

结构持续优化，未来继续受益于政策利好

——九州通（600998）16 年年报及 17 年一季报点评

投资要点：

1. 事件

公司发布 16 年年报。公司 2016 年共实现营业收入 615.57 亿元，同比增长 24.13%。实现归属净利润 8.77 亿元，同比增长 26.23%；实现扣非归属净利润 8.26 亿元，同比增长 43.08%。16 年实现 EPS 0.54 元。

其中，第四季度实现营业收入 163.24 亿元，同比增长 24.28%。实现归属净利润 4.19 亿元，同比增长 31.37%，第四季度净利润在全年中占比较高主要是因为供应商给予公司的销售奖励折让根据年度协议完成情况有相当部分在第四季度体现所导致的。第四季度实现 EPS 为 0.25 元。

同时，公司发布 17 年一季报。公司公告 2017 年第一季度实现营业收入 188.14 亿元，同比增长 21.80%。实现归属净利润 1.86 亿元，同比增长 31.31%。实现扣非归属净利润 1.72 亿元，同比增长 32.44%。17Q1 实现 EPS 为 0.11 元。

2. 我们的分析与判断

（一）品种结构、渠道结构齐优化，提升盈利能力

分行业看，16 年公司医药批发业务实现销售收入 589.89 亿元（+23.54%），毛利率为 7.22%（同比+0.11pp）；医药零售实现收入 16.11 亿元（+63.59%），毛利率为 20.48%（同比+2.61 pp），零售业务主要受益于好药师线上业务大幅增长且毛利率提升；医药工业销售收入 8.19 亿元（+6.10%），毛利率为 21.75%（同比+3.50 pp）。17Q1 各项业务继续增长，其中医药批发业务同比增长 21.35%，医药零售业务同比增长 22.76%，医药工业同比增长 52.68%。

分产品看，16 年公司核心业务西药、中成药实现销售收入 510.16 亿元（+20.05%），毛利率为 7.10%（同比+0.68 pp）；中药材、中药饮片业务实现销售收入 21.28 亿元（+11.87%），毛利率为 16.44%（同比-0.29 pp）；医疗器械、计生用品销售收入 48.71 亿元（+39.04%），毛利率为 10.08%（同比-1.6 pp）；食品、保健品、化妆品等实现销售收入 34.03 亿元（+112.48%），毛利率为 8.92%（同比-7.05 pp）。其中药品核心业务保持稳健增长，毛利微升，贡献了公司整体的毛利率上升；中药材、中药饮片业务增速不达预期，主要是由于 15 年阿胶推广力度大、基数大，而 16 年阿胶业务下滑所致，其他中药材品种仍保持较高增速；消费品和器械营业收入高速增长的同时毛利下滑分别是因为进口消费品牌、知名品牌器械厂商产品毛利较低，而公司在报告期内拓展进口\知名产品力度大所致。

九州通（600998.SH）

推荐 维持评级

分析师

李平祝

☎：010-83574546

✉：lipingzhu@chinastock.com.cn

职业资格证书编号：S0130515040001

特此鸣谢

余宇 010-83571335

（sheyu@chinastock.com.cn）

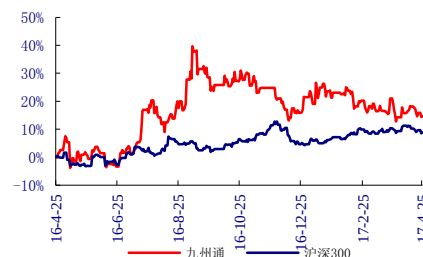
对本报告的编制提供信息。

市场数据

2017-04-25

A 股收盘价(元)	19.56
A 股一年内最高价(元)	21.95
A 股一年内最低价(元)	19.17
沪深 300	3440.97
市盈率	34.98
总股本（万股）	164702.69
实际流通 A 股(万股)	163112.21
限售的流通 A 股(万股)	1590.48
流通 A 股市值(亿元)	319.05

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）三季报点评：业绩符合预期，兼并收购发力 2016-10-25
九州通（600998）中报点评：业绩符合预期，维持推荐评级 2016-08-23

