谨慎增持 ——维持

九州通（600998） 证券研究报告/公司研究/公司动态

日期：2016 年 10 月 27 日
行业：批发业

两票制+全国性布局助推业绩持续增长

分析师： 魏赟
Tel： 021-53686159
E-mail： weiyun@shzq.com
执业证书编号：S0870513090001

研究助理： 金鑫
Tel： 021-53686163
E-mail： jinxin1@shzq.com
SAC 证书编号：S0870116070016

基本数据（2016Q3）

报告日股价（元）	22.37
12mth A 股价格区间（元）	14.58-23.85
总股本（百万股）	1,647.02
无限售 A 股/总股本	88%
流通市值（亿元）	315.08
每股净资产（元）	6.60
PBR（X）	3.31
DPS（Y2015，元）	10 派 1.30

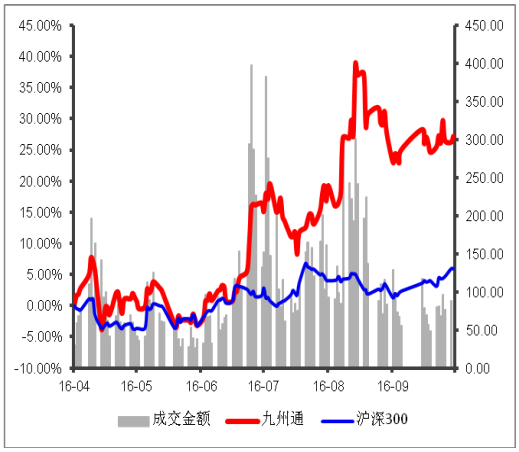
主要股东（2016Q3）

上海弘康实业投资有限公司	26.30%
狮龙国际集团(香港)有限公司	12.99%
楚昌投资集团有限公司	10.49%

收入结构（2016Q3）

西药、中成药	84.23%
中药材、中药饮片	3.38%
医疗器械、计生用品	7.22%
食品、保健品、化妆品等	5.16%

最近 6 个月股票与沪深 300 比较



报告编号：WY16-CT17
首次报告日期：2016 年 08 月 24 日

■ 公司动态事项

10月25日，公司发布2016年第三季度报告。公司2016年前三季度实现营业收入452.33亿元，同比增长24.08%；实现归属于上市公司股东的净利润4.57亿元，同比增长21.86%；实现扣非归母净利润4.51亿元，同比增长38.45%。

■ 事项点评

主营业务增长稳定，战略业务增速较快

公司 2016 年 1-9 月实现营业收入 452.33 亿元，同比增长 24.08%。分产品来看，2016 年 1-9 月西药、中成药实现营业收入 380.22 亿元，同比增长 20.44%；中药材、中药饮片实现营业收入 15.27 亿元，同比增长 10.00%；医疗器械、计生用品实现营业收入 32.62 亿元，同比增长 47.27%；食品、保健品、化妆品等实现营业收入 23.31 亿元，同比增长 92.72%。其中，食品、保健品及化妆品等较上年同期增长较快，主要原因是公司代理的雅培、惠氏、雀巢、合生元等品牌消费品的销售大幅增长，公司强化与战略品牌的深度合作，2016 年上半年雅培产品实现含税销售 4.72 亿元，较上年同期增长达 10 倍以上；加强与惠氏的合作，联合厂商资源开发优质批发客户，实现含税销售约 2 亿元，较上年同期增长近 9 倍。

毛利率同比小幅上升，现金流向好

公司2016年1-9月分别实现归母净利润、扣非归母净利润4.57亿元、4.51亿元，同比增长分别为21.86%、38.45%，扣非归母净利润同比增速高于营业收入同比增速的主要原因是：1）2016年前三季度非流动资产处置净损失增加、政府补助降低、处置金融资产取得的投资收益降低等因素导致2016年前三季度非经常性损益远低于上年同期；2）公司西药、中成药核心业务经营质量持续提升，医疗器械等毛利较高的战略业务收入占比上升（综合毛利率较上年同期上涨0.09pp）。

公司2016年1-9月经营活动产生的现金流量净额为-19.89亿元，同比增长39.75%，主要原因是公司发行应收账款资产支持票据和应收账款资产支持证券，及销售回现款增加所致。考虑到公司为控制应收账款风险，每年年末进行应收账款清收，预计第四季度经营性现金流入将大幅增加，净现金流继续向好。

两票制持续推行符合预期，全国性医药流通龙头明显受益

2016年4月6日，国务院总理李克强主持召开国务院常务会议，会议明确指出要推行两票制；2016年4月，国务院办公厅发布《深化医药卫生

相关报告：
《九州通（600998）2016 年中报点评：政策红利释放 助推业绩高增长》
——2016 年 08 月 24 日

体制改革2016年重点工作任务》的通知，明确指出综合医改试点省份要在全省范围内推行“两票制”，积极鼓励公立医院综合改革试点城市推行“两票制”，鼓励医院与药品生产企业直接结算药品货款、药品生产企业与配送企业结算配送费用；安徽、陕西、广东等已出台两票制相关的政策文件，明确两票制将在省内推行，预计接下来将有更多省份陆续推行两票制，两票制将压缩药品流通环节，医药流通行业将进一步整合，综合竞争力较强的大型医药流通企业明显受益。

