

## 收入稳定增长，当前估值处于历史低位

### ——九州通（600998）一季报点评

核心观点：

#### 1. 事件：

公司发布2019年一季报。19Q1公司实现营业收入246.63亿元，同比上升11.04%，实现归属净利润3.27亿元，同比上升47.78%（其中非经常损益0.87亿元，主要为政府补助）；实现扣非归属净利润2.40亿元，同比增长15.51%。EPS为0.18元。

#### 2. 我们的分析与判断

##### （一）各项业务收入稳定增长，增速略有放缓推测为主动控货所致

公司各项主要业务收入增速较前期略有降低，但仍保持正增长，医药批发业务收入增长保持在10%以上。分行业看，19Q1公司医药批发业务实现销售收入236.68亿元（+11.34%），医药零售实现收入5.47亿元（+3.23%），医药工业销售收入4.15亿元（同比+7.34%）。我们推测公司各项业务收入增速同时略微放缓为公司主动控货所致，考虑到4月1日起国家开始实施增值税改革、降低增值税率，公司如果于一季度适度控货，则可有利于增厚全年利润。我们认为一季度适度控货不会影响全年收入及业绩目标的达成；我们预计二季度起各项业务收入将有望回复15%以上增速。

分产品看，19Q1公司核心业务西药、中成药实现销售收入196.93亿元（+8.76%）；中药材、中药饮片业务实现销售收入8.43亿元（+8.52%）；医疗器械、计生用品销售收入31.77亿元（+39.25%），仍保持高增速；食品、保健品、化妆品等实现销售收入9.15亿元（-9.24%，估计为报告期内公司继续对消费品事业部产品结构和客户渠道进行调整所致，但收入下降幅度较前几个季度已经缩小，估计渠道调整接近尾声）。

财务指标方面，公司19Q1毛利率为7.78%，与去年同期持平。销售费用率、管理费用率及财务费用率分别为3.07%（同比-0.04pp）、2.02%（同比-0.06pp）和1.20%（同比+0.42pp，主要为主要系公司经营规模扩大所需经营资金增加，增加银行借款、发行资产证券化增加利息支出所致）。

## 九州通(600998.SH)

**推荐** 维持评级

分析师

余宇

☎: 010-83571335

✉: sheyu@chinastock.com.cn

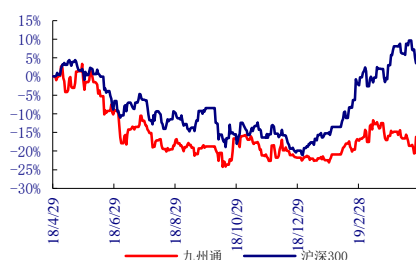
执业证书编号: S0130519010003

市场数据

2019-04-29

A股收盘价(元)	15.79
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	3900.33
市盈率(TTM)	22.12
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)	262.12

