九州通（600998）

公司业绩符合预期，基层医药及零售的实现稳定快速增长

买入（维持）

盈利预测预估值	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入（百万元）	73,943	88,805	109,763	137,534
同比（%）	20.1%	20.1%	23.6%	25.3%
归母净利润（百万元）	1,446	1,515	1,890	2,399
同比（%）	64.9%	4.8%	24.7%	26.9%
每股收益（元/股）	0.77	0.81	1.01	1.28
P/E（倍）	19.74	18.84	15.10	11.90

投资要点

- **公司发布 2018 年半年报：**实现营业收入 424.49 亿元，同比增长 17.17%；归属于上市公司股东的净利润 5.37 亿元，同比下降 32.31%；归属于上市公司股东的扣除非经常性损益的净利润 4.90 亿元，同比增长 20.54%。
- **主营业务各品类均实现稳定增长：**报告期内，公司主营业务实现收入 423.58 亿元、利润 34.11 亿元，分别较上年同期增长 17.54%和 18.93%。公司主营业务上半年毛利率为 8.05%，较上年同期提升 0.09 个百分点。公司主营业务增长继续大幅快于行业整体增速，经营效益持续提升。西药、中成药实现销售收入 335.24 亿元，同比增长 13.94%；毛利率为 7.73%，较上年同期提升 0.08 个百分点；中药材与中药饮片业务实现销售收入 15.92 亿元，同比增长 16.27%；公司医疗器械与计生用品业务实现销售收入 51.78 亿元，同比增长 66.17%；公司消费品事业部实现销售收入 20.63 亿元，同比下降 3.11%。
- **医疗机构及零售药店均实现销售收入快速增长：**报告期内，公司医疗机构渠道实现销售 135.29 亿元，较上年同期增长 30.57%。公司的二级及以上医院有效客户达 4,470 余家，上半年实现销售 86.92 亿元，较去年同期增长 23.01%。公司二级以下基层医疗机构有效客户达 75,100 余家，上半年受益于分级诊疗政策推进，药品销售渠道下沉的积极影响，公司二级以下基层医疗机构销售增速加快，期内实现销售 48.38 亿元，较上年同期增长 46.77%。2018H1 公司零售药店端业务实现销售 109.75 亿元，较上年同期增长 38.66%，主要是因为“营改增”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无票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。
- **盈利预测与投资评级：**我们预计 2018-2020 年，公司营业收入分别为 888.05 亿元、1097.63 亿元和 1375.34 亿元，归母净利润分别为 15.15 亿元、18.90 亿元和 23.99 亿元，对应 EPS 分别为 0.81 元、1.01 元和 1.28 元。我们认为公司为国内最大的民营医药流通企业，长期致力于基层医疗机构和零售药店的配送布局，受益于分级诊疗及两票制政策实施，随着政策逐渐落地，公司业绩有望加速，因此维持对公司的“买入”评级。
- **风险提示：**医药行业政策变化风险；政策落地进度不达预期。

2018 年 08 月 28 日
证券分析师 全铭
执业证号：S0600517010002
021-60199793
quanm@dwzq.com.cn
证券分析师 焦德智
执业证号：S0600516120001
021-60199793
jiaodzh@dwzq.com.cn

