

# 九州通 (600998)

## 千亿流通，华夏先驱扬九州

### 买入 (首次)

2023年07月19日

证券分析师 朱国广

执业证书: S0600520070004

zhugg@dwzq.com.cn

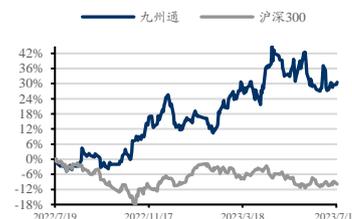
| 盈利预测与估值           | 2022A   | 2023E   | 2024E   | 2025E   |
|-------------------|---------|---------|---------|---------|
| 营业总收入 (百万元)       | 140,424 | 159,103 | 178,977 | 200,902 |
| 同比                | 15%     | 13%     | 12%     | 12%     |
| 归属母公司净利润 (百万元)    | 2,085   | 2,440   | 2,830   | 3,239   |
| 同比                | -15%    | 17%     | 16%     | 14%     |
| 每股收益-最新股本摊薄 (元/股) | 0.75    | 0.87    | 1.01    | 1.16    |
| P/E (现价&最新股本摊薄)   | 13.23   | 11.31   | 9.75    | 8.52    |

关键词: #第二曲线 #行业整合

#### 投资要点

- 投资要点:** 处方外流趋势下，医药流通院外市场不断扩容。公司以“万店加盟”战略为抓手，院外市场份额有望持续提升。业务上，公司发展药品总代，销量过亿的核心品种均续签成功，毛利占比不断提升，有望打造二次增长曲线。新战略上，公司 REITs 申报落地在即，底层资产包括 330 万平米基础设施有望兑现价值，为公司每年带来增量现金流。
- 行业集中度不断提升，院外市场扩容迎来全新发展机遇:** 我国医药流通行业正处于加速集中初期，前四流通企业合计市场份额由 2019 年的 39% 提高至 2021 年的 42%。随着集采常态化、双通道、门诊统筹等政策的实施，处方外流加速推进，院外市场持续扩容。公司作为头部批零一体化的企业，具备处方药资源及承接优势。截至 2022 年底，公司加盟门店数已突破 13000 家，以“万店加盟”为抓手，公司在院外市场份额有望持续提升。
- 总代业务发力，药品放量有望开启二次增长曲线:** 公司 2022 年总代业务收入为 134.13 亿元，同比增长 3.10%；毛利率为 13.64%，同比提升 2.93 个百分点，毛利占比为 18.65%，同比增长 3.02 个百分点，总代业务对公司业绩贡献度逐年提升。其中药品总代业务收入为 66.51 亿元，同比增长 34.9%；毛利率为 22.01%，同比增长 5.19 个百分点。公司聚焦药品总代业务，并与阿斯利康、东阳光药、拜耳康王等企业开展合作，14 个销量过亿品种如可威、康王系列 2022 年均续签成功，进一步强化了公司总代品种优势，确保该业务的可持续增长。
- REITs 落地在即，底层资产有望价值兑现:** 近年来，我国支持 REITs 政策密集出台，公司于 2023 年 3 月开展医药物流仓储公募 REITs 申报发行工作，REITs 发行后，有望搭建轻资产运营平台，盘活公司医药仓储物流资产及配套设施，加快资产流动性从而筹集更多运营资金。此外，公司未来将通过扩募的方式逐步盘活剩余的医药物流仓储资产及配套设施，可纳入 REITs 底层资产的设施合计 330 万平米，按每年扩募 10 亿平米固定资产计算，每年有望为公司带来百亿元以上增量现金流，扩大运营规模，提高净资产收益率。
- 盈利预测与投资评级:** 公司为中国民营医药流通企业龙头，具备二次增长能力。我们预计公司 2023-2025 年营业收入分别为 1591/1790/2009 亿元，归母净利润分别为 24.40/28.30/32.39 亿元，对应当前市值的估值为 11/10/9 倍，首次覆盖，给予“买入”评级。
- 风险提示:** 经营模式风险、政策风险、市场竞争风险、应收账款发生坏账风险等。

#### 股价走势



#### 市场数据

|               |            |
|---------------|------------|
| 收盘价(元)        | 9.88       |
| 一年最低/最高价      | 9.52/17.14 |
| 市净率(倍)        | 0.80       |
| 流通 A 股市值(百万元) | 27,585.61  |
| 总市值(百万元)      | 27,585.61  |

#### 基础数据

|              |          |
|--------------|----------|
| 每股净资产(元,LF)  | 12.28    |
| 资产负债率(% ,LF) | 69.71    |
| 总股本(百万股)     | 2,792.07 |
| 流通 A 股(百万股)  | 2,792.07 |

#### 相关研究

《九州通(600998): 扣非净利润增长 21.61%，业绩符合预期，现金流改善明显》

2019-04-28

《九州通(600998): 扣非净利润增长 23.20%，业绩符合预期，现金流改善明显》

2018-10-29

## 内容目录

|  |           |
|--|-----------|
| <b>1. 九州通：全国民营医药流通龙头</b>               | <b>4</b>  |
| 1.1. 筚路蓝缕近四十年，已成为全国最大的民营医药流通企业         | 4         |
| 1.2. 利润重新提速，现金流量充沛                     | 6         |
| 1.3. 分销业务为基本盘，高附加值业务潜力凸显               | 8         |
| <b>2. 医药流通“3+1”格局形成，院外市场扩容带来全新发展机遇</b> | <b>10</b> |
| 2.1. 医药流通市场规模持续增长，行业集中度不断提升            | 10        |
| 2.2. 集采等政策推动院外市场扩容，处方外流助力零售市场规模增加      | 12        |
| <b>3. 千亿平台底蕴深厚，战略转型打造二次增长曲线</b>        | <b>14</b> |
| 3.1. “三全三化”协同千亿平台筑牢根基                  | 14        |
| 3.2. 万店加盟赋能院外市场持续增长                    | 16        |
| 3.3. 总代业务发力，药品放量打造全新利润增长点              | 17        |
| <b>4. 不动产证券化战略实施，底层资产有望价值兑现</b>        | <b>19</b> |
| 4.1. REITs 支持政策密集出台                    | 19        |
| 4.2. 底层资产变现，募资后有望重塑估值逻辑                | 21        |
| <b>5. 盈利预测与估值</b>                      | <b>22</b> |
| <b>6. 风险提示</b>                         | <b>23</b> |

## 图表目录

|       |   |    |
|-------|---|----|
| 图 1:  | 九州通“全链”服务模式图 .....                        | 4  |
| 图 2:  | 九州通发展历程 (1985-2023) .....                 | 5  |
| 图 3:  | 九州通股权结构 (截至 2023 年 6 月) .....             | 6  |
| 图 4:  | 九州通 2013-2023Q1 主营业务收入及增速 (亿元) .....      | 7  |
| 图 5:  | 九州通 2013-2023Q1 (扣非) 归母净利润及增速 (亿元) .....  | 7  |
| 图 6:  | 九州通毛利率、净利率及 ROE (摊薄) 情况.....              | 7  |
| 图 7:  | 九州通费用率情况.....                             | 7  |
| 图 8:  | 九州通经营性现金流量及增速 (亿元) .....                  | 8  |
| 图 9:  | 九州通应收账款周转天数 (天) .....                     | 8  |
| 图 10: | 医药流通产业链.....                              | 10 |
| 图 11: | 2011-2021 我国药品流通行业市场规模及增速 (亿元) .....      | 10 |
| 图 12: | 医药流通前百公司销售额占行业比重稳步提升.....                 | 11 |
| 图 13: | 前四龙头流通企业销售额占行业比重提升.....                   | 11 |
| 图 14: | 九州通 2020-2022 在各终端销售额及增速情况 (亿元) .....     | 12 |
| 图 15: | 2013-2021 中国零售药店销售规模及增速 .....             | 12 |
| 图 16: | 九州通第二终端零售药店市场份额逐步上升.....                  | 12 |
| 图 17: | 九州通医药供应链服务体系.....                         | 14 |
| 图 18: | 九州通数字化系统运用情况.....                         | 15 |
| 图 19: | 九州通院外终端市场占比逐步提升.....                      | 16 |
| 图 20: | 九州通“万店加盟”计划持续推进.....                      | 16 |
| 图 21: | 九州通总代业务营收拆分 (亿元) .....                    | 17 |
| 图 22: | 九州通总代业务毛利拆分 (亿元) .....                    | 17 |
| 图 23: | 九州通药品总代营收及毛利占比.....                       | 18 |
| 图 24: | 九州通药品及器械总代品牌品规数量 (个) .....                | 18 |
| 图 25: | REITs 在美发展历程 (市场规模: 十亿美元) .....           | 19 |
| 图 26: | 全球 REITs 资产管理规模.....                      | 19 |
| 图 27: | 九州通旗下物流仓储情况.....                          | 21 |
| 表 1:  | 九州通管理层履历.....                             | 5  |
| 表 2:  | 九州通股权激励梳理.....                            | 6  |
| 表 3:  | 九州通各业务情况 (2022 年) .....                   | 9  |
| 表 4:  | 政策利好千亿级别医药流通企业发展.....                     | 11 |
| 表 5:  | 龙头医药流通营收及归母净利润数据一览 (2022 年) .....         | 11 |
| 表 6:  | 《商务部关于“十四五”时期促进药品流通行业高质量发展的指导意见》核心要点..... | 13 |
| 表 7:  | 九州通互联网服务工具一览.....                         | 15 |
| 表 8:  | 九州通“万店加盟”利润测算.....                        | 17 |
| 表 9:  | 九州通药品总代合作品牌.....                          | 18 |
| 表 10: | 我国支持 REITs 政策密集出台 .....                   | 19 |
| 表 11: | 九州通医药仓储物流基础设施公募 REITs 发行情况.....           | 21 |
| 表 12: | 九州通盈利预测 (亿元) .....                        | 22 |
| 表 13: | 九州通可比公司估值.....                            | 23 |

## 1. 九州通：全国民营医药流通龙头

### 1.1. 筚路蓝缕近四十年，已成为全国最大的民营医药流通企业

公司为全国最大的民营医药流通企业，覆盖上下游全产业链。截至 2023 年中，公司在中国医药流通行业中位列第四，民营医药流通行业中位列第一。公司立足于医药流通、物流服务及医疗健康等大健康行业，主营业务聚焦数字化医药分销与供应链业务、总代品牌推广业务、医药工业自产及 OEM（代工）业务、医药零售与加盟业务、数字物流与供应链解决方案、医疗健康与技术增值服务等六大领域。

图1：九州通“全链”服务模式图



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

从天鹅医药批发部到九州通，从探索九州通模式到二次创业打造千亿平台，公司发展经历创业初期、全国布局、转型升级、稳健发展四个阶段。

(1) 创业初期 (1985-2000)：1985 年公司创始人刘宝林用肩挑背扛开启了九州通的创业之路；2000 年九州通公司正式组建，开启了九州通进入高速发展的航程。

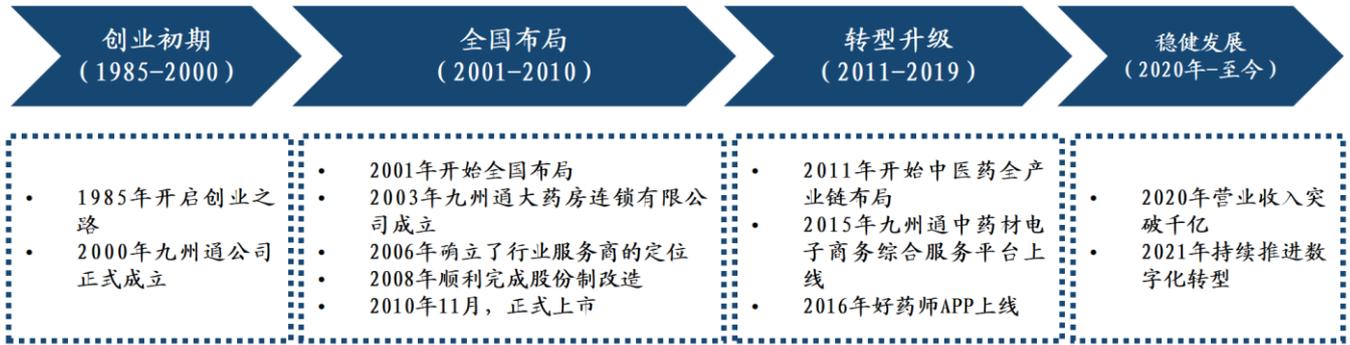
(2) 全国布局 (2001-2010)：2001 年九州通利用民企灵活、决策快的优势迅速掀开了在全国布局的序幕，九州通模式应运而生；2003 年九州通大药房连锁有限公司成立，开始了全国终端药店的布局；2006 年九州通确立了行业服务商的定位；2008 年九州通顺利完成股份制改造；2010 年 11 月，九州通正式挂牌上市。

