

# 九州通 (600998)

证券研究报告

2019年11月26日

## 与华海签订厄贝沙坦合作框架, 迈向带量采购品种配送新台阶

### 公司与华海药业签订厄贝沙坦片合作框架协议

公司发布与浙江华海医药销售有限公司签订《战略合作框架协议》的公告: 华海医药将其在国家组织带量采购试点扩围中的中标品种“厄贝沙坦片”在除 4+7 带量采购城市及福建、河北医院之外的全渠道销售, 全部委托给公司, 公司负责在该渠道的销售推广及在联盟采购中选省份的医疗配送保障。九州通与华海医药的合作品种销售目标为 9 亿片(该中标品种在“4+7”城市药品集中采购拟中标数量为 1.37 亿片), 协议有效期为 2019 年 11 月 1 日至 2020 年 12 月 31 日。

公司是全国民营医药商业龙头, 深耕行业多年, 拥有行业内覆盖面广阔的销售网络, 医药物流技术与能力处于行业领先地位。依托于全国范围内销售、物流网络的战略布局, 此次九州通顺利承接华海药业“厄贝沙坦片”的全部委托权。我们认为, 九州通凭借其出色的业务能力, 未来有望进一步扩大与华海医药的合作范围, 同时不断拓宽其他代理品种, 实现进一步合作。在带量采购的持续推进下, 我们认为未来整个行业的集中度将会呈现较为明显、快速的提升态势, 对于九州通这种拥有覆盖全国网络以及高效的配送能力的流通企业而言, 未来有望获得更多品种的代理、销售和配送权。

此次合作, 九州通与上游制药工业企业的合作更加紧密; 另外, 此次合作的厄贝沙坦片是属于 4+7 带量采购品种, 未来有望进入更多的医疗机构, 扩大销售覆盖面, 于公司和华海药业是双向利好。

### 公司控股股东完成债权转股权

此外, 公司发布关于控股股东完成债权转股权涉及权益变动过户登记暨相关股权质押、解质押的公告, 债转股完成之后, 公司控股股东及其一致行动人所持公司股份中已质押的股份总数占本公司总股本的质押比例由 38.75% 下降至 32.56%, 公司整个债务结构的改善较为明显, 未来的资金压力与经营风险性不断减弱。

### 估值与评级

公司与华海药业签订战略合作协议, 作为全国医药流通龙头, 未来随着渠道结构的逐步优化, 公司有望持续保持稳定快速的发展, 预计 19-21 年公司净利润为 17.39/21.95/27.42 亿元, 维持“买入”评级。

**风险提示:** 应收账款坏账风险, 市场竞争加剧, 药品降价导致毛利率下滑、政策推行不及预期, 融资成本提升导致财务费用提升等

### 投资评级

行业	医药生物/医药商业
6 个月评级	买入 (维持评级)
当前价格	13.22 元
目标价格	元

### 基本数据

A 股总股本(百万股)	1,877.66
流通 A 股股本(百万股)	1,673.46
A 股总市值(百万元)	24,822.72
流通 A 股市值(百万元)	22,123.08
每股净资产(元)	8.37
资产负债率(%)	69.83
一年内最高/最低(元)	16.67/11.62

### 作者

郑薇 分析师  
SAC 执业证书编号: S1110517110003  
zhengwei@tfzq.com

### 股价走势



资料来源: 贝格数据

### 相关报告

- 1 《九州通-季报点评:Q3 业绩稳健增长, 现金流改善明显》2019-10-22
- 2 《九州通-半年报点评:业绩超预期, 现金流改善明显》2019-08-27
- 3 《九州通-年报点评报告:18 年经营规模稳步提升, 现金流情况得到改善》2019-04-26

财务数据和估值	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	73,942.89	87,136.36	101,949.54	120,300.46	140,751.53
增长率(%)	20.12	17.84	17.00	18.00	17.00
EBITDA(百万元)	2,522.25	3,072.66	3,623.74	4,195.88	4,848.81
净利润(百万元)	1,445.51	1,340.58	1,738.63	2,194.64	2,742.21
增长率(%)	64.87	(7.26)	29.69	26.23	24.95
EPS(元/股)	0.77	0.71	0.93	1.17	1.46
市盈率(P/E)	17.17	18.52	14.28	11.31	9.05
市净率(P/B)	1.36	1.34	1.44	1.29	1.15
市销率(P/S)	0.34	0.28	0.24	0.21	0.18
EV/EBITDA	14.14	9.06	8.08	5.93	5.76

