

股票投资评级

买入 | 维持

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)	8.21
总股本/流通股本(亿股)	39.09 / 39.09
总市值/流通市值(亿元)	321 / 321
52周内最高/最低价	16.62 / 6.68
资产负债率(%)	68.2%
市盈率	14.93
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)

经营质量持续提升，创新战略推动“千亿航母”行稳致远

● 经营质量持续提升，全力推进高质量发展

公司发布 2023 年年报：2023 年公司实现营收 1501.40 亿元 (+6.92%)，归母净利润 21.74 亿元 (+4.27%)，扣非净利润 19.60 亿元 (+13.06%)。2023 年公司扣非净利润实现快速增长。

同时公司发布 2024 年一季报：2024Q1 公司实现营业收入 404.72 亿元 (-3.85%)，归母净利润 5.38 亿元 (-4.19%)，扣非归母净利润 5.22 亿元 (-9.01%)。公司营业收入、归母净利润、扣非归母净利润小幅下降，主要原因是 2023Q1 受流感等季节性疾病因素影响，相关产品销量大增，营业收入、净利润等基数较高；而 2024Q1 受季节性疾病因素影响较小。

分季度来看，2023 年 Q1~Q4 公司分别实现营业收入 420.93 (+19.75%)、372.65 (+13.50%)、350.07 (+0.13%)、357.76 (-4.54%) 亿元，分别实现归母净利润 5.61 (+24.06%)、7.82 (-4.27%)、4.81 (+2.34%)、3.50 (+1.19%) 亿元，分别实现扣非归母净利润 5.73 (+20.10%)、7.22 (+14.80%)、4.32 (+5.70%)、2.32 (+6.41%) 亿元。

从盈利能力来看，2023 年公司销售毛利率为 8.07% (+0.27pct)，销售净利率为 1.53% (-0.10pct)。2024 年一季度公司销售毛利率为 7.20% (-0.37pct)，销售净利率为 1.34% (-0.08pct)。

从费用率来看，2023 年公司销售费用率为 2.94% (+0.00pct)，管理费用率为 1.88% (+0.06pct)，研发费用率为 0.13% (+0.00pct)。财务费用率为 0.79% (-0.02pct)。2024 年一季度销售费用率 2.55% (-0.28pct)，管理费用率为 1.61% (+0.03pct)，研发费用率为 0.11% (+0.02pct)，财务费用率为 0.70% (-0.02pct)。

经营质量持续提升，全力推进高质量发展。2023 年公司经营活动现金流再创新高，全年净额达 47.48 亿元 (+19.10%)。在行业的支付环境没有明显改善的情况下，公司的应收账款周转天数为 63 天，比上年缩短 6 天；公司资金周转天数为 80 天，比上年同期加快 7 天。

● 新三年战略实施业绩亮眼，2024 年持续深化

公司坚定不移地继续贯彻落实“新产品、新零售、新医疗、数字化和不动产证券化”战略。

在新产品方面，公司总代品牌推广业务(CSO)销售收入合计达 195.84 亿元，毛利额 27.89 亿元，同比大幅增长 52.45%，持续打造公司利润增长“第二曲线”。公司将力争 2024 年总体销售收入比上年同期增长不低于 15%。

在新零售方面，公司旗下的零售品牌“好药师”在全国范围内开展加盟取得突破性进展，截至 2024 年一季度末，直营及加盟药店已达

21,192 家，成为中国零售药店加盟门店数最多的零售品牌，力争在 2024 年，实现直营和加盟门店总数突破 25,000 家。

在新医疗方面，公司旗下九州通健康科技集团的互联网医疗事业部已开展实体互联网医院的代运营服务。公司将持续搭建诊所运营体系，打造“九信诊所”品牌，力争在 2024 年实现“九信诊所”加联盟 200 家。

在数字化营销方面，公司搭建了全国统一的药九九 B2B 交易平台、“三网合一”的物流供应链体系，以及行业特有的“Bb/BC 一体化”高效供应链物流服务模式。

在不动产证券化 (REITs) 方面，公司选取了集团总部位于武汉市东西湖区的医药物流仓储资产及配套设施，该资产建筑面积约为 17.2 万平方米，评估值约为 12 亿元，账面价值约为 3 亿元，该项目已通过湖北省发改委推荐上报到国家发改委，现国家发改委正在审核中。与此同时，公司拟构建“公募 REITs + Pre-REITs”多层次不动产权益资本运作平台，拟选取位于上海、杭州和重庆等地的医药物流仓储资产及配套设施开展首期“Pre-REITs”发行的前期准备工作。2024 年公司将全力推进“公募 REITs + Pre-REITs”多层次不动产权益资本运作平台的搭建，以盘活公司资产，重构公司轻资产运营商业模式，力争在前三季度实现公募 REITs 发行上市及首期 Pre-REITs 发行成功。

