

九州通 (600998)

证券研究报告

2017年04月24日

政策利好品种结构改善，综合毛利率持续提高

扣非后净利增速略超过预期，综合毛利率持续提高

2016年公司实现收入616亿元(+24%)，归母净利8.77亿(+26%)，扣非后归母净利8.26亿(+43%)，收入增速符合预期，扣非后归母净利略超预期。同时2017Q1实现收入188亿(+22%)，归母净利1.86亿(+31%)，扣非后归母净利1.72亿(+32%)。三费方面，销售、管理和财务费用率分别为2.65%、2.06%和1.08%，总体毛利率7.84%(+0.27pp)，毛利率上升的主要是药品板块毛利率上升了0.68pp，毛利率上升的原因是：1. 渠道归拢，提高高毛利供应商的供货量，相应也提高了谈判的话语权；2. 总代品种的增加；3. 帮助大型供应商做好终端的推广服务从而提高毛利空间；4. 调拨业务占比的下降及基层医疗机构（包括零售终端）纯销业务占比的增长，导致厂商的返利增加冲销了部分营业成本；5. 国家推行分级诊疗制度部分地区取消了基层用药目录的限制，基层高毛利品种的用量增长。

主动出击品种结构改善，政策影响渠道结构产生一定调整

从品种角度讲，器械板块实现收入49亿元(+39%)，中药材实现收入21亿(+12%)，中西药品实现收入510亿(+20%)，食品和保健品等实现收入34亿(+112%)。中药材增速较低是由于上年同期代理分销的阿胶业务大幅增长而本报告期阿胶业务销售下滑，扣除阿胶品种的影响中药材实际增速在30%左右，从去年到今年九州天润品牌建设取得重大进展，预计2017年可以实现50%以上的高增长。由于营销策略的改变及渠道的扩大，食品和保健品预计2017年可以实现60亿的收入。从渠道角度讲，基药配送实现收入67亿左右(+26%)，医院纯销实现收入128亿(+38%)，零售板块实现收入16亿(+64%)，电商板块实现收入11亿(+126%)。由于政策的影响渠道占比发生了一定程度的变化，传统的批发业务占比逐渐下降，从2015年的49%，降低到2016年的46%，而基层医疗机构、规模医院和零售药店的纯销业务占比从2015年的47%上升到了2016年的48.5%。

估值评级

随着公司在医院纯销市场及器械、食品、保健品的快速增长，近五年营业利润率、毛利率和净利率逐步提高。我们预计公司17-19年EPS分别为0.72、0.93和1.23元，对应PE为27、21和16倍，由于持续受益营改增、两票制和医保支付改革，医院纯销市场份额存在较大提升空间，新业务及产品结构存在继续优化的空间，可享受行业溢价，根据医药商业板块估值水平（考虑到近期市场情绪及行情走势）给予2017年35倍估值，未来12个月目标价25.20元，维持“买入”评级。

风险提示：政策进度不及预期，医院渠道开拓进展不及预期

财务数据和估值	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	49,589.25	61,556.84	79,787.32	99,021.11	122,075.68
增长率(%)	21.00	24.00	30.00	24.00	23.00
EBITDA(百万元)	1,589.69	1,989.03	2,661.49	3,546.15	4,429.38
净利润(百万元)	694.53	876.74	1,179.50	1,529.21	2,022.90
增长率(%)	24.00	26.00	35.00	30.00	32.00
EPS(元/股)	0.42	0.53	0.72	0.93	1.23
市盈率(P/E)	46.29	36.67	27.26	21.02	15.89
市净率(P/B)	3.44	2.85	3.15	2.79	2.40
市销率(P/S)	0.65	0.52	0.40	0.32	0.26
EV/EBITDA	21.24	18.08	13.73	10.46	8.48

资料来源：wind，天风证券研究所

投资评级

行业	医药生物/医药商业
6个月评级	买入（维持评级）
当前价格	19.52元
目标价格	25.20元
上次目标价	27.74元

基本数据

A股总股本(百万股)	1,647.03
流通A股股本(百万股)	1,631.12
A股总市值(百万元)	32,149.97
流通A股市值(百万元)	31,839.50
每股净资产(元)	6.85
资产负债率(%)	68.99
一年内最高/最低(元)	24.18/16.33