(3) 转型升级 (2011-2019)：公司逐渐调整自身战略，并逐步开始了全产业布局走上“数字化”道路；2011 年开始中医药全产业链布局；2015 年九州通中药材电子商务综合服务平台上线标志着中药材行业垂直 B2B 电商正式走上互联网化的道路；2016 年，好药师 APP 在北京等十个城市上线，全国会员突破百万人，九州通成功跻身医药 O2O

行业第一阵营。

(4) 稳健发展 (2020 年至今): 2020 年九州通税前营收突破千亿, 完成董事会换届, 开启了新发展征程; 2021 年持续推进数字化转型, 利用新技术、新产业、新业态、新模式, 打造大健康平台, 成为湖北省“迈入千亿俱乐部”的优秀民企之一。

图2: 九州通发展历程 (1985-2023)



数据来源: 公司官网, 东吴证券研究所

**近三年完成管理层换代, 年轻化团队赋能增长动力。**2020 年, 公司顺利实现了创始人与职业经理人的交接与传承, 刘长云、刘登攀先生作为新一届董事会候选人进入董事会, 对公司决策机制进行了重构, 对管理体系进行了再造。刘长云是法学博士, 曾在三一重工股份有限公司担任法务部长、风险总监, 在新利恒工程设备有限公司担任董事长, 于 2017 年 8 月加入九州通; 刘登攀为刘宝林之子, 2000 年进入九州通公司从基层做起, 积累了丰富的业务和管理经验。整体看, 公司管理层团队呈现年轻化趋势, 平均年龄在 40 岁左右, 年轻的管理层团队为公司未来发展提供了新鲜的血液和源源不断的动力。

表1: 九州通管理层履历

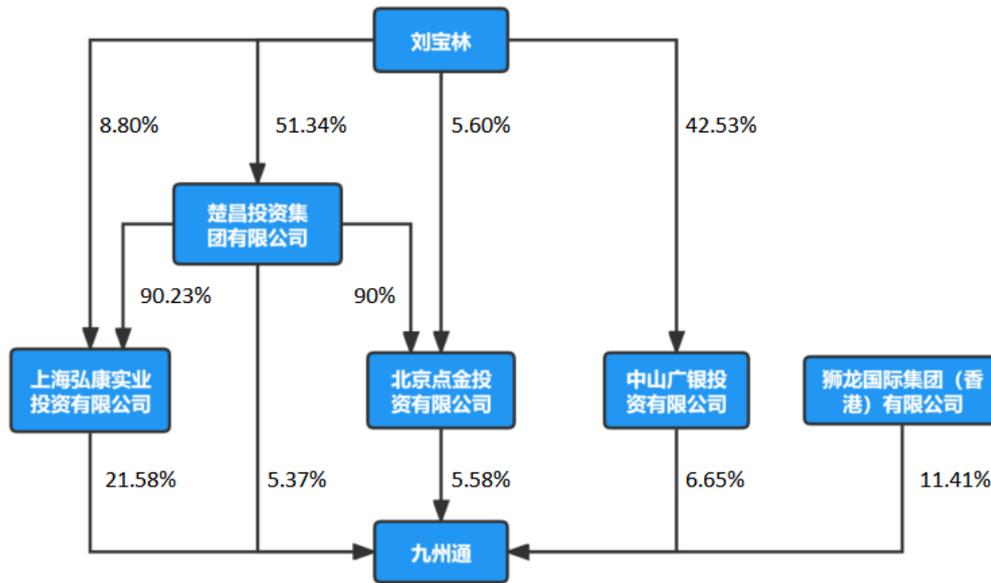
| 姓名  | 职务     | 年龄 | 核心履历  |
|-----|--------|----|---|
| 刘长云 | 董事长    | 41 | 曾任三一重工泵送事业部法务部部长、风险总监; 三一重工代理商—云南湘泰工程设备有限公司总经理; 湖北新利恒工程设备有限公司总经理; 九州通法务总监; 九州通法务风控审计总监; 2020 年 11 月至今任九州通董事长。                           |
| 刘兆年 | 副董事长   | 63 | 曾任九州通总经理、北京九州通董事长; 九州通执行董事; 现任九州通副董事长, 兼任中国医药商业协会副会长、北京物流与供应链管理协会副会长。   |
| 龚翼华 | 副董事长   | 45 | 曾任河南九州通副总经理; 九州通医疗器械总监; 九州通董事兼医疗器械总监; 九州通董事兼执行总裁; 九州通董事兼总经理; 2020 年 11 月至今任九州通副董事长。   |
| 刘登攀 | 副董事长   | 48 | 曾任湖北九州通部长、副总经理等职; 九州通采购总监; 九州通业务总裁; 九州通副总经理; 2020 年 11 月至今任九州通副董事长。   |
| 贺威  | 董事兼总经理 | 37 | 曾任内蒙古九州通拆零发货员、配送员、托运员、业务员、片区经理、大区经理、销售部销售经理、采购部经理; 内蒙古九州通副总经理; 赤峰九州通总经理; 山东九州通总经理; 九州通华东大区总经理; 九州通执行总裁; 九州通总经理; 2022 年 5 月至今任九州通董事兼总经理。 |

数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

**股权结构稳定, 员工持股激励充分。**公司股权结构清晰, 刘宝林先生通过直接+间

接持股 23.74%为公司实际控制人。为了充分调动公司管理人员的积极性，吸引和留住优秀人才，截至 2022 年末，公司已实施三期员工持股计划，包括首期员工持股计划和中长期员工持股计划（2021-2022）两部分，目前前两期员工持股计划均已解锁，共回购股票数量 3700 余万股。

图3：九州通股权结构（截至 2023 年 6 月）



数据来源：企查查，公司公告，东吴证券研究所

表2：九州通股权激励梳理

| 股权激励         | 授予/过户日期    | 授予股票数量 (万股) | 授予人数 | 授予价格 (元/股) | 解锁情况  |
|--------------|------------|-------------|------|------------|---|
| 2020 年员工持股计划 | 2020/07/23 | 1513.43     | 2311 | 11.06      | 标的股票的锁定期为 12 个月，已于 2021 年 7 月 23 日锁定期满，该承诺事项已履行完毕。          |
| 2021 年员工持股计划 | 2021/09/15 | 1569.25     | 1894 | 9.00       | 标的股票的锁定期为 12 个月，已于 2022 年 9 月 15 日锁定期满，该承诺事项已履行完毕。          |
| 2022 年员工持股计划 | 2022/07/15 | 1691.68     | 2082 | 7.50       | 第三期员工持股计划所获标的股票的锁定期为 12 个月，自公司公告最后一笔标的股票过户至本期员工持股计划名下之日起计算。 |

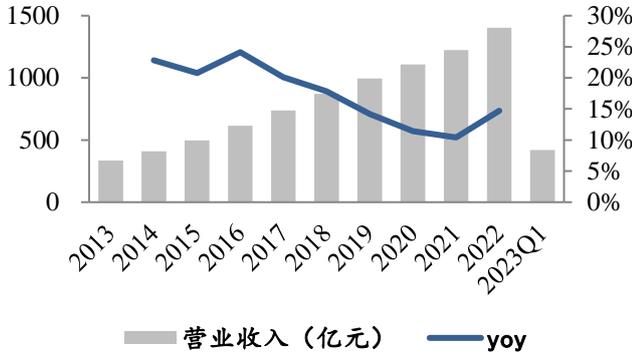
数据来源：公司公告，东吴证券研究所

## 1.2. 利润重新提速，现金流量充沛

**营收增长稳定，疫后利润重新提速。**公司业务水平和经营能力不断提高，营业收入由 2013 年的 334 亿元增长至 2022 年的 1404 亿元，2013-2022CAGR 为 17.3%；同期扣非归母净利润由 3.66 亿元增长至 17.34 亿元，对应 CAGR 为 18.87%。2016 年，公司出资参与爱美客增资，近年来公司归母净利润受爱美客股价影响波动较大，2021 年开始减持，2022 年已脱离其前十大股东名单。此外公司扣非归母净利润 2021 年有所下滑，主要原

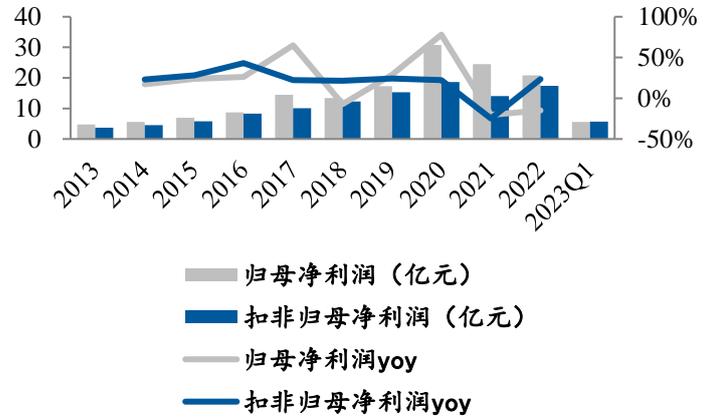
因为上年未被消化的总代疫情品种退货、出口防疫物资同比下滑、疫情税收优惠政策结束、感冒药物管控等。我们认为随着疫情影响逐步出清，公司归母净利润有望重新提速。

图4：九州通 2013-2023Q1 主营业务收入及增速（亿元）



数据来源：wind，东吴证券研究所

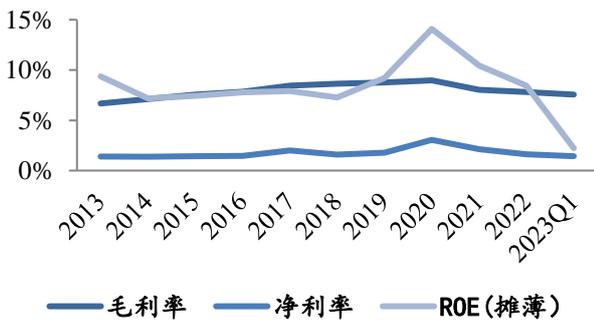
图5：九州通 2013-2023Q1（扣非）归母净利润及增速（亿元）



数据来源：wind，东吴证券研究所

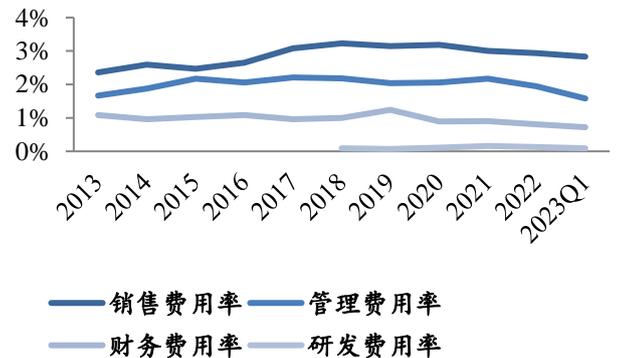
**利润率保持稳定，费用端管控合理。**近年来，公司在传统医药分销与供应链业务配送职能的基础上，利用平台优势进行转型发展总代总销业务，进而提高毛利率水平，由2013年的6.67%增长至2020年的8.97%；2021、2022、2023Q1毛利率有所下降，分别为8.04%、7.80%、7.57%，主要原因是近几年疫情影响防疫物资销售回落等因素。此外，公司在费用端同步管控，规模效应凸显，费用率逐年下降，销售费用率、管理费用率分别由2020年的3.19%和2.06%下降至2023Q1的2.83%和1.58%。

