



受益政策红利叠加，业绩拐点加速向上

——九州通（600998）2016 年中报点评

2016 年 08 月 23 日

强烈推荐/首次

九州通

财报点评

杨若木	分析师	执业证书编号：S1480510120014	
		yangrm@dxzq.net.cn	010-66554032
张金洋	联系人		
		zhangjy@dxzq.net.cn	010-66554035
缪牧一	联系人		
		miaomy@dxzq.net.cn	010-66554035

事件：

公司公布 2016 年中报，实现营业收入 297.86 亿元，同比增长 24.66%，实现归母净利润 3.10 亿元，同比增长 23.76%，实现扣非净利润 3.07 亿元，同比增长 36.25%。

Q2 单季公司实现营业收入 143.40 亿元，同比增长 20.01%，实现归母净利润 1.69 亿元，同比增长 27.69%，实现扣非净利润 1.78 亿元，同比增长 42.08%。

观点：

1、业绩超预期，各项业务齐头并进

公司中报业绩超出市场预期，扣非后实现同比增长 36.25%，尤其 Q2 单季表现非常亮眼，扣非后实现同比增长 42.08%。公司毛利率水平同比上升 0.09 个百分点，主要受益于纯销业务占比提升。公司收入可以按照业务、品种、渠道三种方式进行拆分，更加直观地了解公司运营情况：

1) 按业务进行拆分：

- ◆ 医药批发业务 H1 实现营业收入 286.87 亿元，同比增长 24.14%；
- ◆ 医药零售业务实现营业收入 7.42 亿元，同比增长 62.41%，毛利率大幅上涨至 20.38%，较上年同期上升 4.45 个百分点，主要是线下业务品种调整及好药师线上业务毛利率提升所致，其中好药师实现收入 4.02 亿元（含税销售 4.7 亿元），同比增长 136.99%，实现净利润 479.04 万元，成功扭亏为盈；
- ◆ 医药工业实现营业收入 3.18 亿元，同比增长 5.25%。

2) 按品种进行拆分：

- ◆ 核心业务西药、中成药实现收入 251.87 亿元，同比增长 21.94%，同时毛利率较上年同期提升 0.23 个百分点，达到 6.54%，主要是受到终端销售占比的影响；
- ◆ 中药材、中药饮片实现收入 9.84 亿元，同比增长 20.30%；
- ◆ 医疗器械与计生用品实现销售收入 22.56 亿元，同比增长 49.35%，但毛利率较上年同期下降 2.65 个百分点。

点至 9.94%，主要是大品牌畅销产品代理销售占比提高；

- ◆ 食品、保健品、化妆品实现收入 13.19 亿元，同比增长 49.15%，毛利率达到 8.43%，较上年同期提升 1.28 个百分点，销售收入大幅提高的主要原因是雅培、惠氏的产品放量，分别实现收入 4.03 亿、1.71 亿（4.72 亿、2 亿的含税销售），结合毛利较高的好药师线上销售增加，该业务整体毛利率上升。

3) 按渠道进行拆分:

- ◆ 二级以上医院实现收入 49.78 亿元（含税销售 58.24 亿元），同比增长 34.77%；
- ◆ 基层医疗机构实现收入 25.11 亿元（含税销售 29.38 亿元），同比增长 28.82%；
- ◆ 其他渠道（连锁药店、调拨等）共实现收入约 220 亿元，同比增长约 21%。

公司医药商业各项业务均实现 20% 以上的增长，可谓各项业务齐头并进，其中纯销业务的增长尤为值得注意，H1 合计实现收入 74.89 亿元（含税收入 87.62 亿元），同比增长 32.72%，占总收入比重由去年的 23.61% 提升至 25.12%，而公司医药电商好药师业务 H1 收入同比大幅增长并已实现扭亏为盈，未来有望逐步成为公司新的利润增长点。

从财务指标上来看:

- ◆ 管理费用率、财务费用率基本持平，销售费用率提升 0.15 个百分点至 2.61%，主要是销售规模扩大后人工成本、运杂费增加所致。
- ◆ 从应收账款周转天数来看，由去年同期的 53.07 天上升到了 57.54 天，我们认为主要是公司纯销业务增加，医院回款较慢所致，但是公司一定程度上从上游供应商处平衡了应收账款周转天数增加的情况，应付账款周转天数也从去年同期的 41.30 天上升到了 44.74 天，最终实现净营业周期 66.70 天（较上年同期上升 4.2 天，主要受到存货周转天数增加 3.19 天影响）。

