

( 报告出品方/分析师：国盛证券 张金洋 )

## 一、九州通：转型升级的民营医药流通龙头

### 1.1 立足医药大健康，构筑千亿业务平台

九州通成立于2000年，是科技驱动型的全链医药产业综合服务商。

公司立足于医药流通、物流服务及医疗健康等大健康行业，主营业务包括数字化医药分销与供应链服务、总代品牌推广服务、医药工业及贴牌业务、数字零售、智慧物流与供应链解决方案、医疗健康与技术增值服务六大方面。

### 1.2 收入规模不断提升，业绩稳步增长

公司创收实力强劲，持续转型升级推动业绩稳步提升。

从 2011 年上市到 2021 年，公司营收规模由 248.39 亿元增长至 1224.07 亿元，年均复合增长率为 17%；归母净利润由 3.74 亿元增长至 24.48 亿元，年均复合增长率为 21%。

十年间，公司营收保持稳定增长，经营能力与效率不断提高，利润增速超过营收增速，主要系持续实施由传统医药分销业务线数字化、平台化、互联网化业务的转型升级。

2018 年归母净利润较 2017 年同期减少 7.26%，主要由于 2017 年公司获得高额土地赔偿款，2017 年同期非经常损益金额大幅增加致使基数较高；2021 年归母净利润较 2020 年同期减少 20.38%，主要系部分疫情品种销售同比减少，税费减免、低息贷款等优惠政策在 2021 年下半年结束所致。

公司回款速度较快，现金流情况向好。

流通企业对接位于产业链上游的药企和下游的医院，而两者之间存在账期差，行业存在“垫资”属性。

在医药流通行业，公司的应收账款周转率相对较高，回款速度较快，能较好控制风险。

经营性现金流方面，由于 2017 年 9 月全国开始全面推广药品零加成，医院收入下滑导致公司回款受到影响，2017 年公司经营性现金净流量出现负值。随着边际影响逐渐减弱，带量采购常态化后要求医院回款时不超过 30 天，公司现金流情况已从 2019 年开始好转。

## 二、行业集中度不断提升，院外市场迎来新机遇

### 2.1 医药流通行业集中度提升，龙头市场份额不断增加

市场规模恢复性增长。2020 年医药需求下降，流通行业增速放缓，根据商务部《药品流通行业运行统计分析报告》，2021 年全国七大类医药商品实现销售总额 26064 亿元，扣除不可比因素同比增长 8.5%，医药流通市场增速已逐渐恢复至疫情前水平。

2020 年我国前 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 73.7%，其中九州通等 4 家全国龙头企业主营业务收入占同期全国医药市场总规模的 42.6%。

《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“千亿级”收入规模的龙头企业带来了发展机遇。

截至 2022H1，公司总代药品品规达 1125 个，总代医疗器械达 381 个，共计实现销售收入 62.25 亿元，同比增长 7.85%；实现毛利 9.03 亿元，同比增长 47.15%。

总代品牌推广业务毛利较高，2022H1 毛利率为 14.50%，毛利占比为 16.68%，预计对公司的业绩贡献度将持续提升。

### 3.2 搭建数字化平台，承接全渠道流量

随着互联网医疗的飞速发展，医药流通渠道被不断拓宽，通过打造线上、线下相结合的服务平台，公司有望全面承接各方流量。

在公司打造的医药供应链服务平台中，作为中间枢纽，公司提供的平台服务能连接上游生产企业（F 端），以及下游 B 端客户（包括医疗机构、药店、诊所、快消品店、政府采购集团等）和 C 端用户，实现 B2B、B2C、O2O 全场景应用，全面承接各渠道流量。

“万店联盟” + “幂健康” 平台全场景赋能 C 端用户。

“万店联盟” 赋能方面，公司利用自主研发的“幂店通”系统与联盟药店的 ERP 系统对接，赋能药店进行品类管理、会员管理，推进总代品牌营销等，同时依托“幂健康”平台从互联网医院、互联网电商、实体医院、商业保险机构向联盟药店导流订单，形成直接触达 C 端用户的数字化平台。

“幂健康”平台建设方面，九州通旗下健康科技集团取得了互联网医院牌照，完成“幂健康”平台（包括医生端、药店端、个人用户端）开发，启动面向商保公司 SAAS 产品（即“幂保”）研发工作，构建了包括实体医疗机构、互联网医院、互联网医疗平台、医生患者、零售药店、商业保险公司及上游工业企业等行业生态合作伙伴的综合服务平台，形成面向 C 端消费者线上线下相结合的大健康服务闭环。