作者

杨烨辉	分析师
SAC执业证书编号：S1110516080003	
yangyehui@tfzq.com	
柴博	联系人
chaibo@tfzq.com	

股价走势



资料来源：贝格数据

相关报告

- 《九州通-公司点评:身临行业发展机遇，优化资本结构，发力医院终端》2016-12-05
- 《九州通-季报点评:九州通(600998) 三季报点评》2016-10-25
- 《九州通-公司深度研究:九州通(600998)首次覆盖报告》2016-09-07

财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
货币资金	6,108.57	5,236.80	19,946.83	12,872.74	24,415.14
应收账款	10,245.87	12,350.96	18,695.42	20,991.01	28,913.93
预付账款	2,121.04	2,213.53	3,396.36	3,552.55	5,007.88
存货	8,114.14	10,152.20	14,670.48	17,614.47	24,146.29
其他	631.88	2,210.25	742.70	2,170.85	708.25
流动资产合计	27,221.50	32,163.73	57,451.78	57,201.63	83,191.48
长期股权投资	504.26	539.08	539.08	539.08	539.08
固定资产	2,787.58	3,562.80	3,713.06	3,734.75	3,665.95
在建工程	755.69	840.28	540.17	372.10	253.26
无形资产	884.02	1,028.15	990.05	951.96	913.87
其他	431.93	594.50	534.94	526.56	517.86
非流动资产合计	5,363.47	6,564.81	6,317.31	6,124.46	5,890.02
资产总计	32,584.97	38,728.54	63,769.09	63,326.08	89,081.50
短期借款	5,847.36	3,930.63	21,172.67	14,605.47	26,528.80
应付账款	6,975.52	8,557.90	13,787.62	15,447.54	22,368.30
其他	8,187.08	12,770.76	14,838.81	17,933.93	22,928.64
流动负债合计	21,009.96	25,259.29	49,799.09	47,986.94	71,825.74
长期借款	0.00	6.47	6.47	0.00	0.00
应付债券	1,600.00	1,282.25	2,845.00	2,845.00	2,845.00
其他	129.36	170.16	149.76	159.96	154.86
非流动负债合计	1,729.36	1,458.88	3,001.24	3,004.96	2,999.86
负债合计	22,739.32	26,718.18	52,800.33	50,991.90	74,825.60
少数股东权益	490.55	732.33	767.60	813.33	873.83
股本	1,647.01	1,647.03	1,647.03	1,647.03	1,647.03
资本公积	3,987.85	3,978.32	3,978.32	3,978.32	3,978.32
留存收益	6,899.73	7,495.84	8,554.13	9,873.83	11,735.05
其他	(3,179.50)	(1,843.15)	(3,978.32)	(3,978.32)	(3,978.32)
股东权益合计	9,845.64	12,010.37	10,968.76	12,334.19	14,255.90
负债和股东权益总	32,584.97	38,728.54	63,769.09	63,326.08	89,081.50

现金流量表(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
净利润	703.87	904.34	1,179.50	1,529.21	2,022.90
折旧摊销	242.17	303.10	247.94	264.48	275.73
财务费用	512.52	629.88	828.78	1,180.86	1,357.43
投资损失	(47.54)	(8.73)	(28.13)	(18.43)	(23.28)
营运资金变动	1,038.91	(1,518.57)	(1,646.89)	(2,050.31)	(2,528.39)
其它	(2,013.97)	121.25	30.10	48.14	63.68
经营活动现金流	435.96	431.26	611.29	953.95	1,168.07
资本支出	1,217.66	1,280.41	80.40	69.80	55.10
长期投资	329.95	34.82	0.00	0.00	0.00
其他	(3,085.48)	(2,813.04)	(98.20)	(131.37)	(81.82)
投资活动现金流	(1,537.86)	(1,497.80)	(17.80)	(61.57)	(26.72)
债权融资	7,447.36	6,819.35	24,024.14	17,450.47	29,373.80
股权融资	351.02	656.09	(2,963.95)	(1,180.86)	(1,357.43)
其他	(5,021.29)	(7,891.13)	(6,943.65)	(24,236.07)	(17,615.33)
筹资活动现金流	2,777.09	(415.68)	14,116.55	(7,966.47)	10,401.03
汇率变动影响	0.00	(3.81)	(1.27)	(1.69)	(2.26)
现金净增加额	1,675.18	(1,486.03)	14,708.77	(7,075.78)	11,540.13

