

业绩符合预期，多重政策利好叠加，民营流通龙头未来增长逻辑清晰

2018年04月26日

强烈推荐/维持

九州通

财报点评

——九州通（600998）年报&一季报点评

张金洋	分析师	执业证书编号：S1480516080001
	zhangjy@dxzq.net.cn	010-66554035
缪牧一	研究助理	
	miaomy@dxzq.net.cn	010-66554035

事件：

- ①公司发布 2017 年年报，实现收入 739.43 亿元，同比增长 20.12%，实现归母净利润 14.46 亿元，同比增长 64.87%，实现扣非后归母净利润 10.10 亿元，同比增长 22.29%。
- ②公司发布 2018 年一季报，实现收入 222.10 亿元，同比增长 18.05%，实现归母净利润 2.21 亿元，同比增长 19.20%，实现扣非后归母净利润 2.08 亿元，同比增长 20.61%。

公司分季度财务指标

指标	2016Q3	2016Q4	2017Q1	2017Q2	2017Q3	2017Q4	2018Q1
营业收入（百万元）	15447.06	16323.86	18814.31	17414.13	18230.42	19484.04	22210.15
增长率（%）	22.97%	24.28%	21.80%	21.44%	18.02%	19.36%	18.05%
毛利率（%）	6.98%	9.38%	7.50%	8.75%	8.41%	9.09%	7.78%
期间费用率（%）	5.97%	5.75%	5.54%	6.38%	6.84%	6.27%	6.03%
营业利润率（%）	0.90%	3.11%	1.15%	2.05%	1.13%	5.97%	1.34%
净利润（百万元）	153.93	436.32	187.66	614.06	166.25	504.94	224.81
增长率（%）	21.20%	34.56%	34.19%	252.43%	08.00%	15.73%	19.79%
每股盈利（季度，元）	0.09	0.25	0.11	0.36	0.10	0.26	0.12
资产负债率（%）	69.26%	68.99%	68.63%	68.13%	67.79%	62.46%	66.87%
净资产收益率（%）	1.33%	3.63%	1.39%	4.31%	1.09%	2.58%	1.13%
总资产收益率（%）	0.41%	1.13%	0.44%	1.37%	0.35%	0.97%	0.37%

观点:

1、业绩符合预期, 扣除股权激励费用影响后 2017 年、2018 年 Q1 实际扣非后利润增速在 28%、33%左右

2017 年年报: 公司实现收入端 20.12%、扣非后净利润端 22.29% 的稳健增长, 符合市场预期, 其中公司归母净利润增速与扣非后增速出现较大差异的原因是土地补偿款 5.27 亿元。公司在 2017 年 5 月完成了新一轮的股权激励, 导致公司 2017 年股权激励费用摊销额为 1.03 亿元 (约 6.6 折左右), 较去年同期增加约 0.67 亿元, 考虑所得税影响后影响扣非后利润增速 6% 左右, 因此假设股权激励摊销费用维持去年情况, 则公司扣非后利润增速在 28% 左右。

按渠道划分来看:

1) 批发业务:

- ◆ **医疗机构:** 公司医疗机构渠道实现销售 223.32 亿元, 较上年同期的 167.14 亿元增长 33.62%。其中, 二级以上医院实现销售 146.16 亿元, 较去年同期的 109.93 亿元增长 32.96%, 主要是各省新标开启, 叠加两票制带来的公司代理品种数量与医院开户数量的增加所致, 截止 2017 年末, 公司二级以上医院开户数量达 4600 余家, 较 2016 年同期提升 820 余家; **基层医疗机构** 受益于分级诊疗带来的行业增速上行, 期内实现销售 77.16 亿元, 较上年同期 57.21 亿元增长 34.87%, 截止 2017 年末, 公司基层医疗机构开户数量达 70900 余家, 较 2016 年同期提升近 2 万家。
- ◆ **药店(批发):** 公司零售药店渠道(批发业务)实现销售 168.71 亿元, 较去年同期的 127.18 亿元增长 32.65%, 主要是因为“营改增”、“两票制”等政策积极影响, 原来的“倒票”模式难以生存, 零售药店原有向区域小批发商低价采购模式无法持续, 进而转向公司采购, 形成公司零售药店客户数量及销售额的快速提升。其中, 公司对**连锁药店批发客户**的销售收入为 120.40 亿元, 较去年同期的 88.90 亿元增长 35.44%; 对**单体药店批发客户**的销售收入为 48.31 亿元, 较去年同期的 38.29 亿元增长 26.17%。主要是因为期内原有单体药店客户销量增长及新增客户所致。
- ◆ **调拨业务:** 公司对下游医药批发商的销售收入为 297.02 亿元, 较去年同期的 283.08 亿元增长了 4.92%。随着“两票制”的逐步推进, 公司下游医药批发商的销售增长持续放缓, 占比下降, 下游客户结构进一步优化, 带动公司整体销售毛利率持续提升。

