

## 业绩增速加快, 直销、延展业务、电商表现靓丽

### 投资要点

- **事件:** 公司发布 16 年年报和 17 年 1 季报。16 年实现营业收入 616 亿元(+24.1%)、归母净利润 8.8 亿元(+26.2%)、扣非归母净利润 8.3 亿元(+43.1%); 17Q1 实现营业收入 188 亿元(+21.8%)、归母净利润 1.9 亿元(+31.3%)。
- **医院终端加速开拓, 核心业务西药、中成药高速增长, 在行业变革中迎来成长机会。** 1) 在医院终端加速开拓的背景下, 核心业务西药、中成药 2016 实现销售收入 510 亿元(+20.1%)、毛利 36 亿元(+32.7%); 毛利率 7.10%(+0.68pp)。其中: 二级及以上中高端医院市场的含税销售额为 128 亿元(+38.5%), 二级及以上医院客户达 3780 余家。二级以下基层医疗机构含税销售 66.8 亿元(+26.5%), 二级以下基层医疗机构客户达 51750 余家。2) 公司在全国省级行政区规划投资了 30 个省级医药物流中心, 同时向下延伸并设立了 54 家地市级分销物流中心, 构成全国性网络, 我们认为“两票制”考验流通企业的终端配送能力, 公司物流优势突出, 将是行业整合的受益者。
- **器械、保健品等延展业务迅速发展, 极具成长潜力。** 基于公司强大的物流配送体系, 公司的非药品类延展业务发展迅速, 其中: 1) 2016 年医疗器械与计生用品业务继续保持快速增长的势头, 实现销售收入 48.7 亿元(+39%)、毛利 4.9 亿元(+20%)。2) 2016 年食品、保健品、化妆品等业务实现销售 34 亿元(+112.5%), 毛利 3 亿元(+18.7%), 其中母婴产品(奶粉)实现含税销售 22 亿元(+374.5%), 其中惠氏实现含税销售 12.9 亿元(+2963%)、雅培实现含税销售 7.1 亿元(+171%)。我们认为公司的延展业务发展空间巨大, 极具成长潜力。
- **好药师扭亏, 带动零售业务高速增长。** 2016 年公司零售连锁业务实现营业收入 16.1 亿元(+63.6%)、毛利 3.3 亿元(+87.5%)。零售业务收入和毛利率大幅提升主要原因是好药师线上业务大幅增长且毛利率提升所致。公司重视精准流量来源的获取和优质渠道的合作, 同时强化内部管理促进人均效能提升, 并不断开拓智慧药房和海外购业务。报告期内好药师实现含税销售 10.6 亿元(+125.5%)、净利润 1896 万元。此外, 公司加强探索新业务领域, 与平安好医生、快药网、好大夫在线、360 商城和国美在线等数十家平台开展深度合作, 与福建医科大学孟超肝胆医院开展智慧服务战略合作, 开启医药分开-智慧药房-互联网业务的新模式。
- **盈利预测与投资建议。** 不考虑定增, 预计 17-19 年 EPS 分别为 0.69 元、0.88 元、1.12 元, 对应估值分别为 28 倍、22 倍、17 倍; 若考虑定增, 则对应摊薄后 EPS 分别为 0.67 元、0.9 元、1.13 元, 对应估值分别为 29 倍、22 倍、17 倍。我们看好公司直销、延展业务、电商的发展, 给予其 17 年摊薄后 38 倍估值, 目标价 25.46 元, 维持“买入”评级。
- **风险提示:** 非公开发行或不及预期风险, 核心业务增速不及预期风险。

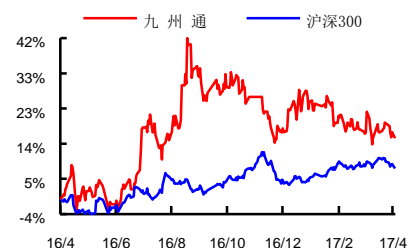
指标/年度	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	61556.84	74069.98	89205.75	107539.55
增长率	24.13%	20.33%	20.43%	20.55%
归属母公司净利润(百万元)	876.74	1135.40	1445.01	1840.03
增长率	26.23%	29.50%	27.27%	27.34%
每股收益 EPS(元)	0.53	0.69	0.88	1.12
净资产收益率 ROE	7.53%	10.74%	12.03%	13.28%
PE	37	28	22	17
PB	2.68	2.95	2.59	2.25

