

经营性净现金流大幅改善，深耕基层安全垫厚实

——九州通（600998）2018 年年报点评

核心观点：

1. 事件：

公司发布 2018 年年报。2018 年全年公司实现营业收入 871.36 亿元，同比上升 17.84%，实现归属净利润 13.41 亿元，同比减少 7.26%（同比下降主要由去年存在旧城改造征收款所致）；实现扣非归属净利润 12.28 亿元，同比增长 21.61%（非经常性损益主要为政府补助）；EPS 为 0.73 元。

其中公司 18Q4 实现营业收入 233.90 亿元，同比增长 20.05%；实现归属净利 5.69 亿元，同比增长 16.03%；实现扣非归属净利润为 5.44 亿元，同比增长 19.66%。第四季度 EPS 为 0.30 元。

2. 我们的分析与判断

（一）各项业务增长稳健，18Q4 经营活动现金流量净额大幅转正

公司各项主要业务增长稳健。分行业看，18 年全年公司医药批发业务实现销售收入 834.52 亿元（+18.11%），医药零售实现收入 19.60 亿元（+4.46%），医药工业销售收入 15.45 亿元（同比+29.35%）。

分产品看，18 年全年公司核心业务西药、中成药实现销售收入 685.55 亿元（+15.37%），体现核心业务受益于两票制和强基层等政策因素及公司战略优势，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 33.97 亿元（+20.53%）；医疗器械、计生用品销售收入 112.21 亿元（+60.85%），全年保持高速增长，预计未来增速可以延续；食品、保健品、化妆品等实现销售收入 37.84 亿元（-16.13%，销售下降估计为公司对消费品事业部产品结构和客户渠道进行调整，压缩了资金量占用大且毛利低的部分渠道品牌业务所致）。

其中 **18Q4 分产品收入情况为**：西药、中成药实现销售收入 181.48 亿元（+18.96%），中药材、中药饮片业务实现销售收入 9.75 亿元（+27.08%），医疗器械、计生用品销售收入 33.74 亿元（+60.12%），食品、保健品、化妆品等实现销售收入 8.44 亿元（-35.23%）。可以看出，除消费品类仍在渠道调整之外，其他各品类四季度增速高于全年平均，体现出上升势头。

九州通（600998.SH）

推荐 维持评级

分析师

余宇

☎：010-83571335

✉：shayu@chinastock.com.cn

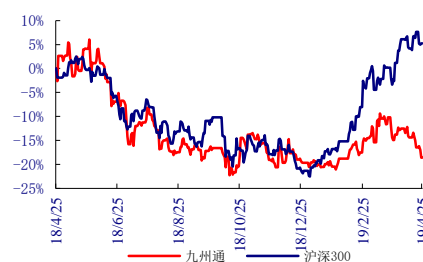
执业证书编号：S0130519010003

市场数据

2019-04-25

A 股收盘价(元)	14.80
A 股一年内最高价(元)	16.67
A 股一年内最低价(元)	14.01
沪深 300 指数	4030.09
市盈率 (TTM)	21.9
总股本 (万股)	187766.36
实际流通 A 股(万股)	166003.97
限售的流通 A 股(万股)	21762.40
流通 A 股市值(亿元)	245