2) 零售业务: 公司司好药师零售连锁业务实现营业收入 18.77 亿元、较上年同期的 16.11 亿元增长 16.53%。

其中:

- ◆ **好药师实体药店(含加盟店):** 截至报告期末, 公司零售药店 953 家, 较期初 911 家增加 42 家。其中直营店 300 家, 较期初 267 家增加 33 家; 加盟店 653 家, 较期初 644 家增加 9 家。报告期内, 公司好药师实体药店实现销售 7.98 亿元, 较去年同期的 6.44 亿元增长 24.04%; 销售毛利率为 23.18%。
- ◆ **好药师线上业务:** 报告期内, 公司旗下北京好药师大药房连锁有限公司 B2C 电子商务业务增速放缓, 期内实现销售 10.78 亿元, 较上年同期 9.67 亿元增长 11.52%; 销售毛利率 13.06%。期内销售增速放缓主要是报告期内公司大力进行业务模式调整所致。

3) 非药品渠道: 公司非药品渠道实现了新的突破, 期内实现销售收入 29.44 亿元, 较去年同期的 20.67 亿元增长 42.44%, 主要是公司消费品业务带来的增长。

按品种分类来看:

- ◆ **西药、中成药:** 2017 年收入 594.20 亿元, 同比增长 16.47%; 销售毛利率 8.10%, 同比提升 1.00 个百分点, 毛利率提升幅度较大, 我们认为相对高毛利的终端业务 (纯销与药店) 快速发展是药品板块毛利率提高的主要原因。
- ◆ **中药材与中药饮片:** 2017 年收入 28.18 亿元, 同比增长 32.42%; 销售毛利率为 13.30%, 同比降低 3.14 个百分点, 销售毛利率下降的主要原因是公司自 2017 年开始将高毛利的阿胶业务从该业务板块剥离而转入药品业务板块导致统计口径发生变化。
- ◆ **医疗器械、计生用品:** 收入 69.76 亿元, 同比增长 43.23%; 销售毛利率为 8.15%, 同比降低 1.93 个百分点, 销售毛利率下降主要是期内公司承接的血压计包销、新疆政府小药箱等业务销量较大且毛利较低所致。
- ◆ **食品、保健品、化妆品等:** 收入 45.12 亿元, 同比增长 32.57%; 销售毛利率为 8.25%, 同比降低 0.67 个百分点, 销售毛利率略有下降主要是公司消费品业务结构有所变化, 较高毛利率的奶粉产品比重下降导致整体毛利率有所下降。

财务指标: 公司销售费用率、管理费用率、财务费用率分别为 3.08%、2.21%、0.96%, 较去年同期分别+0.43pp、+0.15pp、-0.12pp。而经营效率方面, 净营业周期为 69.39 天, 较去年同期增加 5.7 天, 主要原因是二级以上医院销售占比增加以及零加成的执行导致应收账款周转天数的增加。现金流方面, 2017 年经营性现金流净额为-10.12 亿元, 较去年同期有所恶化, 我们认为主要是公司医院销售增加较快, 而医院客户应收账款周期较长所致。