数据来源: Wind, 西南证券

### 西南证券研究发展中心

分析师: 朱国广  
执业证号: S1250513070001  
电话: 021-68413530  
邮箱: zhugg@swsc.com.cn  
联系人: 张肖星  
电话: 021-68415020  
邮箱: zxxing@swsc.com.cn

### 相对指数表现



数据来源: 聚源数据

### 基础数据

总股本(亿股)	16.47
流通 A 股(亿股)	16.31
52 周内股价区间(元)	16.54-23.85
总市值(亿元)	321.50
总资产(亿元)	428.87
每股净资产(元)	7.54

### 相关研究

- 九州通(600998): 大股东高比例参与定增, 加码医院终端开拓 (2016-12-01)
- 九州通(600998): 业绩略超预期, 加速直销、零售市场开拓 (2016-10-24)
- 九州通(600998): 业绩增速加快, 医院直销、电商业务表现靓丽 (2016-08-23)

**附表：财务预测与估值**

利润表 (百万元)					现金流量表 (百万元)				
	2016A	2017E	2018E	2019E		2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入	61556.84	74069.98	89205.75	107539.55	净利润	904.34	1171.14	1490.50	1897.95
营业成本	56732.60	68223.18	81918.20	98611.31	折旧与摊销	303.10	211.25	234.65	246.00
营业税金及附加	130.12	156.57	188.56	227.32	财务费用	662.46	600.83	940.83	1085.68
销售费用	1633.43	2036.92	2408.56	2957.34	资产减值损失	92.93	60.00	60.00	60.00
管理费用	1268.09	1567.95	1863.01	2261.17	经营营运资本变动	-1239.93	-3400.18	-1809.95	-2782.04
财务费用	662.46	600.83	940.83	1085.68	其他	-291.63	-57.83	-56.82	-55.69
资产减值损失	92.93	60.00	60.00	60.00	<b>经营活动现金流净额</b>	431.26	-1414.79	859.21	451.90
投资收益	8.73	-9.20	-10.22	-11.34	资本支出	-1032.70	-130.00	-130.00	-130.00
公允价值变动损益	7.03	7.03	7.03	7.03	其他	-465.10	-2.17	-3.18	-4.31
其他经营损益	-3.81	0.00	0.00	0.00	<b>投资活动现金流净额</b>	-1497.80	-132.17	-133.18	-134.31
<b>营业利润</b>	1049.16	1422.35	1823.42	2332.42	短期借款	-1916.73	8196.16	1728.38	2601.47
其他非经营损益	56.49	78.83	74.22	72.80	长期借款	6.47	0.00	0.00	0.00
<b>利润总额</b>	1105.65	1501.18	1897.63	2405.22	股权融资	-9.51	0.00	0.00	0.00
所得税	201.31	330.04	407.13	507.27	支付股利	0.00	0.00	0.00	0.00
净利润	904.34	1171.14	1490.50	1897.95	其他	1504.08	-4478.99	-940.83	-1085.68
少数股东损益	27.60	35.74	45.49	57.92	<b>筹资活动现金流净额</b>	-415.68	3717.16	787.55	1515.79
归属母公司股东净利润	876.74	1135.40	1445.01	1840.03	<b>现金流量净额</b>	-1481.72	2170.20	1513.58	1833.38
资产负债表 (百万元)					财务分析指标				
	2016A	2017E	2018E	2019E		2016A	2017E	2018E	2019E
货币资金	5236.80	7407.00	8920.57	10753.96	<b>成长能力</b>				
应收和预付款项	16747.00	20904.06	25189.61	30619.80	销售收入增长率	24.13%	20.33%	20.43%	20.55%
存货	10152.20	12208.42	14659.12	17646.32	营业利润增长率	22.00%	35.57%	28.20%	27.92%
其他流动资产	27.74	31.95	37.04	43.20	净利润增长率	28.48%	29.50%	27.27%	27.34%
长期股权投资	539.08	539.08	539.08	539.08	EBITDA 增长率	25.05%	10.91%	34.21%	22.18%
投资性房地产	1.35	1.35	1.35	1.35	<b>获利能力</b>				
固定资产和在建工程	4403.08	4347.50	4268.51	4178.18	毛利率	7.84%	7.89%	8.17%	8.30%
无形资产和开发支出	1115.51	1094.95	1074.38	1053.82	三费率	5.79%	5.68%	5.84%	5.86%
其他非流动资产	505.79	500.68	495.58	490.47	净利率	1.47%	1.58%	1.67%	1.76%
<b>资产总计</b>	38728.54	47034.98	55185.25	65326.19	ROE	7.53%	10.74%	12.03%	13.28%
短期借款	3930.63	12126.79	13855.16	16456.63	ROA	2.34%	2.49%	2.70%	2.91%
应付和预收款项	16691.19	18893.28	23091.44	27839.21	ROIC	8.21%	7.50%	8.71%	9.37%
长期借款	6.47	6.47	6.47	6.47	EBITDA/销售收入	3.27%	3.02%	3.36%	3.41%
其他负债	6089.88	5105.08	5838.32	6732.07	<b>营运能力</b>				
<b>负债合计</b>	26718.18	36131.63	42791.40	51034.38	总资产周转率	1.73	1.73	1.75	1.78
股本	1647.03	1647.03	1647.03	1647.03	固定资产周转率	19.39	19.42	21.71	26.01
资本公积	3978.32	3978.32	3978.32	3978.32	应收账款周转率	7.30	7.15	6.93	6.87
留存收益	3517.52	4652.92	6097.94	7937.97	存货周转率	6.21	6.10	6.10	6.10
归属母公司股东权益	11278.04	10135.28	11580.29	13420.33	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	108.96%	—	—	—
少数股东权益	732.33	768.07	813.56	871.48	<b>资本结构</b>				
<b>股东权益合计</b>	12010.37	10903.35	12393.85	14291.81	资产负债率	68.99%	76.82%	77.54%	78.12%
负债和股东权益合计	38728.54	47034.98	55185.25	65326.19	带息债务/总负债	19.53%	37.13%	35.39%	34.77%
					流动比率	1.27	1.17	1.18	1.19
					速动比率	0.87	0.82	0.83	0.84
					股利支付率	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
					<b>每股指标</b>				
					每股收益	0.53	0.69	0.88	1.12
					每股净资产	7.29	6.62	7.52	8.68
					每股经营现金	0.26	-0.86	0.52	0.27
					每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00
业绩和估值指标									
EBITDA	2014.72	2234.43	2998.90	3664.10					
PE	36.67	28.32	22.25	17.47					
PB	2.68	2.95	2.59	2.25					
PS	0.52	0.43	0.36	0.30					
EV/EBITDA	16.51	16.87	12.64	10.56					
股息率	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%					

