

九州通 (600998.SH)
数字化转型+院外广布局, 有望走出第二增长曲线

2021年06月21日

——公司首次覆盖报告
投资评级: 买入 (首次)
蔡明子 (分析师)
苑建 (分析师)
古意涵 (联系人)

caimingzi@kysec.cn

yuanjian@kysec.cn

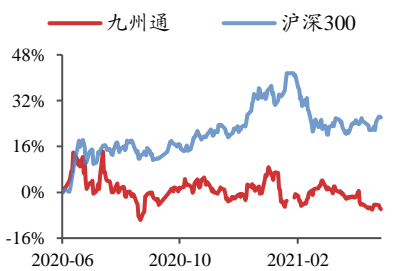
guyihan@kysec.cn

证书编号: S0790520070001

证书编号: S0790520070009

证书编号: S0790121020007

日期	2021/6/21
当前股价(元)	15.29
一年最高最低(元)	19.50/15.15
总市值(亿元)	286.51
流通市值(亿元)	286.51
总股本(亿股)	18.74
流通股本(亿股)	18.74
近3个月换手率(%)	13.57

股价走势图


数据来源: 贝格数据

相关研究报告

《药店行业深度报告-短期因素影响Q1增速, 仍看好药店龙头全年和中长期增长韧性》-2021.5.5

● 厚积薄发, 重点发展院外市场, 首次覆盖, 给予“买入”评级

公司为国内民营医药流通企业龙头, 差异化布局院外市场, 基于过往累积优势, 持续推进平台化、数字化、互联网化转型, 有望走出第二增长曲线。预计2021-2023年归母净利润为31.44/36.77/43.23亿元, EPS分别为1.68/1.96/2.31元/股, 当前股价对应P/E为9.1/7.8/6.6倍, 相比同类医药流通公司估值合理, 首次覆盖, 给予“买入”评级。

● 院外市场发展空间大, “互联网+”以及提升综合服务能力成为必然趋势

据我们测算, 随着院内药占比每年下降1%, 预计2023年将有1726亿元药品流入院外市场。院外市场持续扩容, 流通龙头凭借仓网布局广、渠道覆盖全、配送范围广有望提升市场份额。在技术、市场和政策的驱动下, “互联网+”、信息化成为医药流通行业的确定发展趋势; 同时, 提升综合服务能力是药品流通企业突破纯销业务天花板的必然途径, 高效运营是医药流通企业的核心竞争力。

● 过往积累优势赋能公司平台化、数字化、互联网化转型, 提升整体运营效率

公司2016-2020年归母净利润CAGR35.85%, 盈利能力、营运能力稳步提升, 现金流状况逐年好转。与此同时, 公司过往优势赋能战略转型: 全渠道布局终端覆盖范围广、全品类采购满足客户多需求, 拥有全国最大医药线上B2B自营电商平台; 强大的物流网络和高效的拆零技术保障公司高水平的供应链服务能力; 3大中台、财务共享平台、ERP系统实现内部高效运作, 助力业务灵活快速开展。

● 新生代管理层拥有丰富管理与实战经验, 助力打造九州通大健康平台

新一届董事会成员拥有丰富的业务经验和管理经验, 承接公司管理与文化体系但更具创造力; 未来公司重点发展: 院外市场分销端, 大力推进总代总销业务, 向“配送+推广”综合服务商转型, 提升盈利能力; 零售端, 拓展“万店联盟”计划, 促进数字零售业务发展, 提升终端市场占有率; 工业端, 以全产业链为基础, 做强中药“九信”品牌, 打造中药全产业链互联网平台; 医疗健康及技术服务端, 打造汇集C端消费者的社交、交易、医疗健康服务的大健康服务平台。

● 风险提示: 未来融资成本上行, 企业财务费用上升, 导致净利率下降。
财务摘要和估值指标

指标	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	99,497	110,860	127,435	146,718	169,255
YOY(%)	14.2	11.4	15.0	15.1	15.4
归母净利润(百万元)	1,727	3,075	3,144	3,677	4,323
YOY(%)	28.8	78.1	2.2	17.0	17.5
毛利率(%)	8.7	9.0	9.3	9.6	9.9
净利率(%)	1.7	2.8	2.5	2.5	2.6
ROE(%)	8.1	13.2	11.7	12.1	12.4
EPS(摊薄/元)	0.92	1.64	1.68	1.96	2.31
P/E(倍)	16.6	9.3	9.1	7.8	6.6
P/B(倍)	1.7	1.5	1.3	1.1	1.0

数据来源: 贝格数据、开源证券研究所

目 录

1、 国内医药流通行业：院外市场发展空间大，“互联网+”、数字化、提升综合服务能力重要性凸显	4
1.1、 政策推进院外市场持续扩容，流通龙头凭借更强竞争力有望提升市场份额	4
1.2、 “互联网+”成为医药流通行业的确定发展趋势	4
1.3、 提升综合服务能力是医药流通企业拓展终端纯销业务的必然途径	6
1.4、 信息化和数字化建设的重要性已被肯定	7
2、 九州通：医药流通行业的领跑者、革新者	8
2.1、 发展历史：创业基因深种，两次创业成就医药流通龙头，迈向“平台化、数字化、互联网化”转型之路	8
2.2、 “456”业务战略规划清晰，业务结构分层明确	9
2.3、 新生代管理层具有丰富实战经验，员工持股激励充分	10
2.4、 业务结构战略优化，打造独特“九州通模式”	12
2.4.1、 通过 5 大业务板块实现全品类采购、全渠道覆盖、全场景服务	12
2.4.2、 收入长期增长势头稳健	13
2.5、 核心财务数据：盈利能力持续提升，市场规模有望扩大	13
3、 公司过往优势赋能其数字化、互联网化、平台化转型	15
3.1、 全渠道布局终端覆盖范围广、全品类采购满足客户多需求	15
3.2、 强大的物流网络和高效的拆零技术保障公司高水平的供应链服务能力	17
3.3、 3 大中台、财务共享平台、ERP 系统实现内部高效运作，助力业务灵活快速开展	18
4、 公司转型大力发展总代总销、零售、中药、大健康服务业务，全面提升盈利能力	20
4.1、 加强产品引进与营销，全力推进总代总销业务	20
4.2、 大力推进“万店联盟”计划，促进数字零售业务发展	22
4.3、 以全产业链为基础，做强中药“九信”品牌	23
4.4、 打造汇集个人消费者的社交、交易、医疗健康服务的大健康服务平台	24
5、 盈利预测与投资建议	25
5.1、 详细模型拆分	25
5.2、 盈利预测与投资建议	26
6、 风险提示	27
附：财务预测摘要	28

图表目录

图 1： 医药批发业务条线的医药企业对信息化的需求最强烈	8
图 2： 半成被访企业已实现与上下游企业的部分数据共享	8
图 3： 九州通不断向数字化时代迈进的 20 年	9
图 4： 创业基因深种，两次创业成就医药流通龙头，迈向“平台化、数字化、互联网化”转型之路	9
图 5： 战略规划清晰，业务结构分层明确	10
图 6： 公司股权集中且稳定	11
图 7： 各业务板块发展势头良好，三方物流业务增幅显著（单位：亿元）	12
图 8： 以分销业务为核心，大力发展总代总销等其他业务（2019-2020 年收入占比情况）	12
图 9： 九州通长期营业收入增长势头稳健（亿元）	13
图 10： 九州通扣非净利润 CAGR 高达 22.61%（亿元）	13
图 11： 公司扣非净利润稳定增长	14
图 12： 公司毛利率、净利率稳步增长	14
图 13： 公司的财务费用率有下降态势，研发投入逐步提升	14

图 14: 公司的应收账款天数低于同行	15
图 15: 公司的存货运营效率持续改善	15
图 16: 公司期末现金及现金等价物余额逐步增加 (亿元)	15
图 17: 公司经营性现金流净额稳步提升 (亿元)	15
图 18: 2020 年公司院外市场收入超 800 亿元	16
图 19: 公司终端覆盖范围广	16
图 20: 公司的 5 大业务布局助力实现全品类采购、全渠道覆盖、全场景服务	16
图 21: 九州通持续丰富其经营品规 (个)	17
图 22: 公司拥有覆盖全国的物流网络	17
图 23: 3 大中台相互融合, 满足前端和后端需求	19
图 24: 财务共享平台实现标准统一、业务共享、效率提升、及时报告	19
图 25: 自主研发的 ERP 系统打通企业内外部资源	20
图 26: 总代总销及自产业务毛利率高于整体水平, 且仍处于上升态势	20
图 27: 药品总代总销、器械自有品牌业务毛利率较高	21
图 28: 药品总代总销、器械自有品牌业务占比提升	21
图 29: 医疗器械板块销售规模快速增长 (亿元), 2017-2020 年 CARG 达 45.15%	22
图 30: “万店联盟”项目带动零售业务毛利率增长	22
图 31: “万店联盟”全方位赋能联盟/加盟门店	23
图 32: 以全产业链为基础, 以中药工业为核心的中药业务布局	23
图 33: 大健康平台将医生、患者、医疗机构、药店、工业企业、保险机构汇集一体	25
表 1: 随着药占比下降, 未来院外市场的发展空间大 (单位: 亿元)	4
表 2: 国家陆续发文肯定并鼓励互联网医疗的发展	5
表 3: 国内 4 大全国性流通企业积极布局互联网业务	6
表 4: 美国 3 大流通企业加强上下游布局、提升综合服务能力	6
表 5: 国内 4 大全国性流通企业积极提升综合服务能力	7
表 6: 公司多次实施股权激励调动管理层及员工积极性	11
表 7: 公司拥有齐全、多样的物流装备和设施	18
表 8: 公司的药品总代理业务销售额过 3 亿元的品种有 4 个	21
表 9: 各类系统软件为上下游客户提供互联网智能化工具赋能服务	24
表 10: 九州通利润模型拆分及预测	26
表 11: 与同类医药流通公司相比, 九州通具备估值性价比	26
表 12: 九州通盈利预测	27

1、国内医药流通行业：院外市场发展空间大，“互联网+”、数字化、提升综合服务能力重要性凸显

1.1、政策推进院外市场持续扩容，流通龙头凭借更强竞争力有望提升市场份额

政策层面持续深化医疗改革，促进药品流入院外市场。 国家为规范处方管理、提高处方质量、促进合理用药、保障医疗安全，在 2007 年 2 月卫生部会议通过《处方管理办法》，5 月正式实施后，相关促进处方流转的政策不断出台：2016 年国务院常务会议决定实施“两票制”，2017 年 10 月全国各省均出台了相关方案、征求意见稿或明确的实施计划；为扭转“以药养医”的医院经营状况，2017 年 10 月正式实施药品零加成；2019 年 12 月，国家医保局发布《关于做好当前药品价格管理工作的意见》，明确深化药品集中带量采购制度改革，坚持“带量采购、量价挂钩、招采合一”的方向，促使药品价格回归合理水平的同时，也促进了药品流入院外市场。

药品生产企业加大开发院外市场，院外市场增长空间大。 医改政策在流通端有效减少了流通环节及层层加价的情况，在降低药占比、带量采购的综合作用下，院内药品价格下降幅度大，医院药房逐步从“利润中心”转变为“成本中心”，促使药品生产企业拓展院外渠道。根据《2020 年卫生健康统计年鉴》，2019 年公立医院医疗总收入为 27699 亿元，药占比 32%。假设未来公立医院医疗总收入每年增长 10%，药占比每年下降 1%，我们预计 2023 年院外市场规模有望达到 1726 亿元。未来院外市场的发展空间大。

表1：随着药占比下降，未来院外市场的发展空间大（单位：亿元）

	2015	2016	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E	2023E
公立医院医疗总收入	18460	20571	22449	24593	27699	30469	33516	36868	40555
yoy		11%	9%	10%	13%	10%	10%	10%	10%
假设未来药占比不变	41%	39%	35%	33%	32%	32%	32%	32%	32%
公立医院药品总收入	5970	6506	6680	6935	7793	9828	10811	11892	13081
假设药占比逐年下降						31%	30%	29%	28%
公立医院药品总收入						9445	10055	10692	11355
对应处方外流金额						382	756	1200	1726