相对沪深 300 表现图



资料来源：中国银河证券研究院

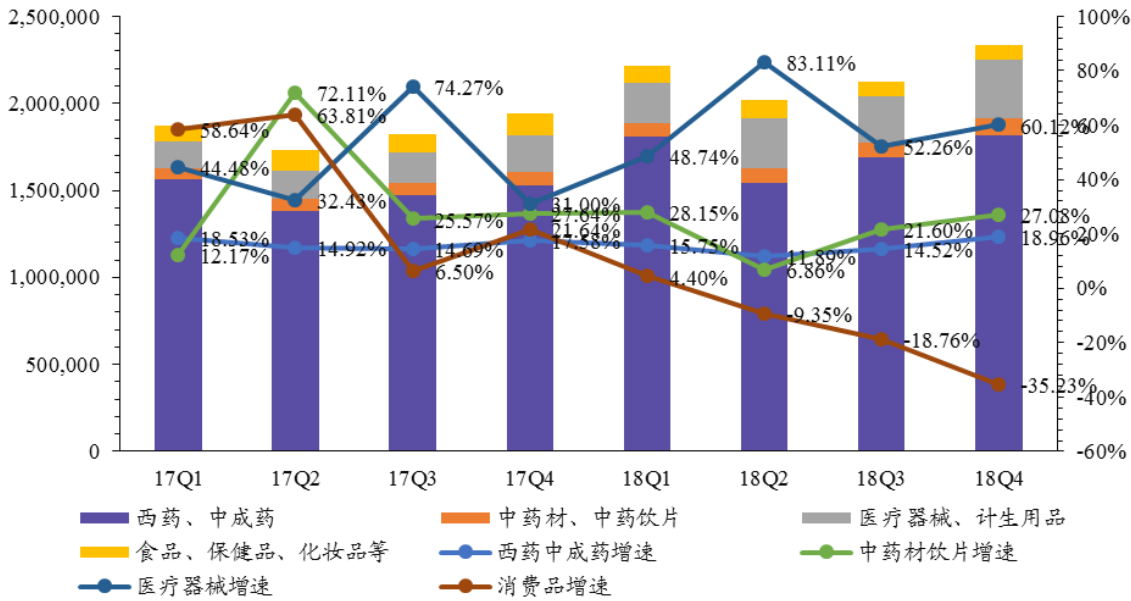
相关研究

九州通（600998）三季报点评：扣非业绩保持 30% 以上增长，经营性净现金流转正
九州通（600998）中报点评：实际扣非业绩增速 30% 以上，发力 FBBC

九州通（600998）17 年年报及 18 年一季报点评：实际扣非业绩高速增长，收入结构持续改善

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

图 1: 分季度分产品收入及增速



资料来源: 公司公告, 中国银河证券研究院

财务指标方面, 公司 18 年毛利率为 8.63%, 与去年同期相比增加 0.19pp, 主要是由于公司各行业毛利率均有所上升。销售费用率、管理费用率及财务费用率分别为 3.23% (同比+0.15pp, 估计主要是公司销售规模扩大及销售渠道下沉终端导致人工成本、运杂费、租赁费用等增加所致)、2.18% (同比-0.03pp) 和 1.00% (同比+0.04pp, 主要为公司融资规模扩大导致的利息费用增加所致)。

公司 18 年经营活动现金流量净额大幅改善, 为 12.22 亿元, 较去年同期同比增加 22.34 亿元, 主要是期末公司及各子公司加大账款清收力度、控制账期较长的医院客户销售以及下游客户现金支付结算占比提升所致。分季度看, 四个季度经营活动现金流量净额分别为-38.75 亿元、-10.20 亿元、6.69 亿元和 54.48 亿元, 体现逐季好转。我们认为 18 年全年经营性净现金流与净利润基本匹配, 体现公司具备较高的经营质量。

(二) 深耕基层, 持续享受医改政策红利, 增长确定性强

现行医改政策下基层终端、零售药店等增速相对较快较稳, 市场空间逐步扩大, 市场份额不断提升。国家频繁出台医药改革的政策文件, 受医保控费及医保支付方式改革等影响, 2016 年至 2018 年三大医药终端市场销售增速整体趋缓, 从不同销售渠道上看, 县级公立医院及基层医疗机构销售增长快于城市公立医院销售增长; 市场份额方面, 公立医院终端市场占比逐年下降, 零售药店(含网上药店)和公立基层医疗终端市场占比稳步提升。

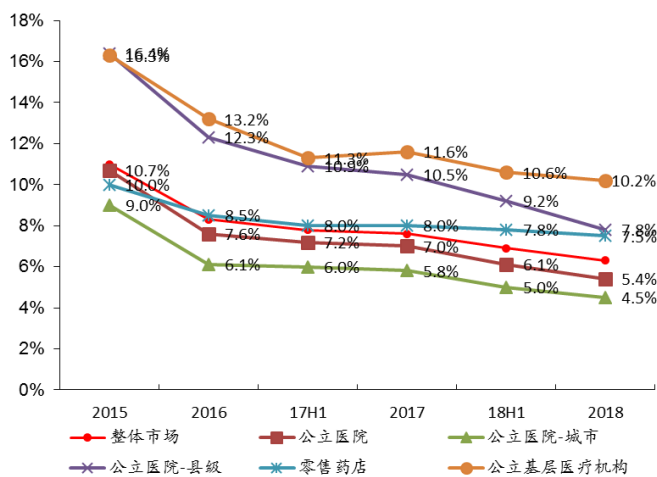
分级诊疗、带量采购和未来潜在的医药分家都将长期利好基层医疗机构、零售药店市场不断扩容:

- 国家近来大力推进分级诊疗措施、强基层政策, 包括允许医生多点执业、远程医疗、互联网医院和医院联合体等办法, 将会进一步提高基层医疗机构的服务水平; 放开基层医疗机构的用药目录限制(不仅局限于基本药物目录), 将会解决基层医疗机构的

药品供应不足问题；进一步增加基层医疗机构的设备投入、允许开办第三方检测机构 and 鼓励民营资本介入等，将会增强基层医疗机构的服务能力，激活基层医疗机构的体制机制等。根据相关部门公布的统计数据，城市公立医院用药占比持续下降，基层医疗机构用药占比持续提升，分级诊疗政策效果已初步显现。可以预计的是，随着基层医疗机构的药物目录放开，慢病用药将会大幅度向基层医疗机构转移，现有的药品流通渠道格局未来将会发生巨大变化。

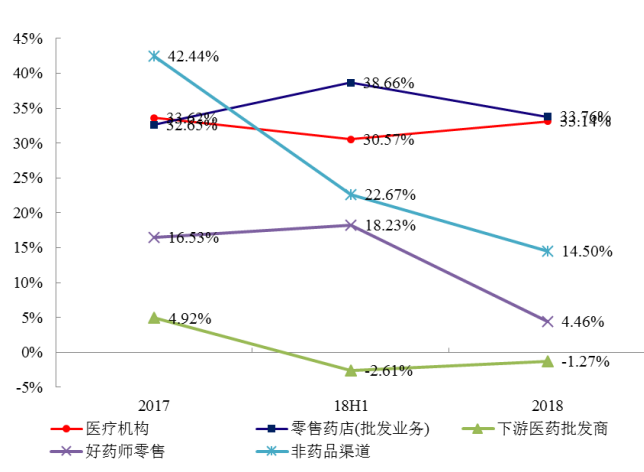
- 4+7 带量采购中很多竞标失败的品种，尤其是有品牌的大品种被挤出等级医院端，流向零售药店等，给以公司历史性的机遇。
- 未来随着医药彻底分开，市场竞争机制就会在医疗机构的药品采购中发挥作用，公司将在竞争中体现更大优势。
- 公司渠道多样、深耕基层的收入结构也有利于对冲负面政策风险，因为一般来讲负面政策冲击（例如降价等）主要针对等级医院，市场化的第三终端受影响相对较小甚至不受影响，使得公司增长确定性更强，风险较小。