数据来源: Wind, 西南证券

## 分析师承诺

本报告署名分析师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，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，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获取任何形式的补偿。

## 投资评级说明

公司评级	买入：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 20%以上
	增持：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 10%与 20%之间
	中性：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-10%与 10%之间
	回避：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-10%以下
行业评级	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上
	跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间
	弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数-5%以下

## 重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

本报告仅供本公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本公司或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或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。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，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告版权为西南证券所有，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。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

## 西南证券研究发展中心

### 上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路 166 号中国保险大厦 15 楼

邮编：200120

### 北京

地址：北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 B 座 16 楼

邮编：100033

### 重庆

地址：重庆市江北区桥北苑 8 号西南证券大厦 3 楼

邮编：400023

### 深圳

地址：深圳市福田区深南大道 6023 号创建大厦 4 楼

邮编：518040

## 西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	张方毅	机构销售	021-68413959	15821376156	zfyi@swsc.com.cn
	邵亚杰	机构销售	02168416206	15067116612	syj@swsc.com.cn
	郎珈艺	机构销售	021-68416921	18801762801	langjiayi@swsc.com.cn
	黄丽娟	机构销售	021-68411030	15900516330	hlj@swsc.com.cn
	欧阳倩威	机构销售	021-68416206	15601822016	oyqw@swsc.com.cn
北京	赵佳	地区销售总监	010-57631179	18611796242	zjia@swsc.com.cn
	王雨珩	机构销售	010-88091748	18811181031	wyheng@swsc.com.cn
	徐也	机构销售	010-57758595	18612694479	xye@swsc.com.cn
	任骁	机构销售	010-57758566	18682101747	rxiao@swsc.com.cn
广深	张婷	地区销售总监	0755-26673231	13530267171	zhangt@swsc.com.cn
	刘宁	机构销售	0755-26676257	18688956684	liun@swsc.com.cn
	刘予鑫	机构销售	0755-26833581	13720220576	lyxin@swsc.com.cn
	熊亮	机构销售	0755-26820395	18666824496	xl@swsc.com.cn
	刘雨阳	机构销售	0755-26892550	18665911353	liuyuy@swsc.com.cn