

九州通（600998）

2023 中报点评：总代助推营利双增，REITs 项目落地在即

买入（维持）

2023 年 09 月 03 日

证券分析师 朱国广

执业证书：S0600520070004

zhugg@dwzq.com.cn

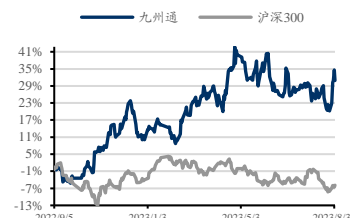
盈利预测与估值	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入（百万元）	140,424	159,103	178,977	200,902
同比	15%	13%	12%	12%
归属母公司净利润（百万元）	2,085	2,440	2,830	3,239
同比	-15%	17%	16%	14%
每股收益-最新股本摊薄（元/股）	0.75	0.87	1.01	1.16
P/E（现价&最新股本摊薄）	13.46	11.50	9.91	8.66

关键词：#第二曲线

投资要点

- **事件：**公司 2023H1 实现收入 793.57 亿元（+16.73%），扣非归母净利润 12.95 亿元（+17.09%），经营活动产生的现金流净额 5.18 亿元（+125.22%）；单 Q2 季度实现归母及扣非归母净利润 7.82 亿元与 7.22 亿元，环比增长 39.32%与 26%，业绩符合预期。
- **总代持续贡献业绩，打造利润第二增长曲线。**拆分主营业务，医药分销业务稳健增长，2023H1 实现营收 674.88 亿元（+14.01%），毛利率 6.74%（+0.01pp）；总代业务实现营收 86.37 亿元（+38.74%），占比 10.90%（+1.74pp），毛利率 16.95%（+2.45pp），其中药品总代营收 49.49 亿元（+48.60%），截至 2023H1，公司药品总代品规数达 915 个（预计全年过亿品规 19 个）；此外，医药工业营收 11.82 亿元（+5.44%）、医药零售营收 14.42 亿元（+14.42%）。
- **院内渠道增长迅速，线上平台表现亮眼。**拆分渠道，2023H1 公司第一终端实现营收 199.10 亿元（+18.17%），其中公立医院同比增长 23.29%，截至 2023H1 公司累计争取到国家带量采购 2480 个配送权，其中独家配送权 270 个（含省独家配送权 102 个），有效覆盖公立医院客户 1.33 万家；第二终端实现营收 142.80 亿元（+11.87%），其中单体药店同比增长 24.85%，截至 2023H1 公司覆盖零售药店总数约 37.68 万家，同比增加近 5 万家；第三终端实现营收 76.89 亿元（+26.27%），2023H1 公司新签约民营医院 23 家，累计 1.33 万家；B2B 电商实现营收 93.08 亿元（+28.78%），其中互联网平台（第四终端）实现营收 32.54 亿元（+62.56%）。
- **战略转型强力推进，REITs 项目落地在即。**公司持续推进“万店加盟”计划，截至 2023H1，已实现自营及加盟药店达 15856 家，门店遍布全国 31 个省市自治区，覆盖 291 个地级市，共 1301 个县，预计 2025 年门店数量将过 30000 家。此外公司 REITs 项目已于 8 月正式提交申报文件，评估价值约 14 亿元，项目落地后有望重构公司轻资产运营商业模式，减少对传统债务融资方式的依赖，实现多元化收益。
- **盈利预测与投资评级：**公司基础分销及新兴总代业务持续增长，我们维持公司 2023-2025 年归母净利润 24.4/28.3/32.4 亿元，对应当前市值的 PE 为 12X/10X/9X，维持“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。

股价走势



市场数据

收盘价(元)	10.05
一年最低/最高价	9.10/17.14
市净率(倍)	1.23
流通 A 股市值(百万元)	28,060.26
总市值(百万元)	28,060.26

基础数据

每股净资产(元,LF)	8.20
资产负债率(%，LF)	69.09
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)：千亿流通，华夏先驱扬九州》

2023-07-19

《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
流动资产	75,658	81,266	90,901	100,116	营业总收入	140,424	159,103	178,977	200,902
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
非流动资产	16,614	17,151	17,602	17,970	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	营业利润	2,853	3,336	3,868	4,424
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)
资产总计	92,272	98,417	108,503	118,086	利润总额	2,838	3,321	3,853	4,409
流动负债	59,684	64,062	71,025	77,048	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	净利润	2,286	2,675	3,103	3,550
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	归属母公司净利润	2,085	2,440	2,830	3,239
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
负债合计	63,587	67,964	74,927	80,950	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					
所有者权益合计	28,685	30,453	33,576	37,136					
负债和股东权益	92,272	98,417	108,503	118,086					

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)	13.46	11.50	9.91	8.66
营运资本变动	(52)	1,631	1,275	2,719	P/B(现价)	0.84	1.17	1.05	0.93

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>