

九州通(600998)

报告日期: 2025 年 05 月 06 日

经营韧性强，看好“三新两化”持续兑现

——九州通 2024 年报及 2025 年一季报点评报告

投资要点

□ 业绩：营收稳健增长，REITs 贡献增厚利润

2024 年：公司实现总营业收入 1,518.10 亿元，同比增长 1.11%；实现归母净利润 25.07 亿元，同比增长 15.33%；实现扣非归母净利润 18.14 亿元，同比减少 7.47%。

2025Q1：公司实现总营业收入 420.16 亿元，同比增加 3.82%；实现归母净利润 9.70 亿元，同比大幅增加 80.38%；实现扣非归母净利润 5.07 亿元，同比减少 2.76%。

□ 成长性：三新两化战略持续兑现，REITs 开启轻资产新篇章

REITs 发行落地，轻资产运营模式开启。医药仓储物流公募 REITs 已于 2025 年 2 月 27 日在上海证券交易所成功上市，募集资金 11.58 亿元，成为国内医药行业仓储设施首单公募 REITs。同时，公司 Pre-REITs 项目顺利完成首期发行，募集资金 16.45 亿元。我们认为公司可持续的 REITs 轻资产化模式将通过快速回笼权益性资金的方式加速公司智能化仓储建设升级以及高毛业务的快速拓展，看好 REITs 助力下公司的成长性超预期。

CSO 业务持续高增长，实现从零售端向院端拓展：公司总代品牌推广业务（CSO）全年实现销售收入 192.67 亿元。其中，药品 CSO 业务实现销售收入 107.69 亿元，剔除上年同期高基数影响后同比增长 19.59%；全年引进新品 114 个，其中过亿新品 6 个，过千万新品 18 个。医疗器械 CSO 业务实现销售收入 84.98 亿元，新引进过亿和过千万产品线各 1 条。其中，2024 年公司在卫材“弥可保”产品上第一次实现了从零售渠道到零售加医疗“双渠道”的突破。我们看好公司 CSO 业务强劲动能的持续释放。

新零售与新医疗进入拓展新阶段，C 端触达能力增强：好药师“万店加盟”门店数量快速扩张，截至 2025 年 3 月底已达 29331 家，全年公司向加盟药店销售规模达 53.92 亿元，同比增长 54.94%。“九医诊所”会员店截至 2025 年 3 月末已达 1377 家，通过 AI 辅助诊断平台等数字化工具赋能基层医疗机构。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，我们看好触达 C 端客户渠道的价值以及公司后续 CSO 业务、工业产品 OEM 等与品牌加盟的战略协同。

□ 盈利能力：Pre-REITs 增厚净利，创新战略拓展带来部分费用投入阶段性增加

2024 年公司整体毛利率为 7.80%，同比下降 0.27pct，Q1 毛利率为 7.33%，同比提升 0.13pct，我们预计波动主要或和收入结构波动有关。2024 年公司归母净利率为 1.65%，同比提升约 0.21pct，2025Q1 公司归母净利率为 2.31%，同比大幅提升 0.98pct，主要受益于 Pre-REITs 与公募 REITs 发行带来的一次性收益。费用端来看，2025Q1 扣非归母净利率为 1.21%，同比下降 0.08pct。主要受到三新两化战略投入的延续性影响。我们认为，随着高毛利的 CSO 等创新业务占比提升以及数字化、轻资产化带来的运营效率提升，我们看好公司盈利能力改善趋势。

□ 经营质量：同比略有下滑，看好改善趋势

2024 年公司经营活动产生的现金流量净额为 30.83 亿元，同比下降 35.07%。经营性净现金流同比下降主要系 2024 年公司加大与核心供应商的战略合作，增加了采购付款所致。2025 年一季度公司经营性净现金流同比基本持平。同时，2024 年与 2025 年一季度公司应收账款周转天数与存货周转天数同比均出现小幅提升。基于公司的客户与渠道结构变化，我们看好公司经营性净现金流改善趋势。

□ 盈利预测与估值

投资评级：买入(维持)

分析师：王帅

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

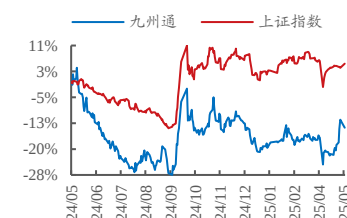
分析师：胡隽扬

执业证书号：S1230524090005
hujunyang@stocke.com.cn

基本数据

收盘价	¥ 5.26
总市值(百万元)	26,523.39
总股本(百万股)	5,042.47

股票走势图



相关报告

- 《CSO 持续高增，看好逐季改善》2024.11.04
- 《REITs 已获受理，驱动价值重估》2024.09.27
- 《看好院外创新业态持续兑现》2024.08.29

