

# 九州通 (600998)

## 2024 半年报点评: 经营业绩逐季向好, “三新两化” 战略实施成效显著

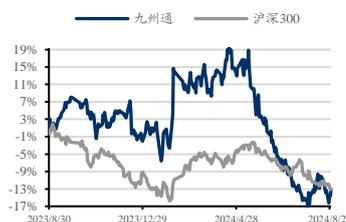
买入 (维持)

2024 年 08 月 30 日

证券分析师 朱国广  
执业证书: S0600520070004  
zhugg@dwzq.com.cn  
证券分析师 冉胜男  
执业证书: S0600522090008  
ranshn@dwzq.com.cn  
研究助理 苏丰  
执业证书: S0600123040070  
suf@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业总收入 (百万元)	140424	150140	164862	183934	204438
同比 (%)	14.72	6.92	9.81	11.57	11.15
归母净利润 (百万元)	2085	2174	2490	2809	3158
同比 (%)	(14.84)	4.27	14.55	12.81	12.42
EPS-最新摊薄 (元/股)	0.41	0.43	0.49	0.56	0.63
P/E (现价&最新摊薄)	11.25	10.79	9.42	8.35	7.42

### 股价走势



### 投资要点

- **事件:** 公司 2024 年上半年实现收入 771.71 亿元 (-2.76%, 同比, 下同), 归母净利润 12.08 亿元 (-10.08%), 扣非归母净利润 11.8 亿元 (-8.9%)。单 Q2 季度, 公司实现收入 366.99 亿元 (-1.52%), 归母净利润 6.70 亿元 (-14.31%), 扣非归母净利润 6.59 亿元 (-8.81%)。业绩符合预期。
- **可比口径增长稳健, 经营业绩逐季向好。** 剔除 23H1 感冒、退烧等相关品种销量大增带来的高基数影响, 公司 24H1 营收实际同比增长 0.15%, 归母净利润同比增长 9.5%, 扣非归母净利润同比增长 11.84%。分季度看, 公司 24Q2 归母净利润环比增长 24.60%, 扣非归母净利润环比增长 26.28%。且 24Q1 经营活动产生的现金流量提升至 4.53 亿元, 预计通过加大应收账款清收力度, 公司全年经营性现金流有望实现与经营业绩相匹配的正数。
- **“三新两化” 战略实施成效显著。** 1) **新产品:** CSO 业务持续打造利润增长第二曲线, 24H1 实现收入 98.62 亿元 (+14.18%); 其中药品总代剔除流感等季节性疾病品种影响, 收入同比增长 36.44%, 24H1 引进过亿新品 8 个 (全年合计约 32 个)。2) **新零售:** 截至 2024 年 7 月底, 公司好药师自营及加盟药店达 24387 家, 24 年新增 5499 家, 全国门店网络进一步完善, 全年有望提前达成 30000 家门店的目标。3) **新医疗:** 已发展“九信诊所”会员店 412 家, 全年力争发展会员店约 800 家, 打造 50 家“九信诊所”标杆会员店。4) **不动产证券化:** 公募 REITs 及 Pre-REITs 项目顺利推进, 力争今年 10 月份之前完成公募 REITs 发行上市及首期 Pre-REITs 的发行成功, 盘活公司资产, 重构公司轻资产运营商业模式。5) **数字化:** 24H1 对数字化研发投入约 1.38 亿元 (+15.74%), 下半年计划投入约 1.72 亿元。公司目前实施集团和部门层级数字化转型项目合计 38 个, 以此提高经营效率与效益, 不断提升客户服务水平。
- **药品比价政策利好公司 CSO 业务。** 对公司此类既有零售又有临床双跨品种的企业, 药品比价政策影响长期来看利大于弊。虽然从短期看, 公司部分临床价格高且销售量大的品种受到一些影响, 但长期看, 上游厂家因此更有动力寻找院外渠道较强的企业, 帮助实现院外渠道管控, 从而有助于公司大力拓展 CSO 业务。
- **盈利预测与投资评级:** 考虑公司 reits 及 Pre-reits 的发行进展, 我们将公司 2024-2026 年归母净利润由 47.78/34.15/37.77 亿元调整至 24.90/28.09/31.58 亿元, 对应 PE 为 9/8/7 倍; 考虑公司“三新两化”战略实施成效显著, 不动产证券化有望改善现金流, 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)	4.65
一年最低/最高价	4.40/10.93
市净率(倍)	0.96
流通 A 股市值(百万元)	23,447.49
总市值(百万元)	23,447.49

