公司研究

医药商业Ⅲ/医药商业Ⅱ/医药生物

主要数据(截至 12 月 30 日收盘):	
当前股价	7.97 元
投资评级	【增持】
评级变动	【首次】
总股本	3.27 亿股
流通股本	3.18 亿股

鹭燕医药（002788.SZ）

——走在改革前沿的区域医药流通龙头

主要观点：

◆全国两票制全面实行，重塑医药流通行业竞争格局。目前，从全国各地区“两票制”的执行情况来看，2017 年下半年是“两票制”执行的高峰期；2018 年，全国 31 个省份已经全面执行“两票制”。在“两票制”的影响下，纯销和调拨业务两极分化，商务部数据显示，2017 年全年纯销业务占比达 63.4%，较 2016 年增加近 5 个百分点。2018 年规模以上流通企业纯销业务加速增长，占比进一步提升至 69.2%，而调拨业务继续调整，占比下降为 30.8%。

同时，“两票制”模式下，整个行业的并购整合趋势明显，导致零售企业连锁率和集中度提升。2018 年，全国药品零售连锁门店数达到 25.5 万家，连锁率从 2017 年的 50.44%提升至 52.15%。2018 年，全国 4 家龙头药品批发企业市占率从 2017 年的 37.6%提升至 2018 年的 39.1%，药品批发企业营业收入前 100 家市占率从 2017 年的 70.7%提升至 72%。我们认为，随着国家各项医改政策的落地实施，未来我国医药流通行业集中度将进一步提升。

◆带量采购使医药流通行业整体承压。2018 年政府开始推进“4+7 带量采购”政策， 因带量采购的 25 个品种中标价格大幅度下降，随着带量采购政策在全国范围的推广，将直接影响到医药销售市场规模从而影响医药流通行业的销售规模。从目前我国的药品市场规模来看，2019 年上半年，全国药品销售规模达到 9087 亿元，同比增长 5.8%，增速较 2018 年放缓 0.5 个百分点。

随着带量采购在全国范围的推广，因中标价格大幅度下降带来的负面影响或将在未来几年逐渐显现。但从短期来看，带量采购的 25 个品种 2018 年在全国药品销售额的占比仅为 2%，对医药流通行业公司的短期业绩影响较小。同时，带量采购政策要求有关医保部门预付 30%的资金，可在一定程度改善医药流通企业回款问题，现金流或有望好转。

◆福建医药流通龙头企业。公司系福建省最大的药品流通企业，已连续多年居福建省医药流通企业第一。福建省内公立医疗机构招标药品配送业务是公司的核心业务， 2019 年上半年，公司经

长城国瑞证券研究所

胡晨曦
huchenxi@gwgsc.com
执业证书编号：S0200518090001

联系电话：0592-5169085
地址：厦门市思明区莲前西路 2 号
莲富大厦 17 楼

长城国瑞证券有限公司

营规模继续稳居福建省医药流通企业首位，福建省内业务经营效率及盈利均实现持续增长，省内业务保持 26.74%的增速。经过多年的持续发展，公司基本覆盖了福建省全省包含乡镇卫生院（社区医院）在内的各级公立医疗机构。同时，公司充分发挥“两票制”经营经验、分销网络广覆盖、专业人才团队和器械第三方物流资质等优势，在福建省推行医疗器械（包括医用耗材）“两票制”的背景下，积极开展为客户提供专业器械（医用耗材）的配送服务。商务部数据显示，2017 年福建省医疗器械类销售额达到 14.13 亿元，同比增长 48.49%。连续两年增速超过 40%。**2019 年上半年，公司医疗器械分销收入超过 6 亿元，同比增长 72.70%。**

◆拥有“两票制”下成熟的经营经验及优势，积极拓展省外业务。福建省作为医药改革前沿省份，在全国首个推行了“两票制”。公司作为福建省最大的医药流通企业，具有丰富的医药管理经验和“两票制”“医保办统筹三医联动”等医改环境下的经营经验，在管理水平、经验理念、执行力等方面处于行业领先水平。公司抓住“两票制”政策在全国推广的机遇，于 2017 年陆续拓展布局四川、江西和海南省医药分销网络，截至 2019 年上半年，公司已完成四川省 14 个地市 17 家公司，江西省 8 个地市 9 家公司和海南省 2 家公司分销网络布局，已基本实现对三个省主要区域二级以上医疗机构的覆盖。我们认为，公司拥有在“两票制”下成熟的经营经验及优势，作为福建省最大的医药流通企业，可将已有的经验“复制”于四川、江西、海南三省，从而进一步加快公司药品流通网络布局建设，提升全国市场占有份额。

◆“横向+纵向+人工智能”三维战略升级。公司坚持跨区域横向发展和纵向扩张的战略，逐渐向“横向+纵向+人工智能”三维战略升级，通过内涵式增长和外延式扩张，率先完成了福建全省网络布点；通过积极响应福建省医疗机构药品集中招标采购改革，顺应建设多层次药品供应保障体系的政策导向，奠定了在福建省内医药分销市场的领先地位；同时，公司以并购等方式实施跨省级区域发展战略；此外，公司积极推进健康医疗人工智能、大数据的研发，拥有较好的前瞻性和较强的战略实施能力。

投资建议：

我们预计公司 2019-2021 年的归母净利润分别为 2.41/2.92/3.44 亿元，EPS 分别为 0.74/0.89/1.05 元，当前股价对应 P/E 分别为 11/9/8 倍。目前医药商业Ⅲ最新市盈率（TTM，整体法，剔除负值）为 17.51 倍，考虑到公司为福建省最大的医药流通企业，省内市场份额第一且具备上升空间；拥有“两票制”背景下成熟的

经营经验及优势，积极拓展省外业务及医药器材分销业务，且业绩增长较快，我们首次覆盖给予其“增持”投资评级。

风险提示：

并购整合不及预期，行业政策风险，应收账款坏账风险，药品降价超预期，子公司担保风险。

主要财务数据及预测

	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入（亿元）	115.01	147.86	186.92	225.79
增长率(%)	37.93%	28.56%	26.42%	20.79%
归母净利润（百万元）	180.32	241.46	291.52	344.14
增长率(%)	38.10%	33.90%	20.73%	18.05%
EPS（元）	0.94	0.74	0.89	1.05
毛利率	7.82%	7.66%	7.55%	7.47%
净资产收益率（摊薄）	11.49%	13.59%	14.38%	14.82%

数据来源：Wind、长城国瑞证券研究所

目　录

1 公司主营业务情况 6
1.1 公司主营业务介绍 6
1.2 公司主要财务数据概览 7
2 “两票制”+带量采购，医药流通行业机遇与风险共存 9
2.1 全国两票制全面实行，重塑医药流通行业竞争格局 9
2.2 带量采购使医药流通行业整体承压 14
3 区域龙头企业，“横向+纵向+人工智能”三维发展战略 18
3.1 福建医药流通龙头企业 18
3.2 拥有“两票制”下成熟的经营经验及优势，积极拓展省外业务 20
3.3 “横向+纵向+人工智能”三维战略升级 22
4 盈利预测 23

图目录

图 1：公司股权结构（截止 2019Q3）.....6
图 2：2015-2019H1 公司分产品营业收入构成.....7
图 3：2015-2018 年公司分产品毛利润构成.....7
图 4：2015-2019Q3 公司营业收入及增速.....7
图 5：2015-2019Q3 公司归母净利润及增速.....7
图 6：2015-2019Q3 年公司销售毛利率与净利率.....8
图 7：2015-2019Q3 年公司净资产收益率.....8
图 8：公司期间费用率（%）.....8
图 9：医药流通行业上下游关系.....9
图 10：我国药品流通市场销售规模.....10
图 11：全国持有药品批发企业经营许可证的企业数量.....10
图 12：两票制示意图.....11
图 13：全国医药流通企业纯销和调拨业务占比.....13
图 14：中国上市医药流通企业平均应收账款周转天数（单位：天）.....14
图 15：中国药品零售连锁门店数量及连锁率.....14
图 16：我国药品流通行业集中度.....14
图 17：带量采购进程.....15
图 18：我国药品销售市场规模（同比数据为右轴）.....16
图 19：我国药品销售市场结构（单位：%）.....17
图 20：福建省医疗器械类销售额.....19
图 21：公司医疗器械收入及增速.....20
图 22：2018 年我国医药市场规模排名前十的省份（单位：亿元）.....21
图 23：我国医药市场规模排名前十的省份的增长数据.....21

表目录

表 1：全国各省份执行“两票制”的时间点及范围.....11
表 2：11 个试点城市带量采购预付机制及回款规定.....17
表 3：公司业务发展模式.....22