图6：九州通毛利率、净利率及ROE（摊薄）情况



数据来源：wind，东吴证券研究所

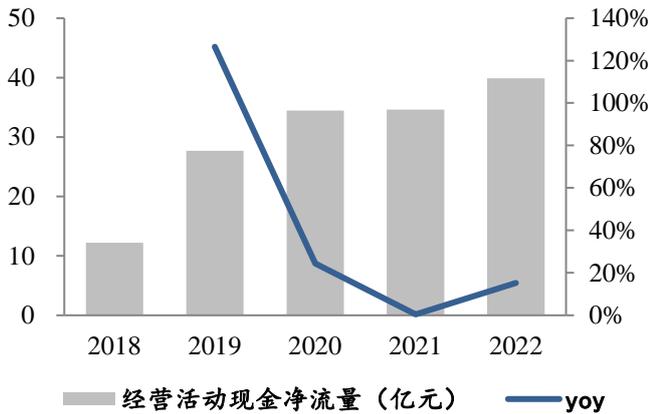
图7：九州通费用率情况



数据来源：wind，东吴证券研究所

**经营性现金流逐年提高，资金周转周期减少。**作为医药流通商，公司对接的是处于产业链上游的药企和下游的医院，两者之间存在账期差。随着带量采购常态化，政策要求医院回款期不得超过30天；随着公司2022年底加大应收账款清收力度，公司回款速度提高，偿债保障能力增强。2022年，公司经营性现金流大幅改善，全年净额达到39.86亿元，同比增长15.24%；应收账款周转天数为69.92天，同比减少6.42天。

图8: 九州通经营性现金流量及增速 (亿元)



数据来源: wind, 东吴证券研究所

图9: 九州通应收账款周转天数 (天)



数据来源: wind, 东吴证券研究所

### 1.3. 分销业务为基本盘，高附加值业务潜力凸显

由于传统批发分销业务利润空间有限，公司主营业务向产业上下游及高附加值服务拓展，包括总代品牌推广、医药工业、医药零售等。

**1) 医药分销与供应链：基本盘贡献核心营收及毛利。**医药分销业务为上游提供全渠道、全场景数字化分销和推广业务，为下游提供全品类、一站式数字化供应链服务。2022 全年实现营收 1210.56 亿元，同比增长 15.57%，占收入比为 86.3%；对应毛利 78.43 亿元，同比增长 5.94%，占毛利比为 71.9%。

**2) 总代品牌推广：该业务毛利率较高，药品总代占比提升。**总代品牌推广业务包括为客户提供全渠道的品牌营销解决方案，完成品牌推广与运营实施工作的全流程闭环管理，该板块近年来增长迅速，且利润水平较高。2022 年，公司总代品牌推广业务全年实现营收 134.13 亿元，同比增长 3.10%；对应毛利 18.29 亿元，同比增长 31.8%。

**3) 工业自产及贴牌：营收增长稳定，自营产线丰富。**医药工业自产及 OEM 业务是公司重要的高毛利业务板块，2022 年实现营收 24.10 亿元，同比增长 23.48%，对应毛利 5.59 亿元，毛利率达 23.17%。公司自营产线丰富，旗下公司为以西药工业为主的京丰制药，核心产品包括盐酸二甲双胍片、复方克霉唑乳膏；以中药工业为主的九信中药，核心产品包括九州天润、金贵得济堂等。

**4) 零售业务：营收及毛利增速快。**公司优化并调整了零售业务组织结构，划分出“万店加盟”配送业务、新零售业务（B2C 和 O2O）、直营业务及医院药房四大板块。2022 年公司自营线上线下零售业务实现营收 25.37 亿元、同比增长 37.89%，对应毛利 4.69 亿，同比增长 49.2%。2023Q1 医药零售业务收入同比增长 62.24%、毛利额同比增长 68.33%。

**5) 医疗健康与技术增值：受疫情防控影响增速有所下滑。**2022 年公司医疗健康与

技术增值服务实现收入 2.05 亿元、同比下滑 25.50%，毛利 0.71 亿元、同比下滑 22.90%，主要受疫情防控影响，同时上半年公司聚焦面向 C 端消费者的“幂健康”医疗大健康服务平台建设，处置了武汉九州上医中医门诊部有限公司和武汉市同步远方信息技术开发有限公司，导致收入减少，但该业务仍是高潜力、高毛利的新兴业务，2022 年对应毛利率 35.81%。

**6) 数字物流技术与供应链解决方案：高毛业务实现高增长。**公司依托九州云仓平台，拓展三方/四方冷链业务，提供技术输出及供应链解决方案，2022 年该业务大幅增长，实现收入 6.61 亿元，同比增长 24.43%；毛利额 1.35 亿元、同比增长 54.50%，主要原因为三方业务和技术服务收入获得快速发展，包括承接的阿里健康位于杭州的塘栖 B2C 医药物流云配项目、茅台物流技术解决方案服务项目等取得成功，并获得了行业的认同。2023Q1，该业务营收同比增长 36.99%，继续保持高增长态势。

表3：九州通各业务情况（2022 年）

| 主营业务           | 营业收入（亿元） | 同比增长    | 毛利（亿元） | 同比增长    |
|----------------|----------|---------|--------|---------|
| 医药分销与供应链       | 1210.56  | 15.57%  | 78.43  | 5.94%   |
| 总代品牌推广         | 134.13   | 3.10%   | 18.29  | 31.80%  |
| 工业自产及贴牌        | 24.10    | 23.48%  | 5.59   | 8.31%   |
| 医药新零售          | 25.37    | 37.89%  | 4.69   | 49.19%  |
| 数字物流技术与供应链解决方案 | 6.61     | 24.43%  | 1.35   | 54.50%  |
| 医疗健康与技术增值      | 2.05     | -25.50% | 0.71   | -22.90% |

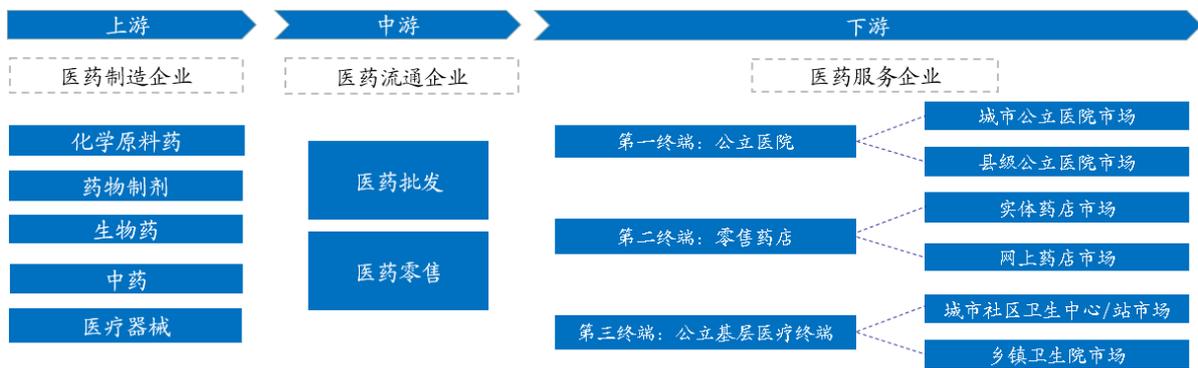
数据来源：公司公告，东吴证券研究所

## 2. 医药流通“3+1”格局形成，院外市场扩容带来全新发展机遇

### 2.1. 医药流通市场规模持续增长，行业集中度不断提升

医药流通是指链接上游医药生产企业和下游经销商以及终端客户，通过流通过程中的交易差价、提供增值服务获取利润的一项经营活动。医药流通企业上游主要是医药制造企业，属于充分竞争行业，作为中游的医药流通企业具有一定选择权，能降低对上游供应商的依赖程度，进而降低采购成本；下游销售终端根据目前医药市场特征，可分为三大终端六大市场，其中公立医院市场份额最大。

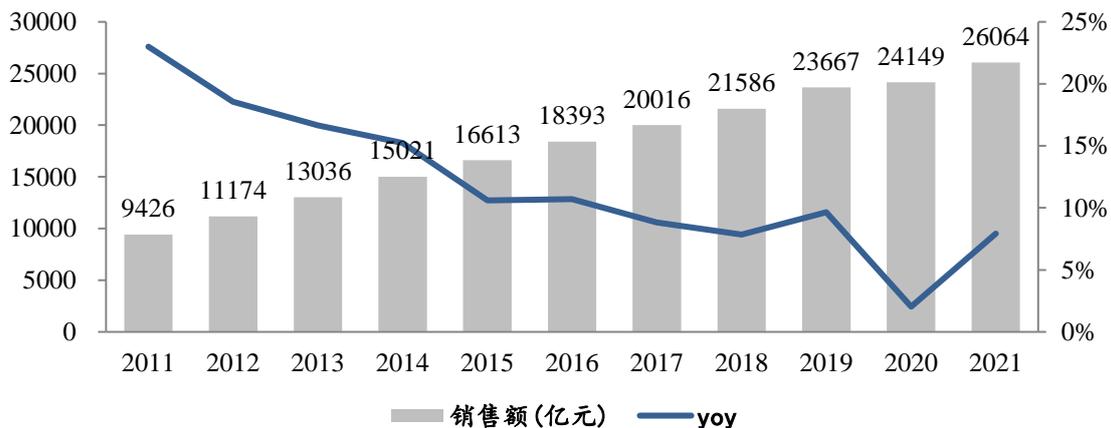
图10: 医药流通产业链



数据来源：米内网，东吴证券研究所

我国药品流通市场销售规模逐步增长。据商务部《药品流通行业运行统计分析报告》，2021年全国七大类医药商品销售总额为26064亿元，扣除不可比因素后同比增长8.5%，增速已恢复到疫情前水平，市场规模呈现恢复性增长态势，未来有望维持该增长水平。

图11: 2011-2021 我国药品流通行业市场规模及增速（亿元）



数据来源：《商务部药品流通行业运行统计分析报告》，东吴证券研究所

政策提出 2025 年要形成超级数字化、综合药品流通企业，千亿级公司迎来发展机遇。近年来，“两票制”逐步的推行带来药品流通链条缩短，具备上下游资源优势的龙头

企业更易获取业务。目前医药流通企业规模持续扩大，市场集中度持续提高，医药流通行业整体呈现规模化、集中化趋势。十四五规划提出，到2025年培育1-3家超五千亿元、5-10家超千亿元的大型数字化、综合性药品流通企业，未来行业集中度有望进一步提升，大型连锁龙头企业有望享受政策红利。

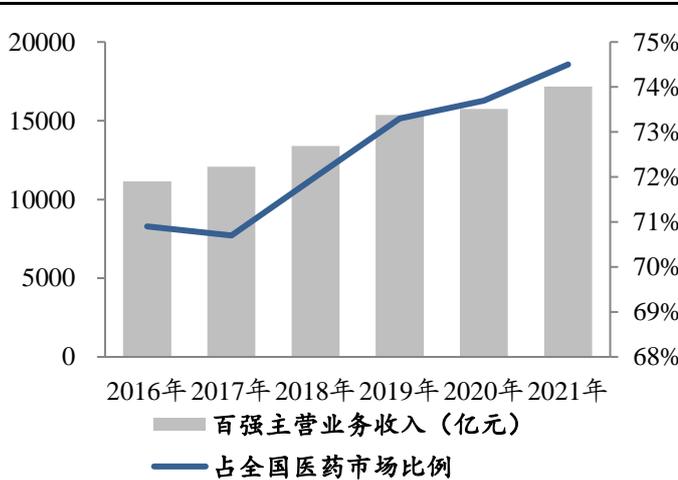
表4: 政策利好千亿级别医药流通企业发展

| 发布时间    | 发布主体  | 文件                            | 主要内容   |
|---------|-------|-------------------------------|--|
| 2021-10 | 商务部   | 《关于“十四五”时期促进药品流通行业高质量发展的指导意见》 | 到2025年，培育1-3家超五千亿元、5-10家超千亿元的大型数字化、综合性药品流通企业，5-10家超五百亿元的专业化、多元化药品零售连锁企业，100家左右智能化、特色化、平台化的药品供应链服务企业。 |
| 2023-2  | 国家医保局 | 《关于进一步做好定点零售药店纳入门诊统筹管理的通知》    | 各级医保部门要采取有效措施，鼓励符合条件的定点零售药店自愿申请开通门诊统筹服务，为参保人员提供门诊统筹用药保障。   |
| 2023-3  | 国家医保局 | 《关于做好2023年医药集中采购和价格管理工作的通知》   | 坚定不移推进药品耗材集中带量采购、持续扩大药品集采覆盖面、提高集采精细化管理水平、加强药品价格综合治理等。  |

