

九州通 (600998)

2024 年年报及 2025 年一季报点评: 三新两化战略成效显著, “公募+私募” Reits 平台开启轻资产化运营

买入 (维持)

2025 年 05 月 05 日

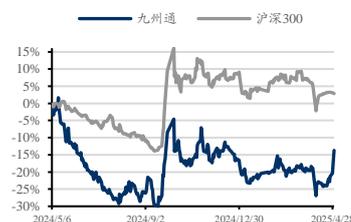
证券分析师 朱国广
执业证书: S0600520070004
zhugg@dwzq.com.cn
证券分析师 冉胜男
执业证书: S0600522090008
ranshn@dwzq.com.cn
证券分析师 苏丰
执业证书: S0600525040005
suf@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入 (百万元)	150,140	151,810	165,919	181,323	197,954
同比 (%)	6.92	1.11	9.29	9.28	9.17
归母净利润 (百万元)	2,174	2,507	2,809	3,158	3,529
同比 (%)	4.27	15.33	12.03	12.42	11.75
EPS-最新摊薄 (元/股)	0.43	0.50	0.56	0.63	0.70
P/E (现价&最新摊薄)	12.15	10.54	9.41	8.37	7.49

投资要点

- **事件:** 公司发布 2024 年年报及 2025 年一季报, 2024 年实现收入 1518.10 亿元 (+1.11%, 同比, 下同), 归母净利润 25.07 亿元 (+15.33%), 扣非归母净利润 18.14 亿元 (-7.47%)。2025 年一季度实现收入 420.16 亿元 (+3.82%), 归母净利润 9.70 亿元 (+80.38%), 扣非归母净利润 5.07 亿元 (-2.76%)。
- **25Q1 受公募 reits 募资并表利润增速较快。** 公司 25Q1 归母净利润增速较快, 原因系公募 REITS 贡献 4.38 亿元投资收益。公司 2024 年实现销售毛利率 7.80% (-0.27pp), 销售净利率 1.84% (+0.31pp)。2024 销售/管理/研发/财务费用率分别为 2.89%/1.91%/0.10%/0.77%, 同比变化-0.05/+0.03/-0.03/-0.02pp。2025Q1 销售毛利率 7.33% (+0.13pp), 销售净利率 2.41% (+1.07pp), 销售/管理/研发/财务费用率分别为 2.79%/1.68%/0.09%/0.56%, 同比变化+0.24/+0.07/-0.02/-0.14pp。
- **“三新”持续赋能院外渠道竞争力。** 1) **新产品战略:** 2024 年公司 CSO 收入 192.67 亿元, 累计引进药品及器械品规数 2247 个, 其中过亿单品 52 个; 工业自产及 OEM 业务收入 30.07 亿元 (+21.49%)。公司预计未来三年内 CSO 收入占比达 20%, 毛利额占比达 50%。2) **新零售战略:** 截至 2024 年底, 公司好药师门店数量超 2.9 万家, 全年收入 53.92 亿元, ToC 端收入 29.66 亿元 (含 B2C 电商总代总销), 积累 C 端用户超 3500 万, 从快速扩张调整至提质增效。3) **新医疗战略:** 截至 2025Q1, 公司“九医诊所”会员店数已达 1377 家 (公司预计 2025 年超 2000 家), 公司在诊所终端渠道的覆盖率进一步提升。
- **“两化”有望显著改善公司运营效率。** 1) **数字化:** 公司持续加大数字化研发投入, 2024 年达 3.46 亿元 (+24.32%), 2024 年建设实施的数字化及 AI 智能化项目达 47 个, 并分别于阿里云、腾讯云等进行了合作, 公司目前基本实现从采购、仓储、配送到终端服务的全流程数字化管理。2) **不动产证券化:** 已构建“公募 reits+私募 reits”双平台, 引入稀缺权益资金。首批募资合计 28 余亿元, 成功盘活公司部分医药仓储物流资产配套设施。我们认为随着公司首批 reits 成功落地, 轻资产化模式有望跑通, 未来将持续改善公司现金流, 实现主营业务稳健增长。
- **盈利预测与投资评级:** 我们维持公司 2025-2026 年归母净利润为 28.09/31.58 亿元, 预计 2027 年为 35.29 亿元, 对应当前市值的 PE 为 9/8/7 倍。公司“三新两化”战略成效显著, 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。

