实际扣非业绩高速增长，收入结构持续改善

—九州通（600998）17 年年报及 18 年一季报点评

九州通(600998.SH)

推荐 维持

投资要点:

1. 事件

公司发布 17 年年报。公司 2017 年共实现营业收入 739.43 亿元，同比增长 20.12%。实现归属净利润 14.46 亿元，同比增长 64.87%；实现扣非归属净利润 10.10 亿元，同比增长 22.29%（本期非经常损益主要源于旧城改建项目征收补偿款）。17 年实现 EPS 0.85 元（稀释）。利润分配方案为 10 派 1 元。

其中，第四季度实现营业收入 194.84 亿元，同比增长 19.36%。实现归属净利润 4.91 亿元，同比增长 16.98%；实现扣非归属净利润 4.55 亿元，同比增长 21.38%。第四季度净利润在全年中占比较高主要是因为供应商给予公司的销售奖励折让在第四季度体现。第四季度实现 EPS 为 0.26 元。

同时，公司发布 18 年一季报。公司公告 2018 年第一季度实现营业收入 222.10 亿元，同比增长 18.05 %。实现归属净利润 2.21 亿元，同比增长 19.20 %。实现扣非归属净利润 2.08 亿元，同比增长 20.61%。18Q1 实现 EPS 为 0.12 元。

2. 我们的分析与判断

（一）各项收入保持快速增长，17 全年及 18Q1 实际扣非业绩增速分别达到 28%及 37%

分行业看，2017 年公司医药批发业务实现销售收入 706.56 亿元（+19.78%），毛利率为 7.81%（同比+0.59pp）；医药零售实现收入 18.77 亿元（+16.53%），毛利率为 17.36%（同比-3.12pp）；医药工业销售收入 11.94 亿元（同比+45.80%），毛利率为 23.78%（同比+2.03pp）。**18Q1** 各项业务继续增长，其中医药批发业务同比增长 17.44%，医药零售业务同比增长 26.57%，医药工业同比增长 68.48%，其中医药工业增幅较大主要是由于湖北金贵中药饮片公司和上海真仁堂药业增长所致。

分产品看，**2017 年**公司核心业务**西药、中成药**实现销售收入 594.20 亿元（+16.47%），体现核心业务受益于两票制等政策因素，规模保持快速增长，且增速明显高于行业平均。**中药材、中药饮片**业务实现销售收入 28.18 亿元（+32.42%），**医疗器械、计生用品**销售收入 69.76 亿元（+43.23%），**食品、保健品、化妆品等**实现销售收入 45.12 亿元（+32.57%），非药业务增速均实现 30%以上增长。

其中公司 **17Q4 各产品**情况为：**西药、中成药**业务实现销售收入 152.55 亿元（+17.58%），高于全年增速，**中药材、中药饮片**业务

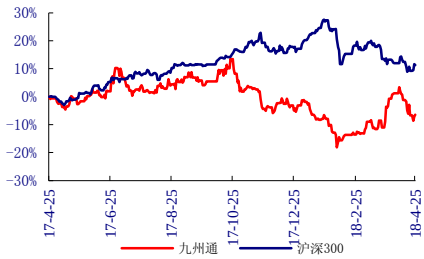
分析师

李平祝
☎：010-83574546
✉：lipingzhu@chinastock.com.cn
执业证书编号：S0130515040001

特此鸣谢
余宇 18511528826
（sheyu@chinastock.com.cn）
对本报告的编制提供信息。

市场数据	2018/4/25
A 股收盘价(元)	18.29
A 股一年内最高价(元)	20.46
A 股一年内最低价(元)	15.98
沪深 300	3828.70
市盈率	24.99
总股本（万股）	187766.26
实际流通 A 股(万股)	164579.12
限售的流通 A 股(万股)	23187.14
流通 A 股市值(亿元)	301.02

