

业绩增速加快, 医院直销、电商业务表现靓丽

投资要点

- **事件:** 公司2016H1实现营业收入297.9亿元(+24.7%)、归母净利润3.1亿元(+23.8%)、扣非后归母净利润3.07亿元(+36.3%)。
- **各业务板块均高速增长, 盈利能力加强。** 1) 医药批发及相关业务实现收入286.9亿元(+24.1%), 其中, 二级及以上中高端医院实现含税销售58.24亿元(+34.77%)、基层医疗机构实现含税销售29.38亿元(+28.82%), 是批发板块高速增长的主要动力, 未来随着医疗机构市场的开拓, 我们认为公司批发板块仍将维持高速增长。2) 零售板块实现收入7.4亿元(+62.4%), 毛利率同比增加4.45个百分点, 主要北京好药师大药房B2C电商业务增长加快、达到盈亏平衡所致, 期内实现含税销售4.7亿元(+137%)、净利润479(扭亏为盈)。3) 公司医疗器械、中药材、中药饮片等毛利较高的战略业务占比上升, 整体毛利率同比增加0.09个百分点, 盈利能力加强。
- **终端覆盖面广+优异的物流配送体系, 为行业变革受益标的。** “两票制”政策有望在全国范围内推行, 我们认为“两票制”考验流通企业的终端配送能力, 基于以下两点, 我们认为公司将会是行业整合的受益者: 1) 公司在全国省级行政区规划投资了28个省级医药物流中心, 同时向下延伸并设立了49家地市级物流中心, 九州通的营销网络已经覆盖了中国大部分区域, 构成了全国性网络, 终端覆盖面广; 2) 公司物流技术与医药物流管理系统为国内领先水平, 物流成本低、运营效率高、复制能力强, 作为民营企业, 管理层执行能力强、激励机制灵活, 在行业整合中竞争优势突出。
- **直销、B2C电商业务培育成熟, 业绩高速增长可期。** 1) 公司业务正从快批向直销延伸, 在直销领域探索医院供应链管理模式, 目前已与福建医科大学孟超肝胆医院签订了合作协议, 该合作模式将实现公司医用耗材供应链管理技术向合作医院及医联体延伸, 实现药品供应链管理平台与合作医院的HIS系统对接, 后续有望在其它医院复制, 将加快公司高端医院的开发进度。2) 依托精准流量渠道拓展和品种毛利控制, 好药师成为国内为数不多扭亏为盈的B2C医药电商, 并在满足国内C端需求的同时积极拓展了跨境电商业务, 我们看好公司在电商领域的后续发展。
- **盈利预测与投资建议。** 由于公司业绩有加速迹象, 我们调整了盈利预测, 预计2016-2018年EPS分别为0.54元、0.69元、0.85元, 对应PE分别为37倍、29倍、23倍, 我们看好公司直销、电商业务的未来发展, 维持“买入”评级。
- **风险提示:** 直销、B2C业务增速或不及预期、行业整合速度或不及预期。

指标/年度	2015A	2016E	2017E	2018E
营业收入(百万元)	49589.25	62086.31	77720.27	96488.51
增长率	20.75%	25.20%	25.18%	24.15%
归属母公司净利润(百万元)	694.53	891.40	1128.30	1407.20
增长率	23.87%	28.34%	26.58%	24.72%
每股收益EPS(元)	0.42	0.54	0.69	0.85
净资产收益率ROE	7.15%	9.33%	10.56%	11.64%
PE	47	37	29	23
PB	3.31	3.36	3.01	2.66

数据来源: Wind, 西南证券

西南证券研究发展中心

分析师: 朱国广
执业证号: S1250513070001
电话: 021-68413530
邮箱: zhugg@swsc.com.cn

分析师: 施跃
执业证号: S1250515080001
电话: 021-68413878
邮箱: syue@swsc.com.cn

联系人: 张肖星
电话: 021-68415020
邮箱: zxxing@swsc.com.cn

相对指数表现



数据来源: 聚源数据

基础数据

总股本(亿股)	16.47
流通A股(亿股)	14.41
52周内股价区间(元)	14.58-21.8
总市值(亿元)	320.01
总资产(亿元)	367.69
每股净资产(元)	6.51

