医药生物

2020 年 07 月 25 日

投资评级：看好（维持）

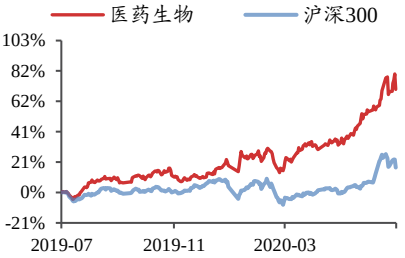
医药流通：从合纵药易购拟 IPO 看“互联网+医药电商”的确定性趋势

——行业深度报告

杜佐远（分析师）
duzuoyuan@kysec.cn
证书编号：S0790520050003

蔡明子（分析师）
caimingzi@kysec.cn
证书编号：S0790520070001

行业走势图



数据来源：贝格数据

相关研究报告

《寻找“隐形”冠军-开源证券-行业投资策略-2020 年中期策略-医药研究团队-20200626》-2020.6.26

《行业深度报告-从中国口腔医疗集团拟 IPO 看口腔医疗服务：专科医院为连锁最优模式，得医生者得市场》-2020.6.6

● 医药批发企业未来出路：提供增值服务、向医药产业链上下游延伸

配送企业除了要加强网络搭建、成本控制外，还应加强上下游布局，提供更多的高毛利增值服务，提升客户粘性和议价能力，构建新的核心竞争力。美国医药批发龙头企业的延伸布局方向多为精细化供应链系统、医疗信息化、药械生产、配套服务等领域。集中度提升不一定带来高收益，现阶段国内医药批发企业竞争格局基本稳定，已经开始从拼规模、拼融资能力逐步过渡到比拼专业服务能力及产业链布局深度上。

● “互联网+医药”模式助推医药批发企业新发展

2020 年 4 月，国内西南地区知名度高的院外市场医药电商平台（B2B）——合纵药易购，向深交所提交了 IPO 招股书。合纵药易购从成立到拟上市的 13 年时间里，从传统的院外市场（药店+基层医疗机构）纯销到 2014 年引进互联网及大数据后，迅速成长为西南地区院外市场医药电商主流平台，其成长历程也是流通企业打造差异化优势的成功案例。不仅合纵药易购，如国药股份、九州通等龙头企业也已在布局互联网+医疗，“互联网+”将成为医药批发行业发展的确定性趋势。

● 药品流通正逐步向院外市场转移，处方外流下，B2B 电商平台模式更具优势

在处方外流的大趋势下，我国药品流通市场正处于从医院市场向院外市场转移的进程中。此前，处于中游的医药批发企业在医药产业链中的议价能力较弱，但随着两票制、一致性评价、药店连锁率提升，院内配送环节利润空间受挤压，企业普遍有两种措施：一是加强医院终端增值服务；二是顺应处方外流趋势，布局院外市场。这就对流通企业（批发+零售端）的专业服务和创新业务开拓能力提出较高的要求。相比院内市场分销，院外市场看似门槛低，实则相反；院外终端购买频次极高，单次金额和数量小，且对配送时效性要求高，接近 B2C 模式，因此对流通企业拆零、分拣、复核要求高，企业的物流自动化与运营效率成正比。并且，B2B 电商平台在比价、配送、结算等多环节提升了终端采购体验，且现款结算方式提升了公司资金周转率。

● 受益标的推荐

从规模效应、产业链延伸布局、互联网布局等角度，我们看好九州通、合纵药易购这类中小药店及基层医疗机构为主要客户的流通企业，这类公司的客户结构更利于企业推广电商 B2B 平台，并且周转率高、现金回款周期短。**受益标的**：国药股份、上海医药、九州通、柳药股份、瑞康医药。

● 风险提示：药品、器械降价超预期，医药批发企业收入端承压；未来融资成本上行，企业财务费用上升，导致净利率下降。

目 录

1、 国内医药流通行业：院外市场愈加被重视，“互联网+”成确定性趋势 4
1.1、 政策面：处方外流及分级诊疗加速药品销售由院内向院外市场转移，两票制及带量采购加速行业集中度提升，且对院外市场影响小 4
1.2、 “互联网+”成为医药批发行业发展的确定性趋势 4
1.3、 提升综合服务能力是药品流通企业拓展终端纯销业务的必然途径 7
1.4、 疫情期间政府加大补助力度，企业融资成本下降 8
2、 医药电商 B2B 平台的重要作用：单体药店及基层终端采购必备工具 9
3、 合纵药易购：西南地区知名度高的院外市场医药电商平台（B2B） 10
3.1、 公司业务结构：终端纯销及分销占总收入 98%以上，另有零售、咨询服务业务 10
3.2、 核心财务指标稳健 14
4、 受益标的推荐 15
5、 风险提示 16

图表目录

图 1： 我国医药流通行业监管体制加速药品销售向院外市场转移 4
图 2： 全国药品流通行业销售总额持续增加 5
图 3： 四川省药品销售总额持续增长 5
图 4： 九州通 B2B 电商/FBBC 业务收入逐年递增 6
图 5： 公司管理咨询业务模式帮助拓宽销售渠道 7
图 6： 合纵药易购逐步转型改为现代化医药流通综合服务商 8
图 7： 公司终端纯销业务占总收入 98%以上 11
图 8： 纯销业务中电商占比逐年增加 12
图 9： 电商业务收入及增速稳定上升 12
图 10： 电商业务收入占总收入比不断提高 12
图 11： 2017 年至 2019 年 119 单日销售额及增速稳步增加 12
图 12： 2017 年至 2019 年过审用户数量稳步增加 13
图 13： 2017 年至 2019 年成交用户数量稳步增加 13
图 14： 商业分销也是公司主要业务模式之一 13

