

**投资评级：推荐（首次）**
**报告日期：2019年07月11日**
**市场数据**

目前股价	12.37
总市值（亿元）	229.83
流通市值（亿元）	204.83
总股本（万股）	187,766
流通股本（万股）	167,346
12个月最高/最低	17.08/11.53

**分析师**

分析师：赵浩然 S1070515110002

☎ 0755-83511405

✉ zhaohaoran@cgws.com

联系人（研究助理）：谢欣沅

S1070118090028

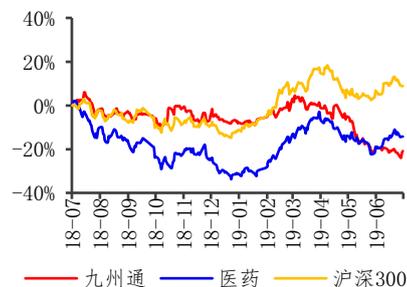
☎ 0755-83660814

✉ xiexinru@cgws.com

联系人（研究助理）：谭竞杰

S1070118070038

✉ tanjingjie@cgws.com

**股价表现**


数据来源：贝格数据

**相关报告**

## 顺应政策趋势，改善盈利结构

### ——九州通（600998）公司深度报告

**盈利预测**

	2019E	2020E	2021E
营业收入（百万元）	100097	116456	137512
(+/-%)	14.9%	16.3%	18.1%
净利润（百万元）	1659	2117	2767
(+/-%)	23.7%	27.6%	30.7%
摊薄 EPS	0.88	1.13	1.47
PE	14	11	8

资料来源：长城证券研究所

**核心观点**

#### ■ 产品独立，渠道共享，平台价值逐步体现

九州通是全国最大的民营医药流通企业，在全国省级行政区域规划建设 31 个省级医药物流中心，设立 96 家地市级分销物流中心，建立覆盖全国 95% 区域的销售网络，其广度与深度优势明显。

公司整合集团物流资源，发挥渠道平台价值，以药品为基础，相继切入医疗器械、中药材及消费品领域，满足客户一站式采购需求，降低采购成本，提高采购销量。

药品方面，公司长期深耕基层医疗市场、及零售终端市场，竞争优势突出，享受两票制、分级诊疗、处方外流等政策制度红利，未来稳定增长可期；器械方面，公司覆盖 OTC、医疗机构、电商等多种渠道，发挥产业供应链中的优势，重点打造专业的医疗器械服务平台，内生外延并重，不断扩大覆盖面；中药材方面，则依托集团物流资源，构造闭环可溯源体系，匠心打造品牌，满足市场对高品质中药材资源的需求，有望持续保持高于行业增长水平。

#### ■ 电商+实体切入终端市场，FBBC 生态蓬勃发展

九州通积极布局线上、线下业务，紧密互动，切入终端市场。旗下好药师在 14 个省市拥有实体药店（含加盟店）1287 家，并联合步长制药部署专业药房、构建处方外流对接平台等；线上整合 B2B、B2C、O2O 等资源推进电商业务，形成一个依存关系紧密的平台。

针对单体药店和民营诊所，公司进一步拓展了 FBBC 全产业链电商业务新模式，打造单体药店/民营诊所的虚拟连锁总部，提升厂商产品在中小终端市场的营销能力和覆盖速度，并赋能终端药店，提供远程医疗平台和处方接入，线上和线下的运营，为药店商家争取更多更稳定的消费者流量，满足“厂-店-客”多方需求，在线交易金额、日活跃用户数量持续增加。

公司利用自身物流服务平台，承担体系内所有订单的配送服务，扩大客户

覆盖面，强化对终端客户的把控力度，推动公司业务协同发展。

#### ■ 把控渠道，拓展新业务，提升盈利能力

九州通自身配送网络完善、上下游客户资源丰富，公司积极切入终端市场，并利用 FBBC 体系强化终端覆盖能力，在此基础上，不断培育开拓新业务，推动其由配送向销售、工业、服务等转变。

公司成立总代理事业部，负责全国总代理产品的洽谈引进、销售管理、售后服务工作以及自有产品的营销管理工作，2018 年获得代理品种 900 余种，实现营业收入 29.33 亿元，同比增长 67.12%，毛利率 23.07%，大幅提升核心竞争力和毛利水平。

伴随总代理事业部、工业业务、第三方物流业务等新培育业务的快速发展，公司整体的盈利能力有望得到持续提升。

#### ■ 投资建议

我们预测九州通 2019-2021 年营业收入分别为 1000.97 亿元、1164.56 亿元和 1375.12 亿元，同比增速 14.9%、16.3%和 18.1%，归母净利润 16.59 亿元、21.17 亿元和 27.67 亿元，同比增速为 23.7%、27.6%和 30.7%，对应 11 日收盘价，PE 分别为 14 倍、11 倍和 8 倍，首次覆盖，给予“推荐”评级。

#### ■ 风险提示：行业政策变动风险；新业务拓展不及预期；应收账款管理风险。

## 目录

1. 公司简介：机制灵活的民营医药流通企业.....	6
1.1 全国最大的民营医药流通企业，位列中国医药商业企业第四位.....	6
1.2 股权结构稳定，持股比例较集中.....	7
1.3 业绩持续稳步增长，财务状况符合行业特征.....	8
2. 产品独立，渠道共享，平台价值逐步体现.....	13
2.1 药品：基层优势明显，受益政策红利.....	14
2.2 器械：打造专业化服务平台，内生外延并重推进整合.....	17
2.3 中药材与中药饮片：构造产业闭环，匠心打造品牌.....	20
3. 电商+实体切入终端市场，FBBC生态蓬勃发展.....	23
3.1 线上线下互动，切入终端市场.....	23
3.2 打造FBBC生态圈，强化“厂-商-店”合作黏性.....	24
4. 把控渠道、覆盖客户，拓展新业务，带来盈利模式改变.....	28
4.1 总代理事业部：分销到销售.....	28
4.2 医药工业：商业到工业.....	28
4.3 第三方物流：配送到服务.....	29
5. 盈利预测与估值水平.....	31
6. 风险提示.....	33
附：盈利预测表.....	34

## 图表目录

图 1:	九州通营销网络全国布局情况.....	6
图 2:	九州通股权结构.....	7
图 3:	九州通子公司情况.....	8
图 4:	2010-2019Q1 九州通营业收入及增速变动情况.....	8
图 5:	2010-2019Q1 九州通归母净利及扣非后归母净利.....	8
图 6:	2010-2018 年九州通业务占比情况.....	9
图 7:	2012-2018 年分业务毛利率情况 (%).....	10
图 8:	2012-2018 年分产品毛利率情况 (%).....	10
图 9:	2012-2018 年九州通三项费用率情况.....	10
图 10:	2012-2018 年九州通净利率与毛利率情况.....	10
图 11:	2016-2018 年九州通应收票据及应收账款情况.....	11
图 12:	2016-2018 年应收票据及应收账款各渠道占比.....	11
图 13:	2017-2018 年各渠道应收票据及应收账款增加额.....	11
图 14:	2018 年九州通与同行业应收账款余额占营业收入比重情况.....	12
图 15:	2018 年九州通与同行业利息支出占营业收入比重情况.....	12
图 16:	九州通营销网络图.....	13
图 17:	九州通物流技术优势和网络与配送服务优势.....	14
图 18:	2017 年我国药品批发行业市场份额情况.....	14
图 19:	2015-2018 年药品业务收入变动情况.....	15
图 20:	2016-2018 年二级医院和基层医院营收情况.....	15
图 21:	2016-2018 年连锁药店和单体药店营收情况.....	15
图 22:	2015-2018 年公立基层终端药品销售额情况.....	16
图 23:	2015-2018 年公立基层终端药品市场占比情况.....	16
图 24:	2015-2018 年零售终端药品销售额情况.....	16
图 25:	2015-2018 年零售终端药品市场占比情况.....	16
图 26:	2001-2018 年国内医疗器械行业市场规模变动情况.....	17
图 27:	九州通医疗器械业务机构图.....	18
图 28:	2015-2018 年医疗器械业务营业收入变动情况.....	19
图 29:	2015-2018 年医疗器械业务毛利率变动情况.....	19
图 30:	九州通 OTC 医疗器械整体解决方案.....	19
图 31:	九州通医疗器械六种业务模式.....	20
图 32:	九州通中药板块产业图.....	21
图 33:	2012-2018 年中药业务收入规模及毛利率变动情况 (亿元).....	21
图 34:	九州通 GAP 种植基地布局情况.....	22
图 35:	九州通好药师全部布局情况.....	23
图 36:	九州通电商业务布局情况.....	24
图 37:	九州通 FBBC 业务模式.....	25
图 38:	九州通 FBBC 体系中供应商服务平台.....	25
图 39:	九州通 FBBC 体系中供应商服务平台.....	26
图 40:	九州通 FBBC 体系生态体系.....	26

表 1: 九州通发展历程.....	7
表 2: 国内医疗器械配送企业市场份额前十的企业.....	18
表 3: 分业务盈利预测情况（亿元）.....	32

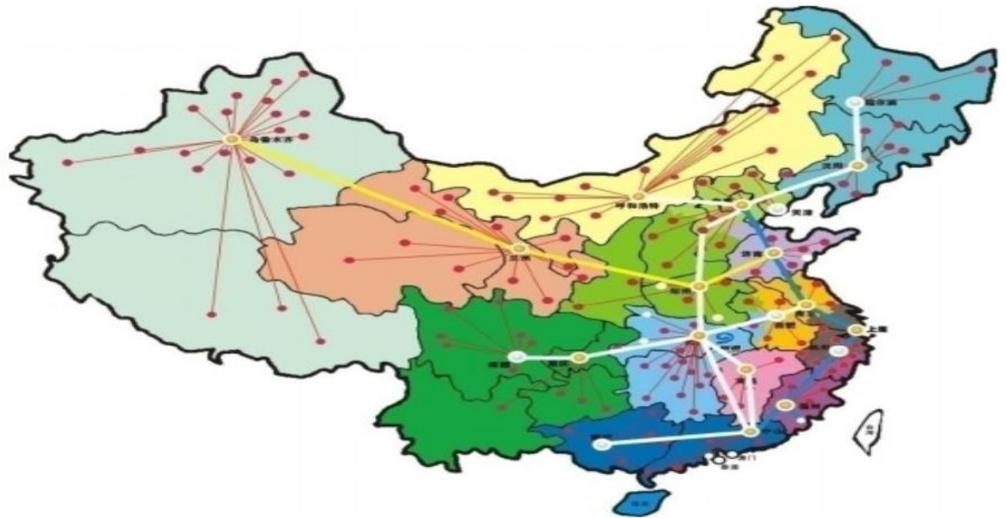
# 1. 公司简介：机制灵活的民营医药流通企业

## 1.1 全国最大的民营医药流通企业，位列中国医药商业企业第四位

九州通医药集团股份有限公司（简称：九州通、公司）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，2010 年 11 月 2 日在上海证券交易所挂牌上市，证券代码 600998。

九州通是全国最大的民营医药流通企业，在全国省级行政区域规划建设 31 个省级医药物流中心，设立 96 家地市级分销物流中心，营销网络覆盖了中国大部分的行政区域，是目前医药商业领域少数几家具有全国性物流网络的企业之一，连续多年位列中国医药商业企业第四位。

图 1：九州通营销网络全国布局情况



资料来源：公司网站、长城证券研究所整理

作为民营企业，九州通具有灵活的体制、机制及经营模式优势，2014 和 2017 年公司分别制定了两次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，同时采取灵活便捷的激励方式吸纳外部高级人才加盟。

2019 年公司围绕天鹅战略管控模型，落实经营战略规划，制定了以分销业务、医疗业务和终端业务为核心业务，以中药业务、医疗器械、消费品、医药工业、总代理业务、三方物流为战略业务，以生物制品、基金投资、医养融合、孵化器、药品研发为需要培育的新兴业务的 365 战略组合，以及“核心业务稳中求进、战略业务抢抓市场、新兴业务积极探索”的战略发展思想。