相关研究

- 九州通(600998): 医药电商稀缺标的 (2016-04-11)

附表：财务预测与估值

利润表 (百万元)					现金流量表 (百万元)				
	2015A	2016E	2017E	2018E		2015A	2016E	2017E	2018E
营业收入	49589.25	62086.31	77720.27	96488.51	净利润	703.87	903.38	1143.47	1426.11
营业成本	45834.44	57442.16	71890.50	89234.37	折旧与摊销	242.17	215.10	236.68	247.48
营业税金及附加	77.16	93.16	117.14	145.99	财务费用	508.99	577.08	755.21	931.06
销售费用	1225.70	1533.53	1865.29	2315.72	资产减值损失	52.61	50.00	50.00	50.00
管理费用	1077.90	1347.27	1678.76	2074.50	经营营运资本变动	935.51	-2840.06	-1878.54	-2671.30
财务费用	508.99	577.08	755.21	931.06	其他	-2007.19	-112.28	-119.13	-126.73
资产减值损失	52.61	50.00	50.00	50.00	经营活动现金流净额	435.96	-1206.78	187.70	-143.39
投资收益	47.54	62.28	69.13	76.73	资本支出	-702.48	-130.00	-130.00	-130.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	其他	-835.38	62.28	69.13	76.73
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	-1537.86	-67.72	-60.87	-53.27
营业利润	859.98	1105.38	1432.50	1813.60	短期借款	2008.02	3013.73	2191.78	3004.54
其他非经营损益	95.83	100.77	100.97	100.05	长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
利润总额	955.81	1206.16	1533.47	1913.65	股权融资	108.28	0.00	0.00	0.00
所得税	251.94	302.78	390.00	487.54	支付股利	0.00	0.00	0.00	0.00
净利润	703.87	903.38	1143.47	1426.11	其他	660.79	-1639.17	-755.21	-931.06
少数股东损益	9.33	11.98	15.17	18.91	筹资活动现金流净额	2777.09	1374.56	1436.57	2073.48
归属母公司股东净利润	694.53	891.40	1128.30	1407.20	现金流量净额	1675.18	100.06	1563.40	1876.82
资产负债表 (百万元)					财务分析指标				
	2015A	2016E	2017E	2018E		2015A	2016E	2017E	2018E
货币资金	6108.57	6208.63	7772.03	9648.85	成长能力				
应收和预付款项	12998.78	16214.32	20400.73	25511.51	销售收入增长率	20.75%	25.20%	25.18%	24.15%
存货	8114.14	10169.07	12726.88	15797.29	营业利润增长率	34.05%	28.54%	29.59%	26.60%
其他流动资产	0.01	0.01	0.02	0.02	净利润增长率	23.86%	28.34%	26.58%	24.72%
长期股权投资	504.26	504.26	504.26	504.26	EBITDA 增长率	32.99%	17.78%	27.76%	23.42%
投资性房地产	1.40	1.40	1.40	1.40	获利能力				
固定资产和在建工程	3543.27	3483.26	3401.68	3309.30	毛利率	7.57%	7.48%	7.50%	7.52%
无形资产和开发支出	966.35	946.45	926.56	906.67	三费率	5.67%	5.57%	5.53%	5.51%
其他非流动资产	348.19	342.98	337.78	332.58	净利率	1.42%	1.46%	1.47%	1.48%
资产总计	32584.97	37870.40	46071.34	56011.88	ROE	7.15%	9.33%	10.56%	11.64%
短期借款	5847.36	8861.09	11052.87	14057.41	ROA	2.16%	2.39%	2.48%	2.55%
应付和预收款项	12482.07	14233.64	18254.35	22749.92	ROIC	6.70%	7.26%	7.76%	8.21%
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA/销售收入	3.25%	3.06%	3.12%	3.10%
其他负债	4409.89	5088.74	5933.72	6948.04	营运能力				
负债合计	22739.32	28183.47	35240.94	43755.37	总资产周转率	1.75	1.76	1.85	1.89
股本	1647.01	1647.01	1647.01	1647.01	固定资产周转率	19.07	20.65	23.84	29.50
资本公积	3987.85	3987.85	3987.85	3987.85	应收账款周转率	7.69	7.07	7.05	6.96
留存收益	2911.89	3803.29	4931.59	6338.79	存货周转率	6.35	6.28	6.28	6.26
归属母公司股东权益	9355.09	9184.40	10312.71	11719.90	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	114.97%	—	—	—
少数股东权益	490.55	502.53	517.70	536.61	资本结构				
股东权益合计	9845.64	9686.93	10830.40	12256.51	资产负债率	69.78%	74.42%	76.49%	78.12%
负债和股东权益合计	32584.97	37870.40	46071.34	56011.88	带息债务/总负债	32.75%	37.12%	35.90%	35.78%
					流动比率	1.30	1.23	1.22	1.21
					速动比率	0.91	0.85	0.84	0.84
					股利支付率	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
					每股指标				
					每股收益	0.42	0.54	0.69	0.85
					每股净资产	5.98	5.88	6.58	7.44
					每股经营现金	0.26	-0.73	0.11	-0.09
					每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00
业绩和估值指标									
	2015A	2016E	2017E	2018E					
EBITDA	1611.14	1897.56	2424.39	2992.14					
PE	46.93	36.57	28.89	23.16					
PB	3.31	3.36	3.01	2.66					
PS	0.66	0.52	0.42	0.34					
EV/EBITDA	20.88	19.26	15.33	12.80					
股息率	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%					

