一体化整合.....	5
业绩稳健增长，盈利能力不断改善.....	6
全国物流渠道建成，各渠道业务布局均衡.....	9
基础设施建设完毕，全国物流网络版图已成.....	9
院外市场具备比较优势，渠道结构布局均衡.....	11
各渠道业务齐发力，多引擎拉动公司成长.....	12
受益于处方外流，基层与药店市场发展迎良机.....	13
医院纯销保持稳定成长，逐步实现向上渗透.....	14
带量采购大势之下，器械分销进入规模化发展阶段.....	16
趁行业东风，总代理业务规模快速扩张.....	19
工-批-零一体化业务格局成型.....	20
好药师规模初显，线上线下业务双管齐下.....	20
继续深耕工业板块，产品嫁接进入自身渠道.....	22
盈利预测与投资建议.....	24
盈利预测.....	24
投资建议.....	25
风险提示.....	25

## 图表目录

图 1：公司股权结构图（截止 2019 年） .....	6
图 2：公司主营业务架构 .....	6
图 3：2011–2020Q3 公司营业收入（亿元）及同比增长 .....	7
图 4：2011–2020Q3 公司归母净利润（亿元）及同比增长 .....	7
图 5：2011–2019 年公司各业务营收（亿元）及同比增速 .....	7
图 6：2011–2019 年公司各主营业务毛利率变化趋势 .....	8
图 7：2011–2020Q3 公司毛利率与净利率 .....	8
图 8：2011–2020Q3 公司期间费用率 .....	8
图 9：2011–2019 年公司各资产周转天数 .....	9
图 10：2011–2019 年公司经营性净现金流（亿元）及其与净利润比值 .....	9
图 11：公司物流网络地域示意图 .....	10
图 12：公司运输–仓储–配送网络示意图 .....	10
图 13：公司物流能力与技术突出 .....	11
图 14：2013–2018 年医院与基层医疗机构数量（个） .....	11
图 15：2013–2018 年医院与基层医疗机构新增数量（个） .....	11
图 16：医药销售三大终端占比 .....	12
图 17：2019 年公司主营业务按渠道分类 .....	12
图 18：2019 年医疗机构批发业务结构占比 .....	12
图 19：公司零售药房批发业务营收（亿元） .....	14
图 20：2019 年公司零售药房批发业务营收市占率 .....	14
图 21：公司基层医疗批发业务营收（亿元） .....	14
图 22：2019 年公司批发业务签约基层医疗机构数量占比 .....	14
图 23：2015–2019 年公司医院纯销销售额（亿元）及同比增速 .....	15
图 24：2015–2019 年公司有效医院客户数量及同比增速 .....	15
图 25：2015–2019 年批发业务毛利率呈现上升趋势 .....	15
图 26：2014–2018 年中国二级及二级以上医院数量 .....	16
图 27：2018 年公司二级及以上医院客户数量市占率 .....	16
图 28：2010–2017 年我国医疗器械行业增速 .....	17
图 29：九州通器械营销网络示意图 .....	18
图 30：2016–2020H1 公司器械批发业务销售额（亿元）及同比增速 .....	19
图 31：2016–2020H1 公司器械批发业务毛利率 .....	19
图 32：2018–2020H1 公司医疗器械批发业务销售占比 .....	19
图 33：2018–2020H1 总代理业务销售规模及增速 .....	20

图 34: 2018–2020H1 公司总代业务毛利率 .....	20
图 35: 2018–2020H1 公司总代理业务品规数量 .....	20
图 36: 好药师大药房竞争优势 .....	21
图 37: 2016–2020H1 公司零售业务规模（亿元）及同比增速 .....	21
图 38: 2016–2020H1 公司零售业务毛利率 .....	21
图 39: 2016–2020H1 好药师线下业务营收规模（亿元）及增速 .....	22
图 40: 2016–2020H1 好药师线上业务营收规模（亿元）及增速 .....	22
图 41: 2016–2020H1 公司工业板块营业收入（亿元）及同比增速 .....	23
图 42: 2016–2020H1 公司工业板块毛利率 .....	23
图 43: 可比公司估值表 .....	25
表 1: 九州通公司历史发展梳理 .....	5
表 2: 前四家医药流通公司数据对比 .....	10
表 3: 处方外流政策梳理 .....	13
表 4: 我国器械流通行业集中度 .....	17

## 全国医药流通行业中的民营龙头

### 深耕医药流通领域，进行产业链一体化整合

九州通成立于 1999 年 3 月，总部位于湖北省武汉市，是一家以西药、中药、器械为主要经营产品，以医疗机构、批发企业、零售药店为主要客户对象，并为客户提供信息、物流等各项增值服务的大型企业集团。公司立足于医药健康行业，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，于 2010 年 11 月 2 日在上海证券交易所挂牌上市，公司连续多年位列中国医药商业企业第四位，领跑中国民营医药商业企业，并以 30 亿元的品牌价值位居“2016 胡润品牌榜”181 位，2020 年位列《财富》500 强第 100 位。

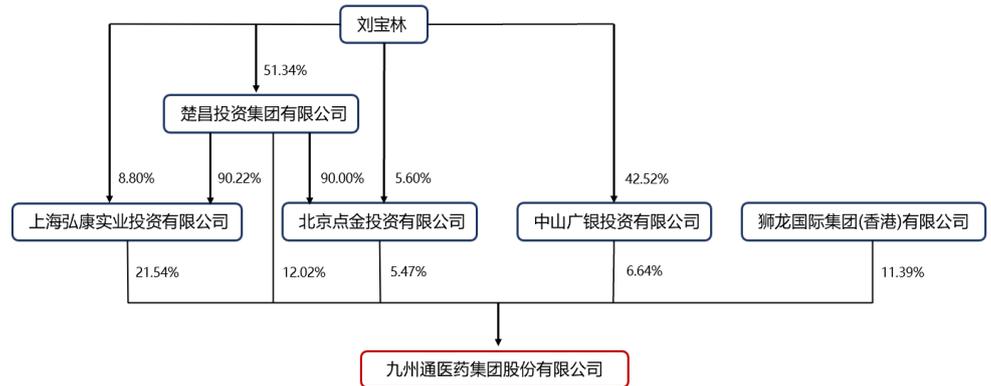
**表 1：九州通公司历史发展梳理**

阶段	时间	事件
发展探索阶段	1999 年	武汉均大储运有限公司成立，同年 6 月更名为武汉均大实业有限公司
	2000 年	九州通正式开业
	2001 年	九州通医药网正式开通，享誉业界的九州通模式应运而生
发展规划阶段	2003 年	九州通集团有限公司正式成立，开启了集团化的管控模式。同年，九州通大药房连锁有限公司成立，开始了全国终端药店的布局
	2006 年	九州通由单纯的商业批发公司转为现代医药物流企业，确立了行业服务商的定位
二次创业阶段	2007 年	九州通获狮龙国际集团（香港）投资 6000 万美元，公司变更为中外合资企业
	2008 年	九州通顺利完成股份制改造，正式更名为九州通医药集团股份有限公司。
股改上市阶段	2010 年	九州通在上海证券交易所挂牌上市
	2014 年	证监会核准九州通的非公开发行申请
战略调整阶段		九州通在武汉东西湖成立了九州通医药集团物流总公司，正式拉开九州通物流市场化运营的序幕
	2016 年	好药师 APP 在北京等十个城市上线，全国会员突破百万，成功跻身医药 O2O 行业第一阵营
	2018 年	九州通围绕天鹅战略管控模型，落实经营战略规划

数据来源：公司官网，东方证券研究所

**公司架构清晰，股权集中且稳定。**实际控制人刘宝林通过上海弘康、中山广银、楚昌投资、北京点金公司间接持有九州通股权 45.67%，公司直接大股东为上海弘康实业投资有限公司，对公司的直接持股比例为 21.54%，公司股权集中且稳定，有助于公司长期稳定的发展。

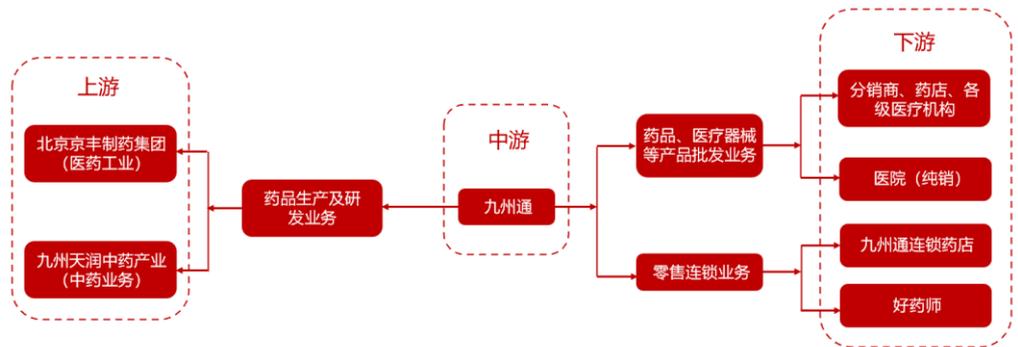
图 1：公司股权结构图（截止 2019 年）



数据来源：公司公告，东方证券研究所

产业链一体化整合出色，特色经营模式领先。九州通主业是以药品纯销、分销为主业，该模式指医药流通企业以基层医疗机构、民营医院、零售药店、下游分销商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”。近些年，公司二级及以上客户开拓卓有成效，医院纯销业务保持了较快的成长，除此之外，公司凭借其药品分销渠道优势开展了零售连锁、药品生产和研发以及增值服务等相关业务。