数据来源：《2020 年卫生健康统计年鉴》、开源证券研究所

医改政策使得医药流通行业的集中度提升，流通龙头企业凭借广泛的物流网络布局和高水平的运营能力有望赢得更大市场份额。“两票制”导致流通行业链条缩短，加之 GSP 制度的实施，流通环节的利润空间被进一步压缩，市场对医药流通批发商要求更高：仓网布局广、渠道覆盖全、配送范围广的大型医药流通企业可帮助上游药企将产品销售至全国各个区域，且还有可能获得某个品种的独家配送权；拥有更自动化、智能化物流设备和技术的企业能够通过提高订单处理能力、减少货物分拣差错、缩短库存及配送时间，保证物流环节的高效运作。

1.2、“互联网+”成为医药流通行业的确定发展趋势

在市场和政策的驱动下，“互联网+”优势进一步凸显。随着互联网的渗透，人

们的消费习惯逐渐改变，互联网电商在消费者画像数据、环境数据、行为数据等方面积累了丰富资源，但是目前互联网电商在医药仓储方面的能力有限，例如京东健康在全国范围内拥有 14 个药品专用仓库，而全国性医药流通企业九州通拥有 137 个中心仓，因此拥有更强的仓储能力和配送能力。由此，医药流通企业可弥补互联网电商的不足之处。在新冠疫情期间，互联网医疗可有效减少人群聚集，缓解线下实体医疗机构接诊能力不足、偏远地区医疗资源匮乏的问题。2020 年国家发改委、卫健委、医保局等多部门相继发文肯定并鼓励发挥互联网医疗的作用，有条件地将线上医疗服务纳入医保，推动医药流通行业与互联网走向深度融合。

表2: 国家陆续发文肯定并鼓励互联网医疗的发展

时间	部门	文件名称	主要内容
2020.2	国家卫健委	《关于在疫情防控中做好互联网诊疗咨询服务工作的通知》	要充分发挥互联网医疗服务优势，大力开展互联网诊疗服务，特别是对发热患者的互联网诊疗咨询服务
2020.3	国家医保局、国家卫健委	《关于推进新冠肺炎疫情防控期间开展“互联网+”医保服务的指导意见》	对符合要求的互联网医疗机构为参保人提供的常见病、慢性病线上复诊服务，各地可依规纳入医保基金支付范围
2020.7	国家发改委等 13 部门	《关于支持新业态新模式健康发展激活消费市场带动扩大就业的意见》	在保证医疗安全和质量前提下，进一步放宽互联网诊疗范围，将符合条件的互联网医疗服务纳入医保报销范围 支持第三方平台在就医、健康管理、养老养生等领域协同发展 进一步加强智慧医院建设，探索检查结果、线上处方信息互认制度
2021.3	国家发改委等 28 部门	《加快培育新型消费实施方案》	出台电子处方流转指导性文件，探索医疗机构处方信息与药品零售消费信息互联互通，促进药品网络销售规范发展 将符合条件的“互联网+医疗”服务机构按规定纳入基本医疗保障定点
2021.3	党中央、国务院	《中华人民共和国国民经济和社会发展第十四个五年规划和 2035 年远景目标纲要》	将符合条件的互联网医疗服务纳入医保支付范围，落实异地就医结算。扎实推进医保标准化、信息化建设，提升经办服务水平
2021.4	国务院	《关于服务“六稳”“六保”进一步做好“放管服”改革有关工作的意见》	在确保电子处方来源真实可靠的前提下，允许网络销售除国家实行特殊管理的药品以外的处方药

资料来源：公司公告、开源证券研究所

“互联网+”与医药流通相结合的新业态发展模式，重塑行业生态格局，打破单一的流通渠道。医药流通企业借助互联网，开拓了多种电商运营模式，从而连接上下游客户。在 O2O 模式下，客户可在线上支付、线下取药；B2C 模式下，企业可直接对接顾客，通过互联网电商平台向患者售药；FBBC 模式将药企、流通企业、顾客的全部交易纳入线上平台，帮助上游厂商检测药品库存和销售情况，同时助力下游药店做好客户管理，增加客户粘性。¹此外，在互联网医疗的不断推进下，产生了线上与线下相结合的医药流通平台，实现了电商和线下药店的联通，优化供应链。部分医药流通企业，如九州通，正在打造医药服务闭环模式，在为患者提供药品的同时，也能为患者进行在线诊疗、健康管理、用药提醒等服务。

¹ 《2020 年中国药品流通行业发展报告》

在“互联网+”的发展趋势下，国内 4 大全国性流通企业积极布局互联网业务。其中，九州通的电商业务发展迅速，电商业务收入从 2013 年的 2 亿元左右增至 2020 年的 127 亿元，CAGR 高达 81%；其 FBBC 电商平台为药店、民营门诊提供一站式采购服务，经营 1 万多家供应商的 20 多万个品规，动销品规超过 1.3 万个，截至 2020 年底平台注册用户超过 20 万户，活跃用户 19.1 万户，2020 年 FBBC 电商平台收入 93.54 亿元，占总电商收入的 73.65%。

表3：国内 4 大全国性流通企业积极布局互联网业务

公司	互联网业务情况
国药股份	2020 年创新业务（包括 B2C、第三方 O2O、自营 O2O、商保）实现营收 11.42 亿元，同比增长 96%。第三方平台上线门店达 6000 多家，2020 年第三方 O2O 业务平均每天 4 万单。国大药房下属 22 家子公司已上线自营商城，会员数量近 383 万
华润医药	在多个省份落地实施互联网医院+处方流转平台；与微医集团建立互联网医药联合体；2020 年线上 C 端交易额同比增长近 35 倍。B2B 在线平台业务已覆盖 24 个省份，2020 年实现交易额 250 亿元，同比增长 12%
上海医药	公司下属上药科园在多家医院开展互联网医院送药到家项目、零接触智能药柜项目
九州通	公司电商业务已成为目前国内医药行业最大的线上 B2B 自营电商平台，2020 年实现电商渠道销售收入 127 亿元，2013-2020CAGR 高达 80.94%

资料来源：各公司公告、开源证券研究所

1.3、提升综合服务能力是医药流通企业拓展终端纯销业务的必然途径

多方因素表明提升综合服务能力是医药流通企业发展的必然途径。（1）医药流通企业的盈利模式是通过从上游供应商采购药品、器械等，再批发给下游客户，从而通过赚取经销差价获取利润，该业务模式毛利率较低。（2）随着带量采购、两票制、零加成、药占比等政策出台，医药流通企业利润空间被进一步压缩，拓展高毛利业务能够助力提升其盈利能力。（3）美国医药流通行业三大巨头在发展早期均通过横向并购扩大自身规模，但在行业进入微利时代之后，龙头企业开始开展多元业务，通过提升综合服务能力持续保持核心竞争力。由此，在医药流通盈利模式和国内政策导向的驱动，以及美国流通龙头发展的借鉴下，国内的医药流通企业皆注重提升自身综合服务能力，从而增强竞争优势、提高市场占有率，实现从传统单一的配送商向医药流通综合服务商转型。

表4：美国 3 大流通企业加强上下游布局、提升综合服务能力

公司	综合服务能力的体现
MCK	提供全方位的医疗信息服务。包括医药分销、医疗用品批发、药房服务与技术、专业实践解决方案（针对肿瘤、风湿病、肠胃病等疾病的特殊护理需要）、生物制药解决方案（支持药物的临床开发到商业化的全过程）。
ABC	聚焦上下游服务产业链。为制造商提供临床开发到市场的解决方案；为下游客户（药房、医院和卫生系统）提供解决方案；为兽医、牲畜、农产品生产商和零售商提供解决方案；医药分销。
CAH	延伸至药械生产、配套服务领域。为门诊手术中心、家庭护理、医院和卫生系统、医院药房、供应商、药房等提供有效的定制化解决方案。

资料来源：各公司官网、开源证券研究所

国内的医药流通企业积极提升综合服务能力，增强自身竞争优势。（1）扩大物流配送布局，投入智能化技术：国药控股、九州通、广州医药、重庆医药等纷纷加

快一体化运营的多仓网络布局，并在物流仓库中投入自动化、智能化的设备和技术。

(2) 延伸服务链，建立闭环生态模式：华润医药的润药商场与微众银行合作推出金融功能，为下游采购商提供信用贷款服务，降低业务资金风险。上海医药参股“互联网+医+药+险”闭环生态模式的领头羊镁信健康；(3) 加强专业药师培养，提供医药咨询、慢病管理等服务：国药股份专注提升慢病专业化服务能力，为更好地服务有需要的顾客、提升客户粘性，截至 2020 年底已拥有糖尿病专员 2149 名，高血压专员 2117 名。

表5：国内 4 大全国性流通企业积极提升综合服务能力

公司	综合服务能力的体现
国药股份	强化慢病专业人才培养，提升慢病专业化服务能力，持续打造专业药事服务体系，截至 2020 年底房拥有慢病专业人才糖尿病专员 2149 名，高血压专员 2117 名
华润医药	上线“润小医”互联网专病专科平台项目
上海医药	以上药云健康为平台，持续强化以专业药房为基础的创新药全生命周期服务、以电子处方+云药房为基础的普慢药“互联网+”服务，目前已对接 232 家医院；参股“互联网+医+药+险”闭环生态模式的领头羊镁信健康
九州通	针对上下游客户，推出智药通、智药云、医卫助手等 APP；通过推进“万店联盟”、BC 仓一体化、中心仓 O2O 模式，深入 C 端市场；打造大健康服务平台，构建“互联网+医疗健康”综合服务

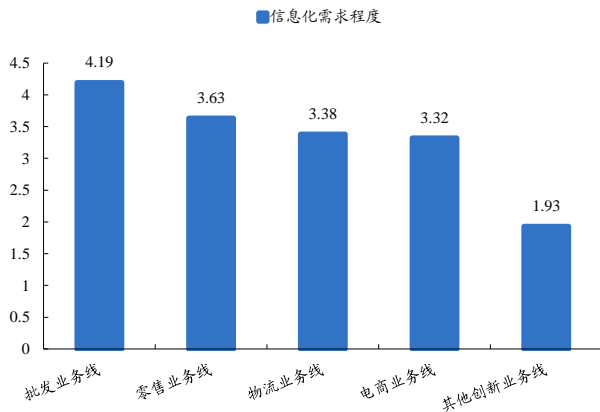
资料来源：各公司公告、开源证券研究所

1.4、信息化和数字化建设的重要性已被肯定

积极布局信息化和数字化建设。《2020 年中国药品流通行业发展报告》数据显示，近 80% 的医药企业由较明确的信息化战略，也将信息化战略和企业发展战略紧密结合，希望借此可提高企业竞争力；从信息化的投入程度来看，2019 年的资金投入 200 万以上的企业较 2018 年增加了 2%，说明大中型企业的信息化投入有所提高；在医药行业的各业务条线中，批发业务条线的医药企业对信息化的需求强烈程度最高。调查还显示未来 3 年医药企业主要希望在大数据和云计算、智慧化供应链、数字化转型、集团化业务整合、业务中台方面进行重点投入。在数字化的建设方面，数字化技术在帮助企业提升客户服务水平、优化传统 ERP 系统、支撑创新业务的开展、实现业务场景、提高开发效率方面起着重要作用。此外，90% 的医药企业已经意识到行业正面临数字化转型，80% 的企业认为数字化转型对自身发展是必需的；在实际的落地层面，有 65% 的被访企业表示已经开展或正在开展数字化。²

