

2019年04月26日

王睿哲
C0062@capital.com.tw
目标价(元)

20元

九州通(600998.SH)

Buy 买入

2018年扣非净利 YOY+22%，符合预期，估值低廉，维持买入评级

结论与建议：

公司基本信息

產業別	医药生物		
A 股价(2019/4/25)	14.84		
上证指数(2019/4/25)	3123.83		
股價 12 個月高/低	19.68/13.33		
總發行股數(百萬)	1877.66		
A 股數(百萬)	1660.04		
A 市值(億元)	259.63		
主要股東	上海弘康实业投资有限公司 (23.30%)		
每股淨值(元)	8.17		
股價/賬面淨值	1.91		
	一个月	三个月	一年
股价涨跌(%)	1.1	8.2	-11.7

近期评等

出刊日期	前日收盘	评等
2018-11-01	15.12	买入
2018-08-29	15.21	买入

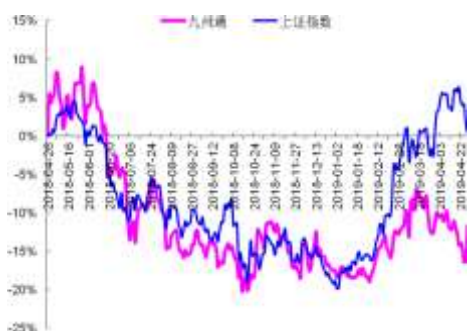
产品组合

医药批发及相关业务	96.7%
医药零售	1.8%
医药工业	1.5%

机构投资者占流通 A 股比例

基金	5.1%
一般法人	73.1%

股价相对大盘走势



➤ **公司业绩:** 公司 2018 年实现营收 871.4 亿元, YOY+17.8%, 录得净利润 13.4 亿元, YOY-7.3%, 由于去年同期公司汉阳地块旧城改造获得征收补偿款 5.3 亿元, 扣除该影响因素后, 公司扣非后实际净利润 YOY+21.6%, 符合预期。其中 Q4 单季实现营收 233.9 亿元, YOY+20.0%, 录得净利润 5.7 亿元, YOY+16.0% (扣非后 YOY+19.7%)。在“两票制”推进中, 公司营收及扣非后的净利润增速仍处于行业前列。公司分红预案为每 10 股派发现金 1 元 (含税)。

➤ **销售结构不断优化, 推动营收增长:** 2018 年虽然受到“两票制”政策落地的影响, 但是公司顺应政策积极调整销售结构, 营收增速大幅快于行业 (行业 2018 年同比增长 6.3%)。分渠道来看: (1) 公司医疗机构渠道实现销售收入 297.3 亿元, YOY+33.1%, 其中医院纯销 (二级及以上医院) 实现销售收入 182 亿元, YOY+24.5%, 主要是公司抢抓机遇, 继续拓展二级及以上中高端医院市场所致; 受益于分级诊疗政策的推进, 公司二级以下基层医疗机构销售加速增长, 实现销售收入 115.4 亿元, YOY+49.6%; (2) 零售药店批发业务也受益于“营改增”政策的影响, 区域中间渠道减少, 公司直接出货增加, 实现营收 225.7 亿元, YOY+33.8%; (3) 分销业务受到“两票制”及“营改增”的影响, 实现 293.3 亿元, YOY-1.3%, 但随着政策的完全落实后, 后续将会相对稳定; (4) 公司好药师零售业务实现营收 19.6 亿元, YOY+4.5%, 其中实体药店实现营收 10.4 亿元, YOY+18.5%, 仍保持相对较好的增速, 线上业务由于业务战略调整, 同比下降 14.9%, 拖累了零售药店业务板块的增速。(5) 非药品渠道保持较快增长, 实现营收 33.7 亿元, YOY+14.5%。

➤ **毛利率、费用率均保持平稳:** 公司 2018 年综合毛利率为 8.6% 同比增加 0.2 个百分点, 主要是直销以及医疗器械等高毛利业务占比增加。销售费用率为 3.2%, 同比增加 0.15 个百分点, 管理+研发费用率为 2.3%, 同比持平; 财务费用率为 1.0%, 同比持平。总体来看, 公司期间费用率为 6.4%, 同比增加 0.15 个百分点。

➤ **现金流表现优异:** 公司在 2018Q3 开始加强应收款管理, 通过有效控制账期较长医院的销售, 加大应收账款清收力度, 以及提升下游客户现金支付考核占比形成客户现金支付增加使得公司 2018 年全年经营性活动现金流量净额由 2017 年的 -10.1 亿元恢复至 2018 年末的 12.2 亿元, 与扣非净利 (12.3 亿元) 匹配, 经营有量有质。