相对沪深 300 表现图



资料来源：中国银河证券研究部

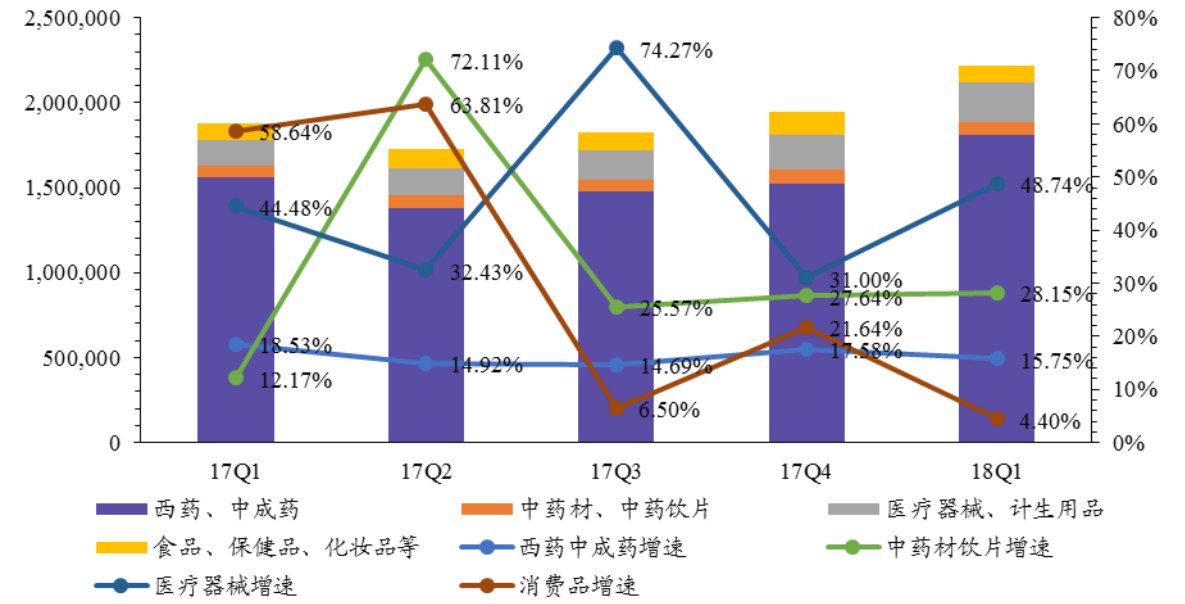
相关研究

九州通（600998）三季报点评：业绩高速增长势头未改，定增缓解资金瓶颈
九州通（600998）中报点评：业绩高速增长，政策受益标的
九州通（600998）16 年年报及 17 年一季报点评：结构持续优化，未来继续受益于政策利好

实现销售收入 7.67 亿元（同比+27.64%），**医疗器械、计生用品**销售收入 21.07 亿元（同比+31.00%），**食品、保健品、化妆品**等实现销售收入 13.04 亿元（同比+21.64%）。

18Q1 分产品收入情况为：**西药、中成药**实现销售收入 181.06 亿元（+15.75%），**中药材、中药饮片**业务实现销售收入 7.77 亿元（+28.15%），**医疗器械、计生用品**销售收入 22.82 亿元（+48.74%），**食品、保健品、化妆品**等实现销售收入 10.09 亿元（+4.40%）。其中，从 17 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。而本期消费品增速放缓，主要是公司主动梳理该项业务及进行渠道调整所导致。

图 1：分季度分产品收入及增速



资料来源：公司公告，中国银河证券研究部

公司 17 年**毛利率**为 8.44%，同比增加 0.6 个百分点。在营业收入及毛利率同时增长的前提下，公司 17 年毛利额实际增速近 30%。17 年**销售费用率、管理费用率及财务费用率分别**为 3.08%（同比+0.43pp，为人工成本、办公、租赁费等费用增加所致）、2.21%（同比+0.15pp，主要源于股权激励费用）和 0.96%（同比-0.12pp）。本期股权激励费用为 1.03 亿元，而 16 年股权激励费用约为 3612 万元，**在股权激励费用摊销的影响下，17 年表观扣非净利润增速有所放缓**。实际上如加回本期股权激励费用与上期的差值并以 25%所得税税率计，则**扣非净利润增速可达 28.37%，仍然体现出高于行业均值的高速发展**。

同理可算得不计入股权激励的前提下 18Q1 扣非业绩增速可达 37%以上：17Q1 时公司未进行本轮股权激励，仍进行上轮股权激励的摊销，17 年全年共 1306 万元，简单以 1/4 计 17Q1 需摊销 326 万元；而 18Q1 实际摊销 4000 万元左右（18 年全年需摊销 1.14 亿元左右）。以 25%的所得税税率计，**则 18Q1 实际扣非净利润增速可达 37%，延续高速增长势头**。