图 2：公司主营业务架构



数据来源：公司公告，东方证券研究所

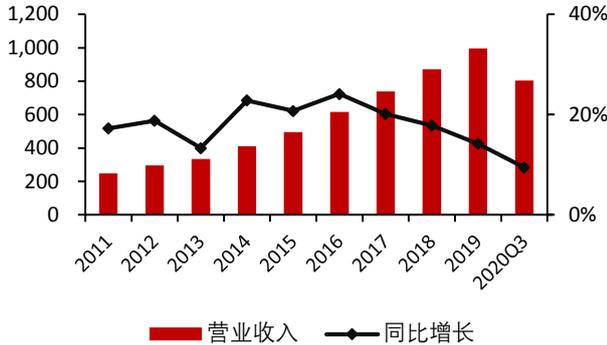
## 业绩稳健增长，盈利能力不断改善

公司营收增速稳定，归母净利润加速增长。2019 年公司实现营业收入 994.97 亿元，同比增长 14.19%，2011-2019 年 CAGR 达到 18.94%；实现归母净利润 17.27 亿元，同比增长 28.79%，2011-2019 年 CAGR 为 21.07%。近些年，公司营收保持稳定增长，利润增速略高于营收端，彰显公司经营效率与盈利能力的边际改善，2019 年公司利润增速明显出现拐点，主要系经营质量持续

提升、总代理总经销业务及出口业务快速增长等因素所致。

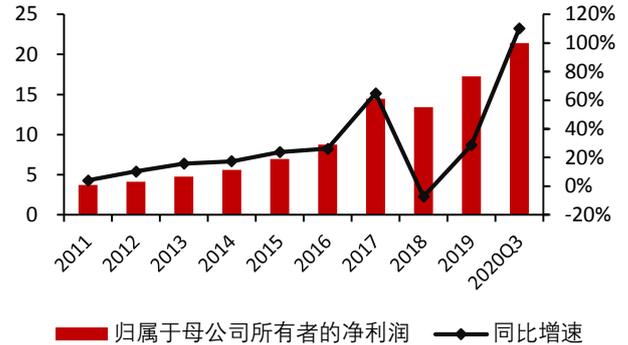
2020Q3 公司实现营业收入 803.20 亿元，同比增长 9.46%，实现归母净利润 21.41 亿元，同比增长 110.23%，利润呈现爆发式增长，此一方面由于爱美客上市带来的投资收益变动，另一方面由于公司业务结构优化，经营质量提升所致。

图 3：2011–2020Q3 公司营业收入（亿元）及同比增长



数据来源：公司公告，东方证券研究所

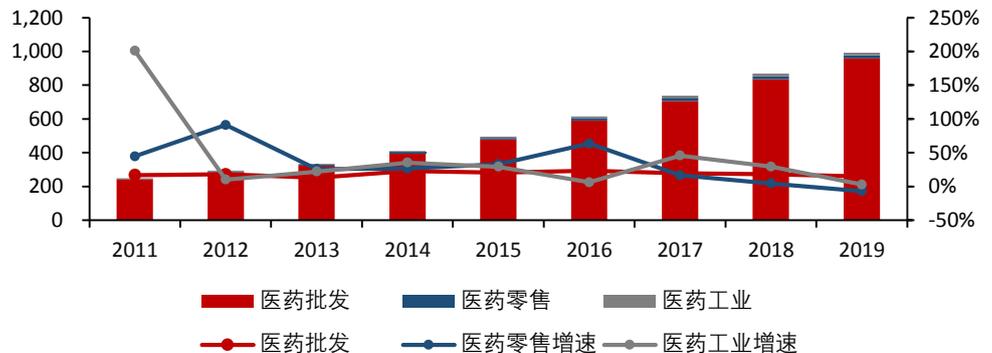
图 4：2011–2020Q3 公司归母净利润（亿元）及同比增长



数据来源：公司公告，东方证券研究所

**分行业看：医药批发是核心，工业、零售齐发展。**公司主营业务为医药流通业务，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。2019 年公司医药批发及相关业务年实现收入 958.31 亿元 (yoy14.83%)，占营业收入的 96.32%；医药零售与医药工业收入体量相对较小，分别实现收入 18.26 亿元 (yoy-6.85%)、15.89 亿元 (yoy2.86%)，占营业收入比重分别为 1.84%、1.60%。

图 5：2011–2019 年公司各业务营收（亿元）及同比增速

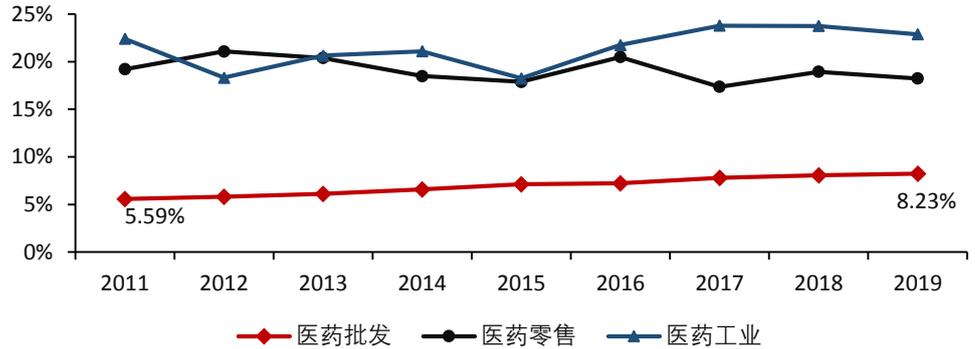


数据来源：公司公告，东方证券研究所

**规模化效应提升渠道价值，医药批发毛利率稳健增长。**2011-2019 年，公司批发业务毛利率由 5.59% 上升至 8.23%，一方面得益于该时间段内公司批规模上涨四倍，对上游议价能力提升从而降低了采购成本所致，另一方面由于公司积极开展医院直销业务，该业务毛利率相对较高；2019 年公司

医药零售、医药工业的毛利率水平则分别为 18.23%、22.87%，长周期内两业务盈利能力保持稳定，主要作为公司批发业务渠道价值的变现的端口，有效拓宽公司的业务边界。

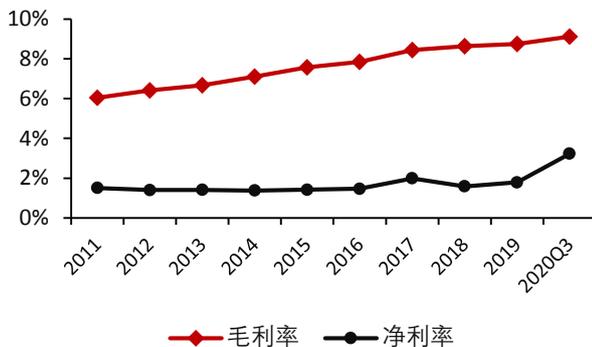
图 6：2011–2019 年公司各主营业务毛利率变化趋势



数据来源：公司公告，东方证券研究所

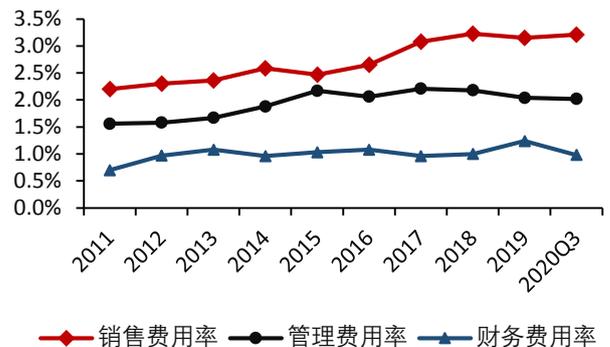
毛利率与净利率持续提升，期间费用管理出色。2020 年公司前三季度毛利率为 9.11%，较去年同期上升 0.89 个百分点；公司净利率为 3.23%，较去年同期上升 1.83 个百分点，盈利能力有明显增强；2020 年前三季度公司销售费用率、管理费用率、财务费用率分别为 3.21%、2.02%、0.98%，期间费用率整体维持较低的水平，销售费用率与管理费用率较去年同期均有所降低。从长周期角度看，公司毛利率由于业务结构改善与议价力提升处于稳定上升中，费用率也由于业务结构变化有所上升，但归结到净利率水平仍保持上升趋势。

图 7：2011–2020Q3 公司毛利率与净利率



数据来源：公司公告，东方证券研究所

图 8：2011–2020Q3 公司期间费用率

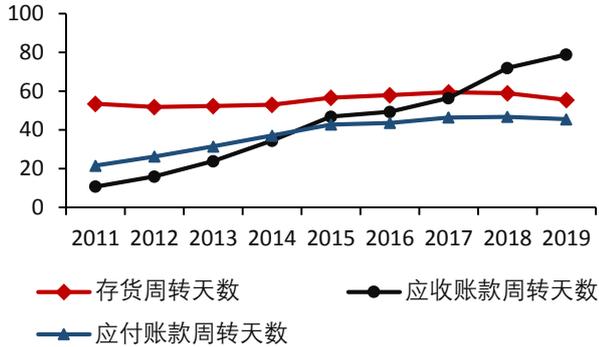


数据来源：公司公告，东方证券研究所

现金流质量向好，资产周转情况持续优化。2019 年，公司经营活动现金流净额为 27.68 亿元，经营性现金净流量与净利润比值为 1.55，此一方面由于公司的规模效应逐渐显现，对上下游议价能力持续增强；另一方面得益于公司周转能力的不断优化。2019 年，公司存货周转天数 55.44 天，较去年同期下降 3.51 天，应付账款周转天数 45.54 天，较去年同期保持相对稳定，但相较于 2011 年