图 2：米内网三大终端历年增速



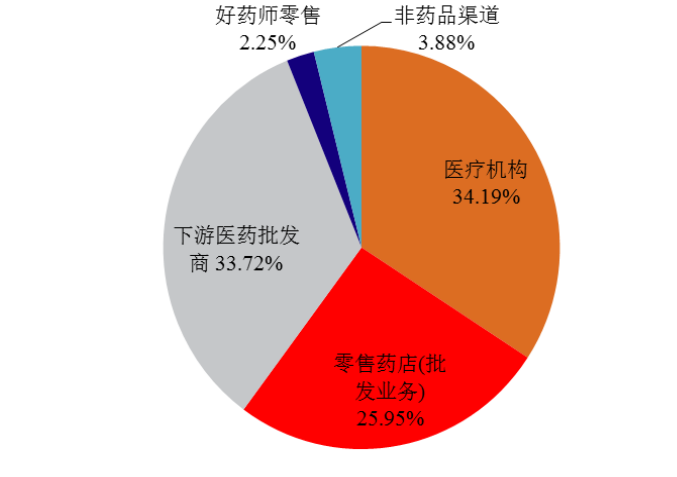
资料来源：米内网，中国银河证券研究部

图 4：公司业务分渠道增速



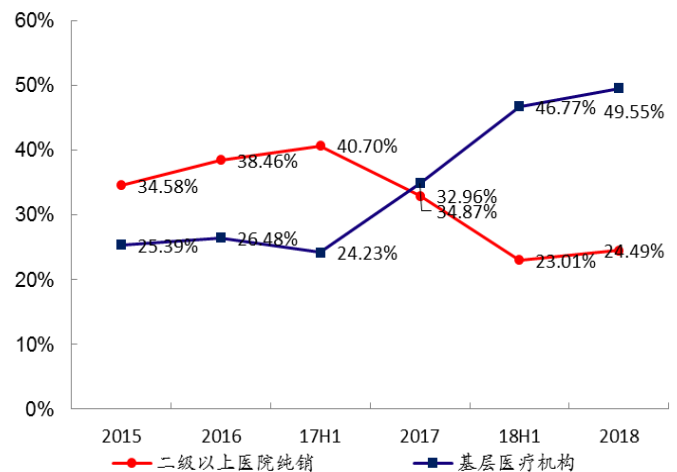
请务必阅读正文最后的中国银河证券股份公司免责声明。

图 3：九州通 2018 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 5：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

资料来源：公司公告，中国银河证券研究部

公司过去有深厚的基层基础，未来也有望继续延续优势及高增速。报告期内公司实现医疗机构端纯销收入增速 33.14%（其中基层医疗机构高达 49.55%，二级以上医院 24.49%），零售药店终端 33.76%，均实现了极高增速，且远高于相应渠道的行业增速。我们预计未来短期内公司可延续零售药店（批发业务）30%+增速，基层医疗机构 40%+、等级医院 20%+的增速。此外，经过 18 年上半年调拨业务的下滑，当前调拨业务体量已趋于稳定，我们预计未来该渠道收入保持稳定，变动不再明显。

（三）FBBC 业务打造单体药店的虚拟连锁总部，贡献未来业绩弹性

我国目前单体药店市场规模仍然很大，公司发展 FBBC 业务，打造单体药店的虚拟连锁总部。目前我国有单体药店 22 万家，根据商务部《药品流通行业报告》，2017 年药品零售市场 6 家全国龙头企业和 30 家区域零售连锁企业的销售总额共 1032 亿元，占全国零售市场总额的 25.7%。相较之下，众多分散的单体药店仍占据更大的市场规模。单体药店兼具优势与劣势：在当地与医院、消费者的关系更密切，服务会员能力更强是相对连锁药店的优势，但是其对接药企产品的能力弱，与药企议价能力较弱。

针对单体药店和民营诊所的巨大潜在市场，公司进一步拓展了 FBBC 业务体系，该业务体系未来包括三大平台功能：（1）B2B 交易平台，该平台从自营并逐步向三方开放，引入纯销供应商、控销供应商、具备独家品种的商业公司等到平台经营，与九州通经营产品形成互补，共享客户，目标是成为中国最大的药品线上分销 B2B 平台；（2）B2C 交易平台，该平台将九州通会员药店发展成为网上药店，极大丰富品种结构，拓展 B2C 及 O2O 业务，目标是成为中国最大的 C 端药品线上交易平台之一；（3）智能健康服务平台，该平台将依托人工智能技术，并导入医院、互联网医院和远程医疗等资源，建设智能化的医和药学服务平台，为消费者和医疗机构提供智能服务，同时为平台核心入驻药店导入处方，为签约药店和诊所带来更多业务机会，为供应商提供更精准的市场营销决策与产品推广，促进 F 端的市场发现与消费转化。

FBBC 模式以九州通为核心，联通上下游，最终与 C 端消费者打通：1. 针对药品生产企业等上游供应商，公司为其提供了更广泛快捷的营销推广渠道，更低的营销成本和更多的产品动销；2. 针对下游零售终端，公司为其提供适合市场需求和临床需求的畅销产品，增强其议价能力和经营管理能力，给其带来更多销售机会；3. 针对消费者，可以提供用药指导和便捷的购药渠道。