2018 年一季报: 公司实现收入端 18.05%、扣非后净利润端 20.61% 的增长, 符合市场预期。从股权激励费用的影响来看, 2017 年 Q1 公司没有任何股权激励费用, 而 2018 年 Q1 我们估计对净利润有 2100 万的影响 (1.7 亿全额摊销*0.66 折扣*3 个月/12 个月*0.75 的税后影响), 影响扣非后利润增速 12.2% 左右, 因此还原后公司 Q1 扣非后净利润增速在 33% 左右。

按渠道划分来看:

- ◆ **批发业务:** 实现收入 212.58 亿元, 同比增长 17.44%。我们估计二级以上医院、基层医疗机构、药店等渠道增速都在 30% 以上, 而调拨业务增速在 3-5%。
- ◆ **医药零售:** 实现收入 5.29 亿元, 同比增长 26.57%。
- ◆ **医药工业:** 实现收入 3.86 亿元, 同比增长 68.48%。

按品种划分来看: 公司西药、中成药本期营业收入较上年同期增长 15.75%, 继续保持快速增长; 医疗器械、计生用品本期营业收入较上年同期增长 48.74%, 继续保持高速增长。中药材、中药饮片本期营业收入较上年同期增长 28.15%, 继续保持快速增长 (从上年 4 月份开始, 公司将同仁堂及九芝堂阿胶业务从该板块剥离转入药品业务板块经营统计, 如考虑同口径对比, 增速会更快)。公司食品、保健品、化妆品本期营业收入较上年同期增长 4.40%, 主要原因是公司针对该板块业务前期发展太快而出现的问题进行完善, 以及对销售渠道进行调整所致。

财务指标：公司销售费用率、管理费用率、财务费用率分别为 3.11%、2.14%、0.78%，较去年同期分别+0.44pp、+0.07pp、-0.02pp。而经营效率方面，净营业周期为 80.90 天，较去年同期大幅上升，主要原因是二级以上医院销售占比增加以及零加成的执行导致应收账款周转天数的增加。

2、投资逻辑梳理 1：批发业务受多重政策利好，民营龙头焕发新生

我们认为公司未来 3 年收入端有望做到 20%左右增速，利润端有望做到 30%左右增速，在此再次梳理公司批发板块各项业务的增长逻辑：

1) 二级及以上医院纯销业务：目前占总收入比重约 19.7%左右，受益于两票制以及新标切换。公司作为民营性质的全国性流通龙头，由于其历史发展路径，二级以上医院业务市场占有率较低，未来受益于两票制及新标切换，有望提高市场占有率，未来有望实现 30%以上的收入增长：

- ◆ **两票制：**过去医院户头属于稀缺资源，而两票制让公司获得机会去并购具备医院户头的小流通商，未来随着两票制进一步推行，公司覆盖医院有望进一步扩大，具备放量的基础。同时两票制也导致公司获得更多品种代理的机会，从过去的二级经销商转向一级经销商，毛利率有望提升。
- ◆ **新标切换：**各省新标已经陆续完成，对于九州通来说，由于在部分省份新获得配送的资格，具备抢占存量业务的机会。

2) 基层医疗机构：目前占总收入比重约 10.4%左右，分级诊疗带动基层医疗机构行业增速。由于分级诊疗的持续推进，基层医疗机构的药品收入增速加快，根据米内网数据，第三终端 2017 年药品收入约 3033 亿元，同比增长 11.55%，未来伴随分级诊疗持续推进有望保持高增速。叠加公司新增覆盖的基层医疗机构数量，未来有望保持 30%以上的收入增速。

3) 药店渠道：目前占总收入比重约 22.8%左右。一方面医药零售行业整体增速长期来看是上行的，同时在存量业务中，部分药店过去从小流通商现金采购药品，在营改增后九州通在逐渐抢占这部分市场，我们认为药店渠道有望长期保持 30%左右增速。