● 盈利预测及投资建议

公司基本面积积极向好，批发稳增长的同时，新产品战略打造“第二成长曲线”，REITs 拟发行将加快资金周转，公司有望迎来估值重塑。预计公司 2024-2026 年营业收入分别为 1652.70/1851.95/2094.38 亿元，归母净利润分别为 26.18/30.15/34.91 亿元，对应 EPS 分别为 0.67、0.77、0.89 元/股，当前股价对应 PE 分别为 12.26/10.64/9.19 倍，维持“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	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入 (百万元)	150140	165270	185195	209438
增长率 (%)	6.92	10.08	12.06	13.09
EBITDA (百万元)	5038.43	5404.69	5896.73	6448.92
归属母公司净利润 (百万元)	2174.04	2617.93	3015.48	3491.01
增长率 (%)	4.27	20.42	15.19	15.77
EPS (元/股)	0.56	0.67	0.77	0.89
市盈率 (P/E)	14.76	12.26	10.64	9.19
市净率 (P/B)	1.34	1.11	1.00	0.91
EV/EBITDA	5.00	5.30	4.53	3.98

资料来源：公司公告，中邮证券研究所

财务报表和主要财务比率

财务报表(百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E	主要财务比率	2023A	2024E	2025E	2026E
利润表					成长能力				
营业收入	150140	165270	185195	209438	营业收入	6.9%	10.1%	12.1%	13.1%
营业成本	138029	151584	169464	191195	营业利润	5.9%	23.7%	15.4%	15.0%
税金及附加	432	430	493	568	归属于母公司净利润	4.3%	20.4%	15.2%	15.8%
销售费用	4416	5123	6111	6911	获利能力				
管理费用	2818	3603	4148	4802	毛利率	8.1%	8.3%	8.5%	8.7%
研发费用	197	230	315	307	净利率	1.4%	1.6%	1.6%	1.7%
财务费用	1179	917	818	692	ROE	9.1%	9.0%	9.4%	9.8%
资产减值损失	-71	-50	-53	0	ROIC	7.3%	7.2%	7.5%	7.9%
营业利润	3023	3739	4315	4961	偿债能力				
营业外收入	64	0	0	0	资产负债率	68.2%	66.5%	66.2%	65.9%
营业外支出	96	0	0	0	流动比率	1.26	1.32	1.34	1.36
利润总额	2991	3739	4315	4961	营运能力				
所得税	701	935	1079	1240	应收账款周转率	5.74	5.85	5.62	5.82
净利润	2290	2805	3236	3721	存货周转率	8.04	8.03	8.30	8.28
归母净利润	2174	2618	3015	3491	总资产周转率	1.62	1.69	1.72	1.79
每股收益(元)	0.56	0.67	0.77	0.89	每股指标(元)				
资产负债表					每股收益	0.56	0.67	0.77	0.89
货币资金	16949	17306	18771	18433	每股净资产	6.14	7.41	8.22	9.07
交易性金融资产	90	90	90	90	估值比率				
应收票据及应收账款	24889	32074	34463	38113	PE	14.76	12.26	10.64	9.19
预付款项	4129	5689	6400	6706	PB	1.34	1.11	1.00	0.91
存货	20114	21045	23584	27005	现金流量表				
流动资产合计	75625	85256	93654	102390	净利润	2290	2805	3236	3721
固定资产	8080	8673	9171	9613	折旧和摊销	816	749	763	796
在建工程	635	485	335	158	营运资本变动	488	-2981	-644	-1995
无形资产	1895	1774	1634	1558	其他	1154	1009	901	880
非流动资产合计	17164	18118	18940	19466	经营活动现金流净额	4748	1581	4257	3401
资产总计	92789	103374	112593	121856	资本开支	-885	-1142	-992	-996
短期借款	10122	8721	7443	6093	其他	-476	-100	-152	-326
应付票据及应付账款	40101	45347	50454	56556	投资活动现金流净额	-1361	-1241	-1144	-1322
其他流动负债	9843	10613	11796	12773	股权融资	2579	29	0	0
流动负债合计	60066	64681	69693	75421	债务融资	-51	-898	-471	-1350
其他	3246	4052	4859	4859	其他	-4765	887	-1178	-1066
非流动负债合计	3246	4052	4859	4859	筹资活动现金流净额	-2237	17	-1649	-2416
负债合计	63312	68733	74552	80281	现金及现金等价物净增加额	1149	357	1464	-337
股本	3909	3909	3909	3909					
资本公积金	6353	6382	6382	6382					
未分配利润	12695	15288	18202	21169					
少数股东权益	5494	5680	5901	6131					
其他	1026	3381	3647	3984					
所有者权益合计	29477	34641	38041	41576					
负债和所有者权益总计	92789	103374	112593	121856					

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