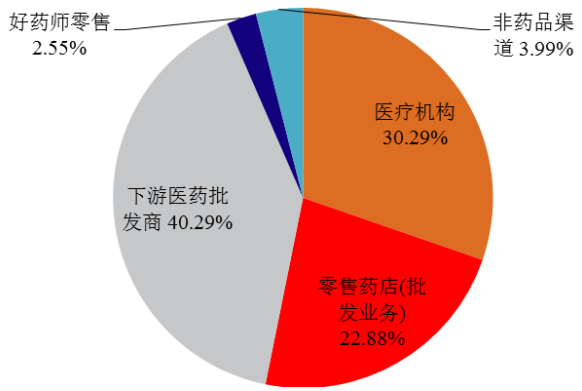
公司 2017 年**经营活动现金流量净额**为 10.12 亿元，较上年同期减少 334.67%，主要原因是公司加大开发医院客户，而医院客户应收账款账期相对较长所致。逐季看，17Q1~18Q1 公司经营活动现金流量净额分别为-26.65 亿元、-10.28 亿元、-13.13 亿元、39.95 亿元和-38.75 亿

元，其变化方向主要由于公司年末清账回款，年初重新开始授信所致。

（二）受益政策明显，渠道结构优化，掌握更多终端优势

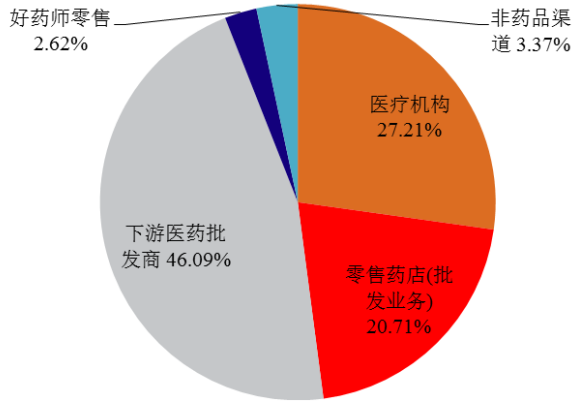
公司受益于两票制+强基层两项政策明显，渠道结构不断优化，逐渐掌握更多终端优势，收入增速及盈利能力均提升明显。分渠道看公司收入结构，2017 年**医疗机构渠道**实现销售 223.32 亿元（+33.62%），其中二级以上医院纯销与二级以下基层医疗机构增速相差不多，分别为 32.96%和 34.87%；**零售药店渠道（批发）**实现销售 168.71 亿元（+32.65%），其中连锁药店批发客户端收入增速（+35.44%）大于单体药店（+26.17%）；针对下游批发商的**调拨业务**销售收入为 297.02 亿元，增速仅为 4.92%，较去年 8%的增速进一步下降（但实际上公司调拨业务下游销到医疗机构的客户较少，故该部分收入不会完全消失）。此外，好药师零售连锁业务实现营业收入 18.77 亿元（+16.53%），非药品渠道实现销售收入 29.44 亿元（+42.44%）。可以看出，在两票制及强基层的政策影响下，2017 年与 16 年相比，调拨业务占比显著下降，医疗机构与向零售药店批发业务的收入增速均超过公司整体收入增速，所占比例上升。