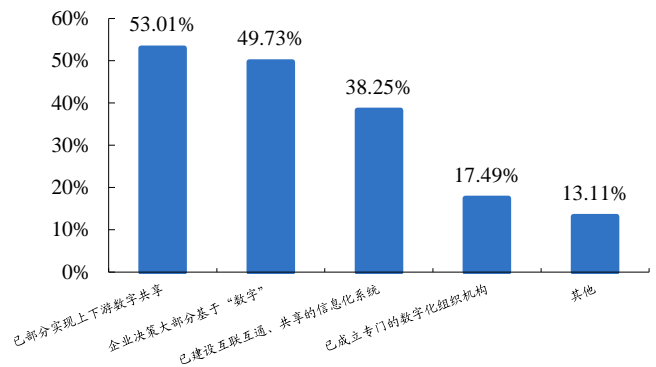
² 《2020 年中国药品流通行业发展报告》

图1: 医药批发业务条线的医药企业对信息化的需求最强烈



数据来源:《2020年中国药品流通行业发展报告》、开源证券研究所

图2: 八成被访企业已实现与上下游企业的部分数据共享



数据来源:《2020年中国药品流通行业发展报告》、开源证券研究所

2、九州通：医药流通行业的领跑者、革新者

2.1、发展历史：创业基因深种，两次创业成就医药流通龙头，迈向“平台化、数字化、互联网化”转型之路

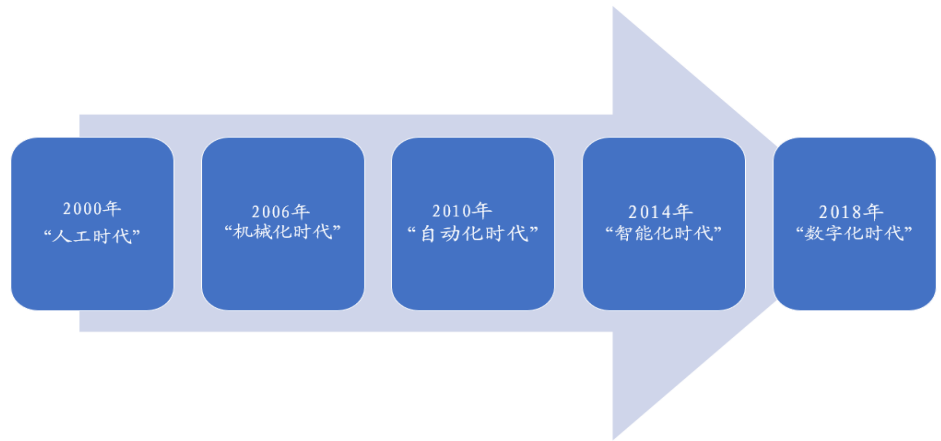
九州通成立于1999年3月，总部位于湖北省武汉市，是一家科技驱动型的全链医药供应链服务型企业，公司立足于医药流通、物流服务及医疗健康等大健康行业，连续多年位列中国医药商业企业前列，领跑中国民营医药商业企业。

“第一次创业”（1999-2010年）：形成全国营销网络，“快批快消快配”的九州通模式应运而生。公司成立于1999年，开启“第一次创业”，随着医药网的正式开通，孕育出“快批快销快配”的九州通模式。2003年，公司开启了集团化的管控模式，成立九州通大药房连锁有限公司，开始布局全国终端药店。10余年间，公司营销网络覆盖中国80%以上的行政区域。公司于2010年11月2日在上海证券交易所挂牌上市。

“第二次创业”（2011-2019年）：业务延伸布局，开启智能化发展时代。2011年“第二次创业”拉开帷幕，公司开启了在医药B2C领域的战略发展新模式，开始布局中医药全产业链，并成立九州通医院事业部开展医院营销。2015年公司上线中药材电子商务综合服务平台——“珍药材”54315.com，标志着中药材行业垂直B2B电商正式走上互联网化的道路。2016年好药师APP上线，使得公司成功跻身医药O2O行业第一阵营。2017年公司自主研发的九州云仓智能物流平台上线，为实现业务、客户、资源的互联互通奠定了坚实基础。

转型新纪元（2020年-未来）：战略转型升级，迈向“平台化、数字化、互联网化”道路：2020年起，公司开始致力于整合集团内资源并进行战略转型升级。“平台化”转型做大器械规模，做强中药品牌，创新总代总销模式；“数字化”构建全集团3大中台，推进全景数字物流供应链；“互联网化”打造大健康服务平台，公司顺应时代，在以上3大方向实现突破和转型，谋求未来发展。

图3: 九州通不断向数字化时代迈进的 20 年



资料来源: 公司公告、开源证券研究所

图4: 创业基因深种, 两次创业成就医药流通龙头, 迈向“平台化、数字化、互联网化”转型之路



资料来源: 公司官网、Wind、开源证券研究所

2.2、“456”业务战略规划清晰, 业务结构分层明确

4大核心业务稳健发展: 包括以城市医院与基层医疗为首的医疗业务, 以产品引进与推广为主要方向的总代总销业务, 以单体药店和诊所为主的终端业务, 以及以商业批发和连锁组成的分销业务。公司将重点扶持、推进4大核心业务稳健发展。

5个战略业务做大做强: 公司将积极探索、做大做强器械业务、中药业务、998集团大健康平台业务, 生物制品业务、三方物流业务等5大战略业务。

6个其它业务创新发展：公司将创新发展、做优原料药、消费品、医疗信息、基金投资、医养融合、医药工业等6大其他业务。

图5：战略规划清晰，业务结构分层明确



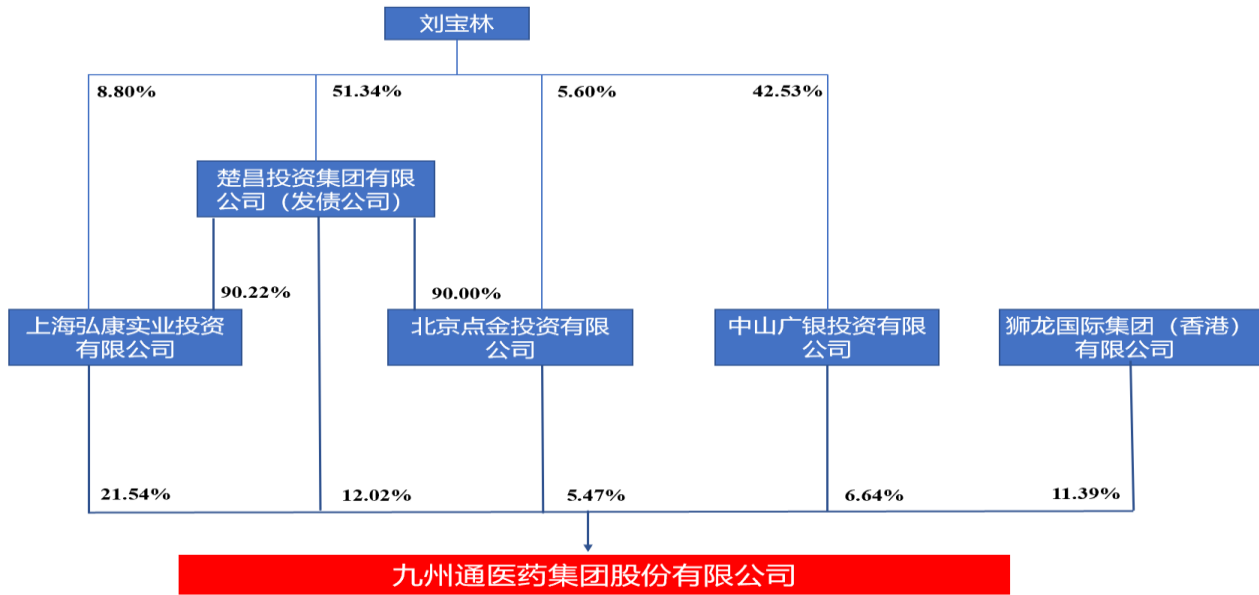
资料来源：公司官网

2.3、新生代管理层具有丰富实战经验，员工持股激励充分

创始人为公司发展打下坚实基础。公司创始人为刘宝林和刘树林先生，2人从承包镇供销社医药商店起步，在1999年底国家允许民营经济通过改制和重组形式进入医药领域后，在武汉组建起如今的“九州通医药集团股份有限公司”。创始人采取的市场营销策略是从竞争较弱的低端农村市场逐步进入城市市场，创造了独具特色的“九州通模式”。刘宝林先生注重科技应用，在早期便引入IT信息软件帮助员工减少工作量、提高工作效率，后来自主研发物流技术、建设现代化物流中心，用科技引领公司发展。

年轻化、专业化、职业化的新生代职业经理人走上前台。2020年11月，公司公布新一届董事会成员，创始人退居二线，刘长云、刘登攀、刘义常先生作为新一届董事会候选人进入公司董事会。刘长云是法学博士，在2017年加入公司并担任法务总监之前，分别在三一重工股份有限公司和湖北新利恒工程设备有限公司从事法务、风控工作。刘登攀为刘宝林之子，2000年进入公司从基层做起，通过多岗位历练积累了丰富的业务和管理经验，目前负责总代总销业务。刘义常在公司就职近23年，期间担任河南和湖北子公司的总经理，并大幅度提升区域业绩，经营思路清晰稳健。

股权集中且稳定，员工持股激励充分。截至2020年底，公司的实际控制人刘宝林先生合计持有公司总计45.67%的股份，上海弘康、楚昌集团、中山广银、北京点金、刘宝林及刘树林构成关联关系，为一致行动人。公司股权相对集中且结构稳定，是公司长期稳定发展的重要力量。

图6: 公司股权集中且稳定


资料来源: 公司公告、Wind、开源证券研究所

公司适时实施股权激励, 调动管理层及员工积极性。公司分别于 2014 年、2017 年实施了定向授予限制性股票激励计划, 且在考核年度皆满足解锁条件及股权激励考核目标, 股权激励效果较好。公司于 2020 年起实施员工持股计划, 该计划包括首期员工持股计划和中长期员工持股计划 (2021-2022) 2 部分, 2020 年 7 月, 公司首期员工持股计划实施, 通过首期员工持股计划账户以 11.06 元/股的价格向 2311 人授予 1513.43 万股, 此外, 中长期员工持股计划 (2021-2022) 将在公司 2020 年至 2021 年年度审计报告出具后, 于 2021 年至 2022 年内滚动设立 2 期分别实施。公司坚持股权激励有利于公司进一步完善公司治理结构, 健全公司长效激励机制, 充分调动公司管理者和员工的积极性, 促进公司长期、持续、健康发展。

表6: 公司多次实施股权激励调动管理层及员工积极性

股权激励	授予/过户日期	授予股票数量 (万股)	授予人数	授予价格 (元/股)	解锁情况	业绩兑现情况
2014 年股权激励	首次授予	3345.82	1604	8.15	2015、2016、2017 年 7 月分别实施股票第一期、第二期、第三期解锁	2014-2016 年公司净利润、扣非净利润皆高于最近 3 个会计年度平均水平, 满足解锁条件; 2014-2016 年公司扣非净利润同比增长皆高于股权激励设定的 15% 考核目标
	预留股票授予	393.46	379	15.68		
2017 年股权激励	首次授予	4862.67	2628	9.98	2018 年 5 月、2019 年 5 月、2020 年 5 月分别实施第一期、第二期、第三期解锁	2017-2019 年扣非净利润同比增长率皆高于解锁条件
	预留股票授予					
2020 年员工持股计划 (2020)	首期员工持股计划	1,513.43	2311	11.06	员工持股平台: 首期员工持股计划账户	

股权激励	授予/过户日期	授予股票数量 (万股)	授予人数	授予价格 (元/股)	解锁情况	业绩兑现情况
中长期员工持股计划 (2021-2022)						

