

九州通(600998)

收入端继续快速增长，股权激励摊销费用影响利润，整体符合预期

买入(维持)

2017年10月26日

证券分析师 全铭

S0600517010002

quanm@dwzq.com.cn

证券分析师 焦德智

S0600516120001

021-60199780

jiaodzh@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	61,556.8	76,014.2	94,349.1	117,467.9
同比	24.1%	23.5%	24.1%	24.5%
归母净利润(百万元)	876.7	1,422.4	1,481.2	1,881.6
同比	26.2%	62.2%	4.1%	27.0%
ROE	7.8%	11.5%	11.0%	12.6%
每股收益(元)	0.53	0.84	0.87	1.11
P/E	42.9	26.5	25.4	20.0
P/B	3.3	3.0	2.8	2.5

股价走势



投资要点

一、事件:

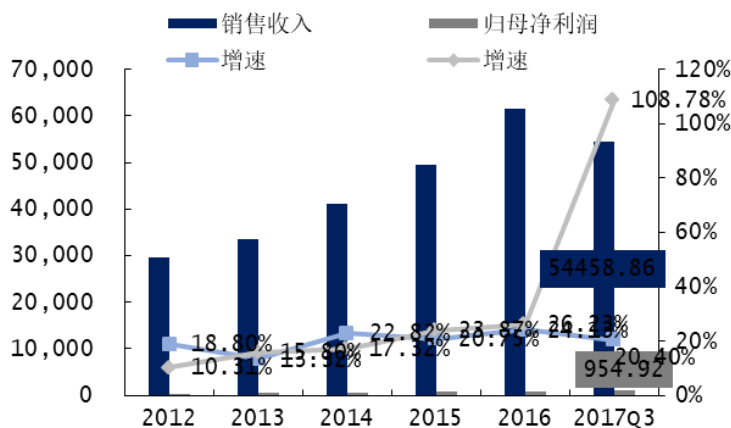
公司公布2017年三季报,公司2017年1-9月营收544.59亿元,同比增长20.40%;归属母公司股东净利润9.55亿元,同比增长108.78%;扣非归属母公司股东净利润5.55亿元,同比增长23.05%,符合预期。

公司第三季度,营收182.30亿元,同比增长18.02%;归属母公司股东净利润1.62亿元,同比增长9.94%;扣非归属母公司股东净利润1.48亿元,同比增长3.39%,符合预期。

二、我们的观点:收入端继续快速增长,股权激励摊销费用影响利润,整体符合预期。

公司2017年三季度单季收入端继续维持前两季度的上涨态势,实现收入182.30亿元,单季度同比增长18.02%。实现归属母公司的净利润1.62亿元,同比增长9.94%。前三季度的利润大幅增长,主要是由于公司汉阳地块旧城改建征收补偿款5.28亿元扣除成本后计入营业收入所致。而第三季度的净利润增长不及前两季度,主要是由于本期新增激励摊销费用6376万,影响到净利润的增长。

图表 1:2007-2017Q3九州通营业收入与扣非归母净利润情况(亿元)



资料来源: Wind, 东吴证券研究所

市场数据

收盘价(元)	22.20
一年最低/最高价	18.41/23.90
市净率(倍)	3.72
流通A股市值(百万元)	36,536

基础数据

每股净资产(元)	5.96
资产负债率(%)	67.79
总股本(百万股)	1696
流通A股(百万)	1646

相关研究

- 九州通(600998.SH): 业绩符合预期,土地处置带来业绩大幅提升,继续看好公司基层配送龙头的地位 20170831
- 九州通(600998.SH): 业绩快速增长,盈利能力不断提高 20170426

1、收入端延续高增长态势，股权激励摊销费用影响利润。

1)公司收入端第三季度延续前两季度高增长的态势，前三季度实现营业收入 544.59 亿元，同比增长 20.40%。拆分来看，医疗器械实现收入 48.69 亿元，同比增长 49.27%；中药饮片实现收入 20.51 亿元，同比增长 34.30%；食品、保健品等实现收入 32.08 亿元，同比增长 37.60%；西药、中成药实现收入 441.65 亿元，同比增长 16.09%。随着两票制、分级诊疗、公立医院改革的不断推进，我们认为，公司收入端未来将延续高增长的态势。

2)公司的利润端受股权激励摊销费用影响。前三季度的利润大幅增长，主要是由于公司汉阳地块旧城改建征收补偿款 5.28 亿元扣除成本后计入营业收入所致。公司第三季度实现归属母公司的净利润 1.62 亿元，同比增长 9.94%。第三季度净利润增长不及前两季度，主要是由于本期新增激励摊销费用 6376 万，影响到净利润的增长。

