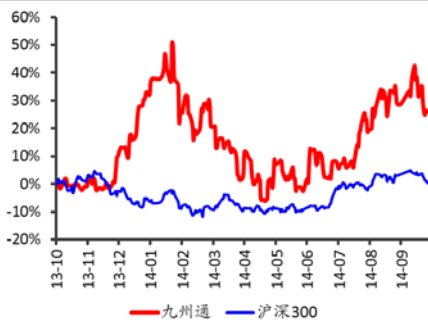


2014年10月28日

——九州通（600998）三季度点评

评级：推荐

最近 52 周走势：



相关研究报告：

《受益行业变革，电商步伐加快》

2014-5-29

《业绩符合预期，医药电商进展喜人》

2014-8-28

《携手春雨医生，一站式问诊购药模式成型》

2014-09-24

报告作者：

分析师：刘生平

执业证书编号：S0590513090002

联系人：

赵垒

电话：0510-82833337

Email: zhaolei@glsc.com.cn

独立性申明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正。结论不受任何第三方的授意、影响，特此申明。

事件：公司发布定期公告，2014年前三季度，公司实现总营业收入306.28亿元，同比增长23.53%；实现归属上市公司的净利润2.96亿元，同比增长22.70%；归属于上市公司普通股股东扣除非经常损益后的净利润2.50亿元，同比增长26.20%。实现基本每股收益0.19元，符合预期。

点评：

- 经营业绩稳健增长，符合预期。公司三季度实现营收107.16亿元，同比增长24.14%，归属于母公司所有者的净利润0.87亿，同比增长37.02%；营收和净利润同比增速均有所加快，表明公司发展势头良好。总体来说公司第三季度业绩稳健增长，业绩符合我们的预期。
- 毛利率略有提高，期间费用率小幅上升。三季度销售毛利率6.64%，比上年同期增加0.81个百分点。销售费用率、管理费用率和财务费用率分别为2.48%、1.80%、0.94%，比去年同期分别变动0.23、0.24、-0.09个百分点。年初到报告期末销售毛利率6.67%，比上年同期增加0.5个百分点。销售费用率、管理费用率和财务费用率分别为2.51%、1.77%、0.97%，比去年同期分别变动0.21、0.18、-0.05个百分点。总体来看医院纯销业务的扩张小幅提升了公司的毛利率，但也带来了销售费用率和管理费用率的上升。
- 线上线下双向布局，打造健康运营平台。在移动端，好药师相继和U医U药、春雨医生展开合作，打通了从健康监测、医生诊疗、慢病管理、药品购买乃至用药指导的整个环节，实现了一站式问诊购药，将健康运营平台从医疗产业链下游的药品配送向上游的医疗服务延伸。目前好药师会员已经超过400万，仍以每天接近1万人数量高速增长。在线下，好药师结盟宝岛眼镜，双方将在包

国联证券股份有限公司经相关主管机关核准具备证券投资咨询业务资格。

括店面信息管理、会员精准营销管理、验光预约服务、LBS 营销等多方面展开合作。我们看好好药师通过线上线下的协同布局打造健康运营平台的发展前景。

- **非公开增发募集资金到位，股权激励首次授予完成。**公司目前在高端医院纯销领域持续发力，我们预计营收增速同比超过 80%。公司今年向白药控股等四家机构非公开发行股票 1.89 亿股，募集资金 20.82 亿，目前资金已经募集到位。此次增发将有力缓解公司医院纯销业务高速扩张带来的资金压力。此外，报告期内公司完成了股权激励计划限制性股票的首次授予，有利于进一步建立健全公司的长效激励机制，调动九州通管理人员的积极性。
- **维持“推荐”评级。**预计公司 2014-2016 年 EPS 分别为 0.35 元、0.41 元、0.47 元，对应 10 月 27 日收盘价 16.20 元，市盈率分别为 47 倍、40 倍、35 倍，考虑到公司医药分销核心业务的快速发展和电商业务的高速扩张带来的估值溢价，维持“推荐”评级。
- **风险提示：**（1）电商业务推广未达预期；（2）医药招标慢于预期。

财务报表预测与财务指标 单位: 百万

利润表	2013A	2014E	2015E	2016E
营业收入	33,438	39,969	47,149	55,357
营业成本	31,208	37,219	43,767	51,212
营业税金及附加	49	52	61	72
销售费用	789	995	1,226	1,528
管理费用	557	691	842	1,046
EBIT	958	1,126	1,361	1,604
财务费用	361	418	530	640
资产减值损失	19	19	19	19
投资净收益	59	52	52	52
营业利润	513	626	755	892
营业外净收入	93	95	95	95
利润总额	607	720	849	986
所得税	136	157	188	220
净利润	471	563	662	766
少数股东损益	-7	-8	-10	-11
归属母公司净利润	478	571	671	778