资料来源：公司公告、开源证券研究所

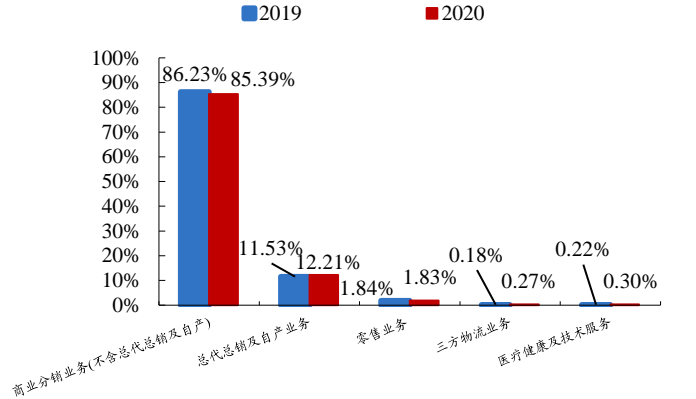
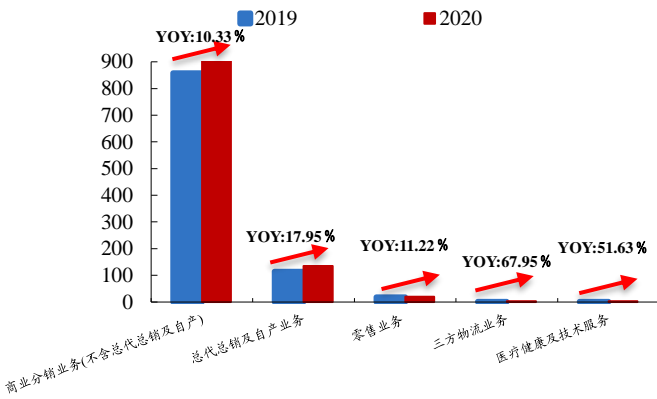
2.4、业务结构战略优化，打造独特“九州通模式”

2.4.1、通过5大业务板块实现全品类采购、全渠道覆盖、全场景服务

公司所处行业为医药流通行业，主营业务为数字化分销与供应链服务、总代总销及自产业务、数字零售、数字物流供应链解决方案与服务、医疗健康与技术增值服务5大业务板块。

图7：各业务板块发展势头良好，三方物流业务增幅显著 (单位：亿元)

图8：以分销业务为核心，大力发展总代总销等其他业务 (2019-2020年收入占比情况)



数据来源：公司公告、开源证券研究所

数据来源：公司公告、开源证券研究所

数字化分销与供应链服务：公司通过与上游供应商及下游客户信息系统的连接，为公司上游供应商提供全渠道数字化分销服务，以及为下游客户提供高效的全品类“一站式”数字化供应链服务解决方案。截至2020年12月31日，公司主要经营的药品、医疗器械等品种品规44.39万个。

总代总销及自产业务：分销业务的不断拓展为公司积累了丰富的运营经验，从而为承接总代总销业务奠定基础，同时随着药品销售渠道向院外转移，也为公司承接总代总销业务提供了机会。截至2020年，公司总代总销药品品规达1239个。此外，公司在现已形成的品种、品牌、渠道与营销优势基础上，发展公司的工业产品与贴牌业务，截至2020年底，拥有370个贴牌药品品规，拥有“美体康”和“九州通用”2大器械自有品牌。

数字零售：公司利用供应链优势，并通过批零一体化模式及线上线下相结合，赋能公司零售业务，拓展公司数字零售，截至2020年底，公司拥有好药师零售药店共1168家，其中直营店224家，加盟店934家，医院药房10家。一方面，公司大力拓展“万店联盟”计划，截至2020年底拥有签约门店1123家；另一方面，公司发展智慧药房业务，完成药品配送的“仓配模式”、“网订店取”与“网订店送”的新零售模式。

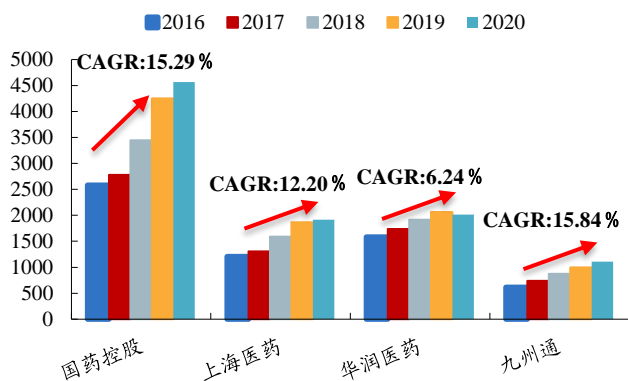
数字物流供应链解决方案与服务：目前公司的物流业务除了满足内部物流运营需要，也已全面对外开放，为医药大健康行业提供专业的三方、四方物流供应链解决方案与服务。公司旗下的九州云仓公司可提供物流规划设计、咨询、物流信息系统研发及集成服务，九州云智公司可提供物流智能装备研发与信息系统集成。

医疗健康与技术增值服务：2020年公司完成了大健康平台规划及阶段性建设目标，未来将会推出涵盖在线咨询问诊、预约挂号、二次诊疗、体检报告解读、慢病管理、药品供应、私人医生等线上医疗健康服务，构建“互联网+医疗健康”服务平台，该平台业务规划架构主要包括数字零售、医疗健康服务和行业赋能。

2.4.2、收入长期增长势头稳健

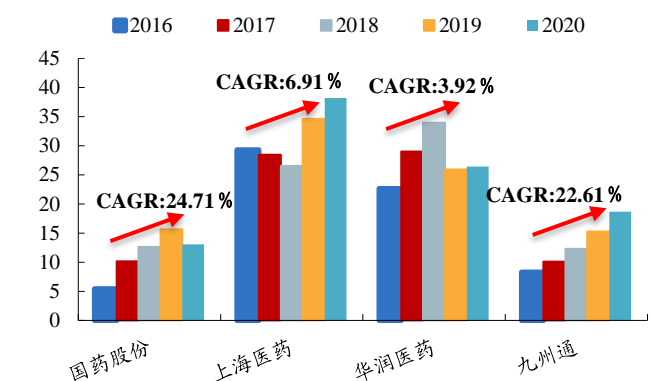
增长势头稳健，疫情之下逆势领跑。自2016年以来九州通增长势头稳健，营业收入从615.6亿元增长至2020年的1108.6亿元，CAGR达15.84%。2020年九州通的归母净利润为30.8亿元，2016-2020年CAGR高达36.85%。在2020年疫情影响之下，公司的营业收入增速依然实现同比增长11.42%。

图9：九州通长期营业收入增长势头稳健（亿元）



数据来源：公司公告、Wind、开源证券研究所

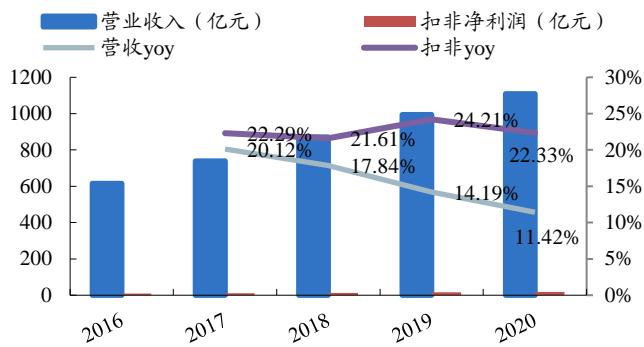
图10：九州通扣非净利润 CAGR 高达 22.61%（亿元）



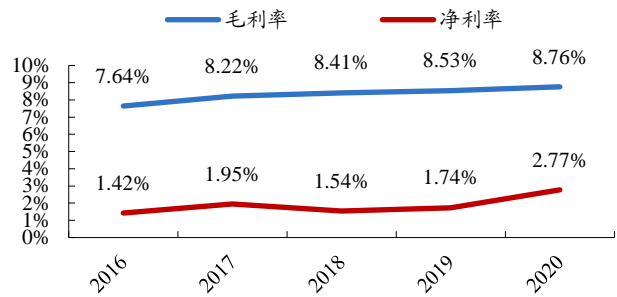
数据来源：公司公告、Wind、开源证券研究所

2.5、核心财务数据：盈利能力持续提升，市场规模有望扩大

整体增长稳健，盈利能力稳步提升。公司收入利润皆增长稳健，毛利率和净利率也呈现稳步上升趋势，盈利能力持续提升。2020年公司毛利率为8.76%，较2016年增加1.12pct。2020年公司的净利率为2.77%，较2019年增幅明显，主要受益于财务费用率的有效下降（贷款、债券利率下降），且数字化转型下零售业务及三方物流业务的盈利能力大幅提升，零售业务的毛利率由17.36%提升至26.17%，2020年三方物流业务的毛利率同比增加3.87pct至20.51%。

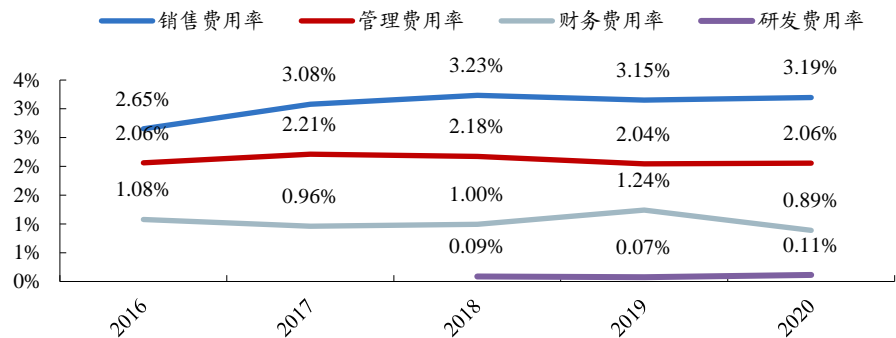
图11: 公司扣非净利润稳定增长


数据来源: 公司公告、Wind、开源证券研究所

图12: 公司毛利率、净利率稳步增长


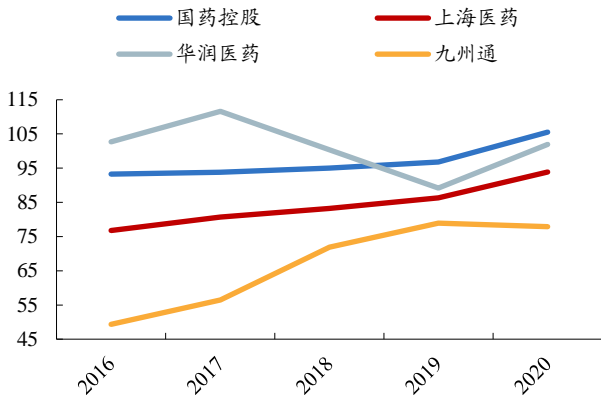
数据来源: 公司公告、Wind、开源证券研究所

4 大期间费用率整体较为稳定，研发投入逐步增加，2020 年财务费用率下降明显。公司管理费用率稳定在 2%，销售费用率略微上升，主要由于销售规模扩大、人工成本增加导致。研发费用率从 2019 年 0.07% 上升至 2020 年 0.11%，表明公司为实施数字化、信息化转型，对信息技术和物流技术的投入加大。在财务费用率方面，2020 年下降至近 5 年最低点 0.89%，主要原因有：疫情期间整体贷款利率下降、公司 2020 年发行的疫情防控债利率为 2.88%-3.00%，明显低于前期发行的同期限债券利率 5.15%-5.80%。

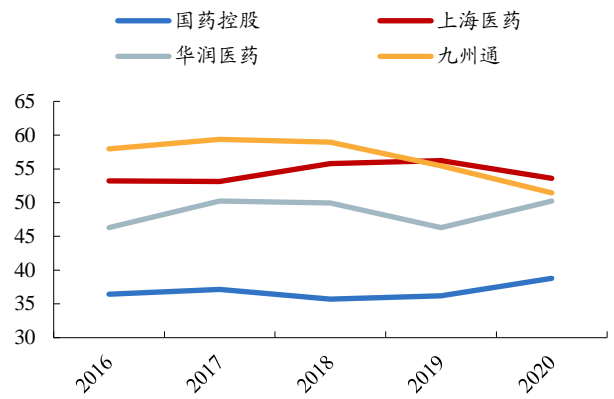
图13: 公司的财务费用率有下降态势，研发投入逐步提升


数据来源: 公司公告、Wind、开源证券研究所

整体经营效率持续改善，重点发展院外市场使得应收周期短于同行。公司的应收账款周转天数低于同行，不到 80 天，主要原因是公司业务集中于院外市场，院内市场医疗机构客户议价能力强，导致应收账款账期较长。2020 年应收账款回收期拐折向下，表明公司严格控制医院回款和加大清收力度的效果明显。公司的存货运营效率处于提升态势，存货周转天数从 2016 年的 58 天下降至 2020 年的 51 天，一方面表明公司的数字化、信息化管理系统有利于提升整体运营效率，另一方面表明公司加大销售力度，销售情况良好。