数据来源：国家医保局，商务部，东吴证券研究所

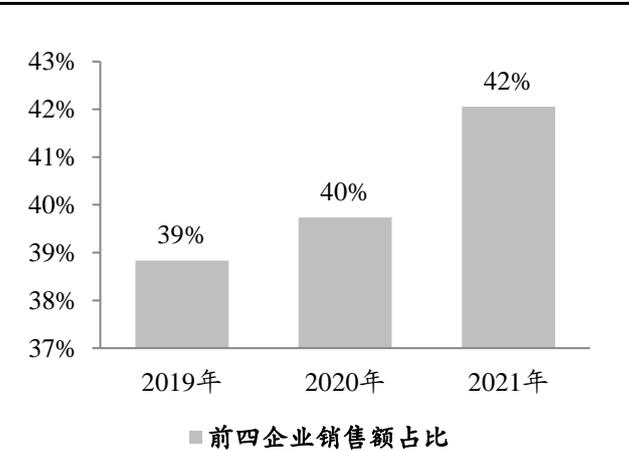
**强者恒强，“3+1”格局成型，头部流通企业市场份额不断提升。**医药流通前百企业销售额占比稳步提升，从2016年的70.9%提升至2021年的74.5%。从龙头角度看，选取国药集团、上海医药、华润医药以及九州通四家龙头流通企业，头部企业市占率持续提高，由2019年的39%提升至2021年的42%，“国有3+民营1”流通格局已然形成。

图12: 医药流通前百公司销售额占行业比重稳步提升



数据来源：商务部，东吴证券研究所

图13: 前四龙头流通企业销售额占行业比重提升



数据来源：商务部，东吴证券研究所

表5: 龙头医药流通营收及归母净利润数据一览 (2022年)

| 上市公司 | 营收 (亿元) | 2019-2022CAGR | 归母净利润 (万元) | 2019-2022CAGR |
|------|---------|---------------|------------|---------------|
| 国药控股 | 5521.48 | 9%            | 85.26      | 11%           |
| 上海医药 | 2319.81 | 8%            | 56.17      | 11%           |
| 华润医药 | 2541.06 | 8%            | 41.47      | 8%            |
| 九州通  | 1404.24 | 12%           | 20.85      | 6%            |

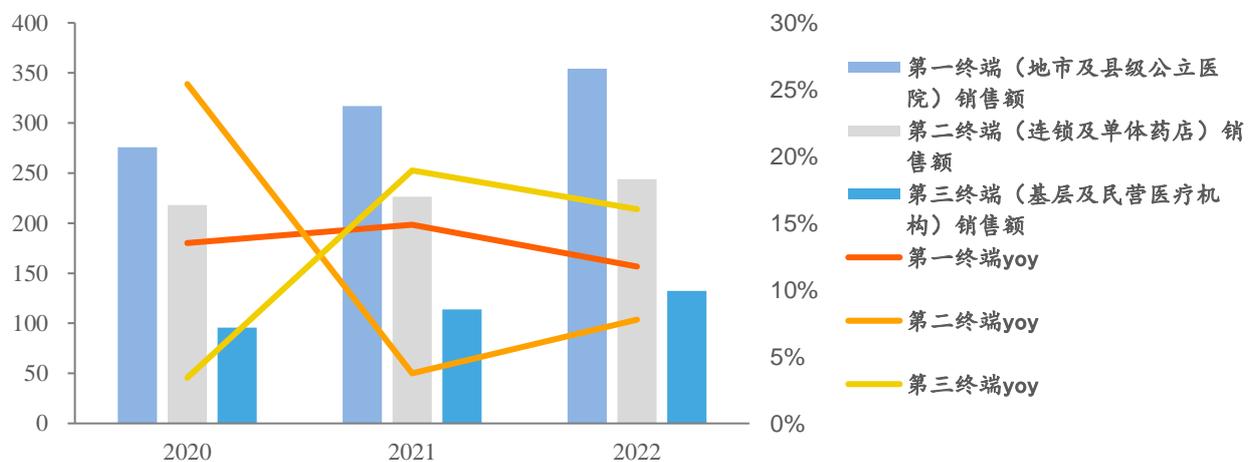
|      |        |     |       |     |
|------|--------|-----|-------|-----|
| 国药一致 | 734.43 | 12% | 14.87 | 5%  |
| 国药股份 | 454.99 | 1%  | 19.64 | 7%  |
| 南京医药 | 502.22 | 11% | 5.96  | 20% |

数据来源：wind，东吴证券研究所

## 2.2. 集采等政策推动院外市场扩容，处方外流助力零售市场规模增加

**带量采购为公司院外市场及总代品牌推广带来发展机遇。逻辑1：**集采丢标的品牌产品，因失去了公立医院的院内市场，纷纷转向院外市场。集采前，公司仅在少数几个省、市的公立医院开户；集采后，公司下属子公司不同程度获得了中标产品的配送权，并在各地公立医院开户，获得相应配送业务。公司近三年在等级公立医院渠道的销售收入年复合增长率达13.37%，在登记公立医院的有效客户数快速增长至1.28万家，客户覆盖率进一步提升。**逻辑2：**集采与“零差率”、“国谈品种”、分级诊疗等政策叠加，驱动医院处方流向社会药店，慢病用药流向第三终端，公司现有业务的65%以上在药店和第三终端等院外市场，并形成了一套完整的服务体系；等级医院的慢病用药流向第三终端，处方外流到药店，也给公司带来了极大的发展机遇。**逻辑3：**集采实施加速新产品迭代，高端民营医院是创新药的重要进入渠道选择，公司自2018年开始全力布局头部民营医疗集团，在民营医院的销售规模稳步增长，第三终端销售额由2020年的96亿增长至2022年的132亿，对应CAGR为17.49%。

图14：九州通2020-2022在各终端销售额及增速情况（亿元）

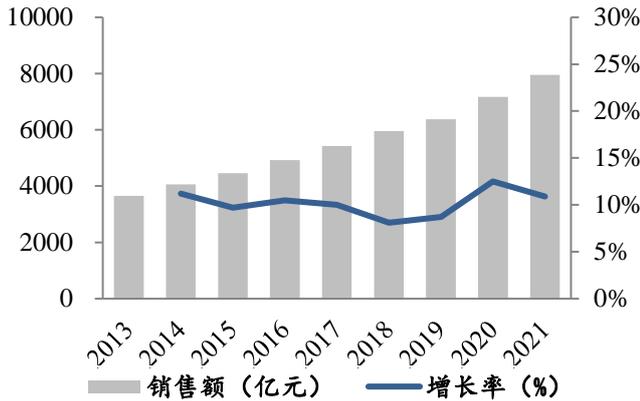


数据来源：公司公告，东吴证券研究所

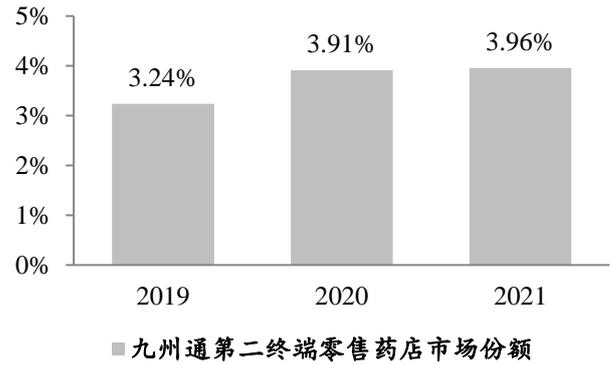
**处方外流带动零售药店市场规模增加。**在医药改革政策的驱动下，处方药逐渐流向院外市场销售，而零售药店行业是中国药品消费市场的第二大终端。近年我国零售药店销售规模不断扩大，从2019年的6371亿元提升至2021年的7950亿元，对应CAGR为11.71%。公司在2019-2021年的第二终端零售药店销售额分别为173.85亿元，218.04亿元，226.23亿元，占第二终端的零售市场份额逐渐提高。

图15：2013-2021中国零售药店销售规模及增速

图16：九州通第二终端零售药店市场份额逐步上升



数据来源：米内网，东吴证券研究所



数据来源：米内网，东吴证券研究所

**加盟方式快速抢占零售药店市场，药店连锁率提升空间大，万店加盟发展迎来机遇。**

近年来，加盟方式越来越成为连锁药店扩张的趋势。根据米内网，在百强连锁的扩张过程中，加盟方式占比有大幅提升，由 2020 年的 24% 提升至 2021 年的 40%。加盟药店轻资产的特性有助于连锁药店快速扩张，充分发挥规模效应，降低费用占比。此外，《商务部关于“十四五”时期促进药品流通行业高质量发展的指导意见》提出，到 2025 年，药品零售百强企业年销售额占药品零售市场总额 65% 以上，药品零售连锁率接近 70%；药店连锁率已从 2017 年的 50.5% 增加至 2021 年的 57.2%，仍有提升空间，为公司“万店加盟”项目带来发展机遇。

表6: 《商务部关于“十四五”时期促进药品流通行业高质量发展的指导意见》核心要点

| 核心要点       | 具体任务   |
|------------|--|
| 总体目标       | 药品批发百强企业年销售额占药品批发市场总额 98% 以上；药品零售百强企业年销售额占药品零售市场总额 65% 以上；药品零售连锁率接近 70%。 |
| 完善城乡药品流通功能 | 优化行业布局；加快农村药品流通网络建设。   |
| 提升药品流通过能级  | 发展现代医药物流；提高城市药品流通服务能力；发展现代绿色智慧供应链。                                       |
| 发展数字化药品流通  | 推进“互联网+药品流通”；发展新业态新模式。   |
| 持续优化流通行业结构 | 培育壮大流通主体。  |
| 促进对外交流合作   | 积极开展国际交流与合作；大力发展中医药对外贸易。   |
| 夯实行业发展基础   | 推进流通标准化建设；强化经营管理能力；加强人才队伍建设；健全统计服务体系。                                    |

数据来源：商务部，东吴证券研究所

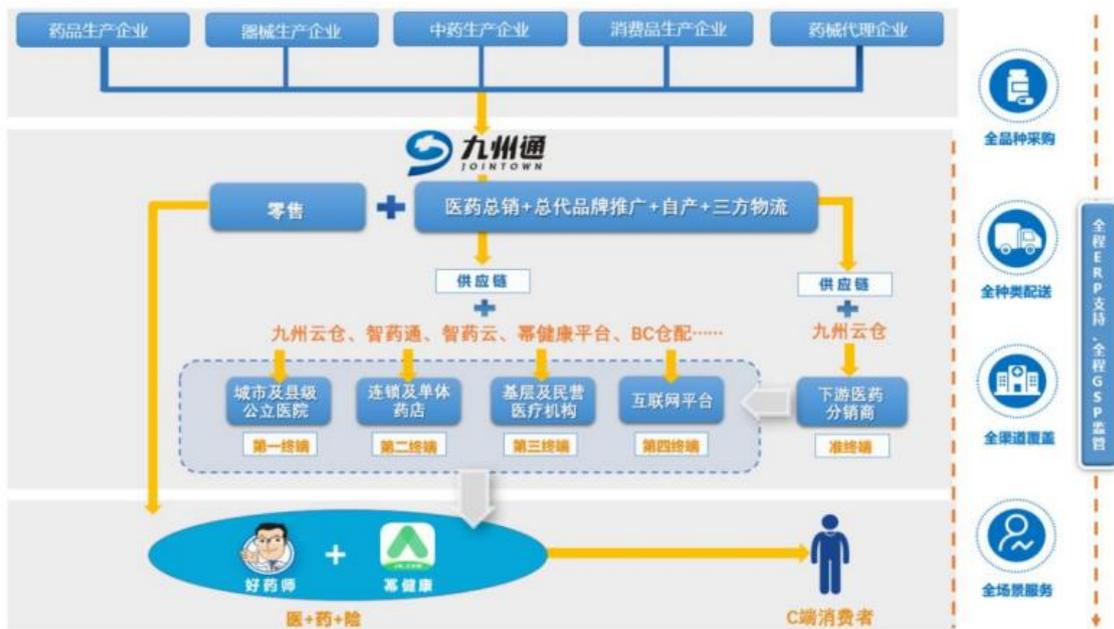
此外，随着双通道、门诊统筹政策深化实施，头部医药零售连锁及批零一体化的医药流通企业有望迎来巨大发展空间。“双通道”指通过定点医疗机构和定点零售药店两个渠道满足谈判药品供应保障、临床使用等方面的合理需求，并同步纳入医保支付。药店纳入门诊统筹能够促进处方外流，利好院外市场；批零一体化头部企业具备处方药资源优势，在承接外流过程中具备竞争力；此外，由于需要与医院处方外流系统、医保部门系统对接，承接处方的机会将更多流向系统化、信息化能力强的零售药店。