数据来源: Wind, 西南证券

分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接获取任何形式的补偿。

投资评级说明

公司评级	买入：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 20%以上
	增持：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 10%与 20%之间
	中性：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-10%与 10%之间
	回避：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-10%以下
行业评级	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上
	跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间
	弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数-5%以下

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

本报告仅供本公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本公司或关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告版权为西南证券所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

西南证券研究发展中心

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路 166 号中国保险大厦 15 楼

邮编：200120

北京

地址：北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 B 座 16 楼

邮编：100033

重庆

地址：重庆市江北区桥北苑 8 号西南证券大厦 3 楼

邮编：400023

深圳

地址：深圳市福田区深南大道 6023 号创建大厦 4 楼

邮编：518040

西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	张方毅	机构销售	021-68413959	15821376156	zfyi@swsc.com.cn
	邵亚杰	机构销售	02168416206	15067116612	syj@swsc.com.cn
	沈怡蓉	机构销售	021-68415897	18351306226	syrong@swsc.com.cn
	郎珈艺	机构销售	021-68416921	18801762801	langjiayi@swsc.com.cn
	赵晨阳	机构销售	021-68416926	15821921712	zcy@swsc.com.cn
	黄丽娟	机构销售	021-68411030	15900516330	hlj@swsc.com.cn
北京	赵佳	地区销售总监	010-57631179	18611796242	zjia@swsc.com.cn
	王雨珩	机构销售	010-88091748	18811181031	wyheng@swsc.com.cn
广深	刘娟	地区销售总监	0755-26675724	18665815531	liuj@swsc.com.cn
	刘宁	机构销售	0755-26676257	18688956684	liun@swsc.com.cn
	张婷	机构销售	0755-26673231	13530267171	zhangt@swsc.com.cn
	罗聪	机构销售	0755-26892557	15219509150	luoc@swsc.com.cn
	任骁	机构销售	0755-26820395	18682101747	rxiao@swsc.com.cn
	刘予鑫	机构销售	0755-26833581	13720220576	lyxin@swsc.com.cn