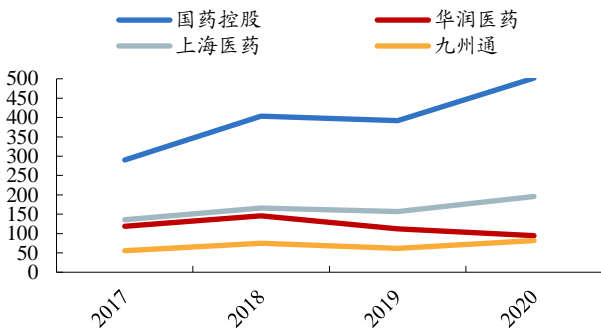
图14: 公司的应收账款天数低于同行


数据来源: 公司公告、Wind、开源证券研究所

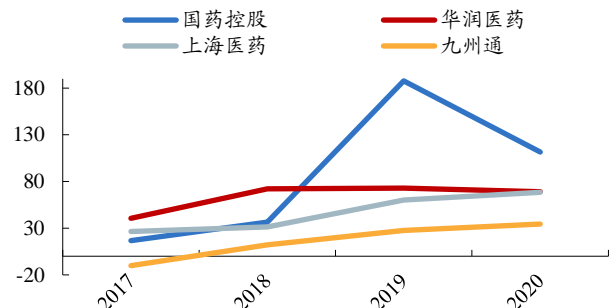
图15: 公司的存货运营效率持续改善


数据来源: 公司公告、Wind、开源证券研究所

经营活动获取现金能力逐步增强, 有利于支撑未来业务发展。公司现金和经营性现金流净额皆呈现增长态势, 现金及现金等价物期末余额从2017年55.60亿元稳步增至2020年81.82亿元。公司经营现金流净额增长明显, 主要得益于公司业务聚焦院外市场以及应收账款回款能力加强。现金获取能力的逐步增强, 可有效减少公司的垫资压力, 为上游采购环节提供有力的资金保障, 进而有利于未来业务规模的扩大。

图16: 公司期末现金及现金等价物余额逐步增加(亿元)


数据来源: 公司公告、Wind、开源证券研究所

图17: 公司经营性现金流净额稳步提升(亿元)


数据来源: 公司公告、Wind、开源证券研究所

3、公司过往优势赋能其数字化、互联网化、平台化转型

3.1、全渠道布局终端覆盖范围广、全品类采购满足客户多需求

全渠道业务终端覆盖范围广。公司以院外市场为主, 2020年院外市场收入超800亿元, 收入占比75%, 拥有5大渠道: (1) 第一终端为公立医院, 城市公立医院有效客户达7480家, 覆盖率约60%, 县级公立医院3428家, 覆盖率约30%。(2) 第二终端为实体药店, 拥有有效连锁药店客户5337家, 其中在百强零售连锁和区域500强连锁企业的覆盖率为100%, 单体药店客户有17万家。(3) 第三终端为基层及民营医疗机构, 截至2020年底, 拥有基层医疗机构有效客户16万家, 覆盖率约16%, 民营医院有效客户数达9175家, 覆盖率约40%。(4) 第四终端为电商渠道, 其B2B电商渠道已成为目前国内医药行业最大的线上B2B自营电商平台。其中, FBBC电

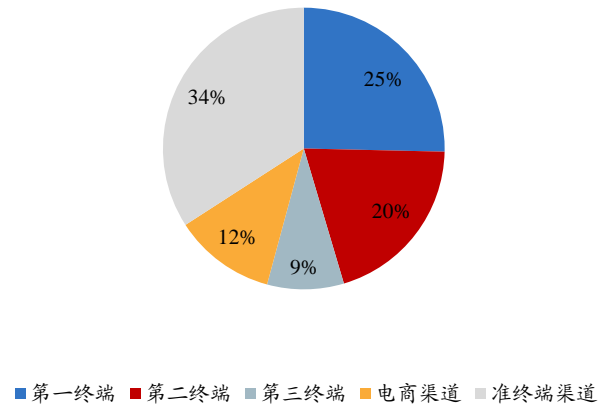
商平台为药店、民营门诊提供一站式采购服务，平台经营 1 万多家供应商的 20 多万个品规，动销品规超过 1.3 万个；截至 2020 年底，平台注册用户超过 20 万户，活跃用户 19.1 万户。（5）准终端渠道，即下游医药分销商、商超和其他渠道，2020 年实现收入 371 亿，销售占比为 33.5%。

图18: 2020 年公司院外市场收入超 800 亿元



数据来源: 公司公告、开源证券研究所

图19: 公司终端覆盖范围广



数据来源: 公司公告、开源证券研究所

图20: 公司的 5 大业务布局助力实现全品类采购、全渠道覆盖、全场景服务

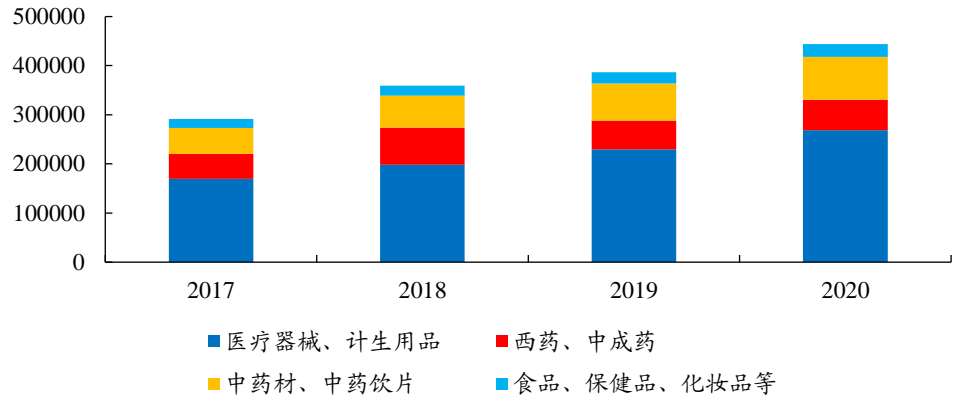


资料来源: 公司公告

全品类采购满足客户多需求。公司经营的药品及器械等产品种类丰富，由过去以中西成药为主向中药饮片、中药材、医疗器械、计生用品、保健品、化妆品等全

品类模式拓展，品规数由 2017 年的 29.13 万个增至 2020 年的 44.39 万个，CAGR 达 15%。丰富的品种资源推动公司成为医药行业下游经销商的采购首选和可信赖的业务合作伙伴，对内可赋能“万店联盟”项目，对外可向互联网电商提供丰富产品。品规种类齐全增加了对应销售渠道，也扩大了客户覆盖度。

图21: 九州通持续丰富其经营品规(个)



数据来源: 公司公告、开源证券研究所

3.2、强大的物流网络和高效的拆零技术保障公司高水平的供应链服务能力

布局建设全国规模最大的医药供应链服务平台，网络化经营组建全国性物流网络。公司网络化经营以物流中心为基础节点，连接内外仓运配资源，组建全国范围内全医药流通的物流网络。公司目前已在全国拥有 6641 亩土地，完成了 31 个省级大型医药物流中心、106 个地市级中小型医药物流中心的建设运营，拥有 137 座仓、518 个符合 GSP 标准的冷库、冷藏车 430 多台。公司自有物流车辆 1785 台，处于行业领先地位。2020 年公司的物流运营板块已从集团的“成本中心”转变为“利润中心”，不仅可满足公司内部的物流运营需要，同时已全面对外开放，为医药大健康行业提供专业的三方和四方物流供应链解决方案与服务，并由局部仓配物流服务转变为全国范围内端到端的供应链服务。

图22: 公司拥有覆盖全国的物流网络








资料来源: 公司宣传材料《九州通物流——以科技驱动高效物流供应链》

物流装配和设施齐全，药品拆零能力强。公司拥有自动化物流设备、物流信息

系统、物流规划设计，以及系统总体集成能力，可满足一体化的上下游物流需求，能够根据个性化订单需求进行拆零拣选，保证高质量、高效率的物流供应链服务能力。

表7: 公司拥有齐全、多样的物流装备和设施

设备分类	具体设备情况			
输送设备	 合盘输送系统	 高速分拣机	 AGV拣选	 机械臂拣选
	 螺旋输送机	 双边分拣机	 视觉识别	 AGV搬运
存储设备	 A字架拣选	 P&D拣选	 DPS拣选	
	 入库设施	 双工位堆垛机		
	 U型拣选	 整托出库	 平台出库	
缓存设备	 穿梭车系统	 高速提升机	 P&D	 穿梭车

资料来源：公司公告、开源证券研究所

基于强大的物流网络和高效的拆零技术，公司于2020年与科兴控股（香港）有限公司建立战略合作伙伴关系，并开展疫苗委托配送、冷藏车租赁等方面的业务合作。截至2021年4月底，公司已投入84辆专用冷链车承担科兴公司的新冠疫苗冷链配送业务。基于此次与科兴公司的疫苗全国配送战略合作，公司将完善包含干线、支线、落地配、冷链仓库、综合调度、质量管控的医药冷链服务体系，助推公司三方物流业务升级再上新台阶。

3.3、3大中台、财务共享平台、ERP系统实现内部高效运作，助力业务灵活快速开展

3大中台相互融合，满足前端业务及后端管理需求。3大中台包括技术中台、业务中台和数据中台：技术中台提升研发效能的同时，还可大幅提升产品质量和稳定性；业务中台服务于前台，同时就业务中心变化进行灵活调整；数据中台通过搭建统一的服务体系，支撑管理决策。3大中台融合有助于做大做精各种通用、共性的中台服务，快速高效地满足不同前台业务与后端管理需求。

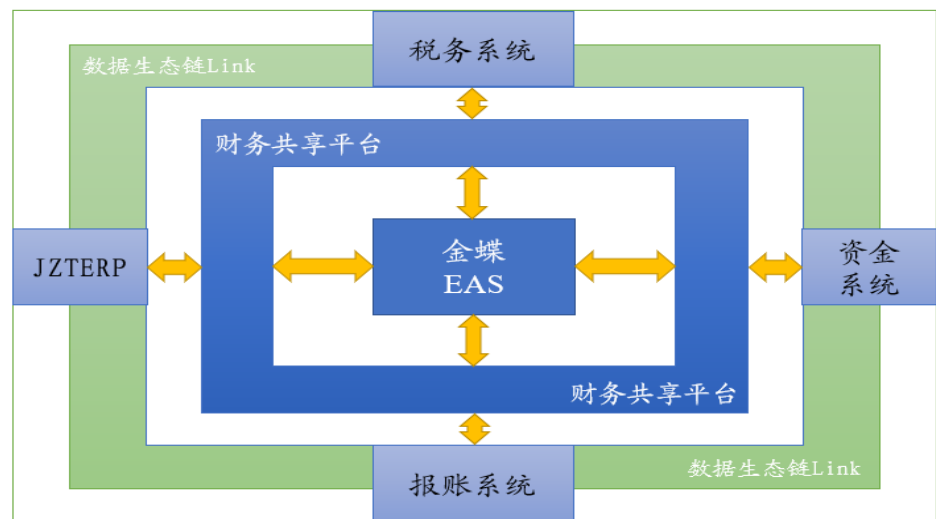
图23: 3大中台相互融合, 满足前端和后端需求



资料来源: 公司公告、开源证券研究所

标准化、规范化的财务共享平台, 提升公司财务运营效率, 减少差错率。公司开发并上线了财务共享中心平台, 制定了统一的财务账务标准。一方面, 可保证业务与财务核算流程畅通、高效流转, 并提升财务处理自动化水平; 另一方面, 将财务共享系统与集团资金管控体系相衔接, 能够实现全集团资金集中统一管理 with 高效分配, 由此提升资金使用效率, 降低资金使用潜在风险。截至 2020 年底, 公司的财务共享中心平台已覆盖集团 322 家分/子公司, 有利于提升集团资金的使用效率和整体运营效能, 基于该平台, 2020 年公司 3 大费用率较 2018 年均均有下滑, 降幅 0.04-0.13pct。

