

九州通 (600998)

业绩增长超预期, 加快布局全国 药品流通网络

增持 (维持)

2016年8月23日

证券分析师——洪阳

执业资格证书号码: S0600513060001

0512-62938572

Hongyang614@gmail.com

研究助理——全铭

[010-66573567](tel:010-66573567)

quanm@dwzq.com.cn

投资要点

一、事件

九州通发布 2016 年半年报, 公司实现营业收入 297.88 亿, 同比增长 24.66%。实现归属母公司净利润 3.10 亿, 同比增长 23.76%。实现归属母公司扣非净利润 3.07 亿, 同比增长 36.25%。

二、我们的观点:

1、业绩增长超预期, 毛利率进一步提升, 业务结构更加优化, 电商实现扭亏为盈。

2、“两票制”、“营改增”促进行业集中度提升, 公司将成为流通行业整合的重要收益者。

3、公司积极探索处方外流, 已经布点湖北、福建, 并有望向其他省份复制。

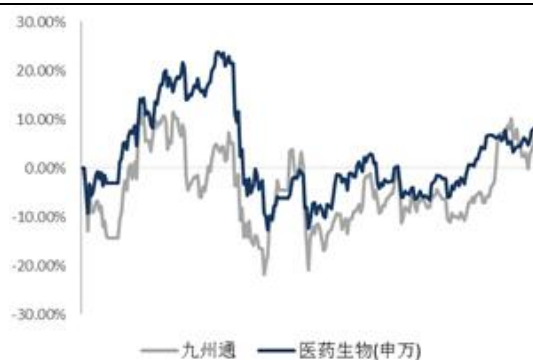
三、盈利预测与投资建议

我们预计公司 2016 年、2017 年、2018 年的净利润为 9.0 亿、11.8 亿、15.3 亿, 对应 EPS 为 0.55 元、0.72 元、0.93 元, 对应 PE 为 36 倍、28 倍、21 倍。我们认为公司已经到了上市以来的估值底部, 业绩有望在未来几年维持高增长, 维持增持评级。

四、风险提示

医院纯销拓展低于预期; 药品招标降价超预期。

股价走势



市场数据

| | |
|----------------|---------------|
| 收盘价 (元) | 19.79 |
| 一年最低价/最高价 | 14.00 / 21.56 |
| 市净率 | 3.1 |
| 流通 A 股市值 (百万元) | 285.0 |

基础数据

| | |
|--------------|---------|
| 每股净资产 (元) | 6.49 |
| 资产负债率 (%) | 69.43 |
| 总股本 (百万股) | 1647.00 |
| 流通 A 股 (百万股) | 1442.00 |

相关报告

- 九州通: 与福建医科大学孟超肝胆医院签订合作协议, 探索新型供应链服务平台模式 2016.7.28
- 九州通: 大股东出售九州转债, 回笼资金为融资做准备 2016.8.9

一、事件

九州通发布 2016 年半年报，公司实现营业收入 297.88 亿，同比增长 24.66%。实现归属母公司净利润 3.10 亿，同比增长 23.76%。实现归属母公司扣非净利润 3.07 亿，同比增长 36.25%。

二、我们的观点

1、业绩增长超预期，毛利率进一步提升，业务结构更加优化，电商实现扭亏为盈。

公司实现归属母公司扣非净利润 3.07 亿，同比增长 36.25%，毛利率为 7.44%，同比提升 0.09%，超出市场预期。主要原因是报告期公司西药、中成药核心业务经营质量持续提升，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，以及公司好药师电子商务业务等成功实现扭亏为盈所致。

拆分看，批发端高毛利业务占比大幅提升。其中，医院纯销实现总收入 87.62 亿，同比增长 33%，占总收入比重提升至 29.4%（去年同期 27.6%）。医疗器械实现总收入 22.56 亿，同比增长 49.35%，占总收入比重提升至 7.57%（去年同期 6.32%）。中药饮片实现总收入 9.85 亿，同比增长 20.30%，占总收入比重 3.30%，与去年基本持平（去年同期 3.42%）。食品、保健品、化妆品实现总收入 13.19 亿，同比增长 49.15%，占总收入比重 4.43%（去年同期 3.70%）。

另外，公司零售业务取得较快发展。零售业务实现收入 7.42 亿，同比增长 62.41%。毛利率达到 20.38%（去年同期 15.93%）。公司旗下北京好药师大药房连锁有限公司 B2C 电子商务业务实现含税销售 4.7 亿元，较上年同期增长 136.99%；实现净利润 479.04 万元，成功实现扭亏为盈。

