

九州通 (600998.SH)
盈利能力稳定提升，战略转型持续赋能长期增长

2023年04月24日

——公司信息更新报告
投资评级：买入（维持）
蔡明子（分析师）
龙永茂（联系人）

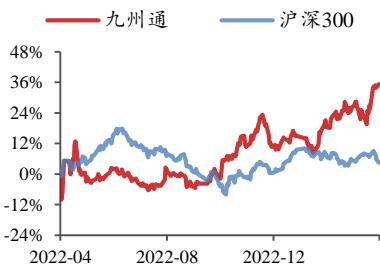
caimingzi@kysec.cn

longyongmao@kysec.cn

证书编号：S0790520070001

证书编号：S0790121070011

日期	2023/4/24
当前股价(元)	16.09
一年最高最低(元)	16.36/10.68
总市值(亿元)	301.51
流通市值(亿元)	301.51
总股本(亿股)	18.74
流通股本(亿股)	18.74
近3个月换手率(%)	27.33

股价走势图


数据来源：聚源

相关研究报告

《Q3 营收利润提速增长，业务转型升级稳步进入收获期——公司信息更新报告》-2022.10.25

《营收及扣非归母净利润双增长，数字化转型成果显现——公司信息更新报告》-2022.8.23

《总代总销等创新业务稳健增长，数字化转型成效显著——公司信息更新报告》-2022.4.26

● 2023Q1 业绩加速增长，净利率呈提升态势，维持“买入”评级

4月24日，公司发布2022年报及2023年一季报：2022年实现营收1404.24亿元(+14.72%)；归母净利润20.85亿元(-14.84%)，主要是公司基于谨慎性原则，计提信用减值损失3.56亿元以及资产减值损失0.61亿元，剔除该影响归母净利润预计同比增长约2.2%；扣非净利润17.34亿元(+23.56%)。2023Q1实现收入420.93亿元(+19.75%)；实现归母净利润5.61亿元(+24.06%)；实现扣非净利润5.73亿元(+20.10%)。从盈利能力来看，2023Q1公司净利率为1.42(+0.06pct)，较疫情前2019Q1提升0.16pct，公司转型逐渐步入收获期。考虑到2022年公司计提资产减值准备，我们下调2023-2024年并新增2025年盈利预测，预计2023-2025年归母净利润分别为24.09(原30.94)、27.90(原36.38)、32.57亿元，当前股价对应PE分别为12.5/10.8/9.3倍，公司转型成效逐步显现，数字化赋能下提升业务天花板，REITs项目启动开启新的战略转型，维持“买入”评级。

● 持续推进全品类经营、全渠道覆盖、全场景服务，“万店联盟”持续推进

在全品类经营上，公司品规增长至58.9万个。在全渠道覆盖上，公司的B端客户规模增长至51.85万家，实现了终端渠道全覆盖。在全场景服务上，公司已由单一的传统医药分销业务模式拓展至数字化分销、总代品牌推广、新零售与加盟、电商B/C端业务及线上总代总销、“幂健康”互联网医疗等多场景业务模式。“万店联盟”计划取得突破，好药师直营和加盟门店数突破13,000家，将力争在2023年新增直营和加盟药店6,700家，2025年实现门店总数突破30,000家。

● 开启公司四大战略转型升级，有望走出新成长曲线

公司新三年（2023-2025年）战略规划，将全面向新零售、新产品、互联网医疗、不动产证券化（REITs）四大战略转型升级。2023年起公司将以拥有的约330多万平方米的医药物流仓储资产及配套设施为底层资产，分批发行基础设施领域不动产投资信托基金（REITs），以盘活公司庞大的医药仓储物流资产及配套设施，重构公司轻资产运营商业模式，以提升公司资产运营能力，实现多元化收益。

● 风险提示：数字化转型落地不及预期；REITs基金运营不及预期。

财务摘要和估值指标

指标	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	122,407	140,424	159,188	180,560	205,007
YOY(%)	10.4	14.7	13.4	13.4	13.5
归母净利润(百万元)	2,448	2,085	2,409	2,790	3,257
YOY(%)	-20.4	-14.8	15.5	15.8	16.7
毛利率(%)	8.0	7.8	8.5	8.6	8.6
净利率(%)	2.1	1.6	1.6	1.7	1.7
ROE(%)	9.6	8.0	8.3	8.9	9.5
EPS(摊薄/元)	1.31	1.11	1.29	1.49	1.74
P/E(倍)	12.3	14.5	12.5	10.8	9.3
P/B(倍)	1.4	1.3	1.2	1.1	1.0