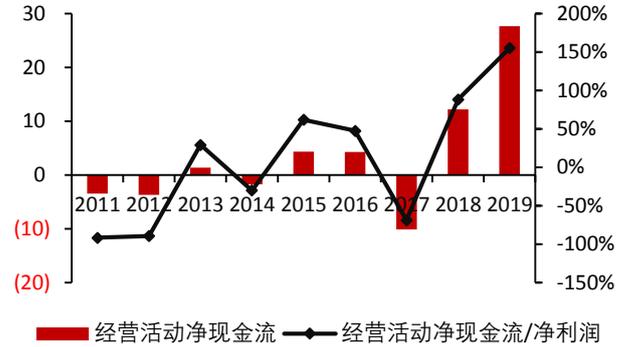
已上升 24.02 天，应收账款周转天数 78.93 天，较去年同期上升 7.00 天，主要由于医院直销业务占比上升所致，虽然公司应收账款周转天数呈上升趋势，但在整个行业中公司仍维持在较低水平。

图 9：2011–2019 年公司各资产周转天数



数据来源：公司公告，东方证券研究所

图 10：2011–2019 年公司经营性净现金流（亿元）及其与净利润比值

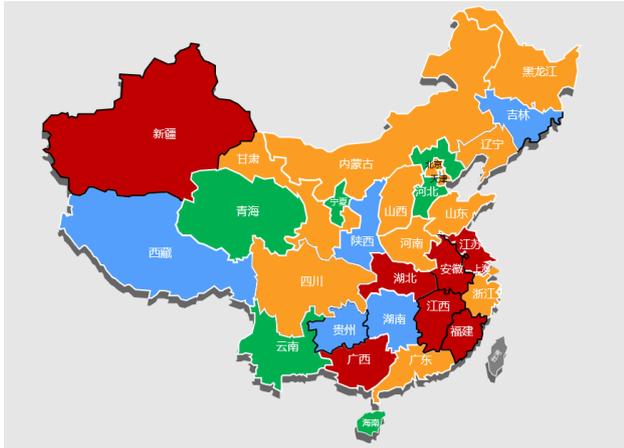


数据来源：公司公告，东方证券研究所

## 全国物流渠道建成，各渠道业务布局均衡

### 基础设施建设完毕，全国物流网络版图已成

物流网络覆盖全国，配送体系健全且高效。截至 2020 年 6 月 30 日，九州通拥有 31 个省级医药物流中心和 104 家地市级分销物流中心，建成了全国性的物流网络，辐射范围可达到中国大部分地区，是目前全国医药流通企业中物流网络覆盖区域最广的企业之一。同时，九州通有着十分优秀的配送能力，公司的配送体系包括运输网络、仓储网络以及配送网络，各个网络设施齐全、覆盖区域广泛，拥有 1900 台自有车辆，700 余家运力合伙人。公司全国性的物流网络与优秀的配送能力使得公司在采购规模上相较其他民营药品流通企业具备明显优势，从而对上游议价能力上与成本控制上更加优秀。

**图 11：公司物流网络地域示意图**


数据来源：公司公告，东方证券研究所整理

备注：不同颜色代表不同时期进驻的省份，黄色 2012 年以前、红色 2014 年、蓝色 2015 年、绿色 2016 年布局

**图 12：公司运输-仓储-配送网络示意图**


数据来源：公司官网，东方证券研究所

**渠道覆盖面完善，具备全国范围业务竞争基础。**九州通渠道网络覆盖 31 个省市，营销网络已经覆盖了全国大部分县级行政区域，是全国一万多家医药商业企业中覆盖范围最广的医药物流企业之一。与国药控股、华润医药、上海医药相比，九州通在药品品规、渠道网络以及医院数量方面均旗鼓相当，虽然流通业务规模方面略有逊色，但未来业务增量空间较大，在两票制政策推行之下，公司有望直接对接医院实现药品配送，提升等级医院配送业务规模。

**表 2：前四家医药流通公司数据对比**

公司	药品品规	渠道网络	医院数量	流通业务规模
九州通	各类药品共 134681 个品规	覆盖 31 个省市	公司的二级及以上医院有效客户达 5,800 余家	1218.67 亿元
国药控股		覆盖 30 个省市		3373.17 亿元
华润医药		覆盖 28 个省市	客户中包括二、三级医院 7,000 家	1706.91 亿港元
上海医药		覆盖 31 个省市，直接覆盖 24 个省市		1,623.90 亿元

数据来源：公司公告，公司官网，东方证券研究所

**公司物流能力突出，配送业务量体裁衣。**公司的“九州云仓物流平台”是运输、仓储、配送、信息四位一体的物流平台，通过应用物流科技，协同丰富的 GSP 资源、运力资源，可以为服务对象提供覆盖全国的端到端全程可视化物流供应链服务。同时公司精益求精，按照不同医药品种的配送，将物流服务细分为普通医药物流、专业医药物流、冷链医药物流以及消费品物流，在提升了配送速

度和效率的同时，更是为上下游企业提供了更加合适的针对性服务，从而在医药流通企业中取得了竞争优势。

图 13：公司物流能力与技术突出

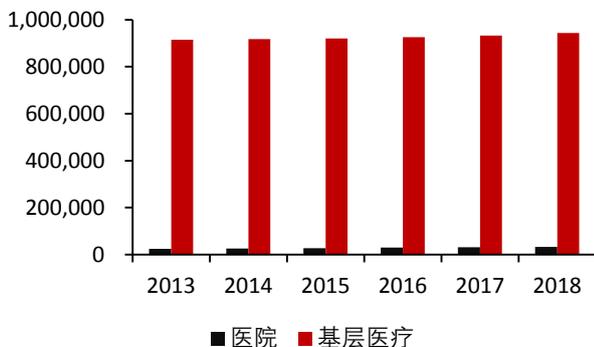


数据来源：公司官网，东方证券研究所

## 院外市场具备比较优势，渠道结构布局均衡

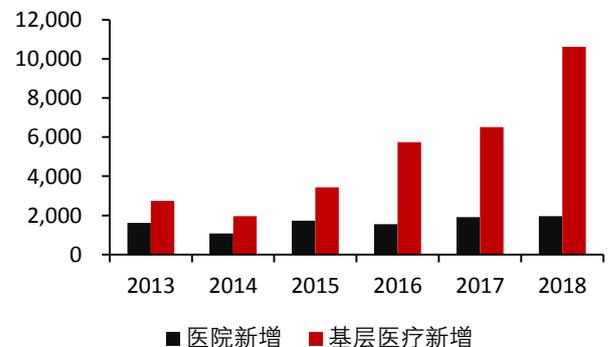
院外市场占比不断扩大，九州通模式具备较大竞争优势。2018 年我国基层医疗机构和医院的数量分别达到了 94 万家和 3 万家，相较于去年同期分别增长了 10615 家和 1953 家，2013-2018 年医院和基层医疗机构均呈现持续增加的态势，并且基层医疗机构无论是在整体数量还是新增数量方面都远多于医院端，这也推动了基层医疗机构在医药销售终端的占比不断提升，从 2017 年的 9.40% 增长到了 2019H1 的 9.90%。医院外药品消费市场的不断扩容使得以基层医疗机构、民营医院、零售药店、下游分销商等市场化客户为主要销售对象的“九州通模式”更具竞争力。

图 14：2013-2018 年医院与基层医疗机构数量（个）

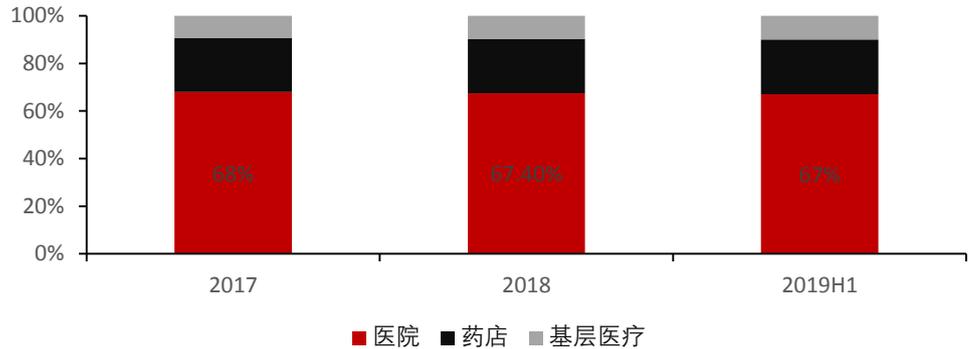


数据来源：2019 年中国卫生健康年鉴，东方证券研究所

图 15：2013-2018 年医院与基层医疗机构新增数量（个）

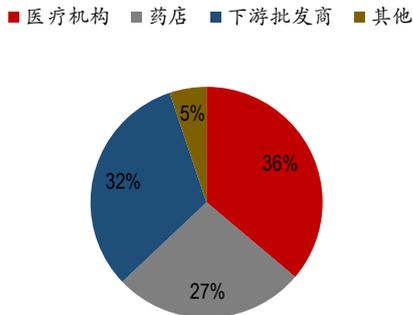


数据来源：2019 年中国卫生健康年鉴，东方证券研究所

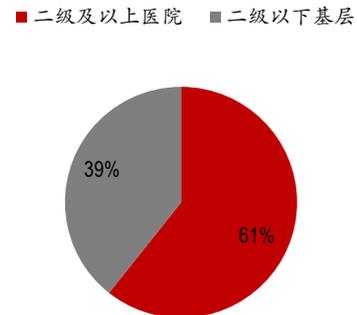
**图 16：医药销售三大终端占比**


数据来源：米内网，东方证券研究所

各渠道发展均衡，院内市场拓展良好。公司积极拓展销售渠道，目前已经打通了医疗机构、零售药店（批发业务）、下游批发商等全渠道业务，2019 年公司在医疗机构、药店以及下游批发商渠道的营收占比分别为 36%、27%和 32%，其中医疗机构业务中二级及以上医院销售占比达 61%。可见在“九州通模式”下，公司不仅在具备竞争优势的院外市场不断夯实壁垒，而且对院内高等级医院市场业务的扩张也卓有成效，逐步渗透入国有药品流通巨头的大本营。

