

业绩高速增长，民营流通龙头多点开花

2017年04月25日

强烈推荐/维持

九州通

财报点评

——九州通（600998）年报及一季报点评

张金洋	分析师	执业证书编号: S1480516080001
	zhangjy@dxzq.net.cn	010-66554035
缪牧一	联系人	
	miaomy@dxzq.net.cn	010-66554035

事件:

公司发布 2016 年年报及 2017 年一季报:

2016 年全年实现营业收入 615.57 亿元, 同比增长 24.13%, 实现归母净利润 8.77 亿元, 同比增长 26.23%, 实现扣非后归母净利润 8.26 亿元, 同比增长 43.08%。

2017 年一季度实现 188.14 亿元, 同比增长 21.80%, 实现归母净利润 1.86 亿元, 同比增长 31.31%, 实现扣非后归母净利润 1.72 亿元, 同比增长 32.44%。

公司分季度财务指标

指标	2015Q3	2015Q4	2016Q1	2016Q2	2016Q3	2016Q4	2017Q1
营业收入(百万元)	12561.45	13134.24	15446.27	14339.64	15447.06	16323.86	18814.31
增长率(%)	17.23%	25.80%	29.31%	20.01%	22.97%	24.28%	21.80%
毛利率(%)	6.88%	8.63%	7.06%	7.84%	6.98%	9.38%	7.50%
期间费用率(%)	5.68%	5.89%	5.47%	5.99%	5.97%	5.75%	5.54%
营业利润率(%)	1.00%	2.97%	1.11%	1.59%	0.90%	3.13%	1.15%
净利润(百万元)	127.01	324.27	139.85	174.24	153.93	436.32	187.66
增长率(%)	40.25%	21.27%	20.52%	27.60%	21.20%	34.56%	34.19%
每股盈利(季度, 元)	0.08	0.19	0.09	0.10	0.09	0.25	0.11
资产负债率(%)	68.64%	69.78%	69.37%	69.43%	69.26%	68.99%	68.63%
净资产收益率(%)	1.31%	3.29%	1.24%	1.55%	1.33%	3.63%	1.39%
总资产收益率(%)	0.41%	1.00%	0.38%	0.47%	0.41%	1.13%	0.44%

观点:

► 业绩高速增长，符合市场预期

1) 从2016年全年来看, 公司实现营业收入增长**24.13%**, 扣非后归母净利润增长**43.08%**, 扣非后净利润增速显著高于收入增速, 我们认为主要有几个因素: ①西药、中成药业务毛利率的较大提升, 一方面是受益于流通行业整合导致公司部分调拨业务向终端渠道转移, 另一方面是公司主动调整产品结构, 高毛利品种(如

全国代理产品)占比加大;②好药师的扭亏为盈,好药师2015年亏损2877.85万元,而16年实现净利润1895.73万元,贡献业绩弹性;③母婴产品快速发展,尽管奶粉业务毛利率不高,但因为不涉及销售费用,反而净利率高于公司传统业务。

分业务板块来看:

- ◆ **批发业务:** 全年实现收入 589.89 亿元,同比增长 23.54%, 毛利率为 7.22%, 较去年同期增加 0.11 个百分点。其中医院纯销版块增长迅速,纯销比例占比提升,二级及以上中高端医院实现含税销售 128.31 亿元,同比增长 38.46%,二级以下基层医疗机构实现含税销售 66.78 亿,同比增长 26.48%。
- ◆ **零售业务:** 全年实现收入 16.11 亿元,同比增长 63.59%, 毛利率为 20.48%, 较去年同期增加 2.61 个百分点。好药师扭亏为盈,2016 年实现净利润 1895.73 万元。
- ◆ **医药工业:** 全年实现收入 8.19 亿元,同比增长 6.10%, 毛利率为 21.75%, 较去年同期增加 3.50 个百分点。工业板块毛利率大幅提升,主要与子公司京丰开展药包材采购招标有关。

分产品来看:

- ◆ **西药、中成药:** 全年实现收入 510.16 亿元,同比增长 20.05%, 毛利率为 7.10%, 较去年同期增长 0.68 个百分点。西药、中成药的毛利率提升受益于行业变革以及公司主动的策略,一方面是受益于流通行业整合导致公司部分调拨业务向终端渠道转移,另一方面是公司主动调整产品结构,高毛利品种(如全国代理产品)占比加大。
- ◆ **中药材、中药饮片:** 全年实现收入 21.28 亿元,同比增长 11.87%, 毛利率为 16.44%, 较去年同期减少 0.29 个百分点。增长幅度较去年有所下降,主要是阿胶业务销售下滑所致。
- ◆ **医疗器械、计生用品:** 全年实现收入 48.71 亿元,同比增长 39.04%, 毛利率为 10.08%, 较去年同期减少 1.6 个百分点。毛利率下降的原因主要是公司加大与品牌厂家合作力度,毛利率相对较低所致。
- ◆ **食品、保健品、化妆品:** 全年实现收入 34.03 亿元,同比增长 112.48%, 毛利率为 8.92%, 较去年减少 7.05 个百分点。公司消费品业务增长迅速,母婴奶粉实现含税销售 22.15 亿元,同比增长 374.5%。

从2016年财务指标上来看,公司销售费用率、管理费用率、财务费用率分别为2.65%、2.06%、1.08%,较去年同期分别+0.18、-0.11、+0.05个百分点,销售费用率的增长与公司职工薪酬增长高于收入增速有关,而管理费用率的下降主要是税费及限制性股权摊销的同比下降所致。从营运能力来看,公司净营业周期为63.69天,较去年同期增加3.04天,我们认为主要是公司纯销业务占比提升,医院回款相对较慢所致。依托淀粉胶囊为核心,打造业绩增长发动机

2) 从2017年一季报情况来看,公司收入端与利润端仍然维持高速增长。

分业务版块来看: 批发业务实现收入181.01亿元,同比增长21.35%; 医药零售实现收入4.18亿元,同比增长22.76%; 医药工业实现收入2.29亿元,同比增长52.68%。

分产品来看: 西药、中成药实现收入156.43亿元,同比增长18.53%; 中药材、中药饮片实现收入6.06亿元,同比增长12.17%; 医疗器械、计生用品实现收入15.34亿,同比增长44.48%; 食品、保健品、化妆品实现收入9.66亿元,同比增长58.64%。

从财务指标上来看,三大费用率整体较去年同期基本保持稳定,净营业周期有所好转,为65.12天,较去年同

期下降1.67天。

➤ 受益流通行业整合, 民营龙头蓄势待发

公司批发业务的下游客户主要有三种, 即医疗机构(纯销)、药店、经销商(调拨), 从行业的角度出发, 对医疗机构销售的毛利率在5-9%, 对药店销售的毛利率在5-7%, 调拨业务一般毛利率在2-3%。由于流通行业的整合(两票制、营改增、94号文等), 公司批发业务将显著受益:

- ◆ **从存量上来看:** 两票制下, 公司有望承接从流通企业到医院的最后一票, 部分原有面向医院终端的调拨业务有望转化为纯销业务, 带来毛利率的提升; 94号文、营改增导致药店不得以现金进货, 部分以过票为利润来源的商业公司无法再以原有模式运营, 公司部分终端为药店的调拨业务已经转化为直接对接药店, 也为2016年公司批发业务贡献了毛利率的提升。
- ◆ **从增量上来看:** 两票制下, 小商业企业向大流通企业靠拢已成趋势, 尽管公司过去在纯销业务上相对薄弱, 未来有望借两票制带来的机遇壮大。

➤ 布局医药电商, 探索处方外流的先行者

未来医药分开是大势所驱, 公司具备好药师在2016年已经实现盈利的医药电商平台, 积极探索处方外流模式: 公司子公司好药师与武汉市中心医院试点药品远程销售配送, 并允许好药师网上结算, 同时公司与福建医科大学孟超肝胆医院签订协议, 在供应链、智慧医疗服务平台等方面开展合作。