数据来源：聚源、开源证券研究所

附：财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
流动资产	71170	75658	98321	107957	122153
现金	14702	17176	19832	34042	25223
应收票据及应收账款	26684	27864	39214	36009	48472
其他应收款	4516	4251	8114	5599	9420
预付账款	4145	5937	4715	7230	6543
存货	15517	17213	23213	21476	28580
其他流动资产	5606	3216	3233	3600	3914
非流动资产	14766	16614	16277	17681	18735
长期投资	1462	1700	1895	2076	2252
固定资产	6717	7504	8252	9056	9947
无形资产	2272	2003	2073	2143	2060
其他非流动资产	4315	5407	4057	4406	4476
资产总计	85936	92272	114598	125638	140887
流动负债	55394	59684	80026	88847	101409
短期借款	12555	11493	20476	11758	29620
应付票据及应付账款	34158	39295	45045	50160	57588
其他流动负债	8682	8896	14504	26928	14200
非流动负债	3469	3902	3303	2998	2525
长期借款	2379	2980	2510	2087	1596
其他非流动负债	1090	922	792	911	929
负债合计	58863	63587	83328	91845	103933
少数股东权益	3664	4046	4221	4454	4713
股本	1874	1874	1874	1874	1874
资本公积	8056	8205	8205	8205	8205
留存收益	11546	12950	15074	17686	20834
归属母公司股东权益	23409	24640	27048	29339	32241
负债和股东权益	85936	92272	114598	125638	140887

现金流量表(百万元)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
经营活动现金流	3459	3986	-3770	27148	-22503
净利润	2608	2286	2584	3023	3515
折旧摊销	594	673	660	754	805
财务费用	1098	1134	1368	1317	1562
投资损失	-171	-298	-203	-224	-242
营运资金变动	33	-146	-7816	22647	-27663
其他经营现金流	-703	339	-363	-371	-480
投资活动现金流	-2543	1488	-740	-2088	-1818
资本支出	1386	1243	1376	1611	1680
长期投资	603	807	-195	-181	-176
其他投资现金流	-1760	1925	831	-295	38
筹资活动现金流	-2017	-4901	-1287	-2397	-2227
短期借款	-1771	-1062	8984	-8718	17862
长期借款	-826	601	-470	-423	-491
普通股增加	0	0	0	0	0
资本公积增加	-39	149	0	0	0
其他筹资现金流	618	-4589	-9800	6744	-19598
现金净增加额	-1105	583	-5797	22663	-26548

利润表(百万元)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	122407	140424	159188	180560	205007
营业成本	112570	129476	145712	165070	187337
营业税金及附加	298	351	383	435	500
营业费用	3674	4126	5094	5809	6560
管理费用	2456	2549	3343	3882	4367
研发费用	195	178	296	361	362
财务费用	1098	1134	1368	1317	1562
资产减值损失	-52	-61	-51	-67	-79
其他收益	262	253	243	252	249
公允价值变动收益	1290	60	50	20	20
投资净收益	171	298	203	224	242
资产处置收益	7	48	104	53	69
营业利润	3593	2853	3276	3830	4424
营业外收入	39	54	56	50	53
营业外支出	269	69	50	50	50
利润总额	3363	2838	3282	3830	4427
所得税	755	553	698	807	912
净利润	2608	2286	2584	3023	3515
少数股东损益	160	201	175	233	258
归属母公司净利润	2448	2085	2409	2790	3257
EBITDA	4434	3889	4484	4872	5700
EPS(元)	1.31	1.11	1.29	1.49	1.74

主要财务比率	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
成长能力					
营业收入(%)	10.4	14.7	13.4	13.4	13.5
营业利润(%)	-17.5	-20.6	14.8	16.9	15.5
归属于母公司净利润(%)	-20.4	-14.8	15.5	15.8	16.7
获利能力					
毛利率(%)	8.0	7.8	8.5	8.6	8.6
净利率(%)	2.1	1.6	1.6	1.7	1.7
ROE(%)	9.6	8.0	8.3	8.9	9.5
ROIC(%)	14.7	13.3	10.9	53.1	11.2
偿债能力					
资产负债率(%)	68.5	68.9	72.7	73.1	73.8
净负债比率(%)	9.0	-6.5	13.0	-56.8	19.0
流动比率	1.3	1.3	1.2	1.2	1.2
速动比率	0.9	0.9	0.9	0.9	0.9
营运能力					
总资产周转率	1.5	1.6	1.5	1.5	1.5
应收账款周转率	4.8	5.2	4.8	4.8	4.9
应付账款周转率	8.7	9.5	8.5	8.7	8.8
每股指标(元)					
每股收益(最新摊薄)	1.31	1.11	1.29	1.49	1.74
每股经营现金流(最新摊薄)	1.85	2.13	-2.01	14.49	-12.01
每股净资产(最新摊薄)	11.20	11.98	13.27	14.49	16.04
估值比率					
P/E	12.3	14.5	12.5	10.8	9.3
P/B	1.4	1.3	1.2	1.1	1.0
EV/EBITDA	7.4	8.2	8.4	2.9	7.1

数据来源：聚源、开源证券研究所

请务必参阅正文后面的信息披露和法律声明

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。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。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。

分析师承诺

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20% 以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5%~20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在 -5%~+5% 之间波动；
	减持（underperform）	预计相对弱于市场表现 5% 以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡（underperform）	预计行业弱于整体市场表现。

备注：评级标准为以报告日后的 6~12 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中 A 股基准指数为沪深 300 指数、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普 500 或纳斯达克综合指数。我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于商业秘密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等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金融工具的邀请或向人做出邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。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。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源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分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

开源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。开源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。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

开源证券研究所

上海

地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼10层
邮编：200120
邮箱：research@kysec.cn

深圳

地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层
邮编：518000
邮箱：research@kysec.cn

北京

地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座9层
邮编：100044
邮箱：research@kysec.cn

西安

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层
邮编：710065
邮箱：research@kysec.cn