

投资评级：推荐（维持）
报告日期：2020年08月27日
市场数据

目前股价	17.44
总市值（亿元）	327.46
流通市值（亿元）	294.84
总股本（万股）	187,766
流通股本（万股）	169,059
12个月最高/最低	20.59/12.70

分析师

分析师：赵浩然 S1070515110002

☎ 0755-83511405

✉ zhaohaoran@cgws.com

联系人（研究助理）：谢欣茹

S1070118090028

☎ 0755-83660814

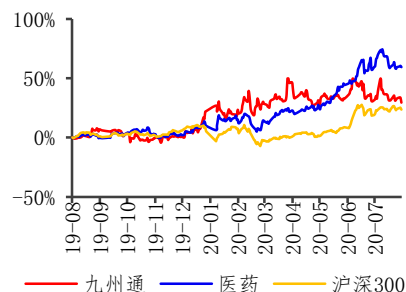
✉ xiexinru@cgws.com

联系人（研究助理）：谭竞杰

S1070118070038

☎ 0755-83516207

✉ tanjingjie@cgws.com

股价表现


数据来源：贝格数据

相关报告

<<Q1 业绩表现靓丽，现金流大幅好转>>

2020-04-30

<<业绩稳健增长，现金流持续改善>>

2019-10-22

<<盈利能力持续提升，现金流显著改善>>

2019-08-27

利润端大幅增长，盈利能力显著提升

——九州通（600998）2020年中报点评

盈利预测

	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	87136	99497	113380	130264	150909
(+/-%)	17.8%	14.2%	14.0%	14.9%	15.8%
净利润(百万元)	1341	1727	2285	2741	3328
(+/-%)	-7.3%	28.8%	32.4%	20.0%	21.4%
摊薄 EPS	0.71	0.92	1.22	1.46	1.77
PE	24	19	14	12	10

资料来源：长城证券研究所

核心观点
■ 事件：

公司发布 2020 年半年报：2020 年上半年公司实现营业收入 513.49 亿元，同比增长 6.03%；归母净利润 12.59 亿元，同比增长 69.39%；扣非后归母净利润 9.59 亿元，同比增长 55.44%。

■ 要点 1：业绩表现靓丽，利润端大幅增长

2020 年上半年公司实现营业收入 513.49 亿元，同比增长 6.03%；归母净利润 12.59 亿元，同比增长 69.39%。单看 2020Q2，Q2 实现归母净利润 6.82 亿元，同比增长 63.96%，环比增长 18.18%；扣非后归母净利润 5.97 亿元，同比增长 58.25%，环比增长 64.78%，业绩表现靓丽。

上半年利润快速增长的原因主要系公司经营质量持续提升、总代理总经销业务及出口业务实现突破、受政策优惠降低公司融资成本、以及公司全资子公司上海九州通土地退还补偿款 2.90 亿元扣除成本后计入资产处置收益等因素所致。

作为湖北省大型医药流通企业，公司拥有 31 个省级医药物流中心和 1,074 家零售药店（含加盟店），营销网络广泛并向纵深发展，伴随着规模效应逐步显现，未来公司经营情况将会持续向好。

■ 要点 2：融资环境改善，二季度毛利率和净利率显著提升

公司毛利率显著提升，今年上半年毛利率为 9.60%，较去年同期提高了 1.22pp。从季度来看，Q2 毛利率为 11.24%，较去年同期提高了 2.24pp，主要系高毛利的总代理事业部收入快速增长，以及医疗器械市场扩大且毛利率大幅拉升所致。

费用方面，公司期间费用率有所下滑，2020H1 销售费用率 3.25%，较去年同期提高 0.13 个百分点；2020H1 管理费用率 1.91%，较去年同期减少 0.05 个百分点，与去年同期基本持平；2020H1 财务费用率 1.08%，较去年同期减少 0.17 个百分点，主要原因是为了支持新冠疫情防控，国家推

出优惠的贷款政策，公司融资利率下降导致成本下滑，减税降费政策成效逐步显现。

受益于良好的费用控制，2020H1 净利率为 3.12%，较去年同期提高了 1.55pp；Q2 净利率为 4.09%，较去年同期提高了 2.19pp，创上市以来新高。在政策的支持下，未来公司盈利能力有望持续提升。