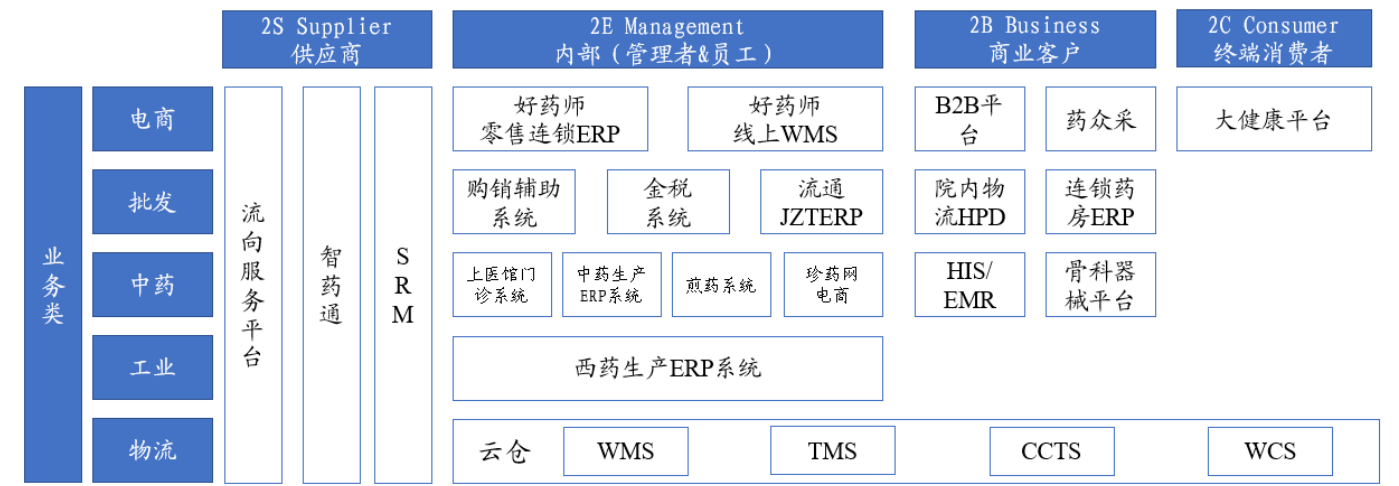
图24: 财务共享平台实现标准统一、业务共享、效率提升、及时报告



资料来源: 公司公告、开源证券研究所

自主研发的 ERP 系统打通企业内外部资源。对外, ERP 系统向上连接供应商, 向下连接需求端, 与分销商、零售药店、医疗结构等下游企业保持紧密合作的同时, 保证业务进展顺利。对内, ERP 系统全面打通集团、分公司、子公司, 实现业务高效协同、数据自动传输共享, 促进了内部管理一体化, 由此形成集团管控优势, 同时也为数字化转型打好基础。

图25: 自主研发的 ERP 系统打通企业内外部资源



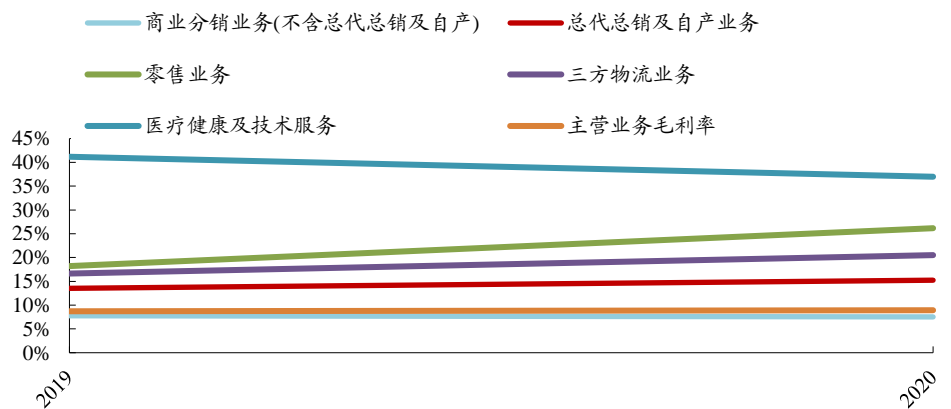
资料来源: 公司公告、开源证券研究所

4、公司转型大力发展总代总销、零售、中药、大健康服务业务，全面提升盈利能力

4.1、加强产品引进与营销，全力推进总代总销业务

大力发展总代总销业务，带动公司整体盈利水平的提升。公司具备全渠道覆盖、全品类采购、广泛物流网络、高效配送能力等优势，对上游品牌厂家吸引力增加，助推承接总代总销业务；同时，处方外流也为公司承接总代总销业务提供了机会。2020年公司总代总销及自产业务实现135.26亿元收入，同比增长17.95%，处于快速发展阶段；毛利率较2019年提升1.71pct至15.24%，高于整体毛利率，提高公司整体盈利能力。

图26: 总代总销及自产业务毛利率高于整体水平，且仍处于上升态势



数据来源: 公司公告、开源证券研究所

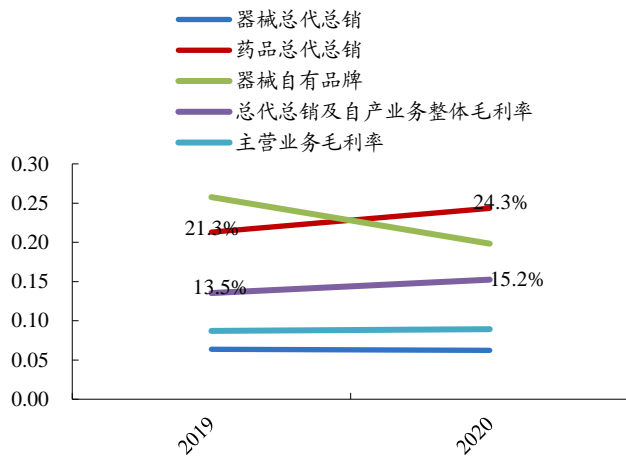
产品端在引进和营销方面双向发力，同时提高高毛利代理品种占比，进而带动总代总销业务毛利率提升。近年来与公司进行总代总销业务合作的厂家不断增

多，品种持续增加。截至 2020 年底，公司总代总销药品品规达 1239 个，总代总销医疗器械达 320 个，共计实现销售收入 117.2 亿元，同比增长 19.06%。公司根据品种属性及渠道差异实施精准营销，销售业绩亮眼，超过 3 亿元的药品总代总销品种有 4 个。在总代总销及自产业务中，药品总代总销、器械自有品牌的毛利率较高，2020 年分别达到 24.33%、19.8%，且 2 类业务占总代总销及自产业务比提升，提高总代总销及自产业务盈利能力。

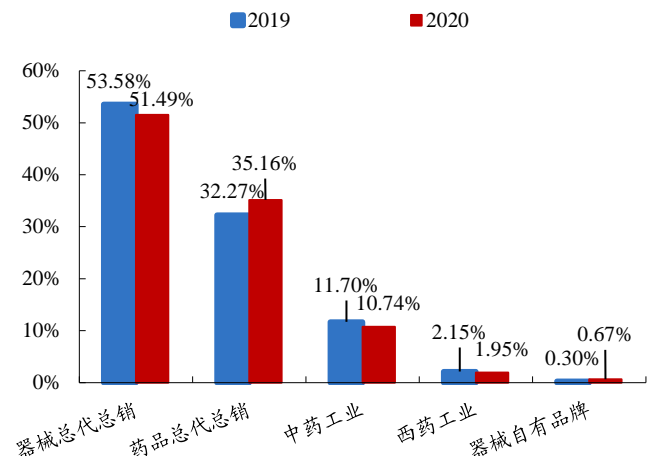
表8: 公司的药品总代理业务销售额过 3 亿元的品种有 4 个

产品名称	销售金额 (万元)
磷酸奥司他韦(可威)	94,820.70
复方酮康唑发用洗剂	55,503.77
金匱肾气丸	33,664.53
吡达帕胺片(寿比山)	31,101.58
六味地黄丸	12,284.55

数据来源：公司公告、开源证券研究所

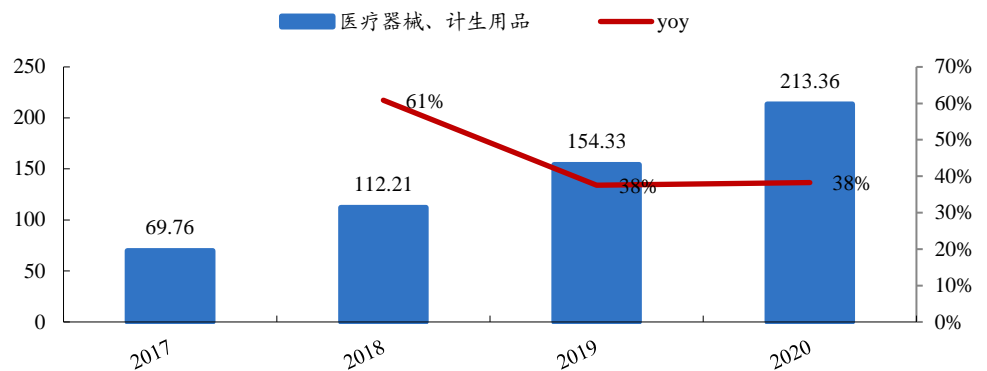
图27: 药品总代总销、器械自有品牌业务毛利率较高


数据来源：公司公告、开源证券研究所

图28: 药品总代总销、器械自有品牌业务占比提升


数据来源：公司公告、开源证券研究所

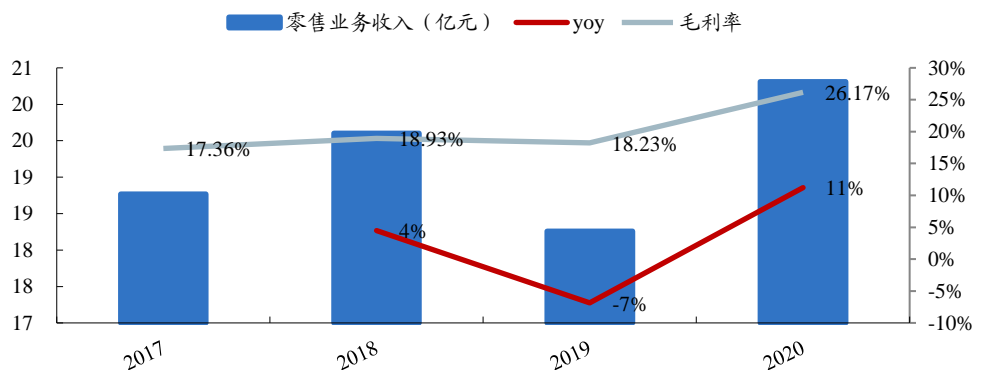
医疗器械板块独立运营，战略合作伙伴快速增加，整体实现高速增长。公司医疗器械业务板块独立化运营，行业影响力不断提升。公司下属器械集团建立与大集团市场化结算体系，已成立 105 家公司，布局全国所有省份，拥有 2,000 多人临床专业服务队伍，100 多家品牌区域或省级代理，直接服务 3,000 多家二级及以上等级医院。目前，公司已与乐普，吉威，上海微创，康蒂思，波士顿科学，美敦力，雅培等品牌企业建立战略合作，2020 年与强生中国合作销售达 51.98 亿元，覆盖全国 765 家经销商。公司还于 2020 年新成立九州通医疗器械集团自有品牌公司，经营“美体康、九州通用”等自有品牌产品，实现销售 9,012 万元。整体来看，2020 年公司共拥有 26.86 万个器械品种品规（包括计生用品），实现销售 213.36 亿元，较 2019 年增长 38.25%，2017-2020 年 CAGR 达 45.15%，实现快速增长。

