

九州通 (600998.SH) 第二期员工持股计划草案出台，健全长效激励机制

2021年08月04日

——公司信息更新报告

投资评级：买入（维持）

蔡明子（分析师）

古意涵（联系人）

caimingzi@kysec.cn

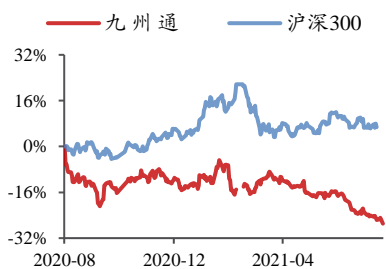
guyihan@kysec.cn

证书编号：S0790520070001

证书编号：S0790121020007

日期	2021/8/3
当前股价(元)	14.39
一年最高最低(元)	20.59/14.06
总市值(亿元)	269.64
流通市值(亿元)	269.64
总股本(亿股)	18.74
流通股本(亿股)	18.74
近3个月换手率(%)	16.12

股价走势图



数据来源：贝格数据

相关研究报告

《公司首次覆盖报告-数字化转型+院外广布局，有望走出第二增长曲线》
-2021.6.21

● 第二期员工持股计划草案出台，健全公司长效激励机制

2021年8月2日，公司公告了第二期员工持股计划草案：参加本期员工持股计划的对象预计不超过2,000人，包括董监高、公司中层管理人员、核心技术（业务）员工，实施规模不超过1,600万股，占总股本比例不超过0.85%，授予价格9元/股（截至2021年8月3日股价14.39元/股），存续期不超过36个月。公司继2020年7月实施首期员工持股计划后，本次拟实施第二期员工持股计划，健全公司长效激励机制，充分调动公司管理者和员工的积极性，提高公司员工的凝聚力和竞争力。我们预计本次第二期持股计划对公司利润影响程度小。公司为国内民营医药流通企业龙头，差异化布局院外市场，基于过往累积优势，持续推进平台化、数字化、互联网化转型，有望走出第二增长曲线。我们维持2021-2023年盈利预测，预计2021-2023年归母净利润为31.44/36.77/43.23亿元，EPS分别为1.68/1.96/2.31元/股，当前股价对应P/E为8.6/7.3/6.2倍，相比同类医药流通公司估值合理，维持“买入”评级。

● 员工持股计划有序推进，长效激励有望带来业绩持续增长

公司于2020年起实施员工持股计划，该计划包括首期员工持股计划和中长期员工持股计划（2021-2022）2部分，2020年7月，公司首期员工持股计划实施，通过首期员工持股计划账户以11.06元/股的价格向2311人授予1513.43万股。本次员工持股计划是公司中长期员工持股计划的有序推进，未来不排除公司会继续出台员工持股计划，持续激发员工积极性，长效激励有望带来公司业绩持续增长。

● 平台化、数字化、互联网化转型，有望走出第二增长曲线

公司利用供应链优势，大力拓展“万店联盟”计划，截至2020年底拥有签约门店1123家。公司过往优势赋能战略转型，平台化、数字化、互联网化转型有望助力公司走出第二增长曲线。

● **风险提示：**未来融资成本上行，企业财务费用上升，导致净利率下降。

财务摘要和估值指标

指标	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	99,497	110,860	127,435	146,718	169,255
YOY(%)	14.2	11.4	15.0	15.1	15.4
归母净利润(百万元)	1,727	3,075	3,144	3,677	4,323
YOY(%)	28.8	78.1	2.2	17.0	17.5
毛利率(%)	8.7	9.0	9.3	9.6	9.9
净利率(%)	1.7	2.8	2.5	2.5	2.6
ROE(%)	8.1	13.2	11.7	12.1	12.4
EPS(摊薄/元)	0.92	1.64	1.68	1.96	2.31
P/E(倍)	15.6	8.8	8.6	7.3	6.2
P/B(倍)	1.6	1.4	1.2	1.1	0.9

数据来源：贝格数据、开源证券研究所

目 录

1、 第二期员工持股计划草案出台，健全公司长效激励机制.....	3
2、 员工持股计划有序推进，长效激励有望带来业绩持续增长.....	3
3、 推行“万店联盟”、“BC 仓配一体化”战略，进行平台化、数字化、互联网化转型，有望走出第二增长曲线.....	4
4、 盈利预测与投资建议	4
5、 风险提示	4
附： 财务预测摘要	5

图表目录

表 1： 公司多次实施股权激励调动管理层及员工积极性.....	3
表 2： 九州通盈利预测	4

1、第二期员工持股计划草案出台，健全公司长效激励机制

公司继 2020 年 7 月实施首期员工持股计划后，本次拟实施第二期员工持股计划，有利于建立和完善公司与员工的利益共享机制，实现公司、股东和员工利益的一致性；进一步完善公司治理结构，健全公司长效激励机制，促进公司长期、持续、健康发展；充分调动公司管理者和员工的积极性，吸引和保留优秀管理人才和核心骨干，提高公司员工的凝聚力和公司竞争力。

