

# 九州通 (600998) \ 医药生物

## ——增长稳健，三季度现金流优异

### 事件：

公司公布2018年三季报，前三季度实现营收637.46亿元，同比增长17.05%；实现归母净利润7.71亿元，同比减少19.22%、扣非后归母净利润6.84亿元，同比增长23.20%；实现基本EPS为0.42元。整体业绩符合预期。

### 投资要点：

#### ➤ 管理费用率下降促进利润端快速增长

18Q3实现营收212.97亿元（+16.82%），扣非后归母净利润1.94亿元（+30.50%），Q3毛利率为8.26%，整体看仍处于下降趋势，这也与行业长期降价周期有关。费用率方面Q3销售费用率同比略有增加，达3.30%；但管理费用率仅为2.11%，同比下降0.6pct，预计Q3股权激励费用同比减少较多；财务费用方面受借款和短融增多影响有所增加。Q3整体净利率为1.03%，同比小幅增加。

#### ➤ 批发业务平稳增长，现金流受益于客户管控

分项来看，前三季度医药批发业务增速为17.16%，预计对基层医疗机构和零售药店客户配送业务增速仍在30%以上；医药零售业务增速放缓，主要与公司调整药品零售战略有关；医药工业同比增长31.99%，仍保持快速增长。另外公司医疗器械与计生用品配送业务Q3收入26.69亿元，前三季度仍能保持60%以上增速。营运方面前三季度公司应收账款项目合计238.03亿元，主要由于公司医院业务快速拓展；短期借款与长期借款相比18H1均有所增加，但公司在对医疗机构款项控制后成效显著，Q3经营性净现金流为6.69亿元，同比大幅好转，再结合公司账面66.22亿元现金，完全能够支撑纯销业务的发展。

#### ➤ 维持“推荐”评级

预测18/19/20年归母净利润为13.21/16.35/20.37亿元，对应当前股价PE分别为22.10/17.86/14.33，公司19年股权激励摊销费用将显著减少，利润增长也将加速，维持“推荐”评级。

#### ➤ 风险提示

1、医疗机构客户拓展不及预期；2、业务结构调整情况不及预期

投资建议：**推荐**  
 上次建议：**推荐**  
 当前价格：15.55元  
 目标价格：元

### 基本数据

总股本/流通股本（百万股）	1,878/1,660
流通A股市值（百万元）	25,814
每股净资产（元）	7.86
资产负债率（%）	67.77
一年内最高/最低（元）	22.10/13.33

### 一年内股价相对走势



汪太森 分析师

执业证书编号：S0590517110002

电话：0510-85182970

邮箱：wangts@glsc.com.cn

陈灿 研究助理

电话：0510-82832787

邮箱：chenca@glsc.com.cn

### 相关报告

- 《九州通 (600998) \ 医药生物行业》  
《业绩增速稳健，基层、药店业务快速拓展》
- 《九州通 (600998) \ 医药生物行业》  
《民营分销龙头，受益行业整合》
- 《九州通 (600998) \ 医药生物行业》  
《直销业务快速发展，长期受益行业整合》

财务数据和估值	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入 (百万元)	61,556.84	73,942.89	88,228.66	106,800.79	130,841.65
增长率 (%)	24.13%	20.12%	19.32%	21.05%	22.51%
EBITDA (百万元)	2,041.51	2,968.77	2,559.65	3,139.58	3,882.04
净利润 (百万元)	876.74	1,445.51	1,321.32	1,634.81	2,037.20
增长率 (%)	26.23%	64.87%	-8.59%	23.72%	24.61%
EPS (元/股)	0.47	0.77	0.70	0.87	1.08
市盈率 (P/E)	33.30	20.20	22.10	17.86	14.33
市净率 (P/B)	2.59	1.60	1.50	1.40	1.30
EV/EBITDA	15.25	12.10	15.15	13.47	11.76

