

日期: 2017年04月27日

行业: 医药商业



# 主营业务快速增长 器械、消费品、医药电商多元化发展

分析师: 魏贇

Tel: 021-53686159

E-mail: weiyun@shzq.com

SAC 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 (2017Q1)

报告日股价 (元)	19.56
12mth A 股价格区间 (元)	16.54-23.85
总股本 (百万股)	1,647.03
无限售 A 股/总股本	99%
流通市值 (亿元)	319.05
每股净资产 (元)	5.57
PBR (X)	3.51
DPS (Y2016, 元)	无

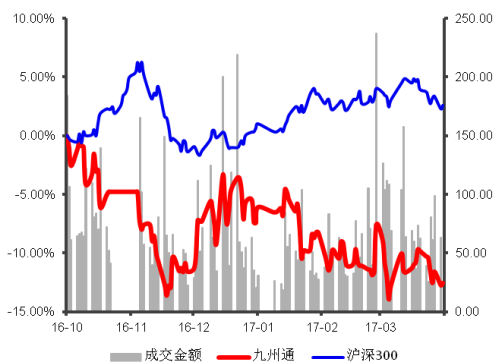
## 主要股东 (2017Q1)

上海弘康实业投资有限公司	26.3%
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 (2016Y)

中西成药	83.1%
中药材、中药饮片	3.5%
医疗器械、计生用品	7.9%
食品、保健品、化妆品	5.5%

## 最近 6 个月股票与沪深 300 比较



报告编号: WY17-CT13

首次报告日期: 2016年08月24日

相关报告:

《九州通 (600998) 2016 年三季报点评: 两票

## ■ 公司动态事项

4月25日, 公司发布2016年年度报告及2017年一季度报。

## ■ 事项点评

### 业绩增长稳健, 器械、消费品业务收入快速增长

公司2016年全年实现营业收入615.57亿元, 同比增长24.13%; 实现归母净利润8.77亿元, 同比增长26.23%; 第四季度单季度实现营业收入119.45亿元, 同比增长24.28%; 实现归母净利润4.19亿元, 同比增长31.37%; 同时公司发布2017年一季度报, 实现营业收入188.14亿元, 同比增长21.80%; 实现归母净利润1.86亿元, 同比增长31.31%。

分产品来看, 中西成药2016年实现收入510.16亿元, 同比增长20.08%, 毛利率为7.10% (+0.68pp), 毛利率水平上升主要是公司加大与优质供应商的合作力度, 提高营销能力, 拓展终端业务所致;

中药材、中药饮片2016年实现收入21.28亿元, 同比增长11.87%, 毛利率为16.44% (-0.29pp), 收入增速同比下降47.21pp, 主要原因是2015年公司代理分销阿胶业务, 导致2015年收入基数较大, 而2016年公司阿胶业务销售有所下滑;

医疗器械、计生用品2016年实现收入48.71亿元, 同比增长39.04%, 毛利率为10.08% (-1.6pp), 公司2016年新建北京、新疆、广东、福建、杭州、重庆6家骨科事业部, 完成湖北骨科供应链体系试点, 拥有重庆、武汉等5个中心市区独立库房, 同时通过新建、并购子公司扩大业务覆盖范围, 有利于器械、计生用品业务稳健增长;

食品、保健品、化妆品等2016年实现收入34.03亿元, 同比增长112.48%, 毛利率为8.92% (-7.05pp), 毛利率水平下降的主要原因是母婴产品实现收入22.15亿元 (+374.5%), 收入增速较快且毛利率水平较低。

我们认为: 1) 中西成药是公司最主要的收入、毛利来源, 2016年中西成药业务的收入、毛利占比分别为83.1% (-2.8pp)、76.0% (+2.5pp); 2) 医疗器械、计生用品的2015年、2016年收入同比增速分别为58.24%、39.04%, 维持快速增长的态势, 食品、保健品、化妆品等业务2016年收入同比增速为112.48% (+87.25pp), 器械业务、消费品业务收入占比分别为7.9% (+0.9pp)、5.5% (+2.3pp), 毛利占比分别为10.3% (-0.7pp)、6.4% (-0.5pp), 公司与优质的品牌厂家进一步拓展战略合作, 有望将器械、消费品业务发展为公司收入的新增长点。

制+全国性布局助推业绩持续增长》

——2016年10月27日

《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

### 受益于“两票制”等政策红利，纯销业务收入增速较快

分终端来看：1) 二级及以上中高端医院市场2016年实现收入128.31亿元(含税)，同比增长38.46%，二级及以上医院客户达3,780余家(+18.13%)；2) 二级及以下基层医疗机构2016年实现收入66.78亿元，同比增长26.48%，二级及以下基层医疗机构客户达51,750余家(+36.18%)。

截至2016年末，公司拥有30个省级医药物流中心(仅剩宁夏银川)，较2015年末新增4个，设立了54家地市级分销物流中心，较2015年末新增9个。在已公布基药配送资格的31个省(市、区)中，公司获得22个省的配送资格。截至2016年末，公司已取得1,089个县区配送权(+24.17%)。

