

九州通 (600998)

业绩增长稳健，基层业务表现优秀

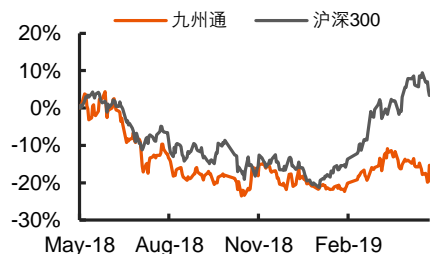
推荐 (维持)

现价: 15.64 元

主要数据

行业	生物医药
公司网址	www.jztey.com
大股东/持股	上海弘康实业投资有限公司 /23.30%
实际控制人	刘宝林
总股本(百万股)	1,878
流通 A 股(百万股)	1,660
流通 B/H 股(百万股)	0
总市值 (亿元)	293.67
流通 A 股市值(亿元)	259.63
每股净资产(元)	9.84
资产负债率(%)	69.4

行情走势图



相关研究报告

《九州通*600998*业绩增长稳健，经营性现金流好转》 2018-10-29
《九州通*600998*业绩符合预期，持续稳健增长》 2018-08-29

证券分析师

叶寅 投资咨询资格编号
S1060514100001
021-22662299
YEYIN757@PINGAN.COM.CN

研究助理

张熙 一般从业资格编号
S1060117020002
021-20632019
ZHANGXI218@PINGAN.COM.CN

投资要点

事项:

公司公布2018年年报，实现收入871.36亿元 (+17.84%)，归母净利润13.41亿元 (-7.26%)，扣非归母净利润12.28亿元 (+21.61%)。EPS为0.71元。利润分配预案为：拟10派1.00元 (含税)。

其中第四季度收入为233.90亿元 (+20.05%)，归母净利润为5.69亿元 (+16.03%)。

平安观点:

- **费用率稳定，经营性现金流好转：**2018年，公司毛利率为8.63% (+0.19pp)，销售费用率为3.23% (+0.15pp)，管理费用率为2.09% (-0.03pp)，财务费用率为1.00% (+0.04pp)。毛利率和费用率基本维持稳定。公司经营性现金流量净额为12.22亿元，相比于去年的-10.12亿元，有大幅好转，主要是因为公司加大了账款清收力度、控制账期较长的医院销售以及下游现金结算占比提升所致。
- **持续加大终端覆盖力度，直销收入高速增长：**公司通过销售调整，加大直接对零售药店终端的覆盖深度，取得较好效果。公司直接批发给药店的收入达到226亿元 (+34%)，其中批发给连锁药店的收入占比为72%。批发给下游经销商的收入为293亿元 (-1.3%)，由于部分下游经销商的客户变为直销客户，所以这部分业务有所减少。公司销售到零售渠道的收入为519亿元，预计在全国的市场份额接近20%，其中直销的主要是连锁药店，分销业务的终端客户预计多数是单体药店。公司正在做的FBBC平台，打通整个产业链，帮助增强客户粘性，对公司扩大直销业务具有促进作用。
- **医疗机构业务持续高增长，基层渠道表现靓丽：**公司的医疗机构渠道业务实现收入297.34亿元 (+33.14%)，其中二级以上医院纯销收入为181.95亿元 (+24.49%)，客户数量增加600家，达到5200家。基层医疗机构收入为115.39亿元 (+49.55%)，客户数量增加6100家，达到77000家。

	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	73943	87136	104046	124395	147276
YoY(%)	20.1	17.8	19.4	19.6	18.4
净利润(百万元)	1446	1341	1641	1974	2373
YoY(%)	64.9	-7.3	22.4	20.3	20.2
毛利率(%)	8.4	8.6	8.8	8.9	9.0
净利率(%)	2.0	1.5	1.6	1.6	1.6
ROE(%)	7.5	6.8	7.7	8.6	9.4
EPS(摊薄/元)	0.77	0.71	0.87	1.05	1.26
P/E(倍)	20.3	21.9	17.9	14.9	12.4
P/B(倍)	2.1	1.9	1.7	1.6	1.4