➤ 消费品业务增长迅速, 未来有望成为新的业绩增长点

从2016年年报及2017年一季报的情况来看, 公司消费品业务增长极为迅速, 未来公司涉足消费品配送市场有望成为公司业绩增长的主要贡献之一。就目前来说, 由于CFDA新规要求进口奶粉运输参照GSP要求, 公司奶粉配送业务迅速放量, 同时公司目前也开始代理费列罗等其他消费品, 我们估计2016年下半年即实现含税销售4-5亿元, 未来公司消费品业务增长可期。

结论:

我们预计公司未来3年业务贡献的业绩的复合增速在30-35%之间, 考虑到公司土地补偿金额带来的4.79亿净利润以及股权激励方案2017-2019年1.09亿、1.07亿、0.51亿的摊销费用, 我们预计公司2017-2019年归母净利润为15.35亿元、14.67亿元、19.95亿元, 同比增速分别为75.09%、-4.43%、35.96%, 对应PE为21x、22x、16x(增发摊薄后备考估值为23x、25x、18x)。公司作为民营企业龙头, 未来将受益于流通行业整合, 同时涉足医药电商探索处方外流以及布局消费品业务, 有望为公司带来新的业绩增长点, 维持“强烈推荐”评级。

风险提示:

批发业务增长不达预期; 保健品业务增长不达预期

公司盈利预测表

资产负债表	单位:百万元					利润表	单位:百万元				
	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E		2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
流动资产合计	27221	32164	39075	47704	58000	营业收入	49589	61557	75616	93122	114027
货币资金	6109	5237	6433	7922	9701	营业成本	45834	56733	69643	85663	104723
应收账款	7798	9076	11149	13730	16812	营业税金及附加	77	130	160	197	241
其他应收款	2448	3275	4023	4954	6066	营业费用	1226	1633	2007	2471	3026
预付款项	2121	2214	2327	2467	2637	管理费用	1078	1268	1667	2025	2402
存货	8114	10152	12462	15329	18740	财务费用	509	662	814	1002	1227
其他流动资产	0	21	0	0	0	资产减值损失	52.61	92.93	50.00	50.00	50.00
非流动资产合计	5363	6565	5971	5443	4903	公允价值变动收益	0.00	7.03	0.00	0.00	0.00
长期股权投资	504	539	539	539	539	投资净收益	47.54	8.73	0.00	0.00	0.00
固定资产	2788	3563	3362	3137	2900	营业利润	860	1049	1277	1714	2359
无形资产	884	1028	925	823	720	营业外收入	114.10	101.14	600.00	80.00	80.00
其他非流动资产	0	0	0	0	0	营业外支出	18.27	44.65	0.00	0.00	0.00
资产总计	32585	38729	45046	53147	62903	利润总额	956	1106	1877	1794	2439
流动负债合计	21010	25259	30771	38248	47278	所得税	252	201	342	327	444
短期借款	5847	3931	5253	7689	9436	净利润	704	904	1535	1467	1995
应付账款	6278	7467	9040	11120	13594	少数股东损益	9	28	0	0	0
预收款项	256	293	339	396	465	归属母公司净利润	695	877	1535	1467	1995
一年内到期的非流	0	1600	1600	1600	1600	EBITDA	2452	2982	2894	3544	4426
非流动负债合计	1729	1459	3094	3168	3257	BPS (元)	0.43	0.54	0.93	0.89	1.21
长期借款	0	6	6	6	6	主要财务比率					
应付债券	1600	1282	1600	1600	1600		2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
负债合计	22739	26718	33865	41417	50535	成长能力					
少数股东权益	491	732	732	732	732	营业收入增长	20.75%	24.13%	22.84%	23.15%	22.45%
实收资本(或股本)	1647	1647	1647	1647	1647	营业利润增长	34.05%	22.00%	21.70%	34.21%	37.64%
资本公积	3988	3978	3978	3978	3978	归属于母公司净利润	75.09%	-4.43%	75.09%	-4.43%	35.96%
未分配利润	2677	3230	2986	2752	2435	获利能力					
归属母公司股东权	9355	11278	10449	10998	11635	毛利率(%)	7.57%	7.84%	7.90%	8.01%	8.16%
负债和所有者权	32585	38729	45046	53147	62903	净利率(%)	1.42%	1.47%	2.03%	1.58%	1.75%
现金流量表						总资产净利润(%)					
单位:百万元						ROE(%)					
	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E		2.13%	2.26%	3.41%	2.76%	3.17%
经营活动现金流	436	431	1678	1250	2876	偿债能力					
净利润	704	904	1535	1467	1995	资产负债率(%)	70%	69%	75%	78%	80%
折旧摊销	1083	1270	828	828	840	流动比率	1.30	1.27	1.27	1.25	1.23
财务费用	509	662	814	1002	1227	速动比率	0.91	0.87	0.86	0.85	0.83
应付帐款的变化	0	0	-2073	-2581	-3082	营运能力					
预收帐款的变化	0	0	46	57	69	总资产周转率	1.75	1.73	1.81	1.90	1.97
投资活动现金流	-1538	-1498	47	-50	-50	应收账款周转率	8	7	7	7	7
公允价值变动收益	0	7	0	0	0	应付账款周转率	9.10	8.96	9.16	9.24	9.23
长期股权投资减少	0	0	90	0	0	每股指标(元)					
投资收益	48	9	0	0	0	每股收益(最新摊薄)	0.43	0.54	0.93	0.89	1.21
筹资活动现金流	2777	-416	-529	290	-1048	每股净现金流(最新)	1.02	-0.90	0.73	0.90	1.08
应付债券增加	0	0	318	0	0	每股净资产(最新摊)	5.68	6.85	6.34	6.68	7.06
长期借款增加	0	0	0	0	0	估值比率					
普通股增加	4	0	0	0	0	P/E	45.40	36.15	20.94	21.91	16.12
资本公积增加	104	-10	0	0	0	P/B	3.44	2.85	3.08	2.92	2.76
现金净增加额	1675	-1482	1196	1489	1779	EV/EBITDA	13.66	11.31	11.81	9.91	7.93

