

## 业绩符合预期，兼并收购发力

### ——九州通（600998）三季度报点评

九州通(600998.SH)

**推荐** 维持

#### 投资要点:

### 1. 事件

公司发布三季报。公司前三季度实现营业收入452.33亿元，同比增长24.08%。实现归属净利润4.57亿元，同比增长21.86%；实现扣非归属净利润4.52亿元，同比增长38.45%。前三季度实现EPS0.28元。

其中，第三季度实现营业收入154.47亿元，同比增长22.97%，环比增长7.72%。实现归属净利润1.47亿元，同比增长18.05%，环比下降12.64%。三季度同比增速较二季度略显放缓，可能原因为最近飞检频繁，客户较为慎重；三季度利润环比下降主要由季节性因素所致，由于夏季生病人数少，历年二季度均为相对淡季。第三季度实现EPS0.09元。

### 2. 我们的分析与判断

#### （一）收入与利润持续增长，三季度业绩符合预期

分产品看，前三季度公司核心业务西药、中成药实现销售收入380.42亿元(+20.44%)，中药材、中药饮片业务实现销售收入15.27亿元(+10%)，医疗器械、计生用品销售收入32.62亿元(+47.27%)，食品、保健品、化妆品等实现销售收入23.31亿元(92.72%)。公司各项业务销售收入持续增长，业绩符合预期。根据过往经验，公司一般下半年收入规模略高于上半年，依照公司目前的良好增长态势，公司全年销售收入达到600亿以上是大概率事件。

其中，公司第三季度业务中西药、中成药业务实现销售收入128.55亿元，同比增长17.60%，环比增长7.22%，体现出核心业务经营质量持续提升；中药材、中药饮片业务实现销售收入5.43亿元，同比下降4.77%，环比增长22.61%，由于近期飞检严格，下游客户对中药材、中药饮片比较慎重，导致公司此品种前三季度都相对受限，不过较上一季度已大为好转；医疗器械、计生用品业务实现营业收入10.06亿元，同比增长42.81%，环比下降15.81%，可能由于二季度基数太大而致；食品、保健品、化妆品实现营业收入10.13亿元，同比增长211.10%，环比增长42.63%，其高速增长主要由于强化雅培、惠氏、雀巢、合生元等的进口消费品代理业务所致。

财务指标方面，公司前三季度毛利率为7.28%，较去年同期上升0.09个百分点；其中第三季度为6.98%，较去年同期上升0.1个百分点。公司毛利率上升既是受益于西药、中成药核心业务经营质量持续提升，也是由医疗器械、中药材、中药饮片等毛利较高的战略业务整体占比上升所致。前三季度公司销售费用率、管理费用率

#### 分析师

李平祝

☎: 010-83574546

✉: lipingzhu@chinastock.com.cn

职业资格证书编号: S0130515040001

霍辰伊

☎: 010-83574699

✉: huochenyi@chinastock.com.cn

执业证书编号: S0130516080003

特此鸣谢

余宇 010-83571335

(sheyu@chinastock.com.cn)

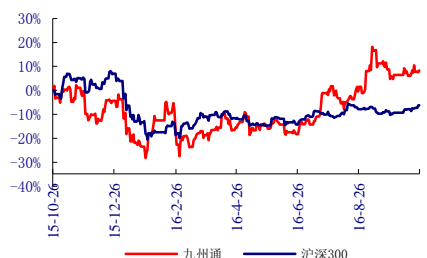
对本报告的编制提供信息。

#### 市场数据

2016-10-25

A股收盘价(元)	21.85
A股一年内最高价(元)	24.18
A股一年内最低价(元)	14.00
沪深300	3367.45
市盈率	46.34
总股本(万股)	164702.48
实际流通A股(万股)	144201.92
限售的流通A股(万股)	20500.56
流通A股市值(亿元)	315.08

#### 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)中报点评: 业绩符合预期, 维持推荐评级 2016-08-23

及财务费用率分别为 2.59% (同比+0.16 pp)、2.09% (同比-0.02 pp) 及 1.13% (同比+0.09 pp), 总体保持稳定。

## (二) 物流中心体系不断完善, 支撑业务长期成长

公司多年以来苦练内功, 最典型的就是省级物流中心布局, 过去虽拖累公司增长, 但在现有两票制等政策环境下却成为公司增长的助推剂。医药物流的行业规律是: 如果想形成对全地区、全品种的全面覆盖, 首先必须在省会城市周边建成一个大型省级医药物流中心, 然后才能在地、县展开布局。全品种流通商 (包括器械、中药材、OTC 等) 如果跳过省级物流中心直接在地市级布局是无法做到的。然而, 省级中心规模大、建设周期长、且省会城市地价昂贵, 导致建立省级物流中心具有一定门槛。