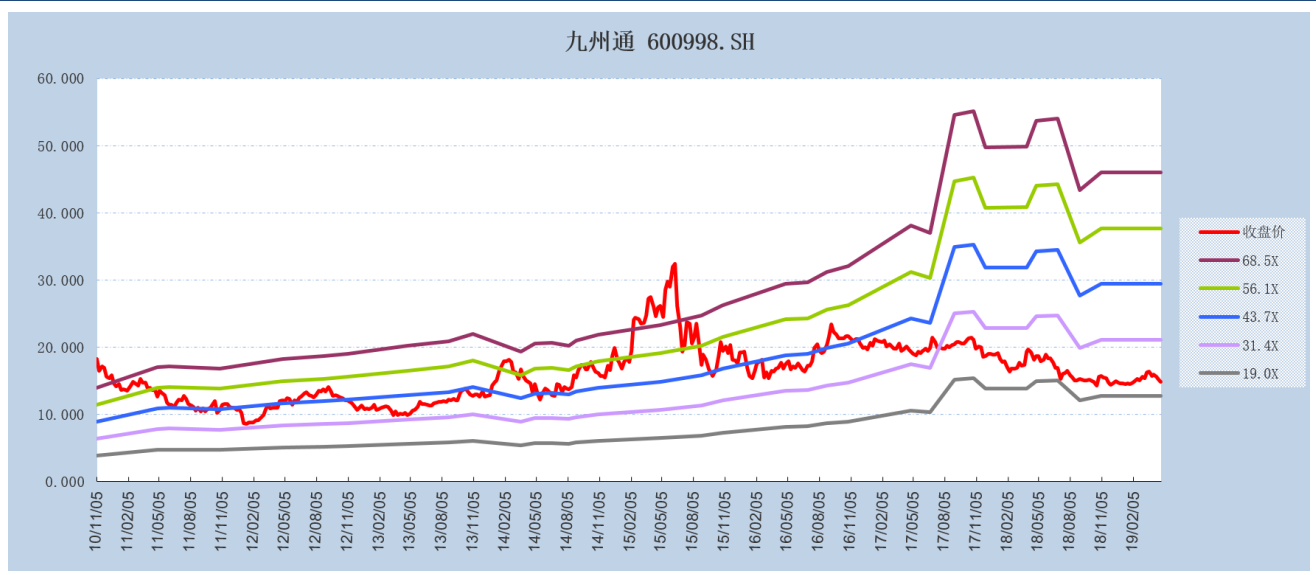
我们认为 FBBC 模式助力公司实现了从“行业集中度提升”到“议价能力提升”的跨越，为公司未来贡献业绩弹性。此前，市场认为医药流通行业龙头存在“行业集中度提升，但是没有带来议价能力提升”的问题，因为即使流通龙头市占率提升，但是其相对于药企、医院和国家的招采政策依然比较弱势，行业集中度提升仅仅带来盈利能力的轻微上升。但是 FBBC 模式下公司打包十几万家单体药店的需求，与上游厂商进行议价，提升药店利润空间的同时也为公司自己带来更高的毛利率。报告期内公司 FBBC 业务体系拓展迅速：线上与终端客户数量稳步增长；联合厂家开展“黄金单品周”、“超级品牌日”等活动，实现销量快速增长。报告期内，公司的 B2B 线上业务实现销售 82.05 亿元，较上年同期增长 156.30%。

(四) 当前估值仍处于历史低位，公司业绩安全垫厚实

公司当前估值处于上市以来 PE BAND 的下缘附近，显著低估。我们认为公司当前估值较低主要是由于市场夸大了带量采购等医保控费降药价措施对公司的影响，实际上公司业绩安全垫厚实，体现在以下几点：

1. 公司是少数的全国性医药流通龙头，受单一地区政策波动影响小，未来成长空间足。分渠道来看，18 年公司基层医疗机构渠道主营业务收入比例为 13.27%，零售药店渠道（批发业务）占主营业务整体销售比例为 25.95%，因此受医院端政策波动影响小。此外公司严控医疗机构坏账风险，清理低效医院业务，明确业务标准，实时停止风险医院的业务，强制收回医院低效应收账款，有效控制风险。

图 6：九州通上市以来 PE BAND



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

2. 分品种看，公司大力发展高毛利总代品种、中药材中药饮片、医疗器械等竞争相对较小、毛利率较高的品种，盈利能力不断提升，业绩增长有保证。
3. 公司 17 年实施的股权激励计划要求以 2016 年（扣非归属）净利润为基数，公司 2019 年实现的净利润较 2016 年增长比例不低于 75%，也就是要求 19 年扣非业绩相对 18 年增速在 17.7% 以上，为公司业绩增长提供安全垫。

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气势，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 19-21 年归属净利润约为 17.01 亿元/21.12 亿元/25.80 亿元，对应 EPS 为 0.91 元/1.13 元/1.37 元，对

