

股票投资评级

买入 | 首次覆盖

个股表现



资料来源：聚源，中邮证券研究所

公司基本情况

最新收盘价(元)	8.07
总股本/流通股本(亿股)	39.09 / 39.09
总市值/流通市值(亿元)	315 / 315
52周内最高/最低价	16.89 / 6.68
资产负债率(%)	68.9%
市盈率	7.47
第一大股东	上海弘康实业投资有限公司

研究所

分析师:蔡明子  
SAC 登记编号:S1340523110001  
Email:caimingzi@cnpsec.com  
分析师:龙永茂  
SAC 登记编号:S1340523110002  
Email:longyongmao@cnpsec.com

九州通(600998)

医药流通领域民营龙头，创新战略落地有望迎来估值重塑

● 民营医药流通企业龙头，向数字化、平台化、互联网化转型升级

九州通医药集团股份有限公司是一家科技驱动型的全链医药产业综合服务商，是国内规模最大的民营医药流通企业。2022年我国医药流通行业CR4（国药集团、上海医药、华润医药以及九州通）市占率由2019年的40%提升至48.7%，我国医药流通市场“国有3+民营1”格局已然形成。九州通作为民营流通龙头企业，市占率由2019年5.1%提升至2022年6.28%。

九州通在行业内率先实施由传统的医药分销业务向数字化、平台化和互联网化的转型升级，并结合上下游客户的需求，推行“医药分销+物流配送+产品推广”的综合服务模式，取得了显著的成效，公司逐步搭建了行业稀缺的“千亿级”医药供应链服务平台。

● 强力推进新战略实施，有望构筑利润第二增长曲线，推动业务质效提升

公司强力推进“新零售、新产品、互联网医疗和不动产证券化(REITs)”四大新战略落地实施，推动业务质效提升。

新产品战略方面，公司在不同的市场渠道，通过加强市场推广能力和营销能力，形成不同的供应链服务体系，持续丰富总代品牌推广业务产品梯队，同时医药OEM持续推出新品，2023Q1-3公司总代品牌推广业务营业收入同比增长25.90%，毛利同比增长41.49%；

新零售战略方面，2023年前三季度好药师“万店加盟”门店数已达到17272家，预计2025年门店数量将超过30,000家，2023Q1-3公司医药新零售业务营业收入同比增长26.21%，毛利同比增长20.20%；

互联网医疗战略方面，以供应链为基础，向患者提供医疗、药品供应以及医保的运营服务，力争打造行业最专业的处方外流平台，2023Q1-3公司医疗健康及技术服务业务营业收入同比增长23.21%，毛利同比增长36.52%。

● 基础设施公募REITs战略推进，底层资产价值凸显

公司依托约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，预计将分批发行(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，加快资产流动性，以提升公司资产运营能力，实现多元化收益。公募REITs项目公司已于2023年10月向国家发改委正式提交申报材料，申报工作有序推进，未来公司也将继续扩募，持续盘活资产。

● 盈利预测及投资建议

公司基本面有望从2024年起发生积极变化，批发稳增长的同时，REITs拟发行将加快资金周转，高毛利业务获资金助力有望提速，公司有望迎来估值重塑。预计公司2023-2025年营业收入分别为

1591.88/1757.65/1994.18 亿元，归母净利润分别为 24.52/29.43/33.92 亿元，对应 EPS 分别为 0.63、0.75、0.87 元/股，当前股价对应 PE 分别为 12.82/10.68/9.26 倍。首次覆盖，给予“买入”评级。

● **风险提示：**

数字化转型落地不及预期风险；REITs 基金运营不及预期风险。

■ **盈利预测和财务指标**

项目\年度	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	140424	159188	175765	199418
增长率(%)	14.72	13.36	10.41	13.46
EBITDA(百万元)	4377.31	5434.05	6289.12	7116.83
归属母公司净利润(百万元)	2084.96	2451.63	2942.91	3392.22
增长率(%)	-14.84	17.59	20.04	15.27
EPS(元/股)	0.53	0.63	0.75	0.87
市盈率(P/E)	15.07	12.82	10.68	9.26
市净率(P/B)	1.28	1.15	1.02	0.91
EV/EBITDA	5.13	6.10	4.87	4.09

资料来源：公司公告，中邮证券研究所

## 目录

1 九州通：民营医药流通企业龙头，向数字化、平台化、互联网化转型升级 .....	6
1.1 公司简介：搭建“千亿级”医药供应链服务平台，发展进入新纪元 .....	6
1.2 公司股权结构稳定，员工持股计划稳步推进 .....	7
1.3 核心财务指标：营收、扣非净利润增长稳健，营运能力显著提升 .....	8
2 总代业务构筑利润第二增长曲线，新战略推动业务质效提升 .....	12
2.1 我国医药流通行业呈“3+1”竞争格局，九州通作为民营龙头传统分销业务稳健发展 .....	12
2.2 新产品战略：总代新品稳步推进打造新成长曲线，自有品种集群式发展 .....	14
2.3 新零售战略：“万店加盟+电商平台”全面赋能线上下零售 .....	17
2.4 互联网医疗：全面赋能C端用户，打造专业处方外流平台 .....	19
3 基础设施公募REITs战略推进，底层资产价值凸显 .....	20
3.1 拟发行公募REITs基金，提升公司资产运营能力，实现多元化收益 .....	20
3.2 美国公募REITs相对成熟，中国公募REITs方兴未艾 .....	22
3.3 推进基础设施REITs发行，赋能九州通价值重构 .....	25
4 盈利预测与投资建议 .....	27
5 风险提示 .....	28

## 图表目录

图表 1: 九州通“千亿级”医药供应链服务平台 .....	6
图表 2: 发展新纪元公司强力推进“新零售、新产品、互联网医疗和不动产证券化 (REITs)”四大新战略落地实施 .....	7
图表 3: 公司股权结构稳定 .....	8
图表 4: 公司员工持股计划 .....	8
图表 5: 2014-2023Q3 公司营业收入 .....	9
图表 6: 2014-2023Q3 公司归母净利润 .....	9
图表 7: 2014-2023Q3 公司扣非归母净利润 .....	9
图表 8: 2018-2022 公司营业收入结构拆分-按产品类型 (单位: 亿元) .....	10
图表 9: 2023 年 H1 公司营业收入结构拆分 (%) .....	10
图表 10: 2014-2023Q3 公司毛利率及净利率情况 .....	11
图表 11: 2020-2022 公司各业务分部毛利率 .....	11
图表 12: 2014-2023Q3 公司各项费用率 (%) .....	11
图表 13: 2014-2023Q3 应收账款周转率 .....	12
图表 14: 2014-2023Q3 公司经营性现金净流量 (亿元) .....	12
图表 15: 2017-2022 年药品流通行业销售趋势 .....	13
图表 16: 2017-2022 年药品零售市场规模 (亿元) .....	13
图表 17: 2017-2022 年药品批发行业规模 (亿元) .....	13
图表 18: 2017-2022 年医药流通行业呈规模扩张趋势 .....	13
图表 19: 我国医药流通行业企业及药店数量变化 (家) .....	13
图表 20: 2022 年我国医药批发 CR4 市占率 48.7% .....	14
图表 21: 2017-2022 年公司医药批发及相关业务营收 CAGR 14% .....	14
图表 22: 公司总代品牌推广业务重点合作品种 .....	15
图表 23: 公司 TOB 医药分销各终端销售收入情况 (亿元) .....	16
图表 24: 公司总代品牌业务营收拆分 (亿元) .....	16
图表 25: 九州通总代业务品规数统计 (个) .....	17
图表 26: 九州通医药工业板块业务收入 (亿元) .....	17
图表 27: 九州通“万店加盟”好药师门店 .....	18
图表 28: 九州通零售板块业务收入 (亿元) .....	19
图表 29: 九州通向医疗服务、健康管理、医学技术等大健康领域延伸, 打造大健康服务平台 .....	20
图表 30: 公司基础设施公募 REITs 产品交易结构 .....	21
图表 31: 公司基础设施公募 REITs 进展情况 (截至 2023 年 Q3) .....	21
图表 32: 我国 REITs 支持重要政策梳理 .....	22
图表 33: 全球在 REITs 数量统计 (支) .....	23
图表 34: 全球在 REITs 标的市值统计 (万亿美元) .....	23

图表 35: 全球 REITs 标的行业分布情况变化 .....	24
图表 36: 富时 Nareit REITs 标的数量统计 (支) .....	24
图表 37: 富时 Nareit REITs 投资市值统计 (十亿美元) .....	25
图表 38: 我国不同资产 REITs 发行数量 (支, %) .....	25
图表 39: 我国不同资产 REITs 发行规模 (亿元, %) .....	25
图表 40: 盐田港扣非/摊薄-净资产收益率 (ROE) 变化情况 (%) .....	26
图表 41: 盐田港期末现金及现金等价物余额变化情况 (亿元) .....	27
图表 42: 盐田港经营活动现金流量净额变化情况 (亿元) .....	27
图表 43: 公司估值与同类公司相比具备性价比 .....	28

# 1 九州通：民营医药流通企业龙头，向数字化、平台化、互联网化转型升级

## 1.1 公司简介：搭建“千亿级”医药供应链服务平台，发展进入新纪元

国内民营医药流通企业龙头，覆盖“全链”的医药产业综合服务商。九州通医药集团股份有限公司是一家科技驱动型的全链医药产业综合服务商，是国内规模最大的民营医药流通企业。公司在行业内率先实施由传统的医药分销业务向数字化、平台化和互联网化的转型升级，并结合上下游客户的需求，推行“医药分销+物流配送+产品推广”的综合服务模式，取得了显著的成效：公司搭建了行业稀缺的“千亿级”医药供应链服务平台，完成了全品类采购、全渠道覆盖和全场景服务的业务布局，并依托千亿平台资源优势，孵化出总代品牌推广业务、医药工业自产及 OEM 业务、新零售与万店加盟业务（C 端）、医疗健康（C 端）与技术增值服务、数字物流技术与供应链解决方案等新兴业务，逐步形成行业内具有多业态、多平台等显著特点的“批零一体化”、“BC 一体化”、线上线下相结合的服务于 B 端和 C 端用户的大健康综合服务平台。

图表1：九州通“千亿级”医药供应链服务平台

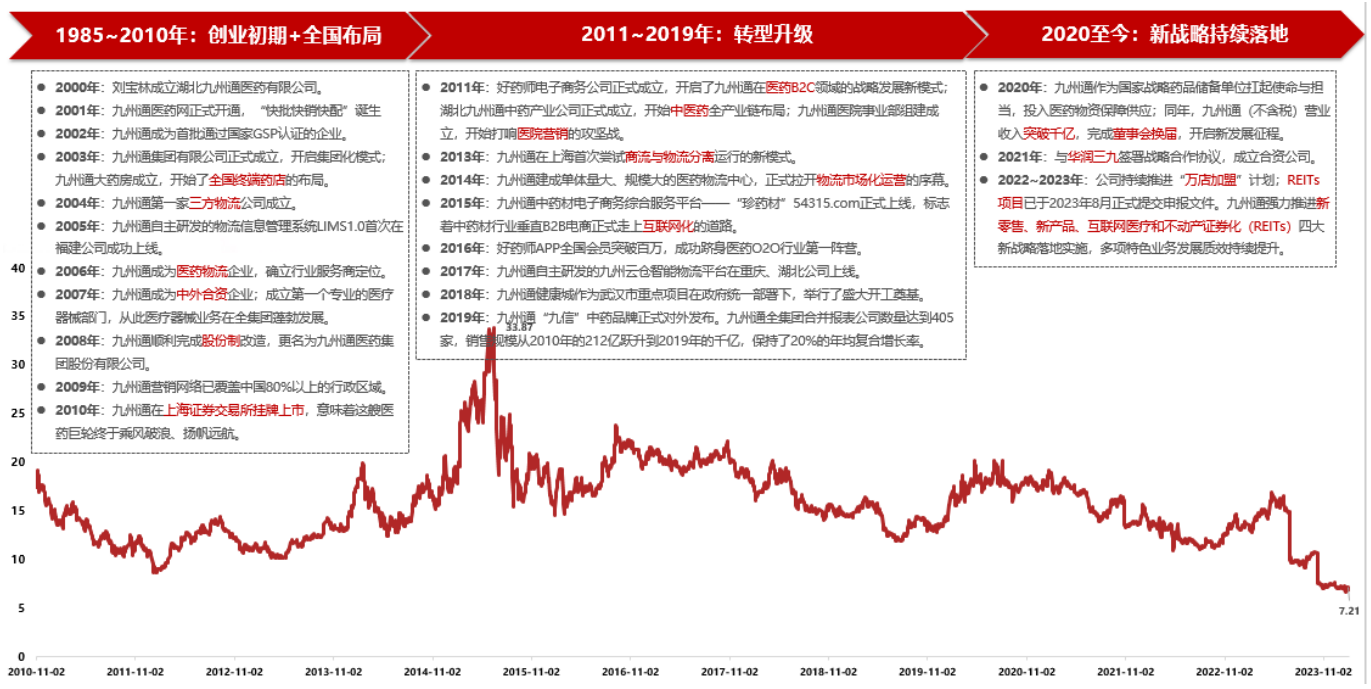


资料来源：公司公告、中邮证券研究所

砥砺前行四十年，公司发展进入新阶段，强力推进“新零售、新产品、互联网医疗和不动产证券化(REITs)”四大新战略落地实施。药九九 B2B 平台、好药师“万店加盟”计划、“暴健康”平台等均进展顺利，器械、总代、中药等高毛利战略产品销售占比不断提升，“Bb/BC 仓配一体化”、多仓联网、九州万店数字化平台、ER 系统升级等 PMO 及数字化转型重点项目深化推进，取得较好的阶段性成果，加速了公司经营模式的转型升级。2023 年 5 月 29 日，公司“Bb/BC 一体化项目”入选 2023 年中国上市公司协会发布的《上市公司数字化转型典型案例》