表 1: 九州通发展历程

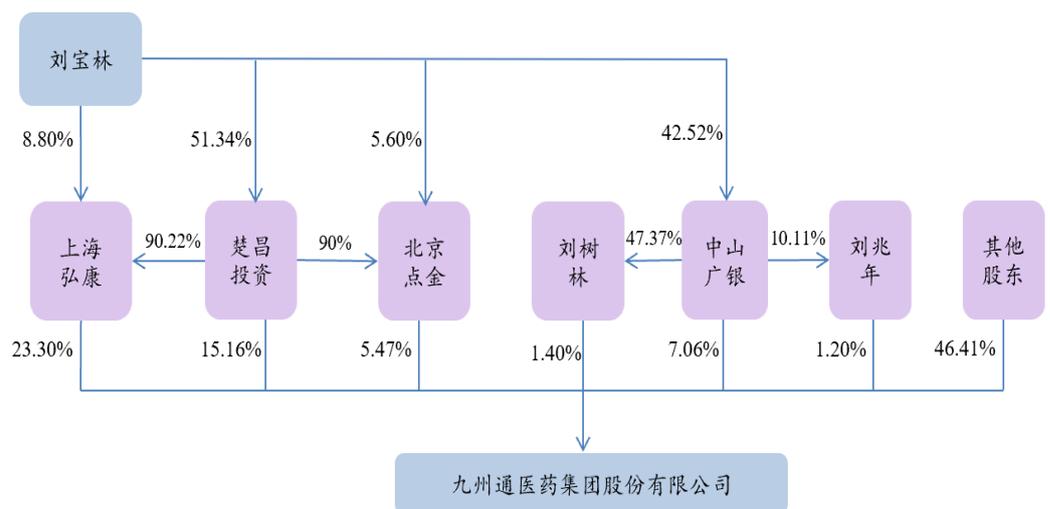
时间	阶段	事件
1993-2003	探索阶段	1999年3月9日成立武汉均大储运有限公司 1999年6月3日公司更名为武汉均大实业有限公司
2003-2007	规划阶段	2003年9月19日起公司名称变更为湖北九州通实业有限公司 同年10月8日,公司更名为湖北九州通医药集团有限公司 同年10月23日,名称变更为九州通集团有限公司
2007-2008	二次创业发展阶段	2007年8月8日,公司获得狮龙国际集团(香港)有限公司投资的6000万美元,变更为中外合资企业,注册资本由3.2亿元增加到7.8亿元增资后,九州通集团的发展大提速,2007年,全集团实现销售收入158亿元
2008-2014	股改与上市发展阶段	2008年11月5日股改得到湖北省商务厅的正式批准 2010年11月2日在上交所挂牌上市
2014-至今	战略组合调整阶段	2014年末公司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,九州通明确了猛抢机遇、加强管控的总基调,修订了战略组合和战略发展思想 2018年再次修订,形成365战略组合

资料来源: 公司官网、长城证券研究所整理

## 1.2 股权结构稳定，持股比例较集中

九州通股权结构较为稳定，2018年年报披露显示总股本18.78亿股，其中流通股为16.73亿，实际控制人为董事长刘宝林先生。截止2019年6月11日，通过公司控股股东楚昌投资集团有限公司及其一致行动人上海弘康实业投资有限公司、中山广银、北京点金投资有限公司、刘树林和刘兆年合计持有本公司股份1,006,214,875股，占本公司总股本的53.59%，持股比例相对较为集中。

图 2: 九州通股权结构

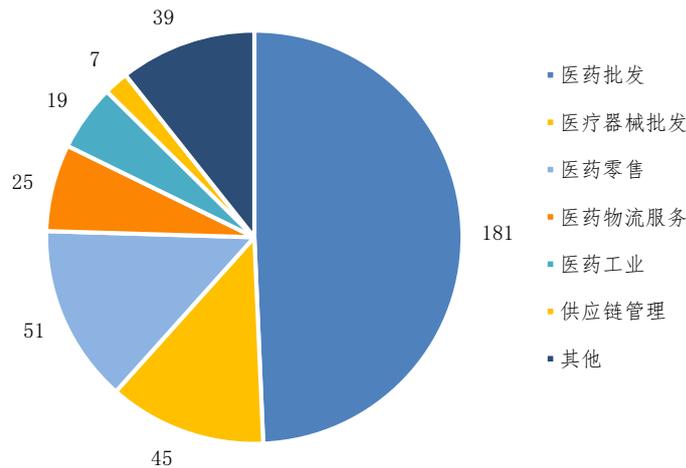


资料来源: Wind 资讯、长城证券研究所

公司 2018 年并表的子公司 367 家，业务涵盖商业、工业、电子商务等多领域，大体上划分，医药批发类子公司 181 家，占 49.32%；医疗器械批发类 45 家，占 12.26%；医疗零售类 51 家，占 13.90%。

公司实行高度集中的集团化管控体系，与下属企业之间在经营管理、业务开展、财务核算和人员安排等方面实行无缝连接，具有执行力强、应变能力快、协调成本低等优势，能够最大限度地发挥集团资源协同，为上下游客户服务，降低管理成本，提高工作效率。

图 3：九州通子公司情况



资料来源：公司财报、长城证券研究所

### 1.3 业绩持续稳步增长，财务状况符合行业特征

九州通自 2010 年上市以来营业收入及归母净利润均持续平稳增长，收入端从 2010 年的 212.52 亿元增长到 2018 年的 871.36 亿元，归母净利润从 2010 年的 3.53 亿元增长到 2018 年的 13.41 亿元，复合增速分别为 19.29% 和 18.16%。

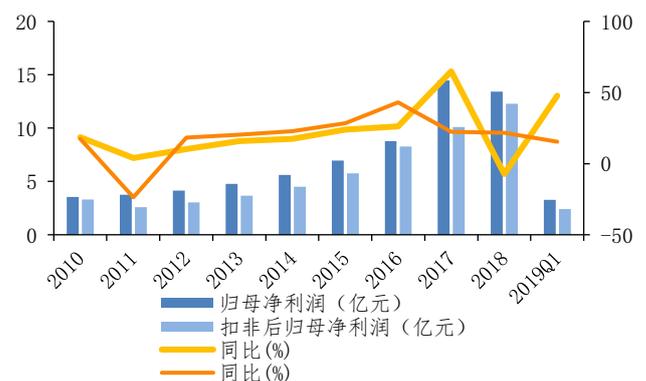
其中 2017 年以来受医药两票制的影响，行业增速放缓，一定程度上拉低了公司增速水平，但对比来看，公司持续维持高于行业的增长速度，利润方面，2017 年存在一次性资产处置收益 4.88 亿，是导致 2018 年归母净利润下滑的主要原因，扣非来看 2018 年增速约为 21.61%。

图 4：2010-2019Q1 九州通营业收入及增速变动情况



资料来源：Wind 资讯、长城证券研究所

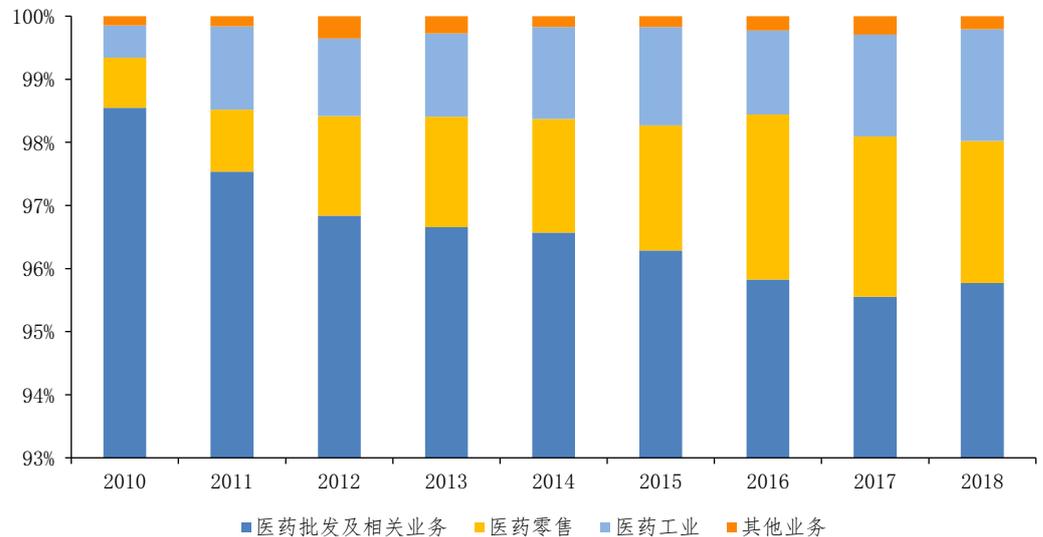
图 5：2010-2019Q1 九州通归母净利及扣非后归母净利



资料来源：Wind 资讯、长城证券研究所

公司以医药批发为主业，2010-2018 年批发及相关业务收入占比一直维持在 95% 以上，核心业务突出，虽然伴随其零售、工业等相关业务的发展，新业务占比也在不断提升，但是相对于超过 834 亿的核心批发业务体量而言，批发占绝对主导地位的局面预计仍将持续。

图 6：2010-2018 年九州通业务占比情况



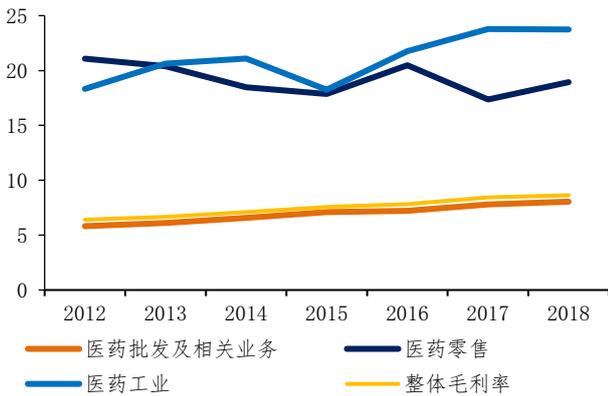
资料来源：Wind 资讯、长城证券研究所

整体上来看，公司综合毛利率从 2012 年的 6.41% 提高至 2018 年的 8.63%，我们认为公司毛利率的上升主要受两方面因素的影响，首先是药品纯销业务占比提升及中药材、器械业务规模扩大带动批发业务的毛利率呈现上升的趋势，其次零售、工业等高毛利业务占比逐年提升。

分业务来看，2012-2018 医药批发、零售和工业毛利率持续上升。

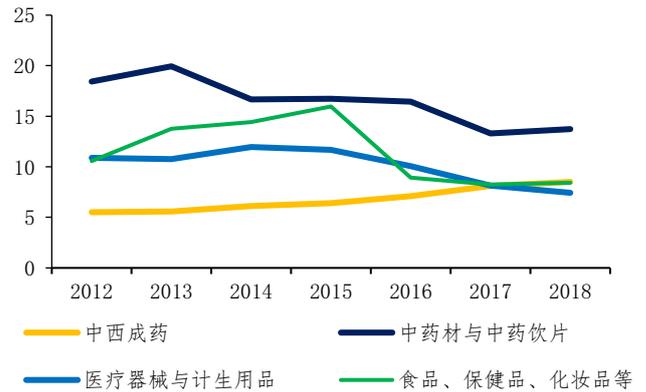
分产品来看，2012-2018 年中西成药毛利率持续稳健提升，同期中药材、医疗器械、消费品则伴随品种增加、规模扩大、业务结构调整则有所下降。其中，2018 年医疗器械与计生用品毛利率较 2017 年降低了 0.72 个百分点，主要系公司销售的强生超声刀、吻合器等专业产品毛利率低所拖累。中药材毛利率下降的原因是公司自 2017 年开始将高毛利的阿胶业务从该业务板块剥离而转入药品业务板块导致统计口径发生变化。食品、化妆品等毛利率在 2016 年大幅下滑后稳定，大幅下滑的原因是公司消费品事业部全面拓展母婴、食品、化妆品、日用品等毛利率低的业务。

图 7：2012-2018 年分业务毛利率情况 (%)



资料来源：Wind 资讯、长城证券研究所

图 8：2012-2018 年分产品毛利率情况 (%)

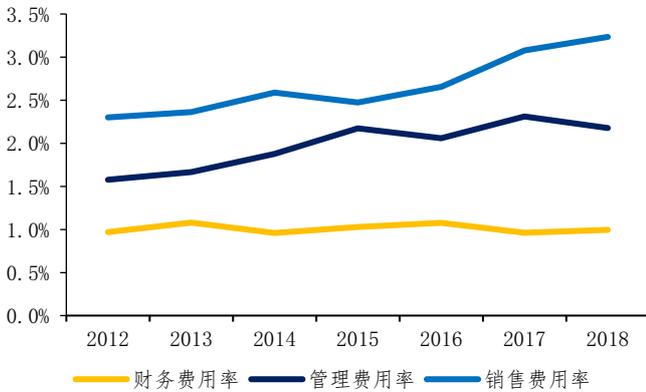


资料来源：Wind 资讯、长城证券研究所

随公司新业务拓展、规模扩大，管理费用率和销售费用率从 2012 年到 2018 年都有不同程度的增加。管理费用率从 2012 年的 1.58% 增长至 2018 年的 2.18%，销售费用率从 2012 年的 2.30% 增长至 2018 年的 3.23%。