2、政策红利叠加，公司业绩增速拐点已现

我们认为，公司是最为确定的受益于政策红利的标的，包括两票制、营改增、流通企业自查、飞行检查等流通行业变革以及分级诊疗、医保并轨、医药分家、招标新启等政策热点。

1) 从流通行业上来看，随着流通企业自查、飞行检查等政策执行，挂靠过票等业务将越来越难继续，行业规范度有望大幅提升，而两票制以及营改增的实施使小流通企业盈利能力进一步被压缩，从我们观察到的情况来看，众多小型流通企业已经开始谋求出路，未来或退出市场或被兼并收购，公司作为医药商业龙头受益于流通行业集中度的进一步提高。

2) 从公司自身业务上来看:

- ◆ **基层业务:** 近年来，基层医疗机构增速达 20% 左右，未来受益于分级诊疗的推行，医疗资源有望下沉，同时随着医保并轨，农村户口可报销品种增多，基层医疗机构医疗费用有望上升。公司具备全国性的销售网络，是现有全国医药商业企业中销售网络覆盖面最广的企业之一，并且持续布局基层医疗机构，有望抓住政策红利。
- ◆ **高端医院市场:** 公司过去因为配送资格的原因难以挤入高端医院市场，随着招标新启，公司有望拿到配送

资格, 从其他商业龙头处抢占市场, 为公司贡献增量业绩。

- ◆ **连锁药店渠道业务:** 因为营改增的执行, 过去小流通企业以现金交易的方式低价出售无发票药品结合向医院端的流通企业出售发票实现盈利的模式已不再行得通了, 药店为抵扣进销税将减少现金交易比例, 而公司作为规范企业中价格较低的流通企业有望获得这部分存量市场。
- ◆ **医药电商:** 未来医药分开是大势所驱, 公司具备好药师这个放量迅速、已经实现盈亏平衡的医药电商平台, 并积极探索处方外流模式, 公司子公司好药师与武汉市中心医院试点药品远程销售配送, 并允许好药师网上结算, 同时公司与福建医科大学孟超肝胆医院签订协议, 在供应链、智慧医疗服务平台等方面开展合作。

我们认为, 随着政策逐渐发酵, 公司业绩增速已到拐点向上的时间点, 从过去的“1字辈”“2字辈”转变为现在的“3字辈”, 建议重点关注。

结论:

公司明确受益于政策红利叠加, 已到业绩增速拐点向上的时间点。我们预计公司 2016 年-2018 年 EPS 分别为 0.54、0.72、0.92 元, 对应 PE 分别为 36x、27x、21x, 鉴于公司上市以来估值水平大部分时间处于 30 倍-45 倍之间波动, 目前 16 年对应 PE 处于历史估值区间中游偏下的状态, 结合公司业绩增速处于拐点向上的趋势中, 未来有望维持 30%左右的高速增长, 首次覆盖, 给予“强烈推荐”评级。

