

2021年09月06日

证券研究报告·2021年半年报点评

九州通(600998)医药生物

买入(维持)

当前价: 14.92元

目标价: 18元(6个月)



西南证券  
SOUTHWEST SECURITIES

## 业绩符合预期, 三大亮点开拓长期成长空间

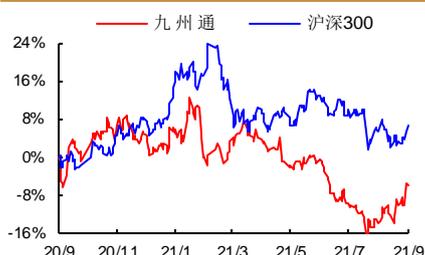
### 投资要点

- **业绩总结:** 公司 2021 年上半年营业收入 619.8 亿元 (+20.7%); 归母净利润 21.7 亿元, (+72.6%); 扣非归母净利润 9.8 亿元 (+2.1%)。非经常性损益主要系公司持有爱美容形成的公允价值变动收益达 11.9 亿元。经营活动产生的现金流量净额为 -12.5 亿元 (+52%)。公司经营活动产生的现金流量净额较上年同期大幅改善, 主要系公司销售回款增加、回现款率提升等原因所致。
- **总销总代业务实现快速增长。** 商业分销业务上半年实现营业收入 539.37 亿元 (+22.19%), 占总营收比例 87%, 毛利率 7.5%。总代总销及自产业务公司上半年实现营业收入 66.9 亿元 (+14%)。1) 公司药品总代总销及自产业务实现销售 33.2 亿元 (-4.3%), 毛利率 20.2%, 销售有所下降主要去年同期销售较好的品种磷酸奥司他韦在本报告期基本无销售所致, 扣除因疫情期间不可比因素的影响, 本报告期药品总代总销业务销售较去年同期同比增长 31%。公司积极引进第五批集采流标品种、进口原研品种, 目前有 3-5 个品种正在洽谈。2) 公司器械总代总销及自产业务实现销售收入 33.7 亿元 (+40.5%), 毛利率 5.9%。增长主要是新增雅培 IVD 和费森尤斯高耗业务以及上半年疫情缓解医院手术量增加拉动高耗需求所致。期内经营品牌高耗及 IVD 产品, 共计 307 个品规。
- **互联网转型, 电商渠道价值日益凸显。** 2021H1 公司 B2B 电商业务实现销售收入 81.8 亿元 (+43.6%), 销售占比 13.2%, 电商渠道已成为公司重要的业务渠道, 凸显了公司供应链平台价值。公司为目前国内主要互联网平台(包括阿里健康、京东健康、壹号、叮当和药易购等)医药健康产品的主要供应商, 期内公司对外部互联网平台销售 23.7 亿元 (+63.9%); 电商平台渠道业务线实现销售 58.1 亿元 (+36.7%), 新增注册用户 26 万, 累计注册用户 71 万, 活跃用户 11 万, 为目前国内医药行业最具规模的自营 B2B 平台之一。报告期内, 智药通平台有效拉单供应商 2328 家, 日常使用的供应商业务员达 14 万人, 有效拉单覆盖下游终端客户 14.4 万家, 订单转化率达 95%。
- **万店联盟计划稳步推进。** 公司于 2021 年 1 月正式开始推出万店联盟计划, 2021H1 一共签约 3237 家, 至今年年底之前预计签约超过 5000 家, 计划在 3 年内实现 3 万家以上联盟药店加盟。物流及供应链优势, 保证了万店联盟计划稳步推进。公司批量购置高配冷藏车, 同时组织专业运输团队, 顺利推进科兴疫苗冷链配送业务。1-7 月我们预计疫苗配送收入超过 4600 万元, 全年预计能够超过 8800 万元。我们测算净利润预计将贡献 800 万左右。
- **盈利预测与投资建议。** 预计 2021-2023 年 EPS 分别为 2.35 元、2.45 元和 2.7 元。考虑到公司作为唯一民营医药流通龙头企业, 渠道布局多元, 物流、信息化等基础设施完善, 未来持续快速发展可期, 维持“买入”评级。
- **风险提示:** 门店扩张不达预期, 总销总代业务不及预期, 药品降价风险、对外投资公允价值波动对公司业绩稳定性造成影响的风险等。

### 西南证券研究发展中心

分析师: 杜向阳  
 执业证号: S1250520030002  
 电话: 021-68416017  
 邮箱: duxy@swsc.com.cn

### 相对指数表现



数据来源: 聚源数据

### 基础数据

总股本(亿股)	18.74
流通 A 股(亿股)	18.74
52 周内股价区间(元)	13.89-19.23
总市值(亿元)	279.57
总资产(亿元)	843.02
每股净资产(元)	11.04