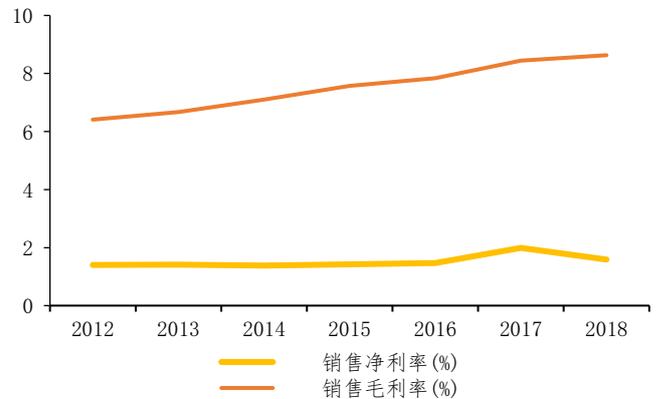
2018 年公司净利率为 1.59%，较 2017 年下降了 0.4 个百分点，其原因在于 17 年公司收到资产处置费用 4.88 亿，剔除 17 年外，公司净利率近几年存在明显的上升趋势，我们其原因在于高毛利率业务占比提升、规模效应体现所致，预计未来仍有望维持。

图 9：2012-2018 年九州通三项费用率情况



资料来源：Wind 资讯、长城证券研究所

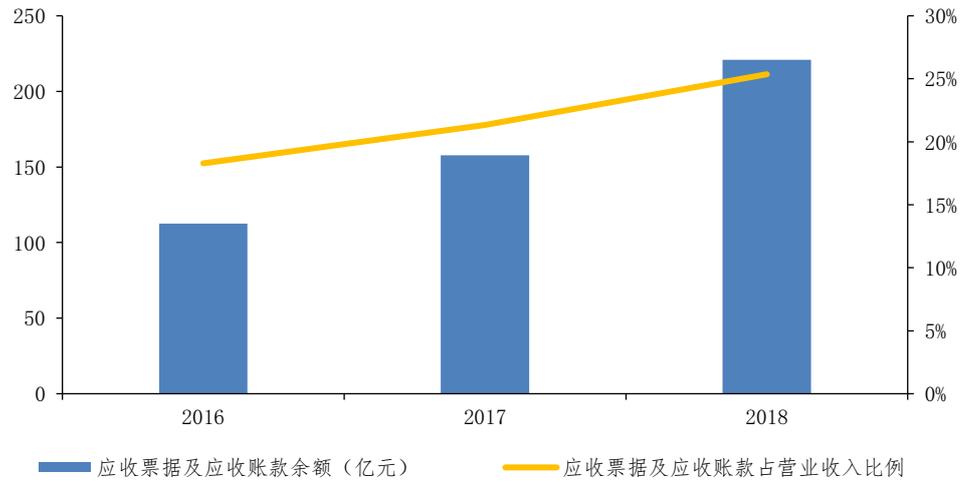
图 10：2012-2018 年九州通净利率与毛利率情况



资料来源：Wind 资讯、长城证券研究所

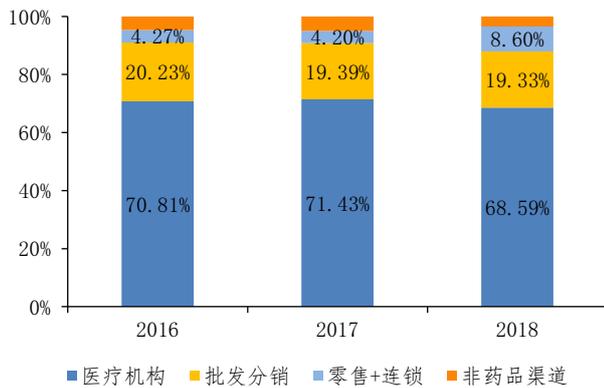
随着公司营收规模进扩大，公司应收票据及应收账款增长迅速，从 2016 年的 112.58 亿元增长至 2018 年的 220.96 亿元。分渠道来看，医疗机构业务占比和增长幅度最大，其原因在于医疗机构一般处于产业链强势地位，容易出现押账等现象，2018 年医疗机构应收票据及应收账款增加额为 38.85 亿元，占当年增长额的 61.49%。由于医疗机构无法通过价格和服务优势快速回款，只能授予客户较长的信用期限，导致应收票据及应收账款余额增长较快。

图 11: 2016-2018 年九州通应收票据及应收账款情况



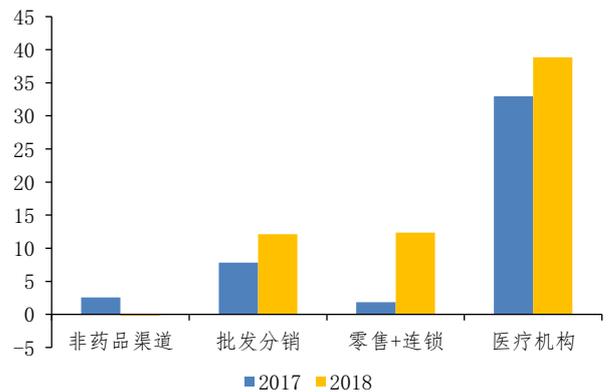
资料来源: Wind 资讯、长城证券研究所

图 12: 2016-2018 年应收票据及应收账款各渠道占比



资料来源: Wind 资讯、长城证券研究所

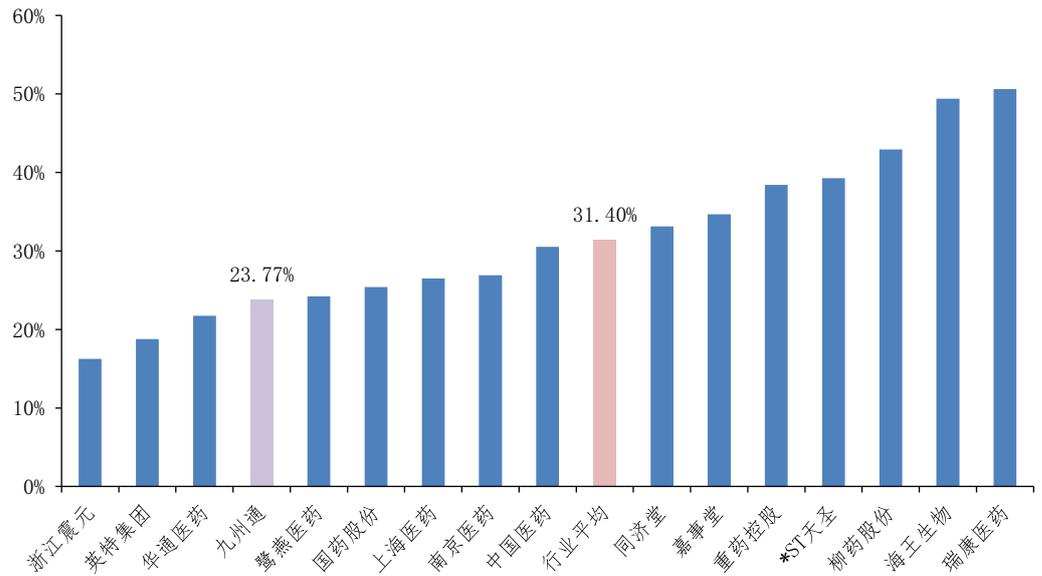
图 13: 2017-2018 年各渠道应收票据及应收账款增加额



资料来源: Wind 资讯、长城证券研究所

与同行业相比,公司 2018 年应收账款余额占营业总收入占比为 23.77%, 低于行业平均水平 (31.40%)。应收占比低于行业平均值主要是由于客户中下游分销商、零售药店、诊所、民营医院等占比较高, 其按照市场化原则采购药品, 公司利用服务优势、价格优势等换取了该类客户的快速回款。而二级医疗机构, 往往受制于该类客户在药品流通链条上的优势地位, 应收账款账期往往较长, 未来随着医疗机构渠道的拓展将趋于平稳, 预计现金流压力将会有所改善。

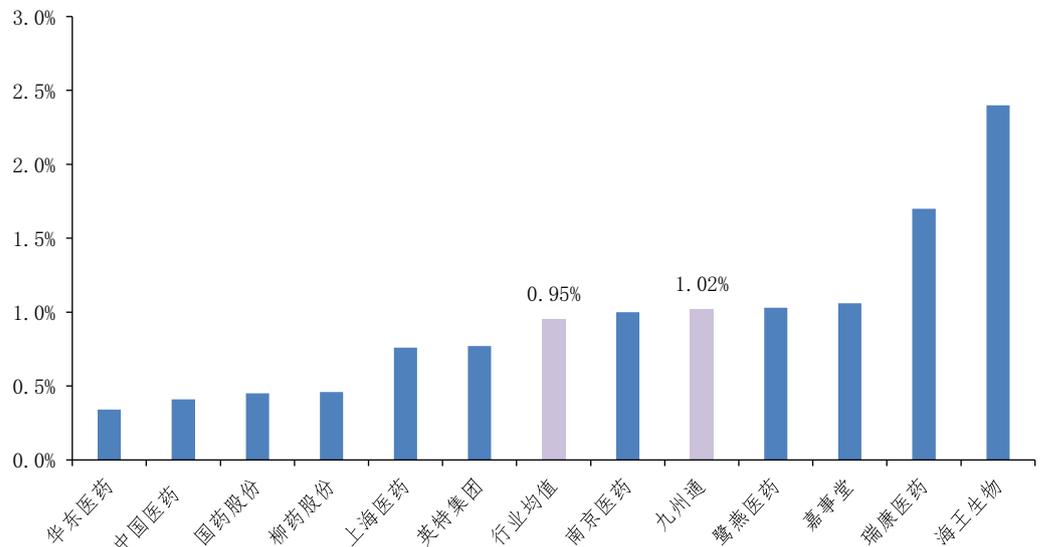
图 14：2018 年九州通与同行业应收账款余额占营业收入比重情况



资料来源：Wind 资讯、长城证券研究所

下游医疗机构往往会利用自身强势地位，拉长账期，再加上业务规模扩大导致存货增加，公司营整体运资金需求量不断增加，反映到利润表中，近年来利息支出持续增长，从 2016 年的 6.71 亿元增长至 2018 年为 8.89 亿元。与同业比较，公司利息支出占营收（1.02%）略高于行业平均水平（0.9%），符合流通行业特点。

图 15：2018 年九州通与同行业利息支出占营业收入比重情况



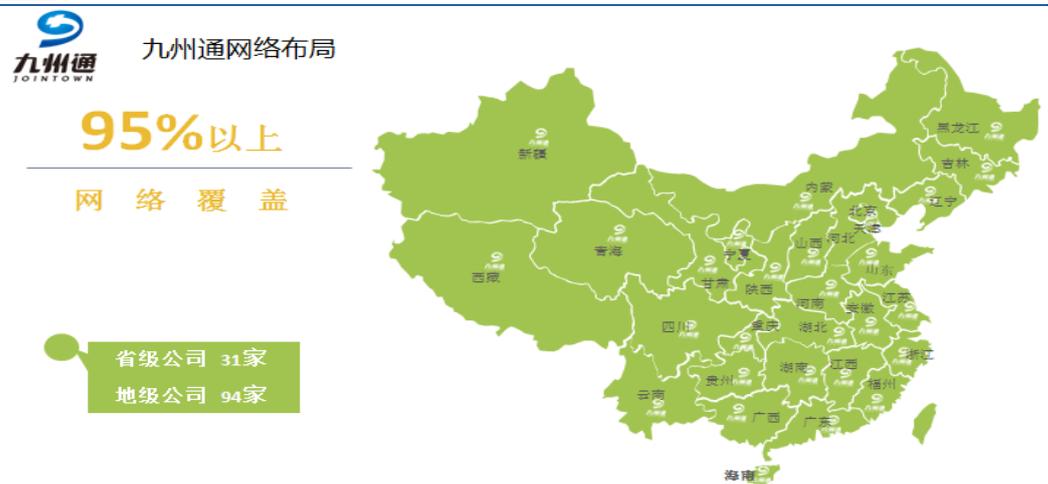
资料来源：公司公告、长城证券研究所

## 2. 产品独立，渠道共享，平台价值逐步体现

九州通是国内排名靠前的全国性医药商业公司，已经建立起覆盖全国 95% 区域的销售网络，是现有全国性医药商业企业中销售网络覆盖面最广的企业之一。

2014 年 8 月公司投资设立专业医药物流公司——九州通医药集团物流有限公司，作为全集团物流资源整合及战略管控中心，负责整合全集团物流资源，目前物流公司垂直管理 125 座物流中心，拥有 200 万平方米 GSP 库房，配送范围覆盖全国 31 个省市自治区，311 个地级市，拥有 867 条线路，营销网络覆盖中国大部分行政区域，广度与深度优势明显。