### 3. 千亿平台底蕴深厚，战略转型打造二次增长曲线

#### 3.1. “三全三化”协同千亿平台筑牢根基

**全品种采购、全渠道终端、全场景服务强化业务布局。**  
**全品种采购：**公司从过去以中西成药为主向中西成药、器械、重要、保健品、化妆品等全品类模式拓展，经营品规数由2020年的44.39万个增长到2022年的58.90万个。  
**全渠道终端：**2022年，公司全渠道B端客户规模约51万家，其中城市及县级公立医院客户1.28万家，连锁及单体药店客户19.6万家（合计覆盖零售药店客户数量约37万家），基层及民营医疗机构客户22.3万家（其中民营医院客户1.29万余家），下游医药分销商1万余家，其他客户近1.2万家，能保证各类OTC品种、医药临床品种等顺利进入各个渠道终端。  
**全场景服务：**近几年，公司从单一的传统医药分销业务拓展到零售、医药总销、总代品牌推广、自产、第三方物流及“好医师+慕健康”互联网医疗等多场景业务模式，医药流通渠道不断拓宽，公司承接各方流量能力增强。

图17：九州通医药供应链服务体系

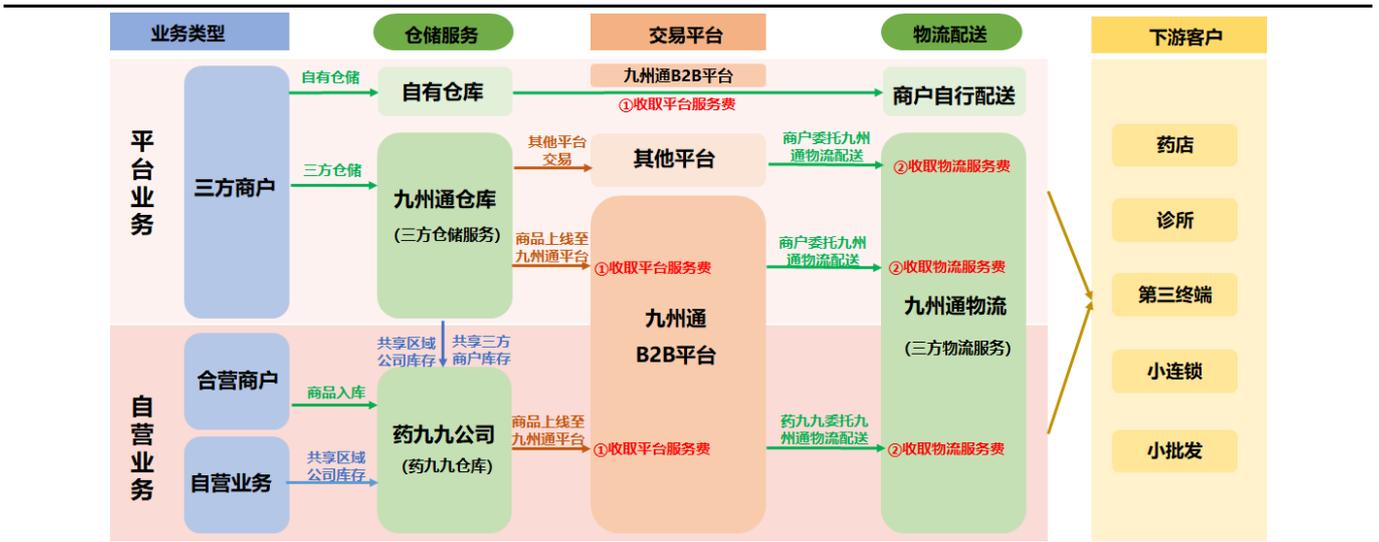


数据来源：公司公告，东吴证券研究所

**数字化、平台化、互联网化赋能业务创新。**  
**数字化：**经过多年的数字化转型，公司已将传统的医药分销业务升级为数字化医药分销及供应链业务，通过持续优化九州通B2B平台功能，为上游客户提供全渠道、全场景的数字化分销服务，为下游客户提供全品类、“一站式”的数字化供应链服务。  
**平台化：**公司搭建了可以覆盖全国的六大平台，包括产品营销平台、物流共享平台、电商及信息化运行平台、财务共享平台、供应链增值服务平台和生态投融资平台。此外，公司已投入运营广东、上海、江苏、湖北、浙江、天津六处“BC一体仓”；完成湖北、重庆、山东、河南、北京、广东、山西、安徽、四

川、浙江、福建、陕西 12 家公司物流“Bb 一体化”改造并投入运营，未来三年争取完成“Bb/BC 仓配一体化”能力全覆盖。**互联网化**：公司着眼于药品销售和流转，搭建九州平台、智药通 APP 等药品交易平台，销售规模达到 116.42 亿元，是全国最大规模的自营医药 B2B 平台；同时公司还推出了“幂药云”、“幂店通”、“医卫助手”等互联网服务工具，为线下众多等级医院、药店、基层医疗机构等客户赋能，为医药供应链和互联网医疗处方提供云仓的后台服务支持，提高了自身的营运能力。

图 18: 九州通数字化系统运用情况



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

表 7: 九州通互联网服务工具一览

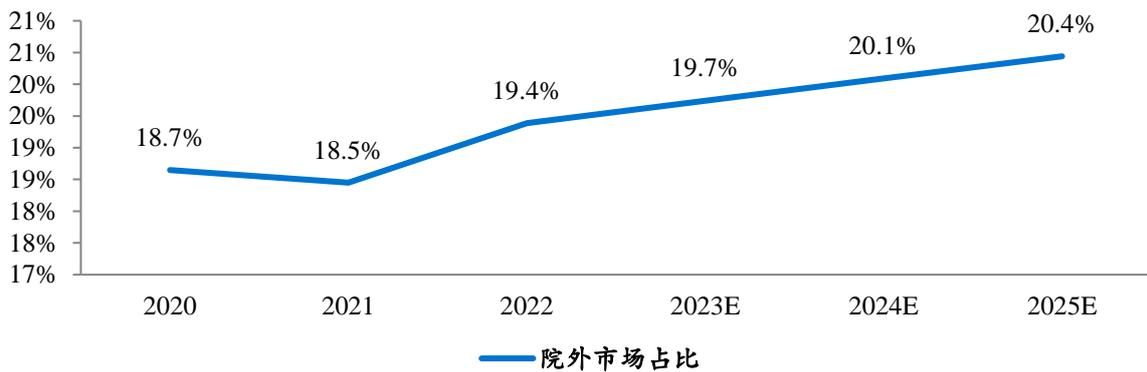
| 系统名称 | 服务对象           | 主要功能及核心目标                          | 运营情况（2022 年）  |
|------|----------------|------------------------------------|---|
| 药九九  | 小连锁、单体药店、诊所    | 提供 B2B 电子商务服务                      | 自营交易收入规模达 116.42 亿元；目前平台拥有注册用户 40 万+，活跃用户 35 万+，覆盖全国 99% 的行政区域，是国内领先的 B2B 医药电商平台。 |
| 智药通  | 厂家及九州通业务员      | 赋能工业企业，提升品类管理；帮助产品推广及目标客户的销售查询与管理  | 平台活跃用户约 15 万，公司通过智药通平台含税交易额达 41.69 亿元。  |
| 幂药云  | 互联网医院、互联网医疗平台等 | 为医疗机构的患者线上复诊及购药提供解决方案              | 为微医、武汉大学人民医院互联网医院、天津北辰医院、天津泰达国际心血管医院、上海东方医院等三甲医院、互联网医院提供流转处方服务。                   |
| 幂店通  | 下游单体和小连锁药店     | 打通所有流量平台，全域流量引流到店；面向药店的全方位运营赋能解决方案 | 平台已为 1.3 万家门店提供了赋能服务，入驻商家 1600 余家。  |
| 医卫助手 | 基层医疗机构         | 为基层医疗机构提供购药、服务等综合解决方案              | 已在武汉市武昌区、武汉市汉阳区、麻城市、建始县、浠水县进行了相关项目落地。   |

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

### 3.2. 万店加盟赋能院外市场持续增长

院外市场是行业争夺重点，公司已实现基层药店机构近 100% 全覆盖，承接院外市场能力强。随着集采丢标品种及处方药不断外流，院外市场为各家争夺重点。由于院外为完全竞争市场，存在谈价机制，具备足够强势的议价能力而建立稳定价格体系尤为重要。九州通 OTC 起家，基层药店机构实现近 100% 全覆盖，承接院外市场能力显著优于同行。根据米内网及我们的测算，公司院外终端市场占比有望逐步提升，从 2020 年的 18.7% 提升至 2025 年的 20.4%。

图19：九州通院外终端市场占比逐步提升



数据来源：米内网，公司公告，东吴证券研究所

批零一体化有望进一步拓展院外市场。“万店加盟”计划持续推进，公司加盟门店数已突破 13000 家。公司充分利用供应链优势，全面贯彻新零售战略，持续推动门店规模提升。2022 年，公司新增加盟店 6249 家，总覆盖药店数超 13000 家，遍布全国 31 个省市，覆盖 1122 个城市，力争在 2023 年新增直营和加盟药店 6700 家，公司预计 2025 年门店数量将超过 30000 家，成为全国数量最多的连锁零售药房。我们认为，公司有望以“万店加盟”为抓手，协同 OTC 及承接处方外流优势，进一步拓展院外市场。

图20：九州通“万店加盟”计划持续推进



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

“七统一”提高加盟药店采购占比，旗下门店有望增厚存量利润。连锁药店“七统一”政策目前已在十余个省市运行，为了实现零售药店规范化管理，“七统一”政策未来有望实现全国覆盖。目前公司在未实行七统一的省份加盟店采购占比仅为 20%，“七统一”政策下要求加盟店 100%向公司采购，按 2025 年 3 万加盟店、单店收入 70 万、净利率 2%计算，“万店加盟”业务有望贡献近 3 亿存量利润。

表8: 九州通“万店加盟”利润测算

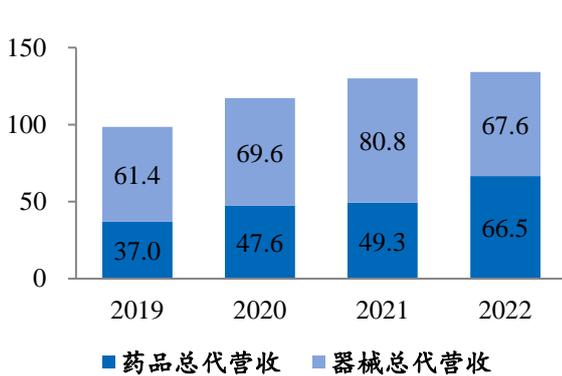
|          | 2022  | 2023E | 2024E  | 2025E  |
|----------|-------|-------|--------|--------|
| 加盟店数(家)  | 13000 | 17179 | 22702  | 30000  |
| 单店收入(万元) | 66.00 | 82.50 | 100.65 | 120.78 |
| 平均采购占比   | 24%   | 29%   | 34%    | 39%    |
| 营业收入(亿元) | 20.59 | 41.10 | 77.69  | 141.31 |
| 净利率      | 2%    | 2.1%  | 2.2%   | 2.3%   |
| 净利润      | 0.41  | 0.86  | 1.71   | 3.25   |