资料来源: wind, 天风证券研究所

## 财务预测摘要

资产负债表(百万元)						利润表(百万元)					
	2017	2018	2019E	2020E	2021E		2017	2018	2019E	2020E	2021E
货币资金	8,540.98	12,699.52	10,194.95	12,030.05	9,430.35	营业收入	73,942.89	87,136.36	101,949.54	120,300.46	140,751.53
应收票据及应收账款	15,778.01	22,095.64	15,969.98	24,410.85	22,834.73	营业成本	67,705.53	79,614.27	93,079.93	109,834.32	128,506.15
预付账款	2,582.63	3,796.44	3,257.99	5,043.74	4,872.56	营业税金及附加	176.37	207.73	142.73	144.36	168.90
存货	12,182.28	13,891.20	16,494.64	19,524.54	22,464.50	营业费用	2,276.44	2,818.31	3,343.94	3,946.16	4,611.17
其他	4,378.34	4,565.85	5,703.70	6,529.12	7,671.84	管理费用	1,555.80	1,819.07	2,142.36	2,518.64	2,955.78
<b>流动资产合计</b>	<b>43,462.25</b>	<b>57,048.65</b>	<b>51,621.27</b>	<b>67,538.29</b>	<b>67,273.98</b>	研发费用	79.92	76.23	91.75	108.27	126.68
长期股权投资	852.55	1,515.25	1,515.25	1,515.25	1,515.25	财务费用	709.68	867.38	992.08	925.59	828.69
固定资产	4,386.04	5,183.94	5,308.26	5,307.45	5,218.55	资产减值损失	93.92	67.42	25.00	62.11	51.51
在建工程	905.38	844.27	542.56	373.54	254.12	公允价值变动收益	(10.94)	4.88	3.00	(1.02)	(0.32)
无形资产	1,164.57	1,291.30	1,232.84	1,174.39	1,115.93	投资净收益	46.90	55.09	201.07	202.00	201.02
其他	1,266.72	782.84	715.13	687.61	678.00	其他	(632.30)	(223.96)	(408.15)	(401.96)	(401.41)
<b>非流动资产合计</b>	<b>8,575.25</b>	<b>9,617.60</b>	<b>9,314.05</b>	<b>9,058.23</b>	<b>8,781.85</b>	<b>营业利润</b>	<b>1,941.56</b>	<b>1,829.95</b>	<b>2,335.82</b>	<b>2,961.99</b>	<b>3,703.35</b>
<b>资产总计</b>	<b>52,048.35</b>	<b>66,674.25</b>	<b>60,941.60</b>	<b>76,604.91</b>	<b>76,063.39</b>	营业外收入	9.64	32.64	47.81	30.03	36.82
短期借款	7,037.56	10,250.75	11,227.85	8,907.31	9,229.32	营业外支出	26.47	31.79	34.30	30.85	32.31
应付票据及应付账款	19,166.23	25,442.72	23,605.98	35,331.82	34,227.37	<b>利润总额</b>	<b>1,924.73</b>	<b>1,830.80</b>	<b>2,349.32</b>	<b>2,961.17</b>	<b>3,707.86</b>
其他	4,498.14	8,572.86	5,064.14	9,273.72	7,011.41	所得税	451.82	449.33	563.84	710.68	889.89
<b>流动负债合计</b>	<b>30,701.93</b>	<b>44,266.33</b>	<b>39,897.96</b>	<b>53,512.85</b>	<b>50,468.10</b>	<b>净利润</b>	<b>1,472.92</b>	<b>1,381.47</b>	<b>1,785.48</b>	<b>2,250.49</b>	<b>2,817.98</b>
长期借款	128.36	241.94	200.00	200.00	200.00	少数股东损益	27.41	40.89	46.85	55.85	75.76
应付债券	1,333.65	1,383.64	1,333.18	1,350.16	1,355.66	<b>归属于母公司净利润</b>	<b>1,445.51</b>	<b>1,340.58</b>	<b>1,738.63</b>	<b>2,194.64</b>	<b>2,742.21</b>
其他	346.85	400.35	305.79	351.00	352.38	每股收益(元)	0.77	0.71	0.93	1.17	1.46
<b>非流动负债合计</b>	<b>1,808.86</b>	<b>2,025.92</b>	<b>1,838.97</b>	<b>1,901.15</b>	<b>1,908.04</b>						
<b>负债合计</b>	<b>32,510.79</b>	<b>46,292.25</b>	<b>41,736.93</b>	<b>55,414.00</b>	<b>52,376.14</b>						
少数股东权益	1,237.13	1,914.90	1,959.41	2,014.33	2,088.41	<b>主要财务比率</b>	<b>2017</b>	<b>2018</b>	<b>2019E</b>	<b>2020E</b>	<b>2021E</b>
股本	1,878.88	1,877.66	1,877.66	1,877.66	1,877.66	<b>成长能力</b>					
资本公积	7,908.65	7,996.08	7,996.08	7,996.08	7,996.08	营业收入	20.12%	17.84%	17.00%	18.00%	17.00%
留存收益	12,764.68	13,785.42	15,367.60	17,298.92	19,721.17	营业利润	85.06%	-5.75%	27.64%	26.81%	25.03%
其他	(4,251.77)	(5,192.06)	(7,996.08)	(7,996.08)	(7,996.08)	归属于母公司净利润	64.87%	-7.26%	29.69%	26.23%	24.95%
<b>股东权益合计</b>	<b>19,537.56</b>	<b>20,382.00</b>	<b>19,204.67</b>	<b>21,190.91</b>	<b>23,687.25</b>	<b>获利能力</b>					
<b>负债和股东权益总</b>	<b>52,048.35</b>	<b>66,674.25</b>	<b>60,941.60</b>	<b>76,604.91</b>	<b>76,063.39</b>	毛利率	8.44%	8.63%	8.70%	8.70%	8.70%
						净利率	1.95%	1.54%	1.71%	1.82%	1.95%
						ROE	7.90%	7.26%	10.08%	11.44%	12.70%
						ROIC	15.51%	11.08%	13.38%	13.61%	17.91%
						<b>偿债能力</b>					
						资产负债率	62.46%	69.43%	68.49%	72.34%	68.86%
						净负债率	-0.21%	-4.00%	16.15%	-6.57%	6.74%
						流动比率	1.42	1.29	1.29	1.26	1.33
						速动比率	1.02	0.98	0.88	0.90	0.89
						<b>营运能力</b>					
						应收账款周转率	5.47	4.60	5.36	5.96	5.96
						存货周转率	6.62	6.68	6.71	6.68	6.70
						总资产周转率	1.63	1.47	1.60	1.75	1.84
						<b>每股指标(元)</b>					
						每股收益	0.77	0.71	0.93	1.17	1.46
						每股经营现金流	-0.54	0.65	-0.05	2.96	-1.06
						每股净资产	9.75	9.84	9.18	10.21	11.50
						<b>估值比率</b>					
						市盈率	17.17	18.52	14.28	11.31	9.05
						市净率	1.36	1.34	1.44	1.29	1.15
						EV/EBITDA	14.14	9.06	8.08	5.93	5.76
						EV/EBIT	16.43	10.43	8.80	6.40	6.17

