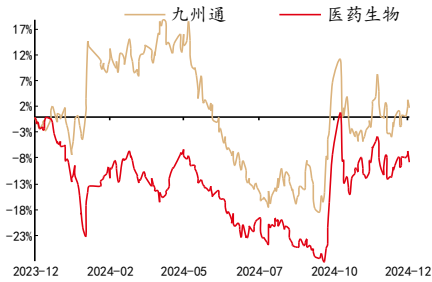




股票投资评级

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)	5.47
总股本/流通股本(亿股)	50.42 / 50.42
总市值/流通市值(亿元)	276 / 276
52周内最高/最低价	8.54 / 4.39
资产负债率(%)	68.2%
市盈率	9.95
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)

REITs 赋能协同共赢，“双上市”估值重塑

● 政策支持，行业需求持续提升，九州通 REITs 发行迎来重大机遇

近年来，国务院及相关部门和各级地方政府密集发布公募 REITs 相关支持政策，支持市场快速扩容；据 Wind 统计，我国当前沪深公募 REITs 基金总计 54 支，现如今公募 REITs 发行已进入常态化新阶段。从行业端来看，药品需求稳健增长，优质医药物流仓储用地供给有限，这为九州通正式启动医药仓储物流基础设施公募 REITs 的发行工作带来重大机遇。

医药流通行业整体资金需求大。九州通在传统批发业务基础上，积极布局总代总销、高值配送、第三方物流等多元业务，对于资金周转要求高。为积极响应国家政策号召，有效盘活存量资产，提升资金周转效率，2023 年 3 月九州通公告称拟以公司（含下属分子公司）拥有的医药物流仓储资产及配套设施为底层资产，开展基础设施领域不动产投资信托基金（REITs）的申报发行工作；2024 年 9 月 24 日，中国证监会和上海证券交易所正式受理了九州通公募 REITs 项目，基金发行在即，拟募集约 11.77 亿元。

● 医药仓储物流基础设施项目稀缺性强

REITs 基金基础设施资产为武汉东西湖现代医药仓储物流项目，合计建筑面积约 17.2 万平方米，截至 2024 年 3 月 31 日，不动产评估值约 11.70 亿元。项目稀缺性强：(1) 我国首单医药仓储物流基础设施公募 REITs，具有战略意义。(2) 背靠民营医药流通龙头九州通，行业背景深厚，资产资质壁垒高打造护城河。(3) 首批入池资产优质，盈利水平高，成长潜力大。项目具备优秀的盈利能力，2021~2023 年毛利率处于 63% 及以上，净利率提升至 40% 以上，自 2021 年起持续提升。后续经营有望量价齐升，保障项目收益稳健增长。(4) 收益具备保障机制，产品扩募性强。项目前 5 年有望保持收入 3.5% 的复合增长率，5 年后续期仍有稳健增长预期。原始权益人九州通物流拟认购基金份额 34%，保障项目的稳定运营。

● 公募 REITs 和 Pre-REITs 发行对九州通意义深远，基金与公司“双上市”有望重构估值

基础设施公募 REITs 作为公司重大转型战略之一，将帮助公司提升企业形象及品牌价值，有效提振资本市场影响力。发行基础设施公募 REITs 能够显现公司持有优质医药物流仓储资产的公允价值，进而提升公司的市场价值。REITs 从多方面赋能公司，实现双上市平台的协同共赢。

REITs 及 Pre-REITs 基金如成功发行有望提升公司 ROE，为股东带来更高回报。2024 年 11 月公司公告称 Pre-REITs 将力争于 2024

年内完成首批资产的交割，根据初步测算，如 Pre-REITs 年内完成交割，预计将带来 3~4% 的 ROE 贡献，公司 2024 年加权平均 ROE 有望超 12%。

● 盈利预测及投资建议

公司批发业务稳增长的同时，“三新两化”战略有序推进，REITs 拟发行将加快资金周转，高毛利业务获资金助力有望提速，公司有望迎来估值重塑。假设 2024 年 Pre-REITs 完成发行，2025 年公募 REITs 完成发行，且不考虑后续新增 REITs 项目贡献，预计 2024~2026 年公司归母净利润分别为 29.61、29.69、30.45 亿元，当前股价对应 PE 分别为 9.35、9.32、9.09 倍，考虑到公司 REITs 项目扩募性强，2025-2026 年业绩有望超预期，维持“买入”评级。

● 风险提示：

基金发售失败风险；基金项目收益不达预期风险；基础设施项目客户违约风险等。

■ 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	158047	171036	185247
增长率(%)	6.92	5.27	8.22	8.31
EBITDA（百万元）	5038.43	5793.53	5827.90	5881.00
归属母公司净利润（百万元）	2174.04	2961.49	2969.32	3044.59
增长率(%)	4.27	36.22	0.26	2.54
EPS(元/股)	0.43	0.59	0.59	0.60
市盈率 (P/E)	12.73	9.35	9.32	9.09
市净率 (P/B)	1.15	1.01	0.94	0.89
EV/EBITDA	5.00	4.33	4.09	4.01

资料来源：公司公告，中邮证券研究所

目录

1 政策支持，行业需求持续提升，九州通 REITs 发行迎来重大机遇.....	5
1.1 国家政策支持 REITs 基金发展，九州通 REITs 发行迎来重大机遇.....	5
1.2 行业现状：药品需求稳健增长，优质医药物流仓储用地供给有限.....	7
2 医药仓储物流基础设施项目稀缺性强.....	9
2.1 基金拟采用“公募基金+专项计划+项目公司”的运行模式.....	9
2.2 稀缺性一：我国首单医药仓储物流基础设施公募 REITs，具有战略意义.....	11
2.3 稀缺性二：背靠民营医药流通龙头九州通，行业背景深厚，资产资质壁垒高打造护城河.....	11
2.4 稀缺性三：首批入池资产优质，盈利水平高，成长潜力大.....	12
2.5 稀缺性四：收益具备保障机制，产品扩募性强.....	16
3 公募 REITs 和 Pre-REITs 发行对九州通意义深远，基金与公司“双上市”有望重构估值.....	17
3.1 响应国家政策号召，深化投融资体制改革.....	17
3.2 REITs 赋能公司，实现双上市平台协同共赢.....	17
3.3 搭建轻资产运营平台，加快重构公司轻资产运营商业模式.....	18
3.4 拓宽多元化权益融资渠道，建立资产开发良性循环.....	18
3.5 提升公司资产运营能力，实现多元化收益.....	18
4 盈利预测及投资建议.....	18
5 风险提示.....	19

