

日期: 2017年09月01日

行业: 批发业



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 (2017Q2)

报告日股价 (元)	20.69
12mth A 股价格区间 (元)	18.65-23.85
总股本 (百万股)	1,695.66
无限售 A 股/总股本	97%
流通市值 (亿元)	340.51
每股净资产 (元)	5.79
PBR (X)	3.58
DPS (Y2016, 元)	无

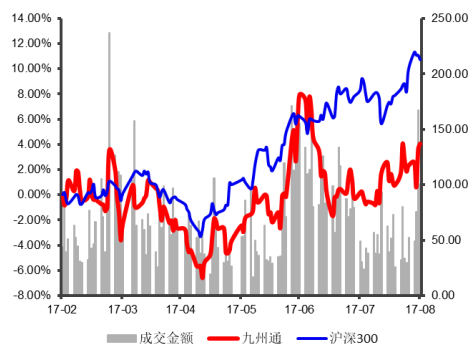
### 主要股东 (2017Q2)

上海弘康实业投资有限公司	25.54%
狮龙国际集团(香港)有限公司	12.61%
楚昌投资集团有限公司	10.19%

### 收入结构 (2017H1)

中西成药	81.2%
中药材、中药饮片	3.8%
医疗器械、计生用品	8.6%
食品、保健品、化妆品	5.9%

### 最近 6 个月股票与沪深 300 比较



报告编号: WY17-CT42

首次报告日期: 2016年08月24日

### 相关报告:

《九州通 (600998) 2016 年年报及 2017 年一季报点评: 主营业务快速增长 器械、消费品、医药电商多元化发展》

——2017年04月26日

# 二级及以上医疗机构销售高速增长 长期受益于全国商业布局

## ■ 公司动态事项

8月30日, 公司发布2017年中报。

## ■ 事项点评

### 利润增速高于收入增速, 主要受益于毛利率水平小幅上升

公司2017年H1实现营业收入362.28亿元, 同比增长21.63%; 实现归属于母公司净利润7.93亿元, 同比增长155.73%, 主要原因是公司公司汉阳地块旧城改建项目征收补偿款5.28亿元, 扣除成本后4.77亿元计入非流动资产处置损益; 实现扣非归母净利润4.06亿元, 同比增长32.23%, 利润增速高于收入增速的原因是公司毛利率水平小幅上升。

公司2017年H1销售毛利率为7.96%, 同比上升0.52pp, 主要是核心业务中西成药收入维持较快增速且毛利率水平上升; 期间费用率为5.95%, 同比上升0.24pp, 其中销售费用率、管理费用率、财务费用率分别为2.85%、2.07%、1.03%, 同比分别上升0.24pp、上升0.02pp、下降0.02pp。

### 核心业务中西成药增长较快, 消费品业务实现高速增长

分产品来看: 1) 中西成药业务实现收入294.22亿元 (+16.81%), 毛利率为7.65% (+0.88pp); 2) 中药材与中药饮片业务实现收入13.69亿元 (+39.22%), 毛利率为12.64% (-3.6pp), 毛利率下降的主要原因是高毛利的阿胶业务被剥离转入药品业务, 低毛利的三七业务大幅增长等; 3) 医疗器械与计生用品业务实现收入31.16亿元 (+38.12%)、毛利率为8.09% (-1.85pp), 毛利率下降的原因是公司集中处理历史库存; 4) 保健品、化妆品等消费品业务实现收入21.29亿元 (+61.43%), 毛利率为9.05% (+0.62pp)。

### 二级及以上医疗机构销售高速增长, 深化全国商业网络布局

公司医疗机构销售保持快速增长: 1) 公司大力拓展二级及以上医院市场, 实现收入81.94亿元 (+40.70%), 二级及以上亿元客户达4,070余家; 2) 基层医疗机构方面, 实现收入36.50亿元 (+24.23%), 基层医疗机构客户达52,100余家; 3) 公司积极参与各省市配送资格招标, 较上年末新获得3个省市配送资格, 合计已获得25个省市配送资格; 4) 公司上半年在全国范围内新取得149个区县配送权, 较上年末增长18.7%。

《九州通（600998）2016年三季度点评：两票制+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

## ■ 风险提示

两票制、药品招标降价等行业政策风险；医疗机构销售不及预期风险

## ■ 投资建议

### 未来六个月，维持“谨慎增持”评级

结合半年报调整公司17、18年EPS至0.84、0.86元，以8月29日收盘价20.09元计算，动态PE分别为23.97倍和23.49倍（已考虑2017年土地补偿款带来的非经常性损益）。同类型可比上市公司17年市盈率中位数为36.21倍，公司市盈率低于行业平均水平。我们认为，公司作为全国性医药商业龙头企业，已获得25个省市配送资格，近年来大力拓展二级及以上医院市场，上半年二级及以上医疗机构销售同比增长超40%，同时深耕基层医疗机构市场，有望享受医药分开、处方外流等政策红利。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	74,932.53	91,828.58	111,741.98
年增长率	24.13%	21.73%	22.55%	21.69%
归属于母公司的净利润	876.74	1,421.38	1,450.09	1,840.31
年增长率	26.23%	62.12%	2.02%	26.91%
每股收益（元）	0.52	0.84	0.86	1.09
PER（X）	38.85	23.97	23.49	18.51