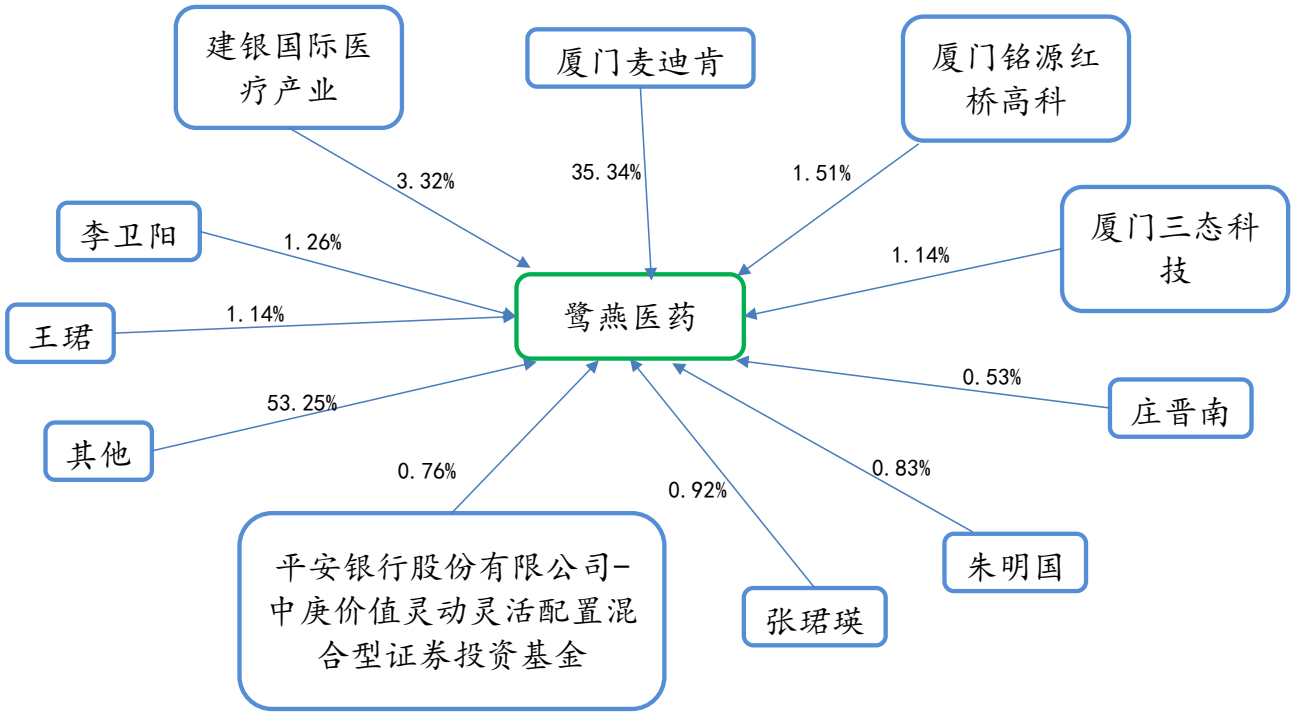
1 公司主营业务情况

1.1 公司主营业务介绍

公司从事医药分销和零售，是福建省最大的医药流通企业，主营业务为药品、中药饮片、医疗器械等分销及医药零售连锁，主要收入来源为医药批发销售收入。经过多年的持续发展，公司不仅建立了辐射福建全省的分销和物流配送网络，同时通过并购扩张在四川、江西、海南三省积极布局医药分销业务，已基本覆盖了四川、江西、海南三省二级以上公立医疗机构并形成竞争力。公司自成立以来，不断提升品牌价值，致力于为客户及上游供应商提供优质的服务，得到客户和行业的广泛认同，在行业中享有较高的商誉和知名度。

目前，公司第一大股东为厦门麦迪肯，持股比例为 35.34%，另外建银国际医疗产业、厦门铭源红桥高科、厦门三态科技分别持有公司 3.32%、1.51%、1.14%股份。

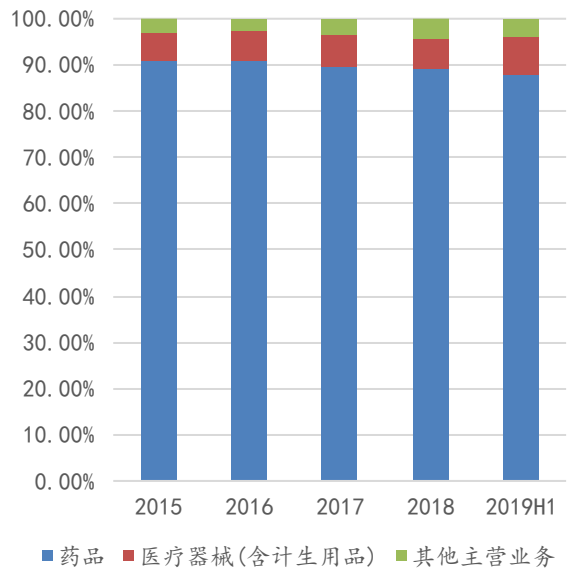
图 1：公司股权结构（截止 2019Q3）



数据来源：WIND、长城国瑞证券研究所

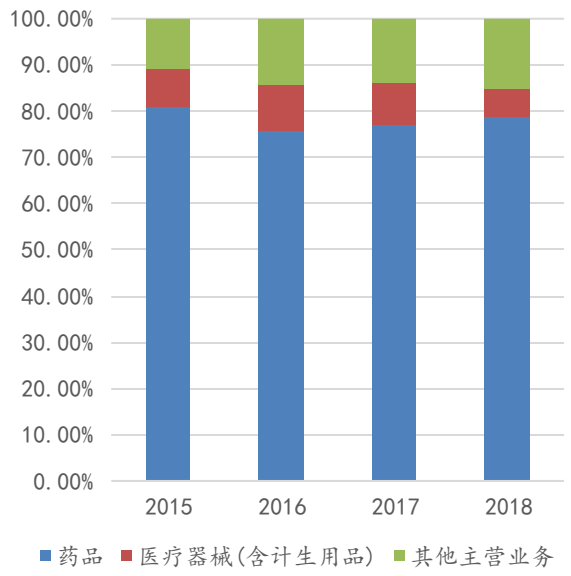
从公司的主营业务收入结构（分产品）看，药品业务占据了 85%以上的份额，是公司的绝对收入来源。从毛利润结构（分产品）结构看，药品业务占据了 75%以上的份额，是公司主要利润来源。