图表目录

图表 1: 医药流通板块在医药行业中回款压力较大, 对资金需求高.....	5
图表 2: 自 2021 年起已成立 54 支 REITs 基金, 公募 REITs 发行已进入常态化.....	6
图表 3: 2017~2023 年我国七大类医药商品销售规模 CAGR 6.6%.....	8
图表 4: 2017~2023 年我国药品批发市场规模 CAGR 6.1%.....	8
图表 5: 全国医药物流费用近 5 年年均复合增长率达 10.3%.....	8
图表 6: 近年来我国医药物流仓储面积增长放缓.....	9
图表 7: 九州通医药仓储物流基础设施公募 REITs 整体架构图.....	9
图表 8: 九州通医药仓储物流基础设施公募 REITs 基金主要产品要素.....	10
图表 9: 项目估值约 11.70 亿元.....	10
图表 10: 2023 年我国医药批发 CR4 市占率 43.6%, 九州通市占率 6.31%.....	11
图表 11: 武汉东西湖项目基本情况.....	12
图表 12: 武汉东西湖项目地理位置优越, 可快速响应医药物流保供需求.....	13
图表 13: 历史业务主要以按存储单元计费和按面积计费两种方式为主.....	13
图表 14: 历史运营大部分客户采用存储单元计费模式.....	14
图表 15: 东西湖项目历史业绩增长稳健, 盈利能力强.....	14
图表 16: 项目运营主要有直租和承包运营两大模式.....	15
图表 17: 直租模式合同关系.....	15
图表 18: 承包运营模式合同关系.....	15
图表 19: 以托盘为租赁单元, 理论标准托盘容载数量为 128,511 个.....	16
图表 20: 基础设施项目已签订合同平均价格 (含综合服务管理费).....	16
图表 21: 2024~2025 年项目收益预测.....	16

1 政策支持，行业需求持续提升，九州通 REITs 发行迎来重大机遇

1.1 国家政策支持 REITs 基金发展，九州通 REITs 发行迎来重大机遇

医药流通行业整体资金需求大。医药流通行业是资金密集型产业，作为医药生产厂商与医疗机构、零售药店等主体的中间环节，行业整体资金压力较大。据 Wind 数据统计，2023 年医药行业整体应收账款周转天数为 84.93 天，经营活动产生的现金流量净额占营业收入比重 10.08%。其中医药流通板块应收账款周转天数为 98.40 天，在子板块中处于较高水平，经营活动产生的现金流量净额占营业收入比重 2.7%，为行业最低，板块资金压力大。

发行公募 REITs 对于九州通资金周转效率提升具备重大意义。九州通在传统批发业务基础上，积极布局总代总销、高值配送、第三方物流等多元业务，对于资金周转要求高。此外，民营企业在融资方面与国企相比优势较小，发行公募 REITs 对于公司资金周转意义重大。

为积极响应国家政策号召，有效盘活存量资产，2023 年 3 月九州通公告称拟以公司（含下属分子公司）拥有的医药物流仓储资产及配套设施为底层资产，开展基础设施领域不动产投资信托基金（REITs）的申报发行工作；2024 年 9 月 20 日公司向中国证监会、上海证券交易所提交了九州通医药仓储物流基础设施公募 REITs 的申报材料；2024 年 9 月 24 日，中国证监会和上海证券交易所正式受理了九州通公募 REITs 项目。

图表1：医药流通板块在医药行业中回款压力较大，对资金需求高

板块	2023 年应收账款周转天数 (整体法, 单位: 天)	2023 年经营活动产生的现金流量净额/营业收入(整体法, 单位: %)
医药生物	84.93	10.08
化学制药	69.71	13.72
中药 II	74.24	10.67
生物制品	118.14	11.65
医药商业	90.83	3.79
医药流通	98.40	2.70
线下药店	29.43	12.63
医疗器械	82.05	16.72
医疗服务	89.19	23.01

资料来源：Wind、中邮证券研究所

国家政策支持 REITs 基金发展，为九州通正式启动医药仓储物流基础设施公募 REITs 的发行工作带来重大机遇。近年来，国务院及相关部委和各级地方政府密集发布公募 REITs 相关支持政策，支持市场快速扩容；现如今公募 REITs 发行已进入常态化新阶段，这为九州通正式启动医药仓储物流基础设施公募 REITs 的发行工作带来重大机遇。2020 年 4 月 30 日，中国证监会、国家发改委联合发布《关于推进基础设施领域不动产投资信托基金（REITs）试点相关工作的通知》；2020 年 8 月 6 日，中国证监会正式公布《公开募集基础设施证券投资基金指引（试行）》，标志着境内公募 REITs 试点正式起步；2021 年 7 月 2 日，国家发改委发布了《国家发展改革委关于进一步做好基础设施领域不动产投资信托基金（REITs）试点工作的通知》；2022 年 5 月 25 日，国务院办公厅发布《国务院办公厅关于进一步盘活存量资产扩大有效投资

的意见》；2022年7月7日，国家发改委发布了《关于做好基础设施领域不动产投资信托基金（REITs）新购入项目申报推荐有关工作的通知》；2023年3月7日，中国证监会发布《关于进一步推进基础设施领域不动产投资信托基金（REITs）常态化发行相关工作的通知》。

据Wind统计，我国当前沪深公募REITs基金总计54支，底层资产类型以能源基础设施、交通基础设施、园区基础设施等为主，基金规模8~95亿，公募REITs发行已进入常态化。

图表2：自2021年起已成立54支REITs基金，公募REITs发行已进入常态化

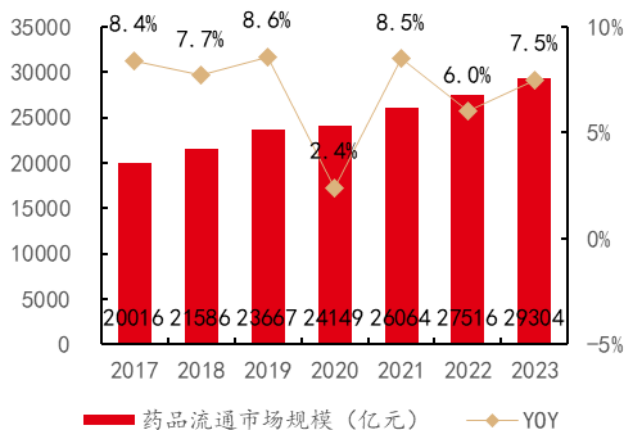
序号	代码	名称	年初至今涨跌幅	基金规模(合计, 亿元)	管理公司	基金成立日	平均年化收益率	资产类型
1	180402.SZ	工银蒙能清洁能源 REIT	0.00%	0.00	工银瑞信基金	-	0.00%	能源基础设施
2	508010.SH	中金重庆两江 REIT	0.00%	0.00	中金基金	-	0.00%	园区基础设施
3	180801.SZ	中航首钢绿能 REIT	6.91%	9.56	中航基金	20210607	1.34%	生态环保
4	180301.SZ	红土创新盐田港 REIT	-10.10%	21.58	红土创新基金	20210607	2.94%	仓储物流
5	508006.SH	富国首创水务 REIT	22.02%	15.40	富国基金	20210607	2.31%	生态环保
6	508001.SH	浙商沪杭甬 REIT	2.33%	30.31	浙商资管	20210607	-0.08%	交通基础设施
7	508000.SH	华安张江产业园 REIT	0.57%	27.78	华安基金	20210607	2.20%	园区基础设施
8	508027.SH	东吴苏园产业 REIT	12.05%	32.93	东吴基金	20210607	1.86%	园区基础设施
9	508056.SH	中金普洛斯 REIT	1.54%	70.04	中金基金	20210607	1.42%	仓储物流
10	180101.SZ	博时蛇口产业园 REIT	26.84%	32.40	博时基金	20210607	2.64%	园区基础设施
11	180201.SZ	平安广州广河 REIT	10.95%	81.76	平安基金	20210607	2.13%	交通基础设施
12	508099.SH	建信中关村 REIT	3.39%	23.37	建信基金	20211203	-4.35%	园区基础设施
13	180202.SZ	华夏越秀高速 REIT	8.19%	18.92	华夏基金	20211203	1.80%	交通基础设施
14	508018.SH	华夏中国交建 REIT	0.98%	89.38	华夏基金	20220413	0.77%	交通基础设施
15	508008.SH	国金中国铁建 REIT	17.05%	41.20	国金基金	20220627	1.96%	交通基础设施
16	180401.SZ	鹏华深圳能源 REIT	8.52%	34.05	鹏华基金	20220711	8.88%	能源基础设施
17	180501.SZ	红土创新深圳安居 REIT	18.83%	12.22	红土创新基金	20220822	1.84%	保障性租赁住房
18	508058.SH	中金厦门安居 REIT	27.49%	12.74	中金基金	20220822	1.81%	保障性租赁住房
19	508068.SH	华夏北京保障房 REIT	28.64%	12.41	华夏基金	20220822	2.17%	保障性租赁住房
20	180102.SZ	华夏合肥高新 REIT	10.36%	14.76	华夏基金	20220920	1.77%	园区基础设施
21	508021.SH	国泰君安临港创新产业园 REIT	-2.57%	8.20	国泰君安资管	20220922	2.74%	园区基础设施
22	508088.SH	国泰君安东久新经济 REIT	4.16%	14.99	国泰君安资管	20220923	2.72%	园区基础设施
23	508066.SH	华泰江苏交控 REIT	-0.46%	19.58	华泰证券资管	20221103	-13.76%	交通基础设施
24	508009.SH	中金安徽交控 REIT	2.02%	92.83	中金基金	20221111	-0.66%	交通基础设施
25	508077.SH	华夏基金华润有巢 REIT	14.34%	11.44	华夏基金	20221118	0.67%	保障性租赁住房
26	180103.SZ	华夏和达高科 REIT	7.03%	13.51	华夏基金	20221216	0.92%	园区基础设施
27	508098.SH	嘉实京东仓储基础设施 REIT	-17.93%	16.43	嘉实基金	20230111	-0.67%	仓储物流
28	508028.SH	中信建投国家电投新能源 REIT	10.93%	73.74	中信建投基金	20230320	3.02%	能源基础设施
29	508096.SH	中航京能光伏 REIT	15.62%	26.96	中航基金	20230320	5.64%	能源基础设施
30	508019.SH	中金湖北科投光谷 REIT	10.81%	15.50	中金基金	20230609	0.77%	园区基础设施
31	508007.SH	中金山东高速 REIT	0.00%	26.22	中金基金	20231016	1.44%	交通基础设施
32	508031.SH	国泰君安城投宽庭保租房 REIT	0.00%	30.90	国泰君安资管	20231227	1.47%	保障性租赁住房

