

# 九州通 (600998)

证券研究报告

2020年07月15日

## 半年度业绩预告超预期，全年业绩大年

### 上半年业绩预增 61%-65%，维持高增长

公司公告 2020 年半年度业绩预告：预计 2020 年上半年实现归属于上市公司股东的净利润为 119,300.00 万元-122,690.00 万元，与上年同期相比预计增加 44,982.46 万元-48,372.46 万元，同比增长 60.53%-65.09%。预计 2020 年上半年归属于上市公司股东的扣除非经常性损益的净利润为 92,660.00 万元-96,130.00 万元，同比增长 50.20%-55.82%。2020 年上半年，公司主营业务稳定增长；公司总代理、总经销品种以及医疗器械等业务快速提升，毛利率持续增加；公司出口外贸业务获得突破；公司融资成本下降，减税降费政策成效逐步显现，上半年业绩保持的快步增长。我们判断在这些因素的催化下，2020 年将是公司的业绩大年。公司全资子公司上海九州通医药有限公司位于常和路 666 号地块的土地退还补偿款 2.90 亿元，预计将增加公司税后净利润约为 1.8 亿元。

### 公司受益政策催化，龙头价值凸显

根据米内网数据，2019 年全国药品销售总额 17955 亿，公立基层医疗机构与零售药店的药品终端销售占比分别为 10%、23.4%，较 2018 年占比分别提升了 0.3pp/0.5pp。我们认为药品终端市场的变化会带来渠道价值的重构。公司的优势渠道是基层医疗机构以及零售药店，凭借专业化的服务能力，高效的供应链管理有望持续受益这部分市场的增长。另一方面，2017 年“两票制”后，渠道整合的趋势增加，公司作为龙头企业有望受益行业集中度的进一步提升；同时“4+7”利好具备全国性渠道布局的企业，带动公司医院开户数量的提升，城市医疗机构市场逐步打开。

### 总代理业务快速发展，带动盈利能力逐步增强

受益政策推动，我国药品终端销售市场结构正在逐步向基层以及零售渠道转移，公司已经完成了在全国的仓储物流信息化建设，具备覆盖全国的渠道能力，在此背景下诞生的总代理业务迎来快速发展，从单纯的配送商向具备推广服务职能的代理商转变，对公司盈利能力以及现金流的改善均带来积极作用。目前公司已经获得了东阳光药奥司他韦（OTC 渠道）、华海药业“4+7”中标品种厄贝沙坦片等产品的代理权，我们预计在当前医改背景下，院内产品继续向院外转移的趋势依旧，公司总代理业务有望持续稳步发展，未来三年预计实现超 200 亿的销售收入，对公司整体盈利能力、ROE 的提升有较好的带动作用。

### 估值与评级

公司作为全国医药商业龙头，持续受益行业增长。2020 年总代理业务稳步发展，融资环境改善，预计 2020-2022 年公司归母净利润为 23.3/29.6/37.4 亿元，维持“买入”评级。

**风险提示：**药品降价风险、政策风险、行业竞争风险、医疗器械降价风险、总代理业务发展不及预期等。

### 投资评级

行业	医药生物/医药商业
6 个月评级	买入（维持评级）
当前价格	18.85 元
目标价格	元

### 基本数据

A 股总股本(百万股)	1,877.66
流通 A 股股本(百万股)	1,690.59
A 股总市值(百万元)	35,393.98
流通 A 股市值(百万元)	31,867.57
每股净资产(元)	9.13
资产负债率(%)	69.94
一年内最高/最低(元)	20.50/11.80

### 作者

郑薇 分析师  
SAC 执业证书编号：S1110517110003  
zhengwei@tfzq.com

### 股价走势



资料来源：贝格数据

### 相关报告

- 1 《九州通-年报点评报告:业绩超预期，现金流大幅改善》 2020-04-28
- 2 《九州通-公司深度研究:民营医药商业龙头，医改变局中的“破”与“立”》 2020-02-16
- 3 《九州通-公司点评:与华海签订厄贝沙坦合作框架，迈向带量采购品种配送新台阶》 2019-11-26

财务数据和估值	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	87,136.36	99,497.08	117,406.55	137,577.13	159,223.45
增长率(%)	17.84	14.19	18.00	17.18	15.73
EBITDA(百万元)	3,072.66	4,004.10	5,062.68	5,753.25	6,994.68
净利润(百万元)	1,340.58	1,726.55	2,334.27	2,955.19	3,742.91
增长率(%)	(7.26)	28.79	35.20	26.60	26.66
EPS(元/股)	0.71	0.92	1.24	1.57	1.99
市盈率(P/E)	26.40	20.50	15.16	11.98	9.46
市净率(P/B)	1.92	1.89	1.84	1.62	1.39
市销率(P/S)	0.41	0.36	0.30	0.26	0.22
EV/EBITDA	9.06	7.66	9.93	7.37	8.03