数据来源: 公司公告, 产业调研, 东吴证券研究所

### 3.3. 总代业务发力, 药品放量打造全新利润增长点

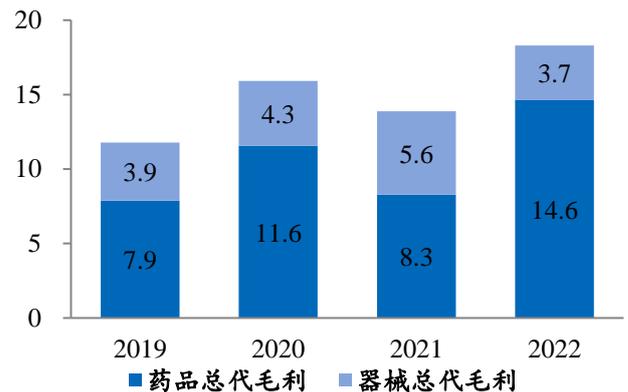
拆分品类看, 2022 年药品总代实现销售额 66.51 亿元, 同比增长 34.90%; 毛利额 14.64 亿元, 同比增长 76.51%, 主要原因为疫情防控放开后毛利较高的可威销售大幅增长。此外, 药品总代营收及毛利占比逐年提升, 由 2020 年的 40.57%提升至 2022 年的 49.59%。2023Q1, 对应毛利额同比增长达到 92.78%, 由于公司药品总代毛利率较器械总代更高, 未来有望持续改善总代业务毛利率。

图21: 九州通总代业务营收拆分(亿元)



数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

图22: 九州通总代业务毛利拆分(亿元)



数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

重点发展药品总代, 大力引进新产品。公司药品总代营收及毛利占比逐步提升, 分别从 2019 年的 3.72%、9.18%提高至 2022 年的 4.74%、12.45%。此外, 公司提质增效, 立足成熟“五大代理”模式, 形成商业/零售/广阔/电商/全渠道五大版块, 建立了清晰的组织结构, 明确了各板块业务模式, 药品总代品牌推广业务中公司大力引进优质产品 103

个，其中销量过千万新品 23 个，重点产品推行项目制管理，宜昌东阳光可威，滇虹药业康王、阿斯利康倍他乐克、金嗓子喉片等 14 个品规销售金额 1 亿元以上。

图23: 九州通药品总代营收及毛利占比

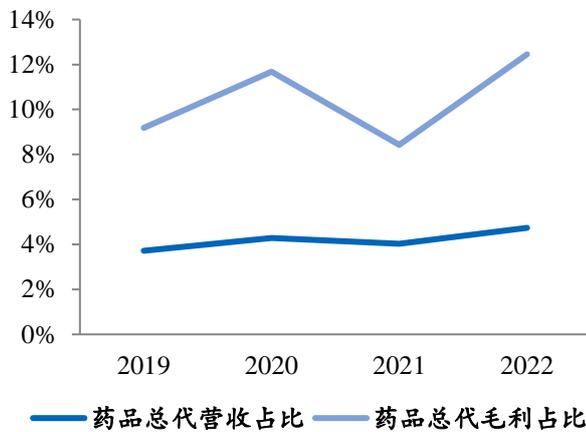
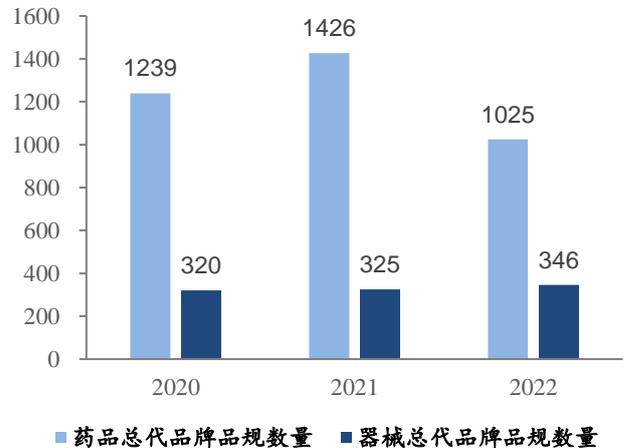


图24: 九州通药品及器械总代品牌品规数量(个)



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

**品牌粘性进一步加强，上下游关系紧密。**2022 年，公司与东阳光药、拜耳康王、阿斯利康、诺华制药续约，其中独家总代理流感品种“磷酸奥司他韦(可威)”3 个单独规格以及康王系列产品(康王发用洗剂等个人护理产品)在 OTC 渠道的销售，皆是公司核心总代品牌，这将继续强化公司总代理品种优势；同时与天津力生制药、华海药业、广西金嗓子、利君制药、赛诺菲等达成战略合作。近些年，公司战略伙伴不断增加，包括但不限于：2021 年)新华制药(全面合作)、罗欣药业、诺华制药、翰宇药业、拜耳、强生；2020 年)与乐普，吉威，上海微创，康蒂思，波士顿科学，雅培等品牌企业建立战略合作；在血透、影像、IVD、耳鼻喉等细分市场与贝朗爱敦、费森尤斯、施乐辉、BD、联影、迈瑞、谊安等国内外一线品牌取得合作突破。

表9: 九州通药品总代合作品牌

| 生产厂家           | 商品名            | 规格               | 销售规模(亿元) | 功效                                     |
|----------------|----------------|------------------|----------|--|
| 宜昌东阳光长江药业      | 磷酸奥司他韦(可威)     | 15mg*12 袋        | 2.41     | 甲型和乙型流感治疗、预防                           |
| 北京同仁堂科技发展有限公司  | 金匱肾气丸          | 360s 水蜜丸         | 1.72     | 温补肾阳，用于肾虚水肿                            |
| 滇虹药业集团         | 复方酮康唑发用洗剂      | 50ml 处方          | 1.6      | 用于治疗 and 预防多种真菌引起的感染                   |
| 阿斯利康药业(中国)有限公司 | 酒石酸美托洛尔片(倍他乐克) | 25mg*20s         | 1.57     | 用于治疗高血压、心绞痛、心肌梗死、肥厚型心肌病、主动脉夹层、心律失常等    |
| 滇虹药业集团股份有限公司   | 复方酮康唑发用洗剂      | 100ml 处方         | 1.43     | 用于治疗 and 预防多种真菌引起的感染，如头皮糠疹(头皮屑)、脂溢性皮炎等 |
| 天津力生制药股份有限公司   | 吲达帕胺片(寿比山)     | 2.5mg*10s*3 板薄膜衣 | 1.37     | 用于治疗高血压                                |

南京正大天晴制药有限公司

厄贝沙坦氢氯噻嗪片

0.15g:12.5mg\*28s 薄膜衣

1.27

用于治疗原发性高血压

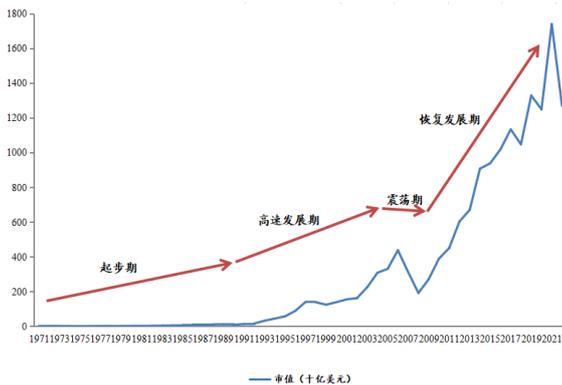
数据来源：公司公告，东吴证券研究所

## 4. 不动产证券化战略实施，底层资产有望价值兑现

### 4.1. REITs 支持政策密集出台

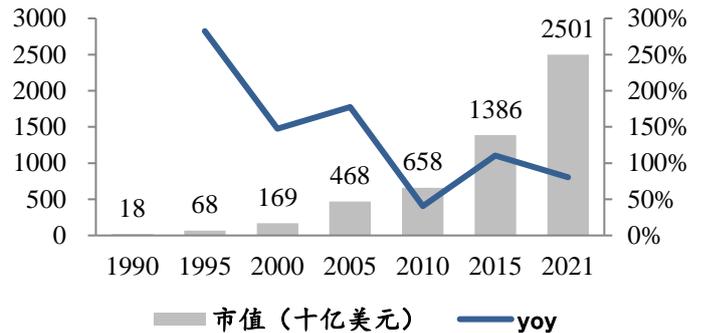
REITs 起源于美国六十年代，目前全球资产管理规模已超 2 万亿元。REITs (Real Estate Investment Trusts, 不动产投资信托基金)，最早起源于美国，即把流动性较低、非证券形态的不动产直接转化为资本市场上可流通交易基金，同时具备房地产属性和金融属性，具有中低杠杆、高流动性、税收中性等特点。近三十年来，全球 REITs 资产管理规模蓬勃发展，由 1990 年的 178 亿美元增长至 2021 年的 25010 亿美元，平均年复合增长率超过 17%。

图25: REITs 在美发展历程(市场规模:十亿美元)



数据来源：Nareit，东吴证券研究所

图26: 全球 REITs 资产管理规模



数据来源：Nareit，东吴证券研究所

**支持 REITs 政策密集出台。**2020 年 4 月，中国证监会和国家发改委联合发布《关于推进基础设施领域不动产投资信托 (REITs) 试点相关工作的通知》，标志着境内基础设施领域公募 REITs 试点正式启动，对于盘活存量基础设施资产，扩大有效投资，强化资本市场服务实体经济功能，进一步丰富资本市场投融资工具等具有关键意义。我们认为，随着政府部门着力推动相关政策稳步推进，各领域试点项目加速落地，未来公募 REITs 市场前景广阔，有望成为新增长点。

表10: 我国支持 REITs 政策密集出台

| 时间     | 主体            | 文件名称及主要内容   |
|--------|---------------|---|
| 2020.4 | 中国证监会、国家发展改革委 | 《关于推进基础设施领域不动产投资信托基金 (REITs) 试点相关工作的通知》<br>文件的发布标志着中国公募 REITs 正式启动。提出 REITs 试点项目的公募 REITs 条件：1、聚焦重点区域；2、聚焦重点行业；3、聚焦优质项目；4、加强融资用途管理。 |
| 2020.8 | 中国证监会         | 《公开募集基础设施证券投资基金指引 (试行)》<br>规范了公募 REITs 设立、运作等相关活动，保护投资者合法权益。  |