➤ **盈利预计:** 我们预计公司 2019/2020 年分别实现净利润 16.3 亿元/20.1 亿元, 分别同比+21.9%/23.3%, EPS 分别为 0.87 元/1.07 元, 对应 PE 分别为 17 倍/14 倍。公司纯销、基层配送业务以及终端直配业务预计将会保持快速发展, 目前估值偏低, 维持“买入”的投资评级。

➤ **风险提示:** 医药政策风险; 营收结构改变不及预期

年度截止 12 月 31 日		2016	2017	2018	2019F	2020F
纯利 (Net profit)	RMB 百万元	877	1446	1341	1634	2014
同比增减	%	26.23	64.87	-7.26	21.87	23.28
每股盈余 (EPS)	RMB 元	0.54	0.85	0.72	0.87	1.07
同比增减	%	25.58	57.41	-15.29	20.84	23.28
市盈率 (P/E)	X	28.17	17.89	21.13	17.48	14.18
股利 (DPS)	RMB 元	0.00	0.10	0.10	0.12	0.15
股息率 (Yield)	%	0.00	0.66	0.66	0.80	0.99

预期报酬(Expected Return; ER)为准, 说明如下:

强力买入 Strong Buy (ER \geq 30%); 买入 Buy (30% > ER \geq 10%)

中性 Neutral (10% > ER > -10%)

卖出 Sell (-30% < ER \leq -10%); 强力卖出 Strong Sell (ER \leq -30%)

附一: 合并损益表

人民币百万元	2016	2017	2018	2019F	2020F
营业收入	61557	73943	87136	103055	122347
经营成本	56733	67706	79614	94048	111578
营业税金及附加	130	176	208	258	306
销售费用	1633	2276	2818	3164	3719
管理费用	1268	1636	1819	2113	2508
财务费用	662	710	867	1031	1223
资产减值损失	93	94	67	100	150
投资收益	9	40	55	0	0
营业利润	1049	1942	1830	2250	2752
营业外收入	101	10	33	30	30
营业外支出	45	26	32	49	50
利润总额	1106	1925	1831	2231	2732
所得税	201	452	449	547	656
少数股东损益	28	27	41	51	62
归母净利润	877	1446	1341	1634	2014

附二: 合并资产负债表

人民币百万元	2016	2017	2018	2019F	2020F
货币资金	5237	8541	12700	14604	16795
应收账款	9076	14106	20715	24859	29830
存货	10152	12182	13891	14586	15315
流动资产合计	32164	43473	57057	68468	82162
长期股权投资	539	853	1515	1970	2561
固定资产	3563	4386	5184	5702	6273
在建工程	840	905	844	895	949
非流动资产合计	6565	8575	9618	11060	12719
资产总计	38729	52048	66674	79528	94881
流动负债合计	25259	30702	44266	53120	63744
非流动负债合计	1459	1809	2026	2107	2191
负债合计	26718	32511	46292	55227	65935
少数股东权益	732	1237	1915	2355	3133
股东权益合计	11278	18300	18467	21946	25814
负债及股东权益合计	38729	52048	66674	79528	94881

附三: 合并现金流量表

(人民币百万元)	2016	2017	2018	2019F	2020F
经营活动所得现金净额	431	-1012	1222	1,344	1,479
投资活动所用现金净额	-1498	-1996	-1518	-1400	-1400
融资活动所得现金净额	-416	6077	2251	-2000	-2000
现金及现金等价物净增加额	-1482	3068	1954	-2056	-1921

此份报告由群益证券(香港)有限公司编写, 群益证券(香港)有限公司的投资和由群益证券(香港)有限公司提供的投资服务不是个人客户而设。此份报告不能复制或再分发或印刷报告之全部或部分内容以作任何用途。群益证券(香港)有限公司相信用以编写此份报告之资料可靠, 但此报告之资料没有被独立核实审计。群益证券(香港)有限公司不对此报告之准确性及完整性作任何保证, 或代表或作出任何书面保证, 而且不会对此报告之准确性及完整性负任何责任或义务。群益证券(香港)有限公司, 及其分公司及其联营公司或许在阁下收到此份报告前使用或根据此份报告之资料或研究推荐作出任何行动。群益证券(香港)有限公司及其任何一位董事或其代表或雇员不会对使用此份报告后招致之任何损失负任何责任。此份报告内容之数据和意见可能会或会在没有事前通知前变更。群益证券(香港)有限公司及其任何一位董事或其代表或雇员或会对此份报告内描述之证i @持意见或立场, 或会买入, 沽出或提供销售或出价此份报告内描述之证券。群益证券(香港)有限公司及其分公司及其联营公司可能以其户口, 或代他人之户口买卖此份报告内描述之证i @。此份报告不是用作推销或促使客人交易此报告内所提及之证券。