资料来源：wind，天风证券研究所

## 财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
货币资金	12,699.52	12,171.34	9,392.52	6,878.86	7,961.17
应收票据及应收账款	22,095.64	23,096.72	29,083.97	26,711.20	35,209.03
预付账款	3,796.44	3,181.53	4,896.15	4,775.87	6,280.16
存货	13,891.20	14,071.55	20,156.73	19,593.82	26,645.47
其他	4,565.85	6,369.26	7,472.70	7,238.52	9,772.40
<b>流动资产合计</b>	<b>57,048.65</b>	<b>58,890.40</b>	<b>71,002.08</b>	<b>65,198.27</b>	<b>85,868.24</b>
长期股权投资	1,515.25	1,683.20	1,683.20	1,683.20	1,683.20
固定资产	5,183.94	5,360.95	5,101.75	4,842.56	4,583.36
在建工程	844.27	1,144.31	1,204.31	1,284.31	1,334.31
无形资产	1,291.30	2,232.28	2,100.26	1,968.24	1,836.22
其他	782.84	1,824.32	1,156.20	1,223.76	1,347.91
<b>非流动资产合计</b>	<b>9,617.60</b>	<b>12,245.06</b>	<b>11,245.73</b>	<b>11,002.07</b>	<b>10,785.00</b>
<b>资产总计</b>	<b>66,674.25</b>	<b>71,147.77</b>	<b>82,258.19</b>	<b>76,210.57</b>	<b>96,664.21</b>
短期借款	10,250.75	11,707.16	18,537.32	9,722.02	23,933.15
应付票据及应付账款	25,442.72	28,019.49	31,075.14	29,136.64	33,236.49
其他	8,572.86	6,221.17	6,509.01	9,975.59	7,882.36
<b>流动负债合计</b>	<b>44,266.33</b>	<b>45,947.82</b>	<b>56,121.47</b>	<b>48,834.25</b>	<b>65,052.01</b>
长期借款	241.94	1,292.00	1,837.95	260.00	897.55
应付债券	1,383.64	1,431.68	1,382.99	1,399.44	1,404.70
其他	400.35	508.56	418.59	442.50	456.55
<b>非流动负债合计</b>	<b>2,025.92</b>	<b>3,232.24</b>	<b>3,639.53</b>	<b>2,101.94</b>	<b>2,758.80</b>
<b>负债合计</b>	<b>46,292.25</b>	<b>49,180.06</b>	<b>59,761.00</b>	<b>50,936.18</b>	<b>67,810.81</b>
少数股东权益	1,914.90	3,213.50	3,276.66	3,364.70	3,475.31
股本	1,877.66	1,877.66	1,877.66	1,877.66	1,877.66
资本公积	7,996.08	8,131.48	8,131.48	8,131.48	8,131.48
留存收益	13,785.42	15,312.05	17,342.86	20,032.03	23,500.43
其他	(5,192.06)	(6,566.99)	(8,131.48)	(8,131.48)	(8,131.48)
<b>股东权益合计</b>	<b>20,382.00</b>	<b>21,967.71</b>	<b>22,497.19</b>	<b>25,274.39</b>	<b>28,853.41</b>
<b>负债和股东权益总</b>	<b>66,674.25</b>	<b>71,147.77</b>	<b>82,258.19</b>	<b>76,210.57</b>	<b>96,664.21</b>

  

现金流量表(百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
净利润	1,381.47	1,781.48	2,334.27	2,955.19	3,742.91
折旧摊销	436.32	536.73	391.22	391.22	391.22
财务费用	965.98	1,261.36	1,740.81	1,603.95	1,845.28
投资损失	(55.09)	(139.80)	(56.00)	(56.00)	(56.00)
营运资金变动	1,255.92	(5,911.47)	(10,762.97)	4,739.89	(17,736.64)
其它	(2,762.58)	5,239.56	(63.08)	108.59	138.99
<b>经营活动现金流</b>	<b>1,222.02</b>	<b>2,767.87</b>	<b>(6,415.75)</b>	<b>9,742.84</b>	<b>(11,674.24)</b>
资本支出	1,856.80	2,191.16	149.98	56.09	35.95
长期投资	662.70	167.95	0.00	0.00	0.00
其他	(4,037.76)	(3,599.46)	(152.70)	(80.15)	(30.33)
<b>投资活动现金流</b>	<b>(1,518.26)</b>	<b>(1,240.35)</b>	<b>(2.73)</b>	<b>(24.06)</b>	<b>5.62</b>
债权融资	11,883.33	14,552.83	21,801.26	11,438.79	26,309.51
股权融资	(1,632.79)	(2,337.44)	(3,304.08)	(1,602.71)	(1,844.05)
其他	(7,999.76)	(15,057.37)	(14,857.52)	(22,068.52)	(11,714.53)
<b>筹资活动现金流</b>	<b>2,250.78</b>	<b>(2,841.97)</b>	<b>3,639.66</b>	<b>(12,232.45)</b>	<b>12,750.94</b>
汇率变动影响	0.00	0.00	5.00	5.00	5.00
<b>现金净增加额</b>	<b>1,954.54</b>	<b>(1,314.45)</b>	<b>(2,773.82)</b>	<b>(2,508.67)</b>	<b>1,087.32</b>