(技术领先);此外,公司“Bb/BC 仓配一体化项目”入选《证券日报》“2023 数字经济领航者论坛”评选的《2023 数字经济发展典型案例》(转型类)。

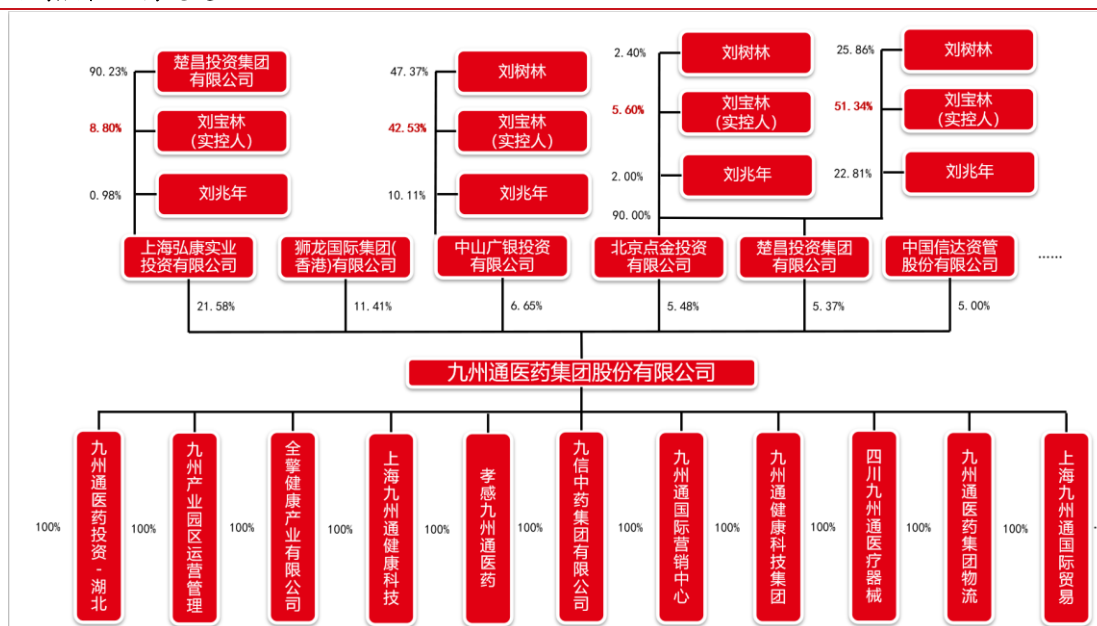
**图表2: 发展新纪元公司强力推进“新零售、新产品、互联网医疗和不动产证券化(REITs)”四大新战略落地实施**



资料来源:公司官网、iFinD、中邮证券研究所(注:左轴为收盘价)

## 1.2 公司股权结构稳定,员工持股计划稳步推进

**公司股权结构稳定。**九州通公司的创始人为刘宝林、刘树林、刘兆年三兄弟,其中刘宝林先生为公司实控人,其通过直接与间接持股的方式持有公司股权约 20.32%。从直接持股的大股东来看,上海弘康实业投资投资有限公司持股占比 21.58%,狮龙国际(香港)有限公司持股占比 11.41%,中山广银投资有限公司持股占比 6.65%,为公司第三大股东;公司前三大直接持股股东合计持股占比约 39.64%,持股占比较高。

**图表3：公司股权结构稳定**


资料来源：iFinD、中邮证券研究所

**员工持股计划稳步推进，充分激励员工积极性。**截至 2023 年年末，九州通已实施了三期员工持股计划，覆盖员工超 6000 人次，并计划拟实施第四期员工持股计划（2023-2025 年），以期充分激励公司员工作的工作积极性，并吸纳核心优秀人才。

**图表4：公司员工持股计划**

计划期数	授予股数（万股）	受让价格（元/股）	参与员工人数	计划状态
第一期	1513.43	11.06	2311	解锁
第二期	1569.25	9.00	1849	解锁
第三期	1691.68	7.50	2082	锁定期
第四期	第一批不超过 1750	9.50	预计不超 2500 人	待实施

资料来源：公司公告、中邮证券研究所

### 1.3 核心财务指标：营收、扣非净利润增长稳健，营运能力显著提升

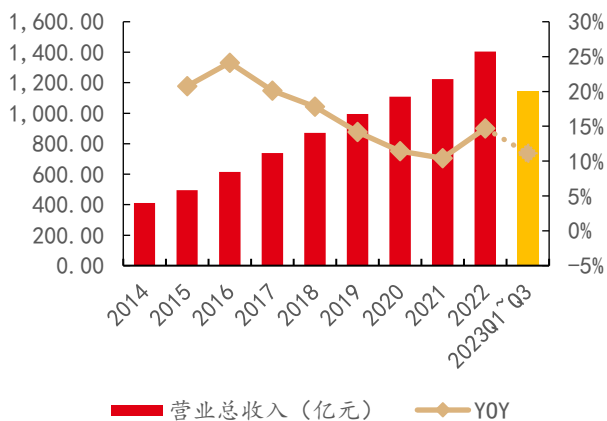
**营收、扣非净利润增长稳健，投资收益带来归母净利润波动。**从收入端看，九州通总营收持续向好，2014-2022 年公司营业收入由 410.68 亿元增长至 1404.24 亿元，CAGR 约为 17.3%；2023 年前三季度公司实现营业总收入 1143.64 亿元，同比增长 11.09%。

从利润端来看，2014-2022 年公司归母净利润由 5.61 亿元增长至 20.85 亿元，CAGR 为 17.8%。其中，2021 年公司归母净利润由 30.75 亿元下降至 24.48 亿元，同比下降 20.39%；主要归因于公司个别总代理疫情品种销售减少，出口防疫物资销售降幅较大，疫情补贴及政策优惠结束，公司在数字化转型、创新业务和创新模式上加大投入，多地洪涝灾害影响以及产品销售受严格管控等多方面原因。2022 年公司归母净利润为 20.85 亿元，同比下降 14.84%，主要归因于 2021 年公司持有的爱美客技术发展股份有限公司（简称“爱美客”）股票价格变动引起公允价值变动形成非经常性损益 10.45 亿元，而 2022 年报告期非经常性损益有所下降，仅为 3.51 亿元。2023 年 Q1~Q3，公司实现归母净利润 18.24 亿元，同比增长 4.89%，公司医药分销

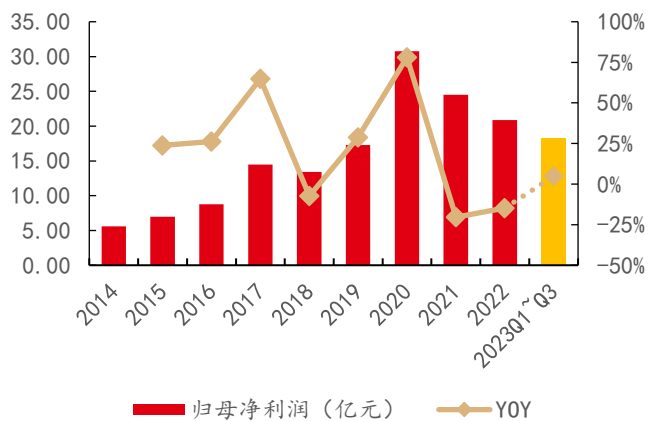


业务稳健增长，总代品牌推广、医药新零售、数字物流技术与供应链解决方案、医疗健康及技术服务等新兴业务加速增长，助力公司上半年经营业绩企稳回升，归母净利润企稳修复趋势显著。

图表5：2014-2023Q3 公司营业收入



图表6：2014-2023Q3 公司归母净利润

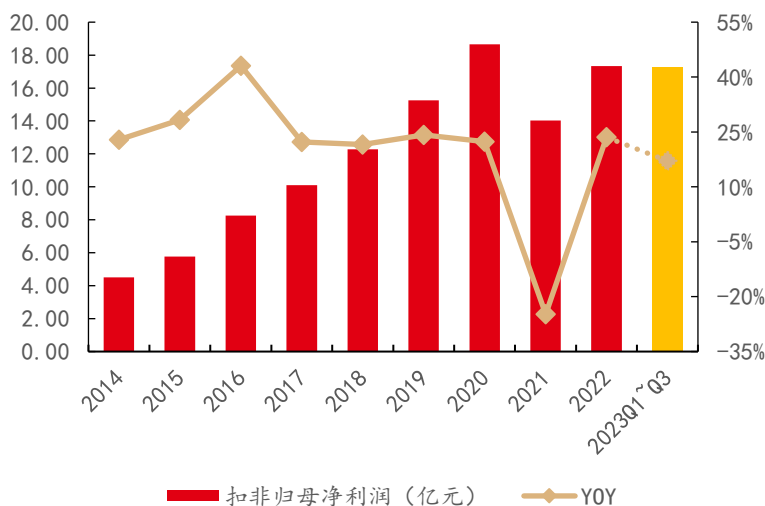


资料来源：iFinD、中邮证券研究所

资料来源：iFinD、中邮证券研究所

**扣非归母净利润企稳回升，盈利能力逐步增强。**2014-2022 年公司扣非归母净利润由 4.50 亿元增长至 17.34 亿元，复合增长率 CAGR 约为 18.37%。2021 年公司实现扣非归母净利润 14.03 亿元，同比下降 24.80%，主要归因于疫情品种销售减少，疫情补贴及政策优惠结束，研发投入加大等多方面原因。2022-2023 年，公司实现扣非归母净利润快速增长，分别同比增长 23.56%、17.09%，公司在保证营业收入稳步增长的同时，盈利能力也在持续提升。

图表7：2014-2023Q3 公司扣非归母净利润

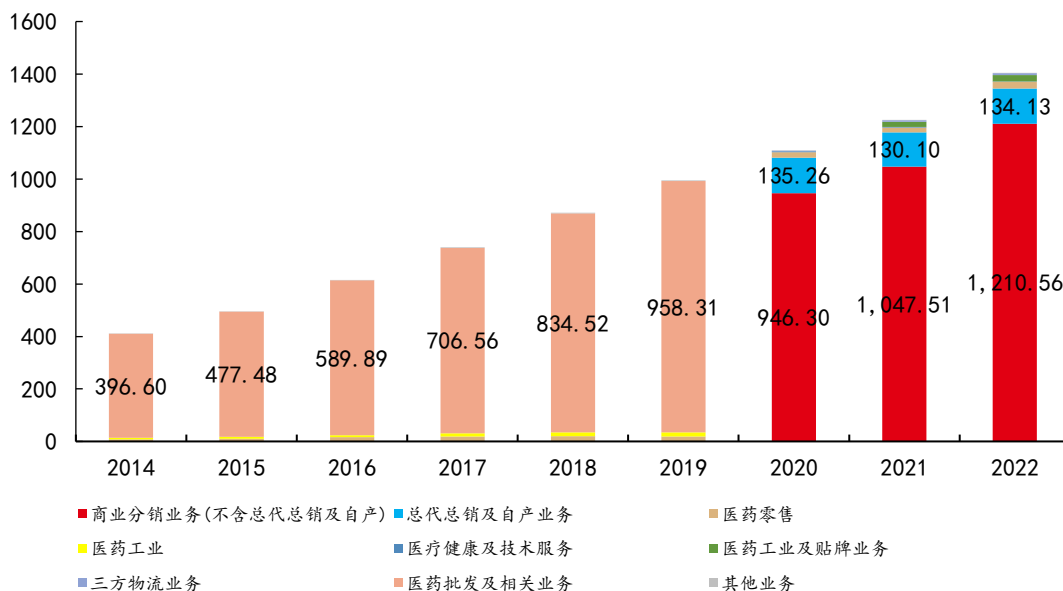


资料来源：iFinD、中邮证券研究所

**商业分销为核心营收分部，总代总销及自产有望贡献新增量。**2020-2022 年，公司商业分销业务（不含总代总销及自产）分别实现总营收 946.30 亿元、1047.51 亿元及 1210.56 亿元，突破千亿元营收大关，且分部营收占总营收占比稳居 85% 以上，是九州通的核心营收来源。此外，2020-2022 年总代总销及资产业务营收均超 130 亿元，已成为公司第二大收入来源分部。

