业绩稳健增长，电商业务发展超预期

2014.4.29

分析师：徐舜
电话：020-88836105
邮箱：xushun@gzgzhs.com.cn
执业编号：A1310513070003

强烈推荐(维持→)

现价:	13.53
目标价:	21.3
股价空间:	**57%**

医药生物行业

事件：

4月28日晚九州通发布2013年年报和2014年1季报。

2013年公司实现营业收入334.38亿元，同比增长13.32%；营业利润5.13亿元，同比增长4.16%；归属母公司股东净利润4.78亿元，同比增长15.80%；归属母公司股东扣非后净利润3.66亿元，同比增长20.35%，EPS0.30元（最新股本摊薄）,基本符合我们的预期。

2014Q1公司实现营业收入98.42亿元，同比增长21.06%；营业利润1.04亿元，同比增长22.03%；归属母公司股东净利润1.13亿元，同比增长15.41%；归属母公司股东扣非后净利润0.84亿元，同比增长21.18%，EPS0.07元（最新股本摊薄）。

点评：

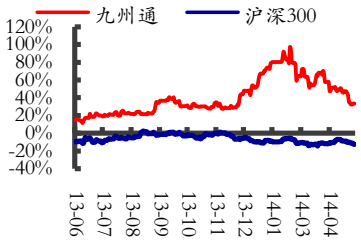
- **公司业绩保持稳定增长。**

公司 2013 年综合毛利率同比微升 0.33 个百分点至 6.55%，驱动因素是核心业务西药、中成药毛利率同比微升 0.07 个百分点至 5.58%以及高毛利的医院、中药材、大健康产品等业务占比上升。但是一次性投资收益高基数和费用率的上升导致主营业务净利润增速低于营收增速：2012 年公司通过出售湖北九州通置业 100%股权形成 0.89 亿一次性投资收益；2013 年公司销售、管理、财务三项费用率同比分别上升 0.06、0.09、0.11 个百分点。2014Q1 投资收益等偶发性因素影响消除，综合毛利率同比微升 0.12 个百分点至 6.62%，三项费用率 0.02 个百分点，营业利润增速略快于营收增长。

- **新市场：中高端医院纯销保持快速发展势头，增发募资将为该业务的加快发展提供坚实的资金支持。**

2013 年公司在二级及以上中高端医疗机构完成含税销售额 45.16 亿元，较上年同期的 28.97 亿元增长 55.87%，占总营收比重从 10%大幅提升至 14%；二级及以上医院客户数达 2321 家，较期初新增 116 家。

股价走势



股价表现

涨跌(%)	1M	3M	6M
九州通	33.4	21.0	2.1
医药生物(申万)	4.5	14.2	-3.3
沪深 300	-14.6	-19.5	-9.8

基本资料

总市值（亿元）	217.78 亿
总股本（亿股）	16.10 亿
流通股比例	88.25%
资产负债率	71.29%
大股东	上海弘康实业投资有限公司
大股东持股比例	26.91%

相关报告

医院纯销业务是公司现在重要战略业务，从开始筹建队伍的 2009 年至今一直维持快速增长。2009 年-2012 年，纯销业务收入从 5.46 亿增至 28.97 亿，年复合增速 74%，占总营收的比重从 3%大幅提升至 10%。医院纯销业务毛利率比公司原有核心业务的毛利率高 4-5 个百分点，但对资金占用较大。公司增发项目日前已通过证监会审批，预计募集资金 20.8 亿，这些资金将全部用于补充营运资金。增发资金的到位将为公司医院纯销业务的加快发展提供坚实的支持。

- **新品类依然保持快速增长势头。**

2013 年公司中药材与中药饮片实现销售收入 9.36 亿元（同比+43.56%），毛利率为 19.94%（同比+1.51 个百分点）。医疗器械与计生用品业务实现销售收入 18.26 亿元（同比+34.31%），毛利率为 10.76%,与上年同期基本持平。食品、保健品及化妆品等实现销售收入 11.33 亿元（同比+14.58%），毛利率为 13.76%（同比+3.20 个百分点）。这些新品类毛利率均超过西药和中成药 5 个百分点以上，增速也远远快于西药和中成药，未来随着营收占比的提升，综合毛利率将稳步提升。此外，公司渠道优势明显，新品类填充所需投入的增量费用有限，所以整体的盈利能力也将获得稳步提升。