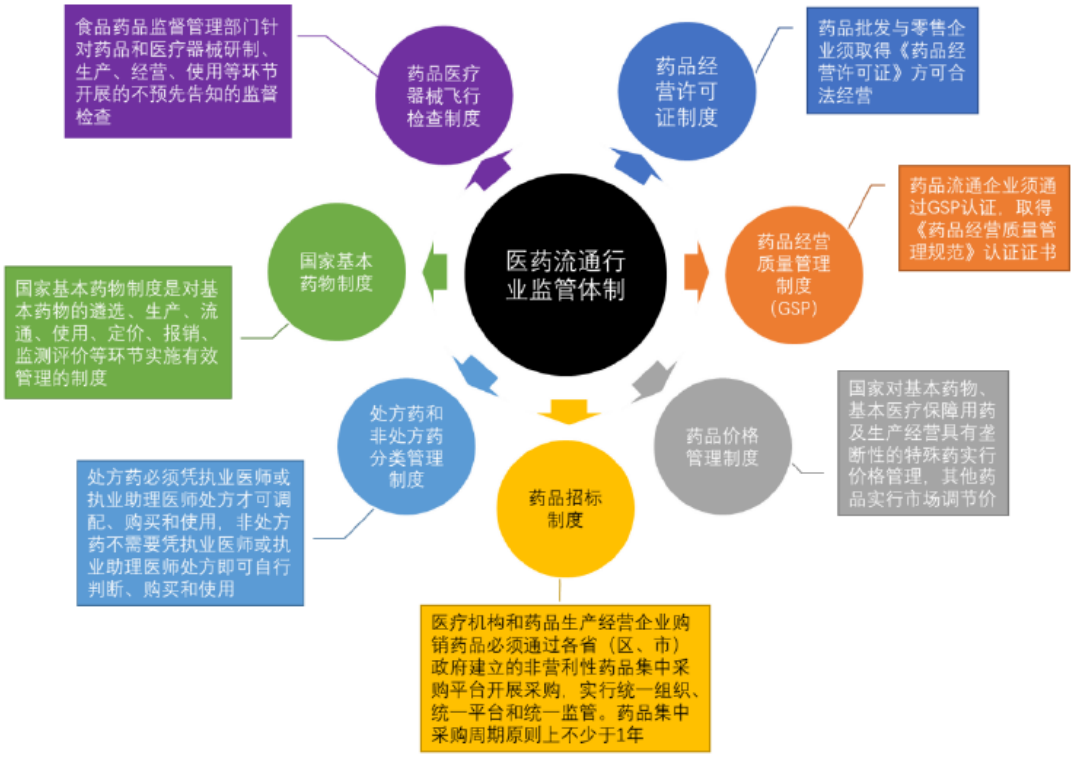
表 1： 公司电商业务收入逐年增加 6
表 2： 电商注册用户数及 WAU 持续增加 6
表 3： 降低企业融资成本措施推动企业融资成本持续下行 8
表 4： 九州通新发行疫情债利率远低于同类债券利率、且期限较长 9
表 5： 医院及院外市场经营特征差异明显 9
表 6： 主流医药流通企业存货周转率（次）稳定或小幅提升 10
表 7： 2017 年-2019 年公司业务收入增速高于行业平均 11
表 8： 近 3 年客户数量及质量明显提升 13
表 9： 加盟店数量在 2019 年大幅增加 14
表 10： 核心财务指标表现优异 14
表 11： 2017 年度至 2019 年度营业收入及净利润皆保持增长 15
表 12： 2017 年度至 2019 年度毛利率呈上升趋势 15
表 13： 2017 年度至 2019 年度返利金额逐年上涨 15

表 14： 受益标的盈利预测与估值 16

1、 国内医药流通行业：院外市场愈加被重视，“互联网+”成确定性趋势

1.1、 政策面：处方外流及分级诊疗加速药品销售由院内向院外市场转移，两票制及带量采购加速行业集中度提升，且对院外市场影响小

图1：我国医药流通行业监管体制加速药品销售向院外市场转移



资料来源：合纵药易购招股书

根据 2020 年第二批带量采购的文件精神，未来国家将建立常态化、机制化的带量采购制度，以降低药品价格，减轻人民群众的用药负担。因此，药企、流通企业将更加注重院外市场的开发。同时，院外市场上下游的散点分布将催生中游药品流通行业的集中度提升和规模化经营，零售连锁化率提升有助于药品流通企业迅速做大销售规模、单体药店的长期存在将保证流通企业巨大的市场空间。

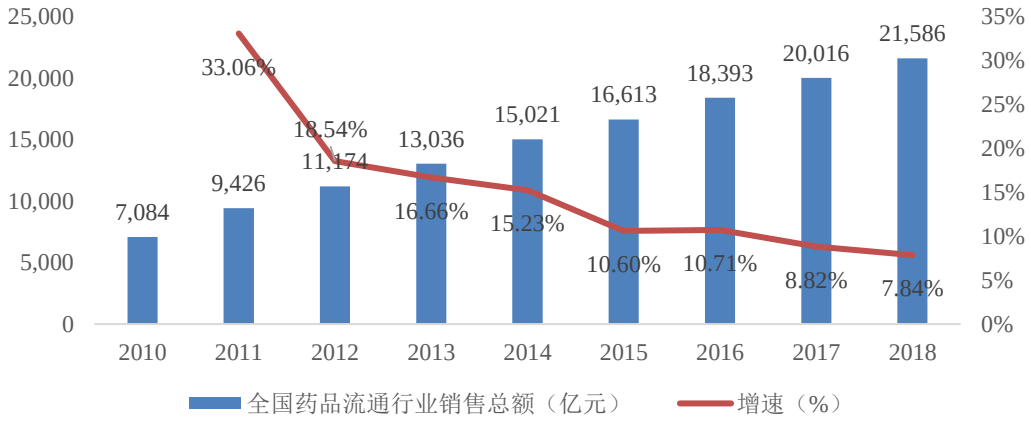
在带量采购、一致性评价、新版 GMP 等政策推动下，终端覆盖能力强、配送效率高、有增值服务体系的流通龙头价值凸显，将在院外市场扩容中受益。

1.2、 “互联网+”成为医药批发行业发展的确定性趋势

全国和四川省（合纵药易购的大本营）的药品销售规模及增速：近几年四川省的药品销售增速明显高于全国，除了全国药品销售规模基数较大、四川的药店数量排名全国第二（42371 家）[1]等因素外，我们判断还与四川较早（2017 年）积极推广“互联网+药品流通”有关。

