

2018年08月29日

王睿哲
C0062@capital.com.tw
目标价(元)

20元

九州通(600998.SH)

Buy 买入

营收结构不断优化, 实际净利快速增长

结论与建议:

公司基本信息

产业别	医药生物		
A 股价(2018/8/29)	15.21		
上证指数(2018/8/29)	2777.98		
股价 12 个月高/低	22.2/14.42		
总发行股数(百万)	1877.66		
A 股数(百万)	1660.04		
A 市值(亿元)	252.49		
主要股东	上海弘康实业投资有限公司 (23.30%)		
每股净值(元)	7.80		
股价/账面净值	1.95		
	一个月	三个月	一年
股价涨跌(%)	-6.1	-18.4	-26.1

近期评等

出刊日期	前日收盘	评等
2018-04-26	17.81	买入
2018-03-07	17.38	买入

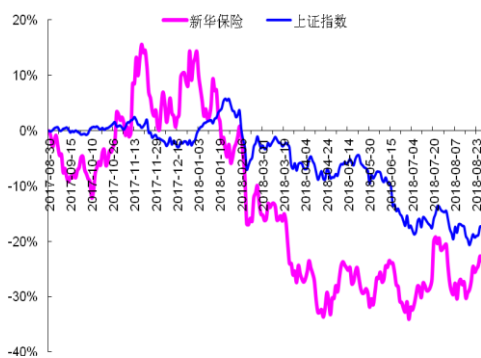
产品组合

医药批发及相关业务	96.7%
医药零售	1.8%
医药工业	1.5%

机构投资者占流通 A 股比例

基金	5.1%
一般法人	73.1%

股价相对大盘走势



➤ **公司业绩:** 公司 2018H1 实现营收 424.5 亿元, YOY+17.2%, 录得净利润 5.4 亿元, YOY-32.3%, 但由于去年同期获得汉阳地块旧城改造征收补偿款 5.3 亿元, 并且今年上半年股权激励费用较去年同期增加 0.6 亿元, 扣除这些影响因素后, 公司实际净利润 YOY+30%, 符合预期。公司 Q2 单季实现营收 202.4 亿元, YOY+16.2%, 录得净利润 3.2 亿元, YOY-48.1%。扣非后实际 YOY+20.5%。在“两票制”推进中, 公司营收及实际净利润增速处于行业前列。

➤ **营收结构不断优化:** 分业务来看: (1) 由于公司积极拓展高端医院及基层医疗机构, 纯销业务实现营收 135 亿元, YOY+30.6%, 其中二级及以上医院营收 YOY+23%, 基层医疗机构业务则受益于分级诊疗政策, 营收 YOY+47%; (2) 零售药店批发业务受益于营改增等政策市场份额不断扩大, 实现营收 110 亿元, YOY+38.7%; (3) 调拨业务受两票制政策影响实现营收 150 亿元, YOY-2.6%; (4) 公司好药师零售连锁业务实现营收 10 亿元, YOY+18.2%。整体来看, 公司营收结构不断优化, 更加符合两票制营改增及分级诊疗的政策的发展方向, 预计公司营收将会继续保持较快增长。

➤ **毛利率同比持平, 销售费用率略有增加:** 公司零售业务毛利率同比微增, 但由于医药工业毛利率略有下降, 整体来看, 公司综合毛利率为 8.1%, 同比持平。由于公司积极拓展高端医院以及基层医疗机构纯销业务, 销售费用率同比增加 0.3 个百分点至 3.2%; 股权激励费用摊销增加, 公司管理费用率同比增加 0.1 个百分点至 2.2%; 财务费用率同比下降 0.2 个百分点。整体来看, 公司期间费用率同比增加 0.2 个百分点至 6.2%。

➤ **盈利预计:** 我们预计公司 2018/2019 年分别实现净利润 13.55 亿元/17.14 亿元, 分别同比-6.3%/+26.5% (扣非后分别+28%/+26%), EPS 分别为 0.72 元/0.91 元, 对应 PE 分别为 21 倍/17 倍。公司纯销、基层配送业务以及终端直配业务预计将会保持快速发展, 目前估值合理, 维持“买入”的投资评级。