33	508011.SH	嘉实物美消费 REIT	0.00%	9.69	嘉实基金	20240131	2.02%	消费基础设施
34	508017.SH	XD 华夏金茂商业 REIT	0.00%	10.66	华夏基金	20240131	0.77%	消费基础设施
35	180601.SZ	华夏华润商业 REIT	0.00%	68.57	华夏基金	20240207	0.12%	消费基础设施
36	508033.SH	易方达深高速 REIT	0.00%	19.31	易方达基金	20240312	1.05%	交通基础设施
37	508026.SH	嘉实中国电建清洁能源 REIT	0.00%	10.69	嘉实基金	20240315	-0.13%	能源基础设施
38	180602.SZ	中金印力消费 REIT	0.00%	32.65	中金基金	20240416	0.24%	消费基础设施
39	508086.SH	工银河北高速 REIT	0.00%	57.00	工银瑞信基金	20240618	0.00%	交通基础设施
40	508089.SH	华夏特变电工新能源 REIT	0.00%	11.71	华夏基金	20240619	0.00%	能源基础设施
41	180302.SZ	华夏深国际 REIT	0.00%	14.94	华夏基金	20240625	0.00%	仓储物流
42	508015.SH	中信建投明阳智能新能源 REIT	0.00%	12.83	中信建投基金	20240705	0.00%	能源基础设施
43	508002.SH	华安百联消费 REIT	0.00%	23.32	华安基金	20240711	0.00%	消费基础设施
44	508005.SH	华夏首创奥莱 REIT	0.00%	19.76	华夏基金	20240814	0.00%	消费基础设施
45	508022.SH	博时津开产业园 REIT	0.00%	12.00	博时基金	20240828	0.00%	园区基础设施
46	180105.SZ	易方达广开产业园 REIT	0.00%	20.59	易方达基金	20240829	0.00%	园区基础设施
47	180603.SZ	华夏大悦城商业 REIT	0.00%	33.24	华夏基金	20240903	0.00%	消费基础设施
48	180303.SZ	华泰宝湾物流 REIT	0.00%	12.19	华泰证券资管	20240913	0.00%	仓储物流
49	180502.SZ	招商基金蛇口租赁住房 REIT	0.00%	13.69	招商基金	20240926	0.00%	保障性租赁住房
50	508003.SH	中金联东科创 REIT	0.00%	16.17	中金基金	20241017	0.00%	园区基础设施
51	508069.SH	华夏南京交通高速公路 REIT	0.00%	27.27	华夏基金	20241017	0.00%	交通基础设施
52	180203.SZ	招商高速公路 REIT	0.00%	34.97	招商基金	20241017	0.00%	交通基础设施
53	180701.SZ	银华绍兴原水水利 REIT	0.00%	17.02	银华基金	20241028	0.00%	水利设施
54	508097.SH	华泰南京建邺 REIT	0.00%	10.22	华泰证券资管	20241111	0.00%	园区基础设施

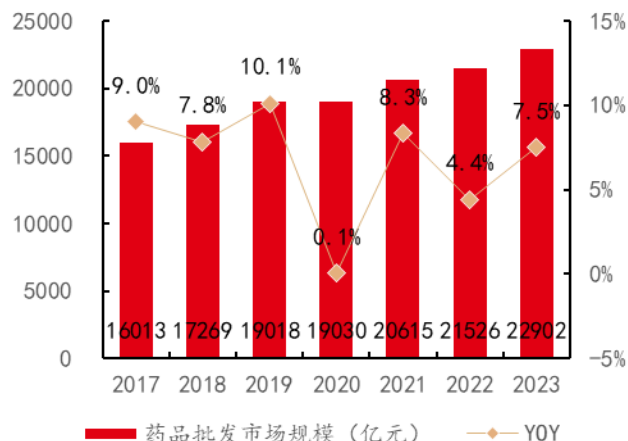
资料来源：Wind、中邮证券研究所

1.2 行业现状：药品需求稳健增长，优质医药物流仓储用地供给有限

需求方面，医药流通行业规模稳健增长，带动医药物流市场稳定增长。医药物流行业是上游医药产品生产向下游消费需求传递的中间环节，医药商品消费需求的稳定增长能够带动医药物流市场稳定增长。根据商务部《药品流通行业运行统计分析报告》数据，2017~2023 年我国七大类医药商品销售总额持续稳健增长，由 2017 年的 20016 亿元增长至 2023 年的 29304 亿元，CAGR 为 6.6%。细分市场来看，药品批发为我国医药商品销售额的主要来源，药品批发市场规模由 2017 年的 16013 亿元增长至 2023 年的 21516 亿元，CAGR 为 6.1%。