图 16：九州通营销网络图



资料来源：公司公告、长城证券研究所

推进物流网络布局的同时，公司还积极进行现代医药物流流程以及相关物流技术的研究，是国内为数不多的进行现代物流技术自主研发与医药物流管理系统集成的企业之一。通过不断升级物流网络管理信息技术，在保持较低的物流成本和具有很高的运行效率的条件下，满足客户多批次、多品规、小批量、物流量大的要求，拓宽业务的范围，推动网点协作增效。

九州通利用强大的物流配送系统和信息网络系统，快捷有效处理客户订单，及时向下游客户提供配送服务，构造自身核心竞争优势。

图 17：九州通物流技术优势和网络与配送服务优势



资料来源：公司公告、长城证券研究所

九州通还积累了丰富下游客户资源，拥有 5200 家二级及以上高端医院客户、7.7 万余家二级以下基层医疗机构客户、10 万余家零售终端客户以及 1800 万 B2C 用户，建立了良好而稳定的业务关系。

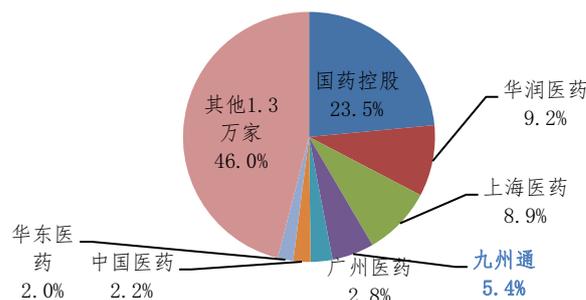
在营销网络健全、客户资源丰富的基础上，切合客户需求多样化的趋势，公司充分发挥渠道平台价值，以药品为基础，相继切入医疗器械、中药材及消费品等领域，满足客户一站式采购需求，降低采购成本，提高采购销量。

## 2.1 药品：基层优势明显，受益政策红利

药品批发是承载九州通集团其他业务的基础，统计数据显示，2018 年我国批发企业 1.4 万家，多呈现区域性特征，近两年国内药品流通市场受政策影响较为明显，全国两票制、医院药品零加成、医保控费等制度落地使得行业进入结构调整期，行业增速趋缓，终端纯销业务占比提升，中小型流通企业面临较大的资金及合规压力，龙头企业通过兼并重组和积极开发终端市场，不断增强自身分销业务能力。

2018 年国药控股、华润医药、上海医药、九州通四家国内流通龙头企业的批发（分销）业务均保持高于行业的增速水平，显示市场进一步集中，对比美国市场来看，美国前三大流通企业市场占比在 96% 以上，未来流通行业市场集中度提升仍存在较大的空间，预计龙头企业将能够持续保持高于行业增长水平。

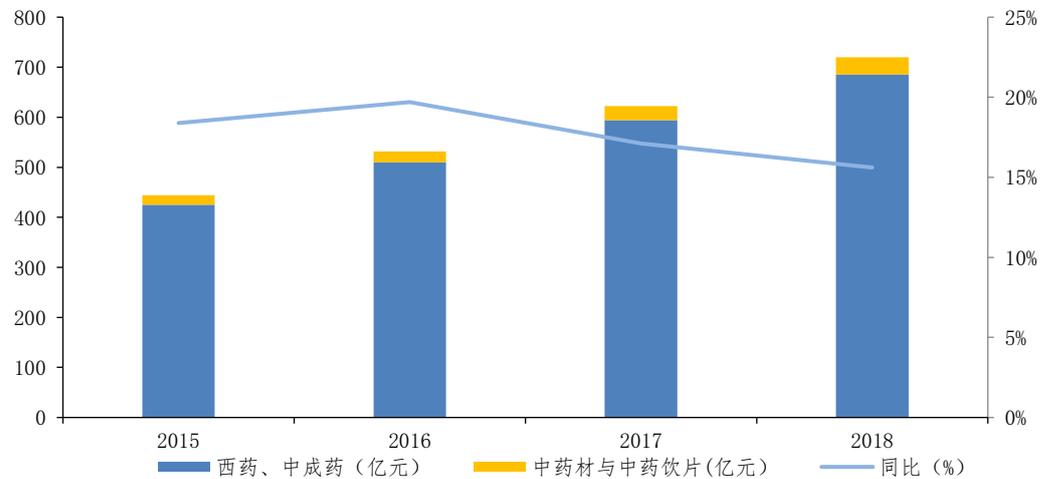
图 18：2017 年我国药品批发行业市场份额情况



资料来源：公司公告、长城证券研究所

2018 年公司核心药品业务（西药、中成药）实现销售收入 685.55 亿元，较上年同期增长 15.37%。销售毛利率 8.51%，较上年同期提升 0.41 个百分点。

图 19：2015-2018 年药品业务收入变动情况



资料来源：公司财报、长城证券研究所

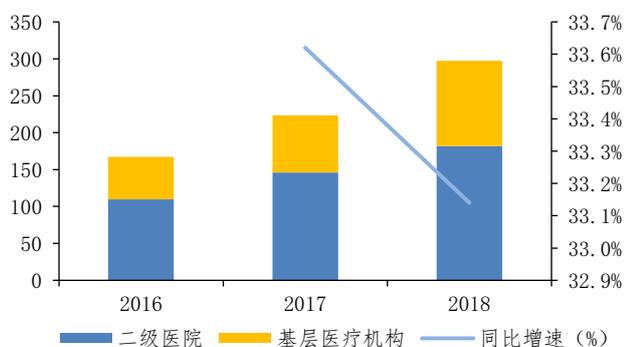
■ 分渠道来看：

首先，医疗机构领域：我国城市医疗市场空间大，临床用药刚需继续存在，公司利用已有积累的资源优势，积极拓展中高端医院渠道市场，抓抢院边店机遇，同时对账期较长且支付拖延的客户进行销售控制，二级及以上医院有效客户达 5,200 余家，2018 年实现销售 181.95 亿元，同比增长 24.49%。

其次，基层医疗市场：国内分级诊疗政策推进，基层医疗市场存在扩容机遇，公司顺应政策趋势，持续深耕基层市场，加快渠道下沉，目前覆盖二级以下基层医疗机构有效客户 7.7 万余家，2018 年实现销售 115.39 亿元，较上年同期增长 49.55%。

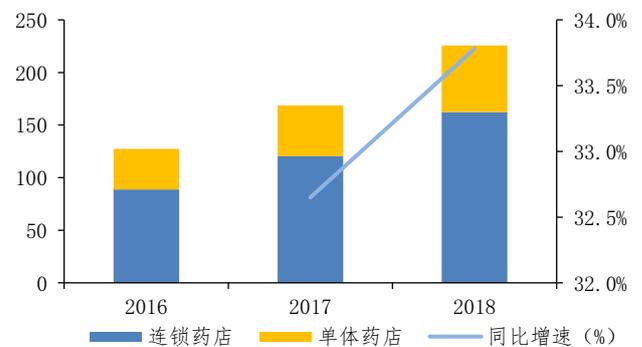
第三，零售终端市场，终端市场经营主体多、分散，规模小，市场竞争较充分，公司深挖小终端渠道，推动终端业务互联网化，2018 年连锁药店、单体药店的客户数量及营业额均稳步提升，分别实现 162.17 亿、63.49 亿，同比增长幅度分别为 18.65% 和 31.42%。

图 20：2016-2018 年二级医院和基层医院营收情况



资料来源：公司财报、长城证券研究所

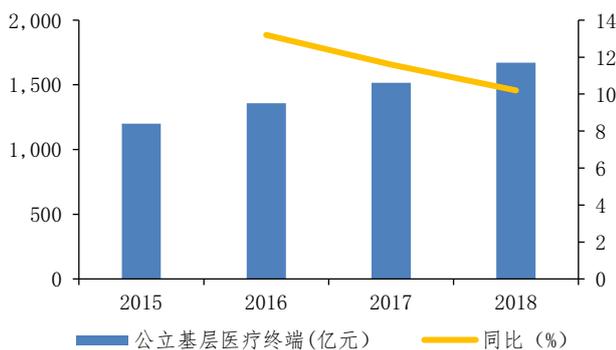
图 21：2016-2018 年连锁药店和单体药店营收情况



资料来源：公司财报、长城证券研究所

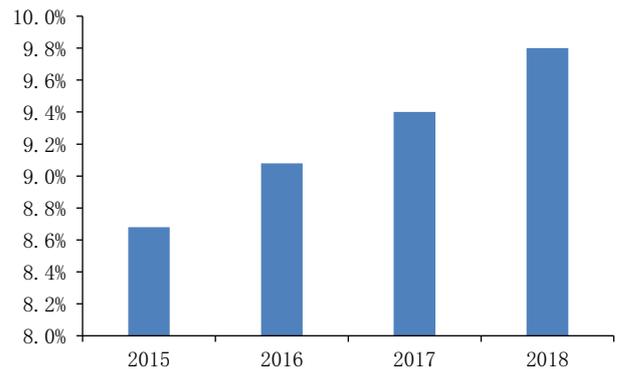
伴随国内分级诊疗制度推进，药品销售渠道下沉趋势明显，2015-2018年公立基层终端药品规模持续保持两位数的增长水平，市场份额占比持续提升。2018年国家卫生健康委与国家中医药管理局联合印发《关于进一步做好分级诊疗制度建设有关重点工作的通知》，截至2017年底，全国分级诊疗试点城市已达到321个，占地市级城市总数的94.7%，全国县域内就诊率达到82.5%，按照医改目标要求，到2020年县域内就诊率将达90%。同时松绑基层用药限制，2017年以来广东、北京、浙江、山东等多省市逐步放开基层医疗机构用药限制，非基药采购比例不断提升，分级诊疗制度持续推进有望进一步带动药品市场渠道下沉。

图 22: 2015-2018 年公立基层终端药品销售额情况



资料来源: 公司财报、长城证券研究所

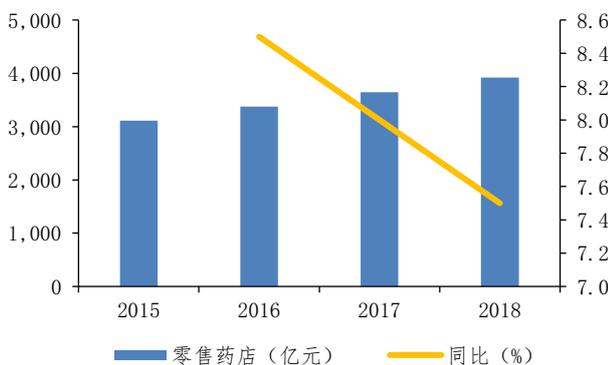
图 23: 2015-2018 年公立基层终端药品市场占比情况



资料来源: 公司财报、长城证券研究所

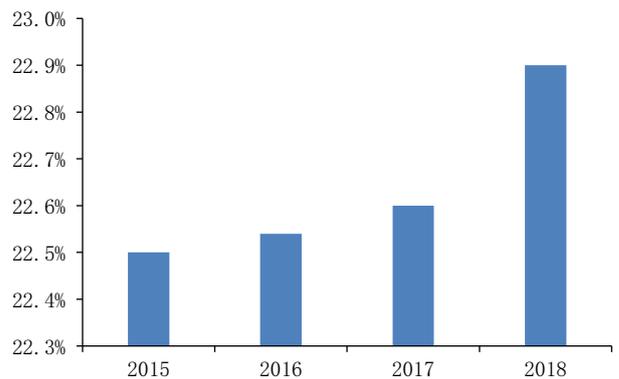
零售终端药品规模稳步增长,2018年销售额达3919亿元,同比增长7.5%,市占率22.9%,较去年同期上升了0.3个百分点。此外,受医院取消药品加成、4+7带量采购落地、医院处方外流等政策影响,零售渠道也一直保持高于行业平均幅度持续增长,市场份额逐步增加,且因“营改增”等政策的影响,传统的“倒票”模式难以生存,零售药店原有向区域小批发商无票低价采购模式无法持续,进而转向大型商业公司采购,龙头竞争优势更为突出。