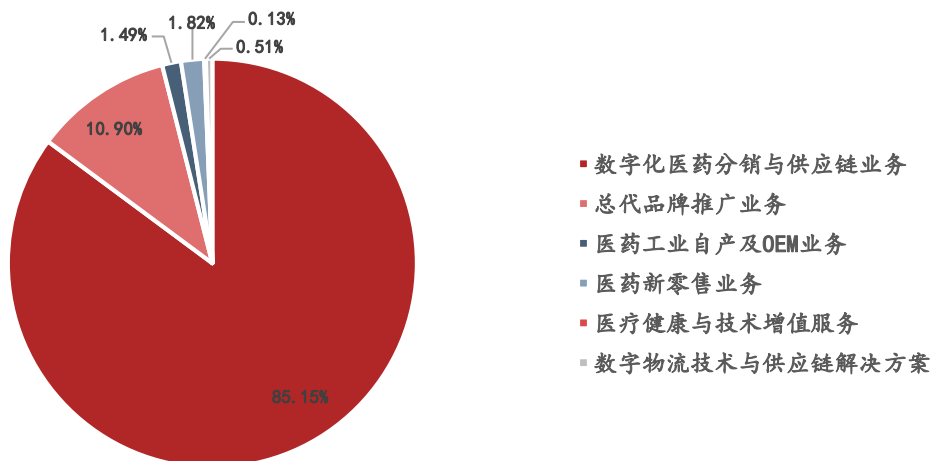
2023年H1，公司数字化医药分销与供应链业务实现营收674.88亿元，占比约77%；公司总代品牌推广业务实现营收86.37亿元，占比约10%；未来九州通在夯实数字化医药分销与供应链业务的稳定营收基础上，总代业务等新兴分部逐步实现突破增长，总代业务营收占比稳步提升，有望构筑第二条增长曲线贡献新增量。

**图表8：2018-2022 公司营业收入结构拆分-按产品类型（单位：亿元）**



资料来源：iFinD、中邮证券研究所

**图表9：2023年H1 公司营业收入结构拆分（%）**

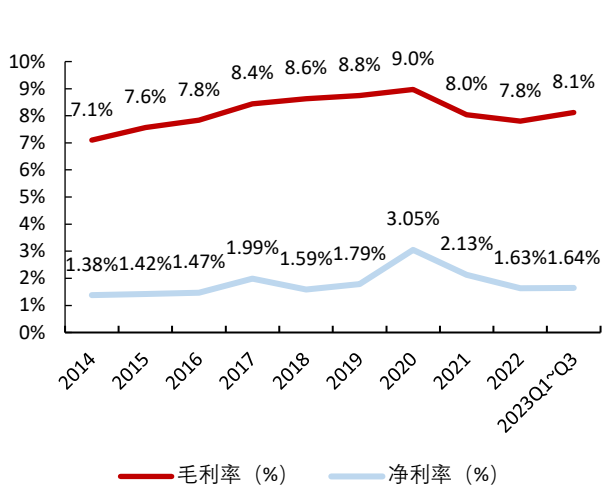


资料来源：公司公告、中邮证券研究所

**毛利率维持稳定，净利率具备提升潜力。**2014-2023Q3，九州通毛利率维持在70%以上，其中医疗健康与技术服务的毛利率维持在30%以上；医药零售、三方物流、总代总销及自产业务的毛利率在15%以上；商业分销业务（不含总代总销及自产）毛利率水平最低，维持在7%左右。同时期，公司净利率在2020-2022年受疫情后短期影响及持股收益变动等因素呈下降趋势，2023Q3出现企稳。未来，随着公司分销业务稳健增长，总代品牌推广、医药新零售、数

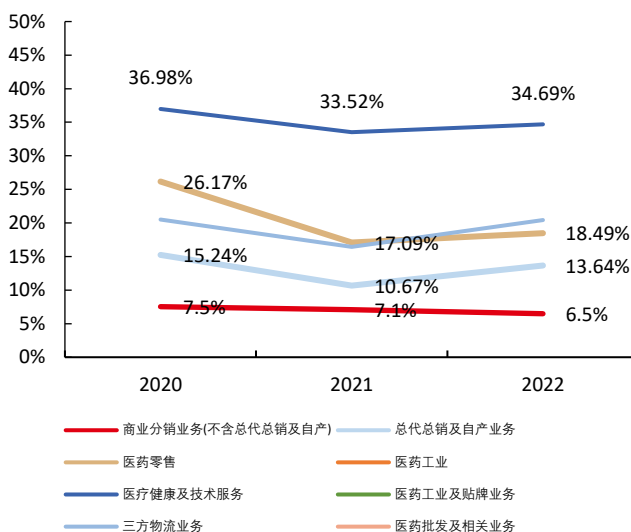
字物流技术与供应链解决方案、医疗健康及技术服务等新兴业务加速增长，净利率仍有提升空间。

图表10：2014-2023Q3 公司毛利率及净利率情况



资料来源：iFinD、中邮证券研究所

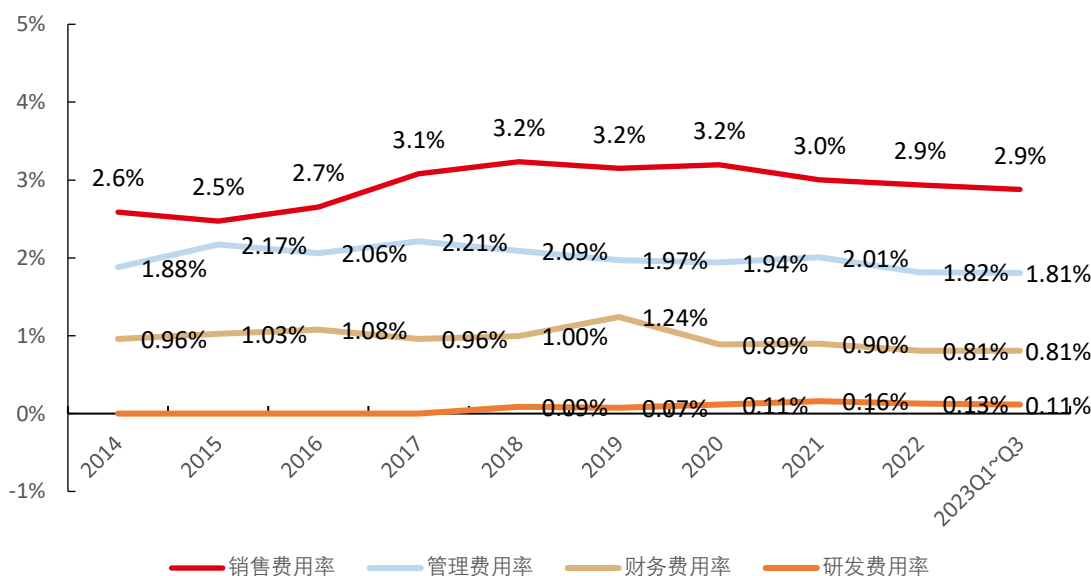
图表11：2020-2022 公司各业务分部毛利率



资料来源：iFinD、中邮证券研究所

**公司各项费用率稳中有降。**从费用端来看，九州通各项费用绝对比率相对较低，费用率控制较好。销售费用率自 2020 年有所下降，减少至 2.9% 左右并维持稳定；管理费用率及财务费用率自 2021 年起出现回落趋势，分别下降至 1.81% 与 0.81% 的费用率水平；我们认为这主要得益于公司器械、总代、中药等高毛利战略产品销售占比不断提升，“Bb/BC 仓配一体化”、多仓联网、九州万店数字化平台、ERP 系统升级等 PMO 及数字化转型重点项目的深化推进，加速了公司经营模式的转型升级。公司研发费用率 2019-2022 年整体呈上升趋势，保持约 0.1% 的研发投入水平，归因于公司在数字化转型、创新业务和创新模式上的加大投入。

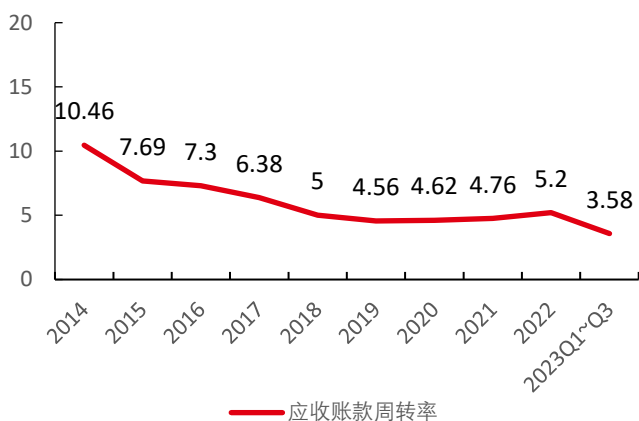
图表12：2014-2023Q3 公司各项费用率 (%)



资料来源：iFinD、中邮证券研究所

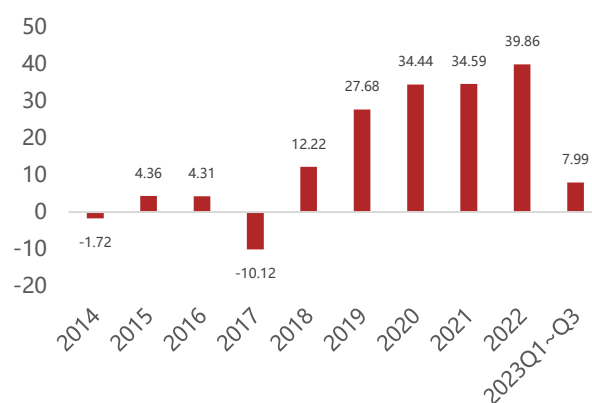
公司营运能力显著向好，2023年H1现金流净额首度回正。2019-2021年公司应收账款周转率由4.56上升至2022年的5.2；相对应地，2019-2021年公司应收账款周转天数由78.93天下降至2022年的69.20天。主要原因是公司医药分销业务的销售规模快速扩大，应收回款大幅增加，且公司为控制应收账款风险，逐步开始采取措施提升公司的销售回款，在年底加大应收账款的清收力度。同时，应收账款周转加速也引致了公司经营性现金净流入的大幅增加，由2018年的12.22亿元增加至2022年的39.86亿元，2022年公司经营活动产生的现金流量净额较上年同期增长15.24%，其中第四季度经营性现金流量大幅改善，现金回款大幅增加，单季度经营性现金流量净额达54.58亿元。

图表13: 2014-2023Q3 应收账款周转率



资料来源: iFinD、中邮证券研究所

图表14: 2014-2023Q3 公司经营性现金净流量 (亿元)



资料来源: iFinD、中邮证券研究所

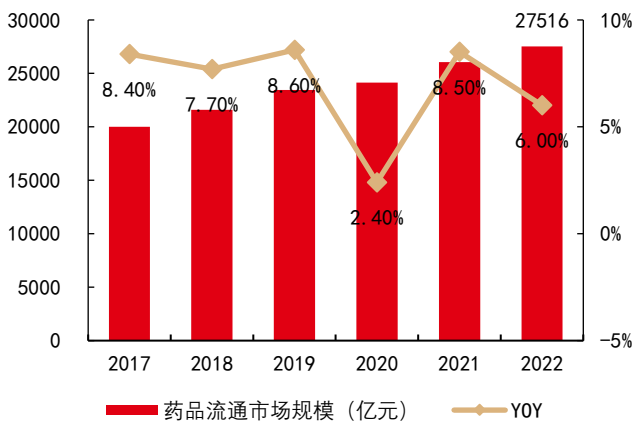
## 2 总代业务构筑利润第二增长曲线，新战略推动业务质效提升

### 2.1 我国医药流通行业呈“3+1”竞争格局，九州通作为民营龙头传统分销业务稳健发展

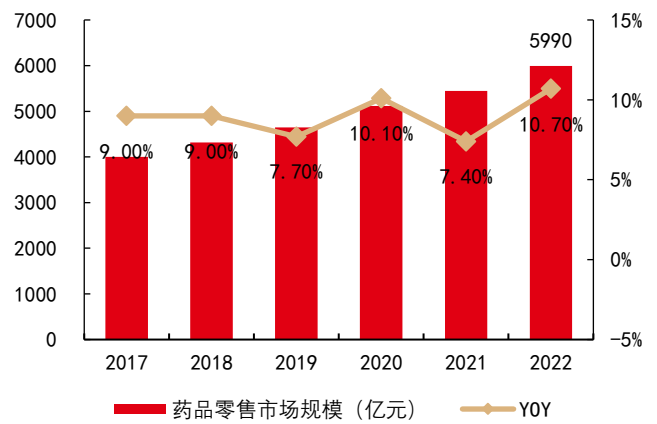
我国医药流通行业快速增长，行业集中度持续提升。根据商务部《药品流通行业运行统计分析报告》数据，2017~2022年我国七大类医药商品销售总额逐年增长，由2017年的20016亿元增长至2022年的27516亿元，CAGR为6.57%。细分市场来看，药品批发为我国医药商品销售额的主要来源，药品批发市场规模由2017年的16013亿元增长至2022年的21516亿元，CAGR为6.10%。从批发企业数量来看，2020~2022年我国批发企业数量分别为1.31万家、1.34万家、1.39万家，药品零售连锁企业数量分别为6298、6596、6650家，零售单体药店分别为24.1万家、25.23万家、26.33万家，医药流通行业企业及药店数量仍在增加，行业整合大势所趋。