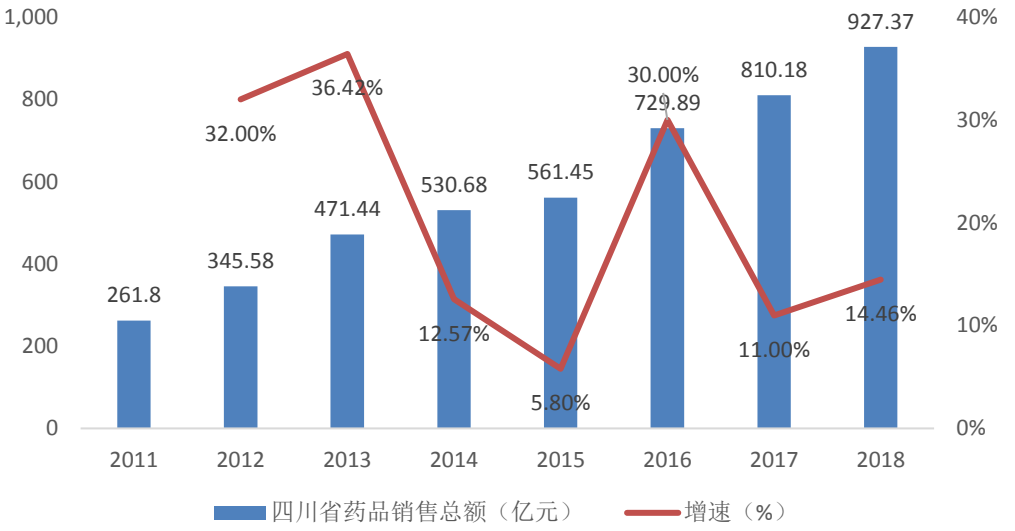
[1] 数据来源：国家食药监总局执业药师认证中心发布的《全国 31 省药店数量排行榜》，披露了截止 2016 年 8 月 31 日的各省市药店数量。

图2：全国药品流通行业销售总额持续增加



数据来源：商务部《药品流通行业运行分析报告》、开源证券研究所

图3：四川省药品销售总额持续增长



数据来源：商务部《药品流通行业运行分析报告》、开源证券研究所

互联网+医药可以大幅提升医疗覆盖率：互联网可以为医疗行业带来可及性、高效率、高透明度。目前线下药房经常出现由于信息不对称导致乱刷医保卡、开高毛利药的现象，线上用户则可以更高效获得适宜药品相关信息、自主选择质量更好的品牌药。

2020 年 3 月 2 日，国家医保局、国家卫生健康委印发《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》，明确指出为参保人员提供的常见病、慢性病“互联网+”复诊服务可纳入医保基金支付范围。2020 年 7 月 21 日，国务院办公厅发布《关于进一步优化营商环境更好服务市场主体的实施意见》，指出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，制定公布全国统一的互联网医疗审批标准。将互联网医疗纳入医保系统降低了建设互联网医药行业支付体系的难度，对互联网医疗行业的

发展具有重要意义。

与院内市场不同，院外市场高度分散，客户采购频次高、单次量少金额小，且对便捷性和时效性要求高，B2B 电商平台刚好能满足其需求。目前医药电商占比还很低，2018 年全国医药电商直报企业销售总额为 2315 亿元，仅占同期全国医药市场总规模的 10.7%，医药电商模式存在巨大的发展潜力。

以合纵药易购为例，公司的 B2B 电商业务（合纵医药网-药易购），依托自身既有的品种资源和仓储物流基础，总体发展稳健。根据招股书披露，公司电子商务业务收入从 2017 年的 5.03 亿增长到 2019 年的 11.33 亿，CAGR50.08%，平台注册用户量和周活跃用户量 CAGR 均超 40%。

表1：公司电商业务收入逐年增加

	2017 年	2018 年	2019 年
年销售额（含税，亿元）	5.03	5.37	11.33
增速（%）		6.76%	110.99%

数据来源：合纵易购招股书、开源证券研究所

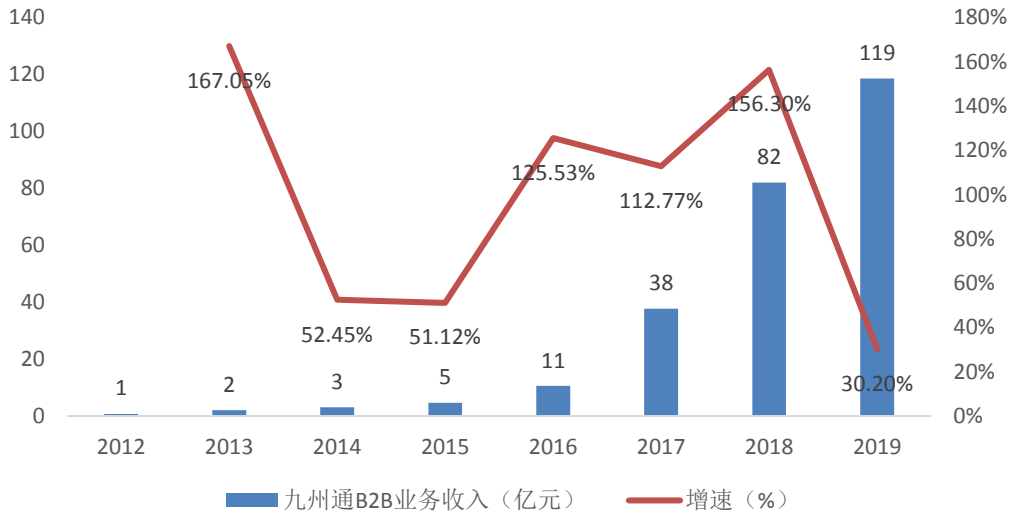
表2：电商注册用户数及 WAU 持续增加

	2017 年	2018 年	2019 年
注册用户数（家）	29,148	38,793	63,852
增速（%）		33.09%	64.60%
周活跃用户数（家）	4,681	5,467	9,886
增速（%）		16.79%	80.83%

数据来源：合纵易购招股书、开源证券研究所

除了合纵药易购，九州通的 B2B 电商/FBBC 业务，也是积极探索线上线下结合的成果——2019 含税销售 118.54 亿元，yoy30.2%，注册的下游客户超过 19 万家，其中活跃客户数达到 14 万家。通过互联网、医药学服务等促进终端门店转型医药新零售，强化“厂-商-店”合作的粘性，提升门店对 C 端的服务水平，实现共赢。