应 PE 16/13/11 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	2016A	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入	61556.84	73942.89	87136.36	105328.03	127380.35	153417.45
减: 营业成本	56732.60	67705.53	79614.27	96375.14	116336.47	139916.71
营业税金及附加	130.12	176.37	207.73	251.10	303.67	365.75
营业费用	1633.43	2276.44	2818.31	3633.82	4560.22	5676.45
管理费用	1268.09	1635.67	1819.07	2180.29	2636.77	3175.74
财务费用	662.46	709.68	867.38	462.70	552.62	648.72
资产减值损失	92.93	93.92	67.42	84.76	84.76	84.76
加: 投资收益	8.73	39.88	55.09	0.00	0.00	0.00
公允价值变动损益	7.03	-10.94	4.88	0.00	0.00	0.00
其他经营损益	0.00	0.00	-76.23	0.00	0.00	0.00
营业利润	1052.97	1374.21	1725.92	2340.22	2905.84	3549.33
加: 其他非经营损益	52.68	-9.80	0.85	0.00	0.00	0.00
利润总额	1105.65	1364.41	1726.77	2340.22	2905.84	3549.33
减: 所得税	201.31	188.75	398.26	585.06	726.46	887.33
净利润	904.34	1175.65	1328.50	1755.17	2179.38	2662.00
减: 少数股东损益	27.60	27.41	40.89	54.03	67.08	81.94
归属母公司股东净利润	876.74	1148.25	1287.61	1701.14	2112.29	2580.06
资产负债表	2016A	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
货币资金	4999.29	8106.40	12172.49	21065.61	25476.07	30683.49
应收和预付款项	16747.00	22604.34	30282.43	36224.41	46345.86	57343.76
存货	10152.20	12182.28	13891.20	16383.77	19777.20	23785.84
其他流动资产	27.74	140.67	180.20	180.20	180.20	180.20
长期股权投资	539.08	852.55	1515.25	1515.25	1515.25	1515.25
投资性房地产	1.35	60.21	104.89	104.89	104.89	104.89
固定资产和在建工程	4403.08	5291.41	6028.21	6731.44	7378.39	7969.05
无形资产和开发支出	1115.51	1309.82	1417.48	1428.20	1438.62	1448.75
其他非流动资产	408.39	916.62	394.69	349.76	304.83	304.83
资产总计	38393.64	51464.30	65986.85	83983.53	102521.30	123336.05
短期借款	3930.63	7037.56	10250.75	12326.08	13539.47	14672.84
应付和预收款项	17597.70	22194.24	29717.81	39813.99	52971.37	68215.53
长期借款	1288.72	1462.01	1625.58	3951.29	5087.08	6101.49
其他负债	3566.22	1232.94	4010.71	4010.71	4010.71	4010.71
负债合计	26383.28	31926.74	45604.85	60102.07	75608.63	93000.58
股本	1647.03	1878.88	1877.66	1967.11	2010.80	2049.81
资本公积	3835.33	7411.60	7656.11	9310.94	10119.10	10840.89
留存收益	5795.68	9009.95	8933.33	10634.47	12746.77	15326.83
归属母公司股东权益	11278.04	18300.44	18467.10	21912.53	24876.67	28217.53
少数股东权益	732.33	1237.13	1914.90	1968.92	2036.01	2117.95
股东权益合计	12010.37	19537.56	20382.00	23881.46	26912.67	30335.48

负债和股东权益合计	38393.64	51464.30	65986.85	83983.53	102521.30	123336.05
现金流量表	2016A	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
经营性现金净流量	460.96	-971.36	1303.85	3934.09	2426.27	3526.66
投资性现金净流量	-1497.80	-1996.29	-1518.26	-855.27	-855.27	-855.27
筹资性现金净流量	-415.68	6076.71	2250.78	5814.29	2839.47	2536.03
现金流量净额	-1452.03	3108.53	2036.00	8893.11	4410.46	5207.42

资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

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。

余宇，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。

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院

深圳市福田区金田路 3088 号中洲大厦 20 层
上海浦东新区富城路 99 号震旦大厦 31 层
北京市西城区金融街 35 号国际企业大厦 C 座
公司网址：www.chinastock.com.cn

机构请致电：

深广地区：翠香兰 0755-83471963 cuixianglan@chinastock.com.cn
上海地区：何婷婷 021-20252612 hetingting@chinastock.com.cn
北京地区：耿尤繇 010-66568479 wangting@chinastock.com.cn