### 基础数据

每股净资产(元,LF)	4.83
资产负债率(%,LF)	69.01
总股本(百万股)	5,042.47
流通 A 股(百万股)	5,042.47

### 相关研究

- 《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》  
2024-04-29
- 《九州通(600998): 2023 年三季报点评: 盈利持续双增, 四大战略成效明显》  
2023-10-30

## 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
<b>流动资产</b>	<b>75,625</b>	<b>83,932</b>	<b>91,763</b>	<b>101,569</b>	<b>营业总收入</b>	<b>150,140</b>	<b>164,862</b>	<b>183,934</b>	<b>204,438</b>
货币资金及交易性金融资产	17,039	16,831	23,589	26,931	营业成本(含金融类)	138,029	151,530	169,060	187,897
经营性应收款项	33,505	44,455	38,678	47,203	税金及附加	432	474	529	588
存货	20,114	16,927	23,460	20,383	销售费用	4,416	4,781	5,334	5,929
合同资产	0	0	0	0	管理费用	2,818	3,297	3,679	4,089
其他流动资产	4,967	5,719	6,036	7,053	研发费用	197	214	239	266
<b>非流动资产</b>	<b>17,164</b>	<b>17,661</b>	<b>18,073</b>	<b>18,402</b>	财务费用	1,179	1,335	1,490	1,656
长期股权投资	1,878	1,878	1,878	1,878	加:其他收益	289	317	354	393
固定资产及使用权资产	8,329	8,866	9,314	9,675	投资净收益	32	33	37	41
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	8	9
长期待摊费用	130	130	130	130	<b>营业利润</b>	<b>3,023</b>	<b>3,438</b>	<b>3,874</b>	<b>4,351</b>
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)
<b>资产总计</b>	<b>92,789</b>	<b>101,594</b>	<b>109,836</b>	<b>119,972</b>	<b>利润总额</b>	<b>2,991</b>	<b>3,406</b>	<b>3,842</b>	<b>4,319</b>
<b>流动负债</b>	<b>60,066</b>	<b>66,477</b>	<b>71,740</b>	<b>78,540</b>	减:所得税	701	783	884	993
短期借款及一年内到期的非流动负债	12,241	11,291	10,391	9,541	<b>净利润</b>	<b>2,290</b>	<b>2,623</b>	<b>2,959</b>	<b>3,326</b>
经营性应付款项	40,101	45,597	50,673	57,159	减:少数股东损益	116	132	149	168
合同负债	1,703	2,879	3,212	3,570	<b>归属母公司净利润</b>	<b>2,174</b>	<b>2,490</b>	<b>2,809</b>	<b>3,158</b>
其他流动负债	6,020	6,709	7,464	8,269	每股收益-最新股本摊薄(元)	0.43	0.49	0.56	0.63
非流动负债	3,246	3,246	3,246	3,246	EBIT	4,222	5,043	5,587	6,183
长期借款	2,336	2,336	2,336	2,336	EBITDA	5,038	5,645	6,225	6,854
应付债券	0	0	0	0	毛利率(%)	8.07	8.09	8.09	8.09
租赁负债	171	171	171	171	归母净利率(%)	1.45	1.51	1.53	1.54
其他非流动负债	739	739	739	739	收入增长率(%)	6.92	9.81	11.57	11.15
<b>负债合计</b>	<b>63,312</b>	<b>69,723</b>	<b>74,987</b>	<b>81,786</b>	归母净利润增长率(%)	4.27	14.55	12.81	12.42
归属母公司股东权益	23,983	26,245	29,074	32,242					
少数股东权益	5,494	5,626	5,776	5,944					
<b>所有者权益合计</b>	<b>29,477</b>	<b>31,871</b>	<b>34,849</b>	<b>38,185</b>					
<b>负债和股东权益</b>	<b>92,789</b>	<b>101,594</b>	<b>109,836</b>	<b>119,972</b>					

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	2,052	8,662	5,149	每股净资产(元)	6.14	5.20	5.77	6.39
投资活动现金流	(1,361)	2,119	2,471	2,824	最新发行在外股份(百万股)	5,042	5,042	5,042	5,042
筹资活动现金流	(2,237)	(1,189)	(884)	(838)	ROIC(%)	7.34	8.64	9.21	9.72
现金净增加额	1,149	2,982	10,249	7,136	ROE-摊薄(%)	9.06	9.49	9.66	9.79
折旧和摊销	816	603	638	671	资产负债率(%)	68.23	68.63	68.27	68.17
资本开支	(885)	(1,124)	(1,073)	(1,022)	P/E (现价&最新股本摊薄)	10.79	9.42	8.35	7.42
营运资本变动	488	(1,314)	4,951	1,065	P/B (现价)	0.76	0.89	0.81	0.73

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>