新增加的下游客户数量,以及在原有开户医院获得更多代理品种促进了公司医疗机构业务的高速增长。此外,分级诊疗对公司基层业务也具有积极影响。

- **全国扩展医疗器械业务,成绩斐然:** 公司医疗器械业务实现收入 112.21 亿元 (+60.85%)。公司设立医疗器械事业部,在全国各省新设或收购医疗器械公司,大力发展业务,2018 年在各省设立了 16 家子公司。我国医疗器械终端市场规模超过 4000 亿,公司该部分业务有很大发展空间。
- **维持“推荐”评级:** 公司是全国规模最大的民营药品配送商,在零售药品批发领域具有难以替代的行业地位,在公司大力开拓下,医院业务持续高速增长。由于 2018 年业绩增速略低于预期,因此下调后续年份盈利预测。预计公司 2019 年、2020 年、2021 年 EPS 分别为 0.87 元、1.05 元、1.26 元(原预测 2019 年和 2020 年 EPS 分别为 0.95 元、1.15 元),对应 PE 分别为 18/15/12 倍,维持“推荐”评级。
- **风险提示**
 - 1、政策风险:近几年医药行业政策频出,一些政策可能影响公司短期业绩。
 - 2、财务风险:医药行业政策频出,导致行业回款账期普遍延长,若下游回款情况变化,可能造成公司资金链问题。
 - 3、药品质量风险:药品作为特殊的商品,在生产运输储存等方面要求较严格,任何环节发生问题,可能影响公司经营。

资产负债表

单位:百万元

会计年度	2018A	2019E	2020E	2021E
流动资产	57057	62829	77800	88728
现金	12700	12590	15053	17821
应收票据及应收账款	22096	23128	30940	33073
其他应收款	4394	5926	6412	8195
预付账款	3796	3821	5286	5496
存货	13891	17185	19928	23963
其他流动资产	180	180	180	180
非流动资产	9618	11275	13092	15018
长期投资	1515	2207	2907	3602
固定资产	5184	6045	7043	8123
无形资产	1291	1378	1466	1547
其他非流动资产	1627	1645	1677	1745
资产总计	66674	74104	90892	103745
流动负债	44266	50306	65401	76206
短期借款	10251	13475	18923	25750
应付票据及应付账款	25443	27725	35772	39322
其他流动负债	8573	9106	10706	11134
非流动负债	2026	1922	1775	1575
长期借款	1626	1522	1375	1175
其他非流动负债	400	400	400	400
负债合计	46292	52229	67176	77782
少数股东权益	1915	1955	2010	2072
股本	1878	1878	1878	1878
资本公积	7996	7996	7996	7996
留存收益	5789	7244	8993	11097
归属母公司股东权益	18467	19920	21707	23892
负债和股东权益	66674	74104	90892	103745

现金流量表

单位:百万元

会计年度	2018A	2019E	2020E	2021E
经营活动现金流	1222	-353	941	512
净利润	1381	1681	2029	2435
折旧摊销	436	436	526	583
财务费用	867	1014	1358	1783
投资损失	-55	-47	-51	-49
营运资金变动	-1556	-3440	-2920	-4241
其他经营现金流	148	3	-1	1
投资活动现金流	-1518	-2049	-2291	-2460
资本支出	1815	966	1118	1229
长期投资	-811	-691	-698	-696
其他投资现金流	-514	-1775	-1871	-1926
筹资活动现金流	2251	-931	-1635	-2111
短期借款	3213	0	0	0
长期借款	164	-103	-147	-200
普通股增加	-1	0	0	0
资本公积增加	87	0	0	0
其他筹资现金流	-1212	-828	-1487	-1911
现金净增加额	1954	-3334	-2985	-4059

利润表

单位:百万元

会计年度	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入	87136	104046	124395	147276
营业成本	79614	94890	113324	134021
营业税金及附加	208	248	297	351
营业费用	2818	3434	4105	4860
管理费用	1819	2133	2488	2872
研发费用	76	46	82	81
财务费用	867	1014	1358	1783
资产减值损失	67	106	112	141
其他收益	97	0	0	0
公允价值变动收益	5	-3	1	-1
投资净收益	55	47	51	49
资产处置收益	7	0	0	0
营业利润	1830	2221	2683	3216
营业外收入	33	21	27	24
营业外支出	32	29	30	30
利润总额	1831	2213	2679	3210
所得税	449	531	650	775
净利润	1381	1681	2029	2435
少数股东损益	41	41	54	62
归属母公司净利润	1341	1641	1974	2373
EBITDA	2615	3040	3820	4695
EPS(元)	0.71	0.87	1.05	1.26