图 2：2017 分渠道收入占比



资料来源：公司公告，中国银河证券研究部

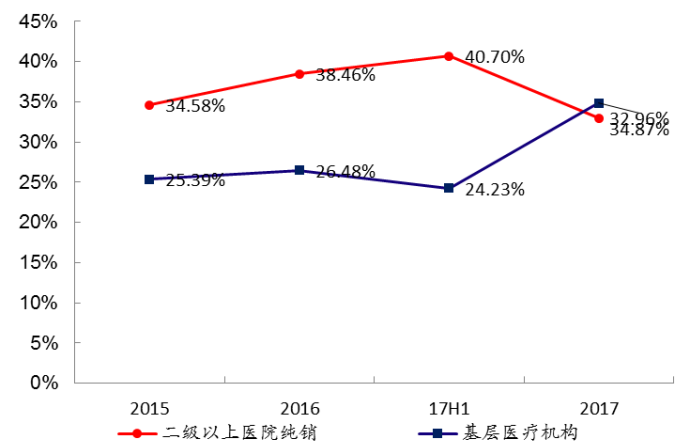
图 3：2016 分渠道收入占比



资料来源：公司公告，中国银河证券研究部

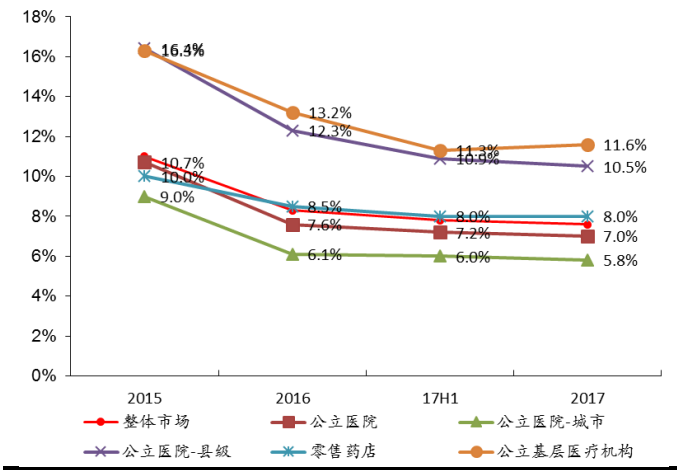
公司各收入渠道结构调整一方面源于被动跟随政策趋势变化，另一方面也来自公司主动适应变化。例如报告期内公司以新一轮招标为机遇，抓住机会，大力拓展二级及以上中高端医院市场，从而导致二级以上医院纯销增速较高；此外报告期内，公司针对下游诊所、单体药店等客户与上游厂家沟通不畅、采购谈判能力弱等特点，着力构建为上下游客户的服务体系和供应链管理体系，不断完善九州通 B2B 电商平台，着力打造公司 FBBC 管理协同平台，从而实现单体药店等渠道业务的快速增长。通过与全行业增速（米内网数据）比较可以看出，公司针对公立医院、基层医疗机构和零售药店批发的收入增速均高于全行业增速。

图 4: 公司医院纯销业务增速



资料来源：公司公告，中国银河证券研究部

图 5: 米内网所发布中国三大终端历年增速



资料来源：米内网，中国银河证券研究部

收入结构变化、掌握更多终端优势将提升公司盈利能力。考虑到医院纯销毛利率约 8%-9%（等级医院稍高）、药店约 7%，调拨业务约 5%，这样的结构转化对于公司盈利能力有较大提升作用，因此体现为公司毛利率上升、利润增速高于营收增速。例如 17 年公司核心业务西药、中成药业务销售毛利率 8.10%，较上年同期的 7.10%提升 1 个百分点，即可提现公司盈利能力上升。我们认为两票制逐步落地所带来的盈利能力上升趋势将随政策延续至 18 年全年。

控费大环境下基层（县级公立医院、城市基层医疗机构）所受影响较小，市场结构变化方向利好公司业务。原本我国基药制度限制了基层用药品种，导致基层用药品种较少、限制了“基层首诊”，导致患者蜂拥至三甲大医院看病，现在随着分级诊疗的推进，基药制度逐步淡化并最终有望瓦解。以近期北京医改为例，北京药品阳光采购工作坚持以基层为重点，扩充基层医疗机构的药品采购和用药目录，实现基层医疗机构与二三级医院采购目录的上下一致。公司以成本与效率优势取胜，一贯在基层有极大优势，在基层用药品种及数量扩充、基药制度淡化的背景下，基层业务有望持续提升，而且考虑到药厂给基层市场的毛利更大（因为基层用药量小而分散），这样的政策方向也有利于提升公司的毛利率水平。

（三）成功进行多种渠道融资，目前资金成本不高，且对利率风险不敏感

报告期内，公司通过多种渠道进行融资，为各项业务发展提供资金支持，缓解了公司资金压力：

- 报告期内，公司累计发行短期融资券 10 亿元、超短期融资券 45 亿元、中期票据 19 亿元，注册 ABS15 亿元。所融资金将用于偿还公司债务和补充流动资金等。
- 报告期内，公司完成定向非公开发行股票，本次非公开发行股票数量为 183,206,105 股，实际募集资金净额约 35.7 亿元，将全部用于补充公司流动资金。有利于优化公司的资本结构，增强公司抵御财务风险的能力，提高公司偿债能力。如能顺利完成，则公司的资金实力将得到大幅度提升，为公司业务发展提供有力保障，有助于公司进一步提升盈利能力。

- 此外，公司还启动公开发行公司债券项目。2017 年 7 月 19 日，经 2017 年第二次临时股东大会审议通过了公司拟发行不超过 12 亿元公司债券的相关议案。2018 年 1 月，公司收到中国证监会出具《关于核准九州通医药集团股份有限公司公开发行公司债券的批复》，核准公司向合格投资者公开发行面值总额不超过 12 亿元的公司债券。公司将选择适当时机完成以上发行。