考虑到 REITs 的常态化扩募带来的利润增厚，我们预测 2025-2027 年公司收入分别为 1632.94/1764.63/1900.79 亿元，对应增速分别为 7.56%/8.06%/7.72%；预计归母净利润分别为 28.37/31.79/35.36 亿元，同比增速分别为 13.13%/12.08%/11.21%，2025 年 5 月 6 日收盘价对应 2025 年 PE 为 9 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

财务摘要

(百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	151810	163294	176463	190079
(+/-) (%)	1.11%	7.56%	8.06%	7.72%
归母净利润	2507	2837	3179	3536
(+/-) (%)	15.33%	13.13%	12.08%	11.21%
每股收益(元/股)	0.50	0.56	0.63	0.70
P/E	10.58	9.35	8.34	7.50

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)	2024	2025E	2026E	2027E
流动资产	84225	89287	98321	106711
现金	17390	21206	25230	30157
交易性金融资产	972	972	972	972
应收账款	29720	30878	32650	33804
其它应收款	5739	6173	6671	7186
预付账款	5423	5834	6301	6787
存货	22851	22099	24371	25680
其他	2129	2125	2126	2127
非流动资产	18171	18293	18364	18478
金融资产类	0	0	0	0
长期投资	2267	2267	2267	2267
固定资产	8168	8209	8201	8238
无形资产	2112	2224	2336	2445
在建工程	384	387	390	392
其他	5241	5205	5171	5136
资产总计	102396	107580	116686	125189
流动负债	66403	69091	75335	80809
短期借款	9936	11000	12000	13000
应付款项	46510	47433	52046	56057
预收账款	0	0	0	0
其他	9957	10657	11289	11752
非流动负债	2400	2589	3139	3709
长期借款	1018	1518	2018	2518
其他	1382	1071	1121	1191
负债合计	68803	71680	78474	84518
少数股东权益	6350	6700	7093	7530
归属母公司股东权	27243	29199	31118	33141
负债和股东权益	102396	107580	116686	125189

现金流量表

(百万元)	2024	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	3083	3957	4176	5922
净利润	2786	3187	3572	3973
折旧摊销	792	805	856	915
财务费用	1163	1002	1021	1079
投资损失	(1285)	(1300)	(1300)	(1300)
营运资金变动	2430	(495)	1835	2058
其它	(2803)	759	(1808)	(802)
投资活动现金流	(1592)	342	337	236
资本支出	163	(700)	(700)	(800)
长期投资	(461)	0	0	0
其他	(1294)	1042	1037	1036
筹资活动现金流	(2500)	(483)	(489)	(1231)
短期借款	(186)	1064	1000	1000
长期借款	(1318)	500	500	500
其他	(995)	(2048)	(1989)	(2731)
现金净增加额	(1009)	3816	4024	4927

利润表

(百万元)	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入	151810	163294	176463	190079
营业成本	139968	150582	162644	175177
营业税金及附加	421	443	492	524
营业费用	4386	4605	4743	4886
管理费用	2892	3119	3370	3631
研发费用	147	150	200	250
财务费用	1163	1002	1021	1079
资产减值损失	255	278	353	380
公允价值变动损益	(21)	(7)	(29)	(19)
投资净收益	1285	1300	1300	1300
其他经营收益	(207)	(250)	(250)	(250)
营业利润	3635	4158	4661	5184
营业外收支	2	2	2	2
利润总额	3637	4161	4663	5186
所得税	851	974	1091	1214
净利润	2786	3187	3572	3973
少数股东损益	279	351	393	437
归属母公司净利润	2507	2837	3179	3536
EBITDA	5134	5817	6441	7080
EPS (最新摊薄)	0.50	0.56	0.63	0.70

主要财务比率

	2024	2025E	2026E	2027E
成长能力				
营业收入	1.11%	7.56%	8.06%	7.72%
营业利润	20.26%	14.39%	12.09%	11.22%
归属母公司净利润	15.33%	13.13%	12.08%	11.21%
获利能力				
毛利率	7.80%	7.78%	7.83%	7.84%
净利率	1.84%	1.95%	2.02%	2.09%
ROE	7.95%	8.16%	8.58%	8.96%
ROIC	8.17%	8.78%	9.01%	9.27%
偿债能力				
资产负债率	67.19%	66.63%	67.25%	67.51%
净负债比率	18.21%	19.43%	20.03%	20.21%
流动比率	1.27	1.29	1.31	1.32
速动比率	0.92	0.97	0.98	1.00
营运能力				
总资产周转率	1.56	1.56	1.57	1.57
应收账款周转率	5.60	5.40	5.50	5.60
应付账款周转率	8.38	8.36	8.31	8.30
每股指标(元)				
每股收益	0.50	0.56	0.63	0.70
每股经营现金	0.61	0.78	0.83	1.17
每股净资产	5.40	5.79	6.17	6.57
估值比率				
P/E	10.58	9.35	8.34	7.50
P/B	0.97	0.91	0.85	0.80
EV/EBITDA	5.31	4.39	3.69	2.93

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>