2016 年 8 月 23 日

群益香港研究部
hk_research@e-capital.com.hk

目標價(元) 23 元

九州通(600998.SH) Buy 買入

公司基本資訊

產業別	醫藥生物
A 股價(2016/8/22)	19.79
上證綜指(2016/8/22)	3084.81
股價 12 個月高/低	20.99/14.58
總發行股數(百萬)	1647.01
A 股數(百萬)	1442.00
A 市值(億元)	285.37
主要股東	上海弘康實業投資有限公司(26.30%)
每股淨值(元)	6.49
股價/帳面淨值	3.05

	一個月	三個月	一年
股價漲跌(%)	-1.1	13.1	8.6

近期評等

出刊日期	前日收盤	評等

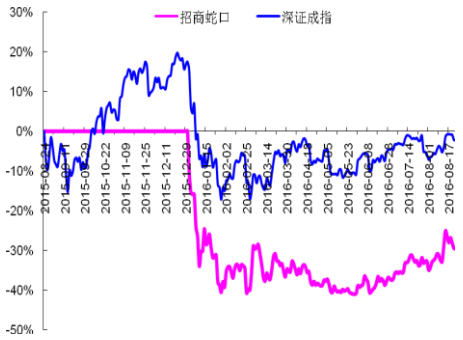
產品組合

醫藥批發及相關業務	96.7%
醫藥零售	1.8%
醫藥工業	1.5%

機構投資者占流通 A 股比例

基金	0.9%
一般法人	73.8%

股價相對大盤走勢



業績繼續快速增長

結論與建議：

- **公司業績**：公司 2016H1 實現營收 297.9 億元, YOY+24.7%, 錄得淨利潤 3.1 億元，YOY+23.8%, 折合 ESP 爲 0.19 元, 扣非後淨利潤爲 3.07 億元，YOY+36.3%, 公司業績符合預期。單季度來看, 公司 Q2 實現營業收入 143.4 億元，YOY+20.0%, 錄得淨利潤 1.7 億元, YOY+27.7%。

- **各業務均快速發展**：1、公司核心業務西藥、中成藥實現銷售收入 251.9 億元，同比增長 21.9%，毛利率爲 6.77%，較上年提升 0.23 個百分點。其中高端和基層醫療機構業務得到了大力的拓展：二級及以上中高端醫院實現含稅銷售 58.2 億，YOY+34.8%，基層醫療機構實現含稅收入 29.4 億元，YOY+28.8%；2、中藥材與中藥飲片業務實現銷售 9.8 億元，同比增長 20.3%，毛利率爲 16.2%，同比小幅下降 0.9 個百分點，主要是低毛利的中藥醫院業務占比增加；3、醫療器械與計生用品業務實現銷售收入 22.6 億元，同比增長 49.4%，毛利率爲 9.94%，同比下降 2.7 個百分點，主要是毛利率相對較低的大品牌代理銷售額占比上升；4、食品、保健及化妝品業務實現收入 13.2 億元，同比增長 49.2%，毛利率爲 8.4%，同比提升 1.3 個百分點，主要是毛利率偏高的好藥師綫上銷售及進口消費品代理銷售增長較快。公司醫藥工業板塊實現銷售收入 3.2 億元，同比增長 5.3%，毛利率爲 20.2%，同比提升 1.6 個百分點。綜合來看，公司毛利率爲 7.44%，同比提升 0.25 個百分點, 綜合費用率爲 5.72%，同比小幅提升 0.17 個百分點，主要是銷售費用率提升所致。

- **分銷網路不斷完善，未來有望在行業變革中受益**：截止目前，在已公布基本藥物配送資格的 31 個省中，公司共獲得了 22 個省市的配送資格。西藏、湖南已獲得配送資格，有望在下半年正式開展配送服務，貴州、陝西、河北、海南也有望在未來 1-2 年開展配送服務，公司覆蓋網路將日趨完善。另外，公司作爲醫藥流通龍頭企業，未來將會在“營改增”、“兩票制”政策推廣下分得更多的市場份額，并可低價整合地方資源，進一步完善藥品流通及分銷網路，而分級診療體系的加速推進將會推動基層醫療市場的快速增長，將利于公司配送業務量的提升。并且，在醫院藥占比降低的要求下，公司還將有望與醫院藥房開展合作，承接醫院的處方業務。

- **穩步發展新興業務**：在調整策略後，公司 B2C 電商業務將著力點放在了提供配套服務上，增長開始加快，并且在上半年已實現了盈利。公司目前將 5 個獨立的互聯網業務板塊進行了有效整個，綫上業務與好藥師綫下門店將形成聯動，將會逐步形成綫上、綫下一體化的全管道零售體系，我們預計公司電商業務將會繼續加速發展。