政策推动医药分业，鼓励培育大型流通企业，龙头流通企业迎来发展机遇。在集采常态化、两票制深入发展的新形势下，医药流通行业内部分化加大，全国性及区域性商业龙头企业凭借仓储网络、数字化管理、资金等优势，将有效承接中小型流通商的市场份额，持续推动行业集中度提升。《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年培育形成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，前100家药品流通企业主营业务收入占同期全国医药市场总规模的98%以上，这为九州通等“千亿级”收入规模的龙头企业带来了发展机遇。

图表15：2017-2022年药品流通行业销售趋势



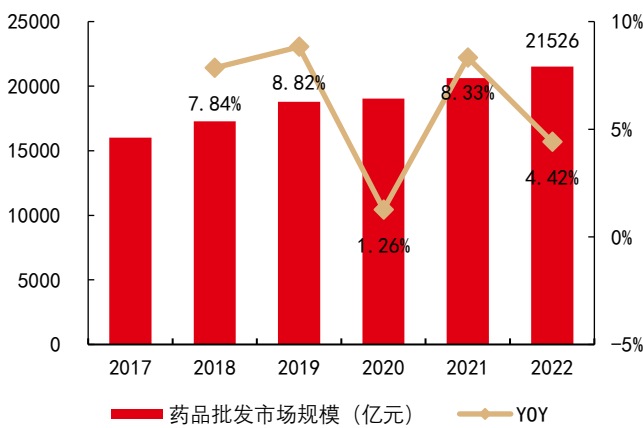
图表16：2017-2022年药品零售市场规模 (亿元)



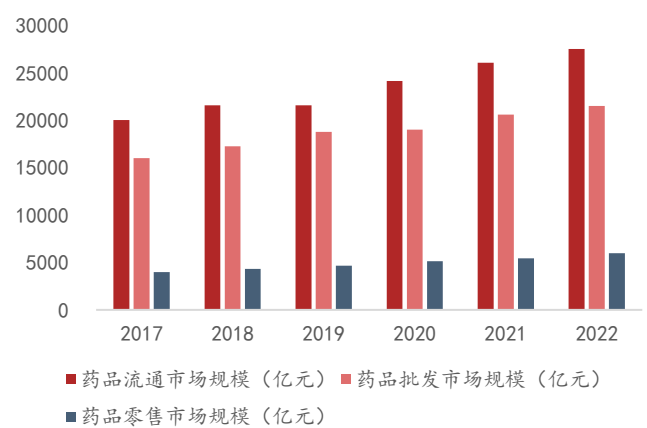
资料来源：商务部《药品流通行业运行统计分析报告》、中邮证券研究所

资料来源：商务部《药品流通行业运行统计分析报告》、中邮证券研究所

图表17：2017-2022年药品批发行业规模 (亿元)



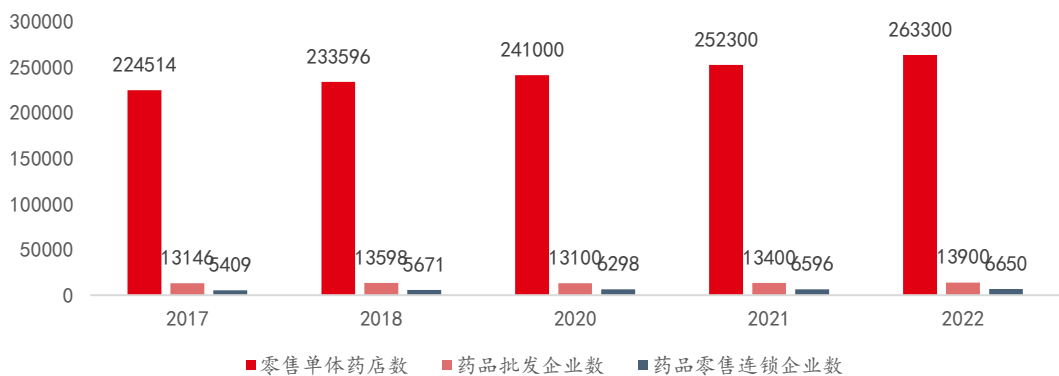
图表18：2017-2022年医药流通行业呈规模扩张趋势



资料来源：商务部《药品流通行业运行统计分析报告》、中邮证券研究所

资料来源：商务部《药品流通行业运行统计分析报告》、中邮证券研究所

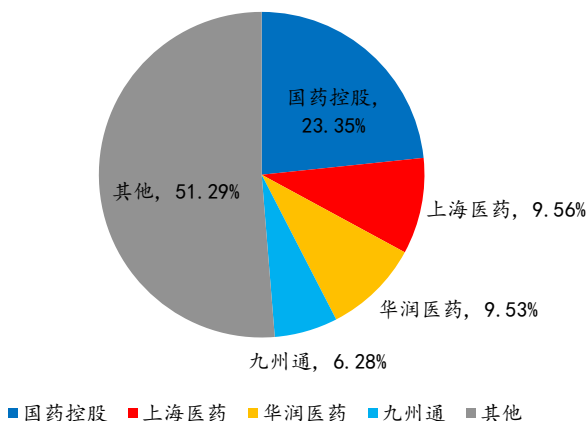
图表19：我国医药流通行业企业及药店数量变化 (家)



资料来源：商务部《药品流通行业运行统计分析报告》、中邮证券研究所

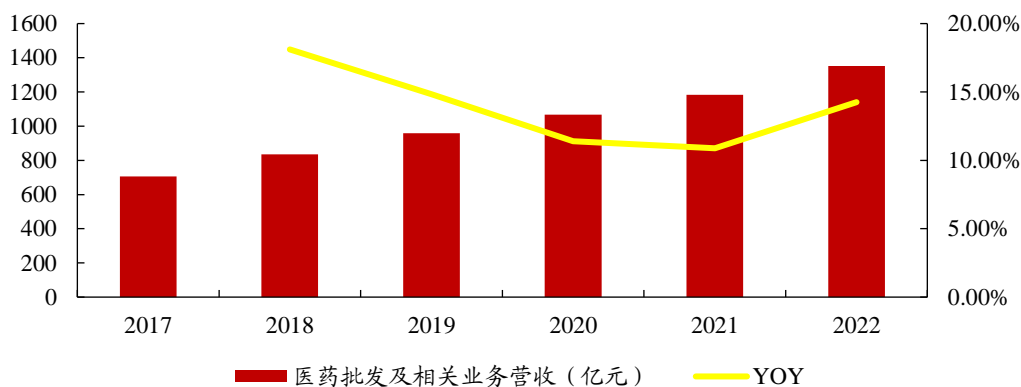
我国流通企业已形成“国有3+民营1”格局，CR4市占率47.7%，九州通市占率达6.28%。整体来看，我国医药流通市场“3+1”格局成型，头部流通企业市场份额不断提升。2022年我国医药流通行业CR4（国药集团、上海医药、华润医药以及九州通）市占率由2019年的40%提升至48.7%，我国医药流通市场“国有3+民营1”格局已然形成。九州通作为民营流通龙头企业，市占率由2019年5.1%提升至2022年6.28%，2017-2022年医药批发及相关业务营收CAGR为14%，领先行业6.10%的增速，整体增长稳健。

图表20：2022年我国医药批发CR4市占率48.7%



资料来源：商务部《药品流通行业运行统计分析报告》、中邮证券研究所

图表21：2017-2022年公司医药批发及相关业务营收CAGR 14%



资料来源：iFinD、中邮证券研究所

## 2.2 新产品战略：总代新品稳步推进打造新成长曲线，自有品种集群式发展

总代品牌推广业务是从九州通医药分销业务中孵化出来的新兴业务，依托于公司“新产品战略”和全品类、全渠道资源流通优势，结合CSO行业一体化、院外化、品牌化趋势，以零售渠道为主，专注产品挖掘及价值产品引进，并通过健全的品牌策划运营体系，赋能核心产品品牌，为合作伙伴提供全渠道品牌营销解决方案。

**带量采购等政策效应叠加，院外市场驱动总代业务新增长。**带量采购政策主要通过提升仿制药品生产供应的集中度，在保证药品生产质量的同时降低药品价格，从而减轻患者用药负担。目前，我国药品集采目前已进入常态化、制度化阶段，且与“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。对九州通而言，集采政策使得公司获得了开拓医院业务的机会，在原有空白市场获得了增量发展，集采政策也为公司的院外市场及总代品牌推广业务等带来难得的发展机遇。

**药品总代业务成长迅速，盈利能力强有望打造利润新成长曲线。**截至 2023 年 Q3，公司药品总代品牌推广业务实现销售收入 64.78 亿元，较上年同期增长 32.35%；毛利率为 25.00%，毛利额为 16.20 亿元，较上年同期增长 42.31%；其中可威、康王、倍平等系列重点品种销量大幅增长，带动终端销售收入及毛利大幅提升；同时，公司大力引进优质产品 80 余个，其中过亿新品 3 个，过千万新品 21 个。截至 2023 年 Q3，公司药品总代品规数达 938 个（预计全年过亿品规 19 个），包括浙江华海、浙江京新、正大天晴、东阳光、宜昌人福等厂家的集采中标产品，以及阿斯利康、拜耳、日本卫材、武田等外资企业的产品，代理产品涵盖慢病、肿瘤、抗感染等全品类，涉及临床和 OTC 全渠道。

**图表22：公司总代品牌推广业务重点合作品种**



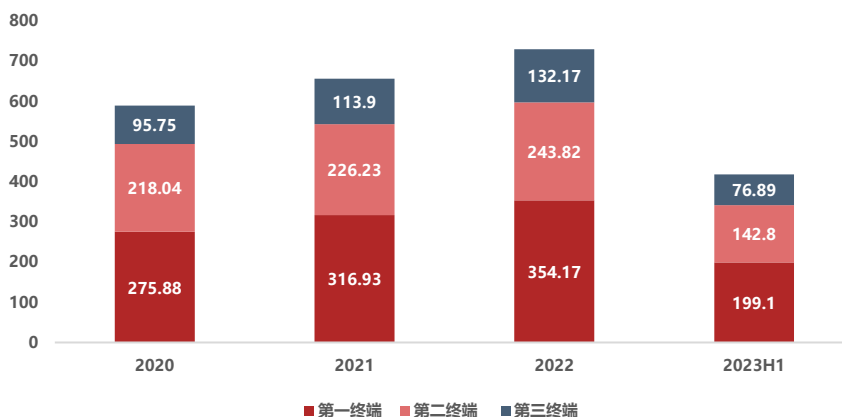
资料来源：公司财报、中邮证券研究所

**器械总代业务聚焦国内外品牌厂家，重点发展关键业务领域。**截至 2023 年 Q3，公司医疗器械总代品牌推广业务实现销售收入 54.86 亿元，同比增长 19.05%；毛利额为 2.69 亿元，同比增长 36.76%；已代理强生、理诺珐、雅培、费森尤斯（血透）等品牌厂家的品规共计 374 个。九州通聚焦国内外品牌厂家，重点发展大外科、心脑血管介入、IVD 全国性平台等业务，强化供应链基本服务能力的建设，建立统一数字化平台，优化物流体系，完善专业人才，并探索推进全链路供应能力建设、耗材集中配送、检验科打包解决方案等。

**电商总代持续发力，平台成为行业头部服务商。**2023 年前三季度，九州通为药械企业提供“一站式”全网化 B2C 电商总代总销服务，其旗下好药师 B2C 电商总代总销业务平台通过“供应链+数字营销+医患运营”三位一体模式助力药械企业实现全网渠道业务的增长，实现销售收入 6.21 亿元，同比增长 40.7%；好药师 B2C 电商在抖音、快手新电商渠道快速增长，已成为行业头部服务商，其中抖音好药师大联药房蝉联 OTC 药品第一名，形成医药行业的新媒体赛道影响力。

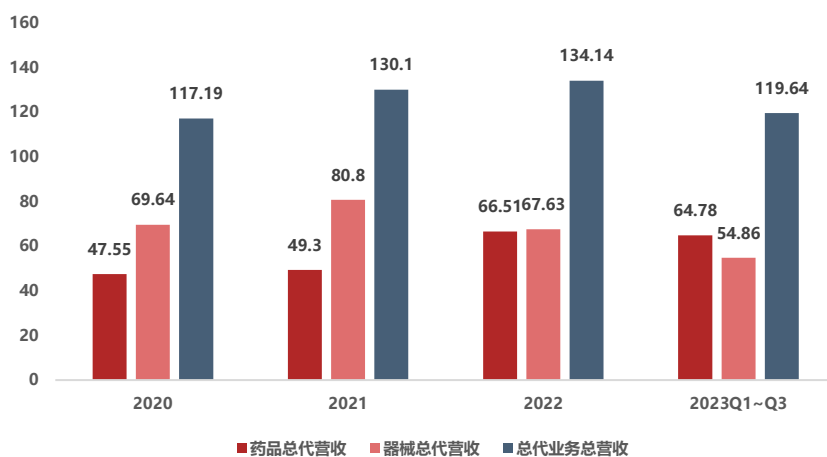
2023 年前三季度，公司总代品牌推广业务(含药品及医疗器械)销售收入达 119.65 亿元，同比增长 25.90%；毛利率为 15.78%，毛利额为 18.89 亿元，同比增长 41.49%，持续打造公司利润增长“第二曲线”，对公司业绩贡献度不断加大。

