九州通(600998)

报告日期：2024 年 11 月 03 日

CSO 持续高增，看好逐季改善

——九州通 2024 年三季报点评报告

投资要点

- **业绩：单季度收入利润增速转正**

  2024Q1-3 公司实现总营业收入 1134.29 亿元，同比减少 0.82%；实现归母净利润 16.96 亿元，同比减少 6.99%；实现扣非归母净利润 16.30 亿元，同比减少 5.68%。

  2024Q3 实现收入 362.58 亿元，同比增加 3.57%；实现归母净利润 4.89 亿元，同比增加 1.64%；实现扣非归母净利润 4.50 亿元，同比增加 3.97%。

- **成长性：三新两化战略持续兑现，REITs 落地可期**

  CSO 业务延续高增长，院外营销服务核心能力稀缺性持续凸显，高增速或可持续。2024 年前三季度，公司药品 CSO 业务实现收入 75.84 亿元，同比增长 17.06%，如剔除疫情和流感等季节性疾病品种影响，收入同比增长 41.42%，新引进优质品规 104 个，其中过亿新品 7 个。公司器械总代业务实现收入 65.35 亿元，同比增长 19.12%，新引进过亿与过千万产品线各一条。展望来看，基于我们对上游医药工业营销渠道改革的加速推进的判断以及公司仍在持续完善的品牌策划与营销推广能力，我们持续看好公司 CSO 业务的成长性。

  新零售与新医疗门店数延续高速扩张趋势。2024 年前三季度公司好药师加盟店数量达到 26703 家，预计 2024 年底有望达到 30000 家，提前一年完成布局目标；九信诊所会员店数量达到 466 家，全面目标 800 家。我们认为公司在零售和政所渠道的品牌加盟战略已处在从提“量”到提“价”的关键阶段，看好后续 CSO 业务、工业产品 OEM 等与品牌加盟的战略协同。

  REITs：公司公募 REITs 申报已于 2024 年 9 月 24 日获得中国证监会、上海证券交易所正式受理，同时公司已启动 Pre-REITs 项目。公募 REITs 及 Pre-REITs 的发行将助力公司盘活医药仓储物流资产及配套设施，回笼权益性资金，并实现轻资产化。如首批公募 REITs 发行完成，预计将增加公司净利润不超过 7 亿元；如首批 Pre-REITs 发行完成，预计将增加公司净利润不超过 9 亿元。（最终以会计师事务所审计后的结果为准）。

- **盈利能力：总体趋稳，创新战略拓展带来部分费用投入阶段性增加**

  24Q3 公司归母净利率为 1.35%，同比略下降 0.03pct；毛利率为 8.06%，同比提升 0.64%。我们公司毛利率提升或和 CSO 等高毛业务占比提升有关，而公司今年前三季度净利率略有下降，主要或和公司在数字化转型、“三花”战略及创新业务带来费用端的投入提升有关。展望来看，我们预计在创新业务的占比提升趋势下，看好公司总体盈利能力或持续保持向上趋势。

- **经营质量：账期持续优化，看好资金周转效率持续提升**

  2024Q3 公司经营性净现金流为 5.43 亿元，同比大幅提升。拆分来看，2024 年前三季度公司应收账款周转天数为 73.56 天，同比降低 1.79 天；2024 年前三季度公司应付账款周转天数为 46.22 天，同比延长 3.39 天；2024 年前三季度公司存货周转天数为 50.33 天，同比延长 8.56 天。随着公司规模持续提升，总代产品数持续增长，我们看好其对上游的议价能力持续提升，资金周转效率持续增强。

- **盈利预测与估值**

  我们预测 2024-2026 年公司收入分别为 1526.94/1648.89/1782.18 亿元，对应增速分别为 1.70%/7.99%/8.08%；预计归母净利润分别为 21.85/24.74/27.72 亿元，同比增速分别为 0.50%/13.22%/12.06%，2024 年 11 月 1 日收盘价对应 2025 年 PE 为 11 倍，维持“买入”评级。

- **风险提示**

  行业加速出清下导致上下游经营短期波动风险；创新分销业务拓展不及预期风险；财务杠杆及筹融资风险

投资评级：买入(维持)

分析师：孙建
执业证书号：S1230520080006
02180105933
sunjian@stocke.com.cn

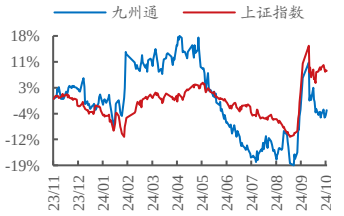
分析师：王帅
执业证书号：S1230523060003
wangshuai1@stocke.com.cn

分析师：胡隽扬
执业证书号：S1230524090005
hujunyang@stocke.com.cn

基本数据

收盘价	￥5.24
总市值(百万元)	26,422.54
总股本(百万股)	5,042.47

股票走势图



相关报告

1 《REITs 已获受理，驱动价值重估》 2024.09.27
2 《看好院外创新业态持续兑现》 2024.08.29
3 《ROE 向好的高股息院外流通龙头》 2024.08.07

财务摘要

(百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	150140	152694	164889	178218
(+/-) (%)	6.92%	1.70%	7.99%	8.08%
归母净利润	2174	2185	2474	2772
(+/-) (%)	4.27%	0.50%	13.22%	12.06%
每股收益(元/股)	0.43	0.43	0.49	0.55
P/E	12.15	12.09	10.68	9.53