17Q1 各产品收入仍保持较快增长：药品业务同比增长 18.53%，中药材与中药饮片增长 12.17%，医疗器械与计生用品在 16Q1 同比高增长 57.95 的基础上本季度继续同比增长 44.48%，消费品在 16Q1 同比高增长 90.45 的基础上本季度继续同比增长 58.64%，体现高毛利品种强劲增长势头不断延续。而中药业务方面，由于中药饮片不受国家取消药品加成的影响，市场大增速快，兼之公司未来继续推动道地药材种植、中药饮片生产与流通、中药材电商、中药材质量检测等产业的规范发展，并大力打造九州上医馆和标准煎药优质服务品牌，我们认为该项业务增速有望回升。

分渠道看，公司医院纯销业务高速发展：16 年二级及以上中高端医院市场实现含税销售 128.31 亿元，增长 38.46%，延续 15 年 34.58% 的高增长势头；二级及以上医院客户达 3780 余家，较去年增加 580 家。二级以下基层医疗机构含税销售 66.78 亿元，增长 26.48%，二级以下基层医疗机构客户达 51750 余家，较上年增长 13750 余家。公司医院纯销业务整体收入增速 34% 以上，占比医药批发收入比重从 15 年的 30.47% 上升至 33.07%。考虑到医院纯销业务毛利率 9% 左右，而调拨业务仅为约 5%，医院纯销业务的高速发展对公司盈利能力起到较大提升作用。

公司 16 年销售费用率、管理费用率及财务费用率分别为 2.65%（同比+0.18 pp）、2.06%（同比-0.11 pp）及 1.08%（同比+0.05 pp），基本保持稳定。17Q1 公司三费率分别为 2.67%（同比+0.13 pp）、2.07%（同比-0.04 pp）及 0.80%（同比-0.01%）。16 年经营性现金流净额 4.31 亿元，同比微降 1.08%；17Q1 经营性现金流净额-26.65 亿元，较上年同期增加近 10 亿元。

（三）政策利好下公司增速高于行业，未来增长空间仍然充足

公司医药批发业务下游客户可分为医院终端（二级及以上、二级以下）、药店客户及分销商，受益政策利好的影响，公司对前两者（广义终端业务）都得以提升：**1.两票制导致公司经营结构优化，调拨业务转为广义终端业务**，估计终端调拨比例从 50:50 提升至 55:45，考虑到医院纯销毛利率约 9%、药店约 7%，调拨业务约 5%，这样的结构转化对于公司盈利能力有较大提升作用，因此体现为公司利润增速高于营收增速。**2.医改持续深化，分级诊疗不断推进，公司原有的基层优势得以充分发挥。**原本我国基药制度限制了基层用药品种，导致基层用药品种较少、限制了“基层首诊”，导致患者蜂拥至三甲大医院看病，现在随着分级诊疗的推进，基药制度逐步淡化并最终有望瓦解。以近期北京医改为例，北京药品阳光采购工作坚持以基层为重点，扩充基层医疗机构的药品采购和用药目录，实现基层医疗机构与二三级医院采购目录的上一致。公司以成本与效率优势取胜，一贯在基层有极大优势，在基层用药品种及数量扩充、基药制度淡化的背景下，基层业务有望持续提升，而且考虑到药厂给基层市场的毛利更大（因为基层用药量小分散），这样的政策方向也有利于提升公司的毛利率水平。

我们预计未来公司增长空间仍非常充足：**1.两票制政策利好方面：**卫计委要求综合医改试点省份和公立医院改革试点地区要在 2017 年率先推行“两票制”，于 6 月底前研究制定本地区推行“两票制”的具体办法；鼓励其他地区执行“两票制”，争取到 2018 年在全国全面推开，然而目前真正已经实施的仅有福建、安徽两省。考虑到许多省份甚至尚未制定两票制办法，而政策的执行落地需要时间，两票制利好空间仍然充足。**2.分级诊疗利好公司基层业务方面，**类似北京这样的省市仅为少数先行者，未来空间非常大。