- **盈利預計**：預計 2016/2017 年公司實現淨利潤 8.9 億元(YOY+27.4%)/10.9 億元（YOY+23.5%），EPS 分別爲 0.54 元/0.66 元，對應 PE 分別爲 37 倍/30 倍，受益于醫院藥品“零差率”的實施，及流通領域“兩票制”的推進，公司有望在中長期內保持較高增速，看好公司未來發展，維持“買入”投資評級。

年度截止 12 月 31 日		2013	2014	2015	2016E	2017E
純利 (Net profit)	RMB 百萬元	478	561	695	885	1093
同比增減	%	15.80%	17.32%	23.87%	27.44%	23.48%
每股盈餘 (EPS)	RMB 元	0.34	0.36	0.43	0.54	0.66
同比增減	%	17.24%	5.88%	19.44%	58.06%	23.48%
市盈率(P/E)	X	58	55	46	37	30
股利 (DPS)	RMB 元	0.10	0.00	0.13	0.05	0.07
股息率 (Yield)	%	0.51%	0.00%	0.66%	0.27%	0.34%

預期報酬(Expected Return；ER)爲准，說明如下：

強力買入 Strong Buy (ER ≧ 30%)；買入 Buy (30% ＞ ER ≧ 10%)
中性 Neutral (10% ＞ ER ＞ -10%)
賣出 Sell (-30% ＜ER ≦ -10%)；強力賣出 Strong Sell (ER ≦ -30%)

附一：合幷損益表

人民幣百萬元	2,013	2,014	2,015	2016E	2017E
營業額	33,438	41,068	49,589	61,849	75,183
經營成本	31,208	38,153	45,834	57,091	69,337
主營業務利潤	2,230	2,915	3,755	4,759	5,845
銷售費用	789	1,062	1,226	1,577	1,955
管理費用	557	771	1,078	1,423	1,729
財務費用	361	394	509	618	752
營業利潤	513	642	860	1,122	1,361
補貼收入	99	126	114	120	150
稅前利潤	607	753	956	1,212	1,496
所得稅	136	185	252	315	389
少數股東損益	-7	8	9	12	14
淨利潤	478	561	695	885	1,093

附二：合幷資産負債表

人民幣百萬元	2,013	2,014	2,015	2016E	2017E
貨幣資金	3,202	3,587	6,109	4,354	5,259
存貨淨額	4,934	6,311	8,114	9,277	11,277
應收帳款淨額	3,875	6,109	8,430	7,422	9,022
流動資産合計	15,148	19,874	27,222	22,998	27,900
長期投資淨額	253	174	504	270	290
固定資産合計	1,783	2,413	2,788	1,900	2,100
無形資産及其他資産合計	631	739	884	680	720
資産總計	18,596	24,125	32,585	26,748	32,060
流動負債合計	11,573	14,355	21,010	17,966	21,168
長期負債合計	1,683	1,683	1,729	2,635	3,636
負債合計	13,257	16,038	22,739	20,601	24,805
少數股東權益	240	287	491	80	94
股東權益合計	5,339	8,087	9,846	6,148	7,255
負債和股東權益總計	18,596	24,125	32,585	26,748	32,060

附三：合幷現金流量表

(人民幣百萬元)	2,013	2,014	2,015	2016E	2017E
經營活動所得現金淨額	138	-172	436	679	992
投資活動所用現金淨額	-494	-1,025	-1,538	-487	-537
融資活動所得現金淨額	1,134	1,077	2,777	960	450
現金及現金等價物淨增加額	778	-119	1,675	1,152	905

1

此份報告由群益證券(香港)有限公司編寫，群益證券(香港)有限公司的投資和由群證益券(香港)有限公司提供的投資服務.不是.個人客戶而設。此份報告不能複製或再分發或印刷報告之全部或部份內容以作任何用途。群益證券(香港)有限公司相信用以編寫此份報告之資料可靠，但此報告之資料沒有被獨立核實審計。群益證券(香港)有限公司.不對此報告之準確性及完整性作任何保證，或代表或作出任何書面保證，而且不會對此報告之準確性及完整性負任何責任或義務。群益證券(香港)有限公司，及其分公司及其聯營公司或許在閣下收到此份報告前使用或根據此份報告之資料或研究推薦作出任何行動。群益證券(香港)有限公司及其任何之一位董事或其代表或雇員不會對使用此份報告後招致之任何損失負任何責任。此份報告內容之資料和意見可能會或會在沒有事前通知前變更。群益證券(香港)有限公司及其任何之一位董事或其代表或雇員或會對此份報告內描述之證i@持意見或立場，或會買入，沽出或提供銷售或出價此份報告內描述之證券。群益證券(香港)有限公司及其分公司及其聯營公司可能以其戶口，或代他人之戶口買賣此份報告內描述之證i@。此份報告.不是用作推銷或促使客人交易此報告內所提及之證券。