

业绩符合预期，维持推荐评级

——九州通（600998）中报点评

九州通(600998.SH)

推荐 维持

投资要点:

1. 事件

公司发布半年报。2016H1，公司实现营业收入 297.86 亿元，同比上升 24.66%，实现归属净利润 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 36.35%；EPS 为 0.19 元；经营性现金流净额-30.64 亿元，为负值的原因为公司每年年末进行应收项目清收导致年中时应收项目余额相对增大，及公司加大开发应收账款账期相对较长的医院客户所致。报告期内公司主营业务毛利率为 7.44%，同比增加 0.09 个百分点。

其中公司 2016Q2 实现营业收入 143.40 亿元，环比回落 7.16%，同比增长 20.01%；实现归属净利 1.69 亿元，环比增长 19.15%，同比增长 27.69%；2 季度 EPS 为 0.10 元。

2. 我们的分析与判断

（一）核心业务稳步增长，医院纯销继续拓展

报告期内，公司核心业务西药、中成药实现销售收入 251.87 亿元（+21.94%），毛利率为 6.77%（提升 0.23 个百分点），收入与盈利能力齐升。受益于营改增+两票制，公司终端客户增多、销售占比提升，医疗机构销售拓展明显，中高端医院纯销延续五年高增速，实现销售 58.24 亿元（+34.77%）；基层医疗机构销售实现销售 29.38 亿元（+28.82%）。

未来公司核心业务终端销量及市占率有望继续上升：1.公司与同行业相比在医院业务方面仍有较大增长空间；2.公司过去多年专心打造内功，以内生增长为主，但由于目前政策变化利好规范性大公司对中小企业进行整合，因此未来公司可通过并购整合快速切入终端市场；3.未来公司拟推进生物制品采购及销售，组建专业队伍保证医院开户及生物制品销量增长，创造新的增长点。

（二）高毛利品种布局拓展、上下游关系深化，高速增长延续

报告期内公司中药材与中药饮片、医疗器械与计生用品及消费品等高毛利业务延续上年度高收入增速，布局范围与上下游合作深度齐推进，贡献收入份额提升。其中：

中药材与中药饮片业务实现收入 9.84 亿元（+20.30%），毛利率 16.24%（同比下降 0.89 个百分点）。中药板块收入上升是由于报告期内 3 家中药全产业链子公司正式营业并盈利，且医院客户得到拓

分析师

李平祝

☎: 010-83574546

✉: lipingzhu@chinastock.com.cn

执业证书编号: S0130515040001

特此鸣谢

余宇 18511528826

(sheyu@chinastock.com.cn)

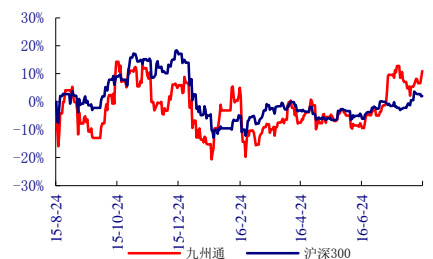
对本报告的编制提供信息。

市场数据

2016-08-23

A 股收盘价(元)	20.22
A 股一年内最高价(元)	21.24
A 股一年内最低价(元)	14.00
沪深 300	3341.83
市盈率	44.16
总股本(万股)	164700.94
实际流通 A 股(万股)	144200.38
限售的流通 A 股(万股)	20500.56
流通 A 股市值(亿元)	291.57

相对沪深 300 表现图



资料来源：中国银河证券研究部

相关研究

九州通（600998）2015 年年报及 2016 年一季报点评：收入利润均实现加速发展势头，看好公司处方外流机遇下的承接慢病用药费优势 2016-04-26

九州通（600998）深度报告：稳健成长的全国性医药流通企业，积极探索处方外流 2016-04-08

展（等级医院+189家，基层医疗机构+609家）；毛利率微降源于中药板块中毛利相对较低的中药医院发展较快所致。公司报告期内开发好药师定制等创新业务模式，未来继续推进医院煎药项目、中药电商等创新业务发展。

医疗器械与计生用品业务实现收入 22.56 亿元（+49.35%），毛利率 9.94%（同比下降 2.65 个百分点）。公司上游强化与重点品牌厂商（雅培、丽珠、GE 等）合作，下游拓展医院终端（湖北骨科库）及零售终端（重庆中盟、鲁和），实现收入持续高速发展。但由于大品牌畅销品种毛利较低，对整体毛利率形成一定拖累。

