

业绩符合预期，基层、药店渠道表现亮眼

——九州通（600998）点评

2018年08月29日

强烈推荐/维持

九州通

财报点评

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：

公司发布 2018 年中报，实现收入 424.49 亿元，同比增长 17.17%，实现归母净利润 5.37 亿元，同比增长 -32.31%，实现扣非后归母净利润 4.90 亿元，同比增长 20.54%。

公司分季度财务指标

指标	2016Q4	2017Q1	2017Q2	2017Q3	2017Q4	2018Q1	2018Q2
营业收入（百万元）	16323.86	18814.31	17414.13	18230.42	19484.04	22210.15	20238.85
增长率（%）	24.28%	21.80%	21.44%	18.02%	19.36%	18.05%	16.22%
毛利率（%）	9.38%	7.50%	8.75%	8.41%	9.09%	7.78%	8.46%
期间费用率（%）	5.75%	5.54%	6.38%	6.84%	6.27%	6.03%	6.35%
营业利润率（%）	3.11%	1.15%	4.95%	-1.64%	5.97%	1.34%	2.08%
净利润（百万元）	436.32	187.66	614.06	166.25	504.94	224.81	333.31
增长率（%）	34.56%	34.19%	252.43%	08.00%	15.73%	19.79%	-45.72%
每股盈利（季度，元）	0.25	0.11	0.36	0.10	0.26	0.12	0.17
资产负债率（%）	68.99%	68.63%	68.13%	67.79%	62.46%	66.87%	64.69%
净资产收益率（%）	3.63%	1.39%	4.31%	1.09%	2.58%	1.13%	1.64%
总资产收益率（%）	1.13%	0.44%	1.37%	0.35%	0.97%	0.37%	0.58%

观点：

1、业绩符合预期，股权激励费用拖累利润增长

公司业绩整体符合预期，扣非后净利润在剔除激励费用影响后增速在 31%以上。从收入端来看，实现同比增长 17.17%，增速略微放缓主要是因为调拨业务受到两票制的影响有所下滑，从两票制执行的时间节奏来看，对调拨业务的影响已经出尽，我们认为后续将基本保持平稳。从利润端来看，实现扣非后利润同比增长 20.54%，由于公司去年 6 月做了股权激励，导致 H1 股权激励费用摊销较上年同期增加 5876.21 万元，扣除股权激励费用影响后公司扣非后净利润增速在 31%以上。展望全年来看，公司股权激励费用会呈现前高后低的状态，全年预计 1.17 亿，较去年的 1.03 亿仅增加 0.14 亿，对利润影响微乎其微，我们认为公司全年扣非后净利润增速有望实现 30%以上。

1) 按品类划分来看：

- ◆ **西药、中成药类：**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%，销售毛利率为 7.73%，较去年同期提高 0.08 个百分点。
- ◆ **中药材与中药饮片：**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，较上年同期增长 16.27%；销售毛利率为 13.32%，较去年同期提升 0.69 个百分点。
- ◆ **医疗器械与计生用品：**实现销售收入 51.78 亿元，较上年同期增长 66.17%；销售毛利率为 7.95%，与上年同期基本持平。公司在报告期内收购及成立了 6 家子公司，扩大市场覆盖范围，医疗器械与计生用品板块保持高速增长势头。
- ◆ **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。实现销售收入 20.63 亿元，较上年同期下降 3.11%；销售毛利率为 9.46%，较上年同期提升 0.41 个百分点。

2) 按业务板块划分来看：

医药商业：基层医疗机构以及零售药店（批发业务）超高速增长，公司核心业务长期受益于分级诊疗等政策推进

- ◆ **医疗机构：**整体实现销售 135.29 亿元，同比增长 30.57%。其中，二级及以上医院实现销售 86.92 亿元，同比增长 23.01%，由于 2017 年全国执行零加成的缘故，公司对账期较长且支付拖延的医院客户进行了销售控制，增长有所放缓；而基层医疗机构则受益于分级诊疗政策推进，药品销售渠道下沉的积极影响，期内实现销售 48.38 亿元，较上年同期增长 46.77%。
- ◆ **零售药店（批发业务）：**零售药店渠道（批发业务）继续保持快速增长，期内实现销售 109.75 亿元，较上年同期增长 38.66%，主要是因为“营改增”、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。其中，公司对**连锁药店批发客户**的销售收入为 81.95 亿元，较上年同期增长 40.28%，而公司对**单体药店批发客户**的销售收入为 27.80 亿元，较上年同期增长 34.10%。
- ◆ **调拨业务（下游批发商）：**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%。2018 年上半年，随着“两票制”的全面实行，公司下游医药批发商的销售较上年同期出现下降，公司的下游渠道进一步下沉终端，这有利于公司整体销售毛利率的提升。
- ◆ **零售业务：**报告期内，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%。其

中，线下门店实现销售 5.06 亿元，较上年同期增长 18.99%，门店数量也呈现大幅上升态势，截至报告期末，公司零售药店 1,156 家，较期初 953 家增加 203 家。其中直营店 293 家，较期初 300 家减少 7 家；加盟店 863 家，较期初 653 家增加 210 家。而好药师线上业务保持稳定增长，期内实现营业收入 4.95 亿元，较上年同期增长 17.46%（同口径对比）。

◆ **非药品渠道销售**：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%。

医药工业：公司医药工业 H1 实现销售收入 7.17 亿元、较上年同期的增长 42.22%；销售高速增长主要是公司中药饮片的生产能力大幅提升；毛利率为 22.58%，与上年同期基本持平。