图表23：公司 TOB 医药分销各终端销售收入情况（亿元）



资料来源：公司公告、中邮证券研究所

图表24：公司总代品牌业务营收拆分（亿元）



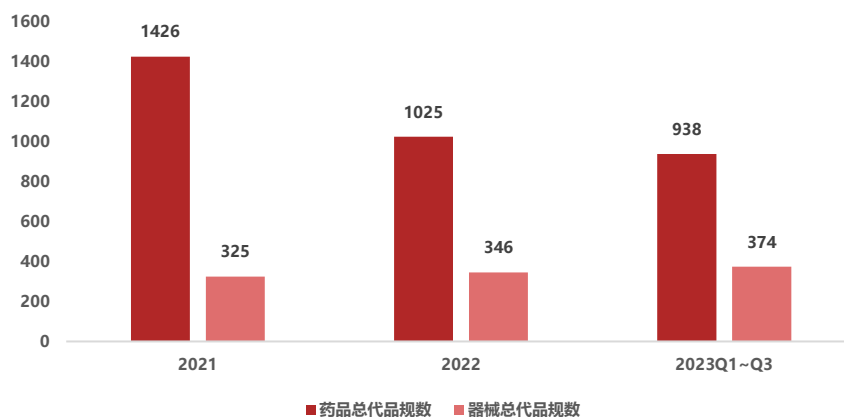
资料来源：公司公告、中邮证券研究所

**深化药品总代合作，持续引进新产品。**2023 年前三季度，公司大力引进优质产品 80 余个，其中过亿新品 3 个，过千万新品 21 个。此外，2023 年前三季度，公司继续与东阳光药(HK01558)、拜耳康王等开展深度战略合作并实施业务落地执行，独家总代理的流感品种“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 渠道的销售持续增长，业务成果显著。同时，公司继续与阿斯利康、诺华制药、天津力生制药、华海药业、浙江康恩贝、广东华润顺峰、广州白云山和记黄埔等国内外知名企业进行重大合作，提供产品全生命周期的营销服务，助力产品销售持续增长。

2023 年 9 月 1 日，九州通合资公司湖北九康通生物医药有限公司研发的口服抗新冠病毒 SHEN211 片的临床试验注册申请获得国家药品监督管理局受理，这款新冠口服药是国内首款非拟肽类 3CL 蛋白酶抑制剂一类创新药物，安全性较高。SHEN211 项目作为“新产品”战略的核心之一，若未来产品顺利上市，九州通将优先拥有 SHEN211 项目的销售权。



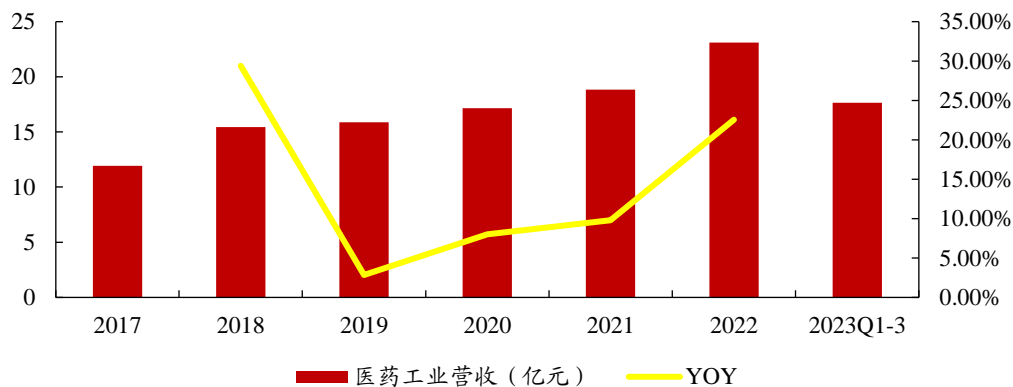
图表25：九州通总代业务品规数统计（个）



数据来源：公司财报、中邮证券研究所

**大力发展医药工业自产及 OEM 业务，提升新老产品竞争力。**医药工业自产及 OEM 业务是公司重要的高毛利业务板块，该业务是公司在现已形成的品种、品牌、渠道与营销优势基础上，运用公司“千亿级”供应链服务平台所积累的大数据，有针对性开发自营工业产品与 OEM 业务，再通过公司全渠道的销售网络分销至终端或 C 端消费者。2023 年前三季度，公司积极开发西药工业、中药工业自产及 OEM 业务，自有品类不断丰富，实现销售收入达 17.66 亿元，毛利率为 23.38%，毛利额为 4.13 亿元。

图表26：九州通医药工业板块业务收入（亿元）



数据来源：iFinD、中邮证券研究所

### 2.3 新零售战略：“万店加盟+电商平台”全面赋能线上下零售

**“万店加盟”强力推进，2025 年门店数量有望突破 3 万家。**新零售业务是公司新三年战略业务的重要组成部分。公司充分利用现已建立的供应链优势，通过“万店加盟”、“批零一体化”及线上线下相结合的模式，赋能公司零售业务，触达 C 端用户，拓展公司数字化零售与万店加盟。同时，公司致力于“新零售”场景核心系统的研发，打造九州万店数字化平台，通过零售 ERP、医保接口、门店通、智药通、CRM 及直播等数字化工具，为加盟药店提供各种数字化赋能服务，包括标准化开店、管理培训、城市合伙人等人员管理，采购分析、销售诊断、库

存优化等商品管理分析，以及医保履约、商保引流、O2O 电商、社区团购、健康管理等经营场景延伸，补齐单体药店/中小连锁的经营短板，全面赋能单体药店、中小连锁数字化。

2023 年前三季度，公司强力推进“万店加盟”计划，通过“自营+加盟”的模式保持快速扩张，已实现自营及加盟药店达到 17,272 家，门店遍布全国，预计 2025 年门店数量将超过 30,000 家。

图表27：九州通“万店加盟”好药师门店



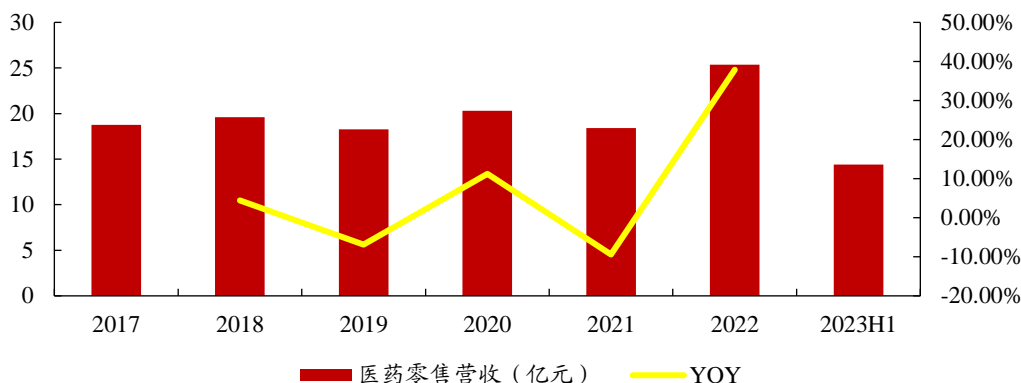
数据来源：公司财报、中邮证券研究所

**“万店加盟”全面赋能线下加盟药店数字化管理。**作为国内最大的 OTC 药品配送商和拥有遍布全国现代物流网络的企业，公司充分发挥加盟单体药店投资成本低、效率高、经营灵活的优势，利用自主研发的“门店通”系统与加盟药店的 ERP 系统对接，全面赋能加盟药店的数字化管理，为药店提供厂家业务协同（流向管理和价格维护等）、会员管理、患教咨询、医保履约、个人健康管理、慢病管理、远程医疗、电子病历、电商运营（O2O）等系统服务，同时也为药店提供社区团购、城市合伙人、各项业务培训服务，补齐加盟药店的各项短板。

公司致力于“新零售”场景核心系统的研发，打造九州万店数字化平台，助力门店数字化转型；“门店通”完成系统功能升级，覆盖 5,000 家以上的门店；双端 CRM 系统完成上线，覆盖 B 端会员 17,000 家及 C 端会员 1,500 万；自研零售 ERP 使用门店超过 13,000 家。此外，公司积极拓展专业药房，前三季度承接处方外流规模达 2.6 亿元。未来，公司力争将好药师加盟药店打造成服务最优、效率最高、门店覆盖最广、最具竞争力的零售药店品牌。

**线上电商发展全面提速，全网化服务大型医药零售电商平台。**2023 年前三季度，九州通面向单体药店、诊所等客户的数字化分销业务规模不断扩大，药九九 B2B 电商平台自营交易规模已达 84.93 亿元；目前平台拥有注册用户超 40 万、活跃用户超 35 万，覆盖全国 99% 的行政区域，成为国内领先的院外数智化交易服务平台。同时，公司继续开展对京东、阿里、美团等大型医药零售电商平台的健康产品供应链业务。2023H1 销售收入规模已达 45.32 亿元，同比大幅增长 52.77%。

图表28：九州通零售板块业务收入（亿元）



数据来源：iFinD、中邮证券研究所

## 2.4 互联网医疗：全面赋能 C 端用户，打造专业处方外流平台

九州通正在开展“互联网医疗+处方外流+医保”新模式，通过与专业机构合作等方式，分别为天津、湖北、上海等多家三甲实体医院及互联网诊疗平台提供互联网医院系统建设与运营及供应链服务，积累了丰富的专业经验。未来，公司将继续深耕互联网医疗行业，力争打造行业专业的处方外流平台，并成为实体医院的互联网医院系统建设专家和行业领先的代运营服务商。

同时，九州通从医药分销与零售入手，搭建了药九九 B2B 平台（www.yyjzt.com）、“智药通”APP 等互联网交易平台，以及为客户提供赋能服务的互联网工具包；2023 年上半年平台销售规模达到 60.54 亿元，是国内领先的院外数字化医药流通平台。此外，公司推出的“幂药云”、“门店通”、“医卫助手”等互联网服务工具，赋能线下众多等级医院、药店、基层医疗机构等客户，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。

**全场景赋能 C 端用户，专病运营业务发展较快。**2023 年前三季度，公司“幂健康”服务平台不断完善，服务能力全面提升，构建了行业领先的集“社交+交易”相结合的业务中台和数据中台。其中，“幂健康”医生端为医生提供患者管理、复诊开方、随访用药、团队管理等综合服务，累计已实现可提供在线问诊及基础诊疗服务的医生超 63 万名；“幂健康”患者端以专病服务和慢病管理为核心，实现了 C 端用户的预约挂号、在线问诊、预约体检、快速购药、健康咨询、慢病管理等功能；“幂健康”药店端为药店提供处方审核、健康咨询、用药指导等服务，累计注册药店超 3 万家，并与多家主流电商平台达成合作，实现线上平台处方业务收入同比增长 849%；2023 年前三季度，平台通过互联网医院累计开方量超 4,998 万单，日处方单量峰值超 23 万单。

此外，“幂健康”保司端基于公司“6 个中心仓+好药师万店加盟”的药械供应网络，联合多家保险公司量身定制“门诊险”等创新产品，并从药品赔付延伸至问诊服务，为保司提供 O2O 和 B2C 相结合的药品履约服务及在线问诊服务，报告期内问诊超 14 万次，累计服务患者超 156 万名。2023 年前三季度，公司“幂健康”服务平台专病运营业务发展较快，聚焦眼专科业务运营，平台累计入驻眼科医生 5,039 名、付费患者超过 2.6 万人，截至 9 月底累计销售 1,226 万元，较上年同期增长 145%；公司已完成与朝聚眼科、普瑞眼科、泰康同济、鹰瞳科技

的全面合作，通过接入专业机构提供各类线上基础医疗服务，并围绕单病种构建医、药、险相结合的全面管理服务。

**互联网医疗战略助力打造专业处方外流平台。**互联网医疗业务提供面向公立医院的互联网医院与处方流转平台建设和运营服务；2023 年前三季度公司参股投资了杭州恒生芸泰网络科技有限公司，积极与国内领先的互联网医院解决方案提供商合作，并与其成立了合资公司，共同推进面向公立医院的互联网医院与处方流转平台建设和运营服务，帮助医院建立抖音专病中心，在满足线上咨询、诊疗、处方等线上线下一体化服务基础上，通过处方流转等核心业务、专病管理等特色业务，整合药企、物流、药店等线上线下医疗资源，实现患者从诊疗、支付、配送、药学等整个业务流程的闭环，实现“院前+院中+院后”的全程管理，截至目前已先后与 1,000 家公立医院和医疗机构建立合作。