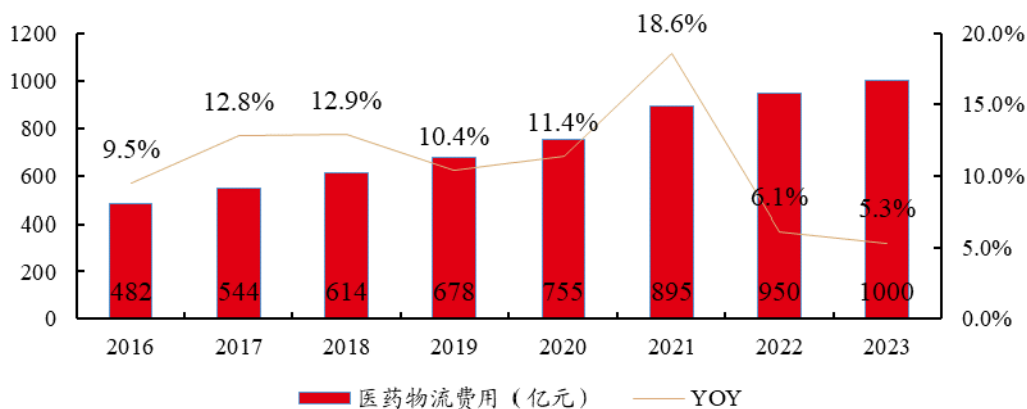
图表3：2017~2023年我国七大类医药商品销售规模 CAGR 6.6%


资料来源：商务部《药品流通行业运行统计分析报告》、中邮证券研究所

图表4：2017~2023年我国药品批发市场规模 CAGR 6.1%


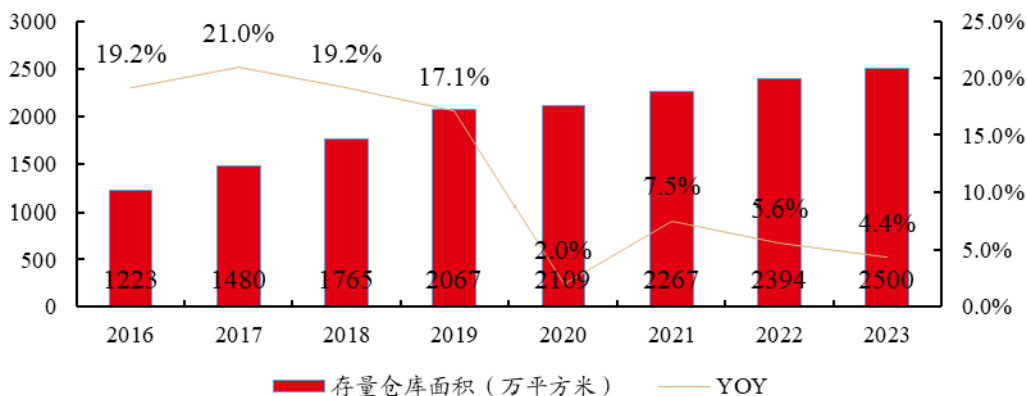
资料来源：商务部《药品流通行业运行统计分析报告》、中邮证券研究所

医药物流费用主要包含国内医药商业流通过程中产生的物流费用、零售药店线上售物流费用以及进口药品国内流通中产生的物流费用等。2016~2023年，全国医药物流费用总额保持持续增长趋势。根据中物联医药物流分会不完全统计，预计2023年全国医药物流费用总额约1,000亿元，同比增长约5.3%，近5年年均复合增长率达10.3%，高于药品批发市场规模增速水平。

图表5：全国医药物流费用近5年年均复合增长率达10.3%


资料来源：公司公告、中物联医药物流分会、仲量联行、中邮证券研究所

供给方面，近年来我国仓储用地供给增长放缓。医药仓储建设受前期公共卫生事件影响有所放缓，医药物流仓储面积增速整体下降。截至2023年底，我国医药物流仓储面积为2,500万平方米，较上年增长4.4%，增速连年连续放缓。医药仓储设施建设周期相对较长，在优质仓储用地供给有限的背景下，预计未来医药物流仓储面积供应较难出现大幅增长。

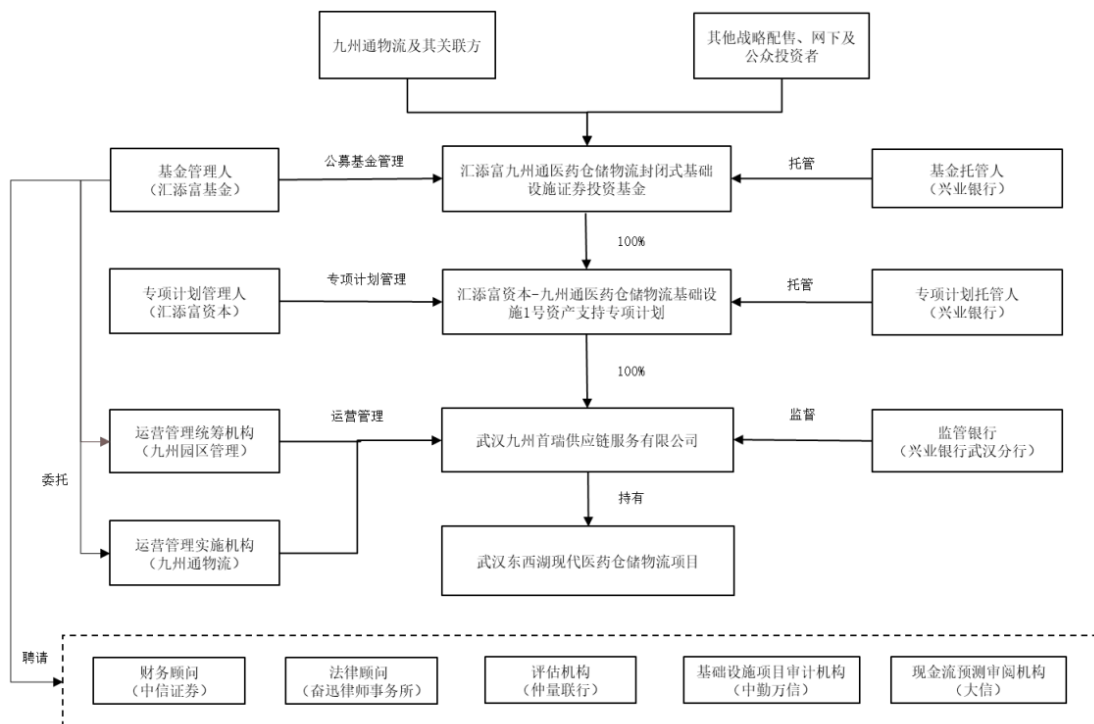
图表6：近年来我国医药物流仓储面积增长放缓


资料来源：公司公告、中物联医药物流分会、仲量联行、中邮证券研究所

2 医药仓储物流基础设施项目稀缺性强

2.1 基金拟采用“公募基金+专项计划+项目公司”的运行模式

本次拟采用“公募基金+专项计划+项目公司”的模式设计产品交易结构，该基金通过资产支持专项计划持有项目公司股权实现对基础设施资产的控制，基础设施资产为武汉东西湖现代医药仓储物流项目，具体包括医药仓储综合楼、医药仓储分拣中心、医药仓储保障中心1号楼、医药仓储保障中心2号楼、医药仓储保障中心3号楼、医药仓储保障中心辅助用房，合计建筑面积约17.2万平方米，截至2024年3月31日，不动产评估值约11.70亿元。