（三）积极抢占消费品流通市场，高速增长有望延续

消费品流通市场空间高达 5.94 万亿，且流通体系相对分散。公司乘 CFDA 要求婴幼儿奶粉管理参照《药品经营质量管理规范》之东风，借机抢占相对空白的消费品流通市场。报告期内，公司消费品事业部强化与战略品牌的深度合作，在全国范围内布局雅培、惠氏等产品终端，期内母婴产品（奶粉）实现含税销售 22.15 亿元，较上年同期增长 374.5%，其中惠氏实现含税销售 12.89 亿元、雅培实现含税销售 7.08 亿元，分别较去年同期增长 2,962.7% 和 170.93%。此外，公司旗下子公司还独家代理了美国切迟-杜威公司 (Church&Dwight)，其旗下包括艾禾美 (arm&hammer)、炫洁 (Spinbrush)、特洛伊 (Trojan)、碧缇丝 (Batiste)、舒德尔玛 (Sterimar) 五大品牌系列产品。

我们认为，消费品流通市场具有如下优点：1. 市场化程度相对药品市场更高，符合公司特点和优势；2. 市场空间大、流通体系尚较为分散，是一片蓝海，而且毛利率相对较高，营销费用低；3. 考虑到公司具有完备的仓储配送体系优势，开拓消费品市场的边际成本低。公司目前致力于提高消费品市场的覆盖率，尤其是继续开拓品牌厂家，我们预计未来公司消费品业务将延续 15-16 年的高增速。

（四）定增彰显信心，限制性股票激励计划激发积极性

16 年 11 月，公司公告筹划非公开发行股票事项，向 7 家特定投资者发行不超过 203,562,339 股，募集资金总额不超过 40 亿元。其中公司实际控制人刘宝林控制的企业楚昌投资认购 20 亿元（占比 50%）。定增事项目前处于报送《反馈意见》书面回复阶段。此次定增募集资金用途全部用于补充公司流动资金，有利于优化公司的资本结构，增强公司抵御财务风险的能力，提高公司偿债能力。如能顺利完成，则公司的资金实力将得到大幅度提升，为公司业务发展提供有力保障，有助于公司进一步提升盈利能力。此次非公开发行的亮点在于公司实际控制人刘宝林控制的企业楚昌投资以高达 50% 大比例认购，交易后实际控制人持股比例从 43.03% 上升至 43.79%，以 19.65 元价格锁定 3 年，体现实际控制人对公司未来发展的信心。

表格 1 非公开发行方案概述

交易方案细节	
发行规模	向 7 家特定投资者发行不超过 203,562,339 股，募集资金总额不超过 40 亿元。 其中公司实际控制人刘宝林控制的企业楚昌投资认购 20 亿元（占比 50%）
发行价格	发行价格为 19.65 元/股
认购方式	现金方式认购
限售期	36 个月之内不可转让
募集资金用途	全部用于补充公司流动资金，具体目的为： 提高公司资本实力，抓住国内医药行业快速发展的机遇，做强医药分销核心业务， 做大中高端医院纯销等战略业务，扩大市场份额，提高市场占有率。

资料来源：公司公告，中国银河证券研究部

公司一季度发布限制性股票激励计划（草案），对公司业绩和个人考核皆做出要求，有助于激发公司员工活力与积极性。激励计划细节为：拟向激励对象授予的股票数量为 55,000,000 股，占公司股本总额的 3.3393%。本计划首次授予的限制性股票涉及的激励对象共计 2692 人，

包括：1、公司董事及高级管理人员；2、子公司主要管理人员、公司中层管理人员；3、公司核心技术人员及核心业务人员；4、董事会认为需要激励的其他人员。计划首次授予的限制性股票的授予价格为 9.98 元/股，限制性股票授予后即行锁定。首次授予的限制性股票按比例分为不同的锁定期，分别为 12 个月、24 个月和 36 个月。其中公司业绩考核标准为：以 2016 年净利润为基数，公司 2017 年实现的净利润较 2016 年增长比例不低于 20%；2018 年实现的净利润较 16 年增长比例不低于 45%；2019 年实现的净利润较 16 年增长比例不低于 75%。考虑到较高的激励费用摊销，这一目标相当于要求 17 年约 32%以上的扣非增速，具备一定的挑战性，但也正因此更有利于刺激激发管理、业务、技术团队的积极性，提高经营效率，有望对公司业绩产生正面影响。