食品、保健品、化妆品业务实现收入 13.19 亿元（+49.15），毛利率 8.43%（提升 1.28 个百分点），其中战略品牌雅培销售收入增长 10 倍以上、惠氏增长近 9 倍，独家代理美国日化巨头切迟-杜威增长 50% 以上，进口消费品代理急速上升辅以好药师线上销售助力毛利率上升。

（三）电商扭亏为盈，大胆尝试新兴业态

报告期内公司好药师大药房 B2C 电商业务实现销售收入 4.7 亿元（+136.99%），实现净利润 479.04 万元，首次实现扭亏为盈。电商业务扭亏主要由于公司精准流量渠道拓展及控制毛利。O2O 业务方面，报告期内好药师在 8 个一、二线城市核心区域实现“24 小时送药、1 小时必达”的 O2O 服务，获取用户 36 万。此外，报告期内，集团公司对好药师网上药店(B2C)、海外购、武汉麦迪森电子商务有限公司(O2O)、九州通健康管理有限公司、远程医疗事业部等 5 个相对独立的互联网业务板块进行了有效整合，线上业务与好药师线下门店形成联动，组建了健康 998 电商集团。

未来公司有望基于现有的上下游优势、业务优势继续尝试各种新业态及新模式，例如互联网标准化中药业务、互联网+医药服务模式、处方外流、视频问诊远程诊疗、门诊药品远程配送等。

3. 投资建议：

公司为全国最大的民营医药流通企业，其全国性布局高效的仓储物流运营能力和丰富的上下游资源，为公司未来保持快速发展奠定了较好基础和提供了强大保障；其战略业务医院纯销、中药材及中药饮片及医疗器械等在未来将继续保持高速增长的态势，其较高毛利率的特点将助推公司业绩的快速释放；同时公司积极布局医药电商，静待处方药放开的政策风口。预计公司 16-18 年净利润为 9.01 亿元/11.64 亿元/14.84 亿元，对应 EPS 为 0.54 元/0.70 元/0.89 元，对应 PE36/28/22 倍。维持“推荐”评级。

4. 风险提示：

医改等医药行业政策的不确定性；公司扩张带来的财务风险。

附表 1: 公司财务报表 (百万元)

报表预测 (百万元)						
利润表	2013A	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
营业收入	33438.05	41068.40	49589.25	61646.52	75806.28	92406.01
减: 营业成本	31208.38	38152.98	45834.44	56949.06	69992.84	85282.64
营业税金及附加	49.34	58.71	77.16	95.92	117.96	143.79
营业费用	789.26	1062.31	1225.70	1602.81	1970.96	2402.56
管理费用	557.26	771.44	1077.90	1417.87	1743.54	2125.34
财务费用	360.85	393.73	508.99	325.91	374.92	418.78
资产减值损失	18.96	29.28	52.61	52.61	52.61	52.61
加: 投资收益	57.67	41.28	47.54	0.00	0.00	0.00
公允价值变动损益	1.64	0.31	0.00	0.00	0.00	0.00
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
营业利润	513.31	641.54	859.98	1202.35	1553.45	1980.30
加: 其他非经营损益	93.47	111.84	95.83	-0.96	-0.96	-0.96
利润总额	606.78	753.38	955.81	1201.38	1552.49	1979.34
减: 所得税	135.90	185.11	251.94	300.35	388.12	494.83
净利润	470.88	568.27	703.87	901.04	1164.36	1484.50
减: 少数股东损益	-7.05	7.56	9.33	11.95	15.44	19.69
归属母公司股东净利润	477.93	560.71	694.53	889.09	1148.92	1464.82
资产负债表	2013A	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
货币资金	3058.47	3365.48	5804.30	4598.68	2908.02	924.06
应收和预付款项	7008.13	9975.68	12998.78	17651.19	21703.66	26454.36
存货	4933.94	6310.84	8114.14	10649.47	13088.66	15947.85
其他流动资产	3.99	0.00	0.01	0.01	0.01	0.01
长期股权投资	173.25	174.31	504.26	507.76	507.76	507.76
投资性房地产	1.52	1.46	1.40	1.35	1.29	1.24
固定资产和在建工程	2333.12	2976.24	3543.27	4042.74	4485.66	4872.04
无形资产和开发支出	689.68	813.78	966.35	941.58	915.41	889.23
其他非流动资产	235.60	260.72	310.16	284.14	258.12	258.12
资产总计	18437.70	23878.51	32242.66	38676.92	43868.60	49854.67
短期借款	4237.17	3839.34	5847.36	4847.36	4847.36	4628.14
应付和预收款项	6346.98	9211.23	12992.08	18279.90	22307.21	27028.00
长期借款	1610.44	1595.63	1600.00	2845.40	2845.40	2845.40
其他负债	903.83	1145.12	1957.58	1957.58	1957.58	1957.58
负债合计	13098.42	15791.33	22397.02	27930.24	31957.55	36459.13
股本	1420.52	1643.07	1647.01	1647.01	1647.01	1647.01
资本公积	1861.04	3883.50	3734.10	3734.10	3734.10	3734.10
留存收益	1817.97	2273.97	3973.98	4863.06	6011.99	7476.80
归属母公司股东权益	5099.53	7800.55	9355.09	10244.18	11393.10	12857.92
少数股东权益	239.75	286.63	490.55	502.50	517.94	537.63