2、“两票制”、“营改增”促进行业集中度提升，公司将成为流通行业整合的重要收益者。

2016 年医药流通行业政策密集出台。3 月 5 日，李克强总理在作 2016 年政府工作报告时提出，今年全面实施“营改增”。4 月 24 日，国务院印发《深化医药卫生体制改革 2016 年重点任务》，要求：优化药品购销秩序，压缩流通环节，综合医改试点省份要在全省范围内推行“两票制”。5 月 3 日，药监局下发《关于药品批发企业违法经营行为的公告》，要求证、票、帐、货、款一致，挂靠、走票等行为成为令行禁止的重点。7 月 1 日有报道称，国务院医改办已在近期召开“落

实药品流通两票制有关工作”的座谈会，全国性落地政策文件出台预期强烈。

公司经过多年积淀，各地已经建立了足够的自有渠道，公司在垂直化管理、精细化管理方面做得最好。我们认为，公司将成为流通行业整合的重要收益者。

3、公司积极探索处方外流，已经布点湖北、福建，并有望向其他省份复制。

公司积极探索处方外流。2月，公司下属全资子公司好药师大药房连锁有限公司试点开展武汉市中心医院门诊药房部分药品远程销售配送业务，并准予好药师在互联网上结算相关费用。7月，公司与福建医科大学孟超肝胆医院签订协议，在供应链服务平台和智慧医疗服务平台方面开展合作，共同打造一种新型的服务模式，以满足患者用药的需求，降低患者的医药费用和医疗机构使用药品和耗材的成本。

随着医改进入深水区，医药分开已经是大势所趋，公司已经布点湖北、福建，并有望向其他省份复制，未来公司将积极推动C端的整合，成为公司未来收入的重要增量。

三、盈利预测与投资建议

我们预计公司2016年、2017年、2018年的净利润为9.0亿、11.8亿、15.3亿，对应EPS为0.55元、0.72元、0.93元，对应PE为36倍、28倍、21倍。我们认为公司已经到了上市以来的估值底部，业绩有望在未来几年维持高增长，继续维持“增持”评级。