图4：九州通 B2B 电商/FBBC 业务收入逐年递增



数据来源：九州通历年年报、开源证券研究所

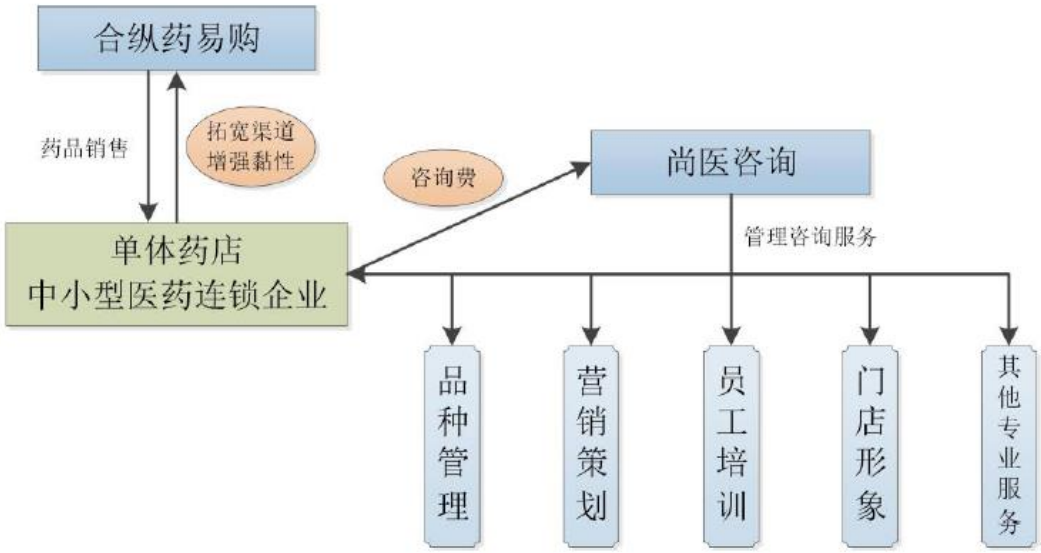
以院内市场为主的流通企业也在加强互联网+医疗布局，例如国药股份在 2019 年报中提及，一方面要加快市场布局、关注 C 端，对接国药商城，开设专业化药房，承接处方药外流市场，重点做好信息系统等软硬件开发，建立全程可追溯系统标准；另一方面二级医院和社区医院将成为互联网医院的发展重点，将重点关注和提前谋划。

1.3、 提升综合服务能力是药品流通企业拓展终端纯销业务的必然途径

从美国医药流通巨头的成长历史看，配送企业除了要加强网络搭建、成本控制外，还应加强上下游布局，提供更多的高毛利增值服务，提升客户粘性和议价能力，构建新的核心竞争力，实现由传统单一的配送商逐步转向医药流通综合服务商的战略转型。

以合纵药易购为例，针对众多单体药店、中小型医药连锁企业在连锁经营、品类管理等方面普遍存在经验匮乏、竞争力不足的市场现状，公司有一块管理咨询业务，专门为中小型医药终端提供专业咨询服务，以拓宽销售渠道、增强客户黏性。

图5：公司管理咨询业务模式帮助拓宽销售渠道



资料来源：合纵易购招股书

此外，公司与为天猫、淘宝导流的互联网平台杭州天淘优品科技有限公司合作，作为天淘优品在医药零售领域的推广代理商，实现天淘优品、医药终端、消费者及公司的多方共赢，增强公司对终端客户的赋能服务能力。

图6：合纵药易购逐步转型改为现代化医药流通综合服务商



资料来源：合纵药易购招股书

1.4、 疫情期间政府加大补助力度，企业融资成本下降

疫情期间，实体经济受到较大冲击，小微、民营等企业面临生存危机，为缓解企业融资贵问题，国务院、财政部、中国人民银行等皆实施了降低企业融资成本的措施，实现企业融资成本持续下行。

表3：降低企业融资成本措施推动企业融资成本持续下行

时间	降低企业融资成本措施
2020/02/07	财政部与国家发展改革委、工业和信息化部、人民银行、审计署联合发布《关于打赢疫情防控阻击战 强化疫情防控重点保障企业资金支持的紧急通知》，通知要求对疫情防控重点保障企业实行名单制管理，并动态调整。对名单内企业，人民银行通过专项再贷款支持金融机构提供优惠利率信贷支持。中央财政按企业实际获得贷款利率的 50%给予贴息，重点保障企业实际融资成本应可降至 1.6%以下。
2020/03/10	国务院常务会议引导金融机构实施 3000 亿元疫情防控专项再贷款以及 5000 亿元再贷款再贴现政策，同时，中国人民银行在此基础上下调支农、支小再贷款利率 0.25 个百分点至 2.5%。
2020/05/18	中国银保监会、工业和信息化部、发展改革委、财政部、人民银行、市场监管总局联合发布《关于进一步规范信贷融资收费 降低企业融资综合成本的通知》，通知以是否提高融资综合成本为标准，同时考虑信贷资金供给侧和需求侧，对信贷、助贷、增信和考核环节收费行为及收费管理作了规范，强化了内部管控、外部监督与激励的作用。
2020/06/15-2020/06/17	工、农、中、建四大行共发行近 8 亿元的 3 年期和 5 年期大额存单，并主动下调了 3 年期、5 年期大额存单发行利率，由原来存款基准利率的 1.5 倍调整至 1.45 倍，推动实体经济融资成本下行。
2020/07/01	中国人民银行下调再贷款、再贴现利率。其中，支农再贷款、支小再贷款利率下调 0.25 个百分点。此外，央行还下调金融稳定再贷款利率 0.5 个百分点，民企融资成本将继续下行。