图表7：九州通医药仓储物流基础设施公募REITs整体架构图


资料来源：《基金招募说明书（草案）》、中邮证券研究所

图表8：九州通医药仓储物流基础设施公募 REITs 基金主要产品要素

产品要素	具体内容
基金类型	契约型、公开募集基础设施证券投资基金。
基金运作类型	封闭式运作，向证券交易所申请上市交易。
拟募集资金金额（元）	1,176,932,359.57
原始权益人九州通物流拟认购份额	拟定 34%
基金存续期间	基金存续期间：除基金合同另有约定外，本基金存续期限（即基金封闭期）为自基金合同生效之日起 39 年，本基金在此期间内封闭运作并在符合规定的情形下在上交所上市交易。存续期届满后，经基金份额持有人大会决议通过，本基金可延长存续期。否则，本基金终止运作并清算，无需召开基金份额持有人大会。
投资人安排	原始权益人或其同一控制下的关联方参与基础设施公募 REITs 份额战略配售的比例合计不得低于该次基金份额发售数量的 20%，其中发售总量的 20% 持有期自上市之日起不少于 60 个月，超过 20% 部分持有期自上市之日起不少于 36 个月，基础设施公募 REITs 份额持有期间不允许质押。专业机构投资者可以参与基础设施公募 REITs 份额战略配售，其持有期限自上市之日起不少于 12 个月。其他基础设施公募 REITs 份额通过场内发售、场外认购。
收益分配方式	在符合有关基金分配条件的情况下，基础设施公募 REITs 每年至少进行收益分配 1 次，每次收益分配的比例应不低于合并后基金年度可供分配金额的 90%。每一基础设施公募 REITs 份额享有同等分配权。法律法规或监管机关另有规定的，从其规定。
上市场所	上海证券交易所
投资目标	基础设施公募 REITs 主要投资于专项计划，并持有其全部份额；基础设施公募 REITs 通过资产支持证券的特殊目的载体取得基础设施项目公司全部股权，最终取得相关基础设施项目完全所有权。基础设施公募 REITs 通过主动的投资管理和运营管理，提升基础设施项目的运营收益水平，力争为基础设施公募 REITs 份额持有人提供稳定的收益分配及长期可持续的收益分配增长，并争取提升基础设施项目价值。
募集资金用途	用于偿还公司存量债务、新增基础设施项目投资及其它规定的用途等。

资料来源：公司公告、中邮证券研究所

图表9：项目估值约 11.70 亿元

序号	资产名称	建筑面积 (平方米)	评估方法 及权重	报酬率假设	评估总值(元)	(元/平均单价/平方米)
1	医药仓储综合楼	28,464.62				
2	医药仓储分拣中心	57,477.36				
3	医药仓储保障中心 1 号楼	33,100.42				
4	医药仓储保障中心 2 号楼	46,059.60	100% 收益法	7.75%	1,170,000,000	6,785
5	医药仓储保障中心 辅助用房	858.65				
6	医药仓储保障中心 3 号楼	6,487.14				
	合计/平均	172,447.79	-	-	1,170,000,000	6,785

资料来源：《基金招募说明书（草案）》、中邮证券研究所

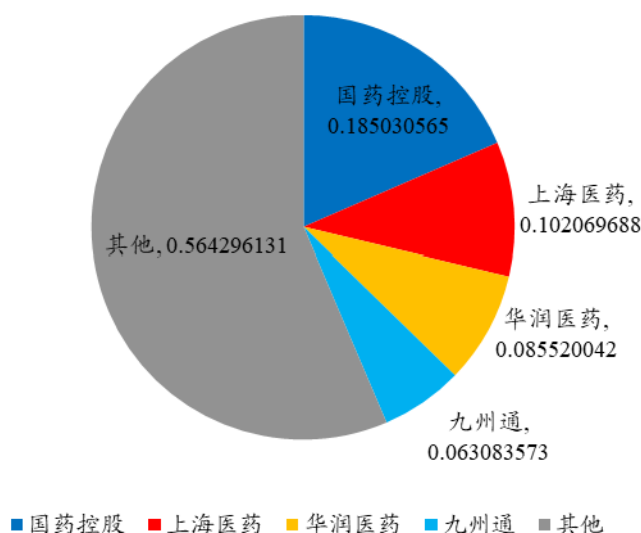
2.2 稀缺性一：我国首单医药仓储物流基础设施公募 REITs，具有战略意义

据 Wind 统计，我国当前沪深公募 REITs 基金总计 54 支，底层资产类型以能源基础设施、交通基础设施、园区基础设施等为主，暂无以医药物流仓储物流基础设施为底层资产的 REITs 基金。本项目有望成为国内医药物流仓储设施首单公募 REITs 以及湖北省首单民营企业公募 REITs，具有较强的示范效应和积极影响。

2.3 稀缺性二：背靠民营医药流通龙头九州通，行业背景深厚，资产资质壁垒高打造护城河

背靠民营医药流通龙头九州通，行业竞争力强。我国医药流通市场“国有 3+ 民营 1”格局成型，头部流通企业市场份额不断提升。2023 年我国医药流通行业 CR4（国药集团、上海医药、华润医药以及九州通）市占率由 2019 年的 40% 提升至 43.6%，我国医药流通市场“国有 3+ 民营 1”格局已然形成。九州通作为民营流通龙头企业，市占率由 2019 年 5.1% 提升至 2023 年 6.31%。在集采常态化、行业监管趋严的行业背景下，龙头集中度有望持续提升。《商务部关于“十四五”时期促进药品流通行业高质量发展的指导意见》提出，到 2025 年培育形成 1-3 家超五千亿元、5-10 家超千亿元的大型数字化、综合性药品流通企业，前 100 家药品流通企业主营业务收入占同期全国医药市场总规模的 98% 以上，这为九州通等龙头企业带来了发展机遇。进入行业较早、规模较大的医药物流仓储企业通过多年深耕市场积累了丰富的行业经验，通过长期为客户提供优质服务打通上下游渠道，逐渐形成其持续发展的稳固根基和核心竞争力。公募 REITs 基金运行有望依托九州通的行业竞争力实现稳健运行。

图表10：2023 年我国医药批发 CR4 市占率 43.6%，九州通市占率 6.31%



资料来源：商务部《药品流通行业运行统计分析报告》、iFinD、中邮证券研究所

医药物流资质及技术壁垒高，打造护城河。根据《药品物流服务规范》（GB/T30335—2023），医药物流服务应制定药品仓储、运输与配送、装卸与搬运、设施设备、信息系统、追溯、安全、应急、内审等操作流程；应具有与药品物流服务相适应的基础设施、设备工具及信息系统。信息系统应具备信息采集、处理、储存、传输、交换、追溯等功能。医药商品特殊性较强，对医

药流通过程提出了较高的技术要求，九州通作为行业内领先企业能够通过持续的技术迭代对信息系统优化升级，而后期进入者将面临一定劣势。

2.4 稀缺性三：首批入池资产优质，盈利水平高，成长潜力大

武汉东西湖项目业务辐射范围为全国。在运配服务方面，以九州通物流总部为管理中心，凭借覆盖全国 96% 的医药配送网络平台，快速响应客户需求，在干线运输、城市运输、预约送货、逆向物流等多元化、定制化物流运输服务中，为客户提供全程可视、可控、可达的专业医药配送服务。

