

业绩增长稳健，CSO 业务快速发展

——九州通 2024 年半年报点评

核心观点

- 剔除流感等影响后业绩增长稳健，Q2 现金流环比好转。**2024H1，公司实现营收 771.7 亿元，同比-2.8%，归母净利润 12.1 亿元，同比-10.1%，扣非归母净利润 11.8 亿元，同比-8.9%。剔除流感、疫情等季节性疾病特定因素影响，营收、归母净利润和扣非归母净利润分别同比+0.2%、+9.5%、+11.8%，仍保持稳健成长。其次，24H1 公司经营性现金净流量-32.0 亿元，同比-717.7%，主要系年中公司应收账款清收力度较小，逐季度看，24Q2 经营性现金净流量 4.5 亿元，环比+112.4%，随着公司年底加大应收账款清收力度，全年经营性现金净流量有望转正并匹配经营业绩。
- 新产品增厚盈利，新零售触达 C 端。**新产品方面，总代品牌推广业务（CSO）24H1 实现营收 98.6 亿元，同比+14.2%，毛利率为 12.1%，持续打造利润增长第二曲线；医药工业自产及 OEM 业务实现营收 14.4 亿元，同比+21.6%，毛利率高达 21.8%，扩品种提品质战略成效明显。新零售方面，24H1 加盟药店收入 24.2 亿元，同比+47.3%，截至 24 年 7 月底，新增好药师加盟店 5499 家，下半年有望提前达成 30000 家门店目标；药九九 B2B 和零售电商平台收入 87.8 亿元，其中京东、阿里等头部平台药品及 OTC 产品收入突破 25.8 亿元，同比+16.4%。新医疗方面，截至 24 年 8 月 26 日，已发展“九信诊所”会员店 412 家，力争 24 全年超 800 家。公司通过新零售、新医疗战略提高 C 端服务能力，巩固院外流通市场竞争优势。
- REITs 战略进展顺利，有望提升股东回报。**公募 REITs 发行方面，截至 24H1 公司项目已通过湖北省发改委上报国家发改委并获相关监管机构认可，申报发行顺利；Pre-REITs 发行方面，已选取上海、杭州和重庆三处总建筑面积约 24 万平方米的医药物流仓储资产及配套设施提前运营和培育。公司力争今年 10 月完成公募 REITs 上市和 Pre-REITs 发行，预计发行完成后将增加公司净利润分别不超过 7 亿元、11 亿元。此外，截至 24 年 8 月 26 日，公司成功发行优先股、ABN 和超短期融资券合计 42.9 亿元，可降低融资成本、支持业务发展。

盈利预测与投资建议

- 根据 2024 年半年度报告，我们下调收入和毛利率预测，调整 2024-26 年归母净利润预测分别为 2446/2686/2904（原预测 24-25 年为 2794/3225）百万元，根据可比公司给予 24 年 11 倍 PE，对应的目标价为 5.39 元，维持“买入”评级。

风险提示

医保和药品比价政策风险；应收账款回款不及时风险；行业竞争加剧风险；盈利能力下滑风险等

公司主要财务信息

	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	140,424	150,140	162,349	177,584	194,453
同比增长(%)	14.7%	6.9%	8.1%	9.4%	9.5%
营业利润(百万元)	2,853	3,023	3,427	3,757	4,057
同比增长(%)	-20.6%	5.9%	13.4%	9.6%	8.0%
归属母公司净利润(百万元)	2,085	2,174	2,446	2,686	2,904
同比增长(%)	-14.8%	4.3%	12.5%	9.8%	8.1%
每股收益(元)	0.41	0.43	0.49	0.53	0.58
毛利率(%)	7.8%	8.1%	7.9%	7.9%	7.9%
净利率(%)	1.5%	1.4%	1.5%	1.5%	1.5%
净资产收益率(%)	8.7%	8.9%	9.8%	9.9%	9.8%
市盈率	11.9	11.4	10.1	9.2	8.5
市净率	1.0	1.0	1.0	0.9	0.8

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09月06日）	4.9元
目标价格	5.39元
52周最高价/最低价	6.7/4.4元
总股本/流通A股（万股）	504,247/504,247
A股市值（百万元）	24,708
国家/地区	中国
行业	医药生物
报告发布日期	2024年09月10日

股价表现

	1周	1月	3月	12月
绝对表现%	5.15	5.6	-10.91	-9.72
相对表现%	7.86	8.94	-0.86	5.51
沪深300%	-2.71	-3.34	-10.05	-15.23



证券分析师

伍云飞 wuyunfei1@orientsec.com.cn
执业证书编号：S0860524020001
香港证监会牌照：BRX199

相关报告

院外流通景气度提升，四大战略成果初显 2024-03-28
REITs 成功申报，新零售战略值得期待 2023-03-28

表 1：可比公司估值表（2024 年 9 月 6 日收盘价）

公司	代码	最新价格(元)	每股收益（元）			市盈率		
			2023A	2024E	2025E	2023A	2024E	2025E
健之佳	605266	22.19	2.64	2.76	3.30	8.39	8.04	6.72
国药一致	000028	25.10	2.87	3.11	3.42	8.74	8.08	7.34
上海医药	601607	19.25	1.02	1.41	1.57	18.92	13.64	12.22
益丰药房	603939	19.08	1.16	1.41	1.72	16.38	13.51	11.08
柳药集团	603368	15.22	2.13	2.47	2.90	7.15	6.16	5.25
百洋医药	301015	22.97	1.25	1.63	2.07	18.40	14.12	11.09
	最大值					18.92	14.12	12.22
	最小值					7.15	6.16	5.25
	平均数					13.00	10.59	8.95
	调整后平均					13	11	9