4) 调拨业务：目前占总收入比重约 40.2%左右，调拨业务又得再按照终端细分成二级及以上、基层、药店，预计整体增速 3-5%之间。

- ◆ **药店及基层医疗机构：**其中，药店及基层医疗机构在调拨业务中占比约 70%-80%，未来药店不受两票制影响，而基层医疗机构受到影响较小（偏远地区允许多开一票，即使只能开两票，基层医疗机构只要具备配送的能力，比较容易抢到业务，而配送能力是九州通的强项）。
- ◆ **二级及以上医疗机构：**占比调拨业务约 20%左右，确实有一部分会损失掉，但是公司在通过与下游战略合作尽量保持现有规模。

3、投资逻辑梳理 2：消费品业务有望成为业绩增长新爆点

我们认为公司消费品的核心竞争力在于两点：

- ◆ **终端价格管控：**公司具备强大的配送网络，能够帮助企业管控终端零售价格，即使对九州通来说配送成本较高的偏远地区利润较低，也能从其他区域获取足够的利润。现在主要对手就是怡亚通，因为很多是收购来的，运营相对独立，对终端价格的管控能力没有公司强。

◆ **资金优势：**九州通是唯二的全国性消费品经销商，外企有指标上的需求时更需要九州通。

我们估计外资消费品业务规模在 1 万亿左右，空间广阔，每个外企的每个产品谈下来都能够给公司增加几亿乃至几十亿的收入规模，在公司对消费品业务发展过快的遗留问题完成调整后，未来有望加速增长。

结论：

我们预计公司 2018-2020 年净利润为 14.18、18.92、25.27 亿元，同比增长-1.94%、33.48%、33.57%，对应 PE 为 24x、18x、14x。如果不计算 2017 年的土地补偿收益，公司 2018 年增速应该在 30%左右。公司为中盘高成长性白马，各项版块趋势向好，维持“强烈推荐”评级。