3) 从财务指标上来看：销售费用率、管理费用率、财务费用率分别为 3.15%、2.17%、0.86%，较去年同期分别+0.30pp、+0.10pp、-0.17pp，由于终端业务占比的提升，公司销售费用率与管理费用率有一定幅度的提升。同时，**Q2 单季度现金流改善明显**，由于全国执行零加成带来医院账期变长的缘故，公司 Q1 经营性现金流受到影响，为-38.75 亿元，较去年同期下降 12.09 亿元，而 H1 为-48.95 亿元，Q2 单季度基本与去年为同一水平，现金流改善趋势明显（由于流通企业的运营模式，年中现金流有大幅流出为正常情况）。

2、大股东持续增持彰显信心

截止 8 月 8 日，大股东已经增持 1022 万股，合计金额 1.64 亿元，同时公告大股东将在未来 6 个月内择机继续增持 0.05%-1% 的总股本，对应目前股价为 1450 万-2.9 亿元（8 月 9 日又再次增持 887 万元），彰显大股东对公司发展的强烈信心。

3、战略重心转移：推进 FBBC 模式，重点开发基层、药店客户，抓住产业变革趋势

公司自今年 3 月以来正式落地 FBBC 模式，目前进展顺利，已经成为公司后续的战略发展重点。FBBC 模式是打通从药企、流通、药店（诊所）、患者这条产业链的模式。通过这个平台，作为 F 端的供应商可以了解市场情况、订单的履行情况以及推广产品等等，F 端到 B 端（九州通）再到 B 端（药店或诊所）的整个过程通过这一平台就可以完成。

而在九州通与药店之间的联系来说，这个模式会给单体药店以及中小连锁药店赋能：

- ◆ **直击痛点**：单体店口碑较好，专业性较好于连锁药店，但单体药店一方面缺乏经营管理的理念，另一方面没有议价能力，在价格上有显著劣势。
- ◆ **议价能力**：九州通以九州通的平台去和上游企业议价，帮助个体药店在价格上不处于劣势；
- ◆ **经营管理&服务**：①ERP 系统：帮助药店管理库存，也可以通过这个系统补货；②会员管理系统：帮助单体药店管理会员，根据患者购药经历进行数据分析，提醒单体药店做对应的提醒及会员维护；③经营管理课程：邀请药店行业资深管理人员给单体药店经营业主进行培训；④O2O 模式：把好药师的模式嫁接到选定的部分会员店内，给这部分药店导流，截止今年 6 月份已经与 19 个城市 500 多家店签约，开展“三公里半径、一小时必达”送药业务，目前正在陆续上线。⑤远程诊疗系统：通过九州通自有的医院以及签约的医院，帮助药店更好的服务患者，截止 6 月底已经与 1100 多家店开展合作，目前每个月约有 15 万张处方；

同样, 公司后续也将加强对诊所的覆盖与赋能, 我们预计今年有望将公司目前覆盖的 6 万家诊所以及额外的 2 万家诊所纳入 FBBC 战略体系内来。

我们认为, FBBC 模式将成为公司后续发展的重要助推力量:

1) 抓住产业变革趋势: 在分级诊疗的推进以及后续医改政策的深化, 基层和药店将成为承接二级以上医院渠道处方外流的重要端口, 而公司的 FBBC 模式直接将药店、诊所纳入到自身的战略体系内来, 将享受产业变革趋势下的红利。

2) 毛利率与现金流有望实现双击: 从毛利率来看, 公司成立商品事业部, 帮助药企进行品种在药店渠道的推广, 毛利率在 15%左右, 同时准备 300-400 个品种覆盖诊所, 毛利率有望实现 20-30%; 从现金流来看, 药店渠道账期在 15-30 天, 诊所为货到付款。我们认为, 在公司 FBBC 模式持续推广下, 药店和诊所业务有望高速增长, 占比逐步提高后有望实现在毛利率、现金流上的大幅改善。

4、投资逻辑再梳理: 长期有望实现业绩、估值戴维斯双击

我们认为, 公司长期是有望实现业绩、估值双击的标的:

- ◆ **业绩上:** 目前 18 年估值 20 倍, 未来 3 年复合增速 30%左右, 是能够挣到业绩钱的标的。从业务上来说, 药店、基层两大渠道作为公司传统优势领域, 长期享受分级诊疗、处方外流的政策红利, 而二级以上医院在两票制的助力下抢占市场份额, 均有望持续高增长。
- ◆ **估值上:** 公司目前重点推进 FBBC 模式, 将药店、诊所纳入到自己的战略体系内来有望长期增强其下游竞争力, 提高公司业务护城河。公司在产业链中的议价能力也将持续提高, 随着在药店、诊所的业务占比提升, ROE 以及现金流均有望大幅改善。另一方面来说, 公司也将一定程度上掌握药店、诊所两大端口, 叠加好药师的医药电商端口, 有望长期获得估值的提升。

结论:

我们预计公司 2018-2020 年净利润为 14.25、18.95、24.80 亿元, 同比增长-1.55%、32.98%、30.87%, 对应 PE 为 20x、15x、11x。如果不计算 2017 年的土地补偿收益, 公司 2018 年净利润增速应该在 30%左右。公司为中盘高成长性白马, 业务趋势向好, 同时 FBBC 模式推进下有望提升公司估值, 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					单位: 百万元	总资产净利润(%)					
	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E	ROE(%)					
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	28.17	17.48	20.15	15.09	11.30
资本公积增加	-10	3930	0	0	0	P/B	2.22	1.56	1.59	1.51	1.41
现金净增加额	-1482	3068	1752	2383	2832	EV/EBITDA	8.93	6.93	7.88	6.87	5.95

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。