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						利润表					
单位:百万元	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E	单位:百万元	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
货币资金	17,176	16,949	19,228	20,934	22,635	营业收入	140,424	150,140	162,349	177,584	194,453
应收票据、账款及款项融资	30,511	29,375	34,824	37,141	40,141	营业成本	129,476	138,029	149,526	163,632	179,087
预付账款	5,937	4,129	5,609	6,176	6,276	销售费用	4,126	4,416	4,745	5,167	5,647
存货	17,213	20,114	22,329	23,612	25,460	管理费用	2,549	2,818	3,126	3,436	3,871
其他	4,820	5,057	5,756	7,284	7,675	研发费用	178	197	242	269	317
流动资产合计	75,658	75,625	87,745	95,146	102,187	财务费用	1,134	1,179	655	781	809
长期股权投资	1,700	1,878	1,878	1,878	1,878	资产、信用减值损失	416	316	405	369	457
固定资产	7,504	8,080	8,392	8,677	8,934	公允价值变动收益	60	(59)	(30)	0	0
在建工程	865	635	689	705	711	投资净收益	298	32	80	100	120
无形资产	1,863	1,895	2,280	2,689	2,984	其他	(50)	(136)	(273)	(272)	(328)
其他	4,721	4,676	2,287	2,458	2,358	营业利润	2,853	3,023	3,427	3,757	4,057
非流动资产合计	16,654	17,164	15,525	16,407	16,865	营业外收入	54	64	35	35	35
资产总计	92,312	92,789	103,270	111,553	119,052	营业外支出	69	96	100	100	100
短期借款	11,493	10,122	15,259	16,681	16,914	利润总额	2,838	2,991	3,362	3,692	3,992
应付票据及应付账款	39,295	40,101	44,731	48,717	52,974	所得税	553	701	841	923	998
其他	8,896	9,843	9,418	9,769	10,052	净利润	2,286	2,290	2,522	2,769	2,994
流动负债合计	59,684	60,066	69,408	75,167	79,940	少数股东损益	201	116	76	83	90
长期借款	2,980	2,336	2,336	2,336	2,336	归属于母公司净利润	2,085	2,174	2,446	2,686	2,904
应付债券	0	0	0	0	0	每股收益(元)	0.41	0.43	0.49	0.53	0.58
其他	962	910	171	171	171						
非流动负债合计	3,942	3,246	2,507	2,507	2,507	主要财务比率					
负债合计	63,626	63,312	71,915	77,674	82,447		2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
少数股东权益	4,046	5,494	5,569	5,653	5,742	成长能力					
实收资本(或股本)	1,874	3,909	5,042	5,042	5,042	营业收入	14.7%	6.9%	8.1%	9.4%	9.5%
资本公积	7,430	5,771	5,220	5,220	5,220	营业利润	-20.6%	5.9%	13.4%	9.6%	8.0%
留存收益	12,950	14,054	15,523	17,964	20,600	归属于母公司净利润	-14.8%	4.3%	12.5%	9.8%	8.1%
其他	2,385	248	0	0	0	获利能力					
股东权益合计	28,685	29,477	31,355	33,879	36,605	毛利率	7.8%	8.1%	7.9%	7.9%	7.9%
负债和股东权益总计	92,312	92,789	103,270	111,553	119,052	净利率	1.5%	1.4%	1.5%	1.5%	1.5%
						ROE	8.7%	8.9%	9.8%	9.9%	9.8%
						ROIC	7.3%	7.3%	6.5%	6.5%	6.5%
现金流量表						偿债能力					
单位:百万元	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E	资产负债率	68.9%	68.2%	69.6%	69.6%	69.3%
净利润	2,286	2,290	2,522	2,769	2,994	净负债率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
折旧摊销	525	538	597	661	725	流动比率	1.27	1.26	1.26	1.27	1.28
财务费用	1,134	1,179	655	781	809	速动比率	0.98	0.92	0.94	0.95	0.95
投资损失	(298)	(32)	(80)	(100)	(120)	营运能力					
营运资金变动	1,365	(172)	(5,356)	(1,664)	(1,499)	应收账款周转率	5.2	5.7	5.8	5.5	5.6
其它	(1,024)	945	1,552	369	457	存货周转率	7.9	7.4	7.0	7.1	7.2
经营活动现金流	3,986	4,748	(110)	2,816	3,367	总资产周转率	1.6	1.6	1.7	1.7	1.7
资本支出	(177)	(785)	(1,306)	(1,331)	(1,241)	每股指标(元)					
长期投资	(1,073)	43	172	(151)	41	每股收益	0.41	0.43	0.49	0.53	0.58
其他	2,737	(620)	49	96	94	每股经营现金流	2.13	1.21	-0.02	0.56	0.67
投资活动现金流	1,488	(1,361)	(1,086)	(1,386)	(1,106)	每股净资产	4.89	4.76	5.11	5.60	6.12
债权融资	(735)	942	(612)	(121)	284	估值比率					
股权融资	(11)	376	582	0	0	市盈率	11.9	11.4	10.1	9.2	8.5
其他	(4,154)	(3,555)	3,505	396	(845)	市净率	1.0	1.0	1.0	0.9	0.8
筹资活动现金流	(4,901)	(2,237)	3,475	275	(560)	EV/EBITDA	5.3	5.0	5.1	4.6	4.3
汇率变动影响	10	(1)	-0	-0	-0	EV/EBIT	6.0	5.7	5.8	5.2	4.9
现金净增加额	583	1,149	2,279	1,706	1,701						

资料来源：东方证券研究所

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。