资料来源：公司公告，天风证券研究所

利润表(百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
<b>营业收入</b>	<b>87,136.36</b>	<b>99,497.08</b>	<b>117,406.55</b>	<b>137,577.13</b>	<b>159,223.45</b>
营业成本	79,614.27	90,794.65	106,370.34	124,576.10	143,938.00
营业税金及附加	207.73	238.82	281.78	330.19	382.14
营业费用	2,818.31	3,135.26	3,522.20	4,264.89	4,935.93
管理费用	1,819.07	1,959.63	2,348.13	2,889.12	3,184.47
研发费用	76.23	74.13	117.41	206.37	238.84
财务费用	867.38	1,234.55	1,740.81	1,603.95	1,845.28
资产减值损失	67.42	(12.56)	30.00	30.00	30.00
公允价值变动收益	4.88	(14.03)	(126.24)	20.55	28.38
投资净收益	55.09	139.80	61.00	61.00	61.00
其他	(223.96)	(354.59)	130.49	(163.10)	(178.76)
<b>营业利润</b>	<b>1,829.95</b>	<b>2,301.42</b>	<b>2,930.65</b>	<b>3,758.08</b>	<b>4,758.18</b>
营业外收入	32.64	47.40	30.00	30.00	30.00
营业外支出	31.79	31.37	29.87	31.01	30.75
<b>利润总额</b>	<b>1,830.80</b>	<b>2,317.45</b>	<b>2,930.78</b>	<b>3,757.07</b>	<b>4,757.43</b>
所得税	449.33	535.97	533.34	713.84	903.91
<b>净利润</b>	<b>1,381.47</b>	<b>1,781.48</b>	<b>2,397.44</b>	<b>3,043.23</b>	<b>3,853.52</b>
少数股东损益	40.89	54.93	63.17	88.03	110.61
<b>归属于母公司净利润</b>	<b>1,340.58</b>	<b>1,726.55</b>	<b>2,334.27</b>	<b>2,955.19</b>	<b>3,742.91</b>
每股收益(元)	0.71	0.92	1.24	1.57	1.99

  

主要财务比率	2018	2019	2020E	2021E	2022E
<b>成长能力</b>					
营业收入	17.84%	14.19%	18.00%	17.18%	15.73%
营业利润	-5.75%	25.76%	27.34%	28.23%	26.61%
归属于母公司净利润	-7.26%	28.79%	35.20%	26.60%	26.66%
<b>获利能力</b>					
毛利率	8.63%	8.75%	9.40%	9.45%	9.60%
净利率	1.54%	1.74%	1.99%	2.15%	2.35%
ROE	7.26%	9.21%	12.14%	13.49%	14.75%
ROIC	11.08%	14.38%	16.72%	12.74%	18.48%
<b>偿债能力</b>					
资产负债率	69.43%	69.12%	72.65%	66.84%	70.15%
净负债率	-4.00%	10.84%	55.16%	18.04%	63.59%
流动比率	1.29	1.28	1.27	1.34	1.32
速动比率	0.98	0.98	0.91	0.93	0.91
<b>营运能力</b>					
应收账款周转率	4.60	4.40	4.50	4.93	5.14
存货周转率	6.68	7.12	6.86	6.92	6.89
总资产周转率	1.47	1.44	1.53	1.74	1.84
<b>每股指标(元)</b>					
每股收益	0.71	0.92	1.24	1.57	1.99
每股经营现金流	0.65	1.47	-3.42	5.19	-6.22
每股净资产	9.84	9.99	10.24	11.67	13.52
<b>估值比率</b>					
市盈率	26.40	20.50	15.16	11.98	9.46
市净率	1.92	1.89	1.84	1.62	1.39
EV/EBITDA	9.06	7.66	9.93	7.37	8.03
EV/EBIT	10.43	8.75	10.76	7.91	8.51

### 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。

### 一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（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“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，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天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风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，并应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，天风证券及/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，天风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。天风证券的销售人员、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。天风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。天风证券的资产管理部门、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，天风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，投资者应当考虑到天风证券及/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。

### 投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

### 天风证券研究

北京	武汉	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号	湖北武汉市武昌区中南路 99	上海市浦东新区兰花路 333	深圳市福田区益田路 5033 号
邮编：100031	号保利广场 A 座 37 楼	号 333 世纪大厦 20 楼	平安金融中心 71 楼
邮箱：research@tfzq.com	邮编：430071	邮编：201204	邮编：518000
	电话：(8627)-87618889	电话：(8621)-68815388	电话：(86755)-23915663
	传真：(8627)-87618863	传真：(8621)-68812910	传真：(86755)-82571995
	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com