公司作为全国性医药流通龙头企业，截至2016年中报已在全国完成28个省级大型物流中心、49个地市级中小型物流中心的布局工作，医药物流配送的服务范围覆盖范围广泛。公司以向二级及以下医院等医疗机构从事医药批发、零售连锁业务起家，近年来大力开发医院客户，进一步提高了公司终端覆盖的能力，主要经营的药品、医疗器械等品种品类超25万个，随着在两票制在各省份持续推进、医药流通行业的集中度进一步提高，公司凭借物流网络广泛的优势和终端覆盖范围广的优势受上游药品生产企业青睐，公司纯销业务发展前景广大。

■ 风险提示

公司风险包括但不限于以下几点：医院纯销、医药电商等业务增速不及预期风险；两票制、药品招标等行业政策风险。

■ 投资建议

未来六个月，给予“谨慎增持”评级

预计16、17年实现EPS为0.53、0.68元，以10月26日收盘价22.37元计算，动态PE分别为42.10倍和33.13倍。同类型可比上市公司16年市盈率中位值为28.98倍，公司市盈率高于行业平均水平。我们认为，受两票制等行业政策影响下公司的全国性物流网络和强大的终端覆盖能力将提高对上下游企业的吸引力，公司发挥批零一体化龙头企业的优势将规模优势转为竞争力优势，提高公司的盈利能力和毛利率水平，未来有望保持较快的销售收入增速，维持“谨慎增持”评级。

■ 数据预测与估值：

至 12 月 31 日（￥.百万元）	2015A	2016E	2017E	2018E
营业收入	49,589.25	61,986.56	76,243.47	93,017.03
年增长率	20.75%	25.00%	23.00%	22.00%
归属于母公司的净利润	694.53	888.22	1,153.45	1,453.97
年增长率	23.87%	27.89%	29.86%	26.05%
每股收益（元）	0.42	0.54	0.70	0.88
PER（X）	53.05	41.43	31.96	25.42

注：有关指标按当年股本摊薄

■ 附表

附表 1 损益简表及预测（单位：百万元人民币）

指标名称	2015A	2016E	2017E	2018E
一、营业总收入	**49,589.25**	**61,986.56**	**76,243.47**	**93,017.03**
二、营业总成本	**48,776.81**	**60,786.35**	**74,684.86**	**91,052.35**
营业成本	45,834.44	57,374.76	70,525.21	85,947.73
营业税金及附加	77.16	92.18	113.38	138.32
销售费用	1,225.70	1,532.88	1,885.44	2,300.24
管理费用	1,077.90	1,347.37	1,657.27	2,021.87
财务费用	508.99	386.56	450.96	591.58
资产减值损失	52.61	52.61	52.61	52.61
三、其他经营收益	**47.54**	**0.00**	**0.00**	**0.00**
公允价值变动净收益	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	47.54	0.00	0.00	0.00
四、营业利润	**859.98**	**1,200.21**	**1,558.60**	**1,964.68**
加：营业外收入	114.10	0.00	0.00	0.00
减：营业外支出	18.27	0.00	0.00	0.00
五、利润总额	**955.81**	**1,200.21**	**1,558.60**	**1,964.68**
减：所得税	251.94	300.05	389.65	491.17
六、净利润	**703.87**	**900.16**	**1,168.95**	**1,473.51**
减：少数股东损益	9.33	11.94	15.50	19.54
归属于母公司所有者的净利润	**694.53**	**888.22**	**1,153.45**	**1,453.97**
七、摊薄每股收益（元）	**0.42**	**0.54**	**0.70**	**0.88**

资料来源：Wind 上海证券研究所

分析师承诺

魏赟 金鑫

本人以勤勉尽责的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师的研究观点。此外，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意见或观点直接或间接相关。

公司业务资格说明

本公司具备证券投资咨询业务资格。

投资评级体系与评级定义

股票投资评级：

分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据公司基本面及（或）估值预期以报告日起6个月内公司股价相对于同期市场基准沪深300指数表现的看法。

投资评级	定　义
增持	股价表现将强于基准指数 20%以上
谨慎增持	股价表现将强于基准指数 10%以上
中性	股价表现将介于基准指数±10%之间
减持	股价表现将弱于基准指数 10%以上

行业投资评级：

分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据行业历史基本面及（或）估值对所研究行业以报告日起 12 个月内的基本面和行业指数相对于同期市场基准沪深 300 指数表现的看法。

投资评级	定　义
增持	行业基本面看好，行业指数将强于基准指数 5%
中性	行业基本面稳定，行业指数将介于基准指数±5%
减持	行业基本面看淡，行业指数将弱于基准指数 5%

投资评级说明：

不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准，投资者应区分不同机构在相同评级名称下的定义差异。本评级体系采用的是相对评级体系。投资者买卖证券的决定取决于个人的实际情况。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，投资者不应以分析师的投资评级取代个人的分析与判断。

免责条款

本报告中的信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性及完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对任何人使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

在法律允许的情况下，我公司或其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，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告仅向特定客户传送，版权归上海证券有限责任公司所有。未获得上海证券有限责任公司事先书面授权，任何机构和个人均不得对本报告进行任何形式的发布、复制、引用或转载。

上海证券有限责任公司对于上述投资评级体系与评级定义和免责条款具有修改权和最终解释权。