四、风险提示

医院纯销拓展低于预期；药品招标降价超预期。

九州通主要财务数据

| 利润表 | 2015A | 2016E | 2017E | 2018E | | 2015A | 2016E | 2017E | 2018E |
|------------|----------|----------|----------|-----------|-------------|---------|---------|---------|---------|
| 营业收入 | 49589.25 | 63112.97 | 81440.10 | 107844.62 | 毛利率 | 7.57% | 7.57% | 7.57% | 7.57% |
| 营业成本 | 45834.44 | 58334.18 | 75273.61 | 99678.83 | 三费/销售收入 | 5.67% | 5.40% | 5.40% | 5.44% |
| 营业税金及附加 | 77.16 | 98.21 | 126.72 | 167.81 | EBIT/销售收入 | 2.90% | 2.33% | 2.26% | 2.29% |
| 营业费用 | 1225.70 | 1640.94 | 2117.44 | 2803.96 | EBITDA/销售收入 | 3.39% | 3.23% | 2.96% | 2.79% |
| 管理费用 | 1077.90 | 1514.71 | 1995.28 | 2642.19 | 销售净利率 | 1.42% | 1.45% | 1.47% | 1.44% |
| 财务费用 | 508.99 | 251.92 | 281.58 | 425.19 | ROE | 7.42% | 8.88% | 10.49% | 12.16% |
| 资产减值损失 | 52.61 | 52.61 | 52.61 | 52.61 | ROA | 4.47% | 5.23% | 4.76% | 5.41% |
| 投资收益 | 47.54 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | ROIC | 9.62% | 9.39% | 9.36% | 10.93% |
| 公允价值变动损益 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 销售收入增长率 | 20.75% | 27.27% | 29.04% | 32.42% |
| 营业利润 | 859.98 | 1220.41 | 1592.85 | 2074.03 | EBIT 增长率 | 27.10% | 2.01% | 25.57% | 33.87% |
| 其他非经营损益 | 95.83 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | EBITDA 增长率 | 28.49% | 21.20% | 18.42% | 24.80% |
| 利润总额 | 955.81 | 1220.41 | 1592.85 | 2074.03 | 净利润增长率 | 23.86% | 30.04% | 30.52% | 30.21% |
| 所得税 | 251.94 | 305.10 | 398.21 | 518.51 | 总资产增长率 | 35.03% | -12.90% | 37.97% | 17.85% |
| 净利润 | 703.87 | 915.31 | 1194.64 | 1555.52 | 股东权益增长率 | 19.93% | 8.73% | 10.48% | 12.35% |
| 少数股东损益 | 9.33 | 12.14 | 15.84 | 20.63 | 经营营运资本增长率 | 5.02% | 55.22% | 27.00% | 49.64% |
| 归属母公司股东净利润 | 694.53 | 903.17 | 1178.80 | 1534.89 | 资产负债率 | 69.46% | 61.99% | 69.66% | 71.17% |
| 资产负债表 | 2015A | 2016E | 2017E | 2018E | 投资资本/总资产 | 36.37% | 52.64% | 43.75% | 50.09% |
| 货币资金 | 5804.30 | 631.13 | 814.40 | 1078.45 | 带息债务/总负债 | 33.25% | 25.08% | 20.20% | 30.66% |
| 应收和预付款项 | 12998.78 | 13381.08 | 20659.12 | 24417.60 | 流动比率 | 1.29 | 1.48 | 1.37 | 1.37 |
| 存货 | 8114.14 | 9366.97 | 13190.41 | 16680.52 | 速动比率 | 0.90 | 0.89 | 0.85 | 0.83 |
| 其他流动资产 | 0.01 | 0.01 | 0.01 | 0.01 | 股利支付率 | 0.00% | 9.57% | 9.57% | 9.57% |
| 长期股权投资 | 504.26 | 504.26 | 504.26 | 504.26 | 收益留存率 | 100.00% | 90.43% | 90.43% | 90.43% |
| 投资性房地产 | 1.40 | 1.23 | 1.05 | 0.88 | 总资产周转率 | 1.54 | 2.25 | 2.10 | 2.36 |
| 固定资产和在建工程 | 3543.27 | 3046.53 | 2549.80 | 2053.07 | 固定资产周转率 | 17.79 | 20.72 | 31.94 | 52.53 |
| 无形资产和开发支出 | 966.35 | 866.88 | 767.41 | 667.93 | 应收账款周转率 | 5.88 | 9.43 | 6.35 | 8.29 |
| 其他非流动资产 | 310.16 | 284.14 | 258.12 | 258.12 | 存货周转率 | 5.65 | 6.23 | 5.71 | 5.98 |
| 资产总计 | 32242.66 | 28082.23 | 38744.59 | 45660.85 | 业绩和估值指标 | 2015A | 2016E | 2017E | 2018E |
| 短期借款 | 5847.36 | 2765.00 | 3852.02 | 8363.69 | EBIT | 1439.89 | 1468.83 | 1844.43 | 2469.22 |
| 应付和预收款项 | 12992.08 | 11085.12 | 19578.61 | 20574.56 | EBITDA | 1682.06 | 2038.62 | 2414.22 | 3012.99 |
| 长期借款 | 1600.00 | 1600.00 | 1600.00 | 1600.00 | NOPLAT | 995.06 | 1101.62 | 1383.33 | 1851.92 |
| 少数股东权益 | 490.55 | 502.69 | 518.53 | 539.16 | PS | 0.65 | 0.51 | 0.39 | 0.30 |
| 股东权益合计 | 9845.64 | 10674.53 | 11756.37 | 13165.02 | PCF | 69.72 | -18.30 | -59.58 | -8.67 |
| 负债和股东权益合计 | 32242.66 | 28082.23 | 38744.59 | 45660.85 | EV/EBIT | 23.96 | 25.01 | 20.52 | 17.16 |
| 现金流量表 | 2015A | 2016E | 2017E | 2018E | EV/EBITDA | 20.51 | 18.02 | 15.68 | 14.07 |
| 经营性现金净流量 | 460.87 | -1755.97 | -539.37 | -3705.56 | EV/NOPLAT | 34.68 | 33.35 | 27.36 | 22.88 |
| 投资性现金净流量 | -1537.86 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | EV/IC | 2.94 | 2.49 | 2.23 | 1.85 |
| 筹资性现金净流量 | 2777.09 | -3417.20 | 722.64 | 3969.60 | ROIC-WACC | 9.62% | 5.96% | 7.74% | 9.18% |
| 现金流量净额 | 1700.09 | -5173.17 | 183.27 | 264.05 | 股息率 | 0.000 | 0.003 | 0.004 | 0.005 |

资料来源：东吴证券研究所

免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准,已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司(以下简称“本公司”)的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下,本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议,本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下,东吴证券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并进行交易,还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险,投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息,本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性,也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更,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。

本报告的版权归本公司所有,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、转载,需征得东吴证券研究所同意,并注明出处为东吴证券研究所,且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东吴证券投资评级标准:

公司投资评级:

买入: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15%以上;

增持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5%与 15%之间;

中性: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-5%与 5%之间;

减持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-15%与-5%之间;

卖出: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在-15%以下。

行业投资评级:

增持: 预期未来 6 个月行业指数涨跌幅相对大盘在 5%以上;

中性: 预期未来 6 个月行业指数涨跌幅相对大盘介于-5%与 5%之间;

减持: 预期未来 6 个月行业指数涨跌幅相对大盘在-5%以下。

东吴证券研究所

苏州工业园区星阳街 5 号

邮政编码: 215021

传真: (0512) 62938527

公司网址: <http://www.dwzq.com.cn>