本次第二期持股计划若于 2021 年 8 月完成全部标的股票过户（拟认购的股票份额全部认购完毕），预计 2021-2022 年应分别确认费用 2714.67、5429.33 万元，对公司利润影响程度小。

2、员工持股计划有序推进，长效激励有望带来业绩持续增长

公司分别于 2014 年、2017 年实施了定向授予限制性股票激励计划，且在考核年度皆满足解锁条件及股权激励考核目标，股权激励效果较好。公司于 2020 年起实施员工持股计划，该计划包括首期员工持股计划和中长期员工持股计划（2021-2022）2 部分，2020 年 7 月，公司首期员工持股计划实施，通过首期员工持股计划账户以 11.06 元/股的价格向 2311 人授予 1513.43 万股。本次员工持股计划是公司中长期员工持股计划的有序推进，未来不排除公司会继续出台员工持股计划，持续激发员工积极性，长效激励有望带来公司业绩持续增长。

表1：公司多次实施股权激励调动管理层及员工积极性

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	业绩兑现情况
2014 年股权激励	首次授予	3345.82	1604	8.15	2015、2016、2017 年 7 月分别实施股票第一期、第二期、第三期解锁	2014-2016 年公司净利润、扣非净利润皆高于最近 3 个会计年度平均水平，满足解锁条件；2014-2016 年公司扣非净利润同比增长皆高于股权激励设定的 15% 考核目标
	预留股票授予	393.46	379	15.68		
2017 年股权激励	首次授予	4862.67	2628	9.98	2018 年 5 月、2019 年 5 月、2020 年 5 月分别实施第一期、第二期、第三期解锁	2017-2019 年扣非净利润同比 2016 年增长率皆高于解锁条件
	预留股票授予			不实施授予		
2020 年员工持股计划	首期员工持股计划（2020）	1,513.43	2311	11.06	员工持股平台：首期员工持股计划账户	
	中长期员工持股计划（2021-2022）-第二期员工持股计划草案	不超过 1,600 万股	不超过 2,000 人	9.00	计划存续期不超过 36 个月，锁定期为 12 个月	
中长期员工持股计划（2021-2022）						

资料来源：公司公告、开源证券研究所

3、推行“万店联盟”、“BC 仓配一体化”战略，进行平台化、数字化、互联网化转型，有望走出第二增长曲线

公司利用供应链优势，并通过批零一体化模式及线上线下相结合，赋能公司零售业务，拓展公司数字零售，截至 2020 年底，公司拥有好药师零售药店共 1168 家，其中直营店 224 家，加盟店 934 家，医院药房 10 家。一方面，公司大力拓展“万店联盟”计划，截至 2020 年底拥有签约门店 1123 家；另一方面，“BC 仓配一体化”以全国公司药品仓作为中心仓，药店作为前置仓，与互联网、医院处方平台对接，发展智慧药房业务，完成药品配送的“仓配模式”、“网订店取”与“网订店送”等新零售模式。公司过往优势赋能战略转型：全渠道布局终端覆盖范围广、全品类采购满足客户多需求，拥有全国最大医药线上 B2B 自营电商平台；强大的物流网络和高效的拆零技术保障公司高水平的供应链服务能力；3 大中台、财务共享平台、ERP 系统实现内部高效运作，助力业务灵活快速开展。平台化、数字化、互联网化转型有望助力公司走出第二增长曲线。

4、盈利预测与投资建议

公司为国内民营医药流通企业龙头，差异化布局院外市场，基于过往累积优势，持续推进平台化、数字化、互联网化转型，有望走出第二增长曲线。我们维持 2021-2023 年盈利预测，预计 2021-2023 年归母净利润为 31.44/36.77/43.23 亿元，EPS 分别为 1.68/1.96/2.31 元/股，当前股价对应 P/E 为 8.6/7.3/6.2 倍，相比同类医药流通公司估值合理，维持“买入”评级。

表2：九州通盈利预测

指标	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	99,497	110,860	127,435	146,718	169,255
YOY(%)	14.2	11.4	15.0	15.1	15.4
归母净利润(百万元)	1,727	3,075	3,144	3,677	4,323
YOY(%)	28.8	78.1	2.2	17.0	17.5
毛利率(%)	8.7	9.0	9.3	9.6	9.9
净利率(%)	1.7	2.8	2.5	2.5	2.6
ROE(%)	8.1	13.2	11.7	12.1	12.4
EPS(摊薄/元)	0.92	1.64	1.68	1.96	2.31
P/E(倍)	15.6	8.8	8.6	7.3	6.2
P/B(倍)	1.6	1.4	1.2	1.1	0.9