图 24: 2015-2018 年零售终端药品销售额情况



资料来源: 公司财报、长城证券研究所

图 25: 2015-2018 年零售终端药品市场占比情况



资料来源: 公司财报、长城证券研究所

九州通深耕基层市场,创立以基层医疗机构、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的九州通模式,其“网络广、技术优、品种多、机制好”的优势在基层医疗机构、零售终端市场体现尤为明显。

随着行业政策的全面实行、公司经营质量提升和全渠道布局的战略需要，公司调整销售结构，销售渠道重点向医疗机构业务（特别是基层医疗机构业务）及零售终端渠道转型，由关注规模扩张向关注质量优先转变，充分利用互联网+，调整业务增长结构，降低成本，提高效率。

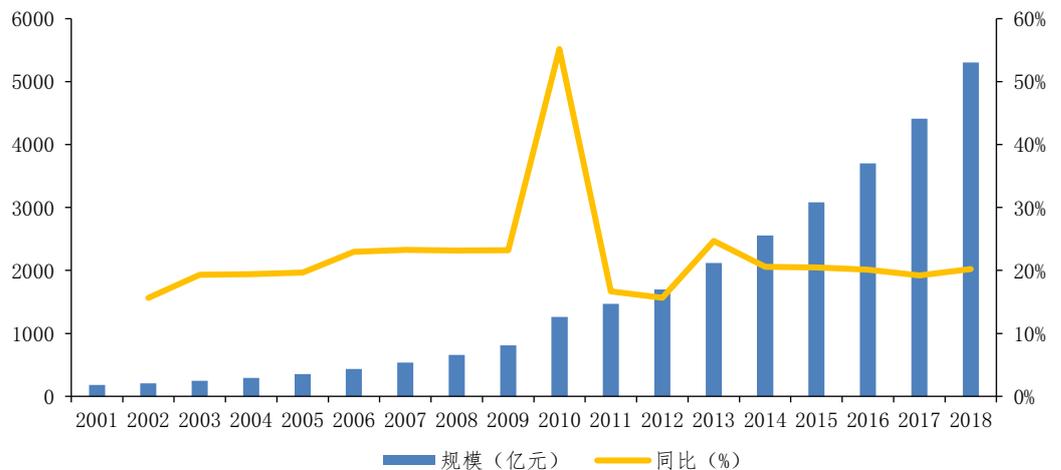
一方面打造基层医疗机构的服务平台，赋能做有质量的基层医疗并加强基层医疗机构的覆盖网络；打造 FBBC 服务平台，深挖小终端渠道并推动互联网化，逐步保持批发渠道合理比重并强化战略合作，未来有望持续受益于基层医疗机构、零售终端市场扩容，维持较快增长态势；另一方面利用已有积累的资源优势，加大医疗机构业务开拓，利用医院处方外流的趋势，完善线上线下结合渠道，布局院边店，提高市场占有率，双管齐下有望保持核心业务持续稳健增长。

## 2.2 器械：打造专业化服务平台，内生外延并重推进整合

### ■ 行业集中度向龙头集中

国内医疗器械市场持续保持高速增长，2018 年市场规模约为 5304 亿元，自 2012 年以来实现了超过 20% 的平均增速，伴随居民销售升级、医保支付水平提升，未来器械市场仍有望保持较快增长。

图 26：2001-2018 年国内医疗器械行业市场规模变动情况



资料来源：公司公告、长城证券研究所

由于医疗器械品种品规丰富，经营模式多样，且价格不透明，存在低门槛高毛利的情况，为中小器械配送企业留出较大的生产空间，因此相对于医药流通领域，器械流通的竞争格局更为分散，目前全国器械配送企业约为 18 万家，前十大流通企业合计占比不足 20%，因此，前十大流通企业有更大的整合空间。

表 2：国内医疗器械配送企业市场份额前十的企业

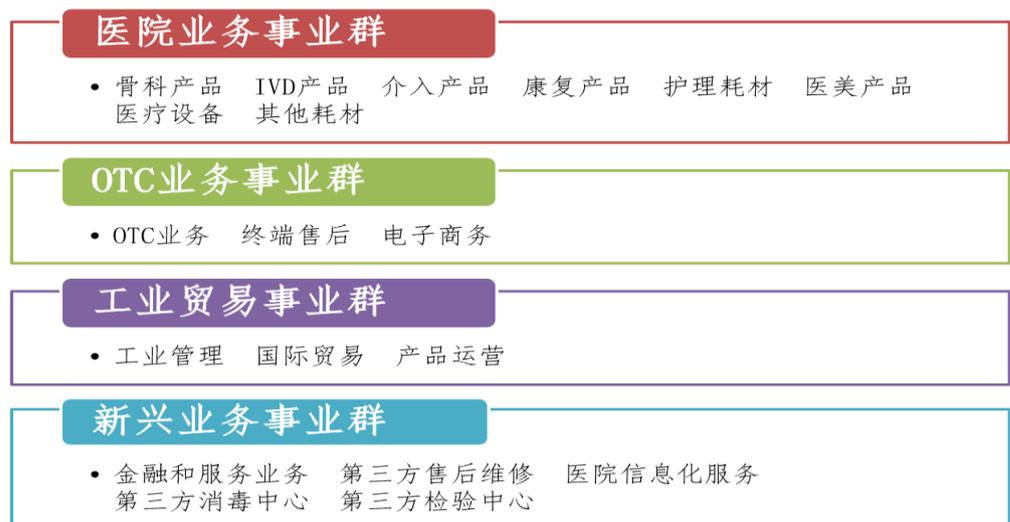
公司	2017 年市占比	2017 年营收（亿元）
国药集团	9%	397
瑞康医药	1.70%	73
华润医药	1.60%	71
嘉事堂	1.50%	69
九州通	1.50%	66
上海医药	1.40%	61
润达医疗	0.90%	41
迪安诊断	0.70%	30
康德莱	0.60%	27
海王生物	0.50%	24
合计	19.40%	859

资料来源：公司公告、长城证券研究所整理

伴随医药集采、两票制的推行，器械行业逐步跟随其后，2018 年多省市相继将高值耗材、IVD 纳入集采目录，同年九部委联合发文要求推行高值耗材两票制，行业行为持续规范化，有望压缩中小企业的市场空间，同样利好于行业龙头的形成。

九州通医疗器械集团是公司医疗器械和计生用品业务的承载主体，依托集团配送资源优势，器械集团覆盖医疗渠道、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，2017 年整体规模位居国内前五。

图 27：九州通医疗器械业务机构图

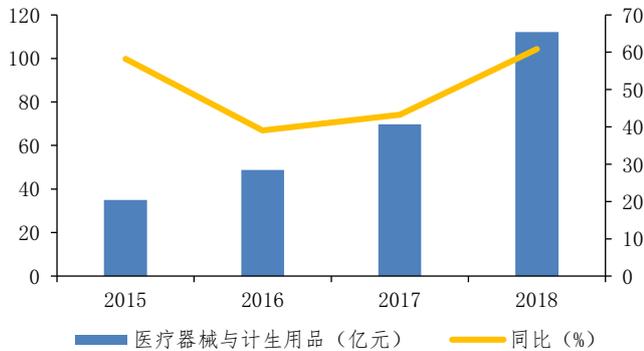


资料来源：公司网站、长城证券研究所

公司一方面积极参与市场整合，不断并购或新设子公司，2018 年新增并表子公司 16 家，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。

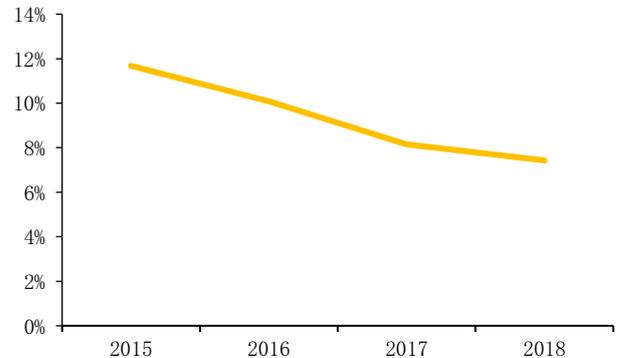
2018 年该板块实现营业收入 112.21 亿，同比增长 60.85%，销售毛利率为 7.43%，同比降低 0.72 个百分点，毛利率下降的原因在于 2018 年公司与战略客户强生合作进行超声刀、吻合器等专业产品平台配送业务达 31.49 亿，该部分毛利率较低（5.87%），拉低了整体毛利率水平。

图 28: 2015-2018 年医疗器械业务营业收入变动情况



资料来源: 公司财报、长城证券研究所

图 29: 2015-2018 年医疗器械业务毛利率变动情况



资料来源: 公司财报、长城证券研究所

公司依托完善的配送平台、丰富的上下游客户资源，发挥其在产业供应链中的优势，重点打造专业的医疗器械服务平台，拥有 OTC 终端和医院终端两大专业的医疗器械业务运营团队 1,600 余人，利用“智能采购平台”、“柯尼兹终端服务品牌”、“医院业务六大模式”等为医疗器械的上下游客户提供专业的产品服务：

在 OTC 终端，利用丰富经营产品资源优势，为客户提供精准的门店医疗器械品类经营规划解决方案、制定定制化促销活动方案，重点培育终端服务品牌-柯尼兹，提供家用医疗器械商品售前、售中、售后及维修保障服务，柯尼兹健康器械服务中心是在厂家售后服务授权下，由公司器械集团向终端销售点派驻专业的导购及售后服务人员，旨在为客户带来更加专业、全面的服务，目前已经获得了 10 多个国内外知名厂家的售后服务授权，拥有 40 个维修中心、全国联网的 400 家售后服务网点，能够为会员门店提供全方位的后支持，强化客户黏性。

图 30: 九州通 OTC 医疗器械整体解决方案

OTC 医疗器械整体解决方案

- ✓ 器械占比普遍 2%-5%，品类结构单一，集中在三高、耗材、计生，**缺乏新品补充**。
  - ✓ 品规多、供应商多，**品类管理难、供应商管理成本高**。
  - ✓ 产品规划无针对性，**门店坪效受影响**。
- 零售药店医疗器械经营痛点

连锁门店医疗器械经营整体解决方案
- ✓ 售后问题难以解决，周期长，阻碍器械销售的**拦路虎**。
  - ✓ 追求高毛利，但难以上量，忽视品牌产品，**丢失主流市场份额**。
  - ✓ 店员的器械专业技能弱，动销差、不敢卖，不会卖。
  - ✓ 门店促销活动形式单一，经销商、厂家支持少。

资料来源: 公司网站、长城证券研究所

在医院终端，聚焦专业化业务（骨科、耗材、IVD 等）和医疗设备业务，前者通过专业的核心骨干团队，发挥在上游供方资源、资金和供应链方面的核心优势，形成总经总代、渠道分销、医院直配、集中配送、金融租赁、检验科打包、投放业务为主的业务模式，以及为客户提供物流平台、第三方物流、委托配送、院内智慧物流的供应链解决方案和业务合伙人、众筹模式、招投标资源共享体系等平台共享解决方案，紧密连接上下游客户。后者则通过二级经销商网络，推进融资租赁项目，组建专业化的售后维修服务团队，构建配件交易平台。

图 31：九州通医疗器械六种业务模式



资料来源：公司网站、长城证券研究所

我国医疗器械市场持续稳健增长可期，伴随器械招采、两票制等制度的推行，流通环节存在更大的整合空间，九州通器械集团借助公司完善的营销网络、下游客户资源，覆盖了 OTC、医疗机构、电商等多种渠道，并持续发挥其在产业供应链中的优势，重点打造专业的医疗器械服务平台，持续并购或者新设子公司，扩大营销网络布局，同时导入更多产品，推动器械业务持续稳健增长。

## 2.3 中药材与中药饮片：构造产业闭环，匠心打造品牌

九州通中药产业发展有限公司（2015 年更名为九州天润中药产业有限公司）是公司中药业务的统一平台，下属有 30 余家子公司，包括以湖北金贵中药饮片有限公司等 6 家生产公司、九州通安国中药材有限公司等 3 家药材公司、健康园商贸等电商企业，拥有“九信”、“九州天润”、“金贵德济堂”、“臻养”和“真仁堂”等产品品牌，以及“珍药材”、“九州上医”等服务品牌。

九州天润布局中药全产业链，经营范围涵盖中药材种植、贸易、研发生产、产品销售、医院营销、中医馆连锁、标准煎药服务、电子商务等，重点打造中药研发、中药材、中药工业、中药商业、中医药服务等五大产业，已开发生产包括普通饮片、精制饮片、直接口服饮片、毒性饮片、参茸贵细、药食同源等在内的多种类别系列产品。