风险提示：

行业整合不及预期，政策落地不及预期

公司盈利预测表

资产负债表	单位:百万元					利润表	单位:百万元				
	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E		2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
流动资产合计	32164	43473	52087	63987	78117	营业收入	61557	73943	89109	109737	134253
货币资金	5237	8541	10293	12676	15507	营业成本	56733	67706	81365	100179	122371
应收账款	9076	14106	17000	20935	25612	营业税金及附加	130	176	188	232	284
其他应收款	3275	4244	5114	6298	7705	营业费用	1633	2276	2682	3347	4095
预付款项	2214	2583	3026	3572	4239	管理费用	1268	1636	2078	2390	2845
存货	10152	12182	14640	18025	22018	财务费用	662	710	852	1027	1265
其他流动资产	21	130	0	0	0	资产减值损失	92.93	93.92	90.00	90.00	90.00
非流动资产合计	6565	8575	8115	8242	8362	公允价值变动收益	7.03	-10.94	0.00	0.00	0.00
长期股权投资	539	853	853	853	853	投资净收益	8.73	39.88	0.00	0.00	0.00
固定资产	3563	4386	4741	5083	5420	营业利润	1049	1942	1852	2472	3302
无形资产	1028	1158	1042	926	810	营业外收入	101.14	9.64	0.00	0.00	0.00
其他非流动资产	0	0	0	0	0	营业外支出	44.65	26.47	0.00	0.00	0.00
资产总计	38729	52048	60202	72229	86479	利润总额	1106	1925	1852	2472	3302
流动负债合计	25259	30702	36606	46328	57909	所得税	201	452	435	580	775
短期借款	3931	7038	8909	13136	18227	净利润	904	1473	1418	1892	2527
应付账款	7467	9996	11848	14588	17819	少数股东损益	28	27	0	0	0
预收款项	293	432	600	807	1060	归属母公司净利润	877	1446	1418	1892	2527
一年内到期的非流	1600	0	0	0	0	EBITDA	2982	4118	3666	4473	5547
非流动负债合计	1459	1809	4350	5716	7131	EPS (元)	0.54	0.87	0.75	1.01	1.35
长期借款	6	128	128	128	128	主要财务比率					
应付债券	1282	1334	1600	1600	1600		2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
负债合计	26718	32511	40957	52044	65040	成长能力					
少数股东权益	732	1237	1237	1237	1237	营业收入增长	24.13%	20.12%	20.51%	23.15%	22.34%
实收资本(或股本)	1647	1879	1878	1878	1878	营业利润增长	22.00%	85.06%	-4.60%	33.48%	33.57%
资本公积	3978	7909	7909	7909	7909	归属于母公司净利润	-1.94%	33.48%	-1.94%	33.48%	33.57%
未分配利润	3230	4478	4811	5256	5850	获利能力					
归属母公司股东权	11278	18300	18008	18947	20202	毛利率(%)	7.84%	8.44%	8.69%	8.71%	8.85%
负债和所有者权	38729	52048	60202	72229	86479	净利率(%)	1.47%	1.99%	1.59%	1.72%	1.88%
现金流量表						总资产净利润(%)					
单位:百万元						2.26%					
2016A						2.78%					
2017A						2.35%					
2018E						2.62%					
2019E						2.92%					
2020E						ROE(%)					
53						7.77%					
53						7.90%					
53						7.87%					
53						9.99%					
53						12.51%					
经营活动现金流	431	-1012	484	-40	53	偿债能力					
净利润	904	1473	1418	1892	2527	资产负债率(%)	69%	62%	68%	72%	75%
折旧摊销	1270	1466	973	973	979	流动比率	1.27	1.42	1.42	1.38	1.35
财务费用	662	710	852	1027	1265	速动比率	0.87	1.02	1.02	0.99	0.97
应收账款减少	0	0	-2893	-3935	-4677	营运能力					
预收帐款增加	0	0	168	207	253	总资产周转率	1.73	1.63	1.59	1.66	1.69
投资活动现金流	-1498	-1996	525	-90	-90	应收账款周转率	7	6	6	6	6
公允价值变动收益	7	-11	0	0	0	应付账款周转率	8.96	8.47	8.16	8.30	8.29
长期股权投资减少	0	0	603	0	0	每股指标(元)					
投资收益	9	40	0	0	0	每股收益(最新摊薄)	0.54	0.87	0.75	1.01	1.35
筹资活动现金流	-416	6077	743	2513	2868	每股净现金流(最新)	-0.90	1.63	0.93	1.27	1.51
应付债券增加	0	0	266	0	0	每股净资产(最新摊)	6.85	9.74	9.59	10.09	10.76
长期借款增加	0	0	0	0	0	估值比率					
普通股增加	0	232	-1	0	0	P/E	33.87	21.02	24.23	18.15	13.59
资本公积增加	-10	3930	0	0	0	P/B	2.67	1.88	1.91	1.81	1.70
现金净增加额	-1482	3068	1752	2383	2832	EV/EBITDA	10.63	8.34	9.46	8.17	6.99

资料来源: 公司财报、东兴证券研究所

分析师简介

张金洋

医药生物行业小组组长，3年证券行业研究经验，3年医药行业实业工作经验。2016年水晶球最佳分析师第一名，2015年新财富第七名团队核心成员，2015年水晶球第三名团队核心成员。北京大学药剂学硕士、北京大学药学学士、北京大学经济学学士，和君商学院三届学子。曾就职于中国银河证券股份有限公司、民生证券股份有限公司、西安杨森制药有限公司。2016年7月加盟东兴证券研究所，整体负责医药行业投资研究工作。

研究助理简介

缪牧一

医药行业分析师。2016年水晶球第一名团队核心成员，公募榜单第一名，非公募榜单第二名。美国罗切斯特大学会计学理学硕士，美国注册会计师，2016年6月加盟东兴证券研究所，从事医药行业研究，重点专注于医药政策下的投资机会。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。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或观点直接或间接相关。

风险提示

本证券研究报告所载的信息、观点、结论等内容仅供投资者决策参考。在任何情况下，本公司证券研究报告均不构成对任何机构和个人的投资建议，市场有风险，投资者在决定投资前，务必要审慎。投资者应自主作出投资决策，自行承担投资风险。

免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我公司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头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本报告版权仅为我公司所有，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，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和法律责任。

行业评级体系

公司投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率 15% 以上；

推荐：相对强于市场基准指数收益率 5%~15% 之间；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5% 之间；

回避：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5% 以上；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5% 之间；

看淡：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。