相对沪深300表现图



资料来源：中国银河证券研究院

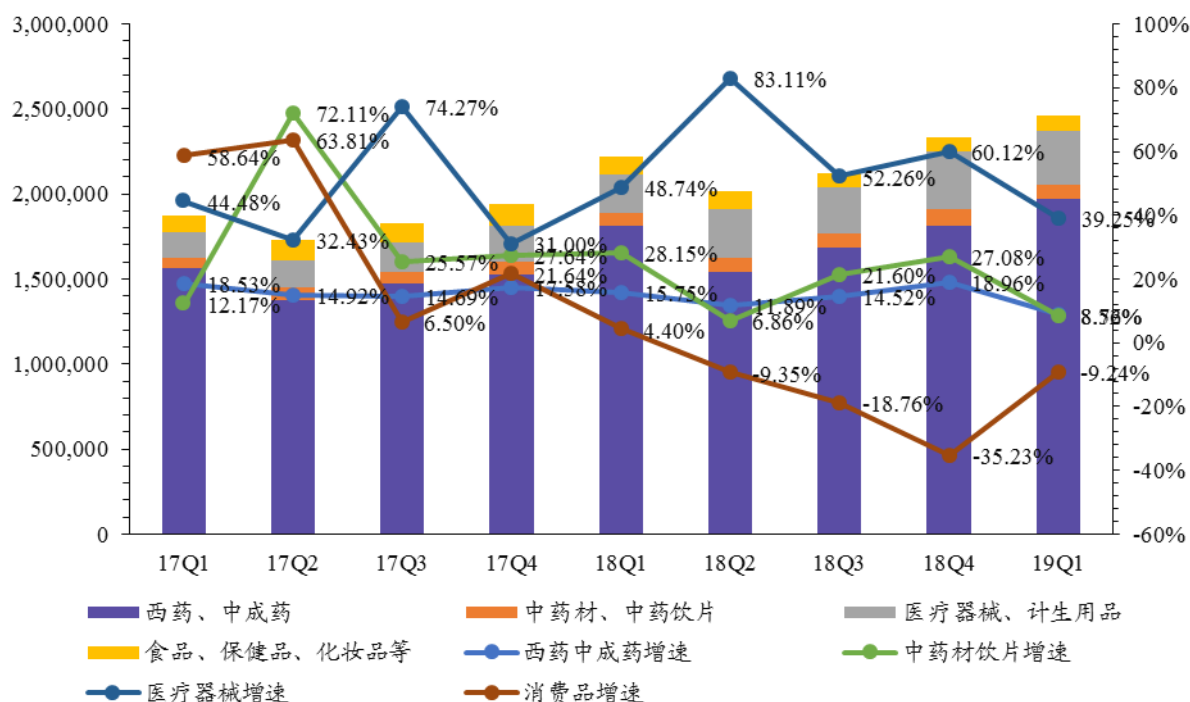
相关研究

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

19Q1 经营活动现金流量净额同比有所改善，为-32.64 亿元（去年同期为-38.75 亿元）。由于公司年末清账回款，年初重新开始授信，因此一季度经营活动现金流净额为负值相对正常。

## （二）优化经营质量，向内盘活资产，控制应收账款与存货

2019 年公司秉承“降库存、控应收，防范资金风险；拓终端、强管理，提升经营效益”的经营理念，在努力实现收入、净利润增长目标的同时提升经营质量，控制应收账款与存货。一季度公司应收账款较去年同期增速为 10.66%，存货增速为 0.16%，增速均小于营业收入增速，体现应收账款与存货规模获得初步控制。我们认为公司历史上有较高的营运能力，近年来账期略有拉长主要由于公司近年来拓展二级及以上中高端医疗机构客户，因其在药品流通链条上的优势地位导致其应收账款账期相应较长所致。现考虑到：1.公司将应收账款、存货的营运效率作为经营的重点之一来关注提升；2.公司未来拟大力拓展基层与零售终端，我们认为今年公司的应收账款规模将得到有效控制。

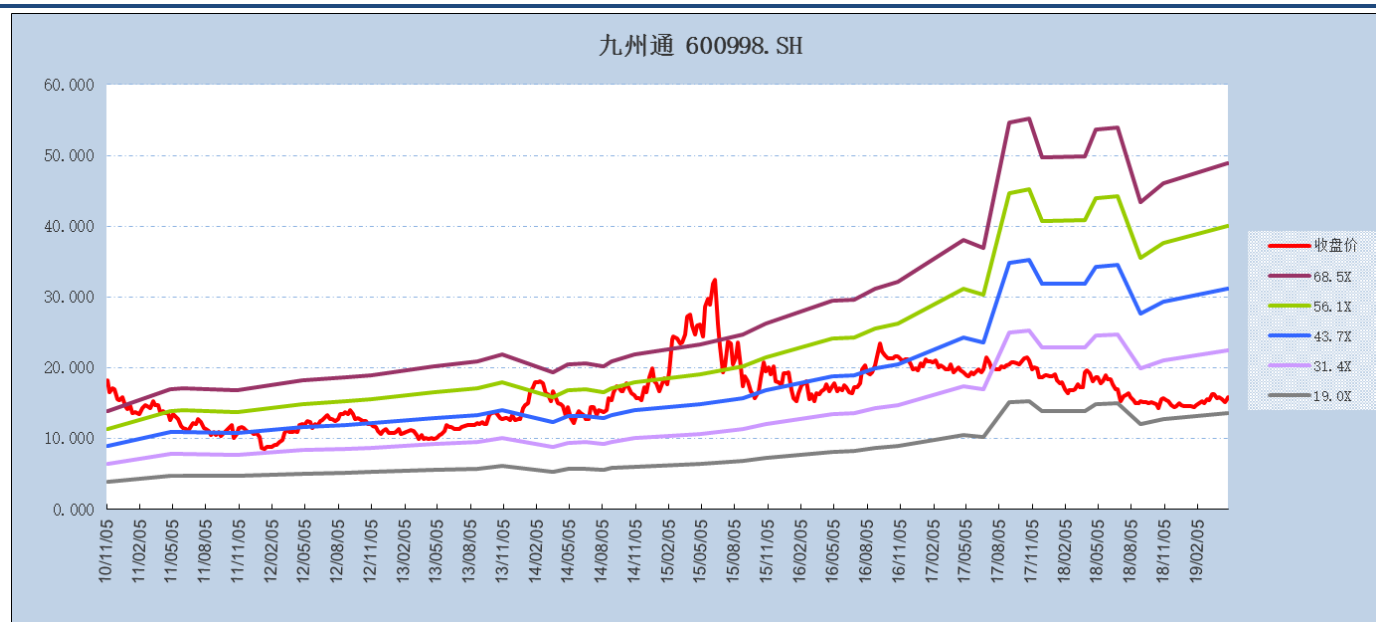
## （三）当前估值仍处于历史低位，公司业绩安全垫厚实

公司当前估值仍然处于上市以来 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

- 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。
- 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态势，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 17/14/12 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：崔香兰 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