**图 17：2019 年公司主营业务按渠道分类**


数据来源：公司公告，东方证券研究所

**图 18：2019 年医疗机构批发业务结构占比**


数据来源：公司公告，东方证券研究所

## 各渠道业务齐发力，多引擎拉动公司成长

## 受益于处方外流，基层与药店市场发展迎良机

**多政策推动处方外流。**随着药品零加成在全国各地的实施，院内药房已逐渐成为医院的成本端，医院本身就有处方外流的动力，且从政策上看，国家也对处方外流持明显的支持态度，2012年，国务院首次提出破除“以药补医”，推进医药分开，三年后于2015年，国务院要求扩大城市公立医院综合改革试点并规定了药占比30%的考核红线，并在2016年发改委发文明确禁止医疗机构限制处方外流；2017年国务院重申患者可自主选择在医院门诊药房或凭处方到零售药店购药，并提出医院处方信息共享。

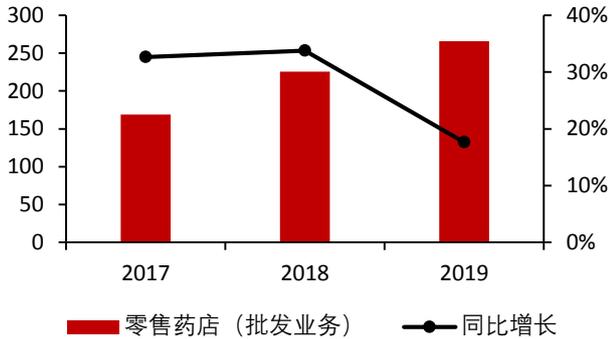
**表 3：处方外流政策梳理**

时间	发布机构	文件	要点
2012.03	国务院	《“十二五”期间深化医药卫生体制改革规划暨实施方案的通知》	以破除“以药补医”机制为关键环节，推进医药分开，逐步取消药品加成政策，将公立医院补偿改为服务收费和财政补助两个渠道。
2015.05	国务院	《关于城市公立医院综合改革的指导意见》	扩大城市公立医院综合改革试点，力争到2017年试点城市公立医院药占比（不含中药饮片）总体降到30%左右。
2016.07	发改委	《关于促进医药产业健康发展的指导意见重点工作部门分工方案》	充分利用省级药品集中采购平台信息资源，构建全国药品信息平台，建立信息共享和反馈追溯机制，并禁止医疗机构限制处方外流。
2017.05	国务院	《印发深化医药卫生体制改革2017年重点工作任务的通知》	试行零售药店分类分级管理，鼓励连锁药店发展，探索医疗机构处方信息、医保结算信息与药品零售消费信息互联互通、实时共享。
2018.04	国务院	《关于促进“互联网+医疗健康”发展的意见》	明确支持“互联网+医疗健康”发展，允许在线开具的处方由第三方机构承担配送工作，处方信息与药品零售消费信息互联互通、实时共享。

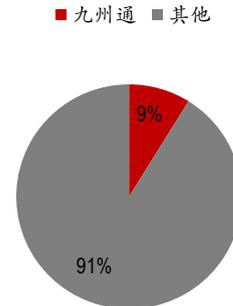
数据来源：公开资料，东方证券研究所

**公司紧跟处方外流趋势，积极布局院外市场。**随着处方外流的政策推动下，零售药店和二级及以下基层医疗机构将迎来新的发展机遇，因此公司大力拓展院外市场的批发业务，2019年公司零售药房和二级及以下基层医疗机构的批发业务营收分别为265.50亿元和141.25亿元，同比增长17.65%和22.41%，2017-2019年CAGR分别达到了25.45%和35.30%。

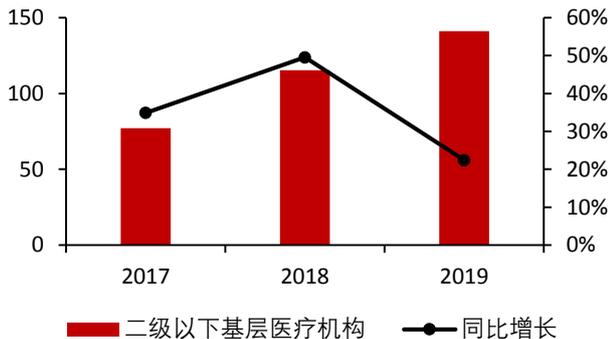
此外，2019年公司零售药房批发业务营收市占率为9%，二级及以下基层医疗机构客户的签约数量占全国比重为11%，这意味着未来公司仍旧有相当大的空白市场有待开发，基层与零售药店客户的价格敏感性高，对服务运营效率的要求也相对较高，因此公司在院外领域的发展相对其他竞争对手具备较强的竞争优势。

**图 19：公司零售药房批发业务营收（亿元）**


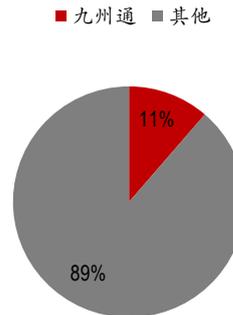
数据来源：公司公告，东方证券研究所

**图 20：2019 年公司零售药房批发业务营收市占率**


数据来源：公司公告，中国药店，东方证券研究所测算

**图 21：公司基层医疗批发业务营收（亿元）**


数据来源：公司公告，东方证券研究所

**图 22：2019 年公司批发业务签约基层医疗机构数量占比**


数据来源：公司公告，2019 年中国卫生健康年鉴，东方证券研究所

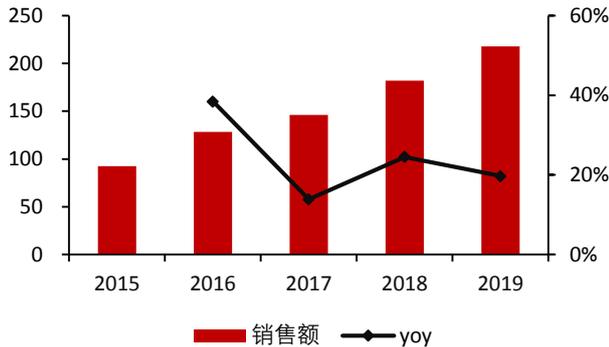
我们认为未来在国家大力推进分级诊疗且基层用药目录放开的大背景下，药品消费渠道向基层医疗机构（包括县级医院）以及零售药店转移的趋势越发明显，公司会进一步巩固在基层医疗机构和药店市场的行业龙头地位，提升市场占有率，并在市场化机制运行的市场中，公司附加服务与运营效率构建的壁垒将持续加固。

## 医院纯销保持稳定成长，逐步实现向上渗透

2020 年上半年，公司二级及以上中高端医院市场医院纯销业务继续保持较快增长，报告期内实现销售 217.84 亿元，较去年同期增长 19.73%；销售占比 21.95%，较上年同期上升 1.03 个百分点。相对国药、上药与华润三大家国企背景的流通企业来说，公司在高端医院市场的份额较低，但近年来我们也看到公司抢抓机遇拓展医院业务，原有开户医院获得了更多的代理品，同时新客拓展

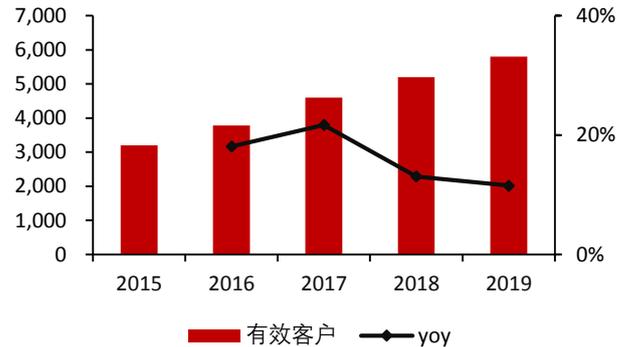
也取得了巨大的成效，2015-2020H1，公司二级及以上医院有效客户达由 3200 余家上升至 5,800 余家。

