

院外流通景气度提升，四大战略成果初显

核心观点

- 品牌总代业务有望打造利润端第二曲线。**近两年，院外品牌总代业务景气度逐步提升，公司借助原有药品批发渠道，进一步加大对原有品牌总代业务的投入，并定位为利润端的“第二曲线”。根据 23 年 3 季报，品牌总代业务营业收入较上年同期增长 25.90%，毛利较上年同期增长 41.49%。此前市场较为关注的毛利率指标也处于逐步改善过程中，截止 23H1 公司品牌总代业务中药品部分毛利率已提升至 25.95%，并大力引进优良品种 66 个，其中过亿品种 3 个，药品总代数达 915 个，其中可威、倍平、康王等系列重点品种销量快速增长。
- 新零售与互联网业务成果显著。**公司长期坚持新零售与互联网战略，并在行业的变革中持续对战略进行改进，分开来看，公司新零售方向万店加盟计划推进顺利，截止 23H1 自营+加盟数量已达 15856 家，预计 2025 年门店数量将超过 30,000 家，并拓展专业药房，上半年承接处方外流营收规模达 2.1 亿元；公司互联网销售也保持较快增长，药九九 B2B 电商平台收入规模已达 60.54 亿元，同比增长 15.8%，零售电商服务平台业务收入规模 32.54 亿元，同比大幅增长 62.56%。
- REITs 申报工作进展顺利，有望持续盘活资产。**23 年 3 月 13 日，公司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，并于 23 年 10 月向国家发改委正式提交申报材，并全资设立湖北九州产业园区运营管理有限公司，拟成为未来基础资产的管理机构。我们认为若该 REITs 发布成功，则有望成为国内医药行业首单公募 REITs，将效提高公司对基础设施资产的运营能力，提升公司对医药物流资产及配套设施的高效化、市场化管理水平，最终实现向轻资产运营商业模式的转型。

盈利预测与投资建议

- 由于医疗反腐等相关行业政策影响，公司院内业务营收不及我们预期，因此我们下调了对公司的盈利预测，我们预测公司 23-25 年归母净利润 24.27/27.94/32.25 亿元（原预测 23-24 年归母净利润为 27.17/32.21 亿元），根据可比公司，给予公司 24 年 PE 估值 13X，对应目标价 9.23 元，维持给予买入评级。

风险提示

- 带量采购超预期的风险，应收账款回款不及时的风险，竞争加剧的风险

公司主要财务信息

	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	122,407	140,424	157,328	174,774	194,277
同比增长(%)	10.4%	14.7%	12.0%	11.1%	11.2%
营业利润(百万元)	3,593	2,853	3,401	3,905	4,498
同比增长(%)	-17.5%	-20.6%	19.2%	14.8%	15.2%
归属母公司净利润(百万元)	2,448	2,085	2,427	2,794	3,225
同比增长(%)	-20.4%	-14.8%	16.4%	15.1%	15.4%
每股收益(元)	0.63	0.53	0.62	0.71	0.82
毛利率(%)	8.0%	7.8%	8.2%	8.1%	8.1%
净利率(%)	2.0%	1.5%	1.5%	1.6%	1.7%
净资产收益率(%)	10.8%	8.7%	9.9%	10.8%	11.3%
市盈率	12.5	14.6	12.6	10.9	9.5
市净率	1.3	1.2	1.2	1.1	1.0

资料来源：公司数据，东方证券研究所预测，每股收益使用最新股本全面摊薄计算。

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

投资评级 买入（维持）

股价（2024 年 03 月 27 日）	7.75 元
目标价格	9.23 元
52 周最高价/最低价	8.95/6.47 元
总股本/流通 A 股（万股）	390,889/390,889
A 股市值（百万元）	30,294
国家/地区	中国
行业	医药生物
报告发布日期	2024 年 03 月 28 日

股价表现

	1 周	1 月	3 月	12 月
绝对表现%	-3.73	-2.02	8.54	11.02
相对表现%	-1.43	-2.25	3.55	23.72
沪深 300%	-2.3	0.23	4.99	-12.7



证券分析师

伍云飞	wuyunfei1@orientsec.com.cn 执业证书编号：S0860524020001
田世豪	021-63325888*6111 tianshihao@orientsec.com.cn 执业证书编号：S0860521080001