资料来源：中国政府网、开源证券研究所

例如，2020 年 2 月份，九州通陆续发行了三笔疫情防控债，合计发行规模 20 亿元，皆属于超短期融资债券，其利率明显之前发行的债券利率。三个疫情防控债中，2 月 7 日发行的疫情债的发行期限为 270 天，利率为 3.00%；2 月 12 日发行的疫情债的发行期限也为 270 天，利率为 2.90%；2 月 17 日发行的疫情债的发行期限为 180 天，利率为 2.88%。相比之下，此前发行的发行期限为 270 天的债券利率为 5.15%-5.80%，2018 年发行期限为 161 天的债券利率为 5.73%。

表4：九州通新发行疫情债利率远低于同类债券利率、且期限较长

债券简称	起息日	到期日	发行期限（天）	发行规模（万元）	票面利率（当期）
18 九州通 SCP001	2018-01-09	2018-04-27	108	100,000.00	5.29%
18 九州通 SCP002	2018-01-17	2018-06-15	149	150,000.00	5.40%
18 九州通 SCP003	2018-04-25	2018-07-26	92	100,000.00	5.00%
18 九州通 SCP004	2018-07-19	2018-12-27	161	50,000.00	5.73%
18 九州通 SCP005	2018-08-03	2019-03-29	238	70,000.00	5.20%
18 九州通 SCP006	2018-08-09	2019-05-06	270	50,000.00	5.20%
18 九州通 SCP007	2018-08-28	2019-05-25	270	50,000.00	5.68%
18 九州通 SCP008	2018-11-28	2019-08-25	270	50,000.00	5.15%
19 九州通 SCP001	2019-02-26	2019-11-23	270	50,000.00	5.80%
19 九州通 SCP002	2019-04-29	2019-12-27	242	50,000.00	5.70%
19 九州通 SCP003	2019-10-22	2019-12-31	70	50,000.00	4.99%
19 九州通 SCP004	2019-11-04	2019-12-06	32	50,000.00	4.55%
19 九州通 SCP005	2019-12-23	2020-02-21	60	40,000.00	4.60%
20 九州通 SCP001	2020-01-13	2020-03-03	50	50,000.00	4.40%
20 九州通(疫情防控债)SCP002	2020-02-07	2020-11-03	270	50,000.00	**3.00**%
20 九州通(疫情防控债)SCP003	2020-02-12	2020-11-08	270	100,000.00	**2.90**%
20 九州通(疫情防控债)SCP004	2020-02-17	2020-08-15	180	50,000.00	**2.88**%

数据来源：九州通公司公告、开源证券研究所

2、 医药电商 B2B 平台的重要作用：单体药店及基层终端采购必备工具

表5：医院及院外市场经营特征差异明显

项目		医院市场（第一终端）	院外市场（第二终端）	院外市场（第三终端）
药品销售终端自身的特征	终端类别	二级及以上医院	零售连锁公司及其下属门店	单体药店等社区医药终端、诊断等基层医疗机构
	体量与数量	体量大、数量较少	除部分大中型连锁企业外，体量小、数量多	体量小，数量非常多
	运营管理水平	较高	除部分大中型连锁企业外，运营管理水平普遍较低	普遍较低
药品销售终端在交易环节的特征及对医药流通企业的影响	经营门槛	医院开户难度较大，维护成本较高，资金压力较大	对赊销整帐期诉求高，资金压力较大	客户规模小、集中度低、业务繁琐、仓储及配送难度大
	采购频次及金额	采购频次低，单次采购量大	采购频次高，单次采购量小	采购频次高，单次采购量小
	采购内容特征	整件为主	整件+零货	零货为主，需拆零后

项目		医院市场（第一终端）	院外市场（第二终端）	院外市场（第三终端）
				重新拣选、包装、复核
	配送及时性需求	相对较低	较高	很高
	资金周转效率	低，应收账款回款期通常为 3-6 个月，甚至更长	较低，应收账款回款期通常为 2-3 个月，甚至更长	高，账期较短或没有账期
	B2B 适用性	低	低	高度契合
	国家政策和行业趋势	二级及以上公立医疗机构需严格执行“两票制”，“营改增”将有效打压商业贿赂，“带量采购”提高中标门槛、显著降低药价	鼓励提升零售连锁化率和行业集中度	“医药分开、分级诊疗”的趋势下，院外市场承接外流处方，将迎来行业机遇

资料来源：合纵易购招股书、开源证券研究所

院外市场高度分散，客户采购频次高、单次量少金额小，且对便捷性和时效性要求高，B2B 电商平台刚好能满足其需求。同时，这一模式在货物甄选、价格比较以及交易方式、物流配送等多个环节颠覆了传统，为客户提供了便捷的采购体验。对于流通企业而言，线上主要采用款到发货或货到付款的结算方式，提高了企业的资金周转效率和库存周转率。

表6：主流医药流通企业存货周转率（次）稳定或小幅提升

企业	2017 年	2018 年	2019 年
合纵药易购	8.73	9.45	8.09
国药股份	17.11	11.61	12.16
嘉事堂	10.22	10.54	10.02
国药一致	9.40	9.31	9.92
柳药股份	8.60	8.75	9.42
鹭燕医药	8.47	8.99	9.08
上海医药	6.78	6.46	6.40
瑞康医药	6.68	6.47	6.98
九州通	6.06	6.11	6.49
中国医药	5.64	5.08	5.14
样本企业平均值	**8.77**	**8.28**	**8.37**

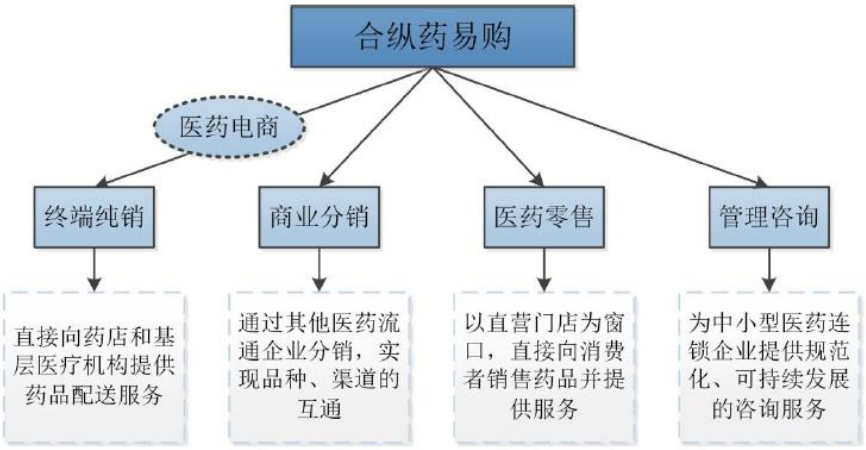
数据来源：Wind、开源证券研究所

3、合纵药易购：西南地区知名度高的院外市场医药电商平台（B2B）

3.1、公司业务结构：终端纯销及分销占总收入 98%以上，另有零售、咨询服务业务

据招股书披露，公司 2019 年收入 22.89 亿，拟在 2022 年左右达到约 50 亿的销售规模，预期 CAGR 为 29.75%，高于行业平均增速。支撑公司快速增长的板块有 3 个：终端纯销、商业分销、医药零售。管理咨询等创新业务目前体量较小，但预计占比会逐步提升。