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)

资产负债表 (单位: 百万元)

指标	2016A	2017E	2018E	2019E
货币资金	5,237	5,245	6,428	7,822
存货	10,152	11,306	14,474	16,321
应收账款及票据	14,533	16,399	20,371	24,373
其他	2,241	3,070	3,406	4,472
流动资产合计	32,164	36,021	44,679	52,988
长期股权投资	539	539	539	539
固定资产	3,563	3,898	4,178	4,476
在建工程	840	840	840	840
无形资产	1,028	990	952	914
其他	594	449	451	472
非流动资产合计	6,565	6,717	6,960	7,242
<b>资产总计</b>	<b>38,729</b>	<b>42,738</b>	<b>51,638</b>	<b>60,230</b>
短期借款	3,931	6,247	8,164	9,555
应付账款及票据	17,305	20,740	25,797	30,821
其他	4,024	2,780	3,213	3,521
流动负债合计	25,259	29,767	37,173	43,897
长期借款和应付债券	1,289	1,493	1,458	1,411
其他	170	125	142	146
非流动负债合计	1,459	1,618	1,600	1,557
<b>负债合计</b>	<b>26,718</b>	<b>31,385</b>	<b>38,773</b>	<b>45,454</b>
少数股东权益	732	777	823	881
股东权益合计	12,010	11,352	12,865	14,775
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>38,729</b>	<b>42,738</b>	<b>51,638</b>	<b>60,230</b>
<b>现金流量表 (单位: 百万元)</b>				
指标	2016A	2017E	2018E	2019E
净利润	904	1,421	1,450	1,840
折旧和摊销	303	296	340	390
营运资本变动	(1,519)	(945)	(1,875)	(1,868)
<b>经营活动现金流</b>	<b>431</b>	<b>1,507</b>	<b>817</b>	<b>1,468</b>
资本支出	(144)	(593)	(581)	(650)
投资收益	9	0	0	0
<b>投资活动现金流</b>	<b>(1,498)</b>	<b>(523)</b>	<b>(598)</b>	<b>(662)</b>
股权融资	0	49	0	0
负债变化	6	(6)	0	0
股息支出	0	0	0	0
<b>融资活动现金流</b>	<b>(416)</b>	<b>(975)</b>	<b>963</b>	<b>588</b>
<b>净现金流</b>	<b>(1,482)</b>	<b>8</b>	<b>1,183</b>	<b>1,394</b>

数据来源: WIND 上海证券研究所

利润表 (单位: 百万元)

指标	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入	61,557	74,933	91,829	111,742
营业成本	56,733	68,973	84,370	102,648
营业税金及附加	130	127	164	209
营业费用	1,633	2,098	2,525	3,017
管理费用	1,268	1,649	2,020	2,402
财务费用	662	690	856	1,049
资产减值损失	93	82	112	143
投资收益	5	0	0	0
公允价值变动损益	7	0	0	0
<b>营业利润</b>	<b>1,049</b>	<b>1,314</b>	<b>1,780</b>	<b>2,275</b>
营业外收支净额	56	501	71	74
<b>利润总额</b>	<b>1,106</b>	<b>1,815</b>	<b>1,851</b>	<b>2,349</b>
所得税	201	348	355	451
净利润	904	1,466	1,496	1,898
少数股东损益	28	45	46	58
<b>归属母公司股东净利润</b>	<b>877</b>	<b>1,421</b>	<b>1,450</b>	<b>1,840</b>

## 财务比率分析

指标	2016A	2017E	2018E	2019E
总收入增长率	24.13%	21.73%	22.55%	21.69%
EBITDA 增长率	25.12%	15.58%	29.47%	24.74%
EBIT 增长率	25.03%	17.04%	31.61%	26.05%
净利润增长率	26.23%	62.12%	2.02%	26.91%
毛利率	22.02%	28.27%	28.50%	29.06%
EBITDA/总收入	3.23%	3.07%	3.24%	3.32%
EBIT/总收入	2.78%	2.67%	2.87%	2.97%
净利润率	1.42%	1.90%	1.58%	1.65%
资产负债率	68.99%	73.44%	75.09%	75.47%
流动比率	1.27	1.21	1.20	1.21
速动比率	0.87	0.83	0.81	0.84
总资产回报率 (ROA)	2.34%	3.43%	2.90%	3.15%
净资产收益率 (ROE)	7.77%	13.44%	12.04%	13.24%
EV/营业收入	0.7	0.6	0.5	0.4
EV/EBITDA	18.1	16.5	13.0	10.5
PE	38.9	24.0	23.5	18.5
PB	3.0	3.2	2.8	2.5

## 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±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。