医药流通企业主要通过购销差价来获取利润，对流动资金有较大需求缺口，尤其随着公司业务规模扩大和医院纯销业务拓展而愈加显著。据公司测算，如按照公司计划的 2019 年实现销售收入 1000 亿元，则需要需要 70~80 亿流动资金。公司考虑到利率风险问题，将负债率限制在 70%水平，则本次非公开发行及后续债务融资所融资金足够支持公司业务拓展。本次非公开发行即将落地，有利于控制公司的流动风险，改善财务结构，缓解资金瓶颈，有助于公司更自如地拓展医院纯销等战略业务，扩大市场份额及提升盈利能力。

多渠道融资成功，有利于控制融资成本。众所周知，国际宏观经济环境未来三年内存在较大利率上行风险，对公司这类资金需求大的企业的造成财务费用压力，从而影响盈利水平。但公司成功进行多渠道融资，成功控制了融资成本：由于银行授信时偏好公司这类大型流通企业，因此公司债务融资结构以银行贷款为主，短融、超短融、公司贷等占比不大。我们估计 17 年全年公司融资成本 4.8%左右，18Q1 上升至 5%左右，仍处于较低区间。

经公司测算，公司目前融资结构对利率风险不算敏感：于 2017 年 12 月 31 日，公司的带息债务主要为以人民币计价的浮动利率借款合同，金额合计为 1,960,790,000 元，以人民币计价的固定利率合同，金额为 5,205,126,390.77 元。于 2017 年 12 月 31 日，如果以浮动利率金融资产和负债的利率上升或下降 25 个基点，而其他因素保持不变，则公司净利润将增加或减少约 3,676,481.25 元，整体来看不算敏感。

3. 投资建议：

公司为全国最大的民营医药流通企业，其全国性布局高效的仓储物流运营能力和丰富的上下游资源，为公司未来保持快速发展奠定了较好基础和提供了强大保障；其战略业务医院纯销、中药材及中药饮片及医疗器械等在未来将继续保持高速增长的态势，其较高毛利率的特点将助推公司业绩的快速增长；同时公司积极布局医药电商，静待处方药放开的政策风口。预计 18-20 年归属净利润约为 14.28 亿元/18.34 亿元/23.44 亿元，对应 EPS 为 0.76 元/0.98 元/1.25 元，对应 PE 23/18/14 倍。维持“推荐”评级。

4. 风险提示：

医改等医药行业政策的不确定性；公司扩张带来的财务风险。

报表预测（百万元）

利润表	2015A	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入	49589.25	61556.84	73942.89	87500.41	104767.60	124722.49
减：营业成本	45834.44	56732.60	67705.53	79683.01	95127.70	113033.04
营业税金及附加	77.16	130.12	176.37	208.71	249.90	297.50
营业费用	1225.70	1633.43	2276.44	2887.51	3666.87	4614.73
管理费用	1077.90	1268.09	1635.67	1937.15	2237.72	2614.42
财务费用	508.99	662.46	709.68	754.73	901.50	884.40
资产减值损失	52.61	92.93	93.92	79.82	79.82	79.82
加：投资收益	47.54	8.73	39.88	0.00	0.00	0.00
公允价值变动损益	0.00	7.03	-10.94	0.00	0.00	0.00
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
营业利润	859.98	1052.97	1374.21	1949.47	2504.10	3198.59
加：其他非经营损益	95.83	52.68	-9.80	-2.24	-2.24	-2.24
利润总额	955.81	1105.65	1364.41	1947.22	2501.85	3196.35
减：所得税	251.94	201.31	188.75	486.81	625.46	799.09
净利润	703.87	904.34	1175.65	1460.42	1876.39	2397.26
减：少数股东损益	9.33	27.60	27.41	32.66	41.96	53.61
归属母公司股东净利润	694.53	876.74	1148.25	1427.76	1834.43	2343.65
资产负债表	**2015A**	**2016A**	**2017A**	**2018E**	**2019E**	**2020E**
货币资金	5804.30	4999.29	8106.40	22687.14	4190.70	4988.90
应收和预付款项	12998.78	16747.00	22604.34	29723.40	36321.62	43243.74
存货	8114.14	10152.20	12182.28	14422.63	17284.70	20605.92
其他流动资产	0.01	27.74	140.67	0.00	0.00	0.00
长期股权投资	504.26	539.08	852.55	852.55	852.55	852.55
投资性房地产	1.40	1.35	60.21	60.21	60.21	60.21
固定资产和在建工程	3543.27	4403.08	5291.41	6056.62	6761.46	7405.94
无形资产和开发支出	966.35	1115.51	1309.82	1316.45	1322.90	1329.18
其他非流动资产	310.16	408.39	916.62	885.73	854.83	854.83
资产总计	32242.66	38393.64	51464.30	76004.72	67648.98	79341.28
短期借款	5847.36	3930.63	7037.56	0.00	12489.09	16841.68
应付和预收款项	12992.08	17597.70	22194.24	25431.93	29860.05	34993.27
长期借款	1600.00	1288.72	1462.01	28462.01	1462.01	1462.01
其他负债	1957.58	3566.22	1232.94	1229.03	1229.03	1229.03
负债合计	22397.02	26383.28	31926.74	55122.97	45040.17	54525.99
股本	1647.01	1647.03	1878.88	1878.88	1878.88	1878.88
资本公积	3734.10	3835.33	7411.60	7411.60	7411.60	7411.60
留存收益	3973.98	5795.68	9009.95	10321.49	12006.58	14159.45
归属母公司股东权益	9355.09	11278.04	18300.44	19611.97	21297.06	23449.93
少数股东权益	490.55	732.33	1237.13	1269.79	1311.75	1365.36
股东权益合计	9845.64	12010.37	19537.56	20881.75	22608.81	24815.29