图表11：武汉东西湖项目基本情况

项目要素	具体内容					
项目名称	武汉东西湖项目					
所在地	湖北省武汉市东西湖区					
所处行业	仓储业					
资产名称	医药仓储综合楼	医药仓储分拣中心	医药仓储保障中心 1 号楼	医药仓储保障中心 2 号楼	医药仓储保障中心辅助用房	医药仓储保障 3 号楼
产权名称	管控中心	分拣中心	保障中心 1 号楼	保障中心 2 号楼	辅助用房	保障中心 3 号楼
建设内容	医药仓库及配套	医药仓库及配套	医药仓库	医药仓库及配套	医药仓库辅助用房	医药仓库及配套
建筑规模（平方米）	28,464.62	57,477.36	33,100.42	46,059.60	858.65	6,487.14
建筑构成	A 栋：12 层 B 栋：12 层	5 层	12 层	5 层	1 层	5 层
用地性质	工业用地					
开工时间	2011 年	2013 年	2016 年	2016 年	2016 年	2017 年
竣工时间	2015 年	2015 年	2017 年	2018 年	2018 年	2021 年
运营起始时间	2015 年	2015 年	2017 年	2018 年	2018 年	2021 年
项目权属起止时间及剩余年限	2012 年 3 月 12 日起， 2062 年 3 月 11 日止， 剩余年限 37.94 年			2012 年 9 月 24 日起， 2062 年 9 月 23 日止， 剩余年限 38.48 年		

资料来源：《基金招募说明书（草案）》、中邮证券研究所

项目地理位置优越，周边多家医疗机构带来丰富医药物流需求，交通便利可辐射全国需求。武汉东西湖项目距东西湖区疾控中心直线距离约 5 公里，距武汉市疾控中心直线距离约 17 公里，30 公里范围内有多家武汉市三甲医院，可快速响应医药物流保供需求。项目距 G4 东西湖南桥出口直线距离约 3 公里，交通条件优越。临近武汉绕城高速，道路通达度好，交通便利可辐射全国需求。

图表12: 武汉东西湖项目地理位置优越, 可快速响应医药物流保供需求



资料来源:《基金招募说明书(草案)》、中邮证券研究所

此前东西湖园区以满足九州通物流自身的业务需求为主, 大部分客户采用存储单元计费模式。重组设立项目公司前, 九州通物流自持武汉东西湖项目并对其进行统一的物流业务经营, 主要为九州通集团下属的药品批发公司、器械公司和第三方的中小药品批发企业等提供仓储、分拣、包装和配送服务, 并收取相应费用。重组前武汉东西湖项目主要服务于九州通物流自身的业务需求, 确保药械产品能够高效、安全地存储和流转, 故此阶段并不涉及出租率。从计费模式来看, 大部分客户采用存储单元计费模式。

图表13: 历史业务主要以按存储单元计费和按面积计费两种方式为主

计费类型	模式简介	运营收入计算方式	主要使用客户类型
以存储单元计费	客户按照存储的件数、占用的托盘/货位/货架支付存储费	合同单价(元/存储单元/月) × 数量	大部分客户采用存储单元计费模式
以面积计费	客户按照面积支付存储费	合同单价(元/平方米/月) × 面积	具有专库需求的客户一般采用面积计费模式
其他方式计费	客户按照固定金额、重量、销售额的一定比例等方式支付存储费	固定费用; 合同单价 × 吨数; 销售额 × 合同费率	临时存放需求的客户一般采用固定金额计费模式; 中草药客户一般采用重量计费模式; 大部分食品、疫苗类客户采用出货量计费模式, 主要特征为出入库频率较高, 货值单价较高

资料来源:《基金招募说明书(草案)》、中邮证券研究所

图表14：历史运营大部分客户采用存储单元计费模式

	2021年			2022年			2023年			2024年第一季度		
	收入(万元)	客户数	收入占比	收入(万元)	客户数	收入占比	收入(万元)	客户数	收入占比	收入(万元)	客户数	收入占比
以存储单元计费	6,677.82	68	79.59%	7,473.53	76	82.95%	7,711.70	76	82.76%	1,721.09	71	85.24%
以面积计费	172.43	3	2.06%	139.38	4	1.55%	206.99	4	2.22%	59.22	4	2.93%
其他方式计费	1,539.96	169	18.35%	1,397.01	172	15.50%	1,399.16	165	15.02%	238.77	139	11.83%
合计	8,390.23	240	100.00%	9,009.92	252	100.00%	9,317.85	245	100.00%	2,019.08	214	100.00%

资料来源：《基金招募说明书（草案）》、中邮证券研究所

从历史业绩来看，业绩增长稳健，盈利能力强。2021~2023年东西湖园区物流收入和利润稳健增长，2023年实现营业收入9317.85万元，同比增长3.4%，实现净利润3923.42万元，同比增长7.7%，利润增速高于收入增速。该园区具备优秀的盈利能力，2021~2023年毛利率处于63%及以上，净利率提升至40%以上，自2021年起持续提升，2024年1~3月略有下滑与行业季节性波动有关，第一季度由于春节等因素行业处于淡季，预计全年盈利水平仍然可观。

图表15：东西湖项目历史业绩增长稳健，盈利能力强

类别	2021年	2022年	2023年	2024年1-3月
营业收入(万元)	8390.23	9009.92	9317.85	2019.08
营收YOY		7.4%	3.4%	
营业成本(万元)	3054.84	3115.10	3048.10	792.32
毛利率	63.6%	65.4%	67.3%	60.8%
净利润(万元)	3268.59	3641.55	3923.42	770.73
净利润YOY		11.4%	7.7%	
净利率	39.0%	40.4%	42.1%	38.2%
息税前摊销折旧前利润(EBITA)(万元)	6961.55	7374.3	7824.61	1651.22

资料来源：《基金招募说明书（草案）》、中邮证券研究所

REITs基础设施项目运营模式为项目公司提供仓储服务，九州通物流提供医药物流服务。九州通物流通过重组将武汉东西湖项目剥离至项目公司后，九州通物流与项目公司签署《仓库租赁协议》，整租武汉东西湖项目，建立租赁关系，租赁期限自2023年7月1日至2024年6月30日。本项目运营模式是基于武汉东西湖仓库资产，主要为药品批发公司、器械公司、药品零售连锁企业和第三方的中小药品批发企业、零售连锁药店、药械生产商和电商平台等公司提供药械和其他货品的储存场地及相应的综合服务。具体地，项目公司提供仓储服务，同时九州通物流提供分拣、配送以及信息系统服务等端到端的医药物流供应链一体化服务。

项目运营主要分为两大模式：直租模式和承包运营模式。直租模式由项目公司、九州通物流与委托客户签署《三方存储服务协议》，客户向项目公司支付存储费，并授权九州通物流使用项目存储区域。**承包运营模式**由项目公司与九州通物流签署《特定仓库租赁协议》(即“两方协议”)，九州通物流统一租赁东西湖仓库的部分区域，并统一为该客户提供仓储及物流服务。从租户结构上来看，截至2024年7月1日，直租模式项下共有32个客户已签署三方协议，