公司盈利预测表

资产负债表		单位:百万元					利润表		单位:百万元				
	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E		2014A	2015A	2016E	2017E	2018E		
流动资产合计	19874	27221	33891	42102	52009	营业收入	41068	49589	62046	77409	95917		
货币资金	3587	6109	7643	9535	11815	营业成本	38153	45834	57380	71518	88541		
应收账款	5100	7798	9757	12173	15083	营业税金及附加	59	77	97	120	149		
其他应收款	2032	2448	3063	3821	4735	营业费用	1062	1226	1534	1913	2371		
预付款项	1835	2121	2479	2926	3479	管理费用	771	1078	1349	1657	2053		
存货	6311	8114	10158	12661	15675	财务费用	394	509	649	798	982		
其他流动资产	0	0	0	0	0	资产减值损失	29.28	52.61	0.00	0.00	0.00		
非流动资产合计	4251	5363	5021	4655	4277	公允价值变动收益	0.31	0.00	0.00	0.00	0.00		
长期股权投资	174	504	504	504	504	投资净收益	41.28	47.54	0.00	0.00	0.00		
固定资产	2413	2788	2734	2656	2567	营业利润	642	860	1038	1403	1821		
无形资产	739	884	796	707	619	营业外收入	126.08	114.10	80.00	80.00	80.00		
其他非流动资产	0	0	0	0	0	营业外支出	14.24	18.27	0.00	0.00	0.00		
资产总计	24125	32585	38912	46758	56286	利润总额	753	956	1118	1483	1901		
流动负债合计	14365	21010	26770	33928	42659	所得税	185	252	224	297	380		
短期借款	3839	5847	7711	10700	13135	净利润	568	704	894	1186	1521		
应付账款	4626	6278	7752	9662	11961	少数股东损益	8	9	0	0	0		
预收款项	226	256	292	338	395	归属母公司净利润	561	695	894	1186	1521		
一年内到期的非流	1145	0	0	0	0	EBITDA	1917	2452	2329	2867	3481		
非流动负债合计	1672	1729	1766	1766	1766	BPS (元)	0.36	0.43	0.54	0.72	0.92		
长期借款	0	0	0	0	0	主要财务比率							
应付债券	1596	1600	1600	1600	1600		2014A	2015A	2016E	2017E	2018E		
负债合计	16038	22739	28536	35694	44424	成长能力							
少数股东权益	287	491	491	491	491	营业收入增长	22.82%	20.75%	25.12%	24.76%	23.91%		
实收资本(或股本)	1643	1647	1647	1647	1647	营业利润增长	24.98%	34.05%	20.70%	35.16%	29.81%		
资本公积	3884	3988	3988	3988	3988	归属于母公司净利润	28.77%	32.65%	28.77%	32.65%	28.20%		
未分配利润	2026	2677	2668	2655	2638	获利能力							
归属母公司股东权	7801	9355	9886	10574	11371	毛利率(%)	7.10%	7.57%	7.52%	7.61%	7.69%		
负债和所有者权益	24125	32585	38912	46758	56286	净利率(%)	1.38%	1.42%	1.44%	1.53%	1.59%		
现金流量表		单位:百万元					总资产净利润(%)						
	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E	ROE(%)							
						7.19%	7.42%	9.05%	11.22%	13.38%			
经营活动现金流	-172	436	947	499	1851	偿债能力							
净利润	568	704	894	1186	1521	资产负债率(%)	66%	70%	73%	76%	79%		
折旧摊销	882	1083	666	666	678	流动比率	1.38	1.30	1.27	1.24	1.22		
财务费用	394	509	649	798	982	速动比率	0.94	0.91	0.89	0.87	0.85		
应收账款减少	0	0	-1959	-2416	-2911	营运能力							
预收账款增加	0	0	37	46	57	总资产周转率	1.92	1.75	1.74	1.81	1.86		
投资活动现金流	-1025	-1538	0	0	0	应收账款周转率	10	8	7	7	7		
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	应付账款周转率	10.45	9.10	8.85	8.89	8.87		
长期股权投资减少	0	0	0	0	0	每股指标(元)							
投资收益	41	48	0	0	0	每股收益(最新摊薄)	0.36	0.43	0.54	0.72	0.92		
筹资活动现金流	1077	2777	588	1393	429	每股净现金流(最新)	-0.07	1.02	0.93	1.15	1.38		
应付债券增加	0	0	0	0	0	每股净资产(最新摊)	4.75	5.68	6.00	6.42	6.90		
长期借款增加	0	0	0	0	0	估值比率							
普通股增加	223	4	0	0	0	P/E	54.97	46.02	36.44	27.47	21.43		
资本公积增加	2022	104	0	0	0	P/B	4.17	3.48	3.30	3.08	2.87		
现金净增加额	-119	1675	1534	1892	2280	EV/EBITDA	18.52	13.84	14.71	12.34	10.20		

资料来源: Wind, 东兴证券研究所

分析师简介

杨若木

基础化工行业小组组长, 9 年证券行业研究经验, 擅长从宏观经济背景下, 把握化工行业的发展脉络, 对周期性行业的业绩波动有比较准确判断, 重点关注具有成长性的新材料及精细化工领域。曾获得卖方分析师“水晶球奖”第三名, “今日投资”化工行业最佳选股分析师第一名, 金融界《慧眼识券商》最受关注化工行业分析师, 《证券通》化工行业金牌分析师。

联系人简介

张金洋

医药生物行业小组组长, 3 年证券行业研究经验, 3 年医药行业实业工作经验。2015 年新财富第七名团队核心成员, 2015 年水晶球第三名团队核心成员。北京大学药剂学硕士、北京大学药学学士、北京大学经济学学士, 和君商学院三届学子。曾就职于中国银河证券股份有限公司、民生证券股份有限公司、西安杨森制药有限公司。2016 年 7 月加盟东兴证券研究所, 整体负责医药行业投资研究工作。

缪牧一

美国罗切斯特大学会计学理学硕士, 美国注册会计师, 2016 年 6 月加盟东兴证券研究所, 从事医药行业研究, 重点专注于医药政策下的投资机会。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师, 在此申明, 本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果, 引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源, 力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写, 东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料, 我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证, 也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正, 但文中的观点、结论和建议仅供参考, 报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价, 投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易, 也可能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。本报告版权仅为我公司所有, 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、刊发, 需注明出处为东兴证券研究所, 且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用, 未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导, 本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和责任。

行业评级体系

公司投资评级 (以沪深 300 指数为基准指数):

以报告日后的 6 个月内, 公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义:

强烈推荐: 相对强于市场基准指数收益率 15% 以上;

推荐: 相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15% 之间;

中性: 相对于市场基准指数收益率介于 -5% ~ +5% 之间;

回避: 相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级 (以沪深 300 指数为基准指数):

以报告日后的 6 个月内, 行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义:

看好: 相对强于市场基准指数收益率 5% 以上;

中性: 相对于市场基准指数收益率介于-5% ~ +5% 之间;

看淡: 相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。