图29：医疗器械板块销售规模快速增长（亿元），2017-2020年CARG达45.15%


数据来源：公司公告、开源证券研究所

4.2、大力推进“万店联盟”计划，促进数字零售业务发展

依托传统业务优势，大力拓展“万店联盟”。公司本为医药批发企业，拥有强大配送能力、广泛营销网络和丰富品种资源，且与单体药店、中小连锁为天然合作伙伴，公司通过整合零售连锁资源、打通线上线下业务，能够实现线下零售业务的统一管理，并与好药师的线上电商平台形成一体化服务。近年来，公司零售业务收入呈现上升趋势，2019年收入增速同比有所下滑主要因为自营B2B调整品种结构，停止部分品牌合作所致。随着“万店联盟”业务推进，零售业务在2020年实现了高增长，收入20.31亿元，同比增长11%，且毛利率也同比提升7.94pct至26.17%。

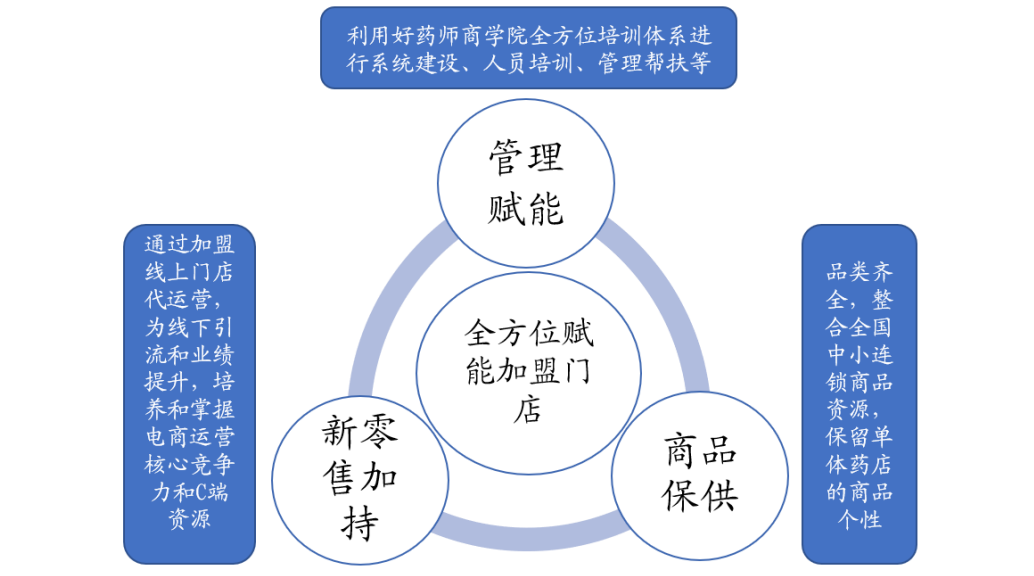
图30：“万店联盟”项目带动零售业务毛利率增长


数据来源：公司公告、开源证券研究所

“万店联盟”全方位赋能联盟/加盟门店，降低运营风险，提升经营质量。“万店联盟”项目着重提升加盟店的管理服务、产品服务和营运能力，通过强化客户黏性，建设品牌、形成生态。“万店联盟”的独特之处在于其吸引单体药店及中小连锁加盟后，通过品牌授权的加盟模式，将集团终端、采购、电商等资源进行赋能。具体来看，终端药店加盟后，公司将对加盟店进行统一形象设计，统一上线ERP系统，进行商品目录及价格等信息导入，对其进行系统建设、人员培训、开业指导、厂家政策支持、品种赋能、质量管理帮扶、新零售推广及全渠道流量导入等全方位赋能与提升，助力其业务快速持续增长，提升其业务经营质量。更为重要的是，公司通过业务系统与加盟店的信息系统相连接，以数据驱动公司药店终端市场业务增长。截至2020年底，“万店联盟”项目已签约门店1123家，计划2021年实现与10000

家药店的门店通系统对接，实现加盟药店达到 5000 家。

图31: “万店联盟”全方位赋能联盟/加盟门店

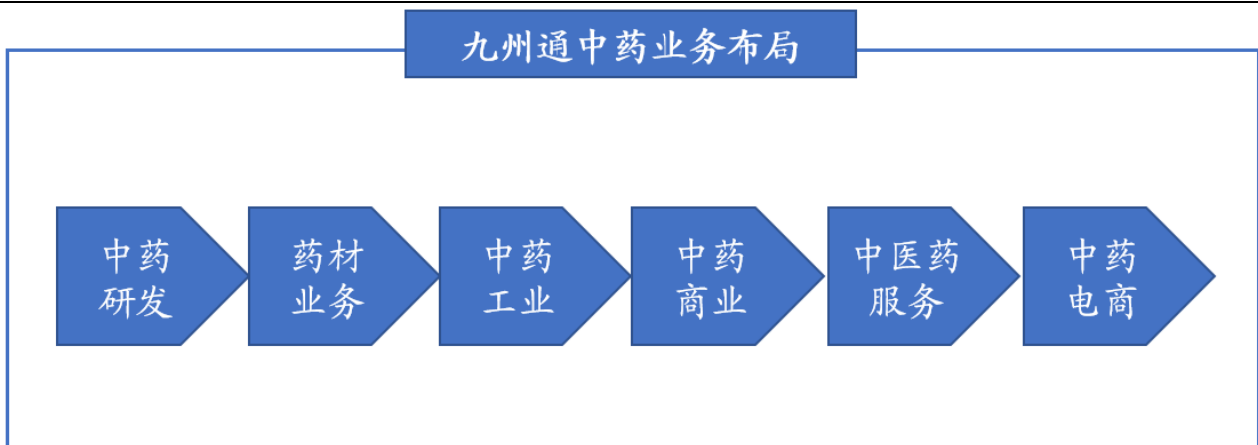


资料来源: 公司公告、开源证券研究所

4.3、以全产业链为基础，做强中药“九信”品牌

九信对中药产业进行革新，打造中药健康产业大平台。公司通过打造 4 大中药平台覆盖中药全产业链: (1) 中药资源平台。通过农户+产地合伙人的方式建设中药材产地资源库、进行品种布局，从而推进药材基地业务模式; 同时搭建内外部政企客户的全渠道客户库，进而打造中药资源共享平台。(2) 中药产品平台。在多元化销售渠道 (OTC、医疗、电商和商业渠道) 和差异化品种策略的基础之上，通过中药产业平台公司——九信中药，加以中药工业贴牌业务及中药流通总代总销业务，推进产品平台生态圈扩大。(3) 智慧中医医联体平台。重点瞄准更具增长潜力的县域医共体市场(以县中医院为主体，连接乡镇中医院)，打造整合医院、医生、患者 3 方的县域中药生态圈。(4) 中药健康平台。通过九州上医馆和线上中医馆建设健康养生客户端，同时在医生端汇集医生资源 (如国家级协会中医师、湖北省中医师协会)，共同提升线上线下一体化服务能力。

图32: 以全产业链为基础，以中药工业为核心的中药业务布局



资料来源: 公司公告、开源证券研究所

4.4、打造汇集个人消费者的社交、交易、医疗健康服务的大健康服务平台

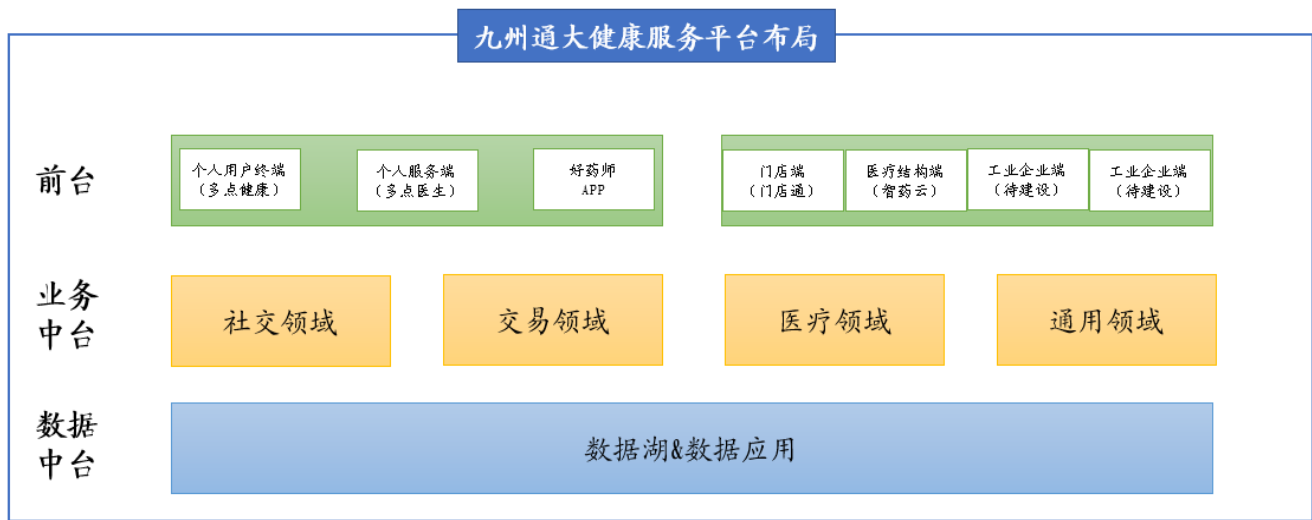
公司持续创新业务模式，在原有“九州通模式”的基础上，逐步形成成熟和完善的数字化商业分销模式，包括重点加快面向上游厂家的“智药通”推广应用，赋能工业企业，提供数字化营销解决方案，促进销售提升；加快推广面向医疗机构客户的“智药云”，通过“互联网医院+处方审核+处方流转+多店云仓”的方式，为互联网医院提供一体化的供应链服务；深入推广面向基层医疗机构的“医卫助手”，为基层医疗机构提供包括药品、器械供应链管理、医疗信息化技术应用在内的综合解决方案。通过持续推广以上新型数字化市场分销模式，助力公司分销业务转型升级。

表9：各类系统软件为上下游客户提供互联网智能化工具赋能服务

系统名称	服务对象	主要功能	运营情况
智药通（手机APP）	厂家业务员	帮助厂家业务员的产品推广宣传以及目标客户的销售查询与管理，帮助客户直接下单，拓展业务	超过 15 万厂家业务员在使用，日活跃用户达 86.5%，报告期内在公司平台年度下单完成含税销售约 43 亿元
智药云（软件系统）	互联网医院和互联网医疗平台等	面向医疗机构的患者线上复诊及购药的数字化供应链解决方案	报告期内与微医、武汉大学人民医院互联网医院、天津北辰医院（三甲）、天津泰达国际心血管医院（三甲）、上海东方医院（三甲）签订了互联网医院的战略合作协议，提供平台流转处方服务
智药店（软件系统，简称“门店通”）	下游单体和小连锁药店客户	面向药店的全方位运营赋能解决方案	截至目前，已为 7700 多家药店对接系统并开始全网运营；已为 9300 多家门店完成了电子处方服务；已为 3300 多家门店进行了商业保险赋能
医卫助手（软件系统）	基层医疗机构	基层医疗机构医疗技术赋能与就医购药服务解决方案	【成功案例】打造武昌区水果湖社区智能化卫生服务中心平台：提供智能健康检测设备管理、重点人群穿戴设备集成健康管理、家庭医生服务包、辅助诊疗系统、用药审方系统、用药管理及慢病福利优惠券等服务。

资料来源：公司公告、开源证券研究所

打造国内具有影响力的大健康服务平台。为了更好开展互联网大健康产业的业务部署，2021 年 4 月，九州通旗下全资控股子公司“健康 998 集团”正式更名为“九州通健康科技集团”（简称“健康科技集团”）。健康科技集团的业务布局涵盖数字零售、行业综合服务、个人医疗健康服务 3 大板块，基于公司在医药供应链、数字零售、互联网智能化平台等方面的优势，3 大板块共建为个人服务提供者（医生、药师、健康管理师等）搭建聚合服务的工作站，同时为工业企业、药店诊所、医疗机构、保险公司等提供系统及运营服务。