优质物流仓储资产获市场认可，有望促进公司市场价值提升。

公司自成立以来，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物流仓储设施。

公司现拥有近 6600 多亩地，建筑总面积超过 420 万平方米，其中，符合国家 GSP 标准的仓储设施为 268 万平方米，包含 519 个冷库（面积 4.5 万平方米，容积 10.5 万立方米）以及配套设施 70 万平方米。

本次拟在湖北选取部分医药物流仓储资产及配套设施作为首批入池资产，有效验证了公司资产的优质性，有望促进公司市场价值提升。

## 四、破除行业认知差，未来业绩有迹可循

在市场一直以来的认知中，九州通的主营业务就是单纯的批发配送，业务具备低毛利率、现金流差、固定资产投资大等特征，这些特征也是市场不愿意投资流通企业的核心原因。

但我们认为，市场对于公司的认知存在巨大偏差，导致公司整体估值被显著低估。随着公司基础设施公募 REITs 战略逐步落地，高毛业务的利润占比不断提升，市场将逐渐意识到公司多年投入积累的平台价值、延伸能力，推动公司价值重估。

### 认知差

1：多年的固定资产投入投出了什么？未来还需要大规模的固定资产投入吗？

公司多年的固定资产投入打造的是全国首屈一指的智能化物流系统，该系统能充分应对 to B 端和 to C 端的需求。

□ 从宏观上来看，公司目前具备 31 座枢纽型的中央配送中心、110 座区域配送中心，常温配送网络、冷链配送网络分别覆盖全国 96%、95% 的地区，是医药行业中唯一打通各个仓储中心信息系统，能做到统一调配的医药物流公司。

□ 从微观上来看，公司的物流系统具备数字化、智能化的两大特征。

1) 数字化方面，

公司下设的九州云仓公司管理九州云仓系统，构建了全景数智物流理论模型，可以应用于全链路实时的可视跟踪、主动预警防范、智能调度、协同控制、数据驱动决策、自动分析诊断，实现全景数字化运营管控。

2) 智能化方面，

公司下设的九州云智公司可构建产品自由组合、应用灵活扩展、场景广泛适配的一体化智能物流解决方案，赋能物流生产能力。

目前研发成功并投入使用的数字智能物流装备包括：  
重载式穿梭车、全向式穿梭车、变量式穿梭车、高速式穿梭车、潜入式 AGV、滚筒式 AGV 等。

公司的全国物流网络体系已经形成，固定资产投入的高峰期已过，同时由于 REITs 战略逐步落地，未来有望实现存量资产和新增投资的良性循环。

近年来公司固定资产投资已进入相对稳定的阶段，且因政府收回土地使用权，公司陆续收到土地补偿款。

在 REITs 战略实施下，公司多年固定资产投资的价值充分显现，REITs 平台作为权益性融资通道，通过盘活已有固定资产，能为新投资项目提供资金，实现良性循环。

### 认知差 3：九州通是不是一家单纯的物流配送企业？

从 2018 年公司开始发展总代推广业务并拓展互联网渠道以来，公司已经逐渐开始从低毛的配送业务向高毛业务转型。

□  
从逻辑上来看，  
公司一方面向上游的中药饮片、医疗器械拓展自有品牌，从制造端要毛利率；另一方面向下游发展更加贴近于 C 端，包括总代推广业务和互联网的 B2C\O2O 业务，核心本质都是在产业链中承担更多销售职能，从而提升毛利率。

□ 从毛利率变化的结果来看，公司 2022 前三季度的毛利率已经从 2011 年的 6.05% 提升至 7.80%，主要就是由高毛业务占比提升所致。

### 1) 估值

公司是国内医药流通行业的龙头之一，在数字化转型升级方面具备绝对优势，在政策推动行业集中度提高的大背景下，公司强者恒强，具备稳健发展实力。

公司多年积累，打造了极为稀缺的医药商业平台，业务内容不断拓宽，新零售战略、总代产品、互联网战略将为公司带来多个业绩增长点。

此外，随着 REITs 战略逐步落地，公司有望重构轻资产运营商业模式，改变市场固有印象，促进公司价值重估。

选取医药流通企业、以品牌运营为特色的 CSO 公司、连锁药店作为可比公司，我们认为公司合理估值为 15X，对应 2023 年目标市值 446 亿。