图表 2:公司激励费用摊销情况(万元)

摊销总费用	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年
	27,879.83	9,486.89	11,384.26	5,459.80
				1,548.88

资料来源: Wind、东吴证券研究所

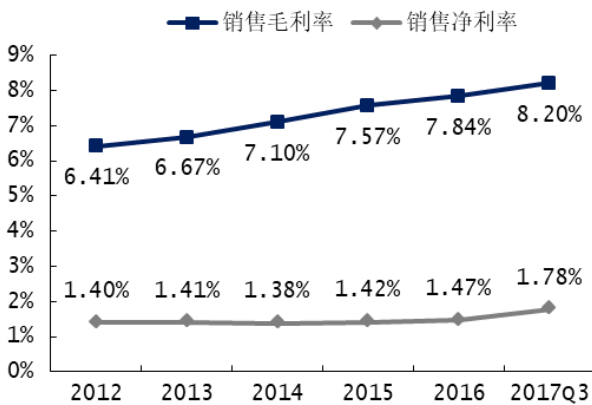
2、销售毛利率、净利率进一步提升，充分体现公司议价能力的增强。

本报告期公司毛利率、净利率进一步提升，实现毛利率 8.2%，比 2016 年全年增长 0.36pp。实现净利率 1.78%，比 2016 年全年增长 0.31pp。

费用方面，销售费用同比增长 38.66%，主要是公司抓住两票制机遇，扩张销售规模，导致销售推广费用增加。管理费用同比增长 31.68%，主要是股权激励费用增加 6376 万。

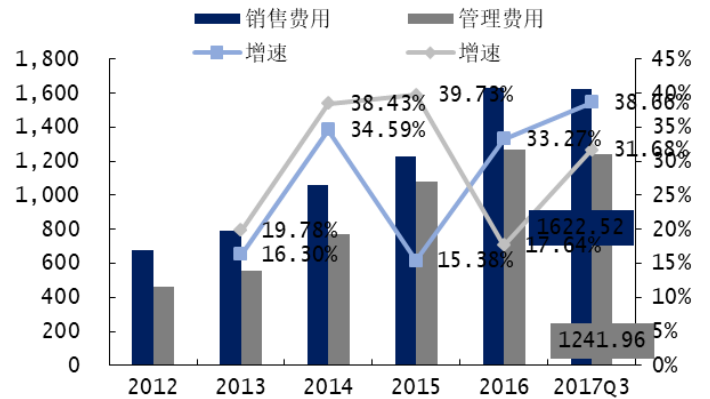
我们认为，公司在销售费用和管理费用大幅增长的条件下，毛利率、净利率继续提升实属不易，充分体现了公司在产业链中议价能力继续提高。同时，公司进行股权激励激活员工动力，将继续促进公司销售的大幅增长。

图表 3:2007-2017Q3 九州通毛利率与净利率情况



资料来源: Wind、东吴证券研究所

图表 4:2007-2017Q3 九州通销售、管理和财务费用率情况



资料来源: Wind、东吴证券研究所

3、定增已通过证监会核准，二次腾飞在即

公司 10 月 10 日公告，收到证监会对公司非公开发行不超过 1.83 亿股的批复。随着定增资金的到位，公司财务费用压力将大大降低，同时将拓展更多的医院、医疗器械等高毛业务，二次腾飞在即。

三、 盈利预测与投资评级:

我们认为公司作为国内医药流通领域的民营龙头企业,有望从近年来医药分开、分级诊疗和处方外流的医改政策中受益。公司医院纯销业务和其它高毛利业务发展较为迅速,带动了公司整体毛利率的提升,同时公司积极探索一系列新业务模式。暂不考虑定增的股本扩增,我们预计公司 2017 年-2019 年的净利润为 14.2 亿、14.8 亿、18.8 亿,对应 EPS 为 0.84 元、0.87 元、1.11 元,对应 PE 为 26.5 倍、25.4 倍、20.0 倍。我们认为医药商业迎来最好的投资期,公司在物流网络和管理效率上全国领先,受益于政策环境业绩已经明显加速,有望在未来几年维持高增长,维持“买入”评级。

四、 风险提示:

行业政策变化风险; 新业务拓展的风险; 其他财务风险。

九州通三大财务预测表 (百万元)