主要财务比率

会计年度	2018A	2019E	2020E	2021E
成长能力	-	-	-	-
营业收入(%)	17.8	19.4	19.6	18.4
营业利润(%)	-5.7	21.3	20.8	19.9
归属于母公司净利润(%)	-7.3	22.4	20.3	20.2
获利能力	-	-	-	-
毛利率(%)	8.6	8.8	8.9	9.0
净利率(%)	1.5	1.6	1.6	1.6
ROE(%)	6.8	7.7	8.6	9.4
ROIC(%)	5.3	5.5	5.8	6.0
偿债能力	-	-	-	-
资产负债率(%)	69.4	70.5	73.9	75.0
净负债比率(%)	-2.1	14.5	25.6	38.5
流动比率	1.3	1.2	1.2	1.2
速动比率	0.9	0.8	0.8	0.8
营运能力	-	-	-	-
总资产周转率	1.5	1.5	1.5	1.5
应收账款周转率	4.6	4.6	4.6	4.6
应付账款周转率	3.6	3.6	3.6	3.6
每股指标(元)	-	-	-	-
每股收益(最新摊薄)	0.71	0.87	1.05	1.26
每股经营现金流(最新摊薄)	1.88	-0.19	0.50	0.27
每股净资产(最新摊薄)	8.17	8.95	9.90	11.06
估值比率	-	-	-	-
P/E	21.9	17.9	14.9	12.4
P/B	1.9	1.7	1.6	1.4
EV/EBITDA	11.8	11.3	9.8	8.8

平安证券研究所投资评级：

股票投资评级：

- 强烈推荐（预计 6 个月内，股价表现强于沪深 300 指数 20%以上）
- 推 荐（预计 6 个月内，股价表现强于沪深 300 指数 10%至 20%之间）
- 中 性（预计 6 个月内，股价表现相对沪深 300 指数在±10%之间）
- 回 避（预计 6 个月内，股价表现弱于沪深 300 指数 10%以上）

行业投资评级：

- 强于大市（预计 6 个月内，行业指数表现强于沪深 300 指数 5%以上）
- 中 性（预计 6 个月内，行业指数表现相对沪深 300 指数在±5%之间）
- 弱于大市（预计 6 个月内，行业指数表现弱于沪深 300 指数 5%以上）

公司声明及风险提示：

负责撰写此报告的分析师(一人或多人)就本研究报告确认：本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格。

平安证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本公司研究报告是针对与公司签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本公司研究报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。未经书面授权刊载或者转发的，本公司将采取维权措施追究其侵权责任。

证券市场是一个风险无时不在的市场。您在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。请您务必对此有清醒的认识，认真考虑是否进行证券交易。市场有风险，投资需谨慎。

免责条款：

此报告旨在发给平安证券股份有限公司（以下简称“平安证券”）的特定客户及其他专业人士。未经平安证券事先书面明文批准，不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容及其复印本予任何其他人。

此报告所载资料的来源及观点的出处皆被平安证券认为可靠，但平安证券不能担保其准确性或完整性，报告中的信息或所表达观点不构成所述证券买卖的出价或询价，报告内容仅供参考。平安证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负上任何责任，除非法律法规有明确规定。客户并不能仅依靠此报告而取行使独立判断。

平安证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。报告所载资料、意见及推测仅反映分析员于发出此报告日期当日的判断，可随时更改。此报告所指的证券价格、价值及收入可跌可升。为免生疑问，此报告所载观点并不代表平安证券的立场。

平安证券在法律许可的情况下可能参与此报告所提及的发行商的投资银行业务或投资其发行的证券。

平安证券股份有限公司 2019 版权所有。保留一切权利。



平安证券
PING AN SECURITIES

平安证券研究所

电话：4008866338

深圳

上海

北京

深圳市福田区益田路 5033 号平安金融
融中心 62 楼
邮编：518033

上海市陆家嘴环路 1333 号平安金融
大厦 25 楼
邮编：200120
传真：(021) 33830395

北京市西城区金融大街甲 9 号金融街
中心北楼 15 层
邮编：100033