数据来源：公司公告，国联证券研究所

**图表 1：财务预测摘要**

资产负债表						利润表					
单位:百万元	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E	单位:百万元	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
货币资金	4,999.29	8,106.40	7,058.29	8,544.06	10,467.3	营业收入	61,556.8	73,942.8	88,228.6	106,800.7	130,841.6
应收账款+票据	14,533.4	20,021.7	24,318.8	28,821.0	33,318.1	营业成本	56,732.6	67,705.5	80,746.8	97,690.69	119,615.4
预付账款	2,213.53	2,582.63	2,800.49	3,305.18	3,529.99	营业税金及附加	130.12	176.37	210.45	254.75	312.09
存货	10,152.2	12,182.2	13,656.7	16,172.5	18,003.3	营业费用	1,633.43	2,276.44	2,779.20	3,417.63	4,239.27
其他	20.71	140.67	140.67	140.67	140.67	管理费用	1,268.09	1,635.67	2,002.79	2,488.46	3,127.12
<b>流动资产合计</b>	<b>31,926.2</b>	<b>43,033.6</b>	<b>47,975.0</b>	<b>56,983.4</b>	<b>65,459.5</b>	财务费用	662.46	709.68	693.38	729.75	786.24
长期股权投资	539.08	852.55	852.55	852.55	852.55	资产减值损失	92.93	93.92	96.00	102.00	108.00
固定资产	3,562.80	4,386.04	4,864.20	5,285.99	5,656.77	公允价值变动收益	7.03	-10.94	0.00	0.00	0.00
在建工程	840.28	905.38	900.00	900.00	900.00	投资净收益	17.50	11.86	0.00	0.00	0.00
无形资产	1,028.15	1,157.76	1,253.47	1,362.38	1,441.28	其他	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他非流动资产	497.10	1,128.89	1,114.08	1,106.09	1,098.09	<b>营业利润</b>	<b>1,061.73</b>	<b>1,346.18</b>	<b>1,699.97</b>	<b>2,117.52</b>	<b>2,653.50</b>
<b>非流动资产合计</b>	<b>6,467.41</b>	<b>8,430.62</b>	<b>8,984.31</b>	<b>9,507.00</b>	<b>9,948.70</b>	营业外净收益	43.91	578.55	60.00	60.00	60.00
<b>资产总计</b>	<b>38,393.6</b>	<b>51,464.3</b>	<b>56,959.3</b>	<b>66,490.4</b>	<b>75,408.2</b>	<b>利润总额</b>	<b>1,105.65</b>	<b>1,924.73</b>	<b>1,759.97</b>	<b>2,177.52</b>	<b>2,713.50</b>
短期借款	3,930.63	7,037.56	7,640.17	10,274.1	12,852.7	所得税	201.31	451.82	413.59	511.72	637.67
应付账款+票据	16,213.5	19,166.2	22,780.2	27,317.5	31,031.4	<b>净利润</b>	<b>904.34</b>	<b>1,472.91</b>	<b>1,346.38</b>	<b>1,665.80</b>	<b>2,075.83</b>
其他	4,899.41	4,050.46	4,135.74	4,216.95	4,319.94	少数股东损益	27.60	27.41	25.05	30.99	38.62
<b>流动负债合计</b>	<b>25,043.5</b>	<b>30,254.2</b>	<b>34,556.1</b>	<b>41,808.6</b>	<b>48,204.1</b>	<b>归属于母公司净利润</b>	<b>876.74</b>	<b>1,445.51</b>	<b>1,321.32</b>	<b>1,634.81</b>	<b>2,037.20</b>
长期带息负债	1,288.72	1,462.01	1,507.02	2,365.01	3,117.08	<b>主要财务比率</b>					
长期应付款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00		<b>2016A</b>	<b>2017A</b>	<b>2018E</b>	<b>2019E</b>	<b>2020E</b>
其他	51.00	210.48	210.48	210.48	210.48	<b>成长能力</b>					
<b>非流动负债合计</b>	<b>1,339.72</b>	<b>1,672.48</b>	<b>1,717.50</b>	<b>2,575.48</b>	<b>3,327.56</b>	营业收入	24.13%	20.12%	19.32%	21.05%	22.51%
<b>负债合计</b>	<b>26,383.2</b>	<b>31,926.7</b>	<b>36,273.6</b>	<b>44,384.1</b>	<b>51,531.6</b>	EBIT	20.73%	49.20%	-20.60%	24.52%	26.03%
少数股东权益	732.33	1,237.13	1,262.18	1,293.17	1,331.79	EBITDA	21.37%	45.42%	-13.78%	22.66%	23.65%
股本	1,647.03	1,878.88	1,878.88	1,878.88	1,878.88	归属于母公司净利润	23.87%	64.87%	-8.59%	23.72%	24.61%
资本公积	3,835.33	7,411.60	7,411.60	7,411.60	7,411.60	<b>获利能力</b>					
留存收益	5,795.68	9,009.95	10,133.0	11,522.6	13,254.2	毛利率	7.84%	8.44%	8.48%	8.53%	8.58%
<b>股东权益合计</b>	<b>12,010.3</b>	<b>19,537.5</b>	<b>20,685.7</b>	<b>22,106.3</b>	<b>23,876.5</b>	净利率	1.47%	1.99%	1.53%	1.56%	1.59%
<b>负债和股东权益总</b>	<b>38,393.6</b>	<b>51,464.3</b>	<b>56,959.3</b>	<b>66,490.4</b>	<b>75,408.2</b>	ROE	7.77%	7.90%	6.80%	7.85%	9.04%
<b>现金流量表</b>						ROIC	8.77%	9.36%	6.12%	6.61%	7.16%
单位:百万元	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E	<b>偿债能力</b>					
净利润	891.83	955.81	1,300.48	1,619.90	2,029.93	资产负债	68.72%	62.04%	63.68%	66.75%	68.34%
折旧摊销	303.10	375.03	500.31	575.31	650.31	流动比率	1.27	1.42	1.39	1.36	1.36
财务费用	629.88	756.73	299.38	386.75	518.24	速动比率	0.87	1.02	0.99	0.97	0.98
存货减少	-2,038.06	-2,034.92	-1,474.44	-2,515.78	-1,830.85	<b>营运能力</b>					
营运资金变动	608.42	-1,105.36	-811.86	-388.28	-905.16	应收账款周转率	5.47	4.69	4.52	4.60	5.00
其它	65.80	81.35	96.00	102.00	108.00	存货周转率	5.59	5.56	5.91	6.04	6.64
<b>经营活动现金流</b>	<b>460.96</b>	<b>-971.36</b>	<b>-90.14</b>	<b>-220.09</b>	<b>570.46</b>	总资产周转率	1.60	1.44	1.55	1.61	1.74
资本支出	1,150.49	1,090.34	1,150.00	1,200.00	1,200.00	<b>每股指标(元)</b>					
长期投资	1,264.86	4,108.56	0.00	0.00	0.00	每股收益	0.47	0.77	0.70	0.87	1.08
其他	917.55	3,202.60	41.99	45.90	45.90	每股经营现金流	0.25	-0.52	-0.05	-0.12	0.30
<b>投资活动现金流</b>	<b>-1,497.80</b>	<b>-1,996.29</b>	<b>-1,108.01</b>	<b>-1,154.10</b>	<b>-1,154.10</b>	每股净资产	6.01	9.75	10.34	11.08	12.01
债权融资	-632.76	791.35	647.62	3,491.94	3,330.72	<b>估值比率</b>					
股权融资	1,487.64	6,420.69	0.00	0.00	0.00	市盈率	33.30	20.20	22.10	17.86	14.33
其他	-1,270.56	-1,135.32	-497.58	-631.98	-823.82	市净率	2.59	1.60	1.50	1.40	1.30
<b>筹资活动现金流</b>	<b>-415.68</b>	<b>6,076.71</b>	<b>150.04</b>	<b>2,859.96</b>	<b>2,506.90</b>	EV/EBITDA	15.25	12.10	15.15	13.47	11.76
<b>现金净增加额</b>	<b>-1,452.03</b>	<b>3,108.53</b>	<b>-1,048.10</b>	<b>1,485.77</b>	<b>1,923.27</b>	EV/EBIT	17.91	13.85	18.83	16.50	14.13