图7：公司终端纯销业务占总收入 98%以上



资料来源：合纵易购招股书

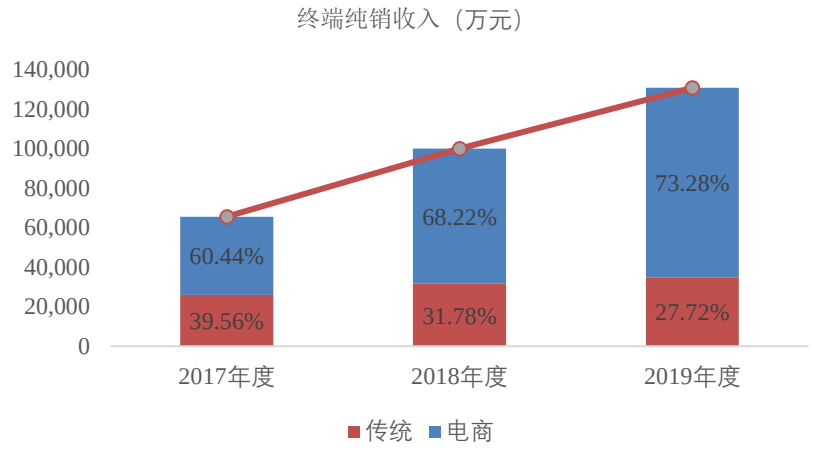
表7：2017 年-2019 年公司业务收入增速高于行业平均

	项目	2017 年度		2018 年度			2019 年度		
		金额(万元)	占比	金额(万元)	占比	增长率	金额(万元)	占比	增长率
主营业务收入	终端纯销	65,568.35	41.32%	100,033.70	49.42%	52.56%	130,744.46	57.11%	30.70%
	商业分销	90,847.81	57.25%	99,139.24	48.98%	9.13%	94,840.28	41.43%	-4.34%
	医药销售	2,109.43	1.33%	2,409.00	1.19%	14.20%	2,109.91	0.92%	-12.42%
	小计	158,525.59	99.90%	201,581.94	99.60%	27.16%	227,694.65	99.46%	12.95%
其他业务收入	管理咨询	86.79	0.05%	208.06	0.10%	139.73%	472.33	0.21%	127.02%
	物流配送	50.67	0.03%	547.62	0.27%	980.76%	463.61	0.20%	-15.34%
	市场推广	-	-	-	-	-	256.75	0.11%	-
	广告	14.92	0.01%	46.01	0.02%	208.38%	15.84	0.01%	-65.57%
	租金	-	-	15.24	-	-	34.31	0.01%	125.13%
	小计	152.38	0.10%	816.93	0.40%	436.11%	1,242.84	0.54%	52.14%
	合计	158,677.97	100.00%	202,398.87	100.00%	27.55%	228,937.49	100.00%	13.11%

数据来源：合纵易购招股书、开源证券研究所

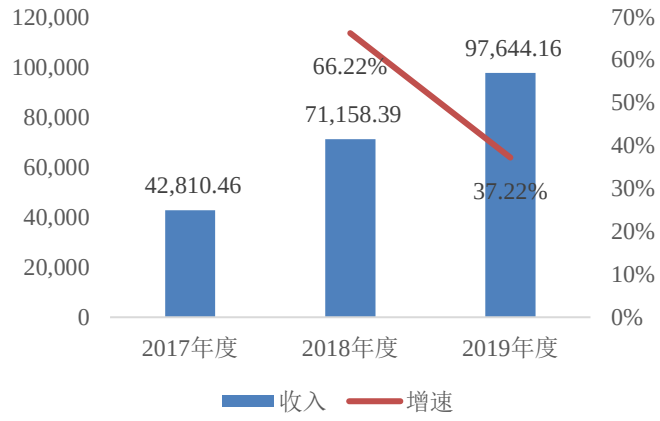
1）**终端纯销**区域性覆盖率高，分销结构健康：主要向药店和基层医疗提供药品配送服务，覆盖了四川省 80%以上的医药连锁企业、60%以上的单体药店和 40%以上的诊所，并形成 700 余家下级分销商的医药分销体系。收入占比逐年提升，2019 年为 57.1%，增速超过 30%，其中电商占比逐年增加。