|         |                     |  |
|---------|---------------------|--|
| 2021.3  | 国家发展改革委             | 《国民经济和社会发展第十四个五年规划和 2035 年远景目标纲要》<br>提出“推动基础设施领域不动产投资信托基金健康发展，有效盘活存量资产，形成和新增投资的良性循环”，标志着基础设施 REITs 已成为提升投资效率、促进投资合理增长的重要手段。                                  |
| 2021.7  | 国家发展改革委             | 《关于进一步做好基础设施领域不动产投资信托基金（REITs）试点工作的通知》<br>提出：1、不断深化认识，加强支持引导；2、加强项目管理和协调服务；3、严把项目质量关；4、促进基础设施 REITs 长期健康发展；5、加强部门协作和政策落实。                                    |
| 2022.1  | 财政部、<br>税务总局        | 《关于基础设施领域不动产投资信托基金（REITs）试点税收政策的公告》<br>明确对 REITs 设立前、设立阶段的相关资产交易或股权收购暂不确认企业所得税，允许递延纳税，以支持 REITs 发展，文件是国内首次在税收方面支持公募 REITs 发展。                                |
| 2022.4  | 中国证监会               | 《关于加快推进公募基金行业高质量发展的意见》<br>支持公募主业突出、合规运营稳健、专业能力适配的基金管理公司设立子公司，专门从事公募 REITs、股权投资、基金投资顾问、养老金融服务等业务，提升综合财富管理能力。文件首次提出建立专门公募 REITs 基金子公司的概念，为公募 REITs 业务载体打开发展空间。 |
| 2022.5  | 国务院办公厅              | 《关于进一步盘活存量资产扩大有效投资的意见》<br>明确了盘活存量资产的重点领域，一是重点盘活存量规模较大、当前收益较好或增长潜力较大的基础设施项目资产；二是统筹盘活存量和改扩建有机结合的项目资产；三是有序盘活长期闲置但具有较大开发利用价值的项目资产。                               |
| 2022.5  | 中国证监会、国家<br>发展改革委   | 《关于规范做好保障性租赁住房试点发行 REITs 有关工作的通知》<br>通知提出推动保障性租赁住房 REITs 业务规范有序开展。   |
| 2022.7  | 国家发展改革委             | 《关于做好盘活存量资产扩大有效投资有关工作的通知》<br>提出各省级发展改革委要积极鼓励符合条件的项目发行基础设施 REITs，宣传推广已发行基础设施 REITs 项目的经验做法，发挥示范带动作用，调动有关方面参与积极性。  |
| 2022.7  | 国家发展改革委             | 《关于做好 REITs 新购入项目申报推荐有关工作的通知》<br>通知提及各地要主动协调有关部门，在依法合规的前提下，重点围绕土地使用、PPP 合同或特许经营协议签订、国有资产转让、相关手续证书办理等，对项目合规性手续完善工作给予积极支持，这为公募 REITs 实际开展过程中解决难点给予极大支持。        |
| 2022.7  | 上海证券交易所、<br>深圳证券交易所 | 《公开募集基础设施证券投资基金（REITs）规则适用指引第 4 号—保障性租赁住房（试行）》<br>从业务参与机构与基础设施项目、回收资金使用与监管、运营管理与信息披露进行指导要求。  |
| 2022.10 | 国家发展改革委             | 《关于进一步完善政策环境加大力度支持民间投资发展的意见》<br>支持民间投资项目参与基础设施领域不动产投资信托基金（REITs）试点。  |
| 2022.12 | 国务院                 | 《扩大内需战略规划纲要（2022-2035 年）》<br>有序推动基础设施领域不动产投资信托基金健康发展。通过多种方式盘活存量资产，形成存量资产和新增投资的良性循环。  |
| 2022.12 | 湖北省人民政府             | 《关于更好服务市场主体推动经济稳健发展若干政策措施的通知》<br>强调支持基础设施领域不动产投资信托基金（REITs）试点，并给予相应的政策支持和奖励。   |
| 2023.2  | 人民银行                | 《关于金融支持住房租赁市场发展的意见（征求意见稿）》<br>稳健发展房地产投资信托基金。   |
| 2023.3  | 国家发展改革委             | 《关于规范高效做好基础设施领域不动产投资信托基金（REITs）项目申报推荐工作的通知》<br>进一步就 REITs 试点工作的前期准备、发行条件、审核流程、专业支撑、募投项目、运营管理等要求进行了系统总结，这对推进基础设施 REITs 常态化发行具有重要的指导意义。                        |
| 2023.3  | 中国证监会               | 《关于进一步推进基础设施领域不动产投资信托基金（REITs）常态化发行相关工作的通知》<br>从加快推进市场体系建设、完善审核注册机制、坚持规范发展并重、凝聚各方合力 4 个方面共 12 条措施，进一步推进 REITs 的常态化发行和完善业务规则。                                 |

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

## 4.2. 底层资产变现，募资后有望重塑估值逻辑

**REITs 发行促进企业轻资产化，有望改善公司现金流。**2023 年 3 月，公司计划以医药物流仓储资产及配套设施作为底层资产，开展基础设施领域不动产投资信托基金（基础设施公募 REITs）的申报发行工作，以盘活存量资产。公司通过搭建轻资产运营平台，加快重构公司轻资产运营的商业模式，盘活公司医药仓储物流资产及配套设施，加快资产流动性，从而为公司筹集更多运营资金。

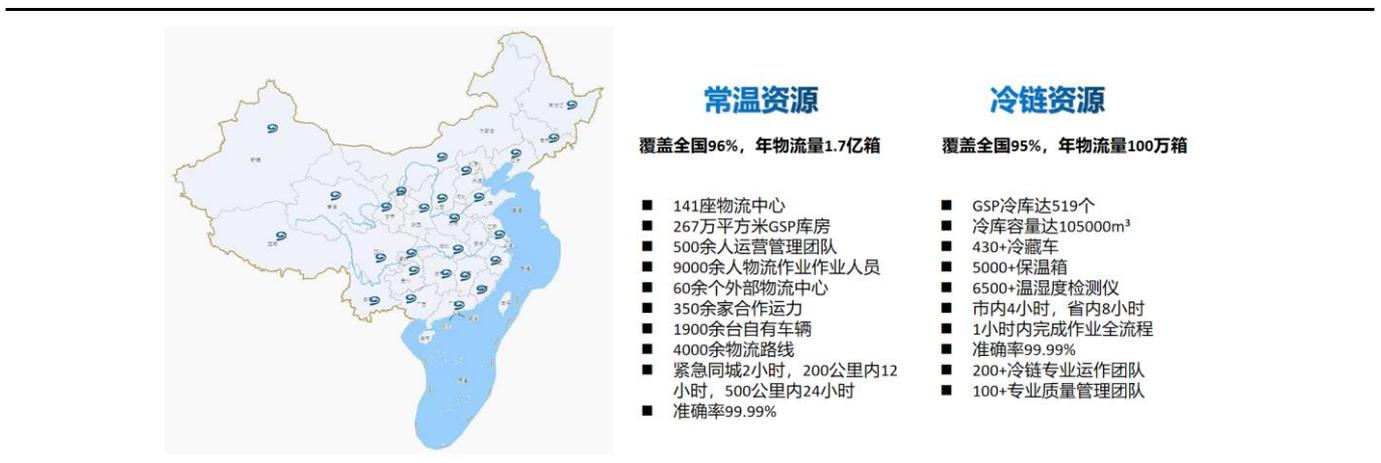
表11: 九州通医药仓储物流基础设施公募 REITs 发行情况

| 日期          | 事件  |
|-------------|---|
| 2023. 3. 13 | 公告开展医药物流仓储公募 REITs 申报发行工作，拟在湖北选取部分医药物流仓储资产及配套设施作为首批入池资产，预计首次募集资金规模不超过 30 亿元。  |
| 2023. 5. 5  | 成立湖北九州产业园区运营管理有限公司，注册资本为 5000 万元，营业范围主要包括：园区管理服务，非居住房地产租赁，办公设备租赁服务，租赁服务（不含许可类租赁服务），信息技术咨询服务，企业管理咨询，信息咨询服务（不含许可类信息咨询服务）等。  |
| 2023. 5. 11 | 成立武汉九州首瑞供应链服务有限公司，注册资本为 100 万元，后续拟将首批入池医药仓储物流资产重组注入九州首瑞，并将持有该公司 100% 的股权转让给公募 REITs。营业范围主要包括：普通货物仓储服务，供应链管理服务，低温仓储，技术服务、技术开发、技术咨询、技术交流、技术转让、技术推广，信息技术咨询服务，物业管理，仓储设备租赁服务，非居住房地产租赁，租赁服务（不含许可类租赁服务），办公设备租赁服务等。 |

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

**底层资产充沛，后续扩募动力充足。**公司在首批入池医药物流仓储资产及配套设施发行成功后，将通过扩募的方式逐步盘活公司剩余的医药物流仓储资产及配套设施。截至 2022 年 6 月 30 日，公司拥有全国规模最大的医药供应链服务平台基础设施，经营及配套配套设施建筑总面积达 410 万平方米，其中符合 GSP 标准的仓库设施为 267 万平方米，包含 519 个冷库（面积 4.5 万平方米，容积 10.5 万立方米），物流网络资源覆盖全国 95% 以上区域，多年积累的优质医药物流仓储资产的公允价值将显现。

图27: 九州通旗下物流仓储情况



数据来源：公司公开演示材料，东吴证券研究所

REITs 带来增量现金流，“金融扩表”后有望重塑估值逻辑。通过 REITs 将底层资产转化为流动资金，不仅可以拓宽多元化权益融资渠道，建立资产开发良性循环模式，减少公司传统债务融资方式的依赖，同时能够提升公司资产运营能力，实现多元化收益。我们假定公司每年扩募 10 亿平方米固定资产，按照 70% 的资产负债率与 60 天资金周转天数计算，REITs 每年有望为公司带来百亿以上增量现金流，从而大幅提升公司 ROE，实现“二次增长曲线”。

## 5. 盈利预测与估值

### 关键假设

1、医药批发：公司承接处方外流，院外市场占有率不断提高，医药分销业务稳定增长。随着公司数字化转型，医药分销业务垫资时间不断缩短，对应毛利率有所下滑。预计公司 2023-2025 年营收增速分别为 12.92%/12.02%/11.69%；毛利率分别为 7.32%/7.25%/7.15%。

2、医药工业：下半年盐酸二甲双胍续标后价格有望提升；旗下九信中药贡献稳定收入及利润。预计公司 2023-2025 年营收增速分别为 16.83%/17.26%/17.19%；毛利率分别为 24.22%/24.28%/24.33%。

3、医药零售：公司“万店加盟”计划持续推进，预计 2025 年底前能够完成全国 3 万家零售药店布局，其中直营药店数量持续增加。预计公司 2023-2025 年营收增速分别为 30%/30%/30%；毛利率分别为 18.79%/19.09%/19.39%。

表12：九州通盈利预测（亿元）

| 单位：亿元 | 2020    | 2021    | 2022    | 2023E   | 2024E   | 2025E   |
|-------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|
| 营业收入  | 1108.60 | 1224.08 | 1404.24 | 1590.98 | 1789.66 | 2008.84 |
| yoy   | 11.42%  | 10.42%  | 14.72%  | 13.30%  | 12.49%  | 12.25%  |
| 毛利    | 99.00   | 98.43   | 117.55  | 125.97  | 141.63  | 158.42  |
| 毛利率   | 8.93%   | 8.04%   | 8.37%   | 7.92%   | 7.91%   | 7.89%   |
| 医药批发  |         |         |         |         |         |         |
| 营业收入  | 1066.54 | 1182.92 | 1351.30 | 1525.95 | 1709.41 | 1909.33 |
| yoy   | 11.19%  | 10.91%  | 14.23%  | 12.92%  | 12.02%  | 11.69%  |
| 毛利    | 87.76   | 88.78   | 98.07   | 111.63  | 123.95  | 136.49  |
| 毛利率   | 8.23%   | 7.51%   | 7.26%   | 7.32%   | 7.25%   | 7.15%   |
| 医药工业  |         |         |         |         |         |         |
| 营业收入  | 18.06   | 19.53   | 24.10   | 28.16   | 33.02   | 38.89   |
| yoy   | 11.23%  | 8.14%   | 23.40%  | 16.83%  | 17.26%  | 17.79%  |
| 毛利    | 4.71    | 5.17    | 5.49    | 6.82    | 8.02    | 9.46    |
| 毛利率   | 26.08%  | 26.47%  | 22.78%  | 24.22%  | 24.28%  | 24.33%  |
| 医药零售  |         |         |         |         |         |         |

|           |        |         |         |        |        |        |
|-----------|--------|---------|---------|--------|--------|--------|
| 营业收入      | 20.31  | 18.40   | 25.37   | 32.98  | 42.88  | 55.74  |
| yoy       | 11.22% | -9.39%  | 37.89%  | 30.00% | 30.00% | 30.00% |
| 毛利        | 5.32   | 3.15    | 4.69    | 6.20   | 8.18   | 10.81  |
| 毛利率       | 26.19% | 17.12%  | 18.49%  | 18.79% | 19.09% | 19.39% |
| 医疗健康与技术服务 |        |         |         |        |        |        |
| 营业收入      | 3.28   | 2.75    | 2.05    | 2.26   | 2.48   | 2.73   |
| yoy       | 51.63% | -16.34% | -25.50% | 10.00% | 10.00% | 10.00% |
| 毛利        | 1.21   | 0.92    | 0.71    | 0.78   | 0.86   | 0.95   |
| 毛利率       | 36.89% | 33.45%  | 34.63%  | 34.63% | 34.63% | 34.63% |
| 其他业务      |        |         |         |        |        |        |
| 营业收入      | 0.41   | 0.48    | 1.42    | 1.63   | 1.88   | 2.16   |
| yoy       |        | 17.07%  | 195.83% | 15.00% | 15.00% | 15.00% |
| 毛利        |        | 0.41    | 0.47    | 0.54   | 0.62   | 0.71   |
| 毛利率       |        | 85.42%  | 33.10%  | 33.10% | 33.10% | 33.10% |