我们认为：1) 1月份国务院出台的《在公立医疗机构药品采购中推行“两票制”的实施意见(试行)》中明确2017年要在11个综合医改试点省份、200个公立医院综合改革试点城市率先推行“两票制”，鼓励其他地区执行“两票制”，争取到2018年在全国全面推开，意味着“两票制”已势在必行。综合考虑近年来陆续出台的94号文、营改增等相关政策文件，医药流通行业面临洗牌，以公司为代表的终端覆盖全面、物流网络布局完善、销售规模大的医药龙头企业有望受益于本次行业洗牌，占据更多的市场份额；2) 公司纯销业务的收入增速高于调拨业务，随着“两票制”等政策的持续推进，公司纯销业务的收入占比将持续提高，考虑到纯销业务的毛利率高于调拨业务，公司具有完善的营销网络、终端覆盖能力强等竞争优势，公司整体的盈利能力有望持续提高。

### 零售业务增速较快，电商B2C业务扭亏为盈

零售连锁业务2016年实现收入16.11亿元，同比增长63.7%，毛利率为20.48%(+2.61pp)，收入、毛利率均同比增长的主要原因是医药电商B2C业务收入增速较快且毛利率水平提升。

公司医药电商B2C业务2016年实现收入10.60亿元(含税)，净利润为1,895.73万元，实现扭亏为盈，公司医药电商B2C业务盈利水平大幅好转的原因是公司强化与优质渠道的合作，同时加强内部管理提高人均效能，并不断开拓智慧药房和海外购业务。2016年，公司有效整合好药师网上药店(B2C)、海外购、麦迪森电子商务(O2O)、九州通健康管理、远程医疗事业部等5个相对独立的互联网业务板块，组建了健康998电商集团，利用公司医药分销、品种规模、物流配送等资源优势，实现了线上线下的业务整合，建立了B2C、O2O、个人健康管理为一体的大健康服务平台，为客户提供线上线下全方位的健康服务。

## ■ 风险提示

两票制等行业政策风险；并购导致毛利率下降的风险；并购进度不及预期的风险；医药纯销、医药电商等业务增速不及预期风险

## ■ 投资建议

未来六个月内，维持“谨慎增持”评级

预计17、18年实现EPS为0.64、0.78元，以4月25日收盘价19.56元计算，动态PE分别为30.37倍和25.09倍。同类型可比上市公司17年市盈率中位值为27.11倍，公司市盈率高于行业平均水平。我们认为：1) 公司中西成药业务增长稳健，器械、消费品业务快速增长，有望成为公司收入端的新增长点；2) 在“两票制”、94号文、营改增等相关政策的大背景下，医药流通行业面临洗牌，以公司为代表的龙头企业有望受益，占据更多的市场份额，有利于公司业绩稳健增长；3) 公司零售业务快速增长，医药电商B2C业务扭亏为盈，未来医药电商业务有望持续高速增长；4) 公司4月初公告披露股票激励计划（草案），拟向董事、高管、中层管理人员、核心技术人员等2,684人发行5,500万股，有利于调动公司核心员工的积极性，提高公司可持续发展能力。未来六个月，维持“谨慎增持”评级。

## ■ 数据预测与估值：

至12月31日(¥.百万元)	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入	61,556.84	74,189.26	88,391.46	105,077.8
年增长率	24.13%	20.52%	19.14%	18.88%
归属于母公司的净利润	876.74	1,060.73	1,284.18	1,567.14
年增长率	26.23%	20.99%	21.07%	22.03%
每股收益(元)	0.53	0.64	0.78	0.95
PER(X)	36.74	30.37	25.09	20.56

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	2016A	2017E	2018E	2019E
<b>一、营业总收入</b>	<b>61,556.84</b>	<b>74,189.26</b>	<b>88,391.46</b>	<b>105,077.87</b>
<b>二、营业总成本</b>	<b>60,519.63</b>	<b>72,851.58</b>	<b>86,771.99</b>	<b>103,101.57</b>
营业成本	56,732.60	68,332.72	81,260.33	96,610.56
营业税金及附加	130.12	126.11	158.21	196.27
销售费用	1,633.43	2,003.11	2,368.89	2,837.10
管理费用	1,268.09	1,632.16	1,926.93	2,206.64
财务费用	662.46	676.28	949.64	1,117.01
资产减值损失	92.93	81.20	107.99	134.00
<b>三、其他经营收益</b>	<b>15.76</b>	<b>0.00</b>	<b>0.00</b>	<b>0.00</b>
公允价值变动净收益	7.03	0.00	0.00	0.00
投资净收益	8.73	0.00	0.00	0.00
<b>四、营业利润</b>	<b>1,049.16</b>	<b>1,337.68</b>	<b>1,619.47</b>	<b>1,976.30</b>
加: 营业外收入	101.14	0.00	0.00	0.00
减: 营业外支出	44.65	0.00	0.00	0.00
<b>五、利润总额</b>	<b>1,105.65</b>	<b>1,337.68</b>	<b>1,619.47</b>	<b>1,976.30</b>
减: 所得税	201.31	243.55	294.86	359.83
<b>六、净利润</b>	<b>904.34</b>	<b>1,094.12</b>	<b>1,324.61</b>	<b>1,616.47</b>
减: 少数股东损益	27.60	33.39	40.42	49.33
<b>归属于母公司所有者的净利润</b>	<b>876.74</b>	<b>1,060.73</b>	<b>1,284.18</b>	<b>1,567.14</b>
<b>七、摊薄每股收益 (元)</b>	<b>0.53</b>	<b>0.64</b>	<b>0.78</b>	<b>0.95</b>

资料来源: Wind 上海证券研究所

## 分析师承诺

魏贇 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 $\pm 10\%$ 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 $\pm 5\%$
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。