- **零售电商业务进展超预期，有望推动公司实现重大战略转型。**

O2O 业务进展超预期，用户量和交易额每月超过 100%的速度高速增长。好药师与微信团队建立了紧密的合作关系，开通微信服务号“好药师”，推出了微信商城，成为第一批开通微信支付的医药电商，并与业已建立的好药师全国 5 个电子商务物流中心和库房 ERP 系统联通。通过微信商城，提供”药急送”功能，实现用户通过微信下单，药品通过药店在短时间内快速送达的模式，成为微信上第一个开展医药类 O2O 业务的用户。目前，好药师已在上海 200 多家药店提供线下到线上的店内扫描二维码微信下单支付的服务，以及线上到线下的药急送服务；与此同时，好药师也开始在北京进行 O2O 试点。上述试点一旦成熟，好药师将会利用九州通旗下分布在全国的下属公司物流体系以及公司现有的药店客户资源等，迅速快捷开通其他城市的更多药店的 OTO 业务。同时“好药师”在微信上陆续推出了限时限量、秒杀、分享赠送保健品等多种营销形式

传统互联网的 B2C 业务实现扭亏为盈。2013 年好药师大药房的线上业务全年实现交易额 2.04 亿元，较上年同期增长 167.05%，净利润 192.5 万元，实现扭亏为赢。除了在公司官网好药师网站自主进行销售，公司还在京东商城、天猫、1 号店、库巴、当当、亚马逊上开设网上药店。此外，公司还在京东 SOPL、京东 SOP、天猫等开通第三方商家交易业务平台。

我们认为九州通覆盖全国的物流体系和零售终端使其具备优势的线下资源，而公司积极进取的心态、快速的执行能力也一直推动公司向互联网领域拓展。随着互联网巨头在 O2O 领域的攻城略地，医药这一有着巨大空间的领域已成为他们开始布局的重点，九州通这样既具备优势线下资源又有强烈转型意愿的公司将成为巨头们首选的合作伙伴。所以，虽然目前公司的电商业务没有对业绩产生足够的贡献，但我们看好其作为互联网巨头开展医药 O2O 业务合作伙伴的巨大潜力。

- **投资建议。**我们预计公司 14、15、16 年收入同比增速 17.50%、18.05%、18.80%，净利润同比增速为 15.21%、17.17%、23.64%，对应每股收益为 0.34、0.40、0.50 元，4 月 28 日股价对应 PE 为 40、34、27 倍。公司在传统商业领域，积极开拓新市场、扩充新品类，预计营入规模和盈利能力将得到稳步提升。此外，随着公司增发项目的获批，近 21 亿的资金将为公司完善产业布局、外延扩张提供强有力的支持。尤为重要的是，公司在开展药品零售 O2O 业务方面存在巨大潜力，我们维持“强烈推荐”评级，目标价 21.30 元。
- **风险提示：**1.基于互联网的新商业模式进展不利；2、并购低于预期；3.纯销业务发展低于预期。

附录：公司财务预测表

单位： 百万元

资产负债表	2013	2014E	2015E	2016E
流动资产	15147.88	15663.04	20043.42	22897.59
现金	3201.81	3452.00	4096.42	4994.86
应收账款	2753.02	2312.57	3063.16	3806.47
其它应收款	1318.33	1031.47	1910.72	1633.88
预付账款	1814.85	1737.33	2641.81	2561.22
存货	4933.94	5746.31	6669.22	7979.47
其他	1125.93	1383.36	1662.09	1921.69
非流动资产	3448.31	3711.74	4167.53	4671.20
长期投资	253.45	316.48	395.77	454.77
固定资产	1782.77	1960.84	2182.98	2467.76
无形资产	631.31	717.85	829.85	965.59
其他	780.78	716.57	758.93	783.07
资产总计	18596.19	19374.78	24210.95	27568.78
流动负债	11573.49	12198.64	16631.52	19467.92
短期借款	4237.17	6739.01	7289.91	11135.26
应付账款	3236.43	2014.46	4596.53	3363.53
其他	4099.89	3445.18	4745.07	4969.13
非流动负债	1683.42	1430.20	1244.99	1044.24
长期借款	1610.44	1377.78	1185.60	982.64
其他	72.98	52.42	59.39	61.60
负债合计	13256.91	13628.84	17876.51	20512.16
少数股东权益	239.75	237.84	234.81	230.81
归属母公司股东权益	5099.53	5508.10	6099.63	6825.81
负债和股东权益	18596.19	19374.78	24210.95	27568.78