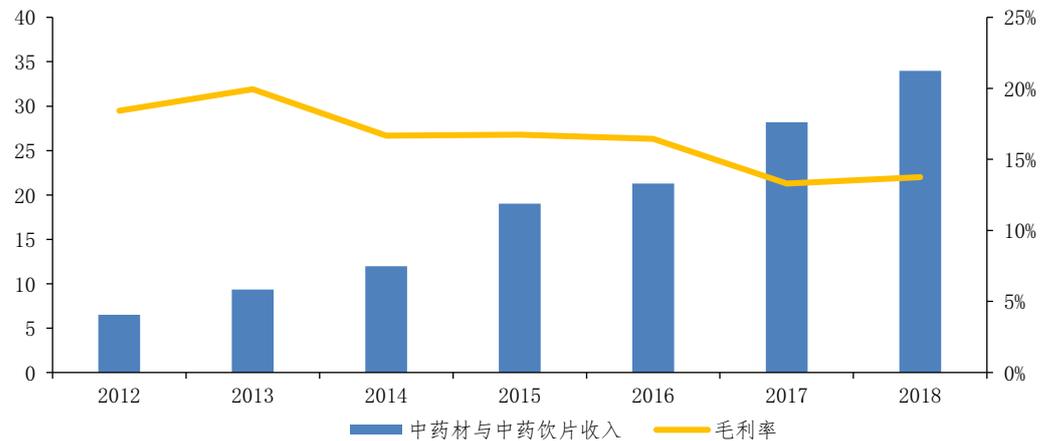
图 32：九州通中药板块产业图



资料来源：公司网站，长城证券研究所

中药材与中药饮片业务继续保持良好增长，销售收入从 2012 年的 6.52 亿元增长至 2018 年的 33.97 亿元，复合增长率约 32%。销售毛利率基本不变，2018 年为 13.74%，较去年同期提升 0.44 个百分点。

图 33：2012-2018 年中药业务收入规模及毛利率变动情况（亿元）



资料来源：公司财报、长城证券研究所

中药饮片是我国传统的中药产业的三大支柱之一，近年来伴随国家促进中医药发展、以及扶持三农政策的实施，中药饮片享受诸多政策红利，如不纳入集中采购、允许医院药品加成、不占药占比等等，推动我国中药饮片产业的市场容量不断扩大，统计数据显示，2018 年国内中药饮片市场规模已超过 2000 亿，同比增长 16.7%，高于同期医药行业整体增长水平。

同时产业多、乱、散、小的竞争格局较为突出，监管困难、品质失准导致下游深受其害，2018 年药监局回收中药饮片 GMP 证书 96 张，8 月份下发《中药饮片质量集中整治工作方案》，决定自 2018 年 8 月至 2019 年 10 月在全国范围内开展为期一年的中药饮片质量集中整治，强化行业监管、落实规范、保障品质，推动行业健康发展。

九州天润强化品牌建设，聚焦以“九信”品牌的诚信中药定位，建立以质量为基础的品牌管理体系，进行品牌中药营销，构造产业闭环：

**中药研发：** 公司与中国中医科学院、中国医学科学院成立行业内第二家专业中药技术研究院-九州通中药研究院，在中药资源、中药饮片、中药健康产品、中药制剂等多领域进行创新研究，构筑业务核心竞争力。

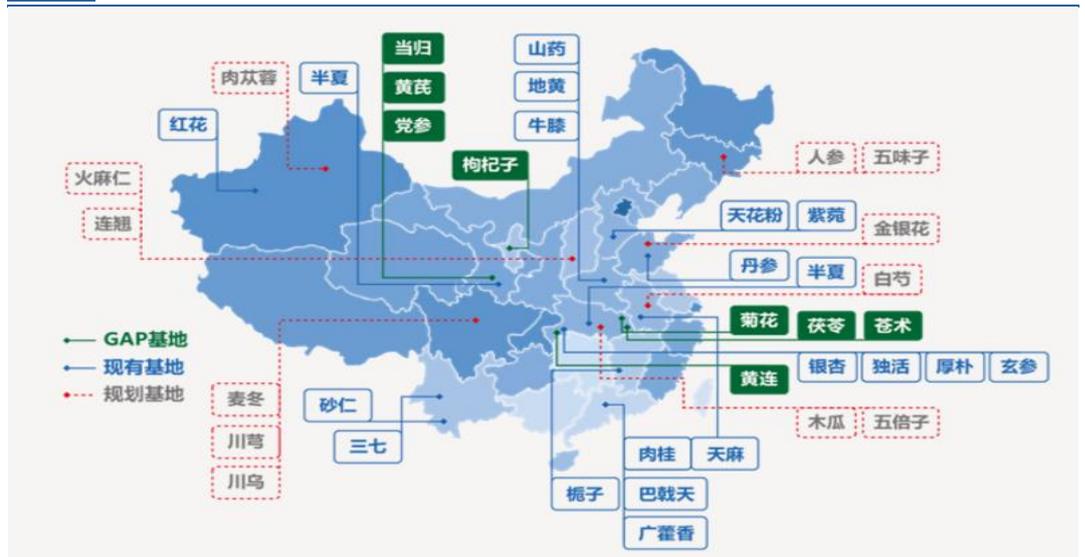
**中药种植：**通过自建 GAP 道地药材基地把控一手货源，目前拥有 28 个中药种植基地，其中恩施黄连、罗田茯苓、宁县枸杞等 8 个基地通过国家 GAP 认证，GAP 基地数量位居全国第一，实现产地直供，保证药材安全、有效、稳定、可控。

**中药生产：**公司按照新版 GMP 要求，已经建成了 7 家现代化饮片生产企业，分布于湖北武汉、湖北黄冈等地，每个饮片厂聚焦少数核心品类产品，统一管控优势品种，形成完善品控质管体系。

**中药分销：**公司依托自身覆盖全国的物流体系、渠道资源，在全国广泛销售，开发与中药业务相匹配的现代中药物流管理系统，打造闭环的中药材可溯源体系，为客户提供安全可靠原料供应保证。

**终端销售：**九州天润利用公司客户资源进行品牌中药营销，目前业务覆盖全国 95% 的行政区，覆盖 10 万+家客户，OTC 客户覆盖率全国第一；同时公司强化医疗机构合作，根据市场需求开发经古名方、高端粉剂等，稳步推进标准煎药业务，截至 2018 年末已建成并投入运营 11 家煎药中心，与 220 余家医疗机构建立了稳定合作关系；公司打造“九州上医”中医诊疗品牌，截至期末武汉地区已投入运营 5 家上医馆，签约坐诊专家 80 人。

图 34：九州通 GAP 种植基地布局情况



资料来源：公司网站、长城证券研究所

九州通依托集团物流资源，在中药材领域布局中药材种植、加工生产、物流配送、终端使用等全产业链，构造闭环可溯源体系，匠心打造品牌，破除行业无标准化的局面，在强监管的行业背景下，市场对高品质中药材资源需求越来越大，公司抢占 OTC 渠道，不断突破医院终端，有望带来市占率持续提升。

综上，九州通已经建立覆盖全国的营销网络，是现有全国性医药商业企业中销售网络覆盖面最广的企业之一，客户群体涵盖城市医疗机构、基层医疗机构、零售终端客户，并在基层市场、零售终端树立竞争优势；公司 2014 年成立专业的医药物流公司，统一调配集团资源，共享客户，业务范围逐步由药品拓展到器械、中药材等，满足客户一站式的采购需求，彰显渠道平台价值；受益于流通行业政策变化、分级诊疗持续推进，基层医疗市场增速明显高于行业平均，公司立足基层，享受政策红利，内生外延并重，未来有望持续保持高于行业增长水平。

## 3. 电商+实体切入终端市场，FBBC 生态蓬勃发展

### 3.1 线上线下互动，切入终端市场

在发展医药批发业务的同时，九州通还积极布局线上、线下业务，紧密互动，切入终端市场。

公司 2003 年成立了好药师连锁大药房连锁有限公司（以下简称“好药师”），主营医药零售业务，利用其现有配送能力、营销网络和品种资源，在条件成熟的省、市、自治区开办和发展零售连锁业务，截止到 2018 年好药师在 14 个省市拥有实体药店（含加盟店）1287 家，增加了 334 家，实现销售收入 10.43 亿。

图 35：九州通好药师全部布局情况



资料来源：公司网站、长城证券研究所

九州通还是国内最早涉足线上业务的企业之一，2010 年公司在北京成立了好药师网，从事 B2C 医药电商业务，2018 年整合集团 B2B、B2C、O2O 三种电商新业务和终端批发业务、自营连锁业务，并调整发展战略，由前期追求规模导向转向以经营质量和客户体验为重心的策略，为厂商提供全方位增值服务以保障厂商、好药师及平台方三方共同利益，同期实现营业收入 9.17 亿元，较上年同期下降 14.93%。

目前九州通电商业务重点构造六大业务板块、两大特色服务：

图 36：九州通电商业务布局情况



资料来源：公司公告、长城证券研究所

B2C 业务重点打造了好药师官网 PC 端+好药师 APP+微信商城+O2O+远程医疗服务，依托全国 1135 家线下门店资源，借助九州通网络和实体医院及医生资源，依托九州通上游供应链资源、物流配送系统，形成线上线下，信息数据互通，给顾客提供医+药一站式便捷、专业的健康管理服务。

O2O 业务以好药师 APP 为原点，以集团 FBBC 会员店为开发基础，全国上线 500 多家店铺，覆盖全国 20 个一二线城市，与美团外卖、饿了么、京东到家、百度外卖、平安好医生五大平台深度合作，提供覆盖周围三公里的一小时配送服务，打造全国立体化“5 仓+20 城”的送药网点。

公司线下、线上互动，形成一个依存关系紧密的平台，线下门店以门店客户为基础，通过引入线上平台的应用，为用户提供药品及其相关产品的同时，还为用户提供健康管理及相关健康咨询服务。

在处方外流政策的驱动下，好药师组建了专业的处方药事业部，整合九州通研发资源，搭建好德医处方审核及流转云平台、好药师云方两套处方流转系统，联合实体医疗机构、智慧医疗、互联网医院等成立处方流转生态联盟，联盟成员资源共享，共同搭建未来的处方流转生态体系；成立专业的药师服务中心，为消费者提供专业的用药指导，并为处方药流转提供专业的审方支持。

公司还联合上游工业企业布局专业药房，2018 年公告同步长制药拟以不超过人民币 1 亿元合作投资医药公司（公司持股 49%），全面推进部署专业药房业务（包括院内专业社会药房、DTP 药房、院边药房、院边门诊），拟投入资金设立各地专业药房连锁公司共同开展连锁业务，进一步丰富公司在零售终端市场的布局。

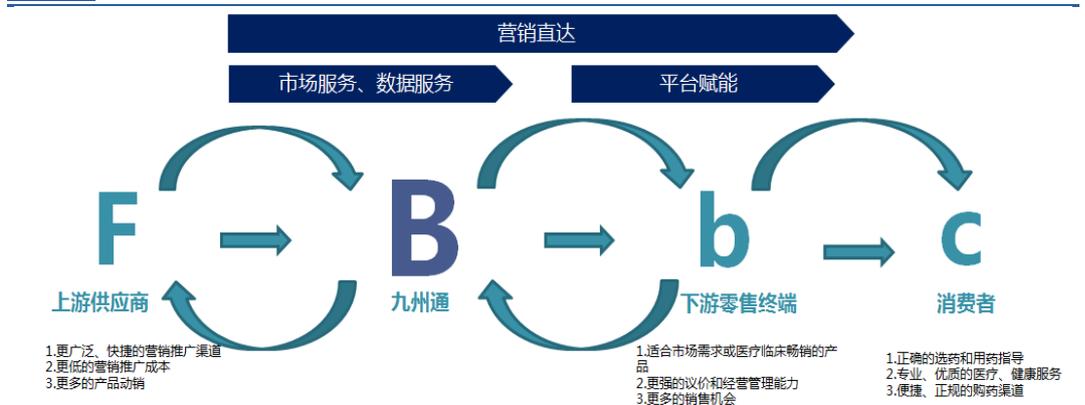
### 3.2 打造 FBBC 生态圈，强化“厂-商-店”合作黏性

公司针对单体药店和民营诊所的巨大潜在市场，进一步拓展了 FBBC 全产业链电商业务新模式，打造单体药店/民营诊所的虚拟连锁总部。

在 FBBC 业务模式中，F 代表上游供应商（药厂）、第一个 B 作为中间分销商（以九州通为主）；第二个 B 是药店（及民营医疗），C 为消费者，该业务体系连接药厂/供应商、终端客户、消费者，以九州通互联网平台为核心，帮助厂商实现产品向更广泛终端的快速