**图表29：九州通向医疗服务、健康管理、医学技术等大健康领域延伸，打造大健康服务平台**

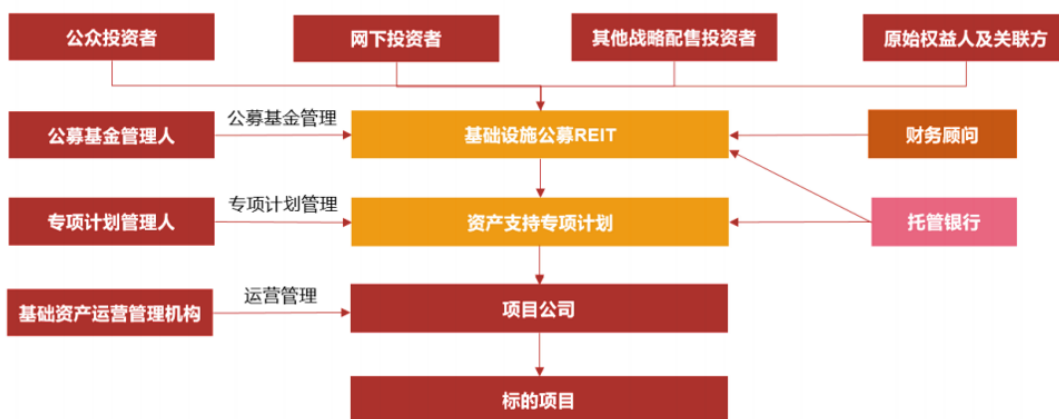


资料来源：公司公告、中邮证券研究所

### 3 基础设施公募 REITs 战略推进，底层资产价值凸显

#### 3.1 拟发行公募 REITs 基金，提升公司资产运营能力，实现多元化收益

**盘活底层固定资产，提升公司资产运营能力，实现多元化收益。**2023 年 3 月 13 日，为积极响应国家政策号召，有效盘活存量资产，九州通拟以公司（含下属分子公司）拥有的医药物流仓储资产及配套设​​施为底层资产（约 330 多万平方米），分批发行基础设施领域不动产投资信托基金 (REITs)，以盘活公司庞大的仓储物流资产及配套设​​施，重构公司轻资产运营商业模式，加快资产流动性，拓宽多元化权益融资渠道，建立资产开发良性循环模式，以提升公司资产运营能力，实现多元化收益。根据公募 REITs 政策指引及相关法律法规，本次拟采用“公募基金+专项计划+项目公司”的模式设计产品交易结构。

**图表30：公司基础设施公募REITs产品交易结构**


数据来源：公司公告、中邮证券研究所

公司拟在武汉市选取部分医药仓储物流资产及配套设施作为首批入池资产，本次入池资产为九州通医药集团物流有限公司（简称“九州通物流”）所持有的武汉东西湖医药物流中心的部分资产，该资产被国家发改委、商务部和中物联评为全国十大“国家智能化仓储物流示范基地”，具体包括医药仓储综合楼、医药仓库分拣中心、医药仓储保障中心1号楼、医药仓储保障中心2号楼、医药仓储保障中心3号楼、医药仓储保障中心辅助用房，合计总建筑面积预计约17.5万平方米。

申报工作步入正轨，有望成为国内医药行业首单公募REITs。截至2023年末，公司已完成项目申报初稿，根据湖北省发改委的指示，已于2023年10月向国家发改委正式提交申报材料；同时，公司已全资设立湖北九州产业园区运营管理有限公司，拟作为未来基础资产的运营管理机构，为基础资产提供运营管理服务；此外，九州通物流已全资设立武汉九州首瑞供应链服务有限公司，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。

**图表31：公司基础设施公募REITs进展情况（截至2023年Q3）**


数据来源：公司公告、中邮证券研究所

**REITs 支持政策密集出台，公司 REITs 发行迎来重大机遇。**近年来，国务院及相关部委和各级地方政府密集发布公募 REITs 相关支持政策，支持市场快速扩容；现如今公募 REITs 发行已进入常态化新阶段，这为九州通正式启动医药仓储物流基础设施公募 REITs 的发行工作带来重大机遇。2020 年 4 月 30 日，中国证监会、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基金（REITs）试点相关工作的通知》；2020 年 8 月 6 日，中国证监会正式公布《公开募集基础设施证券投资基金指引（试行）》，标志着境内公募 REITs 试点正式起步；2021 年 7 月 2 日，国家发改委发布了《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》；2022 年 5 月 25 日，国务院办公厅发布《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》；2022 年 7 月 7 日，国家发改委发布了《关于做好基础设施领域不动产投资信托基金（REITs）新购入项目申报推荐有关工作的通知》；2023 年 3 月 7 日，中国证监会发布《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》。

**图表32：我国 REITs 支持重要政策梳理**

**第一座里程碑：**2020.4.30 证监会、发改委《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

- ◆ 结束了REITs长达十多年的论证探索，开启了我国公募REITs的元年，进入试点阶段。
- ◆ 提出REITs试点项目的条件: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
- ◆ 之后发布的重要政策:2020年8月3日国家发改委586号文，2020年8月7日中国证监会54号文。

**第二座里程碑：**2021.3 发改委发布的“十四五”规划纲要纳入REITs发展内容

- ◆ “十四五”规划纲要中提出:推动REITs健康发展，有效盘活存量资产，形成存量资产和新增投资的良性循环。
- ◆ 之后发布的重要政策:2021年6月29日国家发改委958号文。

**第三座里程碑：**2022.5.25 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》国办19号文

- ◆ 首次在国务院层面对REITs发展作出明确具体的安排和要求，2022年5月25日，国务院重磅推出《关于进一步盘活存量资产扩大有效投资的意见》(国办发(2022)19号，简称“国办19号文”)，基础设施领域不动产投资信托基金(REITs)等金融产品，在我国经济发展的特殊时期被赋予盘活存量资产、扩大有效投资的特殊使命成为推动金融业供给侧结构性改革、服务实体经济和构建基础设施投融资新机制的法宝利器。

**民营企业参与公募REITs：**2022.10.28 发改委《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》

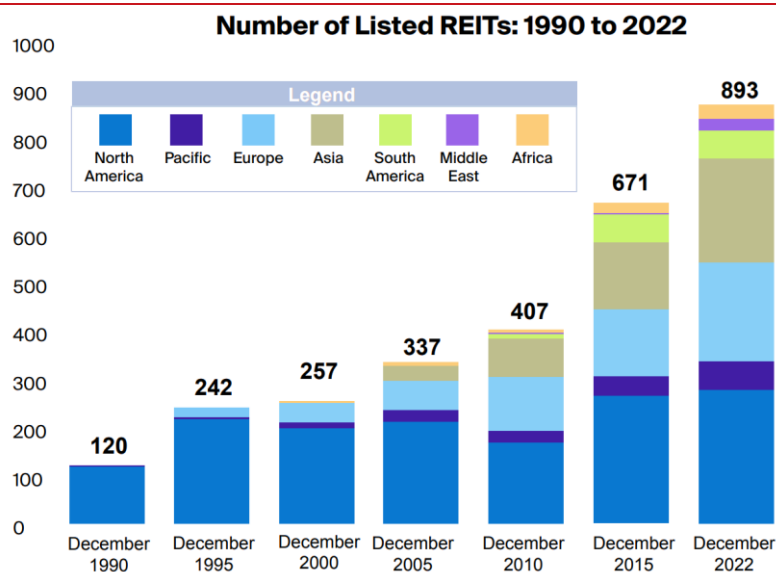
- ◆ 2022年10月14日，东久新经济REIT作为市场上首单由民营企业发起的公募REITs产品在上交所上市交易，推动民营企业公募REITs试点项目的加速落地。
- ◆ 支持民间投资项目参与基础设施领域不动产投资信托基金(REIT)试点。在发行基础设施REIT时，对各类所有制企业一视同仁，加快推出民间投资具体项目，形成示范效应，增强民营企业参与信心。

数据来源：公司公告、公司投资者推介材料、中邮证券研究所

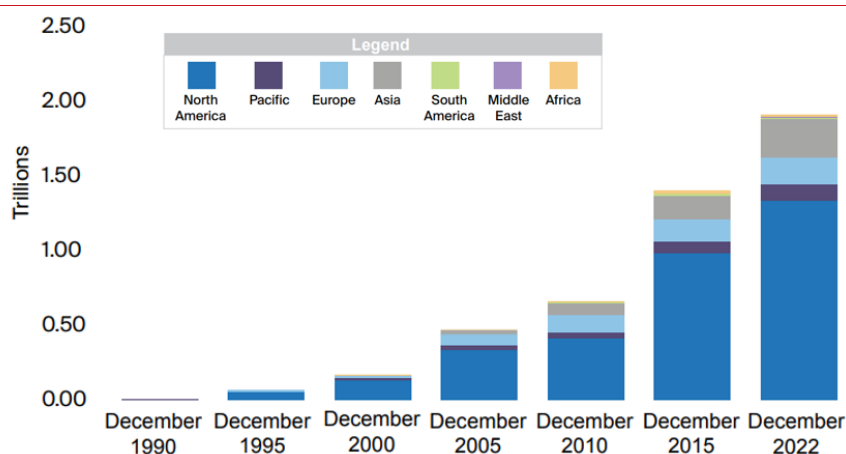
### 3.2 美国公募 REITs 相对成熟，中国公募 REITs 方兴未艾

**公募 REITs 最早起源于美国。**不动产投资信托基金（Real Estate Investment Trusts, REITs）是一种资产证券化产品，以发行受益凭证的方式，公开汇集公众投资者的资金，投资于不动产物业。公募 REITs 自 20 世纪 60 年代诞生于美国，1960 年《国内税收法》（Internal Revenue Code）和《房地产投资信托基金法案》（Real Estate Investment Trust Act）的颁布标志着美国 REITs 制度的正式建立。作为资产证券化的重要手段，公募 REITs 的底层基础资产标的逐步覆盖物业、零售、交通、医疗等领域，辐射全球多个国家和地区。

**全球 REITs 资产管理规模约 2 万亿美元。**近三十年来，公募 REITs 的数量和股票市值均大幅增长，截至 2022 年 12 月，全球共有 893 个上市 REITs，总股本市值约为 1.9 万亿美元。

**图表33：全球在上市 REITs 数量统计（支）**


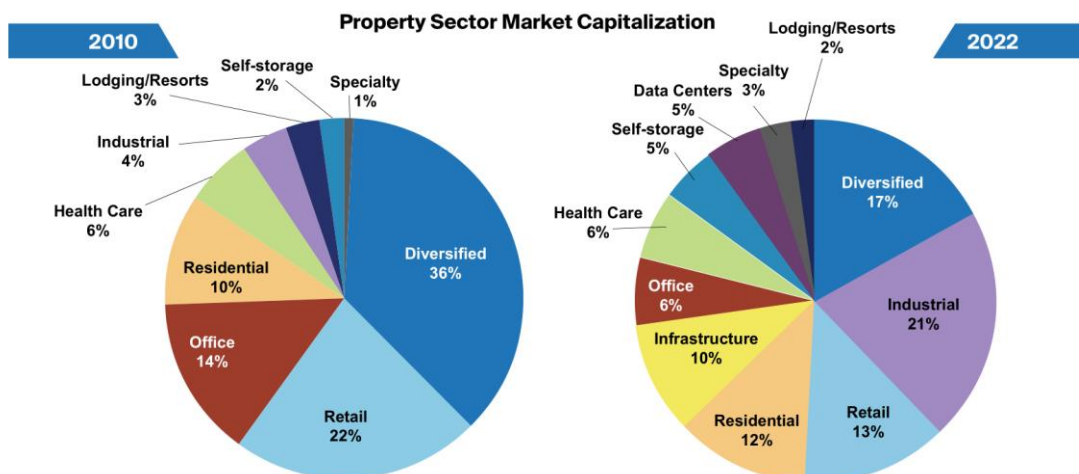
数据来源：Nareit、中邮证券研究所

**图表34：全球在上市 REITs 标的市值统计（万亿美元）**


数据来源：Nareit、中邮证券研究所

**基础设施行业 REITs 发行占比显著提升。**过去十年经济结构快速转型，REITs 产品的行业构成发生巨变；2010 年全球 REITs 产品发行主要集中在零售业（22%）、办公物业（14%）以及住宅物业（10%）；而 2022 年全球 REITs 产品发行主要集中在制造业（21%）、零售业（13%）、住宅物业（12%）、基础设施（10%）及办公物业（6%）。