**图 23：2015-2019 年公司医院纯销销售额（亿元）及同比增速**



数据来源：公司公告，东方证券研究所

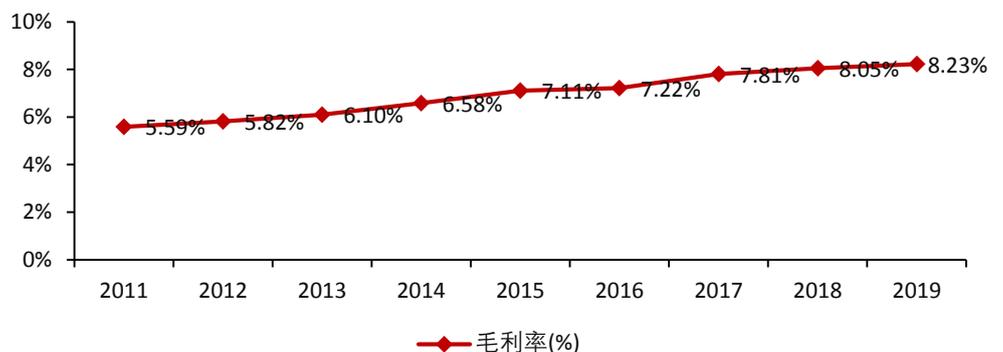
**图 24：2015-2019 年公司有效医院客户数量及同比增速**



数据来源：公司公告，东方证券研究所

由于二级及以上医院业务毛利率相对较高，随着其销售规模及占比的上升，公司批发业务整体毛利率也处于稳定上升趋势中，2011-2019 年公司批发业务毛利率由 5.59% 上升至 8.23%，随着公司医院业务的进一步拓展，我们认为毛利率仍将处于稳步上升趋势中。

**图 25：2015-2019 年批发业务毛利率呈现上升趋势**

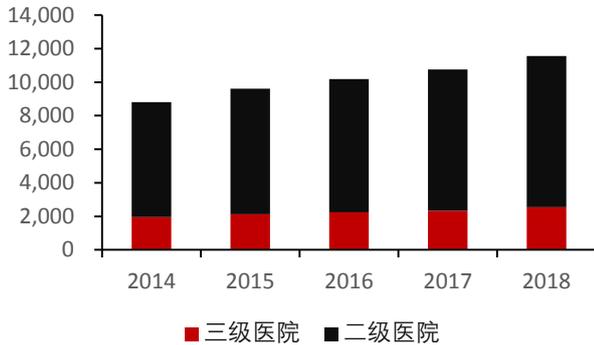


数据来源：wind，东方证券研究所

受益于渗透率提升，高等级医院业务仍将保持较快增长。我国等级医院数量在近五年经历了较快的上涨，其中三级医院数量由 2014 年的 1954 家上升至 2018 年 2548 家，二级医院数量由 6850 家上升至 9017 家，在医院快速扩张时期，大部分等级医院业务被前三家国企背景的流通企业以及地

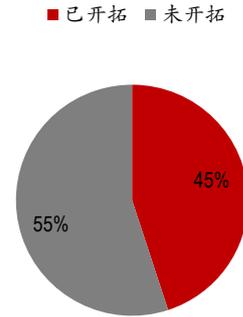
区域性龙头所垄断，截止 2018 年，公司在二级及以上医院业务开户数量市占率仅 45%，仍有较大的空白市场有待开发。

图 26：2014–2018 年中国二级及二级以上医院数量



数据来源：中国卫生统计年鉴，东方证券研究所

图 27：2018 年公司二级及以上医院客户数量市占率

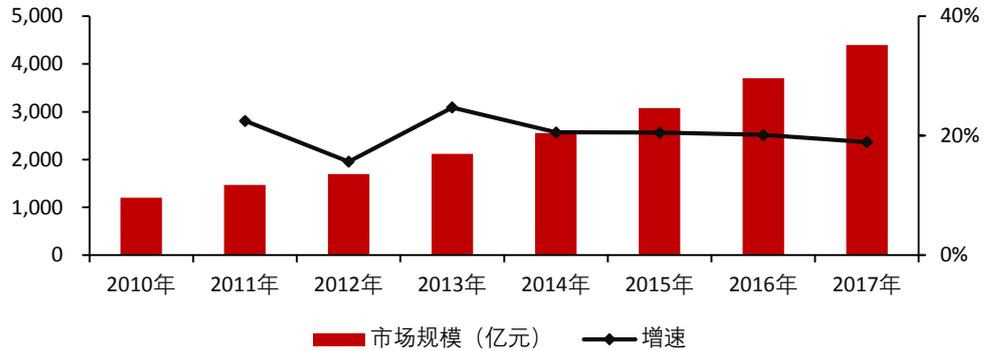


数据来源：中国卫生统计年鉴，东方证券研究所测算

我们认为，高等级医院的药品批发业务将逐步脱离以“成本低、账期长”为核心的竞争模式，流通企业在运营过程中对医院的附加价值重要性逐步凸显，如，信息化系统建设、供应链管理与运营效率改造等服务将成为流通企业竞争的另一关键因素。九州通自成立以来主要以院外药品批发业务为主战场，其竞争优势集中在附加服务与运营效率之上，切中未来行业竞争的发展方向，并有望在院内竞争逐步走向市场化、效率化的过程中，进一步扩大自己等级医院的份额，并夯实院内、院外的竞争壁垒，达到协同的效果。

## 带量采购大势之下，器械分销进入规模化发展阶段

**我国医疗器械市场持续保持高速增长。**根据智研咨询，2010-2017 年我国医疗器械行业规模由 1200 亿元上升至 4400 亿元，自 2010 年以来实现了 20.4% 的年化复合增长，然而相较于药品行业规模仍旧较小，参考海外成熟市场药品与医疗器械市场规模占比近乎相等，我国医疗器械行业仍旧将保持较快的增长，尤其在居民消费升级、进口替代以及带量采购的大背景下，医疗器械的使用量将保持稳定增长，未来医疗器械行业规模仍大有可期。

**图 28：2010–2017 年我国医疗器械行业增速**


数据来源：智研咨询，东方证券研究所

**行业集中度持续提升。**目前全国器械配送企业约为 18 万家，数量远多于药品流通器械，前十大流通企业合计占比不足 20%，竞争格局较为分散，市场仍有整合空间。此外，医疗器械行业带量采购逐步开展，2020 年高值耗材带量采购拉开序幕，对企业自主创新能力与服务属性有了进一步的高要求，行业合规性进一步加大，在带量采购的影响下，只有更头部、服务能力更强的企业能够获得配送权，器械分销行业集中度将持续提升。

**表 4：我国器械流通行业集中度**

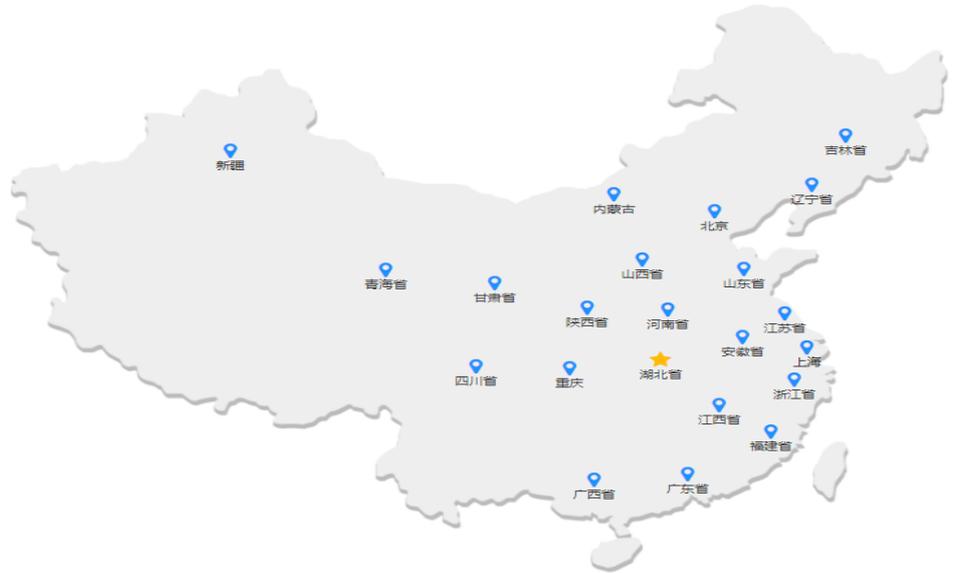
公司	2017 年市占比	2017 年营收(亿元)
国药集团	9.00%	397
瑞康医药	1.70%	73
华润医药	1.60%	71
嘉事堂	1.50%	69
九州通	1.50%	66
上海医药	1.40%	61
润达医疗	0.90%	41
迪安诊断	0.70%	30
康德莱	0.60%	27
海王生物	0.50%	24
合计	19.40%	859

数据来源：智研咨询，东方证券研究所

**九州通器械，再造一个九州通。**公司医疗器械和计生用品业务的承载主体为九州通医疗器械集团，目前已覆盖医疗渠道、流通渠道、OTC 渠道、电子商务四大销售渠道，经营产品包括医疗设备、检验试剂、高值耗材、家用器械、计生用品、常规耗材等六大类产品线，经营品规数 198,202 种，

服务超过 60,000 家终端合作门店客户，43,000 家医疗客户，10,000 多家商业客户，形成医院业务事业群、OTC 业务事业群、工业贸易事业群、新兴业务事业群的业务组合。