资料来源: 公司财报、东兴证券研究所

分析师简介

张金洋

医药生物行业小组组长, 3年证券行业研究经验, 3年医药行业实业工作经验。2016年水晶球最佳分析师第一名, 2015年新财富第七名团队核心成员, 2015年水晶球第三名团队核心成员。北京大学药剂学硕士、北京大学药学学士、北京大学经济学学士, 和君商学院三届学子。曾就职于中国银河证券股份有限公司、民生证券股份有限公司、西安杨森制药有限公司。2016年7月加盟东兴证券研究所, 整体负责医药行业投资研究工作。

联系人简介

缪牧一

美国罗切斯特大学会计学理学硕士, 美国注册会计师, 2016年6月加盟东兴证券研究所, 从事医药行业研究, 重点专注于医药政策下的投资机会。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师, 在此申明, 本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果, 引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源, 力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写, 东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料, 我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证, 也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正, 但文中的观点、结论和建议仅供参考, 报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价, 投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易, 也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本报告版权仅为我公司所有, 未经书面许可, 任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发, 需注明出处为东兴证券研究所, 且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用, 未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导, 本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和法律责任。

行业评级体系

公司投资评级 (以沪深 300 指数为基准指数):

以报告日后的 6 个月内, 公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义:

强烈推荐: 相对强于市场基准指数收益率 15% 以上;

推荐: 相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15% 之间;

中性: 相对于市场基准指数收益率介于-5% ~ +5% 之间;

回避: 相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级 (以沪深 300 指数为基准指数):

以报告日后的 6 个月内, 行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义:

看好: 相对强于市场基准指数收益率 5% 以上;

中性: 相对于市场基准指数收益率介于-5% ~ +5% 之间;

看淡: 相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。