图8：纯销业务中电商占比逐年增加



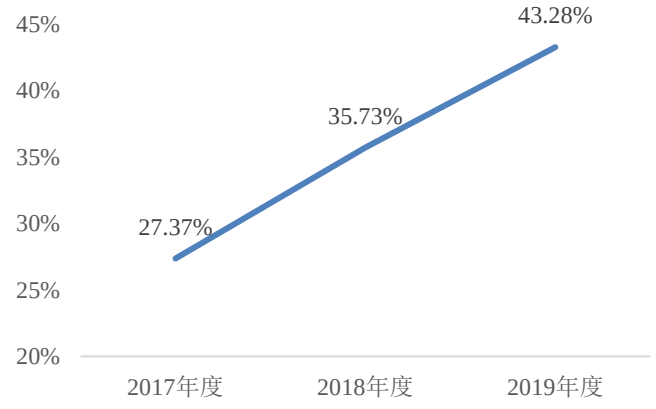
数据来源：合纵药易购招股书、开源证券研究所

图9：电商业务收入及增速稳定上升



数据来源：合纵药易购招股书、开源证券研究所

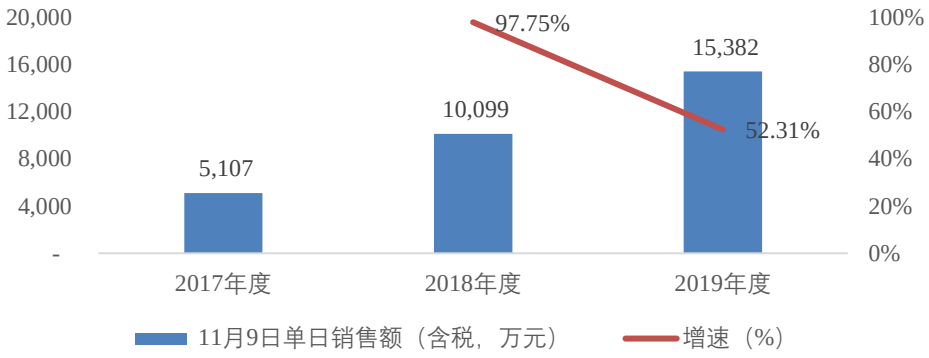
图10：电商业务收入占总收入比不断提高



数据来源：合纵药易购招股书、开源证券研究所

每年的“119 医药电商狂欢节”单日成交金额从 2017 年的 5107 万增长至 2019 年的 1.54 亿，各项指标均呈现持续快速增长的趋势。

图11：2017 年至 2019 年 119 单日销售额及增速稳步增加



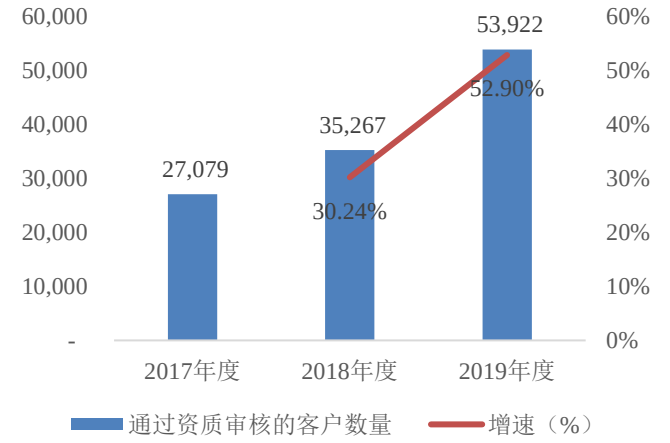
数据来源：合纵药易购招股书、开源证券研究所

表8：近 3 年客户数量及质量明显提升

	2017 年度	2018 年度	2019 年度
通过资质审核的客户数量	27,079	35,267	53,922
增速（%）		30.24%	52.90%
成交的客户数量	16,095	22,225	33,365
增速（%）		38.09%	50.12%

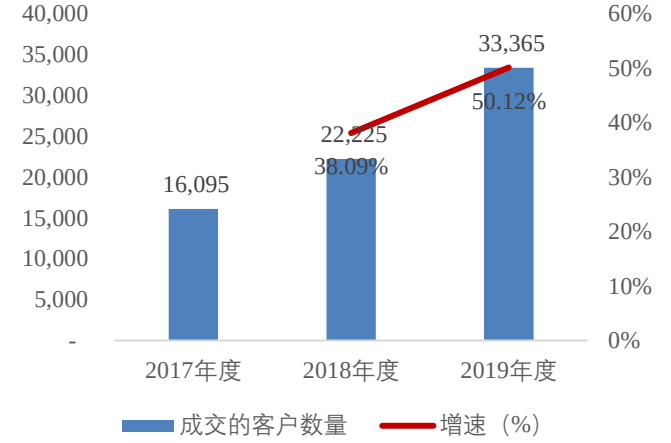
数据来源：合纵药易购招股书、开源证券研究所

图12：2017 年至 2019 年过审用户数量稳步增加



数据来源：合纵药易购招股书、开源证券研究所

图13：2017 年至 2019 年成交用户数量稳步增加

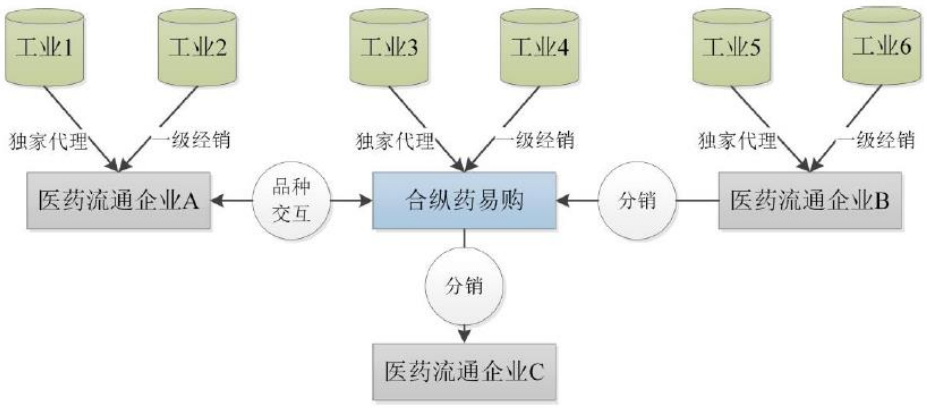


数据来源：合纵药易购招股书、开源证券研究所

2019 年公司前 5 大零售药店客户分别为正和祥、高济医疗、全亿健康、宜宾康健堂和圣杰医药，其中正和祥、高济医疗、全亿健康于 2017-2018 年在四川乃至全国范围内加速收购药店，也是助推公司纯销业务快速增长的因素之一。

2）商业分销：收入占比从 2017 年的 57%下降到 2019 年的 41%，增速缓慢，主要受部分中小流通企业在两票制推行下被淘汰，下游客户略有所减，以及公司控制资金回收风险，主动控制与中小医药商业企业的合作规模的影响。

图14：商业分销也是公司主要业务模式之一



资料来源：合纵药易购招股书

3）零售业务：2019 年收入占比约 1%，体量较小，包括 14 家直营店。同时，还有健康之家加盟业务。加盟模式除作为公司拓展新客户的重要方式外，对提升现有客户的黏性发挥了重要作用，公司计划在未来几年发展不低于 5000 家的加盟单体药店客户。