### 相关研究

1. 九州通(600998): 三季度加速恢复, 现金流情况持续向好 (2020-10-27)

指标/年度	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	110859.51	127488.44	147886.59	173027.31
增长率	11.42%	15.00%	16.00%	17.00%
归属母公司净利润(百万元)	3075.05	4402.55	4585.61	5061.45
增长率	78.10%	43.17%	4.16%	10.38%
每股收益EPS(元)	1.64	2.35	2.45	2.70
净资产收益率 ROE	13.21%	16.87%	5.21%	14.73%
PE	9.09	6.35	6.10	5.52
PB	1.28	1.21	1.04	0.90

数据来源: Wind, 西南证券

请务必阅读正文后的重要声明部分

**附表：财务预测与估值**

利润表 (百万元)	2020A	2021E	2022E	2023E	现金流量表 (百万元)	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入	110859.51	127488.44	147886.59	173027.31	净利润	3385.08	4552.55	4685.61	5161.45
营业成本	100919.39	116269.46	134872.57	157627.88	折旧与摊销	556.63	652.71	697.71	742.71
营业税金及附加	253.25	303.99	352.63	412.58	财务费用	985.25	122.36	141.94	166.07
销售费用	3541.90	4079.63	4732.37	5536.87	资产减值损失	-32.82	0.00	0.00	0.00
管理费用	2152.96	2549.77	2957.73	3460.55	经营营运资本变动	-1895.47	-1085.07	-2454.59	-3058.23
财务费用	985.25	122.36	141.94	166.07	其他	445.22	-1314.60	-832.24	-381.44
资产减值损失	-32.82	0.00	0.00	0.00	<b>经营活动现金流净额</b>	<b>3443.88</b>	<b>2927.95</b>	<b>2238.43</b>	<b>2630.56</b>
投资收益	139.94	300.00	300.00	300.00	资本支出	-2122.53	-1000.00	-1000.00	-1000.00
公允价值变动损益	1078.11	1000.00	500.00	100.00	其他	847.65	828.18	300.00	-100.00
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	<b>投资活动现金流净额</b>	<b>-1274.88</b>	<b>-171.82</b>	<b>-700.00</b>	<b>-1100.00</b>
<b>营业利润</b>	<b>4352.38</b>	<b>5463.23</b>	<b>5629.34</b>	<b>6223.36</b>	短期借款	2617.94	-2154.39	1223.83	1766.71
其他非经营损益	-18.36	220.00	220.00	220.00	长期借款	418.05	0.00	0.00	0.00
<b>利润总额</b>	<b>4334.02</b>	<b>5683.23</b>	<b>5849.34</b>	<b>6443.36</b>	股权融资	-40.24	0.00	0.00	0.00
所得税	948.94	1130.68	1163.73	1281.91	支付股利	-1250.52	-615.01	-880.51	-917.12
净利润	3385.08	4552.55	4685.61	5161.45	其他	-1928.77	-2047.14	158.06	133.93
少数股东损益	310.03	150.00	100.00	100.00	<b>筹资活动现金流净额</b>	<b>-183.54</b>	<b>-4816.53</b>	<b>501.38</b>	<b>983.51</b>
归属母公司股东净利润	3075.05	4402.55	4585.61	5061.45	<b>现金流量净额</b>	<b>1981.98</b>	<b>-2060.41</b>	<b>2039.82</b>	<b>2514.07</b>
资产负债表 (百万元)	2020A	2021E	2022E	2023E	财务分析指标	2020A	2021E	2022E	2023E
货币资金	14809.25	12748.84	14788.66	17302.73	<b>成长能力</b>				
应收和预付款项	34218.05	39720.24	45926.60	53720.93	销售收入增长率	11.42%	15.00%	16.00%	17.00%
存货	14775.23	17044.60	19809.46	23133.44	营业利润增长率	89.12%	25.52%	3.04%	10.55%
其他流动资产	2347.56	324.45	373.91	434.88	净利润增长率	90.01%	34.49%	2.92%	10.16%
长期股权投资	1768.41	1768.41	1768.41	1768.41	EBITDA 增长率	44.73%	5.84%	3.70%	10.25%
投资性房地产	343.14	343.14	343.14	343.14	<b>获利能力</b>				
固定资产和在建工程	7413.16	8028.87	8599.57	9125.28	毛利率	8.97%	8.80%	8.80%	8.90%
无形资产和开发支出	2825.39	2567.88	2310.36	2052.85	三费率	6.03%	5.30%	5.30%	5.30%
其他非流动资产	2323.66	2812.76	3301.87	3790.97	净利率	3.05%	3.57%	3.17%	2.98%
<b>资产总计</b>	<b>80823.84</b>	<b>85359.19</b>	<b>97221.98</b>	<b>111672.61</b>	ROE	13.21%	16.87%	15.21%	14.73%
短期借款	14325.10	12170.71	13394.55	15161.26	ROA	4.19%	5.33%	4.82%	4.62%
应付和预收款项	31900.23	36896.42	42690.40	49925.00	ROIC	12.55%	12.22%	11.47%	11.29%
长期借款	1710.05	1710.05	1710.05	1710.05	EBITDA/销售收入	5.32%	4.89%	4.37%	4.12%
其他负债	7271.50	7588.68	8628.54	9833.54	<b>营运能力</b>				
<b>负债合计</b>	<b>55206.88</b>	<b>58365.86</b>	<b>66423.54</b>	<b>76629.85</b>	总资产周转率	1.46	1.53	1.62	1.66
股本	1873.82	1873.82	1873.82	1873.82	固定资产周转率	19.99	21.11	22.30	24.10
资本公积	8095.09	8095.09	8095.09	8095.09	应收账款周转率	4.62	4.69	4.69	4.72
留存收益	10154.64	13942.18	17647.28	21791.61	存货周转率	6.98	7.29	7.31	7.34
归属母公司股东权益	21826.66	23053.02	26758.13	30902.45	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	99.15%	—	—	—
少数股东权益	3790.31	3940.31	4040.31	4140.31	<b>资本结构</b>				
<b>股东权益合计</b>	<b>25616.96</b>	<b>26993.33</b>	<b>30798.44</b>	<b>35042.76</b>	资产负债率	68.31%	68.38%	68.32%	68.62%
负债和股东权益合计	80823.84	85359.19	97221.98	111672.61	带息债务/总负债	31.75%	26.34%	24.99%	23.97%
					流动比率	1.29	1.29	1.31	1.32
					速动比率	1.00	0.97	0.99	0.99
					股利支付率	40.67%	13.97%	19.20%	18.12%
					<b>每股指标</b>				
					每股收益	1.64	2.35	2.45	2.70
					每股净资产	11.65	12.30	14.28	16.49
					每股经营现金	1.84	1.56	1.19	1.40
					每股股利	0.67	0.33	0.47	0.49
业绩和估值指标	2020A	2021E	2022E	2023E					
EBITDA	5894.25	6238.30	6468.99	7132.14					
PE	9.09	6.35	6.10	5.52					
PB	1.28	1.21	1.04	0.90					
PS	0.25	0.22	0.19	0.16					
EV/EBITDA	4.68	4.38	4.02	3.47					
股息率	4.47%	2.20%	3.15%	3.28%					