图 2：2015-2019H1 公司分产品营业收入构成



数据来源：Wind、长城国瑞证券研究所

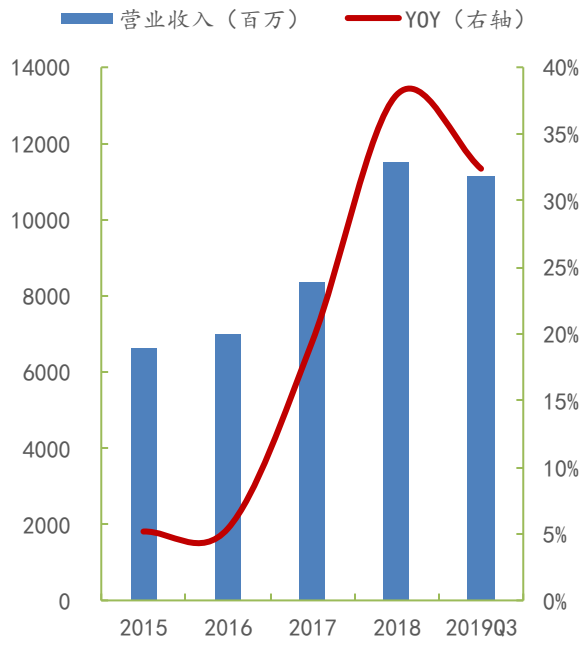
图 3：2015-2018 年公司分产品毛利润构成



数据来源：Wind、长城国瑞证券研究所

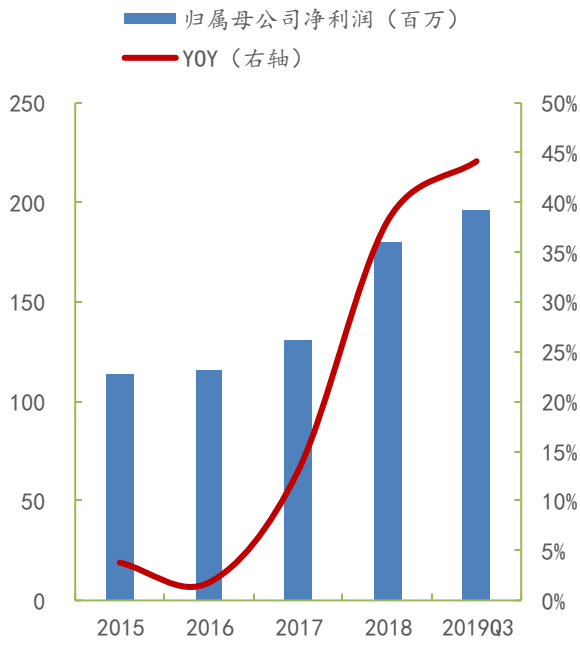
1.2 公司主要财务数据概览

图 4：2015-2019Q3 公司营业收入及增速



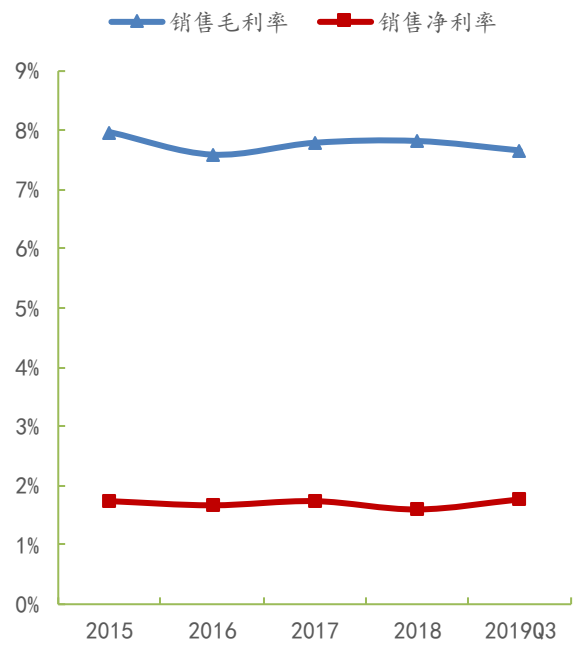
数据来源：Wind、长城国瑞证券研究所

图 5：2015-2019Q3 公司归母净利润及增速



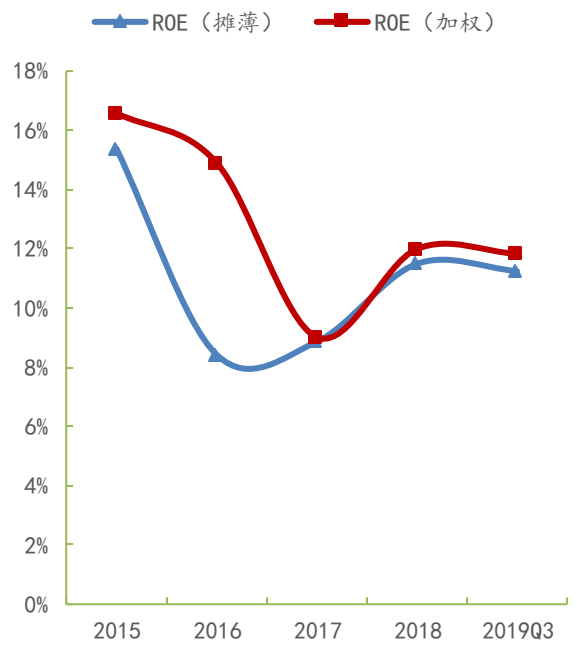
数据来源：Wind、长城国瑞证券研究所

图 6：2015-2019Q3 年公司销售毛利率与净利率



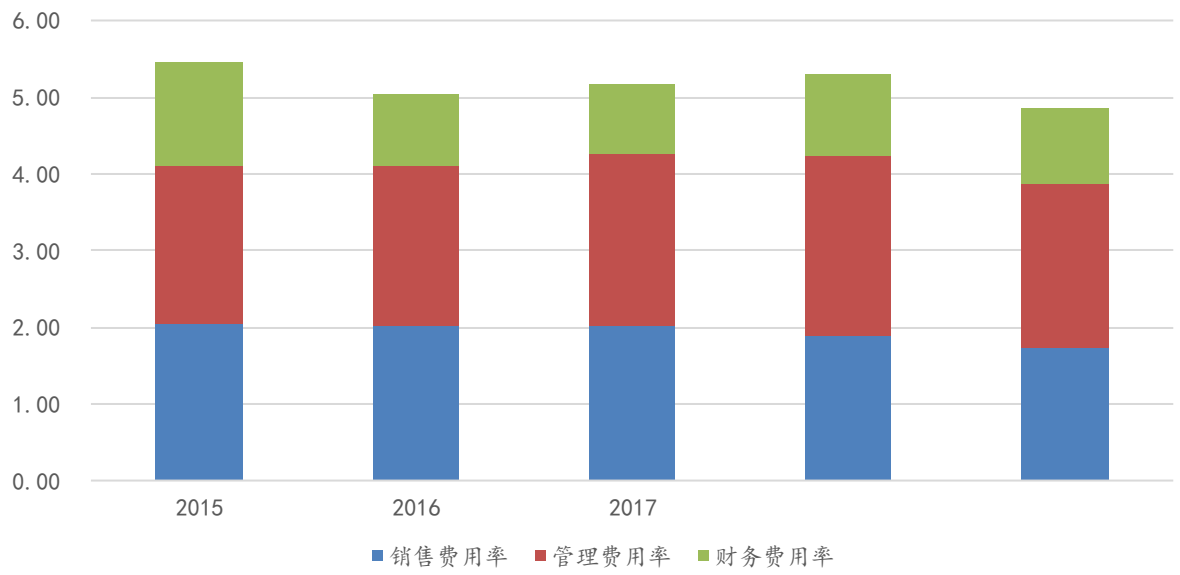
数据来源：Wind、长城国瑞证券研究所
（单位：%）

图 7：2015-2019Q3 年公司净资产收益率



数据来源：Wind、长城国瑞证券研究所
（单位：%）

图 8：公司期间费用率（%）



数据来源：Wind、长城国瑞证券研究所

公司 2019 年前三季度实现营业收入 111.28 亿元，较去年同期增加 27.23 亿元，同比增长 32.39%，保持良好的增长势头；实现利润总额 2.66 亿元；实现归母净利润 1.96 亿元，较去年同期增加 0.58 亿元，同比增长 44.15%。

三项费用率方面，2019 年前三季度，销售费用率、管理费用率、财务费用率较 2018 年底分

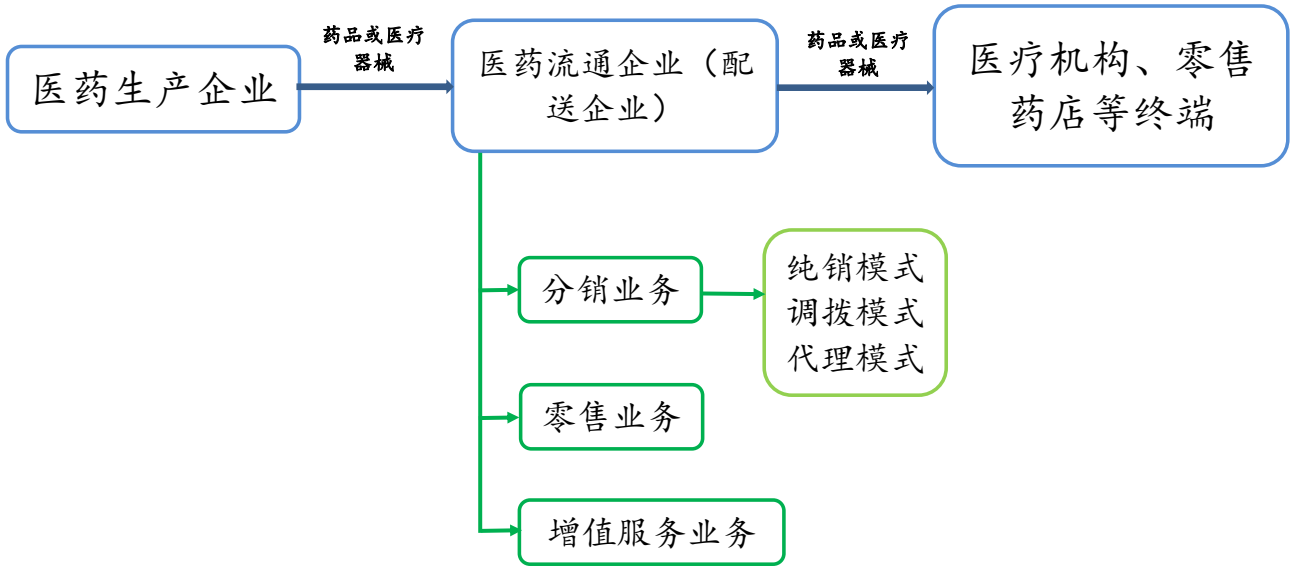
别下降 0.17、0.21、0.06 个百分点。

2 “两票制”+带量采购，医药流通行业机遇与风险共存

2.1 全国两票制全面实行，重塑医药流通行业竞争格局

医药流通是指医药产业中连接上游医药生产厂家和下游经销商、医疗机构或零售药店等终端客户的一项经营活动，主要是从上游厂家采购医药产品，直接出售给医院、诊所、药店等终端客户，或批发给下游经销商的流通过程。

图 9：医药流通行业上下游关系



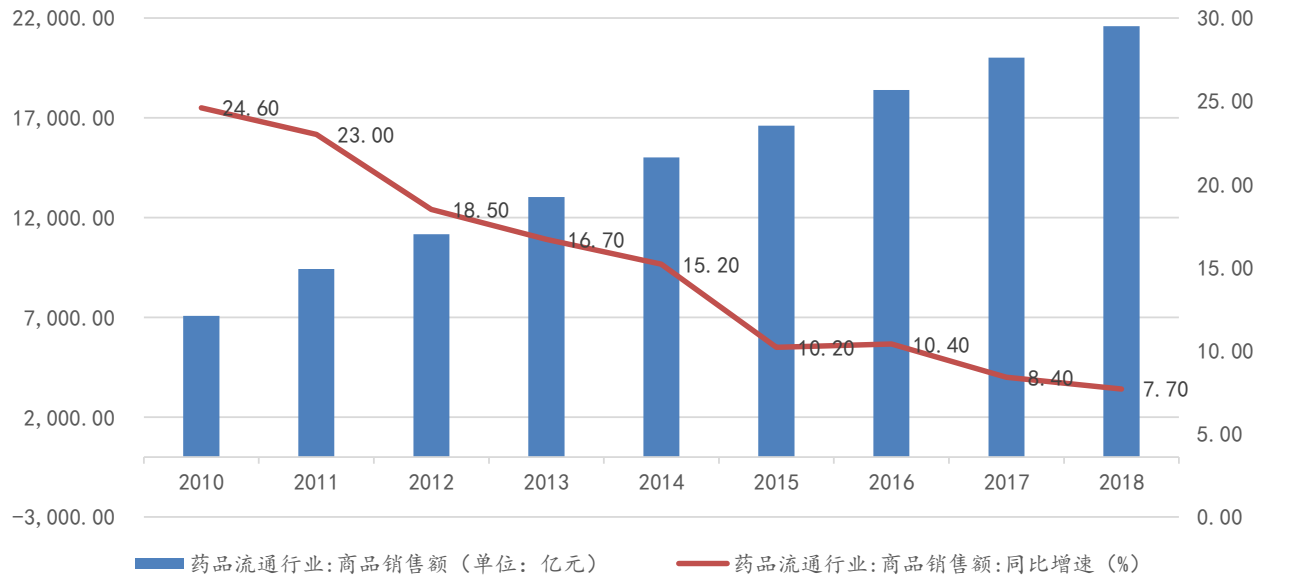
数据来源：公司公告、长城国瑞证券研究所

根据下游客户的性质，医药流通行业可分为分销业务、零售业务以及增值服务业务。其中：（1）分销业务主要包括纯销、调拨和代理三种模式。纯销模式是指医药流通企业直接向医院、卫生院等医疗机构以及零售药店提供药品销售及配送服务。调拨模式主要指医药流通企业将医药产品销售给另一个流通企业的模式。代理模式的主要形式为买断代理，即经营企业通过买断生产企业某一药品，获得全国或相应区域的总代理资格或独家经销权，并负责客户开发、订单处理、物流配送、推广促销、售后服务等基本环节的销售活动；（2）医药零售业务为以药店形式为终端消费者提供药事服务；（3）增值服务业务为医药流通企业通过提供信息服务、第三方物流、药房托管等增值服务获取盈利。