主要财务比率	2013A	2014E	2015E	2016E
成长能力				
营业收入	13.3%	19.5%	18.0%	17.4%
营业利润	16.9%	24.6%	22.5%	19.5%
净利润	14.1%	19.6%	17.5%	15.8%
获利能力				
毛利率(%)	6.7%	6.9%	7.2%	7.5%
净利率(%)	1.4%	1.4%	1.4%	1.4%
ROE(%)	9.4%	10.1%	10.6%	10.9%
ROA(%)	5.2%	5.2%	5.3%	5.5%
偿债能力				
流动比率	1.31	1.33	1.31	1.33
速动比率	0.88	0.89	0.89	0.89
资产负债率%	71.0%	72.5%	74.2%	74.7%
营运能力				
总资产周转率	181.4%	186.2%	185.3%	190.8%
应收账款周转天数	41.72	37.13	40.56	37.49
存货周转天数	56.91	56.91	56.24	56.57
每股收益	0.34	0.35	0.41	0.47
每股净资产	3.10	3.45	3.86	4.33
P/E	57.0	47.6	40.5	35.0
P/B	5.3	4.8	4.3	3.8

更新日期: 14/10/27

资产负债表	2013A	2014E	2015E	2016E
现金	3,058	3,997	4,715	5,536
应收款项净额	7,008	7,754	9,645	10,764
存货	4,934	5,884	6,837	8,047
其他流动资产	4	4	4	4
流动资产总额	15,005	17,639	21,202	24,351
固定资产	1,783	2,026	2,380	2,736
无形资产	631	561	491	421
长期股权投资	173	225	276	328
其他长期资产	846	1,019	1,091	1,174
资产总额	18,438	21,470	25,441	29,010
短期借款	4,237	5,686	6,758	8,312
应付款项	5,929	6,240	8,069	8,674
其他流动负债	1,281	1,295	1,330	1,350
流动负债	11,447	13,221	16,157	18,336
长期借款	20	20	20	20
应付债券	1,610	2,306	2,679	3,303
其他长期负债	21	21	21	21
负债总额	13,098	15,568	18,877	21,680
少数股东权益	240	231	221	210
股东权益	5,100	5,671	6,342	7,120
负债和股东权益	18,438	21,470	25,441	29,010

现金流量表	2013A	2014E	2015E	2016E
税后利润	410	439	538	642
加: 少数股东损益	-7	-8	-10	-11
公允价值变动	2	0	0	0
折旧和摊销	158	368	442	513
营运资金的变动	-415	-937	-441	-1,055
经营活动现金流	148	-138	529	89
短期投资	201	153	153	153
长期股权投资	-81	-81	-81	-81
固定资产投资	-614	-734	-817	-900
投资活动现金流	-494	-662	-745	-828
股权融资	0	0	0	0
负债净变化	749	1,332	423	942
支付股利、利息	365	406	511	618
其它融资现金流	20	0	0	0
融资活动现金流	1,134	1,738	934	1,560
现金净变动额	788	938	718	821

数据来源: 国联证券研究所

无锡

国联证券股份有限公司 研究所

江苏省无锡市滨湖区金融一街8号楼国联金融大厦9F

电话: 0510-82833337

传真: 0510-82833217

上海

国联证券股份有限公司 研究所

上海市浦东新区源深路1088号葛洲坝大厦22F

电话: 021-38991500

传真: 021-38571373

北京

国联证券股份有限公司 研究所

北京市海淀区首体南路9号主语国际4号楼12层

电话: 010-68790997

传真: 010-68790897

深圳

国联证券股份有限公司 研究所

广东省深圳市福华一路卓越大厦16层

电话: 0755-82878221

传真: 0755-82878221

国联证券投资评级:

类别	级别	定义
股票 投资评级	强烈推荐	股票价格在未来6个月内超越大盘20%以上
	推荐	股票价格在未来6个月内超越大盘10%以上
	谨慎推荐	股票价格在未来6个月内超越大盘5%以上
	观望	股票价格在未来6个月内相对大盘变动幅度为-10%~10%
	卖出	股票价格在未来6个月内相对大盘下跌10%以上
行业 投资评级	优异	行业指数在未来6个月内强于大盘
	中性	行业指数在未来6个月内与大盘持平
	落后	行业指数在未来6个月内弱于大盘
	关注	不作为强烈推荐、推荐、谨慎推荐、观望和卖出的投资评级,提示包括但不限于可能的交易性投资机会和好公司可能变成好股票的机会

免责声明:

本研究报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写,本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性,客户也不应该认为该信息是准确和完整的。报告中的内容和意见仅供参考,并不构成对所述证券买卖的出价和询价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构将来可能会寻求持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易的机会,还可能在将来寻求为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务的机会。本报告版权归国联证券所有,未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。