资产负债表	2016	2017E	2018E	2019E	利润表	2016	2017E	2018E	2019E
流动资产	32163.7	33828.1	42121.5	51503.0	营业收入	61556.8	76014.2	94349.1	117467.9
现金	5236.8	1460.6	943.5	1174.7	营业成本	56732.6	69933.0	86706.8	107835.6
应收票据&账款	11258.5	13054.0	17122.8	20448.4	营业税金及附加	130.1	160.7	199.4	248.3
其它应收款	3274.9	3791.8	4979.5	5941.1	营业费用	1633.4	2356.4	2972.0	3759.0
预付账款	2213.5	3129.6	3495.1	4743.9	管理费用	1268.1	1717.9	2141.7	2725.3
存货	10152.2	12364.3	15552.9	19167.2	财务费用	662.5	325.0	199.1	219.1
其他	27.7	27.7	27.7	27.7	资产减值损失	92.9	92.9	92.9	92.9
非流动资产	6564.8	5780.1	4995.4	4236.2	公允价值变动收 益	7.0	0.0	0.0	0.0
长期投资	539.1	539.1	539.1	539.1	投资净收益	8.7	0.0	0.0	0.0
固定资产	3562.8	3761.2	3119.4	2477.6	营业利润	1053.0	1428.2	2037.1	2587.8
无形资产	1028.1	911.0	793.8	676.6	营业外损益	52.7	528.0	0.0	0.0
其他	1434.8	568.8	543.1	542.9	利润总额	1105.6	1956.2	2037.1	2587.8
资产总计	38728.5	39608.1	47116.9	55739.2	所得税	201.3	489.1	509.3	646.9
流动负债	25259.3	23819.1	30161.8	37302.7	净利润	904.3	1467.2	1527.8	1940.8
短期借款	3930.6	0.0	316.5	2755.6	少数股东损益	27.6	44.8	46.6	59.2
应付账款	16213.5	18612.5	24566.7	29134.4	归属母公司净利 润	876.7	1422.4	1481.2	1881.6
其他	5115.1	5206.6	5278.6	5412.7	EBITDA	2041.5	2943.3	2898.3	3443.5
非流动负债	1458.9	2658.9	2658.9	2658.9	EPS (元)	0.53	0.84	0.87	1.11
长期借款	1288.7	2488.7	2488.7	2488.7					
其他	170.2	170.2	170.2	170.2	主要财务比率				
负债合计	26718.2	26478.0	32820.7	39961.6	营业收入增速	24.1%	23.5%	24.1%	24.5%
发行在外股本	1647.0	1695.7	1695.7	1695.7	归母公司净利润 增速	26.2%	62.2%	4.1%	27.0%
少数股东权益	732.3	777.1	823.7	883.0	毛利率	7.8%	8.0%	8.1%	8.2%
归属母公司股东权益	11278.0	12353.1	13472.5	14894.6	净利率	1.5%	1.9%	1.6%	1.7%
负债和股东权益	38728.5	39608.1	47116.9	55739.2	ROE	7.8%	11.5%	11.0%	12.6%
现金流量表					ROIC	11.7%	10.5%	11.4%	12.4%
经营活动现金流	431.3	-799.0	-302.4	-1559.0	资产负债率	69.0%	66.8%	69.7%	71.7%
折旧摊销	303.1	691.8	691.8	666.3	总资产周转率	1.59	1.92	2.00	2.11
营运资金变动	306.1	-826.1	2267.3	4679.7	P/E	42.9	26.5	25.4	20.0
投资活动现金流	-1497.8	396.0	0.0	0.0	P/B	3.3	3.0	2.8	2.5
筹资活动现金流	-415.7	-3373.3	-214.7	1790.2	EV/EBITDA	18.4	13.5	14.1	12.6
现金净增加额	-1481.7	-3776.2	-517.1	231.2	每股净资产(元)	6.85	7.29	7.95	8.78

数据来源: wind 资讯, 东吴证券研究所

免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准,已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司(以下简称“本公司”)的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下,本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议,本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下,东吴证券及其所属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投资银行服务或其他服务。

市场有风险,投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息,本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性,也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更,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。

本报告的版权归本公司所有,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、刊发、转载,需征得东吴证券研究所同意,并注明出处为东吴证券研究所,且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东吴证券投资评级标准:

公司投资评级:

- 买入: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15% 以上;
- 增持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5% 与 15% 之间;
- 中性: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -5% 与 5% 之间;
- 减持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -15% 与 -5% 之间;
- 卖出: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 -15% 以下。

行业投资评级:

- 增持: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对强于大盘 5% 以上;
- 中性: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对大盘 -5% 与 5%;
- 减持: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对弱于大盘 5% 以上。

东吴证券研究所

苏州工业园区星阳街 5 号

邮政编码: 215021

传真: (0512) 62938527

公司网址: <http://www.dwzq.com.cn>