加盟店家数量增加将加强品牌强塑及客户粘性：2018 年下半年起公司通过子公司健康之家连锁开展加盟业务，为加盟门店提供服务的同时增加客户黏性、促进终端纯销业务的发展，成为公司快速提升终端覆盖率、深度为终端赋能的有效途径。

除全资子公司健康之家外，公司于 2019 年收购了位于四川省阿坝州的四川康正康乐康大药房连锁有限公 51%的股权。作为集团范围内第二个重要的加盟管理平台。康乐康连锁在四川阿坝、凉山地区拥有 220 多家加盟药店，其中阿坝州的药店覆盖率高达 70%。

表9：加盟店数量在 2019 年大幅增加

项目	2018 年度	2019 年度
期末加盟店数量	147	663
本期新增数量	147	533
本期减少数量	-	17

数据来源：合纵药易购招股书、开源证券研究所

3.2、 核心财务指标稳健

表10：核心财务指标表现优异

项目	2017 年度	2018 年度		2019 年度	
	金额(万元)	金额(万元)	增长率	金额(万元)	增长率
营业收入	158,678.00	202,398.86	27.55%	228,937.48	13.11%
营业毛利	14,367.34	17,320.33	20.55%	20,850.83	20.38%
毛利率	9.05%	8.56%	-5.49%	9.11%	6.43%
期间费用	8,373.31	9,856.00	0.18	12,857.75	30.46%
期间费用（扣除股份支付）	7,669.31	9,856.00	0.29	12,857.75	30.46%
期间费用率（扣除股份支付）	4.83%	4.87%	0.75%	5.62%	15.33%
营业利润	5,407.67	6,799.93	25.75%	7,504.50	10.36%
利润总额	5,404.92	6,786.18	25.56%	7,486.73	10.32%
归属于母公司股东的净利润	4,459.79	5,655.78	26.82%	6,466.35	14.33%
扣非后归属于母公司股东的净利润	5,039.12	5,666.33	12.45%	6,264.64	10.56%
经营现金流	2304.22	716.71	-68.90%	4233.38	490.67%
ROE(摊薄)	15.27	13.76	-9.89%	13.59	-1.24%

数据来源：合纵药易购招股书、开源证券研究所

跟随行业趋势、增强自身竞争力，公司营业收入、净利润快速增长：公司的营业收入由 2017 年的 15.87 亿元增长至 2019 年的 22.89 亿元，复合增速达 20%。

2019 年净利润同比增长 10.49%，2018 年同比增长 26.49%，也持续保持增长趋势。

表11：2017 年度至 2019 年度营业收入及净利润皆保持增长

	2017 年度	2018 年度	2019 年度
营业收入	158,678.00	202,398.86	228,937.48
增速（%）	-	27.55%	13.11%
净利润	4,459.79	5,641.29	6,233.00
增速（%）	-	26.49%	10.49%

数据来源：合纵药易购招股书、开源证券研究所

毛利率处于行业中等偏上，高毛利率的增值服务带给公司更多机遇：2017-2019 年，公司的毛利率分别为 9.05%、8.56%和 9.11%，总体保持稳定。其中，主营业务毛利率分别为 8.99%、8.33%和 8.78%，其他业务主要系主营业务之外的增值服务，成本较低，毛利率较高。

表12：2017 年度至 2019 年度毛利率呈上升趋势

项目	2017 年度	2018 年度	2019 年度
主营业务	8.99%	8.33%	8.78%
其他业务	71.21%	64.43%	68.48%
合计	9.05%	8.56%	9.11%

数据来源：合纵药易购招股书、开源证券研究所

议价能力和规模优势强，返利占毛利额 50%以上：公司通过对社区医药终端和基层医疗机构“广域覆盖”的战略举措，实现医药终端服务数量从 2017 年的 1.6 万家至 2019 年的 3.3 万家的快速提升，形成强大的终端纯销能力的同时，显著提升了公司对上游供应商的议价能力。工业直采的规模和比例提升、代理品牌数量增加的同时，从上游供应商获取的采购返利持续快速增长，形成公司主营业务毛利的主要来源之一。

从下表可以看出采购返利金额逐年上涨，且对公司毛利额贡献愈加增大。销售规模的持续增长尤其是终端纯销业务规模的快速提升，显著提升了公司面对上游供应商的议价能力，并落地形成利润。

表13：2017 年度至 2019 年度返利金额逐年上涨

项目	2017 年度	2018 年度		2019 年度	
	金额(万元)	金额(万元)	增长率	金额(万元)	增长率
采购返利	5,827.76	8,085.84	38.75%	11,375.59	40.69%
主营业务毛利额	14,258.82	16,793.95	17.78%	19,998.41	19.08%
占比	40.87%	48.15%		56.88%	

数据来源：合纵药易购招股书、开源证券研究所

4、 受益标的推荐

从规模效应、产业链延伸布局、互联网布局等角度，我们看好九州通、合纵药易购这类中小药店及基层医疗机构为主要客户的流通企业，这类客户结构更利于企业推广电商 B2B 平台，并且周转率高、现金回款。**受益标的：**国药股份、上海医药、九州通、柳药股份、瑞康医药。

表14：受益标的盈利预测与估值

证券代码	证券简称	收盘价（元）	EPS			P/E			评级
			2020E	2021E	2022E	2020E	2021E	2022E	
600511.SH	国药股份	38.68	2.37	2.72	3.11	16	14	12	未评级
600998.SH	九州通	17.60	1.22	1.49	1.84	14	12	10	未评级
601607.SH	上海医药	19.00	1.61	1.82	2.04	10	9	8	未评级
000028.SZ	国药一致	45.15	3.31	3.78	4.34	13	11	10	未评级
603883.SH	柳药股份	24.49	2.34	2.95	3.64	10	8	7	未评级

数据来源：Wind、开源证券研究所。注：2020-2022 年 EPS 均为 Wind 一致预期；收盘价对应 2020 年 7 月 24 日。

5、 风险提示

药品、器械降价超预期，医药批发企业收入端承压；未来融资成本上行，企业财务费用上升，导致净利率下降。

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	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	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