商务部发布的《2018 年药品流通行业运行统计分析报告》显示，2018 年全国药品流通市场销售规模稳步增长，增速略有回落。统计显示，全国七大类医药商品销售总额达到 21,586 亿元，

同比增长 7.7%，增速同比下降 0.7 个百分点，其中，药品零售市场 4317 亿元，同比增长 9.0%，增速与上年基本持平。

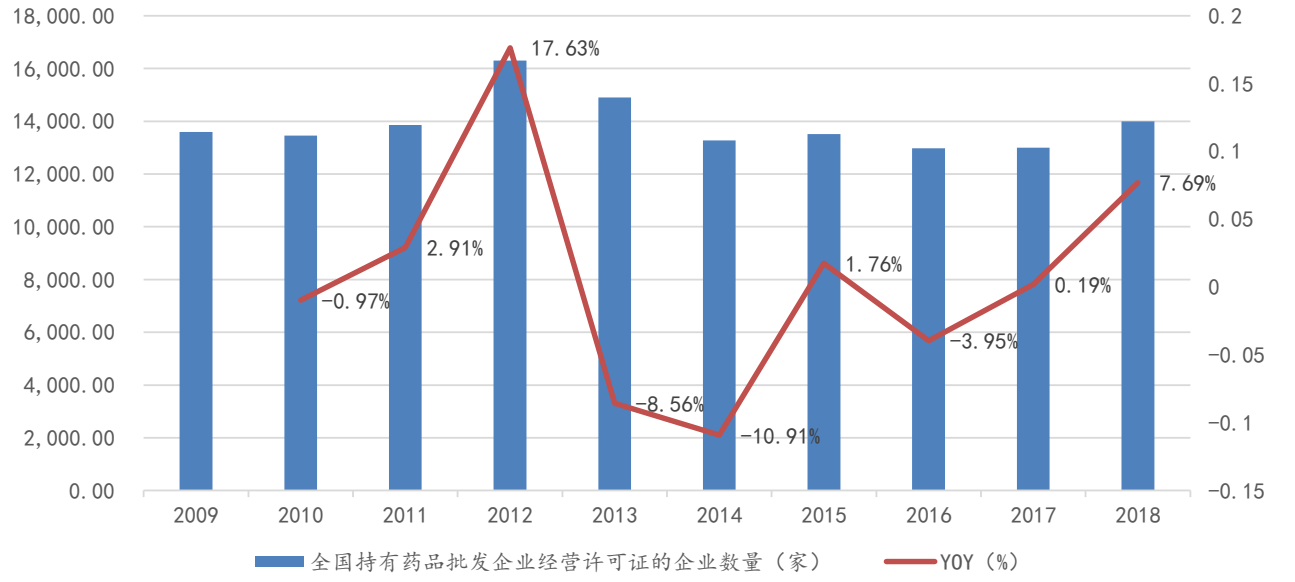
图 10：我国药品流通市场销售规模



数据来源：商务部、长城国瑞证券研究所

截止 2018 年末，全国共有药品批发企业 13598 家；药品零售连锁企业 5671 家，下辖门店 255467 家，零售单体药店 233596 家，零售药店门店总数 489063 家。

图 11：全国持有药品批发企业经营许可证的企业数量



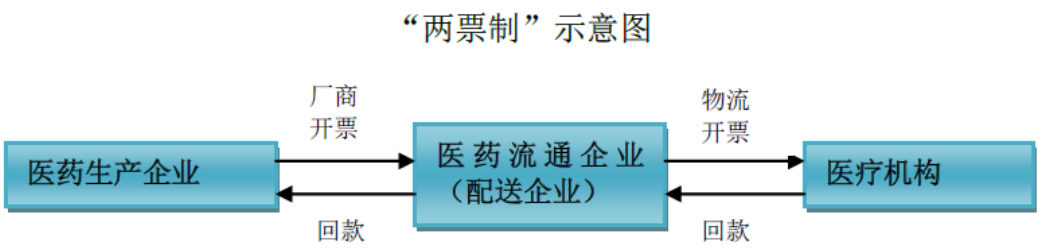
数据来源：国家食品药品监管局、长城国瑞证券研究所

2016 年 12 月，国务院医改办会同国家卫生计生委等 8 部门联合下发《关于在公立医疗机

构药品采购中推行“两票制”的实施意见(试行)的通知》，明确公立医疗机构药品采购中逐步推行“两票制”，鼓励其他医疗机构药品采购中推行“两票制”。综合医改试点省（区、市）和公立医院改革试点城市要率先推行“两票制”，鼓励其他地区执行“两票制”，争取到 2018 年在全国全面推开。

“两票制”是指药品生产企业到流通企业开一次发票，流通企业到医疗机构开一次发票。药品生产企业或科工贸一体化的集团型企业设立的仅销售本企业（集团）药品的全资或控股商业公司（全国仅限 1 家商业公司）、境外药品国内总代理（全国仅限 1 家国内总代理）可视同生产企业。药品流通集团型企业内部向全资（控股）子公司或全资（控股）子公司之间调拨药品可不视为一票，但最多允许开一次发票。药品生产、流通企业要按照公平、合法和诚实信用原则合理确定加价水平。鼓励公立医疗机构与药品生产企业直接结算药品货款、药品生产企业与流通企业结算配送费用。

图 12：两票制示意图



数据来源：公司招股说明书、长城国瑞证券研究所

目前，从各地区“两票制”的执行情况来看，2017 年下半年是“两票制”执行的高峰期，2018 年，全国 31 个省份已经全面执行“两票制”。

表 1：全国各省份执行“两票制”的时间点及范围

省份	执行的时间点	执行范围
福建	2017 年之前	全省、偏远地区可再开一票
安徽		全省、偏远地区可再开一票
重庆		全市
青海		全省、偏远地区可再开一票
贵州	2017 年 6 月	全省、偏远地区可再开一票
陕西	2017 年 7 月	城市先行，县、镇、村医疗卫生机构适时推行
山西	2017 年 8 月	全省、偏远地区可再开一票
宁夏		全区
辽宁	2017 年 9 月	全省
天津		全市
黑龙江		全省、偏远地区可再开一票
四川		全省、偏远地区可再开一票

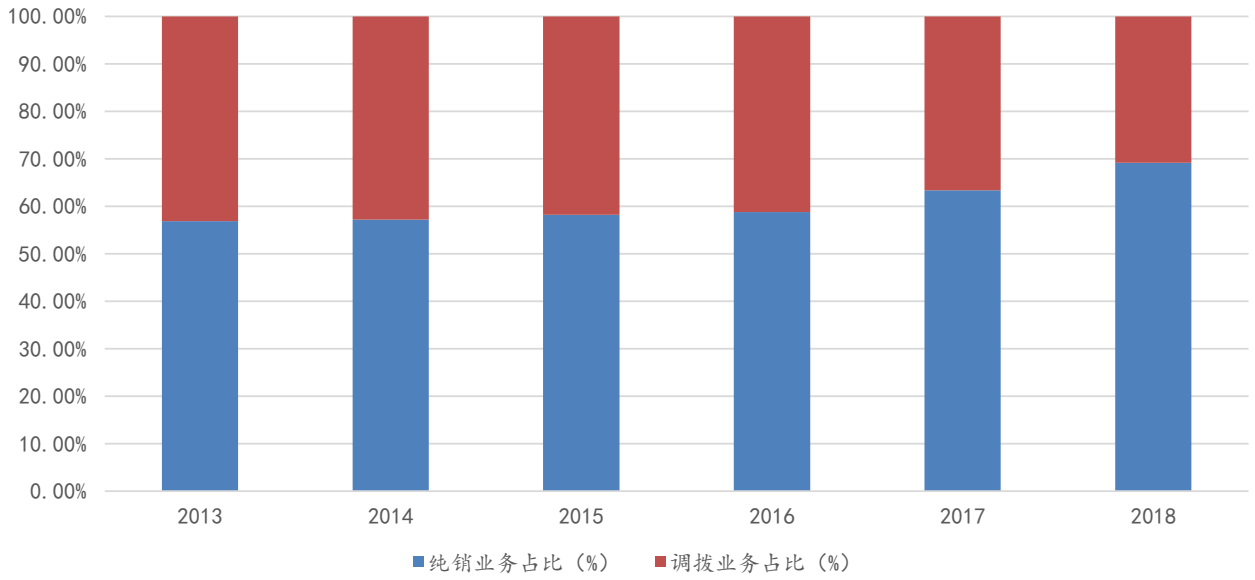
湖南	2017 年 10 月	全省、偏远地区可再开一票
吉林		全省、偏远地区可再开一票
甘肃		试点城市——全省三级——全省二级
云南		省级公立医院试点三级——医改试点全部——全省
海南	2017 年 11 月	全省，偏远地区“另行规定”
河北		全省——乡镇村卫生室
浙江		全省
内蒙古		试点城市——全省三级——全省二级及基层
江苏	2017 年底	全省
山东		医改试点——全省
上海		全市、郊区可再开一票
北京		全市
广西	2018 年	试点城市——全省
河南		医改试点——全省
江西		试点城市——全省
湖北		全省、偏远地区可再开一票
广东		全省、偏远地区可再开一票
新疆		试点城市——全省
西藏		全区、偏远地区可再开一票

数据来源：前瞻产业研究、长城国瑞证券研究所

◆“两票制”加大分化纯销和调拨业务，纯销业务占比进一步提升

在“两票制”的影响下，纯销和调拨业务两极分化，纯销业务得到快速增长，而调拨业务呈下降趋势，导致医药流通行业整体销售增速有所下滑。自 2017 年“两票制”试行以来，纯销模式销售占比已经出现较为明显的提升，商务部数据显示，2017 年全年纯销业务占比达 63.4%，较 2016 年增加近 5 个百分点。2018 年规模以上流通企业纯销业务加速增长，占比进一步提升至 69.2%，而调拨业务继续调整，占比下降为 30.8%。