相关报告

REITs 成功申报，新零售战略值得期待	2023-03-28
1-2 月经营稳健，平台价值进一步凸显	2022-03-29

图 1：可比公司估值表

公司	代码	最新价格(元)	每股收益(元)				市盈率			
		2024/3/27	2022A	2023E	2024E	2025E	2022A	2023E	2024E	2025E
健之佳	605266	45.29	2.82	3.18	3.93	4.82	16.06	14.26	11.53	9.40
国药一致	000028	29.93	2.67	2.87	3.30	3.69	11.20	10.43	9.08	8.10
上海医药	601607	17.05	1.52	1.39	1.67	1.91	11.24	12.24	10.19	8.91
益丰药房	603939	39.80	1.25	1.43	1.78	2.19	31.78	27.89	22.33	18.13
柳药集团	603368	21.05	1.94	2.34	2.77	3.32	10.87	9.00	7.60	6.34
百洋医药	301015	32.70	0.96	1.24	1.65	2.14	34.23	26.30	19.80	15.27
	最大值						34.23	27.89	22.33	18.13
	最小值						10.87	9.00	7.60	6.34
	平均数						19.23	16.69	13.42	11.03
	调整后平均						17.57	15.81	12.65	10.42

数据来源：wind，东方证券研究所

附表：财务报表预测与比率分析

资产负债表					
单位:百万元	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
货币资金	14,702	17,176	34,612	17,477	23,313
应收票据、账款及款项融资	28,223	30,511	35,547	38,522	42,366
预付账款	4,145	5,937	5,836	6,257	7,104
存货	15,517	17,213	21,577	23,174	25,390
其他	8,584	4,820	5,480	7,165	7,617
流动资产合计	71,170	75,658	103,051	92,595	105,790
长期股权投资	1,462	1,700	1,700	1,700	1,700
固定资产	6,717	7,504	8,171	8,828	9,474
在建工程	1,523	865	1,065	1,176	1,238
无形资产	2,195	1,863	2,217	2,593	2,995
其他	2,868	4,681	1,213	1,327	1,458
非流动资产合计	14,766	16,614	14,366	15,624	16,865
资产总计	85,936	92,272	117,417	108,220	122,655
短期借款	12,555	11,493	34,742	17,334	22,340
应付票据及应付账款	34,158	39,295	44,597	49,217	54,659
其他	8,682	8,896	6,262	7,216	8,158
流动负债合计	55,394	59,684	85,601	73,767	85,157
长期借款	2,379	2,980	2,980	2,980	2,980
应付债券	0	0	0	0	0
其他	1,090	922	196	196	196
非流动负债合计	3,469	3,902	3,176	3,176	3,176
负债合计	58,863	63,587	88,777	76,943	88,333
少数股东权益	3,664	4,046	4,121	4,207	4,307
实收资本（或股本）	1,874	1,874	3,909	3,909	3,909
资本公积	7,441	7,430	6,170	6,170	6,170
留存收益	11,546	12,950	14,440	16,992	19,937
其他	2,547	2,385	0	0	0
股东权益合计	27,073	28,685	28,640	31,277	34,322
负债和股东权益总计	85,936	92,272	117,417	108,220	122,655

现金流量表					
单位:百万元	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
净利润	2,608	2,286	2,502	2,880	3,324
折旧摊销	433	525	571	651	719
财务费用	1,098	1,134	1,054	1,188	934
投资损失	(171)	(298)	(80)	(100)	(120)
营运资金变动	2,831	1,365	(7,536)	(1,524)	(1,517)
其它	(3,340)	(1,024)	1,364	419	541
经营活动现金流	3,459	3,986	(2,125)	3,514	3,882
资本支出	(1,064)	(177)	(1,744)	(1,750)	(1,799)
长期投资	150	(1,073)	1,080	(100)	(100)
其他	(1,628)	2,737	(1,420)	40	60
投资活动现金流	(2,543)	1,488	(2,083)	(1,810)	(1,839)
债权融资	881	(735)	(389)	0	0
股权融资	204	(11)	774	0	0
其他	(3,102)	(4,154)	21,258	(18,839)	3,792
筹资活动现金流	(2,017)	(4,901)	21,644	(18,839)	3,792
汇率变动影响	(3)	10	-0	-0	-0
现金净增加额	(1,105)	583	17,436	(17,135)	5,836