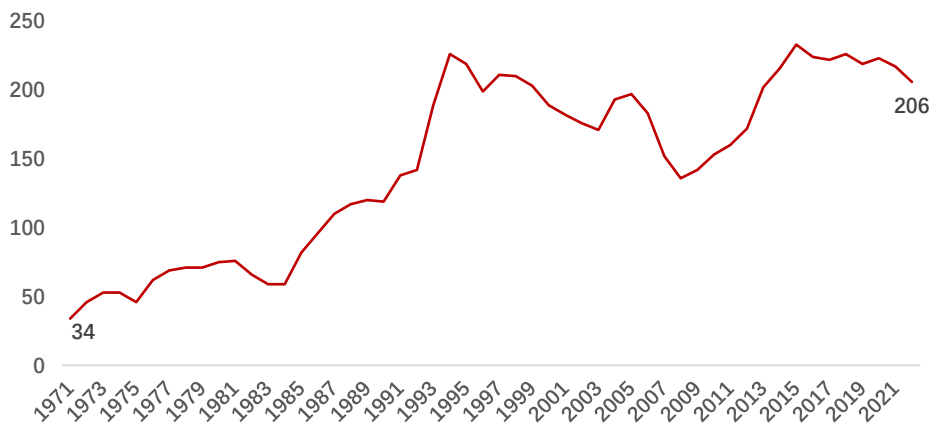
图表35：全球 REITs 标的行业分布情况变化



数据来源：Nareit、中邮证券研究所

美国 REITs 发展相对成熟，中国 REITs 方兴未艾。美国公募 REITs 发展经历了三个阶段：(1)20 世纪 80 年代前的萌芽起始阶段，该阶段地产行业 REITs 开始出现并确立法律地位；(2)20 世纪 80 年代至 20 世纪 90 年代初的拓展机遇期，该阶段美国地产行业迎来了多轮税收优惠的利好，底层资产多元化带动权益型 REITs 发展；(3)20 世纪 90 年代至今的快速发展阶段，该阶段 REITs 涉及领域从地产向基建、仓储等多元行业延伸，养老金等多元化投资者的介入、伞形结构的发展，都为 REITs 提供了新的发展机遇。根据 Nareit 统计，美国富时 Nareit REITs 标的数量及市值快速增长，截至 2022 年美国 REITs 标的数量达 206 支，总投资市值达 1.27 万亿美元。

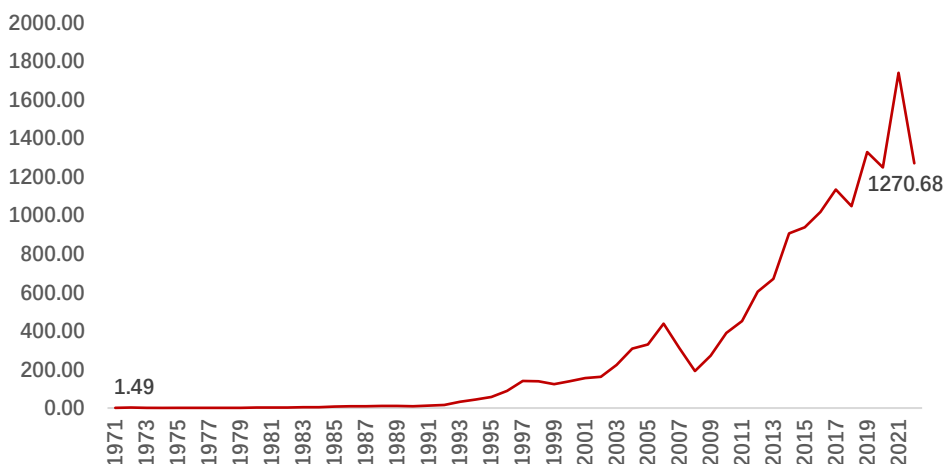
图表36：富时 Nareit REITs 标的数量统计（支）



数据来源：Nareit、中邮证券研究所



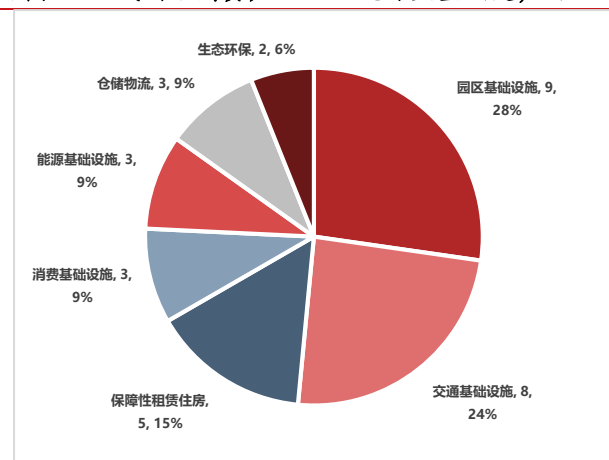
图表37：富时 Nareit REITs 投资市值统计（十亿美元）



数据来源：Nareit、中邮证券研究所

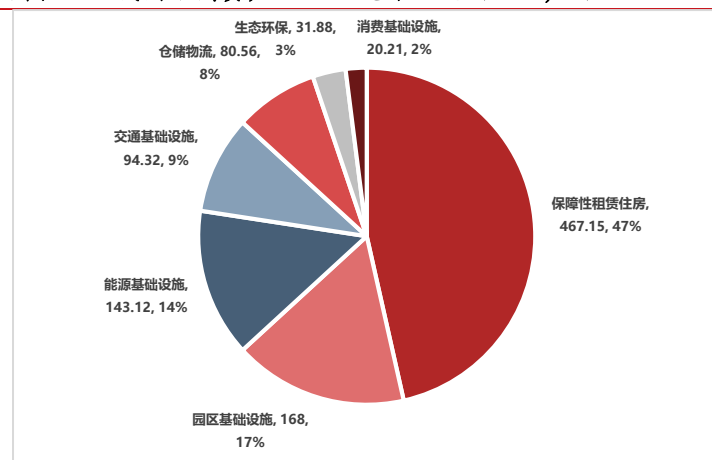
2021年6月21日，我国首批9单基础设施REITs产品公开发行，拉开了我国公募REITs市场发展的序幕。首批REITs产品成功上市，将引导各类资金涌入基础设施领域，对盘活存量资产和实体稳杠杆的战略布局具有重大意义。截至2023年末，我国共发行33支REITs产品，发行规模约1005.24亿元；其中园区基础设施REITs产品发行数量最多，为9支；保障性租赁住房REITs产品发行规模最大，约467.15亿元。

图表38：我国不同资产REITs发行数量（支，%）



资料来源：iFinD、中邮证券研究所

图表39：我国不同资产REITs发行规模（亿元，%）



资料来源：iFinD、中邮证券研究所

### 3.3 推进基础设施REITs发行，赋能九州通价值重构

总体而言，九州通本次公募REITs后续申请上市成功，或将对公司未来各项财务指标的优化产生积极影响，并给公募投资者带来所有者权益的大幅提升，且有望成为国内医药行业首单公募REITs、医药仓储物流首单REITs以及湖北省首单民营企业公募REITs。具体而言：

**响应国家政策号召，深化投融资体制改革。**发行基础设施公募REITs是公司积极响应国家经济政策号召，落实《关于进一步盘活存量资产扩大有效投资的意见》（国办发〔2022〕19号）文件指导意见，推动盘活存量资产，深化投融资体制改革，促进基础设施投融资市场及规范化健康发展的重要举措。在宏观去杠杆和金融供给侧改革的特定背景下，公司将所拥有且符

合条件的医药物流资产及配套设施证券化，对于盘活公司存量资产，筹集资金扩大有效投资具有重要的意义。

**REITs 赋能公司，实现双上市平台协同共赢。**基础设施公募 REITs 作为公司重大转型战略之一，将帮助公司提升企业形象及品牌价值，有效提振资本市场影响力。发行基础设施公募 REITs 能够显现公司持有优质医药物流仓储资产的公允价值，进而提升公司的市场价值。REITs 从多方面赋能公司，实现双上市平台的协同共赢。

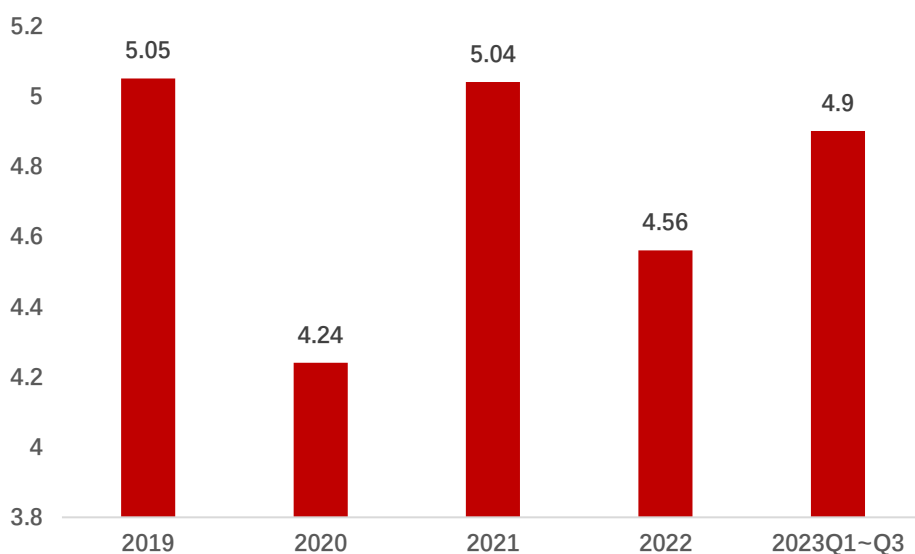
**搭建轻资产运营平台，加快重构公司轻资产运营商业模式。**基础设施公募 REITs 可成为公司盘活资产的平台，在首批入池医药物流仓储资产及配套设施发行成功后，可通过扩募的方式逐步盘活公司剩余的医药物流仓储资产及配套设施，加快资产流动性，为公司筹集更多的资金。在轻资产运营模式下，公司可以集中资金用于主营业务的快速发展。

**拓宽多元化权益融资渠道，建立资产开发良性循环。**基础设施公募 REITs 为公司拥有的医药物流仓储资产及配套设施盘活提供了全新的权益型融资方式，可减少公司对传统债务融资方式的依赖。基础设施公募 REITs 平台作为权益性融资通道，在盘活公司医药物流仓储资产及配套设施的同时，可以有效地降低公司负债率，并且为新投基础设施项目提供资金来源，最终实现存量资产和新增投资的良性循环。

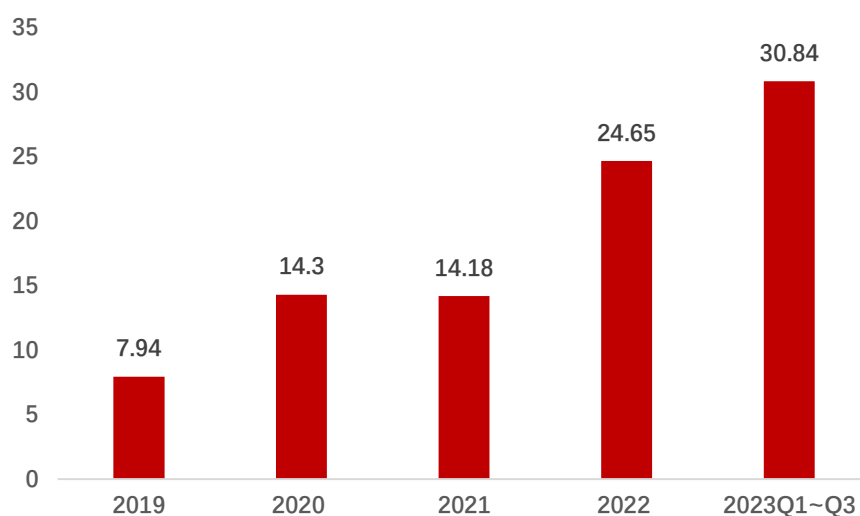
**提升公司资产运营能力，实现多元化收益。**通过发行基础设施公募 REITs 产品引入社会资本参与新增医药物流项目投资，可有效提高公司对基础设施资产的投资能力和持续运营能力，有助于提升公司对医药物流仓储资产及配套设施的市场化管理水平，进一步促进公司在资产运营方面形成一种新的商业模式，并获得良好的经营效益。公司通过基础设施公募 REITs 获得资产增值及分红回报、运营管理收入等，有助于公司业绩的提升。

我们以前发行公募 REITs 的盐田港（000088）为例，盐田港主营码头的开发和经营，货物装卸与运输，港口配套交通设施建设与经营；2021 年 5 月 24 日，该公司基础设施公募 REITs——红土创新盐田港 REITs 完成询价，于 5 月 31 日起正式公开发售。REITs 发行后，盐田港 2021 年扣非/摊薄 ROE 为 5.04%，同比增长 18.87pct；此外，公司 2021 年后现金及现金等价物期末余额及经营性现金流量净额大幅提升，REITs 显著改善企业现金流水平，提升资金使用效率。