图33: 大健康平台将医生、患者、医疗机构、药店、工业企业、保险机构汇集一体


资料来源：公司公告、开源证券研究所

面向上下游客户的行业综合服务 SaaS 平台。智药云提供面向医疗机构的互联网医院+数字供应链+运营的一站式解决方案，是针对互联网医院、处方审核、处方流转及药品配送业务的综合服务平台，助力医疗机构开展互联网诊疗服务。智药店提供面向终端药店的全渠道运营解决方案，通过一键开店、云仓共享、聚合接单、电子处方、商保直付 6 大能力赋能终端药房，全面提升经营能力。智药通提供面向工业企业的数字分销解决方案，服务于供应商业务团队的移动销售平台，通过移动进销存、客户管理、人员行为管理、数据报表、知识共享、积分体系等功能，实现数据回流采销联动，助力工业企业直达终端。

围绕多点健康 APP 展开的个人医疗健康服务。多点健康是健康科技集团自主研发的个人医疗健康应用程序，致力于打造面向个人用户的社交、交易、医疗健康服务相结合的综合服务平台，以及面向个人服务提供者（医生、药师、健康管理师等）的聚合服务工作站。在用户端上，多点健康 APP 涵盖基础医疗、疾病中心、健康管理、疾病社区等板块，用户不仅可体验从预约挂号、在线问诊、检查预约到在线购药的一站式数字化医疗服务，还可通过疾病服务 AI 进行主动用药、运动及营养管理，与此同时也可以通过数字化健康管理工具，对健康状况进行评估。在服务端上，多点健康 APP 是集社交+专业工具集的聚合医生工作站，涵盖多学科，是满足专科医生开展在线诊疗服务的专属工具。

5、盈利预测与投资建议

5.1、详细模型拆分

对于公司的主营业务，我们假设：

- (1) 商业分销业务发展稳定，假设此业务每年收入增速 10%-15%，略高于行业增速。
- (2) 为大力开拓院外市场，总代理业务将有较快发展，假设总代总销及自产业务每年收入增速维持在 20% 以上。
- (3) 在零售业务方面，公司正在推进“万店联盟”项目，假设未来零售业务

每年收入增速 20% 左右。

- (4) 公司 2021 年承担了大部分科兴生物股份有限公司生产的疫苗配送业务，因此假设 2021-2023 年第三方物流业务收入增速 70% 左右。
- (5) 假设医疗健康及技术服务每年收入增速 50%-55%。

表10: 九州通利润模型拆分及预测

	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入 (亿元) = (1)+(2)+(3)+(4)+(5)	994.95	1108.60	1274.35	1467.18	1692.55
YOY		11.4%	15.0%	15.1%	15.4%
(1) 商业分销业务(不含总代总销及自产)	857.70	946.30	1073.95	1219.04	1384.10
YOY		10.3%	13.49%	13.51%	13.54%
(2) 总代总销及自产业务	114.67	135.26	165.01	201.32	245.61
YOY		18.0%	22.00%	22.00%	22.00%
(3) 零售业务	18.26	20.31	24.78	29.98	35.97
YOY		11.2%	22.00%	21.00%	20.00%
(4) 三方物流业务	1.81	3.05	5.18	8.75	14.70
YOY		68.0%	70.00%	69.00%	68.00%
(5) 医疗健康及技术服务	2.16	3.28	5.02	7.68	11.76
YOY		51.6%	53.00%	53.00%	53.00%
其他业务	0.35	0.40	0.40	0.40	0.40
扣非净利润 (亿元)	15.25	18.65	22.44	27.27	33.23
YOY		22.30%	20.31%	21.55%	21.83%
扣非净利率	1.53%	1.68%	1.76%	1.86%	1.96%
非经常性损益 (亿元)			9.00	9.50	10.00
归母净利润 (亿元)	17.27	30.75	31.44	36.77	43.23
YOY		78.05%	2.24%	16.97%	17.55%
归母净利率	1.74%	2.77%	2.47%	2.51%	2.55%

数据来源: 公司公告、开源证券研究所

5.2、盈利预测与投资建议

公司为国内民营医药流通企业龙头，差异化布局院外市场，基于过往累积优势，持续推进平台化、数字化、互联网化转型，有望走出第二增长曲线。预计 2021-2023 年归母净利润为 31.44/36.77/43.23 亿元，EPS 分别为 1.68/1.96/2.31 元/股，当前股价对应 P/E 为 9.1/7.8/6.6 倍，相比同类医药流通公司估值合理，首次覆盖，给予“买入”评级。

表11: 与同类医药流通公司相比，九州通具备估值性价比

证券代码	证券简称	收盘价 (元)	归母净利润增速 (%)				P/E (倍)			
			2020A	2021E	2022E	2023E	2020A	2021E	2022E	2023E
600511.SH	国药股份	33.88	(13.79)	19.04	14.37	16.71	26.9	15.5	13.6	11.6
601607.SH	上海医药	20.65	10.17	21.09	11.93	16.30	12.1	10.8	9.6	8.3

证券代码	证券简称	收盘价(元)		归母净利润增速(%)				P/E(倍)		
603368.SH	柳药股份	19.31	3.84	23.93	19.16	19.12	11.0	7.9	6.7	5.6
3320.HK	华润医药	4.80	0.33	22.09	14.99	-	7.6	7.5	6.5	-
	可比公司平均		4.8	4.8	21.5	15.1	17.4	14.4	10.4	9.1
600998.SH	九州通	15.29	78.05	2.24	16.97	17.55	9.3	9.1	7.8	6.6

数据来源: Wind、开源证券研究所

注: 收盘日期为 2021/6/21; 国药股份、上海医药、柳药股份、华润医药数据来源为 Wind 一致预期。

表12: 九州通盈利预测

	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	99,497	110,860	127,435	146,718	169,255
YoY(%)	14.2	11.4	15.0	15.1	15.4
净利润(百万元)	1,727	3,075	3,144	3,677	4,323
YoY(%)	28.8	78.1	2.2	17.0	17.5
毛利率(%)	8.7	9.0	9.3	9.6	9.9
净利率(%)	1.7	2.8	2.5	2.5	2.6
ROE(%)	8.1	13.2	11.7	12.1	12.4
EPS(摊薄/元)	0.92	1.64	1.68	1.96	2.31
P/E(倍)	16.6	9.3	9.1	7.8	6.6
P/B(倍)	1.7	1.5	1.3	1.1	1.0

数据来源: 公司公告、开源证券研究所

6、风险提示

未来融资成本上行, 企业财务费用上升, 导致净利率下降。

附：财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
流动资产	58903	66150	75327	87746	97460
现金	12171	14809	16495	19406	19782
应收票据及应收账款	23097	25228	28253	35682	38121
其他应收款	4620	5245	6838	6840	8706
预付账款	3182	3746	4844	5144	6180
存货	14072	14775	17789	19325	23030
其他流动资产	1762	2347	1107	1349	1641
非流动资产	12245	14674	14625	16219	18060
长期投资	1683	1768	2178	2601	2953
固定资产	5361	5731	6660	7631	8665
无形资产	2232	2271	2446	2635	2845
其他非流动资产	2969	4903	3342	3351	3597
资产总计	71148	80824	89952	103965	115521
流动负债	45948	51332	59111	69633	77068
短期借款	11707	14325	16325	18525	20925
应付票据及应付账款	28019	31099	33996	42193	45909
其他流动负债	6221	5909	8790	8915	10234
非流动负债	3232	3875	2885	2545	2161
长期借款	2724	3205	2434	2037	1627
其他非流动负债	509	670	451	507	534
负债合计	49180	55207	61997	72178	79229
少数股东权益	3213	3790	3922	4077	4258
股本	1878	1874	1874	1874	1874
资本公积	8131	8095	8095	8095	8095
留存收益	7181	10155	13430	17262	21766
归属母公司股东权益	18754	21827	24034	27711	32033
负债和股东权益	71148	80824	89952	103965	115521

现金流量表(百万元)	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
经营活动现金流	2768	3444	1572	3475	1224
净利润	1781	3385	3276	3832	4504
折旧摊销	537	557	554	660	728
财务费用	1235	985	1147	1320	1523
投资损失	-140	-140	-127	-147	-169
营运资金变动	-751	-592	-2200	-1247	-4374
其他经营现金流	106	-751	-1078	-943	-988
投资活动现金流	-1240	-1275	484	-1137	-1379
资本支出	1192	1457	934	1059	1228
长期投资	-242	-211	-409	-229	-352
其他投资现金流	-290	-29	1008	-306	-503
筹资活动现金流	-2842	-184	-369	572	531
短期借款	1456	2618	2000	2200	2400
长期借款	1098	481	-771	-397	-411
普通股增加	0	-4	0	0	0
资本公积增加	135	-36	0	0	0
其他筹资现金流	-5532	-3242	-1599	-1231	-1458
现金净增加额	-1314	1982	1686	2911	376

利润表(百万元)	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入	99497	110860	127435	146718	169255
营业成本	90795	100919	115605	132684	152479
营业税金及附加	239	253	301	346	398
营业费用	3135	3542	4730	5666	6749
管理费用	1960	2153	2510	2934	3554
研发费用	74	127	146	168	194
财务费用	1235	985	1147	1320	1523
资产减值损失	-13	-33	-122	-140	-162
其他收益	203	214	140	161	186
公允价值变动收益	-14	1078	900	950	1000
投资净收益	140	140	127	147	169
资产处置收益	7	258	9	10	12
营业利润	2301	4352	4294	5008	5886
营业外收入	47	74	64	73	85
营业外支出	31	93	89	88	102
利润总额	2317	4334	4269	4993	5869
所得税	536	949	993	1161	1365
净利润	1781	3385	3276	3832	4504
少数股东损益	55	310	132	154	181
归母净利润	1727	3075	3144	3677	4323
EBITDA	3378	5526	5375	6244	7265
EPS(元)	0.92	1.64	1.68	1.96	2.31

主要财务比率	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
成长能力					
营业收入(%)	14.2	11.4	15.0	15.1	15.4
营业利润(%)	25.8	89.1	-1.3	16.6	17.5
归属于母公司净利润(%)	28.8	78.1	2.2	17.0	17.5
获利能力					
毛利率(%)	8.7	9.0	9.3	9.6	9.9
净利率(%)	1.7	2.8	2.5	2.5	2.6
ROE(%)	8.1	13.2	11.7	12.1	12.4
ROIC(%)	6.5	9.7	8.5	8.7	9.0
偿债能力					
资产负债率(%)	69.1	68.3	68.9	69.4	68.6
净负债比率(%)	12.6	12.5	11.6	7.0	10.7
流动比率	1.3	1.3	1.3	1.3	1.3
速动比率	0.9	0.9	0.9	0.9	0.9
营运能力					
总资产周转率	1.4	1.5	1.5	1.5	1.5
应收账款周转率	4.4	4.6	4.8	4.6	4.6
应付账款周转率	3.4	3.4	3.6	3.5	3.5
每股指标(元)					
每股收益(最新摊薄)	0.92	1.64	1.68	1.96	2.31
每股经营现金流(最新摊薄)	1.48	1.84	0.84	1.85	0.65
每股净资产(最新摊薄)	8.87	10.35	11.53	13.49	15.80
估值比率					
P/E	16.6	9.3	9.1	7.8	6.6
P/B	1.7	1.5	1.3	1.1	1.0
EV/EBITDA	10.3	6.5	6.7	5.6	5.1

数据来源：贝格数据、开源证券研究所

请务必参阅正文后面的信息披露和法律声明

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师承诺

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20%以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5% ~ 20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在 - 5% ~ + 5%之间波动；
	减持（underperform）	预计相对弱于市场表现 5%以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡（underperform）	预计行业弱于整体市场表现。

备注：评级标准为以报告日后的 6~12 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中 A 股基准指数为沪深 300 指数、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普 500 或纳斯达克综合指数。我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于机密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。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金融工具的邀请或向人做出邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。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。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。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

开源证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

开源证券研究所

上海

地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼10层
邮编：200120
邮箱：research@kysec.cn

深圳

地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层
邮编：518000
邮箱：research@kysec.cn

北京

地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座16层
邮编：100044
邮箱：research@kysec.cn

西安

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层
邮编：710065
邮箱：research@kysec.cn