利润表					
单位:百万元	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	122,407	140,424	157,328	174,774	194,277
营业成本	112,570	129,476	144,488	160,595	178,599
营业税金及附加	298	351	425	402	447
销售费用	3,674	4,126	4,641	5,156	5,731
管理费用及研发费用	2,650	2,728	3,084	3,408	3,847
财务费用	1,098	1,134	1,054	1,188	934
资产、信用减值损失	253	416	435	419	541
公允价值变动收益	1,290	60	(30)	0	0
投资净收益	171	298	80	100	120
其他	268	301	150	200	200
营业利润	3,593	2,853	3,401	3,905	4,498
营业外收入	39	54	35	35	35
营业外支出	269	69	100	100	100
利润总额	3,363	2,838	3,336	3,840	4,433
所得税	755	553	834	960	1,108
净利润	2,608	2,286	2,502	2,880	3,324
少数股东损益	160	201	75	86	100
归属于母公司净利润	2,448	2,085	2,427	2,794	3,225
每股收益（元）	0.63	0.53	0.62	0.71	0.82

主要财务比率					
	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
成长能力					
营业收入	10.4%	14.7%	12.0%	11.1%	11.2%
营业利润	-17.5%	-20.6%	19.2%	14.8%	15.2%
归属于母公司净利润	-20.4%	-14.8%	16.4%	15.1%	15.4%
获利能力					
毛利率	8.0%	7.8%	8.2%	8.1%	8.1%
净利率	2.0%	1.5%	1.5%	1.6%	1.7%
ROE	10.8%	8.7%	9.9%	10.8%	11.3%
ROIC	8.3%	7.3%	6.1%	6.5%	7.3%
偿债能力					
资产负债率	68.5%	68.9%	75.6%	71.1%	72.0%
净负债率	7.8%	0.0%	11.2%	9.4%	6.1%
流动比率	1.28	1.27	1.20	1.26	1.24
速动比率	1.00	0.98	0.95	0.94	0.94
营运能力					
应收账款周转率	4.8	5.2	5.0	4.7	4.8
存货周转率	7.4	7.9	7.4	7.1	7.3
总资产周转率	1.5	1.6	1.5	1.5	1.7
每股指标（元）					
每股收益	0.63	0.53	0.62	0.71	0.82
每股经营现金流	1.85	2.13	-0.54	0.90	0.99
每股净资产	5.99	6.30	6.27	6.93	7.68
估值比率					
市盈率	12.5	14.6	12.6	10.9	9.5
市净率	1.3	1.2	1.2	1.1	1.0
EV/EBITDA	6.0	6.8	6.1	5.3	5.0
EV/EBIT	6.5	7.7	6.9	6.0	5.6

资料来源：东方证券研究所

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

分析师申明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明：

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

投资评级和相关定义

报告发布日后的 12 个月内行业或公司的涨跌幅相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅为基准（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）；

公司投资评级的量化标准

- 买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；
- 增持：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15%；
- 中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；
- 减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级 —— 由于在报告发出之时该股票不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该股票的研究状况，未给予投资评级相关信息。

暂停评级 —— 根据监管制度及本公司相关规定，研究报告发布之时该投资对象可能与本公司存在潜在的利益冲突情形；亦或是研究报告发布当时该股票的价值和价格分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确投资评级；分析师在上述情况下暂停对该股票给予投资评级等信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该股票的投资评级、盈利预测及目标价格等信息不再有效。

行业投资评级的量化标准：

- 看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；
- 中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；
- 看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级：由于在报告发出之时该行业不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该行业的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：由于研究报告发布当时该行业的投资价值分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确行业投资评级；分析师在上述情况下暂停对该行业给予投资评级信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该行业的投资评级信息不再有效。

免责声明

本证券研究报告（以下简称“本报告”）由东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告的全体接收人应当采取必要措施防止本报告被转发给他人。

本报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司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证券研究报告。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的证券研究报告之外，绝大多数证券研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

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，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。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投资标的的邀请或向人作出邀请。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

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，投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险，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。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面协议授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容。不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

经本公司事先书面协议授权刊载或转发的，被授权机构承担相关刊载或者转发责任。不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

提示客户及公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告，慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

电话：021-63325888

传真：021-63326786

网址：www.dfzq.com.cn

东方证券股份有限公司经相关主管机关核准具备证券投资咨询业务资格，据此开展发布证券研究报告业务。

东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的范围内正在或将要与本研究报告所分析的企业发展业务关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在对报告的客观性产生影响的利益冲突，不应视本证券研究报告为作出投资决策的唯一因素。