图 13：全国医药流通企业纯销和调拨业务占比



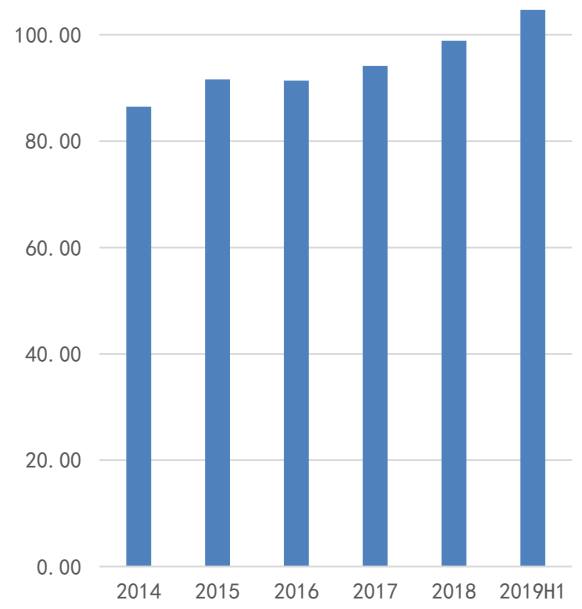
数据来源：商务部、长城国瑞证券研究所

◆ **医药流通行业集中度提升**

同时，“两票制”模式下，医药流通企业的主要客户为公立医疗机构，存在账期较长的问题，给医药流通企业带来了更大的资金周转压力，整个行业的并购整合趋势明显，导致零售企业连锁率和集中度提升。

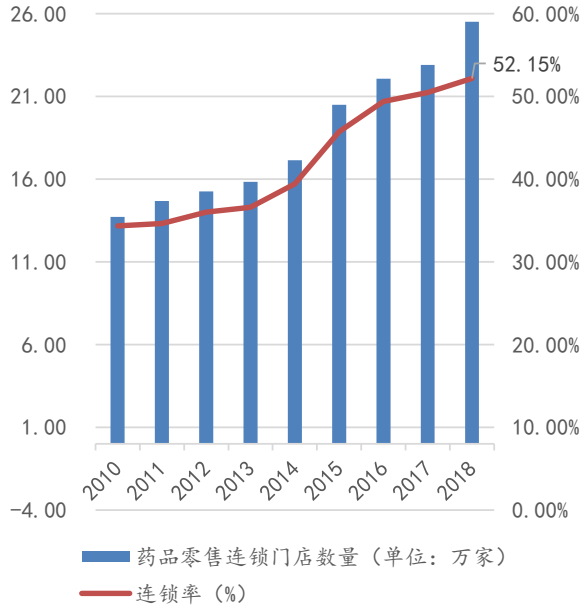
2018 年，全国药品零售连锁门店数达到 25.5 万家，连锁率从 2017 年的 50.44%提升至 52.15%。2018 年，全国 4 家龙头药品批发企业市占率从 2017 年的 37.6%提升至 2018 年的 39.1%，药品批发企业营业收入前 100 家市占率从 2017 年的 70.7%提升至 72%。我们认为，随着国家各项医改政策的落地实施，未来我国医药流通行业集中度将进一步提升。

图 14：中国上市医药流通企业平均应收账款周转天数（单位：天）



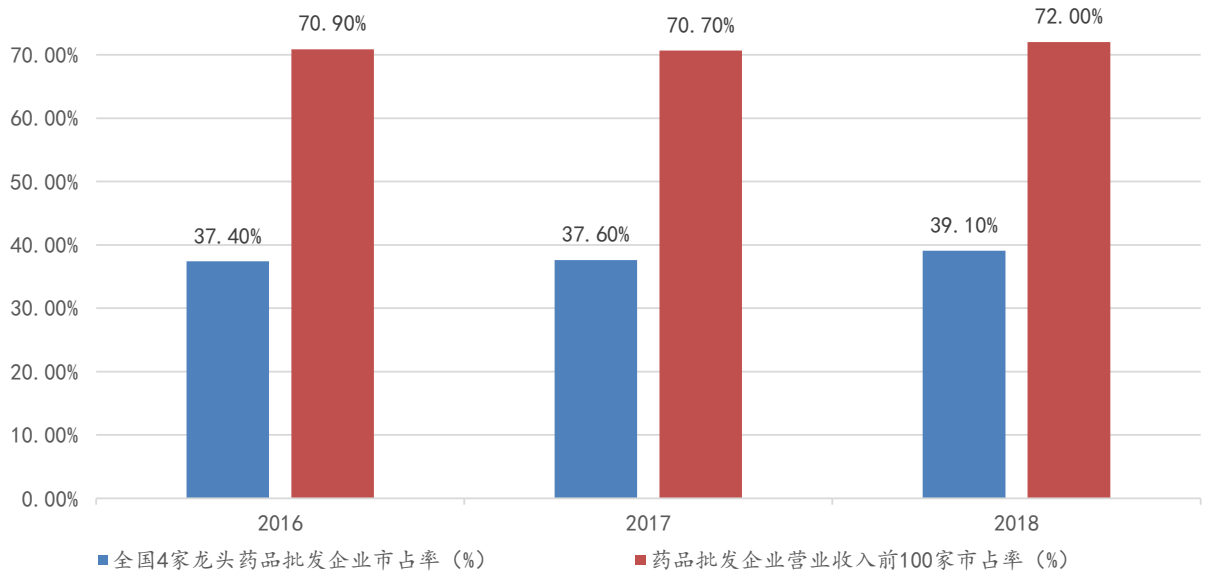
数据来源：WIND、长城国瑞证券研究所

图 15：中国药品零售连锁门店数量及连锁率



数据来源：WIND、长城国瑞证券研究所

图 16：我国药品流通行业集中度



数据来源：商务部、长城国瑞证券研究所

2.2 带量采购使医药流通行业整体承压

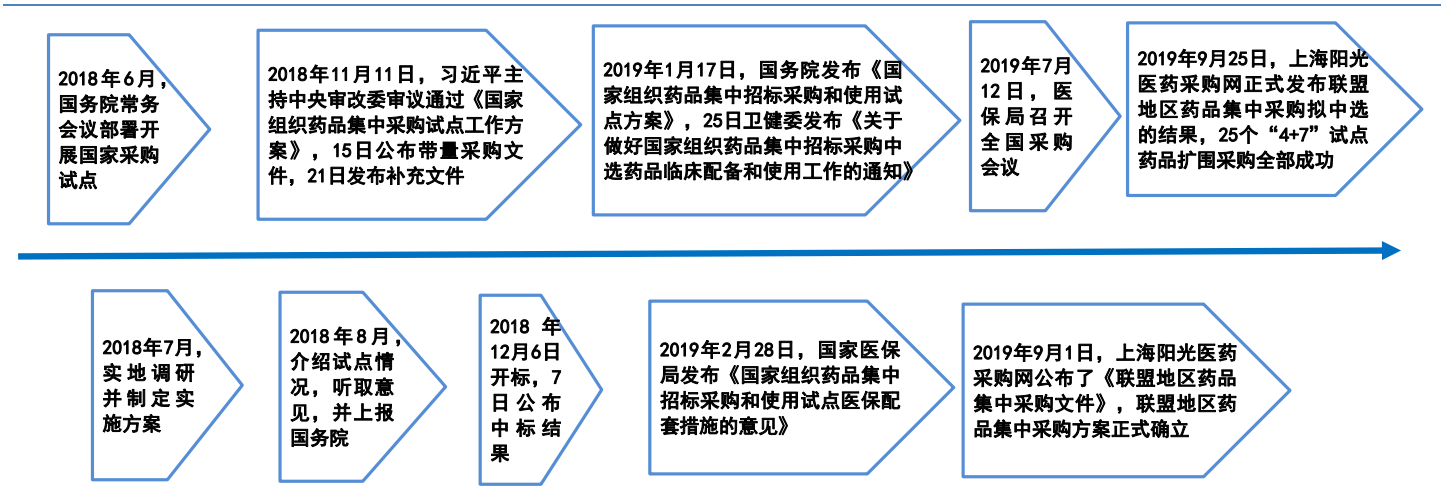
2018 年政府开始推进“4+7 带量采购”政策，**“带量采购”指在药品集中采购过程中开展招投标或谈判议价时，要明确采购数量，让企业针对具体的药品数量报价**；“4+7”指的是带量

采购试点城市，包括 4 个直辖市（北京、天津、上海、重庆）和 7 个计划单列市（沈阳、大连、厦门、广州、深圳、成都、西安）。带量采购规定遵循一个中选品种仅委托药品配送企业负责配送的原则，且带量采购对配送商要求较高。

2018 年 6 月，国务院常务会议部署开展国家采购试点；2018 年 11 月 11 日，习近平主持中央审改委审议通过《国家组织药品集中采购试点工作方案》，15 日公布带量采购文件，21 日发布补充文件；2018 年 12 月 6 日，国家医保局主导的“4+7”带量采购竞价结果出炉。

2019 年，国家发布三份关于促进“4+7 带量采购”的相关文件，7 月 12 日，医保局召开全国集采会议，全国集采正式推开。2019 年 9 月 1 日上海阳光医药采购网公布了《联盟地区药品集中采购文件》，在国家组织药品集中采购和使用试点城市及已跟进落实省份执行集中采购结果的基础上，国家组织相关地区形成联盟，依法合规开展跨区域联盟药品集中带量采购，除此前的 4+7 城市之外，联盟包括山西、内蒙古、辽宁、吉林、黑龙江、江苏、浙江、安徽、江西、山东、河南、湖北、湖南、广东、广西、海南、四川、贵州、云南、西藏、陕西、甘肃、青海、宁夏、新疆，至此，联盟地区药品集中采购方案正式确立。2019 年 9 月 25 日，上海阳光医药采购网正式发布联盟地区药品集中采购拟中选的结果，25 个“4+7”试点药品扩围采购全部成功。