负债和股东权益合计	32242.66	38393.64	51464.30	76004.72	67648.98	79341.28
现金流量表	**2015A**	**2016A**	**2017A**	**2018E**	**2019E**	**2020E**
经营性现金净流量	460.87	460.96	-971.36	-3645.45	-2031.31	-1690.07
投资性现金净流量	-1537.86	-1497.80	-1996.29	-917.78	-913.87	-913.87
筹资性现金净流量	2777.09	-415.68	6076.71	19143.98	-15551.26	3402.14
现金流量净额	1700.09	-1452.03	3108.53	14580.75	-18496.44	798.20

资料来源：公司公告，中国银河证券研究部

评级标准

银河证券行业评级体系：推荐、谨慎推荐、中性、回避

推荐：是指未来 6－12 个月，行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）超越交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报 20%及以上。该评级由分析师给出。

谨慎推荐：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）超越交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报。该评级由分析师给出。

中性：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）与交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报相当。该评级由分析师给出。

回避：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）低于交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报 10%及以上。该评级由分析师给出。

银河证券公司评级体系：推荐、谨慎推荐、中性、回避

推荐：是指未来 6－12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 20%及以上。该评级由分析师给出。

谨慎推荐：是指未来 6－12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10%－20%。该评级由分析师给出。

中性：是指未来 6－12 个月，公司股价与分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报相当。该评级由分析师给出。

回避：是指未来 6－12 个月，公司股价低于分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10%及以上。该评级由分析师给出。

李平祝，医药行业分析师。本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，本人承诺，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接受到任何形式的补偿。本人承诺不利用自己的身份、地位和执业过程中所掌握的信息为自己或他人谋取私利。

免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券，银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，无意针对或打算违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播或复印本报告。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。银河证券认为本报告所载内容及观点客观公正，但不担保其内容的准确性或完整性。客户不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

银河证券不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于客户。银河证券建议客户如有任何疑问应当咨询证券投资顾问并独自进行投资判断。本报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何内容适合客户，本报告不构成给予客户个人咨询建议。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部份，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。银河证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

截至本证券研究报告发布之日，本公司持有本篇报告涉及之上市公司的股份达到或超过其已发行股份的 1%，特此提醒投资人注意。

银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给银河证券客户的，属于机密材料，只有银河证券客户才能参考或使用，如接收人并非银河证券客户，请及时退回并删除。

所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为银河证券的商标、服务标识及标记。

银河证券版权所有并保留一切权利。

联系

中国银河证券股份有限公司 研究部
深圳市福田区福华一路中心商务大厦 26 层
北京市西城区金融街 35 号国际企业大厦 C 座
北京市西城区金融街 35 号国际企业大厦 C 座
北京市西城区金融街 35 号国际企业大厦 C 座
上海浦东新区富城路 99 号震旦大厦 15 楼
公司网址：www.chinastock.com.cn

机构请致电：
深广地区：詹 璐 0755-83453719 zhanlu@chinastock.com.cn
海外机构：李笑裕 010-83571359 lixiaoyu@chinastock.com.cn
北京地区：王婷 010-66568908 wangting@chinastock.com.cn
海外机构：刘思瑶 010-83571359 liusiyao@chinastock.com.cn
上海地区：何婷婷 021-20252612 hetingting@chinastock.com.cn