资料来源：浙商证券研究所

表附录：三大报表预测值

资产负债表

(百万元)	2023	2024E	2025E	2026E
流动资产	75625	79011	85099	92029
现金	16949	17241	21989	25237
交易性金融资产	90	90	90	90
应收账项	24889	27727	27909	30616
其它应收款	4696	4428	4287	4277
预付账款	4129	4199	4535	4901
存货	20114	20569	21533	22151
其他	4757	4757	4757	4757
非流动资产	17164	16956	16815	16730
金融资产类	0	0	0	0
长期投资	1878	1878	1878	1878
固定资产	8080	8109	8170	8264
无形资产	1895	1828	1761	1694
在建工程	635	508	406	325
其他	4676	4634	4600	4568
资产总计	92789	95968	101915	108758
流动负债	60066	60582	65137	70494
短期借款	10122	10000	10000	10000
应付款项	40101	41125	45167	49963
预收账款	0	0	0	0
其他	9843	9458	9970	10530
非流动负债	3246	3310	3271	3276
长期借款	2336	2336	2336	2336
其他	910	974	935	940
负债合计	63312	63892	68409	73770
少数股东权益	5494	5705	5922	6145
归属母公司股东权	23983	26371	27584	28844
负债和股东权益	92789	95968	101915	108758

现金流量表

(百万元)	2023	2024E	2025E	2026E
经营活动现金流	4748	2341	7753	6140
净利润	2290	2396	2691	2996
折旧摊销	718	742	784	830
财务费用	1179	1041	998	938
投资损失	(32)	(100)	(50)	(50)
营运资金变动	2740	(1752)	3980	1691
其它	(2146)	14	(649)	(264)
投资活动现金流	(1361)	(477)	(626)	(725)
资本支出	(345)	(500)	(600)	(700)
长期投资	(82)	0	0	0
其他	(934)	23	(26)	(25)
筹资活动现金流	(2237)	(1572)	(2379)	(2166)
短期借款	(1371)	(122)	0	0
长期借款	(644)	0	0	0
其他	(222)	(1450)	(2379)	(2166)
现金净增加额	1150	292	4748	3248

利润表

(百万元)	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入	150140	152694	164889	178218
营业成本	138029	140357	151568	163814
营业税金及附加	432	398	439	484
营业费用	4416	4474	4864	5311
管理费用	2818	2932	3133	3386
研发费用	197	280	300	300
财务费用	1179	1041	998	938
资产减值损失	316	366	313	321
公允价值变动损益	(59)	0	0	0
投资净收益	32	100	50	50
其他经营收益	296	157	157	157
营业利润	3023	3104	3482	3872
营业外收支	(32)	(32)	(32)	(32)
利润总额	2991	3072	3450	3841
所得税	701	676	759	845
净利润	2290	2396	2691	2996
少数股东损益	116	211	217	223
归属母公司净利润	2174	2185	2474	2772
EBITDA	4530	4774	5151	5528
EPS（最新摊薄）	0.43	0.43	0.49	0.55

主要财务比率

	2023	2024E	2025E	2026E
成长能力				
营业收入	6.92%	1.70%	7.99%	8.08%
营业利润	5.95%	2.67%	12.19%	11.22%
归属母公司净利润	4.27%	0.50%	13.22%	12.06%
获利能力				
毛利率	8.07%	8.08%	8.08%	8.08%
净利率	1.53%	1.57%	1.63%	1.68%
ROE	7.48%	7.10%	7.54%	8.09%
ROIC	7.49%	7.75%	8.17%	8.48%
偿债能力				
资产负债率	68.23%	66.58%	67.12%	67.83%
净负债比率	23.02%	21.67%	20.06%	18.99%
流动比率	1.26	1.30	1.31	1.31
速动比率	0.92	0.96	0.98	0.99
营运能力				
总资产周转率	1.62	1.62	1.67	1.69
应收账款周转率	5.74	5.80	5.85	5.95
应付账款周转率	9.00	8.49	8.54	8.38
每股指标(元)				
每股收益	0.43	0.43	0.49	0.55
每股经营现金	0.94	0.46	1.54	1.22
每股净资产	6.14	5.23	5.47	5.72
估值比率				
P/E	12.15	12.09	10.68	9.53
P/B	0.85	1.00	0.96	0.92
EV/EBITDA	6.81	6.08	4.73	3.91

资料来源：浙商证券研究所

股票投资评级说明

以报告日后的 6 个月内，证券相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：
1.买 入： 相对于沪深 300 指数表现 + 20％以上；
2.增 持： 相对于沪深 300 指数表现 + 10％ ~ + 20％；
3.中 性： 相对于沪深 300 指数表现 - 10％ ~ + 10％之间波动；
4.减 持： 相对于沪深 300 指数表现 - 10％以下。

行业的投资评级:

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：
1.看 好： 行业指数相对于沪深 300 指数表现 + 10%以上；
2.中 性： 行业指数相对于沪深 300 指数表现 - 10% ~ + 10%以上；
3.看 淡： 行业指数相对于沪深 300 指数表现 - 10%以下。
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取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

法律声明及风险提示

本报告由浙商证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，经营许可证编号为：Z39833000）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但浙商证券股份有限公司及其关联机构（以下统称“本公司”）对这些信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不发生任何变更。本公司没有将变更的信息和建议向报告所有接收者进行更新的义务。
本报告仅供本公司的客户作参考之用。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。
本报告仅反映报告作者的出具日的观点和判断，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。
本公司的交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理公司、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。
本报告版权均归本公司所有，未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、发布、传播本报告的全部或部分内容。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明本报告发布人和发布日期，并提示使用本报告的风险。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。

浙商证券研究所

上海总部地址：杨高南路 729 号陆家嘴世纪金融广场 1 号楼 25 层
北京地址：北京市东城区朝阳门北大街 8 号富华大厦 E 座 4 层
深圳地址：广东省深圳市福田区广电金融中心 33 层
上海总部邮政编码：200127
上海总部电话：(8621) 80108518
上海总部传真：(8621) 80106010
浙商证券研究所：https://www.stocke.com.cn