图 17：带量采购进程



数据来源：公开资料、长城国瑞证券研究所

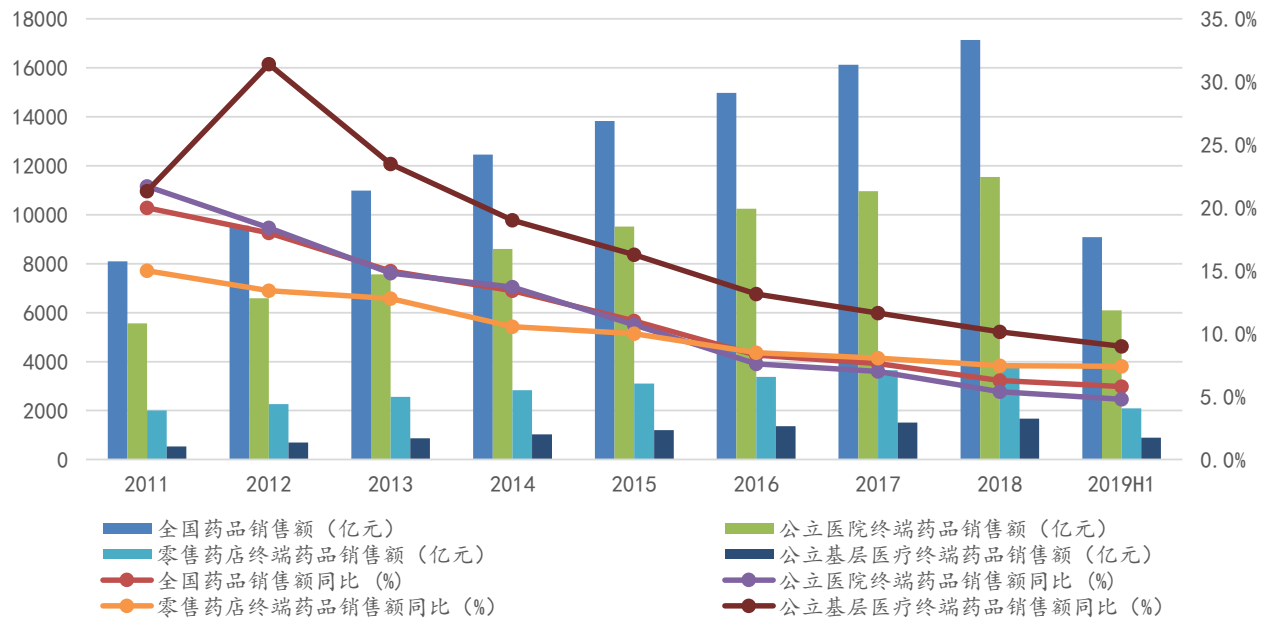
因带量采购的 25 个品种中标价格大幅度下降，随着带量采购政策在全国范围的推广，将直接影响到医药销售市场规模从而影响医药流通行业的销售规模。国家医保局数据显示，与联盟地区 2018 年最低采购价相比，2019 年 9 月 25 日联盟地区集中采购拟中选价平均降幅 59%，与“4+7”试点中选价格水平相比，平均降幅 25%。

从目前我国的药品市场规模来看，2019 年上半年，全国药品销售规模达到 9087 亿元，同

比增长 5.8%，增速较 2018 年放缓 0.5 个百分点，其中，公立医院终端药品销售额达到 6090 亿元，占全国药品销售规模的 67%，同比增长 4.8%，增速较 2018 年下降 0.6 个百分点；零售药店终端药品销售额为 2098 亿元，占比为 23.1%，同比增长 7.4%，增速基本与 2018 年持平；公立基层医疗终端药品销售额为 898 亿元，占比 9.9%，同比增长 9.0%，增速较 2018 年下降 1.2 个百分点。

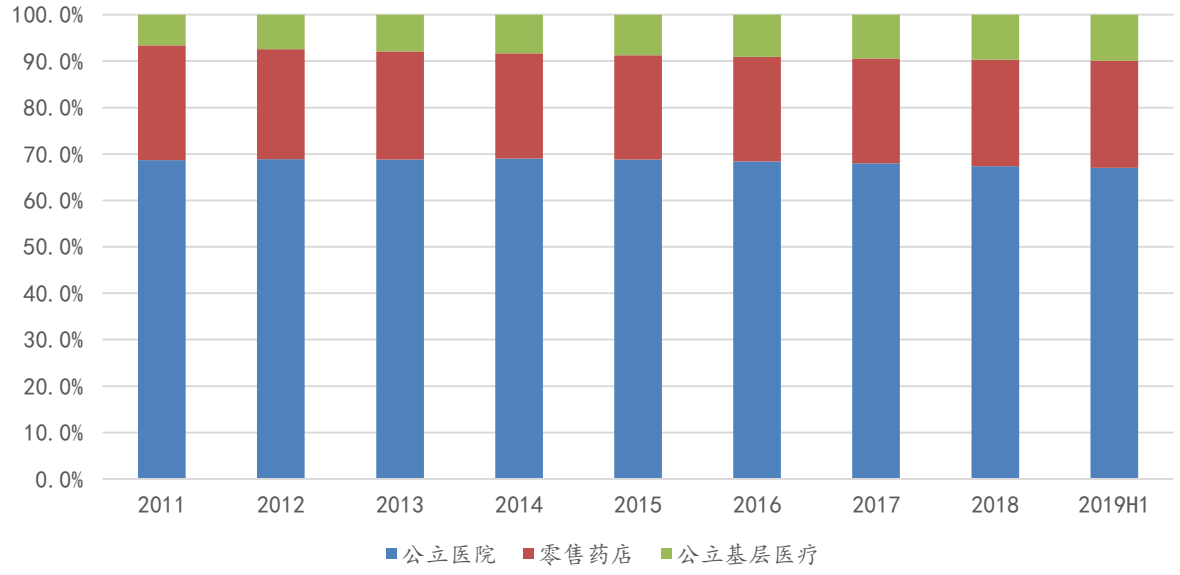
我国药品销售市场总体保持增长态势，但增速有所放缓，其中，以公立医院及公立基层医疗终端为主的药品销售增速下滑较为明显。

图 18：我国药品销售市场规模（同比数据为右轴）



数据来源：米内网、长城国瑞证券研究所

图 19：我国药品销售市场结构（单位：%）



数据来源：米内网、长城国瑞证券研究所

根据 IQVIA 的统计，2019 年，25 个品种在 11 个试点城市实行带量采购，这 25 个品种 2018 年在 11 个试点城市的销售额占全国药品总销售额的比例仅为 2%；预计 2020 年 25 个品种带量采购在全国推广，这 25 个品种的销售额 2018 年在全国药品市场的占比也仅有 7%。

随着带量采购在全国范围的推广，因中标价格大幅度下降带来的负面影响或将在未来几年逐渐显现。但从短期来看，目前带量采购的 25 个品种在全国药品销售额的占比很低，对医药流通行业公司的短期业绩影响较小。同时，根据 11 个试点城市带量采购预付机制，带量采购政策要求医保基金预付 30%~50%的资金，可在一定程度改善医药流通企业回款问题，现金流或有望好转。

表 2：11 个试点城市带量采购预付机制及回款规定

城市	预付机制	回款时间
上海	医保基金优先给商业企业支付货款，按 50%、45%、5%三次付清	要求医疗机构在每月 15 日前，支付给配送企业上月 1 日至月末所采购的中选药品货款（30 天内回款）
北京	医保基金按照采购金额的 30%预付给医疗机构	30 天内回款给生产企业
天津	医保基金预付给医疗机构，按 50%、50%两次付支付	医疗机构收到医保预付款 5 个工作日内将相应药款拨付中选药品经营企业，中选药品经营企业收款 3 个工作日内将药款拨付中选药品生产企业
重庆	医保基金以不低于总采购额的 50%预付给医疗机构，条件成熟时探索试点医保直接结算	按合同规定与企业及时结算
广州	文件中未说明	文件中未说明
沈阳/大连	医保基金按采购金额的 50%向试点地区的医疗机构预付，鼓励探索医保直接结算	30 天内回款给生产企业
深圳	医保基金按采购金额的 50%预付给医疗机构	确认发票后三十日内向药品配送企业支付全部药品交易

		款
成都	医保基金代试点医疗机构向配送企业预付，按照 60%、40%两次付清	文件中未说明
西安	医保基金预付给医疗机构，按 50%、40%两次支付，积极探索医疗保险基金直接向企业预付药款的运行新模式	监测医疗机构回款，及时结算
厦门	文件中未说明	文件中未说明

数据来源：公开资料、长城国瑞证券研究所

3 区域龙头企业，“横向+纵向+人工智能”三维发展战略

3.1 福建医药流通龙头企业

公司系福建省最大的医药流通企业，已连续多年居福建省医药流通企业第一。福建省内公立医疗机构招标药品配送业务是公司的核心业务，2019 年上半年，公司经营规模继续稳居福建省医药流通企业首位，福建省内业务经营效率及盈利均实现持续增长，省内业务保持 26.74%的增速。

公司一直坚持以纯销为主的业务模式，于 2009 年实现了对福建省二级以上医疗机构 100%覆盖，经过多年深耕以县级医院为龙头的农村三级医疗卫生服务网，不断加大福建省内包括乡镇（社区）卫生院等基层医疗机构在内的各级医疗机构的开拓力度，公司对乡镇医疗机构实现常态化配送，且在药品专业经营经验、管理体系、专业人才、信息系统、医药物流专业设施、分销网络以及业内品牌知名度等方面树立了公司竞争优势。

◆ **“全覆盖、深渗透”的终端覆盖网络**

经过多年的持续发展，公司建立了辐射福建全省的分销和物流配送网络，目前能够直接配送至省内各级医疗机构。公司基本覆盖了福建省全省包含乡镇卫生院（社区医院）在内的各级公立医疗机构。同时，公司通过并购扩张，在四川、江西、海南三省布局医药分销业务，已基本覆盖了四川、江西、海南三省二级以上公立医疗机构。