➤ **风险提示:** 医药政策改变; 利率上行

年度截止 12 月 31 日		2015	2016	2017	2018F	2019F
纯利 (Net profit)	RMB 百万元	695	877	1446	1355	1714
同比增减	%	23.87	26.23	64.87	-6.25	26.45
每股盈余 (EPS)	RMB 元	0.43	0.54	0.87	0.72	0.91
同比增减	%	19.44	25.58	61.11	-17.04	26.45
市盈率 (P/E)	X	35.37	28.17	17.48	21.07	16.67
股利 (DPS)	RMB 元	0.13	0.00	0.10	0.10	0.13
股息率 (Yield)	%	0.85	0.00	0.66	0.66	0.84

预期报酬(Expected Return; ER)为准, 说明如下:

强力买入 Strong Buy (ER \geq 30%); 买入 Buy (30% > ER \geq 10%)

中性 Neutral (10% > ER > -10%)

卖出 Sell (-30% < ER \leq -10%); 强力卖出 Strong Sell (ER \leq -30%)

附一: 合并损益表

人民币百万元	2015	2016	2017	2018F	2019F
营业收入	49589	61557	73943	87657	104972
经营成本	45834	56733	67706	80229	95930
营业税金及附加	77	130	176	215	262
销售费用	1226	1633	2276	2737	3149
管理费用	1078	1268	1636	1872	2204
财务费用	509	662	710	816	1050
资产减值损失	53	93	94	116	150
投资收益	48	9	40	31	0
营业利润	860	1049	1942	1743	2227
营业外收入	114	101	10	105	90
营业外支出	18	45	26	48	49
利润总额	956	1106	1925	1801	2268
所得税	252	201	452	403	510
少数股东损益	9	28	27	42	44
归母净利润	695	877	1446	1355	1714

附二: 合并资产负债表

人民币百万元	2015	2016	2017	2018F	2019F
货币资金	6109	5237	8541	9822	11295
应收账款	7798	9076	14106	16928	20313
存货	8114	10152	12182	11573	10995
流动资产合计	27221	32164	43473	52168	62601
长期股权投资	504	539	853	1108	1441
固定资产	2788	3563	4386	4825	5307
在建工程	756	840	905	1086	1304
非流动资产合计	5363	6565	8575	9862	11341
资产总计	32585	38729	52048	62029	73942
流动负债合计	21010	25259	30702	36842	44211
非流动负债合计	1729	1459	1809	1881	1956
负债合计	22739	26718	32511	38724	46167
少数股东权益	491	732	1237	2845	9390
股东权益合计	9355	11278	18300	20460	18385
负债及股东权益合计	32585	38729	52048	62029	73942

附三: 合并现金流量表

(人民币百万元)	2015	2016	2017	2018F	2019F
经营活动所得现金净额	436	431	-1012	607	668
投资活动所用现金净额	-1538	-1498	-1996	-1400	-1400
融资活动所得现金净额	2777	-416	6077	-2000	-2000
现金及现金等价物净增加额	1675	-1482	3068	-2793	-2732

此份报告由群益证券(香港)有限公司编写, 群益证券(香港)有限公司的投资和由群益证券(香港)有限公司提供的投资服务不是个人客户而设。此份报告不能复制或再分发或印刷报告之全部或部分内容以作任何用途。群益证券(香港)有限公司相信用以编写此份报告之资料可靠, 但此报告之资料没有被独立核实审计。群益证券(香港)有限公司不对此报告之准确性及完整性作任何保证, 或代表或作出任何书面保证, 而且不会对此报告之准确性及完整性负任何责任或义务。群益证券(香港)有限公司, 及其分公司及其联营公司或许在阁下收到此份报告前使用或根据此份报告之资料或研究推荐作出任何行动。群益证券(香港)有限公司及其任何一位董事或其代表或雇员不会对使用此份报告后招致之任何损失负任何责任。此份报告内容之数据和意见可能会或会在没有事前通知前变更。群益证券(香港)有限公司及其任何一位董事或其代表或雇员或会对此份报告内描述之证i @持意见或立场, 或会买入, 沽出或提供销售或出价此份报告内描述之证券。群益证券(香港)有限公司及其分公司及其联营公司可能以其户口, 或代他人之户口买卖此份报告内描述之证i @。此份报告不是用作推销或促使客人交易此报告内所提及之证券。