数据来源: Wind, 西南证券

## 分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因、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获取任何形式的补偿。

## 投资评级说明

公司评级	买入：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 20%以上
	持有：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 10%与 20%之间
	中性：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-10%与 10%之间
	回避：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-20%与-10%之间
行业评级	卖出：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-20%以下
	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上
	跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间
	弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数-5%以下

## 重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司客户中的专业投资者使用，若您并非本公司客户中的专业投资者，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或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或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。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、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。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，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告及附录版权为西南证券所有，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。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告及附录进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告及附录的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

## 西南证券研究发展中心

### 上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路166号中国保险大厦20楼

邮编：200120

### 北京

地址：北京市西城区南礼士路66号建威大厦1501-1502

邮编：100045

### 重庆

地址：重庆市江北区桥北苑8号西南证券大厦3楼

邮编：400023

### 深圳

地址：深圳市福田区深南大道6023号创建大厦4楼

邮编：518040

## 西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	张方毅	高级销售经理	021-68413959	15821376156	zfy@swsc.com.cn
	黄滢	销售经理	18818215593	18818215593	hying@swsc.com.cn
	蒋俊洲	销售经理	18516516105	18516516105	jiangjz@swsc.com.cn
	崔露文	销售经理	15642960315	15642960315	clw@swsc.com.cn
	陈慧琳	销售经理	18523487775	18523487775	chhl@swsc.com.cn
	王昕宇	销售经理	17751018376	17751018376	wangxy@swsc.com.cn
北京	李杨	地区销售总监	18601139362	18601139362	yfly@swsc.com.cn
	张岚	地区销售副总监	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	陈含月	销售经理	13021201616	13021201616	chhy@swsc.com.cn
	彭博	销售经理	13391699339	13391699339	pbyf@swsc.com.cn
	王兴	销售经理	13167383522	13167383522	wxing@swsc.com.cn
	来趣儿	销售经理	15609289380	15609289380	lqe@swsc.com.cn
广深	林芷璇	高级销售经理	15012585122	15012585122	linzw@swsc.com.cn
	陈慧玲	高级销售经理	18500709330	18500709330	chl@swsc.com.cn
	郑龔	销售经理	18825189744	18825189744	zhengyan@swsc.com.cn
	杨新意	销售经理	17628609919	17628609919	yxy@swsc.com.cn