

九州通 (600998)

2023年报&2024一季报点评:业务转型升级,新三年战略实施成效显著

买入 (维持)

2024年04月29日

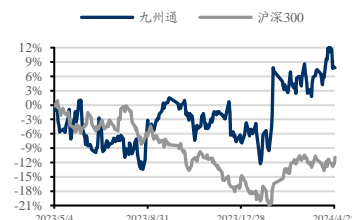
证券分析师 朱国广

执业证书: S0600520070004

zhugg@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业总收入(百万元)	140,424	150,140	166,851	185,171	204,891
同比(%)	14.72	6.92	11.13	10.98	10.65
归母净利润(百万元)	2,085	2,174	4,778	3,415	3,777
同比(%)	(14.84)	4.27	119.77	(28.53)	10.61
EPS-最新摊薄(元/股)	0.53	0.56	1.22	0.87	0.97
P/E(现价&最新摊薄)	15.39	14.76	6.72	9.40	8.50

股价走势



投资要点

- **事件:** 公司公告, 2023 年实现营收 1501.40 亿元 (+6.92%, 表示同比增速, 下同), 归母净利润 21.74 亿元 (+4.27%), 扣非归母净利润 19.60 亿元 (+13.06%); 2024Q1 实现营收 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%)。
- **经营数据解读:** 利润端看, 2023 年公司实现毛利率 8.07% (+0.27pct), 扣非净利率 1.31% (+0.08pct)。费用端看, 2023 年公司销售费用率 2.94% (同比持平), 管理费用率 1.88% (+0.06pct), 财务费用率 0.79% (-0.02pct)。2024Q1 实现毛利率 7.20% (-0.37pct), 扣非净利率 1.29% (-0.07pct); 销售费用率 2.55% (-0.28pct), 管理费用率 1.61% (+0.03pct), 财务费用率 0.70% (-0.02pct)。2023 年公司向全体股东每 10 股派发现金红利 2.5 元 (含税), 分红率达 44.95%, 现金分红总额 9.77 亿元, 股息率 3.57%。
- **新产品战略: CSO 业务渐入佳境, 打造利润增长第二曲线。** 2023 年, 公司总代 (CSO) 业务实现营收 195.84 亿元 (+46.01%), 毛利额 27.89 亿元 (+52.45%), 毛利率 14.24% (+0.60pct)。其中药品总代实现营收 106.96 亿元 (+60.82%), 毛利额 22.67 亿元 (+54.83%); 器械总代实现营收 88.88 亿元 (+31.44%), 毛利额 5.22 亿元 (+42.91%)。此外, 公司药品总代成立了全新品牌“全擎健康”CSO 管理公司, 推广团队达 3000 余人, 代理可威、倍平、康王等知名品牌药品品规达 969 个 (其中销量过亿品规 27 个)。
- **新零售战略: 万店加盟持续推进, B2C 电商渠道快速增长。** 公司 2023 年加盟药店销售额为 34.8 亿元, 同比增长 83.25%。截至 2024Q1, 公司直营及加盟药店达 21192 家, 预计 2025 年门店数量超 30000 家。此外, 好药师 B2C 电商总代总销业务全年收入 12.15 亿元, 同比增长 26.8%; B2B 电商全年收入 173.26 亿元 (+1.32%), 其中药九九自营电商平台实现收入 112.41 亿元 (-3.40%), 零售电商服务平台实现收入 60.85 亿元 (+11.47%)。
- **盈利预测与投资评级:** 考虑公司 2024 年预计发行约 12 亿元 REITS 及 30 亿元 Pre-reits, 我们将公司 2024-2025 年归母净利润由 28.30/32.39 亿元调整至 47.78/34.15 亿元, 2026 年为 37.77 亿元。2024-2026 年扣非归母净利润为 24.35/27.28/30.56 亿元, 三年复合增长约 12%, 以扣非对应 PE 为 13/12/11 倍, 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等。

市场数据

收盘价(元)	8.21
一年最低/最高价	6.52/16.92
市净率(倍)	1.31
流通 A 股市值(百万元)	32,092.00
总市值(百万元)	32,092.00