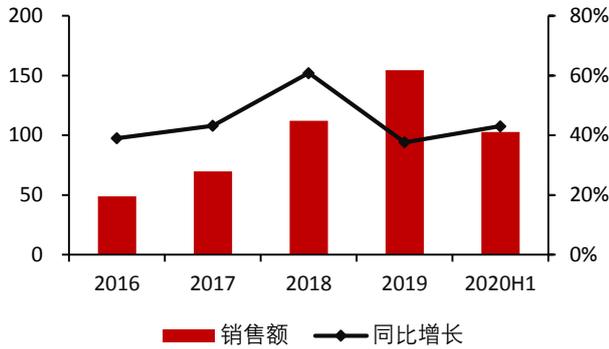
**图 29：九州通器械营销网络示意图**



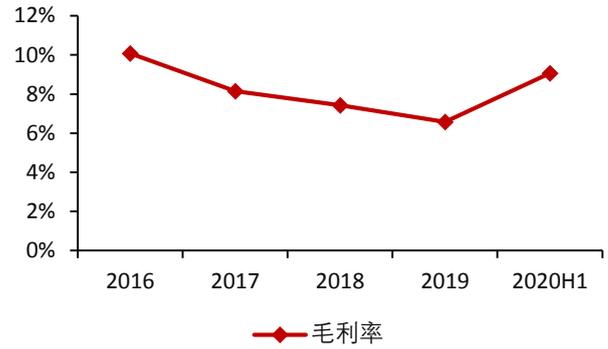
数据来源：公司官网，东方证券研究所

**公司目前不断多维度扩大经营范围。**一方面公司积极参与市场整合，不断并购或新设子公司，进一步扩大市场覆盖范围，另一方面搭建独立运营体系，利用上游客户资源优势，导入更多品牌，推动公司医疗器械业务持续增长，业务贡献比重也逐年提升。

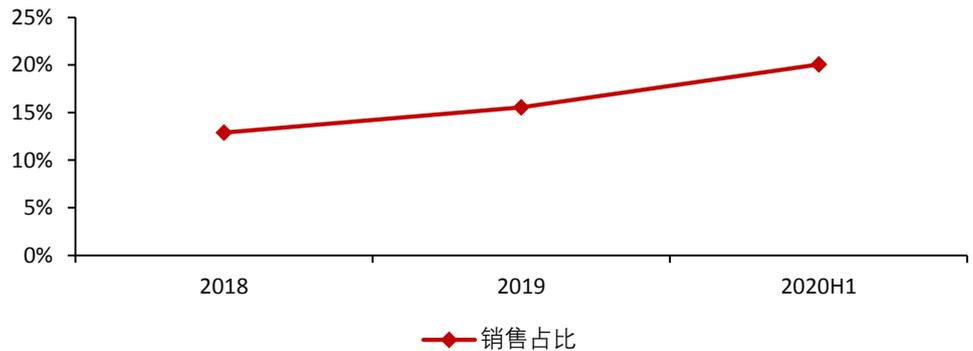
2016-2019 年，公司九州通器械板块销售规模由 48.71 亿元上升至 154.33 亿元，CAGR 达到 46.87%，保持高速增长，毛利率由 10.08% 下降至 6.58% 主要系期内公司承接的血压计包销等业务销量较大且毛利较低所致。2020 年上半年九州通器械板块实现销售收入 102.63 亿元，较上年同期增长 43.04%；销售毛利率为 9.07%，较上年同期大幅提升 1.84 个百分点。2020 年上半年医疗器械与计生用品销售占比达 20.06%，销售占比较上年同期上升 5.21 个百分点。

**图 30：2016–2020H1 公司器械批发业务销售额（亿元）及同比增速**


数据来源：公司公告，东方证券研究所

**图 31：2016–2020H1 公司器械批发业务毛利率**


数据来源：公司公告，东方证券研究所

**图 32：2018–2020H1 公司医疗器械批发业务销售占比**


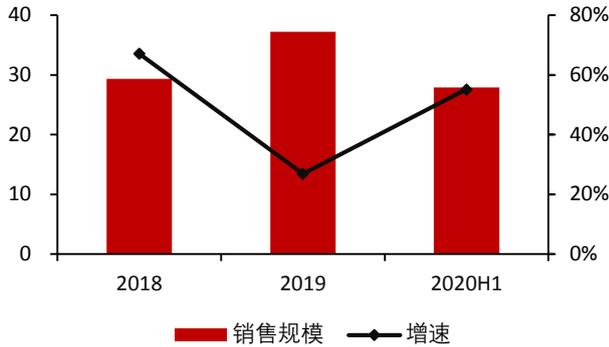
数据来源：公司公告，东方证券研究所

## 趁行业东风，总代理业务规模快速扩张

4+7 带量采购政策的大背景下，许多原研品种放弃了竞标，将更多销售目标指向院外市场，而公司在院外市场的批发业务在国内具备较高壁垒，因而借着带量采购的东风，公司总代理业务发展十分迅速。2020H1，公司总代理业务销售规模达 27.91 亿元，较去年同比增长了 55.14%，实现毛利率 24.27%，较上年提升 8.36 个百分点，签约品种数目也由 2018 年的 900 余个上升至 2020H1 的 1039 个。

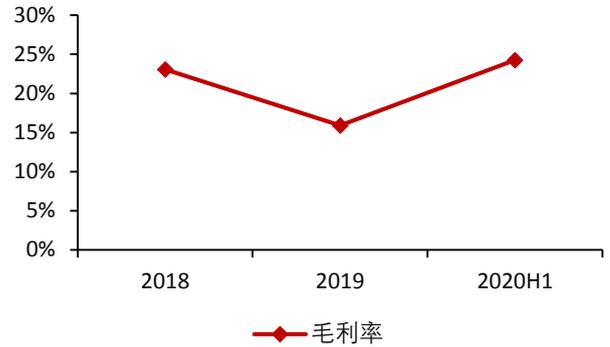
在疫情之下，公司总代业务仍保持较高的增长，彰显了总代理业务在当下大的医药背景下良好的发展机遇，随着带量采购的进一步推进，公司有望实现总代理业务的进一步发展，并与工业企业打下深厚的合作关系，实现批发业务的协同合作。

图 33：2018–2020H1 总代理业务销售规模（亿元）及增速



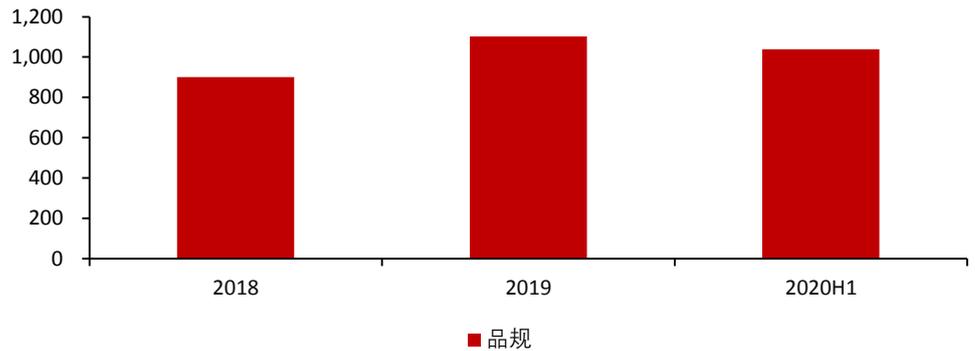
数据来源：公司公告，东方证券研究所

图 34：2018–2020H1 公司总代业务毛利率



数据来源：公司公告，东方证券研究所

图 35：2018–2020H1 公司总代理业务品规数量（个）



数据来源：公司公告，东方证券研究所

## 工-批-零一体化业务格局成型

### 好药师规模初显，线上线下业务双管齐下

公司自 2003 年开始药品零售连锁经营，并于 2010 年建立“好药师大药房”，是公司对接终端的重要渠道，也自此开启了批零一体化的道路。紧接着，2011 年，“京东好药师”网站上线，开启好药师大药房的 B2C 业务元年，同时，与各大互联网平台合作，积极尝试新的发展模式。

**图 36：好药师大药房竞争优势**

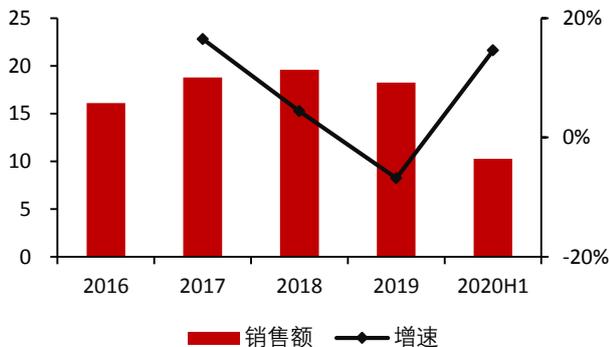


数据来源：公司官网，东方证券研究所

2016-2019年，公司零售业务营收规模自16.11亿元上升至18.26亿元，2020年上半年实现销售10.28亿元，同比增长14.60%，在疫情期间保持了较快的增长，此外2020年上半年实现毛利率26.92%，较去年提升9.03个百分点。

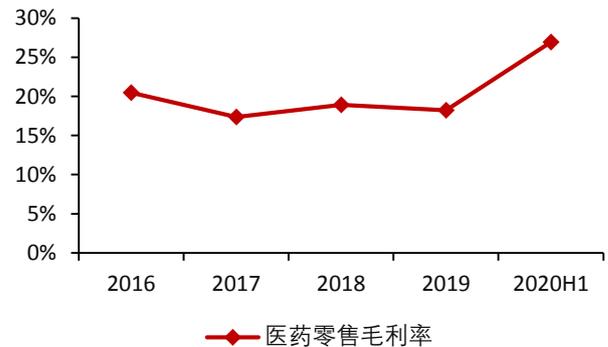
截止目前，公司在全国范围内拥有1,069家零售药店（含加盟店），是目前全国医药流通企业中营销网络覆盖区域最广的企业之一。