股价走势



市场数据

收盘价(元)	5.41
一年最低/最高价	4.35/8.60
市净率(倍)	1.03
流通 A 股市值(百万元)	27,279.76
总市值(百万元)	27,279.76

基础数据

每股净资产(元,LF)	5.25
资产负债率(% ,LF)	68.06
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): 2024 年三季报点评: 业绩逐季向好, “三新两化”战略持续推进》

2024-10-31

《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》

2024-08-30

九州通三大财务预测表

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2024A	2025E	2026E	2027E		2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	84,225	80,599	98,926	96,851	营业总收入	151,810	165,919	181,323	197,954
货币资金及交易性金融资产	18,362	24,221	24,631	32,753	营业成本(含金融类)	139,968	152,756	166,802	181,957
经营性应收款项	37,050	37,207	42,135	41,225	税金及附加	421	460	502	548
存货	22,851	14,489	25,358	17,099	销售费用	4,386	4,812	5,258	5,741
合同资产	0	0	0	0	管理费用	2,892	3,318	3,626	3,959
其他流动资产	5,962	4,681	6,802	5,774	研发费用	147	216	236	257
非流动资产	18,171	18,654	19,051	19,365	财务费用	1,163	1,344	1,469	1,603
长期股权投资	2,267	2,267	2,267	2,267	加:其他收益	217	199	218	238
固定资产及使用权资产	8,594	9,117	9,550	9,896	投资净收益	1,285	1,453	1,541	1,623
在建工程	384	284	184	84	公允价值变动	(21)	40	32	24
无形资产	2,112	2,072	2,036	2,004	减值损失	(255)	(190)	(160)	(130)
商誉	799	899	999	1,099	资产处置收益	(424)	(464)	(507)	(553)
长期待摊费用	135	135	135	135	营业利润	3,635	4,051	4,554	5,090
其他非流动资产	3,880	3,880	3,880	3,880	营业外净收支	2	2	2	2
资产总计	102,396	99,252	117,977	116,216	利润总额	3,637	4,053	4,557	5,092
流动负债	66,403	60,109	75,304	69,612	减:所得税	851	932	1,048	1,171
短期借款及一年内到期的非流动负债	11,512	10,562	9,662	8,812	净利润	2,786	3,121	3,509	3,921
经营性应付款项	46,510	39,882	55,102	49,321	减:少数股东损益	279	312	351	392
合同负债	1,691	2,902	3,169	3,457	归属母公司净利润	2,507	2,809	3,158	3,529
其他流动负债	6,690	6,762	7,371	8,022	每股收益-最新股本摊薄(元)	0.50	0.56	0.63	0.70
非流动负债	2,400	2,400	2,400	2,400	EBIT	3,986	4,716	5,257	5,849
长期借款	1,018	1,018	1,018	1,018	EBITDA	4,893	5,333	5,909	6,535
应付债券	0	0	0	0	毛利率(%)	7.80	7.93	8.01	8.08
租赁负债	699	699	699	699	归母净利率(%)	1.65	1.69	1.74	1.78
其他非流动负债	683	683	683	683	收入增长率(%)	1.11	9.29	9.28	9.17
负债合计	68,803	62,508	77,704	72,012	归母净利润增长率(%)	15.33	12.03	12.42	11.75
归属母公司股东权益	27,243	30,082	33,260	36,799					
少数股东权益	6,350	6,662	7,013	7,405					
所有者权益合计	33,593	36,744	40,273	44,204					
负债和股东权益	102,396	99,252	117,977	116,216					

现金流量表 (百万元)					重要财务与估值指标				
	2024A	2025E	2026E	2027E		2024A	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	3,083	6,878	1,290	8,876	每股净资产(元)	5.05	5.61	6.24	6.95
投资活动现金流	(1,592)	3,101	3,495	3,879	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	(2,500)	(930)	(884)	(838)	ROIC(%)	6.71	7.58	8.04	8.47
现金净增加额	(1,009)	9,049	3,901	11,916	ROE-摊薄(%)	9.20	9.34	9.49	9.59
折旧和摊销	907	617	653	686	资产负债率(%)	67.19	62.98	65.86	61.96
资本开支	(953)	(1,561)	(1,554)	(1,551)	P/E (现价&最新股本摊薄)	10.54	9.41	8.37	7.49
营运资本变动	(519)	3,980	(1,962)	5,235	P/B (现价)	1.04	0.93	0.84	0.75

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>