股价走势

市场数据

收盘价(元)	15.20
一年最低/最高价	14.42/22.20
市净率(倍)	1.52
流通 A 股市值(百万元)	25232.60

基础数据

每股净资产(元)	7.80
资产负债率(%)	64.69
总股本(百万股)	1877.66
流通 A 股(百万股)	1660.04

相关研究

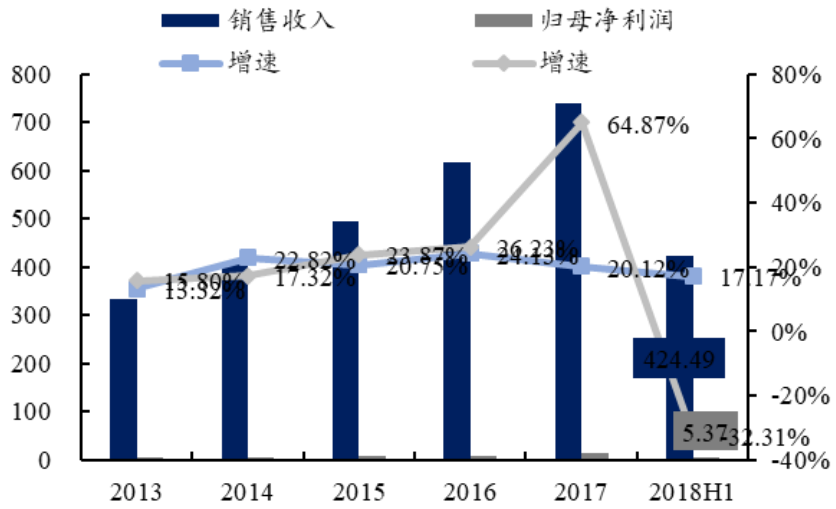
1、《【东吴医药】九州通 2017 年年报点评：最受益两票制及分级诊疗的医药流通标的，收入维持快速增长，估值底部配置价值凸显》2018-04-26
2、《九州通 2017 年三季报点评：收入端继续快速增长，股权激励摊销费用影响利润，整体符合预期》2017-10-26
3、《九州通（600998）半年报点评：业绩符合预期，土地处置带来业绩大幅提升，继续看好公司基层配送龙头的地位》2017-08-31

请务必阅读正文之后的免责声明部分

1. 事件

公司发布 2018 年半年报：实现营业收入 424.49 亿元，同比增长 17.17%；归属于上市公司股东的净利润 5.37 亿元，同比下降 32.31%；归属于上市公司股东的扣除非经常性损益的净利润 4.90 亿元，同比增长 20.54%。

图 1：2013-2018H1 公司营收与净利润情况



数据来源：Wind、东吴证券研究所

公司收入端增速为 17.17%，略低于预期。主要原因为两票制的推行导致公司的调拨业务小幅下滑。随着两票制推行完毕，对调拨业务的不利影响出清，未来将维持稳定。

2. 我们的观点：

2.1. 主营业务各品类均实现稳定增长

报告期内，公司主营业务实现收入 423.58 亿元、利润 34.11 亿元，分别较上年同期增长 17.54%和 18.93%。公司主营业务上半年毛利率为 8.05%，较上年同期提升 0.09 个百分点。公司主营业务增长继续大幅快于行业整体增速，经营效益持续提升。

2.1.1. 西药、中成药板块

上半年公司核心业务品种西药、中成药销售继续保持快速增长，实现销售收入 335.24 亿元，同比增长 13.94%；毛利率为 7.73%，较上年同期提升 0.08 个百分点。

报告期内，公司进一步调整采购模式从而实现采购业务下沉、核心供应商一级开户业务增量显著、积极开拓合资供应商（争取了拜耳、阿斯利康、赛诺菲非目标零售市场项目）。公司通过积极拓展战略协议连锁及县域连锁业务，推动整体销售稳步增长。

2.1.2. 中药材与中药饮片板块

请务必阅读正文之后的免责声明部分

报告期内，公司中药材与中药饮片业务继续保持良好增长，实现销售收入 15.92 亿元，同比增长 16.27%；销售毛利率为 13.32%，较去年同期提升 0.69 个百分点。九州天润加强自有品牌建设，提升行业影响力。截至报告期末已建成并投入运营 11 家煎药中心，与 180 余家医疗机构建立了稳定合作关系。

2.1.3. 医疗器械与计生用品板块

报告期内，公司医疗器械与计生用品业务实现销售收入 51.78 亿元，同比增长 66.17%；销售毛利率为 7.95%，与上年同期基本持平。

报告期内，九州通器械集团收购及成立了 6 家子公司，扩大了市场覆盖范围，各业务板块发展良好，金鑫宝体温计、欧姆龙电子血压计等常规业务销售大幅增长，强生、捷迈、美敦力等专业业务取得突破，新兴的第三方消毒业务实现上线。