并约定货物均存放于阴凉库中，合同到期日均为 2029 年 6 月 30 日，客户类型主要为药械公司。办公区域和承包运营模式均只有九州通物流 1 个租户。

图表16：项目运营主要有直租和承包运营两大模式

运营模式	租赁区域	合同关系	计费模式	计费公式	租户结构
直租模式	医药仓库区域	项目公司、九州通物流与委托客户签署《三方存储服务协议》	以托盘计费为主要计费模式。 (注：截至招募说明书出具日，签署三方协议的客户均为“最低使用量+浮动”模式，即以全年实际使用量或最低使用量的孰高值结算)	存储费=计费单价(如元/托盘/月)*月/季使用量*使用时长	32 个客户已签署三方协议，客户类型主要为药械公司
	办公区域	由项目公司根据市场化原则，直接与客户签署有关租赁协议，收取相应的租金，目前办公区域全部由九州通物流租赁	以面积作为计费方式，主要按月/季度结算	租金=∑办公租金单价×租赁面积×实际租赁月数	1 个，九州通物流
承包运营模式	医药仓库区域	项目公司与九州通物流签署《特定仓库租赁协议》，九州通物流统一租赁东西湖仓库的部分区域，并统一为该类产品提供仓储及物流服务	统一按托盘数计费	租金=计费单价(元/托盘/月)*月均托盘数*使用时长	1 个，九州通物流

资料来源：《基金招募说明书（草案）》、中邮证券研究所

图表17：直租模式合同关系



图表18：承包运营模式合同关系



资料来源：《基金招募说明书（草案）》、中邮证券研究所 资料来源：《基金招募说明书（草案）》、中邮证券研究所

量的成长潜力：项目以托盘为租赁单元计费，托盘使用率呈提升趋势。本项目以托盘为租赁单元，理论标准托盘容载数量为 128,511 个。从托盘使用率来看，2023 年和 2024 年第一季度，自动化立体库 (AS/RS) 使用率分别为 63.9%和 75.3%，托盘使用率呈提升趋势，预计随着行业 s 药品需求整体提升，托盘使用率将保持提升趋势。此外，根据已签署的三方协议，服务期限前三年最低托盘使用数量每年增长 3.5%，存储费单价不变（北京好药师大药房连锁有限公司因租赁固定区域，故前三年最低托盘使用量无增长）。

图表19：以托盘为租赁单元，理论标准托盘容载数量为 128,511 个

库型	分类	标准托盘容载量
阴凉库立体库	自动化立体库 (AS/RS)	73,596
	穿梭车库	2,200
阴凉库平库	整件阴凉库	46,726
	拆零阴凉库	3,665
冷库平库	冷库	2,324
合计		128,511

资料来源：《基金招募说明书（草案）》、中邮证券研究所

价的成长潜力：租金具备提升空间。根据已签署的三方协议，服务期限后两年存储费单价每年增长 3.5%，最低托盘使用数量不变。且服务期到期前 18-12 月为续期协商期，在不低于 0%且不超过 3.5%/年的前提下，各方应参照 REITs 评估增长率协商确定续期期间的存储费增长率，即 5 年服务期限后租金仍有提升空间。

图表20：基础设施项目已签订合同平均价格（含综合服务管理费）

库型	2024 年 7 月 1 日起已签订合同平均价格	可比实例修正市场价格	可比实例市场价格区间
阴凉库	77.4 元/托盘/月	80.5 元/托盘/月	67.0-115.0 元/托盘/月
冷库	200.9 元/托盘/月	207.9 元/托盘/月	190.0-260.0 元/托盘/月
办公区域	20.7 元/平方米/月	22.4 元/平方米/月	21.0-24.0 元/平方米/月

资料来源：《基金招募说明书（草案）》、仲量联行、中邮证券研究所

根据基金管理人测算，预计 2024-2025 年项目营收分别约为 8208.88、8533.45 万元，可分配金额分别约为 4091.57、5650.07 万元，净现金流分派率分别约为 4.64%、4.80%。

图表21：2024~2025 年项目收益预测

	2024 年 4~12 月预测数	2024 年度预测数	2025 年度预测数
营业收入（万元）	6189.80	8208.88	8533.45
净利润（万元）	1141.20	1911.93	1880.43
息税前摊销折旧前利润（EBITA）（万元）	4393.40	6044.62	6287.53
本年可供分配金额（万元）	-	4091.57	5650.07
拟募集资金金额（万元）	117693.24		
净现金流分派率	-	4.64%	4.80%

资料来源：《基金招募说明书（草案）》、中邮证券研究所

2.5 稀缺性四：收益具备保障机制，产品扩募性强

收益具备保障机制，前 5 年有望保持收入 3.5%的复合增长率，5 年后续期仍有稳健增长预期。根据已签署的三方协议，服务期限内前三年最低托盘使用数量每年增长 3.5%，存储费

单价不变（北京好药师大药房连锁有限公司因租赁固定区域，故前三年最低托盘使用量无增长）；后两年存储费单价每年增长 3.5%，最低托盘使用数量不变。

原始权益人作为战略投资者保障项目稳定运营。原始权益人九州通物流或其同一控制下的关联方拟认购本基础设施 REITs 比例不少于 20%，拟定比例为 34%，其中 20% 的部分锁定期为五年，14% 的部分锁定期为三年，项目的稳定运营将切实影响原始权益人的利益。

九州通医药物流仓储资产规模庞大，为产品扩募奠定底层资产基础。九州通自成立以来，已积累了一定规模的医药仓储物流资产及配套设施，现已在全国 31 个省会城市及 110 个地级市拥有 141 个规模不等的高标准医药仓储物流设施，建筑总面积超 430 万平方米，其中 GSP 仓库 290 万平方米、冷库容量 11.51 万立方米，具备 1,532 万箱储存能力、1.66 亿箱吞吐能力，并拥有覆盖全国 96% 以上区域联网的物流网络资源。

Pre-REITs 提前为公募 REITs 扩募提供优质资产，构建“公募 REITs +Pre-REITs”多层次不动产权益资本运作平台。2024 年 6 月九州通公告称拟启动医药物流仓储资产 Pre-REITs 项目，为公司公募 REITs 后续扩募提前孵化和培育优质的医药物流仓储资产，本次 Pre-REITs 采用不动产私募股权投资基金（有限合伙）形式，由九州通作为基石投资人认购基金 20% 的份额，剩余 80% 面向合格投资者募集。首期 Pre-REITs 项目入池资产拟定为公司下属企业持有的位于上海、杭州、重庆的三处医药物流仓储资产及配套设施，合计总建筑面积约为 24 万平方米，账面净值约为 4.4 亿元，经初步评估，预计募集资金规模不超过 20 亿元（最终以发行结果为准）。截至 2024 年 11 月，九州通公告称已联合不动产私募基金管理人及相关中介机构，完成对 Pre-REITs 基金拟纳入资产池的尽职调查及基金方案设计。相关政府合规沟通及内部资产重组工作正在顺利推进，将力争于 2024 年内完成首批资产的交割。Pre-REITs 项目将比照基础设施公募 REITs 的要求对公司医药物流仓储资产及配套设施等底层资产进行筛选，并提前介入标的资产的运营和培育过程，以期形成无缝对接的滚动复投医药物流仓储设施的良性循环，以构建“公募 REITs +Pre-REITs”多层次不动产权益资本运作平台，推动九州通不动产证券化战略的快速转型。

3 公募 REITs 和 Pre-REITs 发行对九州通意义深远，基金与公司“双上市”有望重构估值

3.1 响应国家政策号召，深化投融资体制改革

发行基础设施公募 REITs 是公司积极响应国家经济政策号召，落实《关于进一步盘活存量资产扩大有效投资的意见》（国办发〔2022〕19 号）文件指导意见，推动盘活存量资产，深化投融资体制改革，促进基础设施投融资市场及规范化健康发展的重要举措。公司将所拥有且符合条件的医药物流资产及配套设施证券化，对于盘活公司存量资产，筹集资金扩大有效投资具有重要的意义。