**图 37：2016–2020H1 公司零售业务规模（亿元）及同比增速**



数据来源：公司公告，东方证券研究所

**图 38：2016–2020H1 公司零售业务毛利率**

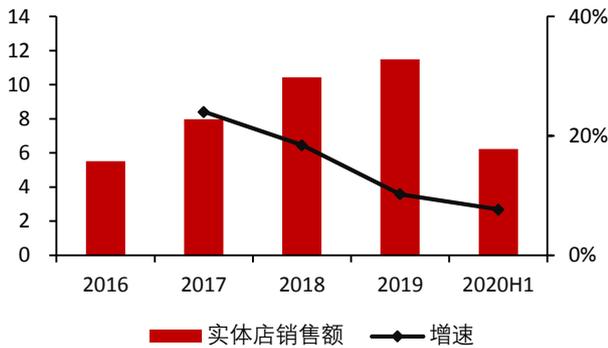


数据来源：公司公告，东方证券研究所

线下业务保持稳定成长，线上业务迎来互联网春风。公司线下业务以直营与加盟模式双轮驱动，2016-2019 年营业收入由 5.51 亿元上升到 11.49 亿元，2020 年上半年实现营业收入 6.23 亿元，同比增长 7.67%；线上业务在 2019 年之前规模有所收缩，主要由于好药师京东、天猫旗舰店转型由前期追求规模的导向转变为以经营质量和客户体验为中心的策略，以及自营 B2B 调整品种结构，停止部分品牌合作，2020 年上半年公司线上业务实现营业收入 4.05 亿元，同比增长 27.20%。

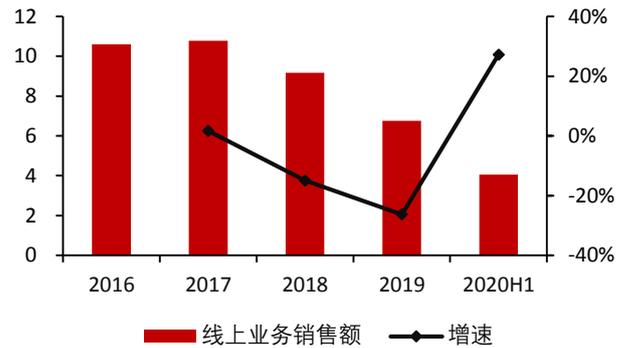
我们认为公司零售业务是批发业务与工业业务的润滑剂，一方面，借助批发业务所累积的上游药品、器械资源，能够实现品种与成本上的竞争优势，另一方面，工业端可以借助零售业务，将自身工业产品顺利地嫁接到自有渠道，从而实现销售前期的引入与放量。

图 39：2016–2020H1 好药师线下业务营收规模（亿元）及增速



数据来源：公司公告，东方证券研究所

图 40：2016–2020H1 好药师线上业务营收规模（亿元）及增速



数据来源：公司公告，东方证券研究所

除此之外，公司积极拓展 O2O 配送业务。好药师 APP “24 小时送药、1 小时必达” 的 O2O 送药业务，积极打造全国 “5 仓+20 城” 的送药网点，报告期内新增合肥、厦门、宁波、苏州、杭州、深圳、广州等 8 个城市提供 O2O 送药业务，目前已有包括北京、武汉、上海等在内的 20 个一二线城市好药师用户可以享受好药师的专业咨询及送药上门服务，预计随着公司借助供应链的下沉式渗透，有望在更多城市快速展业。

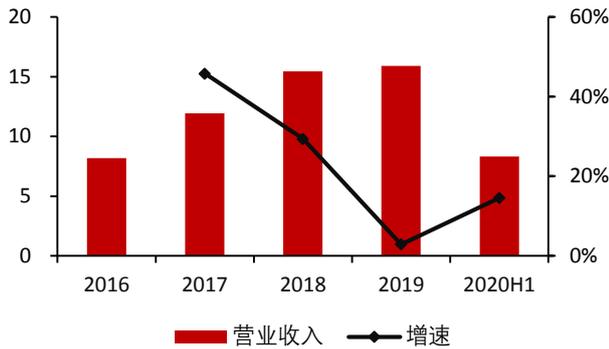
## 继续深耕工业板块，产品嫁接进入自身渠道

公司工业板块主要分为西药与中药两个环节，西药方面公司积极开展一致性评价业务，有望凭借政策优势后来者居上，中药方面公司主要以中药饮片生产制造为主，考虑到中药饮片品牌力较低，渠道话语权更加重要，因此公司能够凭借零售业务以及批发业务，实现中药饮片的快速放量销售，达到批零工三种业态相互协同的状态。

2016-2019 年，公司工业板块营业收入由 8.19 亿元上升至 15.89 亿元，CAGR 为 24.72%，毛利率由 2016 年的 21.75% 上升至 2019 年的 22.87%，在渠道协同的作用下，公司工业板块保持了较

快的增长，且在规模效应作用下毛利率抬升趋势。2020H1 公司工业板块实现营业收入 8.31 亿元，同比增长 14.52%，实现毛利率 23.52%，在疫情的冲击下，大多数医药工业企业销售规模均有所下滑，但公司仍保持了较为强劲的增长，我们认为公司工业板块在协同的作用下，长期发展值得期待。

**图 41：2016–2020H1 公司工业板块营业收入（亿元）及同比增速**



数据来源：公司公告，东方证券研究所

**图 42：2016–2020H1 公司工业板块毛利率**



数据来源：公司公告，东方证券研究所

## 盈利预测与投资建议

### 盈利预测

我们对公司 2020-2022 年盈利预测做如下假设：

- 1) 公司医药批发业务为主营业务，公司在院外市场具备绝对的竞争优势，并逐步向高等级医院渗透，一方面随着我国药品、器械消费市场的扩容，公司批发业务将受益于行业的成长而加速发展，另一方面公司为民企，经营管理能力扎实，在药品批发同质化的时代有望以服务能力取得更大市场份额，我们预计公司 20-22 年批发业务增速为 13.2%、16.1%、15.2%。
- 2) 公司 20-22 年毛利率分别为 8.9%、9.1%和 9.2%。毛利率保持稳中偏升，主要由于贡献大部分业绩的批发业务毛利率在长期看有望上升，一方面由于公司规模效应导致采购成本下降与固定开支的摊薄，另一方面公司二级及以上医院业务增速较快，业务占比逐步扩大，该业务毛利率相对较高，因而公司综合毛利率有望保持稳中向上。
- 3) 公司 20-22 年销售费用率为 3.26%、3.22%和 3.20%，管理费用率为 2.01%、1.98%和 1.97%，研发费用率为 0.08%、0.08%、0.08%。公司管理费用率与销售费用率的小幅下降主要考虑到销售收入的增长对管理费用有一定的摊薄影响，研发费用率保持稳定，公司工业板块将持续保持研发强度。
- 4) 公司 20-22 年的所得税率维持 23%。

#### 盈利预测核心假设

	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
<b>医药批发及相关业务</b>					
销售收入（百万元）	83,452.0	95,831.0	108,440.9	125,893.6	145,083.2
增长率	18.1%	14.8%	13.2%	16.1%	15.2%
毛利率	8.1%	8.2%	8.4%	8.6%	8.7%
<b>医药零售</b>					
销售收入（百万元）	1,960.3	1,826.0	1,219.0	1,447.4	1,690.9
增长率	4.5%	-6.9%	-33.2%	18.7%	16.8%
毛利率	18.9%	18.2%	26.0%	19.0%	19.0%
<b>医药工业</b>					
销售收入（百万元）	1,544.7	1,588.8	1,827.1	2,192.5	2,631.0
增长率	29.3%	2.9%	15.0%	20.0%	20.0%
毛利率	23.7%	22.9%	23.6%	23.6%	23.6%
<b>其他业务</b>					
销售收入（百万元）	179.4	251.3	294.1	352.9	423.5
增长率	-17.0%	40.1%	17.0%	20.0%	20.0%
毛利率	37.0%	47.5%	48.0%	48.0%	48.0%
<b>合计</b>	<b>87,136.4</b>	<b>99,497.1</b>	<b>111,781.0</b>	<b>129,886.4</b>	<b>149,828.5</b>
增长率	17.8%	14.2%	12.3%	16.2%	15.4%
综合毛利率	8.6%	8.7%	8.9%	9.1%	9.2%

资料来源：公司数据，东方证券研究所预测

## 投资建议

公司是我国药品、器械批发领域的龙头企业之一，尤其在院外市场具备绝对的竞争优势，并凭借批发渠道开展零售、工业、总代理等业务，实现多业务条线的协同发展，在我国医药批发行业集中度提升的大背景下，公司作为头部位数不多的民营企业，拥有较强的运营管理能力，我们看好公司的长期发展。预测公司 20-22 年 EPS 为 1.60/1.58/1.87 元，选取药品批发、IVD 产品批发与医药零售等企业作为可比公司，给与公司 21 年估值 15X，对应目标价 23.7 元，首次给与买入评级。

图 43：可比公司估值表

公司	代码	最新价格(元) 2021/3/29	每股收益(元)				市盈率			
			2019A	2020E	2021E	2022E	2019A	2020E	2021E	2022E
健之佳	605266	108.09	3.17	4.46	4.88	6.05	34.05	24.24	22.15	17.87
国药一致	000028	41.06	2.97	3.27	3.70	4.13	13.83	12.54	11.10	9.95
上海医药	601607	19.07	1.44	1.59	1.79	2.01	13.28	11.97	10.63	9.49
润达医疗	603108	11.13	0.53	0.55	0.74	0.93	20.84	20.42	15.14	12.03
一心堂	002727	44.12	1.01	1.33	1.66	2.03	43.55	33.30	26.58	21.74
柳药股份	603368	21.58	1.89	1.97	2.79	3.45	11.41	10.93	7.74	6.25
	最大值						43.55	33.30	26.58	21.74
	最小值						11.41	10.93	7.74	6.25
	平均数						22.83	18.90	15.56	12.89
	调整后平均						20.50	17.29	14.76	12.33