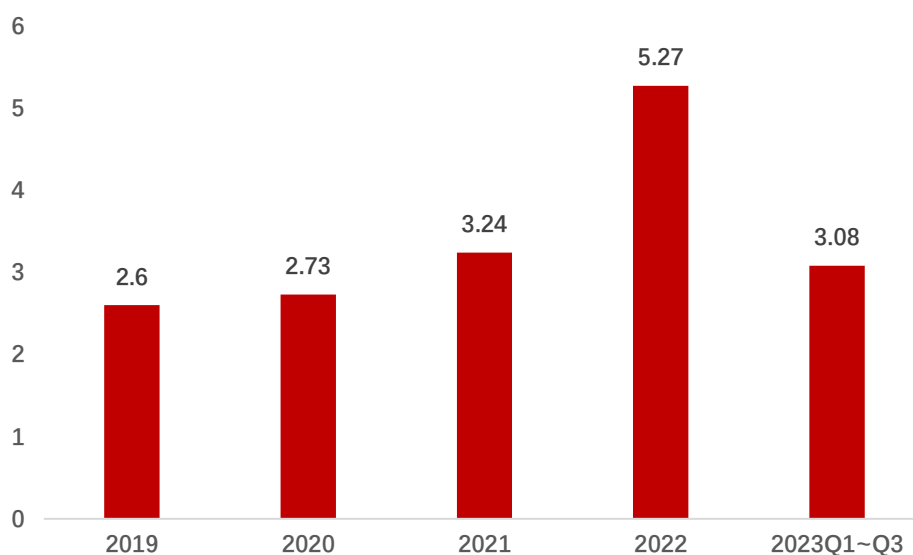
**图表40：盐田港扣非/摊薄-净资产收益率（ROE）变化情况（%）**



数据来源：iFinD、中邮证券研究所

**图表41：盐田港期末现金及现金等价物余额变化情况（亿元）**


数据来源：iFinD、中邮证券研究所

**图表42：盐田港经营活动现金流量净额变化情况（亿元）**


数据来源：iFinD、中邮证券研究所

## 4 盈利预测与投资建议

我们认为公司业绩驱动因素包含以下几个方面：

第一，在集采常态化、两票制深入发展的新形势下，行业竞争加剧，集中度有望进一步提升，头部流通企业迎来发展机遇，公司作为民营医药流通企业龙头，传统批发业务有望通过打开此前相对空白的院内市场领跑行业增速。

第二，公司推行“新产品、新零售、互联网医疗”新战略落地，总代总销、“万店加盟”、电商平台等业务有望构筑新的利润增长曲线。

第三，公司依托约 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，预计将分批发行 (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，加快资产流动性，以提升公司资产运营能力，实现多元化收益。

公司基本面有望从 2024 年起发生积极变化，批发稳增长的同时，REITs 拟发行将加快资金周转，高毛利业务获资金助力有望提速，公司有望迎来估值重塑。预计公司 2023-2025 年营业收入分别为 1591.88/1757.65/1994.18 亿元，归母净利润分别为 24.52/29.43/33.92 亿元，对应 EPS 分别为 0.63、0.75、0.87 元/股，当前股价对应 PE 分别为 12.82/10.68/9.26 倍。

我们选取了同为医药商业赛道的国药控股、上海医药、华润医药、百洋医药、老百姓作为对比公司，公司估值具备性价比。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，首次覆盖，给予“买入”评级。

图表43：公司估值与同类公司相比具备性价比

证券代码	证券简称	收盘价	归母净利润增速 (%)				PE			
			2022A	2023E	2024E	2025E	2022A	2023E	2024E	2025E
1099.HK	国药控股	19.54	9.89%	3.09%	10.06%	10.32%	6.44	6.95	6.31	5.72
601607.SH	上海医药	18.35	10.28%	-5.92%	20.65%	11.10%	11.74	12.86	10.66	9.59
3320.HK	华润医药	4.67	19.45%	20.94%	15.25%	16.02%	9.57	6.61	5.74	4.94
301015.SZ	百洋医药	33.98	19.08%	30.60%	32.03%	29.05%	24.93	27.24	20.63	15.99
603883.SH	老百姓	29.26	17.29%	18.34%	21.93%	21.83%	30.16	18.42	15.11	12.40
	平均		15.20%	13.41%	19.98%	17.66%	16.57	14.42	11.69	9.73
600998.SH	九州通	8.04	-14.84%	17.59%	20.04%	15.27%	15.07	12.82	10.68	9.26

资料来源：iFinD、中邮证券研究所（注：除九州通外，参比公司的盈利预测来自 iFinD 一致预期；股价为 3 月 8 日收盘价）

## 5 风险提示

数字化转型落地不及预期风险；REITs 基金运营不及预期风险。

**财务报表和主要财务比率**

财务报表(百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E	主要财务比率	2022A	2023E	2024E	2025E
<b>利润表</b>					<b>成长能力</b>				
营业收入	140424	159188	175765	199418	营业收入	14.7%	13.4%	10.4%	13.5%
营业成本	129476	146274	161263	182634	营业利润	-20.6%	18.7%	19.2%	15.2%
税金及附加	351	383	430	489	归属于母公司净利润	-14.8%	17.6%	20.0%	15.3%
销售费用	4126	4855	5250	6034	<b>获利能力</b>				
管理费用	2549	3058	3427	4068	毛利率	7.8%	8.1%	8.3%	8.4%
研发费用	178	213	246	359	净利率	1.5%	1.5%	1.7%	1.7%
财务费用	1134	1325	1468	1653	ROE	8.5%	8.9%	9.6%	9.8%
资产减值损失	-61	-56	-50	-53	ROIC	6.6%	7.1%	7.9%	7.7%
<b>营业利润</b>	<b>2853</b>	<b>3386</b>	<b>4037</b>	<b>4651</b>	<b>偿债能力</b>				
营业外收入	54	0	0	0	资产负债率	68.9%	70.1%	69.3%	70.2%
营业外支出	69	0	0	0	流动比率	1.27	1.27	1.30	1.30
<b>利润总额</b>	<b>2838</b>	<b>3386</b>	<b>4037</b>	<b>4651</b>	<b>营运能力</b>				
所得税	553	720	850	958	应收账款周转率	5.20	5.18	4.99	5.14
<b>净利润</b>	<b>2286</b>	<b>2665</b>	<b>3187</b>	<b>3693</b>	存货周转率	8.58	8.48	8.30	8.50
归母净利润	2085	2452	2943	3392	总资产周转率	1.58	1.61	1.59	1.62
每股收益(元)	0.53	0.63	0.75	0.87	<b>每股指标(元)</b>				
<b>资产负债表</b>					每股收益	0.53	0.63	0.75	0.87
货币资金	17176	18613	20842	27561	每股净资产	6.30	7.01	7.86	8.84
交易性金融资产	320	320	320	320	<b>估值比率</b>				
应收票据及应收账款	27864	34172	36975	41443	PE	15.07	12.82	10.68	9.26
预付款项	5937	5841	6591	7710	PB	1.28	1.15	1.02	0.91
存货	17213	20341	22031	24876	<b>现金流量表</b>				
<b>流动资产合计</b>	<b>75658</b>	<b>88229</b>	<b>95967</b>	<b>112439</b>	净利润	2286	2665	3187	3693
固定资产	7504	8026	8628	9138	折旧和摊销	783	723	785	813
在建工程	865	772	469	118	营运资本变动	-52	-5640	-99	-1785
无形资产	1863	1751	1583	1379	其他	970	1435	1643	1771
<b>非流动资产合计</b>	<b>16614</b>	<b>17754</b>	<b>18722</b>	<b>19573</b>	<b>经营活动现金流净额</b>	<b>3986</b>	<b>-817</b>	<b>5516</b>	<b>4492</b>
<b>资产总计</b>	<b>92272</b>	<b>105983</b>	<b>114689</b>	<b>132012</b>	资本开支	-1083	-1225	-1055	-897
短期借款	11493	14896	13835	18259	其他	2570	-175	-320	-326
应付票据及应付账款	39295	44618	49022	55552	<b>投资活动现金流净额</b>	<b>1488</b>	<b>-1400</b>	<b>-1375</b>	<b>-1223</b>
其他流动负债	8896	9979	10987	12423	股权融资	471	2	0	0
<b>流动负债合计</b>	<b>59684</b>	<b>69493</b>	<b>73843</b>	<b>86234</b>	债务融资	-3439	5107	-263	5231
其他	3902	4813	5612	6419	其他	-1932	-1454	-1650	-1781
<b>非流动负债合计</b>	<b>3902</b>	<b>4813</b>	<b>5612</b>	<b>6419</b>	<b>筹资活动现金流净额</b>	<b>-4901</b>	<b>3654</b>	<b>-1913</b>	<b>3451</b>
<b>负债合计</b>	<b>63587</b>	<b>74306</b>	<b>79455</b>	<b>92653</b>	<b>现金及现金等价物净增加额</b>	<b>583</b>	<b>1437</b>	<b>2228</b>	<b>6719</b>
股本	1874	3909	3909	3909					
资本公积金	8205	6172	6172	6172					
未分配利润	11858	14277	17145	20379					
少数股东权益	4046	4259	4503	4804					
其他	2704	3060	3506	4095					
<b>所有者权益合计</b>	<b>28685</b>	<b>31677</b>	<b>35235</b>	<b>39359</b>					
<b>负债和所有者权益总计</b>	<b>92272</b>	<b>105983</b>	<b>114689</b>	<b>132012</b>					

资料来源：公司公告，中邮证券研究所

## 中邮证券投资评级说明

投资评级标准	类型	评级	说明
报告中投资建议的评级标准： 报告发布日后的 6 个月内的 相对市场表现，即报告发布日后 的 6 个月内的公司股价（或行 业指数、可转债价格）的涨跌 幅相对同期相关证券市场基准 指数的涨跌幅。 市场基准指数的选取：A 股市 场以沪深 300 指数为基准；新 三板市场以三板成指为基准； 可转债市场以中信标普可转债 指数为基准；香港市场以恒生 指数为基准；美国市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基 准。	股票评级	买入	预期个股相对同期基准指数涨幅在 20%以上
		增持	预期个股相对同期基准指数涨幅在 10%与 20%之间
		中性	预期个股相对同期基准指数涨幅在-10%与 10%之间
		回避	预期个股相对同期基准指数涨幅在-10%以下
	行业评级	强于大市	预期行业相对同期基准指数涨幅在 10%以上
		中性	预期行业相对同期基准指数涨幅在-10%与 10%之间
		弱于大市	预期行业相对同期基准指数涨幅在-10%以下
	可转债 评级	推荐	预期可转债相对同期基准指数涨幅在 10%以上
		谨慎推荐	预期可转债相对同期基准指数涨幅在 5%与 10%之间
		中性	预期可转债相对同期基准指数涨幅在-5%与 5%之间
		回避	预期可转债相对同期基准指数涨幅在-5%以下

## 分析师声明

撰写此报告的分析师（一人或多人）承诺本机构、本人以及财产利害关系人与所评价或推荐的证券无利害关系。

本报告所采用的数据均来自我们认为可靠的目前已公开的信息，并通过独立判断并得出结论，力求独立、客观、公平，报告结论不受本公司其他部门和人员以及证券发行人、上市公司、基金公司、证券资产管理公司、特定客户等利益相关方的干涉和影响，特此声明。

## 免责声明

中邮证券有限责任公司（以下简称“中邮证券”）具备经中国证监会批准的开展证券投资咨询业务的资格。

本报告信息均来源于公开资料或者我们认为可靠的资料，我们力求但不保证这些信息的准确性和完整性。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价，中邮证券不对因使用本报告的内容而导致的损失承担任何责任。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。

中邮证券可发出其它与本报告所载信息不一致或有不同结论的报告。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且不予通告。

中邮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头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者计划提供投资银行、财务顾问或者其他金融产品等相关服务。

《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，本报告仅供中邮证券客户中的专业投资者使用，若您非中邮证券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。本公司不会因接收人收到、阅读或关注本报告中的内容而视其为专业投资者。

本报告版权归中邮证券所有，未经书面许可，任何机构或个人不得存在对本报告以任何形式进行翻版、修改、节选、复制、发布，或对本报告进行改编、汇编等侵犯知识产权的行为，亦不得存在其他有损中邮证券商业性权益的任何情形。如经中邮证券授权后引用发布，需注明出处为中邮证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节或修改。

中邮证券对于本申明具有最终解释权。

## 公司简介

中邮证券有限责任公司，2002年9月经中国证券监督管理委员会批准设立，注册资本50.6亿元人民币。中邮证券是中国邮政集团有限公司绝对控股的证券类金融子公司。

公司经营范围包括：证券经纪；证券自营；证券投资咨询；证券资产管理；融资融券；证券投资基金销售；证券承销与保荐；代理销售金融产品；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问。此外，公司还具有：证券经纪人业务资格；企业债券主承销资格；沪港通；深港通；利率互换；投资管理人受托管理保险资金；全国银行间同业拆借；作为主办券商在全国中小企业股份转让系统从事经纪、做市、推荐业务资格等业务资格。

公司目前已经在北京、陕西、深圳、山东、江苏、四川、江西、湖北、湖南、福建、辽宁、吉林、黑龙江、广东、浙江、贵州、新疆、河南、山西、上海、云南、内蒙古、重庆、天津、河北等地设有分支机构，全国多家分支机构正在建设中。

中邮证券紧紧依托中国邮政集团有限公司雄厚的实力，坚持诚信经营，践行普惠服务，为社会大众提供全方位专业化的证券投、融资服务，帮助客户实现价值增长，努力成为客户认同、社会尊重、股东满意、员工自豪的优秀企业。

## 中邮证券研究所

### 北京

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com  
地址：北京市东城区前门街道珠市口东大街17号  
邮编：100050

### 上海

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com  
地址：上海市虹口区东大名路1080号邮储银行大厦3楼  
邮编：200000

### 深圳

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com  
地址：深圳市福田区滨河大道9023号国通大厦二楼  
邮编：518048