3.2 REITs 赋能公司，实现双上市平台协同共赢

基础设施公募 REITs 作为公司重大转型战略之一，将帮助公司提升企业形象及品牌价值，有效提振资本市场影响力。发行基础设施公募 REITs 能够显现公司持有优质医药物流仓储资产的公允价值，进而提升公司的市场价值。REITs 从多方面赋能公司，实现双上市平台的协同共赢。

REITs 及 Pre-REITs 基金如成功发行有望提升公司 ROE，为股东带来更高回报。据公司初步测算，如公募 REITs 发行完成，预计将增加公司净利润不超过 7 亿元；如 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）。2024 年 11 月公司公告称 Pre-REITs 将力争于 2024 年内完成首批资产的交割，根据初步测算，如果年内完成，预计 Pre-REITs 将带来 3~4% 的 ROE 贡献，公司 2024 年加权平均 ROE 有望超 12%。

3.3 搭建轻资产运营平台，加快重构公司轻资产运营商业模式

基础设施公募 REITs 可成为公司盘活资产的平台，在首批入池医药物流仓储资产及配套设施发行成功后，可通过扩募的方式逐步盘活公司剩余的医药物流仓储资产及配套设施，加快资产流动性，为公司筹集更多的资金。在轻资产运营模式下，公司可以集中资金用于主营业务的快速发展。

3.4 拓宽多元化权益融资渠道，建立资产开发良性循环

基础设施公募 REITs 为公司拥有的医药物流仓储资产及配套设施盘活提供了全新的权益型融资方式，可减少公司对传统债务融资方式的依赖。基础设施公募 REITs 平台作为权益性融资通道，在盘活公司医药物流仓储资产及配套设施的同时，可以有效地降低公司负债率，并且为新投基础设施项目提供资金来源，最终实现存量资产和新增投资的良性循环。

3.5 提升公司资产运营能力，实现多元化收益

通过发行基础设施公募 REITs 产品引入社会资本参与新增医药物流项目投资，可有效提高公司对基础设施资产的投资能力和持续运营能力，有助于提升公司对医药物流仓储资产及配套设施的市场化管理水平，进一步促进公司在资产运营方面形成一种新的商业模式，并获得良好的经营效益。公司通过基础设施公募 REITs 获得资产增值及分红回报、运营管理收入等，有助于公司业绩的提升。

4 盈利预测及投资建议

我们认为公司业绩驱动因素包含以下几个方面：

第一，在集采常态化、两票制深入发展的新形势下，行业竞争加剧，集中度有望进一步提升，头部流通企业迎来发展机遇，公司作为民营医药流通企业龙头，传统批发业务有望通过打开此前相对空白的院内市场领跑行业增速。

第二，公司推行“新产品、新零售、互联网医疗”新战略落地，总代总销、“万店加盟”、电商平台等业务有望构筑新的利润增长曲线。

第三，公司依托约 330 多万平方米的医药物流仓储资产及配套设施为底层资产，拟分批发行 (REITs)，以盘活公司庞大的医药仓储物流资产及配套设施，重构公司轻资产运营商业模式，加快资产流动性，以提升公司资产运营能力，实现多元化收益。

公司批发业务稳增长的同时，“三新两化”战略有序推进，REITs 拟发行将加快资金周转，高毛利业务获资金助力有望提速，公司有望迎来估值重塑。假设 2024 年 Pre-REITs 完成发行，2025 年公募 REITs 完成发行，且不考虑后续新增 REITs 项目贡献，预计 2024~2026 年公司归

母净利润分别为 29.61、29.69、30.45 亿元，当前股价对应 PE 分别为 9.35、9.32、9.09 倍，考虑到公司 REITs 项目扩募性强，2025-2026 年业绩有望超预期，维持“买入”评级。

5 风险提示

基金发售失败风险；基金项目收益不达预期风险；基础设施项目客户违约风险等。

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	158047	171036	185247	营业收入	6.9%	5.3%	8.2%	8.3%
营业成本	138029	145089	156801	169728	营业利润	5.9%	40.9%	0.5%	1.7%
税金及附加	432	412	455	503	归属于母公司净利润	4.3%	36.2%	0.3%	2.5%
销售费用	4416	4662	5217	5650	获利能力				
管理费用	2818	3445	3831	4248	毛利率	8.1%	8.2%	8.3%	8.4%
研发费用	197	220	291	315	净利率	1.4%	1.9%	1.7%	1.6%
财务费用	1179	917	828	709	ROE	9.1%	10.8%	10.1%	9.8%
资产减值损失	-71	-50	-53	0	ROIC	7.3%	8.2%	7.8%	7.7%
营业利润	3023	4260	4281	4355	偿债能力				
营业外收入	64	52	57	58	资产负债率	68.2%	66.6%	66.4%	66.1%
营业外支出	96	82	89	86	流动比率	1.26	1.31	1.33	1.33
利润总额	2991	4230	4249	4327	营运能力				
所得税	701	1058	1062	1082	应收账款周转率	5.74	5.74	5.52	5.70
净利润	2290	3173	3187	3245	存货周转率	7.40	7.21	7.47	7.41
归母净利润	2174	2961	2969	3045	总资产周转率	1.62	1.64	1.67	1.72
每股收益(元)	0.43	0.59	0.59	0.60	每股指标(元)				
资产负债表					每股收益	0.43	0.59	0.59	0.60
货币资金	16949	16329	17109	16008	每股净资产	4.76	5.45	5.85	6.18
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	30672	31828	33711	PE	12.73	9.35	9.32	9.09
预付款项	4129	5445	5922	5953	PB	1.15	1.01	0.94	0.89
存货	20114	20144	21822	23973	现金流量表				
流动资产合计	75625	81336	86334	90405	净利润	2290	3173	3187	3245
固定资产	8080	8673	9107	9423	折旧和摊销	816	647	751	846
在建工程	635	485	335	158	营运资本变动	488	-2358	-118	-1151
无形资产	1895	1846	1779	1784	其他	1154	334	579	871
非流动资产合计	17164	18141	18975	19452	经营活动现金流净额	4748	1795	4398	3811
资产总计	92789	99477	105309	109857	资本开支	-885	-253	-445	-1024
短期借款	10122	8721	7443	6093	其他	-476	-230	-376	-289
应付票据及应付账款	40101	43404	46683	50206	投资活动现金流净额	-1361	-482	-821	-1313
其他流动负债	9843	10116	10937	11435	股权融资	2579	0	0	0
流动负债合计	60066	62240	65063	67733	债务融资	-51	-1030	-471	-1350
其他	3246	4043	4850	4850	其他	-4765	-901	-2326	-2248
非流动负债合计	3246	4043	4850	4850	筹资活动现金流净额	-2237	-1931	-2797	-3598
负债合计	63312	66283	69912	72583	现金及现金等价物净增加额	1149	-620	780	-1101
股本	3909	5042	5042	5042					
资本公积金	6353	5220	5220	5220					
未分配利润	12695	14247	15788	17007					
少数股东权益	5494	5705	5922	6123					
其他	1026	2979	3425	3881					
所有者权益合计	29477	33194	35397	37273					
负债和所有者权益总计	92789	99477	105309	109857					

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