利润表	2013	2014E	2015E	2016E
营业收入	33438.05	39290.83	46384.47	55105.50
营业成本	31208.38	36564.03	43023.05	50903.64
营业税金及附加	49.34	61.76	72.33	84.62
营业费用	789.26	1001.92	1252.38	1570.51
管理费用	557.26	675.80	834.92	1019.45
财务费用	360.85	406.89	494.38	622.67
资产减值损失	18.96	17.65	20.69	26.86
公允价值变动收益	1.64	-0.10	-0.14	0.47
投资净收益	57.67	62.70	62.50	62.62
营业利润	513.31	625.39	749.08	940.84
营业外收入	99.08	100.00	100.00	100.00
营业外支出	5.61	6.51	6.42	6.18
利润总额	606.78	718.88	842.65	1034.66
所得税	135.90	170.16	200.50	240.94
净利润	470.88	548.72	642.15	793.72
少数股东损益	-7.05	-1.91	-3.03	-4.00
归属母公司净利润	477.93	550.63	645.18	797.72
EBITDA	1028.71	1275.82	1500.84	1830.94
EPS（摊薄）	0.30	0.34	0.40	0.50

数据来源：港澳资讯，公司公告，广证恒生

现金流量表	2013	2014E	2015E	2016E
经营活动现金流	138.47	-462.45	1497.20	-1312.61
净利润	470.88	548.72	642.15	793.72
折旧摊销	158.27	278.53	308.57	344.39
财务费用	360.85	406.89	494.38	622.67
投资损失	-57.67	-62.70	-62.50	-62.62
营运资金变动	-695.47	-1623.17	109.28	-3010.45
其它	-98.39	-10.72	5.32	-0.31
投资活动现金流	-494.21	-483.11	-702.67	-783.27
资本支出	458.51	269.44	346.41	441.71
长期投资	54.16	18.28	101.75	58.95
其他	18.47	-195.39	-254.52	-282.60
筹资活动现金流	1133.58	-2575.74	-396.87	-630.57
短期借款	1626.91	-1269.66	304.14	220.46
长期借款	-25.12	-232.66	-192.18	-202.96
其他	-468.21	-1073.42	-508.83	-648.08
现金净增加额	777.84	-3521.31	397.65	-2726.44

主要财务比率	2013	2014E	2015E	2016E
成长能力				
营业收入增长率	13.32%	17.50%	18.05%	18.80%
营业利润增长率	4.16%	21.84%	19.78%	25.60%
归属于母公司净利润增长率	15.80%	15.21%	17.17%	23.64%
获利能力				
毛利率	6.67%	6.94%	7.25%	7.63%
净利率	1.41%	1.40%	1.38%	1.44%
ROE	9.39%	9.93%	10.68%	11.91%
ROIC	5.70%	5.44%	6.06%	5.88%
偿债能力				
资产负债率	71.29%	70.34%	73.84%	74.40%
净负债比率	125.68%	147.26%	139.84%	177.78%
流动比率	1.31	1.28	1.21	1.18
速动比率	0.88	0.81	0.80	0.77
营运能力	0.00	0.00	0.00	0.00
总资产周转率	2.00	2.07	2.13	2.13
应收账款周转率	0.08	0.06	0.07	0.07
应付账款周转率	11.43	13.93	13.02	12.79
每股指标（元）	0.00	0.00	0.00	0.00
每股收益(最新摊薄)	0.30	0.34	0.40	0.50
每股经营现金流(最新摊薄)	0.09	-0.29	0.93	-0.82
每股净资产(最新摊薄)	3.32	3.57	3.94	4.38
估值比率	0.00	0.00	0.00	0.00
P/E	40.31	39.55	33.76	27.30
P/B	3.78	3.95	3.57	3.19
EV/EBITDA	22.41	21.21	17.86	16.16

广证恒生：

地址：广州市天河区珠江西路 5 号广州国际金融中心 63 楼
电话：020-88836132，020-88836133
邮编：510623

股票评级标准：

强烈推荐：6 个月内相对强于市场表现 15%以上；
谨慎推荐：6 个月内相对强于市场表现 5%—15%；
中性：6 个月内相对市场表现在-5%—5%之间波动；
回避：6 个月内相对弱于市场表现 5%以上。

分析师承诺：

本报告作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰、准确地反映了作者的研究观点。在作者所知情的范围内，公司与所评价或推荐的证券不存在利害关系。

重要声明及风险提示：

我公司具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供广州广证恒生证券研究所有限公司的客户使用。

本报告中的信息均来源于已公开的资料，我公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，不保证该信息未经任何更新，也不保证我公司做出的任何建议不会发生任何变更。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。我公司已根据法律法规要求与控股股东（广州证券有限责任公司）各部门及分支机构之间建立合理必要的信息隔离墙制度，有效隔离内幕信息和敏感信息。在此前提下，投资者阅读本报告时，我公司及其关联机构可能已经持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，或者可能正在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。法律法规政策许可的情况下，我公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。我公司的关联机构或个人可能在本报告公开前已经通过其他渠道独立使用或了解其中的信息。本报告版权归广州广证恒生证券研究所有限公司所有。未获得广州广证恒生证券研究所有限公司事先书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“广州广证恒生证券研究所有限公司”，且不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。

市场有风险，投资需谨慎。