基础数据

每股净资产(元,LF)	6.28
资产负债率(% LF)	68.26
总股本(百万股)	3,908.89
流通 A 股(百万股)	3,908.89

相关研究

《九州通(600998): 2023 年三季报点评: 盈利持续双增, 四大战略成效显著》

2023-10-30

《九州通(600998): 2023 中报点评: 总代助推盈利双增, REITs 项目落地在即》

2023-09-03

九州通三大财务预测表

资产负债表(百万元)					利润表(百万元)				
	2023A	2024E	2025E	2026E		2023A	2024E	2025E	2026E
流动资产	75,625	87,784	94,783	106,258	营业总收入	150,140	166,851	185,171	204,891
货币资金及交易性金融资产	17,039	19,258	27,030	30,780	营业成本(含金融类)	138,029	153,419	170,302	188,480
经营性应收款项	33,505	45,295	38,468	47,665	税金及附加	432	480	532	589
存货	20,114	17,388	23,295	20,684	销售费用	4,416	4,922	5,388	5,880
合同资产	0	0	0	0	管理费用	2,818	3,337	3,666	4,016
其他流动资产	4,967	5,843	5,989	7,129	研发费用	197	252	307	361
非流动资产	17,164	17,661	18,073	18,402	财务费用	1,179	1,351	1,500	1,660
长期股权投资	1,878	1,878	1,878	1,878	加:其他收益	289	321	356	394
固定资产及使用权资产	8,329	8,866	9,314	9,675	投资净收益	32	3,337	1,018	1,024
在建工程	635	535	435	335	公允价值变动	(59)	40	32	24
无形资产	1,895	1,855	1,819	1,787	减值损失	(316)	(190)	(160)	(130)
商誉	760	860	960	1,060	资产处置收益	7	8	9	9
长期待摊费用	130	130	130	130	营业利润	3,023	6,605	4,730	5,228
其他非流动资产	3,538	3,538	3,538	3,538	营业外净收支	(32)	(32)	(32)	(32)
资产总计	92,789	105,446	112,856	124,661	利润总额	2,991	6,573	4,698	5,196
流动负债	60,066	67,660	71,454	79,271	减:所得税	701	1,541	1,101	1,218
短期借款及一年内到期的非流动负债	12,241	11,291	10,391	9,541	净利润	2,290	5,032	3,597	3,978
经营性应付款项	40,101	46,666	50,311	57,855	减:少数股东损益	116	254	182	201
合同负债	1,703	2,915	3,236	3,581	归属母公司净利润	2,174	4,778	3,415	3,777
其他流动负债	6,020	6,788	7,515	8,293	每股收益-最新股本摊薄(元)	0.56	1.22	0.87	0.97
非流动负债	3,246	3,246	3,246	3,246	EBIT	4,222	4,922	5,471	6,080
长期借款	2,336	2,336	2,336	2,336	EBITDA	5,038	5,524	6,109	6,751
应付债券	0	0	0	0	毛利率(%)	8.07	8.05	8.03	8.01
租赁负债	171	171	171	171	归母净利率(%)	1.45	2.86	1.84	1.84
其他非流动负债	739	739	739	739	收入增长率(%)	6.92	11.13	10.98	10.65
负债合计	63,312	70,907	74,700	82,517	归母净利润增长率(%)	4.27	119.77	(28.53)	10.61
归属母公司股东权益	23,983	28,791	32,226	36,013					
少数股东权益	5,494	5,748	5,930	6,130					
所有者权益合计	29,477	34,539	38,156	42,144					
负债和股东权益	92,789	105,446	112,856	124,661					

现金流量表(百万元)					重要财务与估值指标				
	2023A	2024E	2025E	2026E		2023A	2024E	2025E	2026E
经营活动现金流	4,748	916	8,695	4,574	每股净资产(元)	6.14	7.37	8.24	9.21
投资活动现金流	(1,361)	5,423	3,453	3,808	最新发行在外股份(百万股)	3,909	3,909	3,909	3,909
筹资活动现金流	(2,237)	(930)	(884)	(838)	ROIC(%)	7.34	8.14	8.43	8.85
现金净增加额	1,149	5,409	11,264	7,544	ROE-摊薄(%)	9.06	16.59	10.60	10.49
折旧和摊销	816	603	638	671	资产负债率(%)	68.23	67.24	66.19	66.19
资本开支	(885)	(1,124)	(1,073)	(1,022)	P/E(现价&最新股本摊薄)	14.76	6.72	9.40	8.50
营运资本变动	488	(1,556)	5,328	821	P/B(现价)	1.34	1.11	1.00	0.89

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),北交所基准指数为北证 50 指数),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>