■ 要点 3: 医疗器械及总代理业务高速增长，集采中标带来业绩增量

分品种来看，公司核心业务西药、中成药持续增长，上半年实现销售收入 384.90 亿元，同比增长 1.99%，毛利率 9.48%，较去年同期增长 1.19 个百分点；中药材与中药饮片实现销售收入 13.92 亿元，较上年同期减少 16.13%，销售毛利率为 14.80%，较去年同期提升 2.25 个百分点；受疫情影响，国内外防控物资需求旺盛，公司的医疗器械业务收入和毛利率大幅增长，2020H1 公司医疗器械与计生用品实现收入 102.63 亿元，同比增长 43.04%，毛利率 9.07%，较去年同期增长 1.84 个百分点。

值得注意的是，公司新业务总代理事业部高速增长，今年上半年实现对外销售 27.91 亿元，同比增长 55.14%；毛利率 24.27%，较去年同期提升 5.1 个百分点，主要系公司上半年持续引进 65 个新总代理品种，提高产品动销能力，以及部分产品受疫情影响市场需求激增所致。

此外，九州通旗下子公司北京京丰在近期举办的国家第三批带量采购中，以 2.94 元/盒的价格中标盐酸二甲双胍片，有利于进一步扩大公司工业板块的产品销售，提高市场占有率。

■ 投资建议:

公司是医药商业龙头企业，受益于行业政策支持和产业集中度的提升，公司新业务总代理事业部快速发展，近期集采中标的二甲双胍也将带来业绩增量，未来有望保持良好的增长态势。我们预计公司 2020-2022 年营业收入分别为 1133.80 亿元、1302.64 亿元和 1509.09 亿元，分别同比增长 14.0%、14.9%和 15.8%，归母净利润分别为 22.85 亿元、27.41 亿元和 33.28 亿元，分别同比增长 32.4%、20.0%和 21.4%，EPS 分别为 1.22/1.46/1.77 元，对应 8 月 26 日收盘价，对应市盈率分别为 14X、12X、10X，维持“推荐”评级。

■ 风险提示: 政策风险、应收账款管理风险、新业务拓展不及预期风险、药价下滑风险。

附：盈利预测表

利润表 (百万)	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E	主要财务指标	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	87136	99497	113380	130264	150909	成长性					
营业成本	79614	90795	103431	118864	137736	营业收入增长	17.8%	14.2%	14.0%	14.9%	15.8%
销售费用	2818	3135	3523	4041	4654	营业成本增长	17.6%	14.0%	13.9%	14.9%	15.9%
管理费用	1819	1960	2144	2404	2698	营业利润增长	-5.7%	25.8%	35.2%	20.4%	21.5%
研发费用	76	74	89	116	150	利润总额增长	-4.9%	26.6%	35.0%	20.3%	21.4%
财务费用	867	1235	1020	1024	1027	净利润增长	-7.3%	28.8%	32.4%	20.0%	21.4%
其他收益	97	203	124	141	156	盈利能力					
投资净收益	55	140	78	91	103	毛利率	8.6%	8.7%	8.8%	8.8%	8.7%
营业利润	1830	2301	3112	3747	4552	销售净利率	1.6%	1.8%	2.1%	2.2%	2.3%
营业外收支	1	16	18	16	17	ROE	6.8%	8.1%	9.7%	10.5%	11.3%
利润总额	1831	2317	3130	3764	4568	ROIC	10.5%	11.8%	13.4%	17.4%	19.3%
所得税	449	536	782	941	1142	营运效率					
少数股东损益	41	55	62	82	98	销售费用/营业收入	3.2%	3.2%	3.1%	3.1%	3.1%
净利润	1341	1727	2285	2741	3328	管理费用/营业收入	2.1%	2.0%	1.9%	1.8%	1.8%
资产负债表						研发费用/营业收入	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%
						财务费用/营业收入	1.0%	1.2%	0.9%	0.8%	0.7%
流动资产	57057	58903	66372	69857	78112	投资收益/营业利润	3.0%	6.1%	2.5%	2.4%	2.3%
货币资金	12700	12171	13644	17795	19302	所得税/利润总额	24.5%	23.1%	25.0%	25.0%	25.0%
应收票据及应收账款合计	22096	23097	23156	24190	25114	应收账款周转率	4.60	4.40	4.90	5.50	6.12
其他应收款	4394	4620	5651	6149	7521	存货周转率	6.11	6.49	7.00	7.50	8.20
存货	13891	14072	15480	16217	17377	流动资产周转率	1.73	1.72	1.81	1.91	2.04
非流动资产	9618	12245	12382	13558	14972	总资产周转率	1.47	1.44	1.51	1.61	1.71
固定资产	5184	5361	6058	6851	7776	偿债能力					
资产总计	66674	71148	78753	83415	93084	资产负债率	69.4%	69.1%	69.1%	67.6%	67.4%
流动负债	44266	45948	51771	54098	60807	流动比率	1.29	1.28	1.28	1.29	1.28
短期借款	10251	11707	11707	11707	11707	速动比率	0.89	0.87	0.82	0.89	0.85
应付款项	25443	28019	32300	34300	39521	每股指标 (元)					
非流动负债	2026	3232	2668	2305	1942	EPS	0.71	0.92	1.22	1.46	1.77
长期借款	1626	2724	2159	1796	1434	每股净资产	8.17	8.86	10.07	11.47	13.18
负债合计	46292	49180	54439	56402	62750	每股经营现金流	1.88	0.65	1.71	3.89	2.62
股东权益	20382	21968	24315	27013	30334	每股经营现金/EPS	2.63	0.70	1.40	2.66	1.48
股本	1878	1878	1878	1878	1878	估值					
留存收益	5789	7181	9316	11923	15159	PE	24.43	18.97	14.33	11.95	9.84
少数股东权益	1915	3213	3275	3357	3455	PEG	0.97	0.75	0.85	0.44	0.40
负债和权益总计	66674	71148	78753	83415	93084	PB	2.13	1.97	1.73	1.52	1.32
现金流量表						EV/EBITDA	12.82	11.41	9.10	6.89	5.58
						EV/SALES	0.39	0.39	0.33	0.25	0.21
经营活动现金流	1222	2768	3204	7301	4915	EV/IC	1.11	1.15	1.04	0.86	0.76
其中营运资本减少	920	-2265	-595	2946	-96	ROIC/WACC	1.35	1.51	1.73	2.18	2.34
投资活动现金流	-1518	-1240	-570	-1683	-1972	REP	0.83	0.76	0.60	0.40	0.32
其中资本支出	1815	1192	819	951	1186						
融资活动现金流	2251	-2842	-1161	-1467	-1436						
净现金总变化	1954	-1314	1473	4151	1507						