数据来源：朝阳永续，东方证券研究所

## 风险提示

**带量采购超预期导致的风险：**目前我国药品、器械均已开展了带量采购，若带量采购政策超预期或导致药品批发业务竞争加剧，行业规模增长不及预期，进而影响公司的成长。

**应收账款回款不及预期的风险：**我国医药商业企业普遍存在账期过长的问题，虽然公司对药店、卫生院的业务账期较短，但考虑到公司医院纯销业务占比逐年上升，未来或存在应收账款回款不及预期的风险。

**利率上行导致资金成本上涨的风险：**疫情之后，宏观经济波动性较大，若资金面收紧进而导致利率上升，或导致公司资金成本上升。

**附表：财务报表预测与比率分析**

资产负债表						利润表					
单位:百万元	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E	单位:百万元	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
货币资金	12,700	12,171	13,231	15,249	18,559	营业收入	87,136	99,497	111,781	129,886	149,829
应收票据、账款及款项融资	22,096	24,448	23,822	28,801	34,386	营业成本	79,614	90,795	101,783	118,098	136,061
预付账款	3,796	3,182	4,230	4,787	5,549	营业税金及附加	208	239	242	297	348
存货	13,891	14,072	17,616	20,346	23,260	营业费用	2,818	3,135	3,646	4,184	4,788
其他	4,574	5,030	5,032	5,568	5,952	管理费用及研发费用	1,895	2,034	2,338	2,681	3,077
<b>流动资产合计</b>	<b>57,057</b>	<b>58,903</b>	<b>63,931</b>	<b>74,751</b>	<b>87,706</b>	财务费用	867	1,235	839	944	1,123
长期股权投资	1,515	1,683	1,750	1,750	1,750	资产、信用减值损失	67	94	195	62	78
固定资产	5,184	5,361	6,199	7,004	7,760	公允价值变动收益	5	(14)	750	20	20
在建工程	844	1,144	1,218	1,260	1,283	投资净收益	55	140	120	120	120
无形资产	1,280	2,198	2,458	2,742	3,047	其他	104	210	413	205	205
其他	794	1,859	1,904	2,014	2,170	<b>营业利润</b>	<b>1,830</b>	<b>2,301</b>	<b>4,021</b>	<b>3,965</b>	<b>4,699</b>
<b>非流动资产合计</b>	<b>9,618</b>	<b>12,245</b>	<b>13,530</b>	<b>14,769</b>	<b>16,009</b>	营业外收入	33	47	30	30	30
<b>资产总计</b>	<b>66,674</b>	<b>71,148</b>	<b>77,461</b>	<b>89,520</b>	<b>103,715</b>	营业外支出	32	31	30	30	30
短期借款	10,251	11,707	12,924	15,528	19,435	<b>利润总额</b>	<b>1,831</b>	<b>2,317</b>	<b>4,021</b>	<b>3,965</b>	<b>4,699</b>
应付票据及应付账款	25,443	28,019	29,715	35,169	40,845	所得税	449	536	925	912	1,081
其他	8,573	6,221	6,658	7,907	9,196	<b>净利润</b>	<b>1,381</b>	<b>1,781</b>	<b>3,096</b>	<b>3,053</b>	<b>3,618</b>
<b>流动负债合计</b>	<b>44,266</b>	<b>45,948</b>	<b>49,297</b>	<b>58,603</b>	<b>69,476</b>	少数股东损益	41	55	93	92	109
长期借款	242	1,292	1,292	1,292	1,292	<b>归属于母公司净利润</b>	<b>1,341</b>	<b>1,727</b>	<b>3,004</b>	<b>2,962</b>	<b>3,510</b>
应付债券	1,384	1,432	1,460	1,460	1,460	每股收益(元)	0.72	0.92	1.60	1.58	1.87
其他	400	509	550	550	550						
<b>非流动负债合计</b>	<b>2,026</b>	<b>3,232</b>	<b>3,302</b>	<b>3,302</b>	<b>3,302</b>	主要财务比率					
<b>负债合计</b>	<b>46,292</b>	<b>49,180</b>	<b>52,599</b>	<b>61,905</b>	<b>72,778</b>		2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
少数股东权益	1,915	3,213	3,306	3,398	3,507	成长能力					
实收资本(或股本)	1,878	1,878	1,874	1,874	1,874	营业收入	17.8%	14.2%	12.3%	16.2%	15.4%
资本公积	7,656	7,326	7,235	7,235	7,235	营业利润	-5.8%	25.8%	74.7%	-1.4%	18.5%
留存收益	5,789	7,181	9,996	12,658	15,871	归属于母公司净利润	-7.3%	28.8%	74.0%	-1.4%	18.5%
其他	3,144	2,370	2,450	2,450	2,450	获利能力					
<b>股东权益合计</b>	<b>20,382</b>	<b>21,968</b>	<b>24,862</b>	<b>27,615</b>	<b>30,937</b>	毛利率	8.6%	8.7%	8.9%	9.1%	9.2%
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>66,674</b>	<b>71,148</b>	<b>77,461</b>	<b>89,520</b>	<b>103,715</b>	净利率	1.5%	1.7%	2.7%	2.3%	2.3%
						ROE	7.3%	9.3%	14.9%	12.9%	13.6%
						ROIC	6.8%	7.9%	9.7%	8.7%	9.0%
现金流量表						偿债能力					
单位:百万元	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E	资产负债率	69.4%	69.1%	67.9%	69.2%	70.2%
净利润	1,381	1,781	3,096	3,053	3,618	净负债率	0.0%	10.8%	10.2%	11.3%	12.0%
折旧摊销	399	474	485	582	627	流动比率	1.29	1.28	1.30	1.28	1.26
财务费用	867	1,235	839	944	1,123	速动比率	0.97	0.98	0.94	0.93	0.93
投资损失	(55)	(140)	(120)	(120)	(120)	营运能力					
营运资金变动	5,317	(6,895)	(2,011)	(2,162)	(2,757)	应收账款周转率	5.0	4.5	5.0	5.4	5.1
其它	(6,688)	6,313	(514)	42	58	存货周转率	6.1	6.5	6.4	6.2	6.2
<b>经营活动现金流</b>	<b>1,222</b>	<b>2,768</b>	<b>1,775</b>	<b>2,340</b>	<b>2,549</b>	总资产周转率	1.5	1.4	1.5	1.6	1.6
资本支出	(1,198)	(1,729)	(1,617)	(1,662)	(1,707)	每股指标(元)					
长期投资	(148)	(177)	(81)	(100)	(100)	每股收益	0.72	0.92	1.60	1.58	1.87
其他	(172)	665	883	80	80	每股经营现金流	0.65	1.47	0.95	1.25	1.36
<b>投资活动现金流</b>	<b>(1,518)</b>	<b>(1,240)</b>	<b>(816)</b>	<b>(1,682)</b>	<b>(1,727)</b>	每股净资产	9.86	10.01	11.50	12.92	14.64
债权融资	174	1,240	5	0	0	估值比率					
股权融资	243	(330)	(95)	0	0	市盈率	24.9	19.3	11.1	11.3	9.5
其他	1,833	(3,753)	190	1,360	2,488	市净率	1.8	1.8	1.5	1.4	1.2
<b>筹资活动现金流</b>	<b>2,251</b>	<b>(2,842)</b>	<b>101</b>	<b>1,360</b>	<b>2,488</b>	EV/EBITDA	12.0	9.3	6.9	6.8	5.8
汇率变动影响	(0)	1	-0	-0	-0	EV/EBIT	13.8	10.5	7.6	7.6	6.4
<b>现金净增加额</b>	<b>1,954</b>	<b>(1,314)</b>	<b>1,060</b>	<b>2,018</b>	<b>3,310</b>						

资料来源：东方证券研究所

## 分析师申明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明：

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

## 投资评级和相关定义

报告发布日后的 12 个月内的公司的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准；

### 公司投资评级的量化标准

买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；

增持：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15%；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；

减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级 —— 由于在报告发出之时该股票不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该股票的研究状况，未给予投资评级相关信息。

暂停评级 —— 根据监管制度及本公司相关规定，研究报告发布之时该投资对象可能与本公司存在潜在的利益冲突情形；亦或是研究报告发布当时该股票的价值和价格分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确投资评级；分析师在上述情况下暂停对该股票给予投资评级等信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该股票的投资评级、盈利预测及目标价格等信息不再有效。

### 行业投资评级的量化标准：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；

看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级：由于在报告发出之时该行业不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该行业的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：由于研究报告发布当时该行业的投资价值分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确行业投资评级；分析师在上述情况下暂停对该行业给予投资评级信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该行业的投资评级信息不再有效。

## 免责声明

本证券研究报告（以下简称“本报告”）由东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告的全体接收人应当采取必要措施防止本报告被转发给他人。

本报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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证券研究报告。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的证券研究报告之外，绝大多数证券研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面协议授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容。不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

经本公司事先书面协议授权刊载或转发的，被授权机构承担相关刊载或者转发责任。不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

提示客户及公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告，慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

---

## 东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

电话：021-63325888

传真：021-63326786

网址：[www.dfzq.com.cn](http://www.dfzq.com.cn)