资料来源：公司公告，天风证券研究所

利润表(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入	49,589.25	61,556.84	79,787.32	99,021.11	#####
营业成本	45,834.44	56,732.60	73,424.43	90,950.02	#####
营业税金及附加	77.16	130.12	146.40	168.34	207.53
营业费用	1,225.70	1,633.43	2,074.47	2,574.55	3,173.97
管理费用	1,077.90	1,268.09	1,675.53	1,980.42	2,441.51
财务费用	508.99	662.46	828.78	1,180.86	1,357.43
资产减值损失	52.61	92.93	72.77	82.85	77.81
公允价值变动收益	0.00	7.03	(7.03)	0.00	0.00
投资净收益	47.54	4.92	26.86	16.74	21.03
其他	(95.08)	(23.91)	(39.67)	(33.48)	(42.05)
营业利润	859.98	1,049.16	1,584.77	2,100.81	2,796.22
营业外收入	114.10	101.14	80.00	40.00	30.00
营业外支出	18.27	44.65	40.00	34.31	39.65
利润总额	955.81	1,105.65	1,624.77	2,106.51	2,786.57
所得税	251.94	201.31	408.14	529.15	699.99
净利润	703.87	904.34	1,216.63	1,577.35	2,086.58
少数股东损益	9.33	27.60	37.13	48.14	63.68
归属于母公司净利润	694.53	876.74	1,179.50	1,529.21	2,022.90
每股收益(元)	0.42	0.53	0.72	0.93	1.23

主要财务比率	2015	2016	2017E	2018E	2019E
成长能力					
营业收入	20.75%	24.13%	29.62%	24.11%	23.28%
营业利润	34.05%	22.00%	51.05%	32.56%	33.10%
归属于母公司净利润	23.87%	26.23%	34.53%	29.65%	32.28%
获利能力					
毛利率	7.57%	7.84%	7.97%	8.15%	8.22%
净利率	1.40%	1.42%	1.48%	1.54%	1.66%
ROE	7.42%	7.77%	11.56%	13.27%	15.12%
ROIC	9.34%	12.92%	13.82%	16.83%	18.88%

偿债能力	2015	2016	2017E	2018E	2019E
资产负债率	69.78%	68.99%	82.80%	80.52%	84.00%
净负债率	59.62%	76.46%	133.67%	71.58%	144.98%
流动比率	1.30	1.27	1.15	1.19	1.16
速动比率	0.91	0.87	0.86	0.82	0.82
营运能力					
应收账款周转率	5.71	5.45	5.14	4.99	4.89
存货周转率	6.88	6.74	6.43	6.13	5.85
总资产周转率	1.75	1.73	1.56	1.56	1.60
每股指标(元)					
每股收益	0.42	0.53	0.72	0.93	1.23
每股经营现金流	0.26	0.26	0.37	0.58	0.71
每股净资产	5.68	6.85	6.19	6.99	8.12
估值比率					
市盈率	46.29	36.67	27.26	21.02	15.89
市净率	3.44	2.85	3.15	2.79	2.40
EV/EBITDA	21.24	18.08	13.73	10.46	8.48
EV/EBIT	24.66	21.01	15.14	11.31	9.04

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	武汉	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号 邮编：100031 邮箱：research@tfzq.com	湖北武汉市武昌区中南路 99 号保利广场 A 座 3 楼 邮编：430071 电话：(8627)-87618889 传真：(8627)-87618863 邮箱：research@tfzq.com	上海市浦东新区兰花路 333 号 333 世纪大厦 20 楼 邮编：201204 电话：(8621)-68815388 传真：(8621)-68812910 邮箱：research@tfzq.com	深圳市福田区益田路 4068 号卓越时代广场 36 楼 邮编：518017 电话：(86755)-82566970 传真：(86755)-23913441 邮箱：research@tfzq.com