数据来源：公司报告、国联证券研究所

### 分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

### 投资评级说明

股票 投资评级	强烈推荐	股票价格在未来 6 个月内超越大盘 20%以上
	推荐	股票价格在未来 6 个月内超越大盘 10%以上
	谨慎推荐	股票价格在未来 6 个月内超越大盘 5%以上
	观望	股票价格在未来 6 个月内相对大盘变动幅度为-10%~10%
	卖出	股票价格在未来 6 个月内相对大盘下跌 10%以上
行业 投资评级	优异	行业指数在未来 6 个月内强于大盘
	中性	行业指数在未来 6 个月内与大盘持平
	落后	行业指数在未来 6 个月内弱于大盘

### 一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属国联证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“国联证券”）。未经国联证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为国联证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，国联证券不因收件人收到本报告而视其为国联证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但国联证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，国联证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，国联证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

国联证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。国联证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。国联证券的资产管理部、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

### 特别声明

在法律许可的情况下，国联证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到国联证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

#### 无锡

国联证券股份有限公司研究所  
 江苏省无锡市太湖新城金融一街 8 号国联金融大厦 9 层  
 电话：0510-82833337  
 传真：0510-82833217

#### 上海

国联证券股份有限公司研究所  
 上海市浦东新区源深路 1088 号葛洲坝大厦 22F  
 电话：021-38991500  
 传真：021-38571373

### 分公司机构销售联系方式

地区	姓名	固定电话
北京	管峰	010-68790949-8007
上海	刘莉	021-38991500-831
深圳	薛靖韬	0755-82560810