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

医药流通行业稳定增长，随着集采常态化、两票制、双通道等政策实施，医药流通行业集中度不断提升，院外市场空间广阔。作为中国医药流通民营龙头，公司营收及利润增长高于行业，且 REITs 发行后有望改善公司现金流，迅速扩大规模，我们选取业务结构、营收及利润增速与公司接近的医药流通企业（上海医药、国药一致）、CSO 企业（百洋医药）以及连锁药店（益丰药房）为可比公司，我们预计公司 2023-2025 年营业收入分别为 1591/1790/2009 亿元，归母净利润分别为 24.40/28.30/32.39 亿元，对应当前市值的估值为 11/10/9 倍，首次覆盖，给予“买入”评级。

表13：九州通可比公司估值

| 证券代码      | 公司简称 | 市值（亿元，人民币） | 归母净利润（亿元，人民币） |       |       |       | PE    |       |       |       |
|-----------|------|------------|---------------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
|           |      |            | 2022A         | 2023E | 2024E | 2025E | 2022A | 2023E | 2024E | 2025E |
| 601607.SH | 上海医药 | 714        | 56.17         | 63.47 | 71.28 | 79.98 | 13    | 11    | 10    | 9     |
| 000028.SZ | 国药一致 | 187        | 14.87         | 17.24 | 19.89 | 23.42 | 13    | 11    | 9     | 8     |
| 301015.SZ | 百洋医药 | 138        | 5.02          | 6.33  | 8.1   | 10.38 | 27    | 22    | 17    | 13    |
| 603939.SH | 益丰药房 | 365        | 12.66         | 15.26 | 18.77 | 23.34 | 29    | 24    | 19    | 16    |
|           | 平均值  |            |               |       |       |       | 18    | 15    | 12    | 10    |
| 600998.SH | 九州通  | 276        | 20.85         | 24.4  | 28.3  | 32.39 | 13    | 11    | 10    | 9     |

注：上海医药、益丰药房归母净利润为东吴证券研究所预测，国药一致、百洋医药归母净利润预测来源为 wind 一致预期

数据来源：wind，东吴证券研究所（预测时间为 2023 年 7 月 18 日）

## 6. 风险提示

### 1) 经营模式风险

公司建立了以市场为导向的产业互联网服务平台经营模式，对各业务环节提出了较

高的要求:需要具备采购与销售环节的定价能力,成本、费用控制能力,物流配送能力;要强化资金管理、库存管理、信用管理及对下属子公司的管理;要不断强化物流、冷链技术、信息技术研发以降低业务成本提供优质服务。一旦上述环节出现问题,公司将面临盈利能力下降的风险。

## 2) 政策风险

公司经营的产品属于特殊商品,容易受到国家以及地方有关政策的影响,特别是医疗卫生、医疗保障、医药流通体制改革的影响。医疗、医保、药品供应三大体制的改革将在深层次上改变医药流通领域的格局,引发医药市场的分化与重组。

## 3) 市场竞争风险

随着两票制的实施,中国医药市场竞争日益激烈。虽然公司与上游供货商与下游客户的业务合作关系是经过公司多年的开发、维护而形成的,但由于市场竞争因素,公司仍无法保证现有上游供货商和下游客户会继续长期维持与公司的业务合作关系,因而市场份额可能会出现下降,对公司业务、财务状况及经营业绩有不利的影响

## 4) 应收账款发生坏账风险

随着公司的规模及市占率提升,以及公司调整业务结构加大开拓医疗机构市场,应收账款可能有所增长,因此公司存在应收款项可能发生坏账的风险。

## 九州通三大财务预测表

| 资产负债表 (百万元)      |               |               |                |                | 利润表 (百万元)       |                |                |                |                |
|------------------|---------------|---------------|----------------|----------------|-----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|
|                  | 2022A         | 2023E         | 2024E          | 2025E          |                 | 2022A          | 2023E          | 2024E          | 2025E          |
| <b>流动资产</b>      | <b>75,658</b> | <b>81,266</b> | <b>90,901</b>  | <b>100,116</b> | <b>营业总收入</b>    | <b>140,424</b> | <b>159,103</b> | <b>178,977</b> | <b>200,902</b> |
| 货币资金及交易性金融资产     | 17,496        | 19,568        | 22,755         | 27,937         | 营业成本(含金融类)      | 129,476        | 146,505        | 164,813        | 185,059        |
| 经营性应收款项          | 36,448        | 37,315        | 41,754         | 42,566         | 税金及附加           | 351            | 398            | 447            | 502            |
| 存货               | 17,213        | 18,599        | 20,773         | 22,408         | 销售费用            | 4,126          | 4,611          | 5,116          | 5,662          |
| 合同资产             | 0             | 0             | 0              | 0              | 管理费用            | 2,549          | 3,207          | 3,571          | 3,969          |
| 其他流动资产           | 4,501         | 5,783         | 5,620          | 7,206          | 研发费用            | 178            | 234            | 290            | 346            |
| <b>非流动资产</b>     | <b>16,614</b> | <b>17,151</b> | <b>17,602</b>  | <b>17,970</b>  | 财务费用            | 1,134          | 1,289          | 1,450          | 1,627          |
| 长期股权投资           | 1,700         | 1,700         | 1,700          | 1,700          | 加:其他收益          | 253            | 287            | 322            | 362            |
| 固定资产及使用权资产       | 7,782         | 8,359         | 8,846          | 9,246          | 投资净收益           | 298            | 286            | 322            | 362            |
| 在建工程             | 865           | 765           | 665            | 565            | 公允价值变动          | 60             | 40             | 32             | 24             |
| 无形资产             | 1,863         | 1,823         | 1,787          | 1,755          | 减值损失            | (416)          | (190)          | (160)          | (130)          |
| 商誉               | 813           | 913           | 1,013          | 1,113          | 资产处置收益          | 48             | 55             | 61             | 69             |
| 长期待摊费用           | 122           | 122           | 122            | 122            | <b>营业利润</b>     | <b>2,853</b>   | <b>3,336</b>   | <b>3,868</b>   | <b>4,424</b>   |
| 其他非流动资产          | 3,468         | 3,468         | 3,468          | 3,468          | 营业外净收支          | (15)           | (15)           | (15)           | (15)           |
| <b>资产总计</b>      | <b>92,272</b> | <b>98,417</b> | <b>108,503</b> | <b>118,086</b> | <b>利润总额</b>     | <b>2,838</b>   | <b>3,321</b>   | <b>3,853</b>   | <b>4,409</b>   |
| <b>流动负债</b>      | <b>59,684</b> | <b>64,062</b> | <b>71,025</b>  | <b>77,048</b>  | 减:所得税           | 553            | 647            | 750            | 858            |
| 短期借款及一年内到期的非流动负债 | 12,026        | 11,076        | 10,176         | 9,326          | <b>净利润</b>      | <b>2,286</b>   | <b>2,675</b>   | <b>3,103</b>   | <b>3,550</b>   |
| 经营性应付款项          | 39,295        | 43,562        | 50,290         | 55,913         | 减:少数股东损益        | 201            | 235            | 272            | 312            |
| 合同负债             | 2,462         | 2,784         | 3,131          | 3,516          | <b>归属母公司净利润</b> | <b>2,085</b>   | <b>2,440</b>   | <b>2,830</b>   | <b>3,239</b>   |
| 其他流动负债           | 5,902         | 6,640         | 7,428          | 8,293          | 每股收益-最新股本摊薄(元)  | 0.75           | 0.87           | 1.01           | 1.16           |
| 非流动负债            | 3,902         | 3,902         | 3,902          | 3,902          | EBIT            | 3,595          | 4,594          | 5,202          | 5,846          |
| 长期借款             | 2,980         | 2,980         | 2,980          | 2,980          | EBITDA          | 4,377          | 5,158          | 5,801          | 6,478          |
| 应付债券             | 0             | 0             | 0              | 0              | 毛利率(%)          | 7.80           | 7.92           | 7.91           | 7.89           |
| 租赁负债             | 196           | 196           | 196            | 196            | 归母净利率(%)        | 1.48           | 1.53           | 1.58           | 1.61           |
| 其他非流动负债          | 726           | 726           | 726            | 726            | 收入增长率(%)        | 14.72          | 13.30          | 12.49          | 12.25          |
| <b>负债合计</b>      | <b>63,587</b> | <b>67,964</b> | <b>74,927</b>  | <b>80,950</b>  | 归母净利润增长率(%)     | (14.84)        | 17.03          | 15.99          | 14.43          |
| 归属母公司股东权益        | 24,640        | 26,173        | 29,023         | 32,272         |                 |                |                |                |                |
| 少数股东权益           | 4,046         | 4,280         | 4,553          | 4,864          |                 |                |                |                |                |
| <b>所有者权益合计</b>   | <b>28,685</b> | <b>30,453</b> | <b>33,576</b>  | <b>37,136</b>  |                 |                |                |                |                |
| <b>负债和股东权益</b>   | <b>92,272</b> | <b>98,417</b> | <b>108,503</b> | <b>118,086</b> |                 |                |                |                |                |

| 现金流量表 (百万元) |         |         |         |       | 重要财务与估值指标      |       |       |       |       |
|-------------|---------|---------|---------|-------|----------------|-------|-------|-------|-------|
|             | 2022A   | 2023E   | 2024E   | 2025E |                | 2022A | 2023E | 2024E | 2025E |
| 经营活动现金流     | 3,986   | 4,694   | 4,736   | 6,592 | 每股净资产(元)       | 11.98 | 8.59  | 9.61  | 10.78 |
| 投资活动现金流     | 1,488   | 2,436   | 2,827   | 3,222 | 最新发行在外股份(百万股)  | 2,792 | 2,792 | 2,792 | 2,792 |
| 筹资活动现金流     | (4,901) | (1,867) | (884)   | (838) | ROIC(%)        | 6.58  | 8.35  | 9.14  | 9.75  |
| 现金净增加额      | 583     | 5,263   | 6,678   | 8,976 | ROE-摊薄(%)      | 8.46  | 9.32  | 9.75  | 10.04 |
| 折旧和摊销       | 783     | 564     | 599     | 632   | 资产负债率(%)       | 68.91 | 69.06 | 69.06 | 68.55 |
| 资本开支        | (1,083) | (1,060) | (1,004) | (946) | P/E(现价&最新股本摊薄) | 13.23 | 11.31 | 9.75  | 8.52  |
| 营运资本变动      | (52)    | 1,631   | 1,275   | 2,719 | P/B(现价)        | 0.82  | 1.15  | 1.03  | 0.92  |

数据来源:Wind,东吴证券研究所,全文如无特殊注明,相关数据的货币单位均为人民币,预测均为东吴证券研究所预测。

## 免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准,已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司(以下简称“本公司”)的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。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,本公司及作者不对任何人因使用本报告中的内容所导致的任何后果负任何责任。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

在法律许可的情况下,东吴证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易,还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险,投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息,本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性,也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更,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。

本报告的版权归本公司所有,未经书面许可,任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。经授权刊载、转发本报告或者摘要的,应当注明出处为东吴证券研究所,并注明本报告发布人和发布日期,提示使用本报告的风险,且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的,应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

## 东吴证券投资评级标准

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力相对基准表现的预期(A 股市场基准为沪深 300 指数,香港市场基准为恒生指数,美国市场基准为标普 500 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)),具体如下:

公司投资评级:

- 买入: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 15%以上;
- 增持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 5%与 15%之间;
- 中性: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-5%与 5%之间;
- 减持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-15%与-5%之间;
- 卖出: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在-15%以下。

行业投资评级:

- 增持: 预期未来 6 个月内,行业指数相对强于基准 5%以上;
- 中性: 预期未来 6 个月内,行业指数相对基准-5%与 5%;
- 减持: 预期未来 6 个月内,行业指数相对弱于基准 5%以上。

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应当充分考虑自身特定状况,如具体投资目的、财务状况以及特定需求等,并完整理解和使用本报告内容,不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

东吴证券研究所  
 苏州工业园区星阳街 5 号  
 邮政编码: 215021  
 传真: (0512) 62938527  
 公司网址: <http://www.dwzq.com.cn>