研究员承诺

本人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，在执业过程中恪守独立诚信、勤勉尽职、谨慎客观、公平公正的原则，独立、客观地出具本报告。本报告反映了本人的研究观点，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接收到任何形式的报酬。

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于 2017 年 7 月 1 日起正式实施。因本研究报告涉及股票相关内容，仅面向长城证券客户中的专业投资者及风险承受能力为稳健型、积极型、激进型的普通投资者。若您并非上述类型的投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研究报告中的任何信息。

因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

免责声明

长城证券股份有限公司（以下简称长城证券）具备中国证监会批准的证券投资咨询业务资格。

本报告由长城证券向专业投资者客户及风险承受能力为稳健型、积极型、激进型的普通投资者客户（以下统称客户）提供，除非另有说明，所有本报告的版权属于长城证券。未经长城证券事先书面授权许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布，亦不得作为诉讼、仲裁、传媒及任何单位或个人引用的证明或依据，不得用于未经允许的其它任何用途。如引用、刊发，需注明出处为长城证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向他人作出邀请。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

长城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。长城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。

长城证券版权所有并保留一切权利。

长城证券投资评级说明**公司评级：**

强烈推荐——预期未来 6 个月内股价相对行业指数涨幅 15%以上；
推荐——预期未来 6 个月内股价相对行业指数涨幅介于 5%~15%之间；
中性——预期未来 6 个月内股价相对行业指数涨幅介于-5%~5%之间；
回避——预期未来 6 个月内股价相对行业指数跌幅 5%以上

行业评级：

推荐——预期未来 6 个月内行业整体表现战胜市场；
中性——预期未来 6 个月内行业整体表现与市场同步；
回避——预期未来 6 个月内行业整体表现弱于市场。

长城证券研究所

深圳办公地址：深圳市福田区福田街道金田路 2026 号能源大厦南塔楼 16 层

邮编：518033 传真：86-755-83516207

北京办公地址：北京市西城区西直门外大街 112 号阳光大厦 8 层

邮编：100044 传真：86-10-88366686

上海办公地址：上海市浦东新区世博馆路 200 号 A 座 8 层

邮编：200126 传真：021-31829681

网址：<http://www.cgws.com>