股东权益合计	5339.28	8087.18	9845.64	10746.68	11911.04	13395.55
负债和股东权益合计	18437.70	23878.51	32242.66	38676.92	43868.60	49854.67
现金流量表	2013A	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
经营性现金净流量	148.22	-157.47	460.87	-302.29	-504.93	-543.50
投资性现金净流量	-494.21	-1025.10	-1537.86	-853.79	-848.88	-848.88
筹资性现金净流量	1133.58	1077.37	2777.09	-49.54	-336.84	-591.58
现金流量净额	787.59	-105.19	1700.09	-1205.62	-1690.66	-1983.96

资料来源：公司公告，中国银河证券研究部

评级标准

银河证券行业评级体系：推荐、谨慎推荐、中性、回避

推荐：是指未来 6-12 个月，行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）超越交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报 20%及以上。该评级由分析师给出。

谨慎推荐：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）超越交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报。该评级由分析师给出。

中性：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）与交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报相当。该评级由分析师给出。

回避：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）低于交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报 10%及以上。该评级由分析师给出。

银河证券公司评级体系：推荐、谨慎推荐、中性、回避

推荐：是指未来 6-12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 20%及以上。该评级由分析师给出。

谨慎推荐：是指未来 6-12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10%-20%。该评级由分析师给出。

中性：是指未来 6-12 个月，公司股价与分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报相当。该评级由分析师给出。

回避：是指未来 6-12 个月，公司股价低于分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10%及以上。该评级由分析师给出。

李平祝，研究员行业证券分析师。本人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，本人承诺，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本人的研究观点。本人不曾因，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受到任何形式的补偿。本人承诺不利用自己的身份、地位和执业过程中所掌握的信息为自己或他人谋取私利。

免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券，银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，无意针对或打算违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播或复印本报告。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。银河证券认为本报告所载内容及观点客观公正，但不担保其内容的准确性或完整性。客户不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

银河证券不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于客户。银河证券建议客户如有任何疑问应当咨询证券投资顾问并独自进行投资判断。本报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何内容适合客户，本报告不构成给予客户个人咨询建议。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部份，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。银河证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

截至本证券研究报告发布之日，本公司持有本篇报告涉及之上市公司的股份达到或超过其已发行股份的 1%，特此提醒投资人注意。

银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给银河证券客户的，属于机密材料，只有银河证券客户才能参考或使用，如接收人并非银河证券客户，请及时退回并删除。

所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为银河证券的商标、服务标识及标记。

银河证券版权所有并保留一切权利。

联系

中国银河证券股份有限公司 研究部

深圳市福田区福华一路中心商务大厦 26 层
北京市西城区金融街 35 号国际企业大厦 C 座
北京市西城区金融街 35 号国际企业大厦 C 座
北京市西城区金融街 35 号国际企业大厦 C 座
上海浦东新区富城路 99 号震旦大厦 15 楼
公司网址：www.chinastock.com.cn

机构请致电：

深广地区：詹璐 0755-83453719 zhanlu@chinastock.com.cn
海外机构：李笑裕 010-83571359 lixiaoyu@chinastock.com.cn
北京地区：王婷 010-66568908 wangting@chinastock.com.cn
海外机构：刘思瑶 010-83571359 liusiyao@chinastock.com.cn
上海地区：何婷婷 021-20252612 hetingting@chinastock.com.cn