分销，并有能力转化为消费者的最终消费，同时促使终端门店转型新零售，提升门店对消费者服务，满足企业动销、终端议价的需求，强化“厂-商-店”合作的黏性。

图 37: 九州通 FBBC 业务模式



主要包括三大平台功能：

(1) B2B 交易平台：工业企业（供应商）借助智药通 APP，供应商实现库存、补货业务协调；巡店、教育、直接下单，市场人员管理与绩效，更为便捷进行市场拓展；该平台从自营并逐步向三方开放，引入纯销供应商、控销供应商、具备独家品种的商业公司等到平台经营，与公司经营产品形成互补，丰富产品种类；平台与新媒体结合，通过黄金单品周进行营销宣传，提升了各厂商产品在小终端市场的营销能力和覆盖速度。

图 38: 九州通 FBBC 体系中供应商服务平台



(2) B2C 交易平台：以覆盖终端会员店为种子商家，通过互联网、医学服务等促进终端门店转型医药新零售，将其发展成为网上药店，丰富品种结构，提高经营效率、管理水平，共享线上客户；建立第三方医药 B2C 交易服务平台，并以云 ERP 为中心，连通远程医疗拓展 B2C 及 O2O 业务，撮合药店与消费者药品交易；为药店搭建销售平台及获取订单，并依托九州通强大物流资源，及时给药店调配物流资。



- 终端队伍数量庞大：公司设立 31 家省级公司，96 家地市级公司，拥有 1600 多名小终端业务人员、3000 多人的终端有序营销队伍，可以进行有效终端合作药店的开拓；
- 覆盖客户数量众多：公司连接全国 13 万家药店（诊所）终端，并择优开通会员店，建立覆盖全国的配送保障体系；
- 集团内部资源丰富：公司旗下好药师大药房为全国百强连锁企业，门店数量覆盖全国十多个省市，并通过 B2C、O2O、云 ERP、DTP 合作药房、远程医疗、煎药中心等提供健康咨询、慢病管理、一小时免费送药上门等全流程一体化服务。
- 物流配送体系完善：公司拥有覆盖全国的物流配送网络，完整的冷链药品质量管理体系，能够及时响应上下游客户需求。

九州通 FBBC 生态体系首先提升厂商产品在小终端市场的营销能力和覆盖速度，利用信息技术和物流能力，为客户提供的委托配送业务，降低客户经营成本；其次赋能终端药店，提供远程医疗平台和处方接入，线上和线下的运营，为药店商家争取更多更稳定的消费者流量；第三实现信息流互通、物流资源共享，消费者需求在药店、分销商、厂商间快速流转，满足“厂-店-客”多方需求，平台开放以来，在线交易金额、日活跃用户数量持续增加，推动其他业务共同发展。

综上，九州通积极布局切入终端市场，旗下好药师在 14 个省市拥有实体药店（含加盟店）1287 家，联合步长制药部署专业药房，同时整合线上资源推进电商业务，线上线下形成一个依存关系紧密的平台；针对单体药店和民营诊所，公司进一步拓展了 FBBC 全产业链电商业务新模式，打造单体药店/民营诊所的虚拟连锁总部，满足“厂-店-客”多方需求，在线交易金额、日活跃用户数量持续增加，进一步扩大客户覆盖面，强化对终端客户的把控力度，推动公司业务协同发展。

## 4. 把控渠道、覆盖客户，拓展新业务，带来盈利模式改变

公司利用自身配送网络优势，覆盖基层医疗构、零售终端，不断培育开拓新业务，带动高毛利总代理事业部、工业业务、第三方物流业务快速发展，有望带来盈利模式转变。

### 4.1 总代理事业部：分销到销售

总代理事业部是九州通医药集团战略业务之一，负责全国总代理产品的洽谈引进、销售管理、售后服务工作以及自有产品的营销管理工作。

总代理事业部利用九州通全国营销网络和配送网络，以产品全国总代理或者产品贴牌方式获取优质产品资源，由专业的产品推广管队，采取商业分销、商业控销、药店控销、医疗传销等营销方式，凭借专业的产品运作，广阔的网络覆盖、高效的配送服务，实现从配送到销售的跨越，大幅提升核心竞争力和毛利水平。

总代理事业部以市场和客户为导向建立团队，2018 年下设 7 个事业部群，核心团队具有丰富的产品运作和渠道管理经验，拥有总代理产品 900 余个，供应商 420 余家，共实现销售 29.33 亿元，较上年同期增长 67.12%；毛利率 23.07%，与上年同期持平，60 多个品种经营规模超过千万元。

伴随国内医药行业经营环境变化，九州通总代理事业部面临较好的发展机遇：

首先，国内 OTC 市场管理趋于精细化，“广告+商业渠道”的运作模式日渐式微，部分 OTC 企业虽然在早期通过广告塑造耳熟能详的品牌，但受多种因素的影响，逐步在市场竞争中落伍，其产品在部分省市处于自然销售状态；

其次，品牌企业重视主流连锁，开展战略合作，给予主流连锁比其他药店更好的合作条件，但对于大多数单体药店或者非主流连锁零售终端关注有限；

第三，4+7 落地后，部分品种或将会由医院市场转向零售市场销售，两种销售模式差异迫切需要生产企业选择新的合作伙伴。

公司在渠道网络广覆盖的同时，通过终端连锁、FBBC 把控终端资源，自建推广团队深度覆盖药店、基层医疗机构、诊所等，已经成为国内众多知名 OTC 产品的第一大经销商，伴随市场环境变化，公司总代理业务有望持续扩大，实现配送到销售的转变。

### 4.2 医药工业：商业到工业

医药工业的高毛利率吸引商业公司横向布局，对比来看，国内前三大流通企业国药控股、上海医药、华润医药均是商业、工业并行的业务布局，九州通在工业的布局也在紧锣密鼓的展开：

#### ■ 药品生产

在北京和山东建立了自己的药品生产基地，2018 年京丰制药大兴新厂和博山制药药品一致性评价取得阶段性的进展，其中盐酸二甲双胍片已提交补充审评资料，卡托普利片完成 BE 试验，头孢唑辛酯片、羟苯磺酸钙胶囊、奋乃静片、硝酸异山梨酯片、盐酸氯丙嗪

片完成中试生产工艺研究，奋乃静片两个规格、硝酸异山梨酯片、盐酸氯丙嗪片完成中试工艺放大生产，头孢呋辛酯片完成中试工艺放大生产。此外公司还将会通过产品研发、企业并购或批文引进等方式，围绕病种趋势进行产品线布局，和国内许多知名的药品研发公司进行合作，抢占产品资源。

#### ■ 中药饮片

下设 7 家现代化饮片生产企业，分布在湖北武汉、湖北黄冈、湖北麻城、北京、上海、河北安国、新疆乌鲁木齐等地，可生产普通饮片、精致饮片、毒性饮片、小包装饮片、直接口服饮片、参茸贵细、药食同源等多个系列产品，成为 OTC 市场中中药饮片第一品牌，公司积极开拓饮片医疗市场、拓展新的产品品种、促使产能不断释放。

#### ■ 医疗器械

现有两大自有工业产品体系——美体康系列、阳光宜康系列，目前分别主打家用医电、普通耗材两大类产品：美体康品牌定位是为中国消费者提供更高性价比的家用医疗电子产品、为下游经销商/零售商提供医疗器械销售整体解决方案，现已覆盖血压计、护具、体温计三大类。阳光宜康向市场主要推广医用耗材（皮肤缝合器、医用胶带、透气胶带、橡皮膏、输液贴、瓶 C 口贴、采血贴以及棉签等耗材）、机械设备（膏药涂布机、贴片机、分切机、医用胶带涂布机、复卷机、裁切机、输液贴机、瓶口贴机、创可贴机、棉签机等机械设备）两大类产品。

公司重点完善自产品营销体系，整合自产品在分销和医疗机构的营销能力和潜力，加强重点产品在终端渠道和区域市场的销售突破，公司医药工业实现销售收入 15.45 亿元、较上年同期的增长 29.53%；销售毛利率 23.69%，与上年同期基本持平。

### 4.3 第三方物流：配送到服务

公司已在全国完成 31 个省级物流中心和 96 个地市级物流中心的布局工作，进一步完善了公司的全国性医药物流配送体系，延伸覆盖了医药物流配送的服务区域范围，是全国医药商业企业中覆盖范围最广的医药物流企业之一。

公司下属企业湖北九州云仓科技发展有限公司，主营业务为物流供应链科技服务，专注于物流规划设计、软件产品、智能物流设备与技术总集成服务。目前九州云仓智慧物流供应链平台完成集团下属 20 座核心枢纽物流中心数据集中并网、实现信息共享互通、业务平台化与网络化经营、运营垂直化与数字化管控。平台一体调度协同运营方、物流合伙人、承运方等资源为医药、食品生产及流通企业提供覆盖全国的物流仓储、运输、配送一体化物流解决方案。为国内 150 余家知名医药生产企业、流通企业，如天津金耀、云南白药、广东大参林、青岛百洋医药等提供物流科技集成服务。

公司下属企业九州通医药集团物流有限公司还获得武汉海关许可设立公用型保税仓库，该仓库拥有 5,946 平米的独立区域，库存容量超过 12 万件，将有利于公司扩展进口药品、器械、消费品等品类业务，提升采购效率；并为上、下游客户提供国际国内全程一站式医药物流及供应链服务，缩短进口商品在途时间，提高清关效率。

公司现有物流体系除了满足公司自营业务需求外，积极开发第三方物流业务，并利用公司物流管理经验优势对外输出物流管理服务，提升公司效益。截至 2018 年底，公司共有 22 家子公司取得药品第三方物流资质，10 家子公司取得器械第三方物流资质，实现含税收入 1.74 亿元，较上年同期增长 59.96%。

同时，公司冷链事业部加快冷库建设并全面升级和改造冷链设备，期内新建 76 个冷库，新增冷库面积 5,382 平方米，2018 年底全集团完成 341 个冷库建设，冷库面积达 27,382 平米。同时更新二、三级子公司的冷链设备，以使全集团冷链物流全面符合国家标准，公司冷链支持业务销售 29.46 亿元，较上年同期增长 16.6%。

九州通利用自身配送网络完善、深度覆盖终端客户资源等优势，不断培育开拓新业务，推动其由配送向销售、工业、服务等转变，高毛利总代理事业部、工业业务、第三方物流业务快速发展，或将有望带来盈利模式转变。

## 5. 盈利预测与估值水平

九州通是全国最大的民营医药流通企业，在全国省级行政区域规划建设 31 个省级医药物流中心，设立 96 家地市级分销物流中心，营销网络覆盖了中国大部分的行政区域，具有营销网络的广度和深度优势，核心竞争优势突出。

公司深耕基层市场，上下游客户资源丰富，受益于当前两票制、分级诊疗、处方外流等政策趋势，核心业务增长稳健。公司机制灵活，且成立专业医药物流公司，统一调配集团资源，彰显渠道平台价值，以药品为基础，相继切入医疗器械、中药材及消费品等领域，满足客户一站式采购需求。

公司通过线上、线下布局终端，在 14 个省市拥有实体药店（含加盟店）1287 家，联合步长制药部署专业药房，同时整合线上资源推进电商业务，线上线下形成一个依存关系紧密的平台；针对单体药店和民营诊所，公司进一步拓展了 FBBC 全产业链电商业务新模式，打造单体药店/民营诊所的虚拟连锁总部，满足“厂-店-客”多方需求，强化终端覆盖能力。

公司利用自身配送网络完善、深度覆盖终端客户资源等优势，不断培育开拓新业务，推动其由配送向销售、工业、服务等转变，高毛利总代理事业部、工业业务、第三方物流业务快速发展，或将有望带来盈利模式转变。