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。我们暂不考虑房屋征收及国有土地使用权收回货币补偿事项所导致的增加 17 年税前利润共计约 4.79 亿元，则预计公司 17-19 年归母净利润为 11.87 亿元/15.46 亿元/19.53 亿元，增速对应为 35.39%，30.26%，26.33%（如考虑征收补偿，则 17-19 年净利润约为 15.47 亿元/15.61 亿元/19.68 亿元，对应增速约为 76.40%，0.92%，26.12%），对应 EPS 为 0.72 元/0.94 元/1.19 元，对应 PE 27/21/16 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。

报表预测 (百万元)

利润表	2014A	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入	41068.40	49589.25	61556.84	78193.88	96202.65	117387.87
减: 营业成本	38152.98	45834.44	56732.60	72063.48	88430.53	107771.59
营业税金及附加	58.71	77.16	130.12	132.91	163.52	199.53
营业费用	1062.31	1225.70	1633.43	2236.35	2770.64	3404.25
管理费用	771.44	1077.90	1268.09	1798.46	2212.66	2699.92
财务费用	393.73	508.99	662.46	288.44	462.93	596.83
资产减值损失	29.28	52.61	92.93	58.27	58.27	58.27
加: 投资收益	41.28	47.54	8.73	0.00	0.00	0.00
公允价值变动损益	0.31	0.00	7.03	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	641.54	859.98	1052.97	1615.97	2104.10	2657.47
加: 其他非经营损益	111.84	95.83	52.68	-2.61	-2.61	-2.61
利润总额	753.38	955.81	1105.65	1613.35	2101.48	2654.86
减: 所得税	185.11	251.94	201.31	403.34	525.37	663.71
净利润	568.27	703.87	904.34	1210.01	1576.11	1991.14
减: 少数股东损益	7.56	9.33	27.60	23.03	29.99	37.89
归属母公司股东净利润	560.71	694.53	876.74	1186.99	1546.12	1953.25
资产负债表	2014A	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
货币资金	3365.48	5804.30	4999.29	781.94	962.03	1173.88
应收和预付款项	9975.68	12998.78	16747.00	24194.19	30551.69	37764.42
存货	6310.84	8114.14	10152.20	13692.06	16872.55	20627.48
其他流动资产	0.00	0.01	27.74	7.03	7.03	7.03
长期股权投资	174.31	504.26	539.08	539.08	539.08	539.08
投资性房地产	1.46	1.40	1.35	1.35	1.35	1.35
固定资产和在建工程	2976.24	3543.27	4403.08	5129.06	5799.03	6412.98
无形资产和开发支出	813.78	966.35	1115.51	1115.51	1115.51	1115.51
其他非流动资产	260.72	310.16	408.39	374.00	348.47	348.47
资产总计	23878.51	32242.66	38393.64	45834.23	56196.74	67990.21
短期借款	3839.34	5847.36	3930.63	5409.30	8520.59	10299.66
应付和预收款项	9211.23	12992.08	17597.70	22349.21	28024.32	36047.57
长期借款	1595.63	1600.00	1288.72	1288.72	1288.72	1288.72
其他负债	1145.12	1957.58	3566.22	3566.22	3566.22	3566.22
负债合计	15791.33	22397.02	26383.28	32613.44	41399.85	51202.17
股本	1643.07	1647.01	1647.03	1647.03	1647.03	1647.03
资本公积	3883.50	3734.10	3835.33	3835.73	3835.73	3835.73
留存收益	2273.97	3973.98	5795.68	6982.66	8528.78	10482.04
归属母公司股东权益	7800.55	9355.09	11278.04	12465.42	14011.54	15964.80
少数股东权益	286.63	490.55	732.33	755.36	785.35	823.24
股东权益合计	8087.18	9845.64	12010.37	13220.78	14796.89	16788.04

负债和股东权益合计	23878.51	32242.66	38393.64	45834.23	56196.74	67990.21
现金流量表	2014A	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
经营性现金净流量	-157.47	460.87	460.96	-4597.01	-1664.52	-175.10
投资性现金净流量	-1025.10	-1537.86	-1497.80	-842.24	-842.24	-842.24
筹资性现金净流量	1077.37	2777.09	-415.68	1221.90	2686.84	1229.19
现金流量净额	-105.19	1700.09	-1452.03	-4217.35	180.09	211.85

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，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