此外，公司积极开设零售直营门店，通过社区药店、院内药房、DTP 药房以及网上药店等为消费者提供专业药事服务，借此提升对终端的掌控能力。截至 2019 年上半年，公司在福建省九地市已拥有直营零售门店 204 家，公司连锁药房综合实力和直营力均位列福建省领先地位。公司通过建立完善的分销网络、全面的终端客户覆盖体系和批零一体化的经营模式，为福建全省包含乡镇卫生院（社区医院）在内的各级医疗机构和终端消费者提供药品供应保障，在福建省内具有较强的竞争优势。

◆ **与上下游企业保持长期、稳定的合作关系**

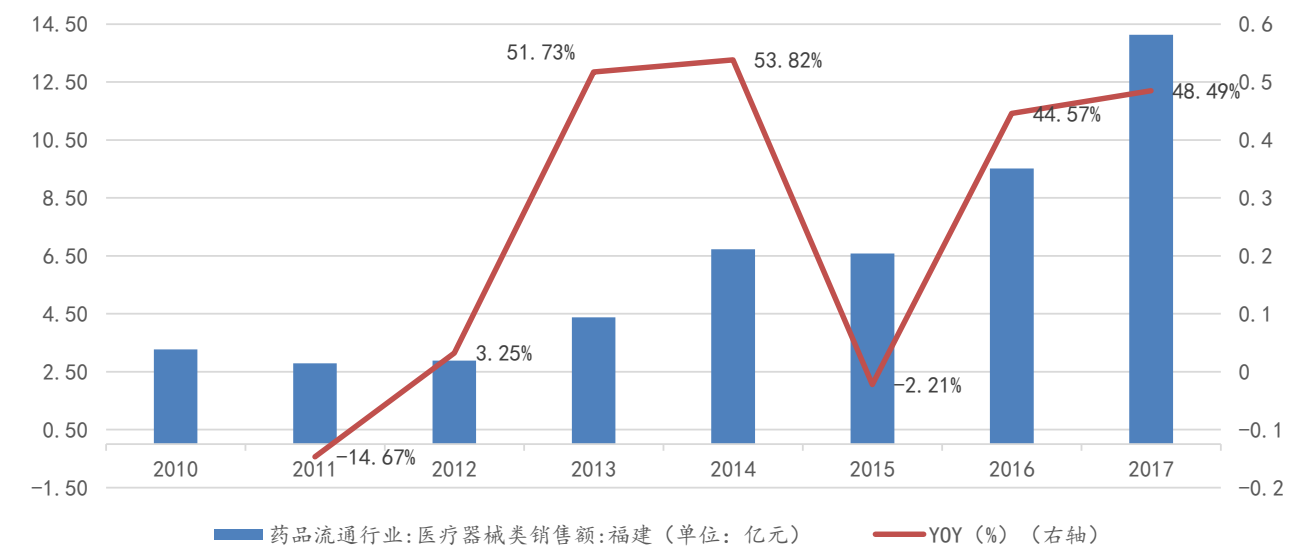
公司注重二级以上医院客户的开发，二级以上医院客户药品需求量较大，对市场影响力大，能够有效保证公司回款的安全性，并有利于公司业务的持续增长。同时，公司致力于为上游供应商提供优质服务，经过诚信经营与业务积累，与众多国内外药企建立并保持了长期、稳定的合作关系。

◆ **加快发展医疗器械（医用耗材）、体外诊断试剂业务**

福建省内医疗器械配送市场目前较分散，集中不高，存在较大的发展机会。2018 年 9 月福建省启动医疗器械（医用耗材）阳光采购全省共享工作，要求全省各医保定点医疗机构必须在省级平台挂网结果中采购高值医用耗材【普通医用耗材（含检验试剂）及其他产品待条件成熟时纳入】，并严格执行“两票制”，鼓励实行“一票制”。

商务部数据显示，2017 年福建省医疗器械类销售额达到 14.13 亿元，同比增长 48.49%。连续两年增速超过 40%。

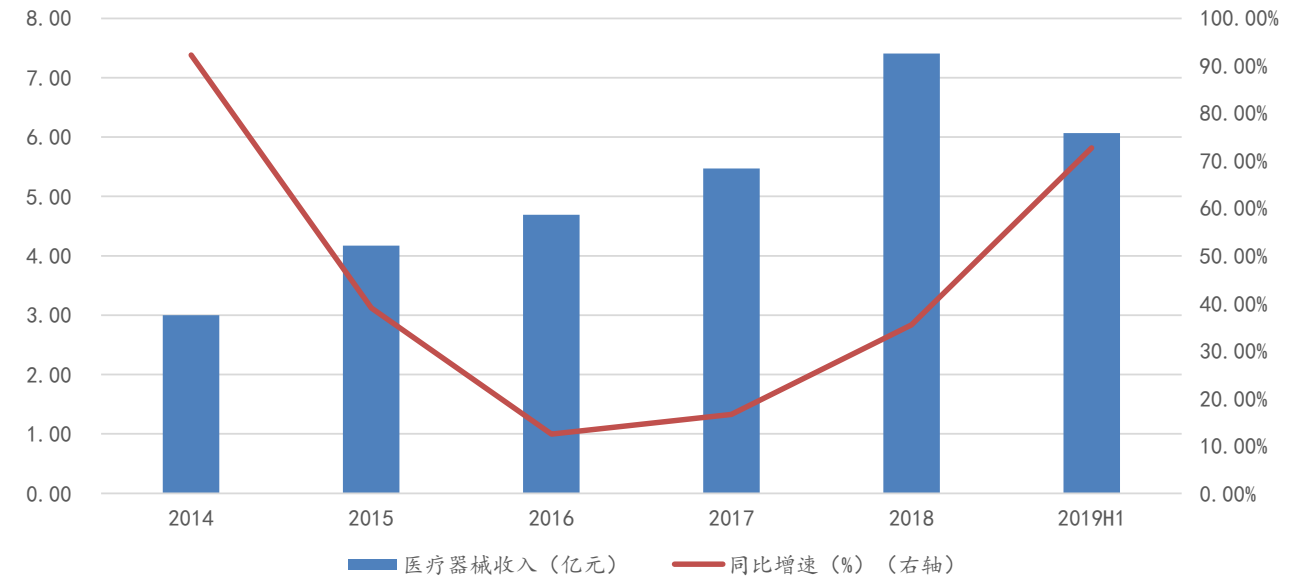
图 20：福建省医疗器械类销售额



数据来源：WIND、长城国瑞证券研究所

公司充分发挥“两票制”经营经验、分销网络广覆盖、专业人才团队和器械第三方物流资质等优势，在福建省推行医疗器械（包括医用耗材）“两票制”的背景下，积极开展为客户提供专业器械（医用耗材）的配送服务。2019 年上半年，公司医疗器械分销收入超过 6 亿元，同比增长 72.70%。目前，公司承接的医疗器械类委托配送品规占比居福建省前列。

图 21：公司医疗器械收入及增速



数据来源：WIND、长城国瑞证券研究所

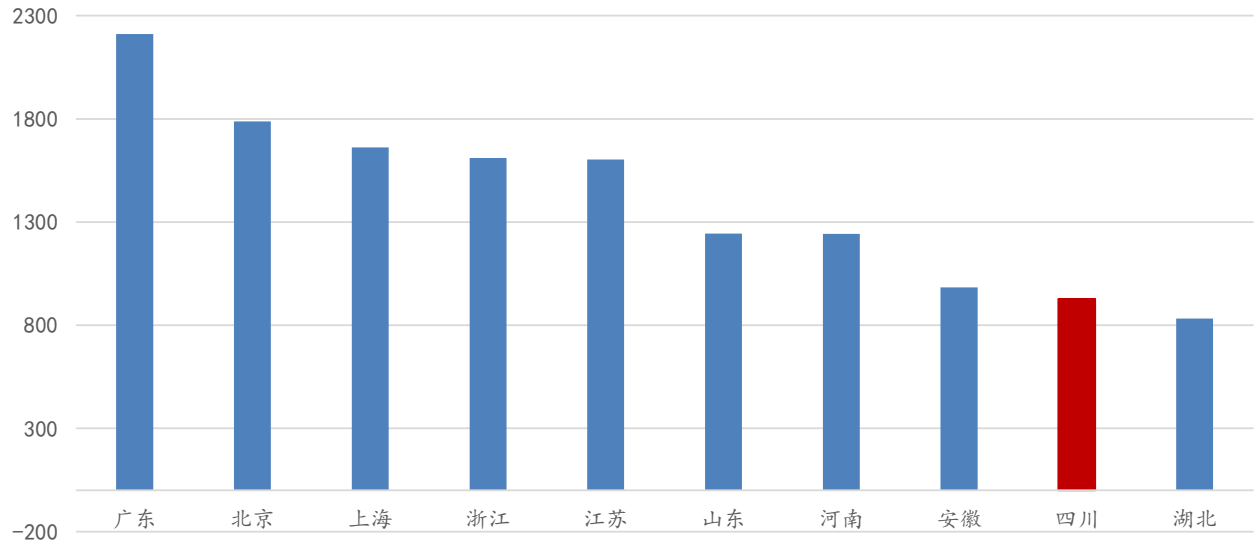
3.2 拥有“两票制”下成熟的经营经验及优势，积极拓展省外业务

福建省作为医药改革前沿省份，在全国首个推行了“两票制”。2009 年 9 月，福建省药监局出台了《药品集中采购生产企业投标资质认定及管理办法》、《药品集中采购药品配送企业资质认定及管理办法》和《药品集中采购药品配送监督管理办法》，对药品集中采购生产企业投标资质、配送企业资质、配送监督管理等进行制度规范。2011 年 1 月，福建省药监局公布了《福建省第八批药品集中采购实施方案》，其中明确了药品采购与配送实行“两票制”，明确药品采购由药品生产企业直接投标，绕开中间环节，实行统一采购、统一定价、统一配送。