我们基于以下几个假设前提条件对公司进行盈利预测：

- 1、 现行行业政策无重大变化，国内分级诊疗、带量采购、两票制等政策持续深入推进；
- 2、 九州通形成了覆盖全国绝大部分地区的分销网络，上下游客户资源丰富，在其基础上，公司经营品种不断由药品向器械、中药材、消费品等拓展；
- 3、 药品业务：医院市场受益于两票制推进带来的市场集中度上升，预计未来三年维持 10% 的增长；基层医疗市场及零售终端市场则受分级诊疗带来市场下沉、及公司终端网络化推进，未来三年同比增长 25%；分销业务同比下滑 10%；整体毛利率水平维持不变；
- 4、 器械业务：公司积极参与器械流通行业整合，不断并购或新设子公司扩大医院终端覆盖范围，预计维持 30% 的增长；同时公司以进口代理导入新品种，推动器械调拨业务维持 20% 的增长；基层及零售市场维持不变；毛利率水平提升；
- 5、 中药材业务：公司匠心打造中药材品牌，推动全产业链布局，伴随市场对高品质中药材需求的上升，未来有望持续较快增长，预计未来三年医院终端维持 40% 的增长，基层医疗机构（中医馆）维持 30% 的增长；
- 6、 消费品业务：预计未来三年收入、及毛利率水平均维持不变；
- 7、 零售业务：公司继续拓展零售终端，线下实体店同比增长 20%，线上业务维持 30%；毛利率水平维持；
- 8、 医药工业：公司医药工业维持 30% 的增速水平；毛利率水平维持；
- 9、 新业务：公司拓展总代理业务，代理品种不断增加，预计未来三年同比增速分别为 50%、30%、30%；第三方物流及冷链业务快速发展，预计维持 25% 的增速水平。

**表 3: 分业务盈利预测情况 (亿元)**

科目	2016A	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业总收入	615.57	739.43	871.36	1,000.97	1,164.56	1,375.11
同比增速 (%)	24.13%	20.12%	17.84%	14.87%	16.34%	18.08%
毛利率 (%)	7.52%	8.43%	8.63%	8.80%	9.00%	9.19%
<b>1-医药相关批发业务</b>						
营业收入 (亿)	596.15	709.21	835.36	934.52	1,064.91	1,232.95
同比增速 (%)	24.22%	18.97%	17.79%	11.87%	13.95%	15.78%
毛利率 (%)	7.11%	7.22%	7.81%	7.58%	7.47%	7.37%
<b>1.1-医药</b>						
营业收入 (亿)	504.34	584.83	674.47	745.91	841.07	964.92
同比增速 (%)	19.96%	15.96%	15.33%	10.59%	12.76%	14.72%
<b>1.2-器械</b>						
营业收入 (亿)	46.74	66.54	108.46	132.91	163.76	202.73
同比增速 (%)	39.31%	42.37%	63.00%	22.54%	23.21%	23.80%
<b>1.3-中药材</b>						
营业收入 (亿)	11.04	12.72	14.59	17.86	22.24	27.47
同比增速 (%)	11.16%	15.24%	14.69%	22.40%	24.54%	23.51%
<b>1.4-消费品</b>						
营业收入 (亿)	34.03	45.12	37.84	37.84	37.84	37.84
同比增速 (%)	112.48%	32.58%	-16.14%	0.00%	0.00%	0.00%
<b>2-医药零售</b>						
营业收入 (亿)	16.11	18.77	19.60	24.44	30.52	38.17
同比增速 (%)	63.59%	16.53%	4.46%	24.66%	24.88%	25.08%
毛利率 (%)	20.48%	17.36%	18.93%	18.93%	18.93%	18.93%
<b>2.1-实体店</b>						
营业收入 (亿)	6.44	7.98	10.43	12.52	15.02	18.02
<b>2.2-好药师</b>						
营业收入 (亿)	9.67	10.78	9.17	11.92	15.50	20.15
<b>3-医药工业</b>						
营业收入 (亿)	8.19	11.94	15.45	20.08	26.10	33.94
同比增速 (%)	6.10%	45.80%	29.35%	30%	30%	30%
毛利率 (%)	21.75%	23.78%	23.74%	23.74%	23.74%	23.74%
<b>期间费用率</b>						
销售费用率 (%)	2.65%	3.08%	3.23%	3.29%	3.32%	3.30%
管理费用率 (%)	-	-	2.09%	1.99%	1.92%	1.82%
研发费用率 (%)	-	-	0.09%	0.09%	0.10%	0.11%
税率 (%)	25%	25%	25%	25%	25%	25%

资料来源: 长城证券研究所整理

基于上述假设, 我们预测九州通 2019-2021 年营业收入分别为 1000.97 亿元、1164.56 亿元和 1375.12 亿元, 同比增速 14.9%、16.3%和 18.1%, 归母净利润 16.59 亿元、21.17 亿元和 27.67 亿元, 同比增速为 23.7%、27.6%和 30.7%, 对应 11 日收盘价, PE 分别为 14 倍、11 倍和 8 倍。

我们认为，17年起各地陆续落实两票制，流通行业面临分销业务下滑带来的阵痛，伴随行业持续整合，龙头企业的竞争优势逐步显现，市占率稳步提升，九州通深耕基层市场，充分受益于当前基层扩容的政策红利，推动核心业务持续稳健发展，同时作为国内最大的民营医药流通企业，公司机制灵活，充分发挥其核心竞争优势，拓展品种种类、培育新业务发展，有望带来盈利能力的持续提升，因此首次覆盖，给予“推荐”评级。

## 6. 风险提示

行业政策变动风险；新业务拓展不及预期；应收账款管理风险。

## 附：盈利预测表

利润表 (百万)	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E	主要财务指标	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入	73942.89	87136.36	100097.48	116456.44	137511.67	<b>成长性</b>					
营业成本	67705.53	79614.27	91290.14	105976.60	124875.35	营业收入增长	20.1%	17.8%	14.9%	16.3%	18.1%
销售费用	2276.44	2818.31	3293.91	3860.70	4535.93	营业成本增长	19.3%	17.6%	14.7%	16.1%	17.8%
管理费用	1635.67	1819.07	1995.23	2232.88	2501.94	营业利润增长	85.1%	-5.7%	24.9%	26.9%	31.1%
研发费用	0.00	76.23	91.20	118.56	154.13	利润总额增长	74.1%	-4.9%	24.1%	27.4%	31.0%
财务费用	709.68	867.38	926.64	1121.14	1337.33	净利润增长	64.9%	-7.3%	23.7%	27.6%	30.7%
投资净收益	39.88	55.09	34.57	43.18	44.28	<b>盈利能力</b>					
营业利润	1941.56	1829.95	2284.70	2898.90	3800.08	毛利率	8.4%	8.6%	8.8%	9.0%	9.2%
营业外收支	-16.83	0.85	-13.16	-3.97	-8.30	销售净利率	2.0%	1.6%	1.7%	1.9%	2.1%
利润总额	1924.73	1830.80	2271.54	2894.93	3791.78	ROE	7.5%	6.8%	7.8%	9.1%	10.7%
所得税	451.82	449.33	567.89	723.73	947.95	ROIC	10.5%	11.1%	12.0%	13.9%	16.2%
少数股东损益	27.41	40.89	44.71	53.88	76.46	<b>营运效率</b>					
净利润	1445.51	1340.58	1658.95	2117.32	2767.38	销售费用/营业收入	3.1%	3.2%	3.3%	3.3%	3.3%
<b>资产负债表</b>	(百万)					管理费用/营业收入	2.2%	2.1%	2.0%	1.9%	1.8%
流动资产	43473.10	57056.65	60159.65	68633.78	77991.17	研发费用/营业收入	0.0%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%
货币资金	8540.98	12699.52	14902.54	17433.09	20082.39	财务费用/营业收入	1.0%	1.0%	0.9%	1.0%	1.0%
应收账款	15778.01	22095.64	18839.54	22262.19	24604.96	投资收益/营业利润	2.1%	3.0%	1.5%	1.5%	1.2%
应收票据	4248.53	4393.65	5534.01	6016.13	7622.27	所得税/利润总额	23.5%	24.5%	25.0%	25.0%	25.0%
存货	12182.28	13891.20	15796.65	18334.30	20088.88	应收账款周转率	5.47	4.60	4.89	5.67	5.87
非流动资产	8575.25	9617.60	10963.95	12474.53	14262.33	存货周转率	6.06	6.11	6.15	6.21	6.50
固定资产	4386.04	5183.94	5801.39	6553.98	7518.98	流动资产周转率	1.96	1.73	1.71	1.81	1.88
资产总计	52048.35	66674.25	71123.60	81108.31	92253.50	总资产周转率	1.63	1.47	1.45	1.53	1.59
流动负债	30701.93	44266.33	47373.74	55504.19	64165.98	<b>偿债能力</b>					
短期借款	7037.56	10250.75	13000.00	16000.00	19000.00	资产负债率	62.5%	69.4%	69.2%	70.5%	71.1%
应付款项	19166.23	25442.72	25497.34	29228.26	34513.80	流动比率	1.42	1.29	1.27	1.24	1.22
非流动负债	1808.86	2025.92	1851.97	1660.21	1466.68	速动比率	0.93	0.89	0.83	0.82	0.82
长期借款	1462.01	1625.58	1451.62	1259.86	1066.33	<b>每股指标 (元)</b>					
负债合计	32510.79	46292.25	49225.71	57164.40	65632.66	EPS	0.77	0.71	0.88	1.13	1.47
股东权益	19537.56	20382.00	21897.89	23943.91	26620.84	每股净资产	7.55	8.17	8.95	10.02	11.40
股本	1878.88	1877.66	1877.66	1877.66	1877.66	每股经营现金流	-1.11	1.88	1.14	1.55	1.92
留存收益	4856.03	5789.34	7339.64	9250.26	11762.22	每股经营现金/EPS	-1.45	2.63	1.29	1.37	1.30
少数股东权益	1237.13	1914.90	1959.61	2013.49	2089.95	<b>估值</b>	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
负债和权益总计	52048.35	66674.25	71123.60	81108.31	92253.50	PE	16.07	17.33	14.00	10.97	8.39
<b>现金流量表</b>	(百万)					PEG	0.43	0.69	0.60	0.79	0.31
经营活动现金流	-1012.05	1222.02	2133.40	2907.68	3596.09	PB	1.64	1.51	1.38	1.24	1.09
其中营运资本减少	-4076.50	920.16	-898.69	-855.90	-1099.34	EV/EBITDA	9.19	8.81	7.83	6.32	5.06
投资活动现金流	-1996.29	-1518.26	-1747.18	-1981.83	-2302.07	EV/SALES	0.33	0.28	0.25	0.22	0.19
其中资本支出	1090.34	1814.83	669.59	820.38	1092.37	EV/IC	0.91	0.80	0.73	0.65	0.58
融资活动现金流	6076.71	2250.78	1816.80	1604.70	1355.28	ROIC/WACC	1.32	1.39	1.50	1.77	2.07
净现金总变化	3067.85	1954.18	2203.02	2530.56	2649.30	REP	0.69	0.58	0.48	0.37	0.28

### 研究员承诺

本人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，在执业过程中恪守独立诚信、勤勉尽职、谨慎客观、公平公正的原则，独立、客观地出具本报告。本报告反映了本人的研究观点，不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收到任何形式的报酬。

### 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。因本研究报告涉及股票相关内容，仅面向长城证券客户中的专业投资者及风险承受能力为稳健型、积极型、激进型的普通投资者。若您并非上述类型的投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研究报告中的任何信息。

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。

### 免责声明

长城证券股份有限公司（以下简称长城证券）具备中国证监会批准的证券投资咨询业务资格。

本报告由长城证券向专业投资者客户及风险承受能力为稳健型、积极型、激进型的普通投资者客户（以下统称客户）提供，除非另有说明，所有本报告的版权属于长城证券。未经长城证券事先书面授权许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布，亦不得作为诉讼、仲裁、传媒及任何单位或个人引用的证明或依据，不得用于未经允许的其它任何用途。如引用、刊发，需注明出处为长城证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

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投资标的的邀请或向他人作出邀请。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。

长城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。长城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。

长城证券版权所有并保留一切权利。

### 长城证券投资评级说明

#### 公司评级：

强烈推荐——预期未来 6 个月内股价相对行业指数涨幅 15%以上；  
推荐——预期未来 6 个月内股价相对行业指数涨幅介于 5%~15%之间；  
中性——预期未来 6 个月内股价相对行业指数涨幅介于 -5%~5%之间；  
回避——预期未来 6 个月内股价相对行业指数跌幅 5%以上。

#### 行业评级：

推荐——预期未来 6 个月内行业整体表现战胜市场；  
中性——预期未来 6 个月内行业整体表现与市场同步；  
回避——预期未来 6 个月内行业整体表现弱于市场。

### 长城证券研究所

深圳办公地址：深圳市福田区深南大道 6008 号特区报业大厦 17 层

邮编：518034 传真：86-755-83516207

北京办公地址：北京市西城区西直门外大街 112 号阳光大厦 8 层

邮编：100044 传真：86-10-88366686

上海办公地址：上海市浦东新区世博馆路 200 号 A 座 8 层

邮编：200126 传真：021-31829681

网址：<http://www.cgws.com>