  

现金流量表(百万元)					
	2017	2018	2019E	2020E	2021E
净利润	1,472.92	1,381.47	1,738.63	2,194.64	2,742.21
折旧摊销	375.03	436.32	295.84	308.29	316.77
财务费用	756.73	965.98	992.08	925.59	828.69
投资损失	(39.88)	(55.09)	(200.00)	(200.00)	(200.00)
营运资金变动	(3,769.89)	1,255.92	(2,977.76)	2,279.10	(5,750.30)
其它	193.05	(2,762.58)	49.86	54.83	75.44
<b>经营活动现金流</b>	<b>(1,012.05)</b>	<b>1,222.02</b>	<b>(101.36)</b>	<b>5,562.45</b>	<b>(1,987.18)</b>
资本支出	1,570.88	1,856.80	154.56	34.79	48.62
长期投资	313.47	662.70	0.00	0.00	0.00
其他	(3,880.65)	(4,037.76)	(16.24)	86.02	101.40
<b>投资活动现金流</b>	<b>(1,996.29)</b>	<b>(1,518.26)</b>	<b>138.32</b>	<b>120.82</b>	<b>150.02</b>
债权融资	8,499.57	11,883.33	13,296.70	10,638.36	11,026.16
股权融资	4,974.21	(1,634.02)	(3,796.10)	(925.59)	(828.69)
其他	(7,397.07)	(7,998.52)	(12,042.12)	(13,560.94)	(10,960.00)
<b>筹资活动现金流</b>	<b>6,076.71</b>	<b>2,250.78</b>	<b>(2,541.53)</b>	<b>(3,848.17)</b>	<b>(762.53)</b>
汇率变动影响	7.02	0.00	1.07	2.00	1.02
<b>现金净增加额</b>	<b>3,075.39</b>	<b>1,954.54</b>	<b>(2,503.49)</b>	<b>1,837.09</b>	<b>(2,598.67)</b>

资料来源：公司公告，天风证券研究所

### 分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们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，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

### 一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

### 特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

### 投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

### 天风证券研究

北京	武汉	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号	湖北武汉市武昌区中南路 99 号保利广场 A 座 37 楼	上海市浦东新区兰花路 333 号 333 世纪大厦 20 楼	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼
邮编：100031	邮编：430071	邮编：201204	邮编：518000
邮箱：research@tfzq.com	电话：(8627)-87618889	电话：(8621)-68815388	电话：(86755)-23915663
	传真：(8627)-87618863	传真：(8621)-68812910	传真：(86755)-82571995
	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com