公司作为福建省最大的医药流通企业，具有丰富的医药管理经验和“两票制”“医保办统筹三医联动”等医改环境下的经营经验，在管理水平、经验理念、执行力等方面处于行业领先水平。公司抓住“两票制”政策在全国推广的机遇，于 2017 年陆续拓展布局四川、江西和海南省的医药分销网络，截至 2019 年上半年，公司已完成四川省 14 个地市 17 家公司，江西省 8 个地市 9 家公司和海南省 2 家公司分销网络布局，已基本实现对三个省主要区域二级以上医疗机构的覆盖。

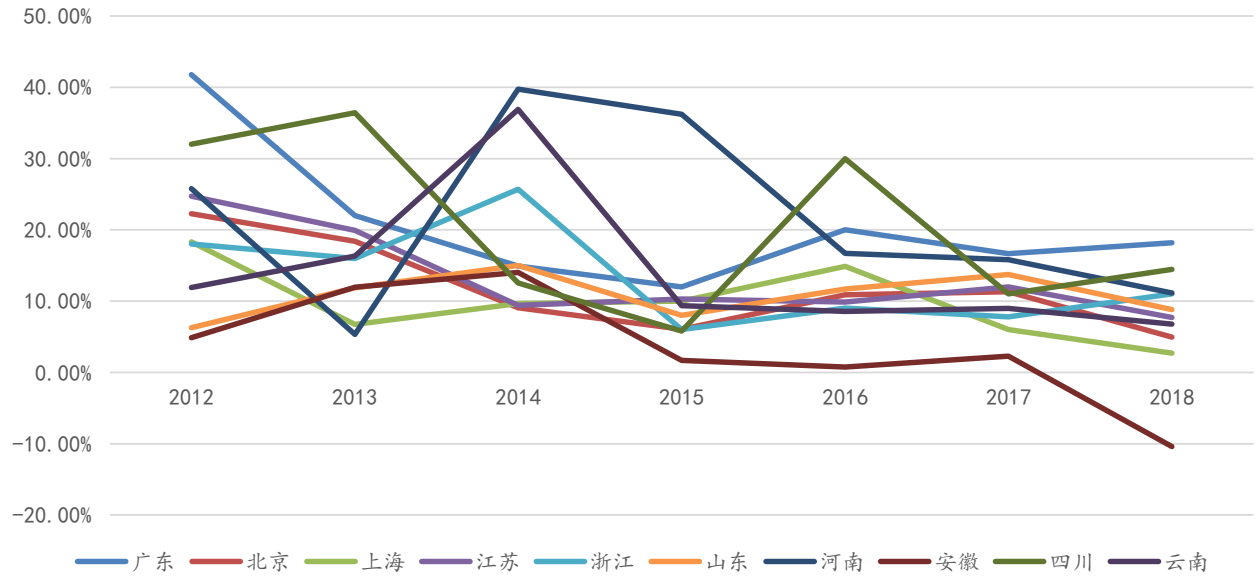
2018 年全国医药市场规模排名中，四川省以 927.37 亿元的规模位列第九位，福建省、江西省、海南省的医药市场规模分别为 429.21、324.93、165.05 亿元。我国医药市场规模排名前十的省份的增长数据显示，四川省医药市场规模增长强劲，2018 年同比增长 14.46%，2010 至 2018 年复合增长率达到 24.43%。

图 22：2018 年我国医药市场规模排名前十的省份（单位：亿元）



数据来源：WIND、长城国瑞证券研究所

图 23：我国医药市场规模排名前十的省份的增长数据



数据来源：WIND、长城国瑞证券研究所

我们认为，公司拥有在“两票制”下成熟的经营经验及优势，作为福建省最大的医药流通企业，可将已有的经验“复制”于四川、江西、海南三省，从而进一步加快公司药品流通网络布局建设，提升全国市场占有份额。通过增加对新并购企业的资金、业务等资源投入，加强企业文化建设、健全风险管控、调整组织架构、培训人才团队、提升内部管理、统一信息系统等投后整合工作，有效地提升新成员企业的渠道覆盖、经营管理能力和专业服务水平。截止 2019 年上半年，公司在三个省份的医药分销网络已初见整合成效并形成竞争力。

3.3 “横向+纵向+人工智能”三维战略升级

公司坚持跨区域横向发展和纵向扩张的战略，逐渐向“横向+纵向+人工智能”三维战略升级，通过内涵式增长和外延式扩张，率先完成了福建全省网络布点；通过积极响应福建省医疗机构药品集中招标采购改革，顺应建设多层次药品供应保障体系的政策导向，奠定了在福建省内医药分销市场的领先地位；公司还以并购等方式实施跨省级区域发展战略；此外，公司积极推进健康医疗人工智能、大数据的研发，拥有较好的前瞻性和较强的战略实施能力。

公司积极贯彻落实从“横向+纵向”发展战略逐渐向“横向+纵向+人工智能”三维战略升级，从提供医药产品向提供健康服务升级，从五个传统业务模块（药品分销、零售、工业、医疗器械、医养）向创新模块（人工智能、第三方物流、电商）业务升级，将公司打造为中国知名的医药健康产品与服务提供商的发展战略

表 3：公司业务发展模式

所处阶段	阶段名称	参与情况
第一阶段	网点布局期	公司在福建省各区域通过收购、新设等方式进行医药分销网络布局，作为公司在福建省内的基础发展平台。
第二阶段	市场开拓期	公司在各区域通过深耕渠道，将分销网络拓展至包含乡镇卫生院、社区医院在内的各类医疗机构，并为客户提供优质的产品及配送服务，深入开拓当地医药分销市场。
第三阶段	协同发展与产业链延伸期	随着在各区域内分销网络的完善，分销业务达到相应规模，公司充分发挥网络、管理等协同效应，对经营业务和产业链进行拓展和延伸。
第四阶段	跨省发展期	公司在福建省内的行业管理经验、品牌效应、客户积累等方面均达到较高水平时，择机将业务拓展到省外医药流通市场，提升整体竞争优势，实现规模与效益的持续增长，并进入省外新一轮的“四阶段”发展阶段。

数据来源：公司公告、长城国瑞证券研究所

4 盈利预测

表：盈利预测 单位：百万元

利润表	2018A	2019E	2020E	2021E	资产负债表	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入	11500.89	14785.66	18692.14	22578.89	货币资金	516.72	562.74	711.41	859.34
减:营业成本	10600.99	13652.60	17281.17	20892.58	应收和预付款项	3132.90	4497.02	5149.75	6503.74
营业税金及附加	25.24	32.45	41.02	49.55	存货	1290.74	1715.28	2089.68	2510.44
营业费用	217.18	266.14	336.46	406.42	其他流动资产	41.97	41.97	41.97	41.97
管理费用	267.43	331.20	418.70	505.77	长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00
研发费用	2.64	3.39	4.29	5.18	投资性房地产	1.03	0.78	0.53	0.28
财务费用	122.92	152.14	187.05	220.13	固定资产和在建工程	623.38	541.84	456.30	370.76
资产减值损失	11.09	6.00	10.00	10.00	无形资产和开发支出	108.25	385.33	373.24	361.15
投资收益	0.80	0.00	0.00	0.00	其他非流动资产	355.53	22.79	2.54	2.54
公允价值变动	0.00	0.00	0.00	0.00	资产总计	6070.52	7767.75	8825.42	10650.22
其他经营损益	6.74	6.50	6.50	6.50					
营业利润	263.58	351.62	424.24	500.94					
其他非经营损益	-1.17	-0.40	0.00	0.00	短期借款	2122.35	2621.80	2548.89	3081.80
利润总额	262.40	351.22	424.24	500.94	应付和预收款项	1704.18	3062.57	2640.53	3810.42
所得税	75.18	100.67	121.55	143.49	长期借款	119.40	119.40	119.40	119.40
净利润	187.22	250.55	302.69	357.45	其他负债	471.00	97.57	97.57	97.57
少数股东损益	4.26	5.70	6.88	8.12	负债合计	4416.94	5901.34	5406.40	7109.19
归母净利润	180.32	241.46	291.52	344.14	股本	192.25	192.25	192.25	192.25
					资本公积	590.13	590.13	590.13	590.13
现金流量表	2018A	2019E	2020E	2021E	留存收益	785.14	994.14	1228.40	1495.94
经营活动现金流	126.77	-193.67	-322.01	-28.84	归母股东权益	1569.39	1776.52	2010.78	2278.32
投资活动现金流	-392.46	-0.28	0.00	0.00	少数股东权益	84.19	89.89	96.34	103.70
融资活动现金流	205.46	318.97	470.69	176.77	股东权益合计	1653.58	1866.41	2107.12	2382.02
现金流量净额	-59.64	125.02	148.68	147.93	负债和股东权益	6070.52	7767.75	7513.51	9491.21

数据来源：Wind、长城国瑞证券研究所

股票投资评级说明

证券的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入：相对强于市场表现 20%以上；

增持：相对强于市场表现 10%～20%；

中性：相对市场表现在－10%～＋10%之间波动；

减持：相对弱于市场表现 10%以下。

行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好：行业超越整体市场表现；

中性：行业与整体市场表现基本持平；

看淡：行业弱于整体市场表现。

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。

本报告采用的基准指数：沪深 300 指数。

法律声明：“股市有风险，入市需谨慎”

长城国瑞证券有限公司已通过中国证监会核准开展证券投资咨询业务。在本机构、本人所知情的范围内，本机构、本人以及财产上的利害关系人与所评价的证券没有利害关系。本报告中的信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，不保证报告信息已做最新变更，在任何情况下，报告中的信息或所表达的意见并不构成对所述证券买卖的出价或询价。在任何情况下，我公司不就本报告中的任何内容对任何投资做出任何形式的担保，投资者据此投资，投资风险自我承担。本报告版权归本公司所有，未经本公司事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、刊载或转发，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。