截至目前, 公司已在全国完成 28 个省级大型物流中心和 49 个地市级中小型物流中心的布局工作, 进一步完善了公司的全国性医药物流配送体系, 延伸覆盖了医药物流配送的服务区域范围。并且公司自主研发了与之配套的现代物流设施和物流管理系统, 能满足客户多批次、多品规、小批量的要求, 实现了高效率与低成本。未来公司继续寻求在未设点的区域建立新的医药物流配送中心: 全国 31 个省会城市中仅剩云南、宁夏、青海三省没有布点, 未来有望补足空白; 地市级中已建立 49 个地市级医药物流中心, 经公司测算总共约需建设 100~120 个左右才能满足成本需求, 因此下一步公司重点投入地市级选点建设。报告期内公司在建工程同比增长 50.06%, 体现了医药物流中心的新建及扩建加速发力。

## (三) 当前政策利好公司经营模式, 未来仍有政策向好空间

从外因角度看, 公司近年来出现爆发性增长, 是由于《总局关于整治药品流通领域违法经营行为的公告》、营改增和两票制三项政策的提出对公司构成极大利好, 在这三项政策下: 1. 公司在医疗机构、零售药店、私人诊所及民营医院等业务都得以提升; 2. 国家严厉打击非法行为, 利好公司目前进行兼并重组; 3. 上游企业对公司需求更大。过去小企业靠偷逃税款有“成本优势”, 而九州通的成本和效率优势靠现代化医药物流、先进的管理系统实现的。公司下游渠道增加后, 对上游品种更有遴选空间, 可选出利润空间更大的品种。

未来政策变动对公司而言仍有进一步利好的空间, 例如: 如能以医保支付价代替招标中标价, 则成本控制最好、效率最高的商业公司能够进一步显现竞争优势。因此, 相关政策走向值得关注。

## (四) 并购快速发力, 未来增长可期

自 5 月几项利好政策出台以来, 公司迅速设立兼并收购项目组。但 5-6 月进展不顺, 只并购了 2 家小企业, 原因: 1. 项目组自身准备不足, 目标未经筛选就贸然去谈判; 2. 标的当时不想卖, 想对政策多做观望, 看国家对政策是否真的执行。

然而第三季度公司兼并收购工作进展迅速, 单季度已经签约 18 家公司, 原因: 1. 各小企业发现国家对 94 号文的执行力度不打折扣, 因此许多企业主动来找公司谈; 2. 公司并购组自身谈判经验技巧也有所提升, 导致下半年并购进度大大加快。由于这些小企业或多或少存在一定历史遗留问题, 整合处理需要时间, 因此我们预计公司短期内不一定因此而出现大规模爆发式增长, 然而公司远期有望受益于这些兼并收购而实现稳步增长。

### 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: 公司财务预测 (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
<b>营业利润</b>	<b>513.31</b>	<b>641.54</b>	<b>859.98</b>	<b>1202.35</b>	<b>1553.45</b>	<b>1980.30</b>
加: 其他非经营损益	93.47	111.84	95.83	-0.96	-0.96	-0.96
<b>利润总额</b>	<b>606.78</b>	<b>753.38</b>	<b>955.81</b>	<b>1201.38</b>	<b>1552.49</b>	<b>1979.34</b>
减: 所得税	135.90	185.11	251.94	300.35	388.12	494.83
<b>净利润</b>	<b>470.88</b>	<b>568.27</b>	<b>703.87</b>	<b>901.04</b>	<b>1164.36</b>	<b>1484.50</b>
减: 少数股东损益	-7.05	7.56	9.33	11.95	15.44	19.69
<b>归属母公司股东净利润</b>	<b>477.93</b>	<b>560.71</b>	<b>694.53</b>	<b>889.09</b>	<b>1148.92</b>	<b>1464.82</b>
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
<b>资产总计</b>	<b>18437.70</b>	<b>23878.51</b>	<b>32242.66</b>	<b>38676.92</b>	<b>43868.60</b>	<b>49854.67</b>
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
<b>负债合计</b>	<b>13098.42</b>	<b>15791.33</b>	<b>22397.02</b>	<b>27930.24</b>	<b>31957.55</b>	<b>36459.13</b>
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
<b>归属母公司股东权益</b>	<b>5099.53</b>	<b>7800.55</b>	<b>9355.09</b>	<b>10244.18</b>	<b>11393.10</b>	<b>12857.92</b>
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
<b>现金流量表</b>	<b>2013A</b>	<b>2014A</b>	<b>2015A</b>	<b>2016E</b>	<b>2017E</b>	<b>2018E</b>
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
<b>现金流量净额</b>	<b>787.59</b>	<b>-105.19</b>	<b>1700.09</b>	<b>-1205.62</b>	<b>-1690.66</b>	<b>-1983.96</b>

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，霍辰伊，生物医药行业分析师。**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](http://www.chinastock.com.cn)

### 机构请致电：

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