2.1.4. 食品、保健品、化妆品等

公司消费品事业部进行战略调整，压缩渠道业务，拓展终端业务。期内实现销售收入 20.63 亿元，同比下降 3.11%；销售毛利率为 9.46%，较上年同期提升 0.41 个百分点。

2.2. 医疗机构及零售药店均实现销售收入快速增长

2.2.1. 医疗机构实现快速增长，二级以下基层医疗机构增速亮眼

报告期内，公司医疗机构渠道实现销售 135.29 亿元，较上年同期增长 30.57%。

公司的二级及以上医院有效客户达 4,470 余家，上半年实现销售 86.92 亿元，较去年同期增长 23.01%。

公司二级以下基层医疗机构有效客户达 75,100 余家，上半年受益于分级诊疗政策推进，药品销售渠道下沉的积极影响，公司二级以下基层医疗机构销售增速加快，期内实现销售 48.38 亿元，较上年同期增长 46.77%。

2.2.2. 零售药店端业务实现稳定快速增长

2018H1 公司零售药店端业务实现销售 109.75 亿元，较上年同期增长 38.66%，主要是因为“营改增”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无票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。

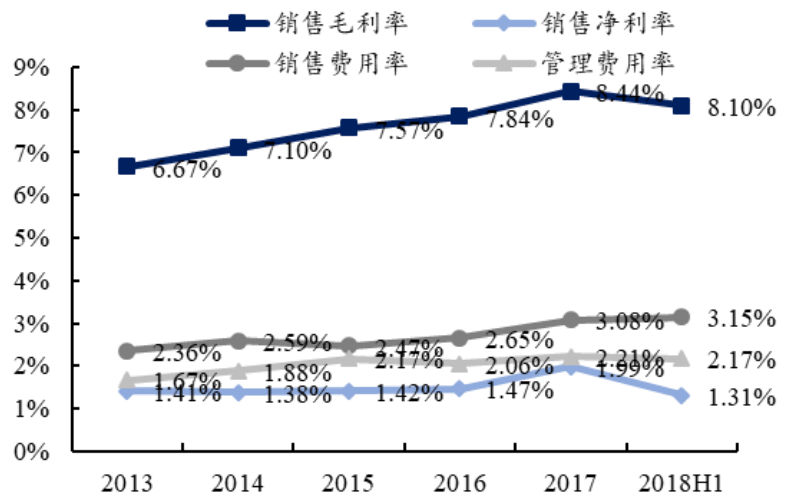
2.2.3. 其它渠道稳中有升推动公司业绩增长

报告期内，公司对下游医药批发商的销售收入为 150.03 亿元，较上年同期下降 2.61%。公司好药师零售连锁业务实现营业收入 10.01 亿元、较上年同期增长 18.23%。公司非药品渠道继续保持较快增长，期内实现销售收入 18.49 亿元，较上年同期增长 22.67%。

3. 净利率略有下滑，公司整体经营稳定

公司销售毛利率基本维持稳定，净利率出现下滑。我们认为公司净利率出现下滑的主要原因为管理费用率及销售费用率出现上升。这两项费用率上升的和主要原因为终端业务占比提升带来的。

图 2：2013-2018H1 公司毛利率、净利率、销售费用率及管理费用率情况



数据来源：Wind、东吴证券研究所

4. 盈利预测与评级

我们预计 2018-2020 年，公司营业收入分别为 888.05 亿元、1097.63 亿元和 1375.34 亿元，归母净利润分别为 15.15 亿元、18.90 亿元和 23.99 亿元，对应 EPS 分别为 0.81 元、1.01 元和 1.28 元。我们认为公司为国内最大的民营医药流通企业，长期致力于基层医疗机构和零售药店的配送布局，受益于分级诊疗及两票制政策实施，随着政策逐渐落地，公司业绩有望加速，因此维持对公司的“买入”评级。