数据来源：贝格数据、开源证券研究所

5、风险提示

未来融资成本上行，企业财务费用上升，导致净利率下降。

附：财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
流动资产	58903	66150	75327	87746	97460
现金	12171	14809	16495	19406	19782
应收票据及应收账款	23097	25228	28253	35682	38121
其他应收款	4620	5245	6838	6840	8706
预付账款	3182	3746	4844	5144	6180
存货	14072	14775	17789	19325	23030
其他流动资产	1762	2347	1107	1349	1641
非流动资产	12245	14674	14625	16219	18060
长期投资	1683	1768	2178	2601	2953
固定资产	5361	5731	6660	7631	8665
无形资产	2232	2271	2446	2635	2845
其他非流动资产	2969	4903	3342	3351	3597
资产总计	71148	80824	89952	103965	115521
流动负债	45948	51332	59111	69633	77068
短期借款	11707	14325	16325	18525	20925
应付票据及应付账款	28019	31099	33996	42193	45909
其他流动负债	6221	5909	8790	8915	10234
非流动负债	3232	3875	2885	2545	2161
长期借款	2724	3205	2434	2037	1627
其他非流动负债	509	670	451	507	534
负债合计	49180	55207	61997	72178	79229
少数股东权益	3213	3790	3922	4077	4258
股本	1878	1874	1874	1874	1874
资本公积	8131	8095	8095	8095	8095
留存收益	7181	10155	13430	17262	21766
归属母公司股东权益	18754	21827	24034	27711	32033
负债和股东权益	71148	80824	89952	103965	115521

现金流量表(百万元)	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
经营活动现金流	2768	3444	1572	3475	1224
净利润	1781	3385	3276	3832	4504
折旧摊销	537	557	554	660	728
财务费用	1235	985	1147	1320	1523
投资损失	-140	-140	-127	-147	-169
营运资金变动	-751	-592	-2200	-1247	-4374
其他经营现金流	106	-751	-1078	-943	-988
投资活动现金流	-1240	-1275	484	-1137	-1379
资本支出	1192	1457	934	1059	1228
长期投资	-242	-211	-409	-229	-352
其他投资现金流	-290	-29	1008	-306	-503
筹资活动现金流	-2842	-184	-369	572	531
短期借款	1456	2618	2000	2200	2400
长期借款	1098	481	-771	-397	-411
普通股增加	0	-4	0	0	0
资本公积增加	135	-36	0	0	0
其他筹资现金流	-5532	-3242	-1599	-1231	-1458
现金净增加额	-1314	1982	1686	2911	376

利润表(百万元)	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入	99497	110860	127435	146718	169255
营业成本	90795	100919	115605	132684	152479
营业税金及附加	239	253	301	346	398
营业费用	3135	3542	4730	5666	6749
管理费用	1960	2153	2510	2934	3554
研发费用	74	127	146	168	194
财务费用	1235	985	1147	1320	1523
资产减值损失	-13	-33	-122	-140	-162
其他收益	203	214	140	161	186
公允价值变动收益	-14	1078	900	950	1000
投资净收益	140	140	127	147	169
资产处置收益	7	258	9	10	12
营业利润	2301	4352	4294	5008	5886
营业外收入	47	74	64	73	85
营业外支出	31	93	89	88	102
利润总额	2317	4334	4269	4993	5869
所得税	536	949	993	1161	1365
净利润	1781	3385	3276	3832	4504
少数股东损益	55	310	132	154	181
归母净利润	1727	3075	3144	3677	4323
EBITDA	3378	5526	5375	6244	7265
EPS(元)	0.92	1.64	1.68	1.96	2.31

主要财务比率	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
成长能力					
营业收入(%)	14.2	11.4	15.0	15.1	15.4
营业利润(%)	25.8	89.1	-1.3	16.6	17.5
归属于母公司净利润(%)	28.8	78.1	2.2	17.0	17.5
获利能力					
毛利率(%)	8.7	9.0	9.3	9.6	9.9
净利率(%)	1.7	2.8	2.5	2.5	2.6
ROE(%)	8.1	13.2	11.7	12.1	12.4
ROIC(%)	6.5	9.7	8.5	8.7	9.0
偿债能力					
资产负债率(%)	69.1	68.3	68.9	69.4	68.6
净负债比率(%)	12.6	12.5	11.6	7.0	10.7
流动比率	1.3	1.3	1.3	1.3	1.3
速动比率	0.9	0.9	0.9	0.9	0.9
营运能力					
总资产周转率	1.4	1.5	1.5	1.5	1.5
应收账款周转率	4.4	4.6	4.8	4.6	4.6
应付账款周转率	3.4	3.4	3.6	3.5	3.5
每股指标(元)					
每股收益(最新摊薄)	0.92	1.64	1.68	1.96	2.31
每股经营现金流(最新摊薄)	1.48	1.84	0.84	1.85	0.65
每股净资产(最新摊薄)	8.87	10.35	11.53	13.49	15.80
估值比率					
P/E	15.6	8.8	8.6	7.3	6.2
P/B	1.6	1.4	1.2	1.1	0.9
EV/EBITDA	9.8	6.1	6.3	5.3	4.8

数据来源：贝格数据、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，属于机密材料，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16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