5. 风险提示

医药行业政策变化风险；政策落地进度不达预期。

九州通三大财务预测表

资产负债表（百万元）	2017A	2018E	2019E	2020E
流动资产	**43,473**	**58,992**	**76,561**	**92,835**
现金	8,541	19,567	24,185	30,304
应收账款	14,106	13,736	20,677	22,442
存货	12,182	14,622	18,472	22,950
其他流动资产	8,644	11,066	13,226	17,139
非流动资产	**8,575**	**9,753**	**11,306**	**13,267**
长期股权投资	853	1,170	1,489	1,813
固定资产	4,386	5,166	6,252	7,660
在建工程	905	932	1,014	1,154
无形资产	1,165	1,243	1,332	1,421
其他非流动资产	1,267	1,242	1,218	1,219
资产总计	**52,048**	**68,745**	**87,866**	**106,103**
流动负债	**30,702**	**46,094**	**63,437**	**79,401**
短期借款	7,038	18,709	28,137	37,006
应付账款	9,996	10,962	14,914	17,473
其他流动负债	13,668	16,423	20,387	24,922
非流动负债	**1,809**	**1,757**	**1,714**	**1,668**
长期借款	1,462	1,410	1,367	1,321
其他非流动负债	347	347	347	347
负债合计	**32,511**	**47,851**	**65,151**	**81,069**
少数股东权益	1,237	1,266	1,306	1,360
归属母公司股东权益	18,300	19,628	21,410	23,674
负债和股东权益	**52,048**	**68,745**	**87,866**	**106,103**

现金流量表（百万元）	2017A	2018E	2019E	2020E
经营活动现金流	-1,012	1,657	-1,338	1,775
投资活动现金流	-1,996	-1,512	-1,974	-2,469
筹资活动现金流	6,077	10,882	7,930	6,813
现金净增加额	3,068	11,026	4,618	6,119
折旧和摊销	375	368	453	535
资本开支	1,090	860	1,233	1,638
营运资本变动	-3,140	-1,125	-5,113	-3,157

利润表（百万元）	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入	**73,943**	**88,805**	**109,763**	**137,534**
减:营业成本	67,706	81,257	100,324	125,568
营业税金及附加	176	166	209	261
营业费用	2,276	2,220	2,601	3,163
管理费用	1,636	1,865	2,195	2,751
财务费用	710	903	1,424	1,971
资产减值损失	94	480	593	743
加:投资净收益	40	34	33	29
其他收益	-11	-1	-1	-2
营业利润	**1,942**	**1,948**	**2,449**	**3,104**
加:营业外净收支	-17	62	49	38
利润总额	**1,925**	**2,010**	**2,499**	**3,142**
减:所得税费用	452	465	570	688
少数股东损益	27	29	39	54
归属母公司净利润	**1,446**	**1,515**	**1,890**	**2,399**
EBIT	2,191	2,416	3,308	4,342
EBITDA	2,567	2,783	3,761	4,877

重要财务与估值指标	2017A	2018E	2019E	2020E
每股收益(元)	0.77	0.81	1.01	1.28
每股净资产(元)	7.55	8.26	9.21	10.41
发行在外股份(百万股)	1879	1879	1879	1879
ROIC(%)	6.2%	4.6%	4.9%	5.4%
ROE(%)	7.5%	7.4%	8.5%	9.8%
毛利率(%)	8.4%	8.5%	8.6%	8.7%
销售净利率(%)	2.0%	1.7%	1.7%	1.7%
资产负债率(%)	62.5%	69.6%	74.1%	76.4%
收入增长率(%)	20.1%	20.1%	23.6%	25.3%
净利润增长率(%)	64.9%	4.8%	24.7%	26.9%
P/E	19.74	18.84	15.10	11.90
P/B	2.01	1.84	1.65	1.46
EV/EBITDA	11.72	11.16	9.56	7.96

数据来源：贝格数据，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