

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)	5.26
总股本/流通股本(亿股)	50.42 / 50.42
总市值/流通市值(亿元)	265 / 265
52周内最高/最低价	8.51 / 4.39
资产负债率(%)	67.2%
市盈率	10.52
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)

业务稳中有进，首创医药行业“股权+资产双上市”平台

● 利润剔除特定因素实现较快增长，现金流改善明显

公司发布 2024 年年报：2024 年营业收入 1518.1 亿元 (+1.11%)，归母净利润 25.07 亿元 (+15.33%)，归母净利润增长主要原因是 2024 年公司完成 Pre-REITs 首期发行，增加公司净利润 5.76 亿元，扣非净利润 18.14 亿元 (-7.47%)。剔除季节性疾病等特定因素影响后，公司 2024 年销售收入同比增长 2.58%，归母净利润同比增长 39.88% (含 Pre-REITs 首期发行的影响)，扣非净利润同比增长 14.89%。2024 年公司经营现金流净额 30.83 亿元 (-35.07%)，经营现金流净额为正主要是年底公司加大应收账款的清收力度，经营性现金流入大幅增加，同比下降主要是公司加大与核心供应商的战略合作，增加付款所致。

公司发布 2025 年一季报：2025Q1 营业收入 420.16 亿元 (+3.82%)，归母净利润 9.7 亿元 (+80.38%)，扣非净利润 5.07 亿元 (-2.76%)。归母净利润增长较快主要是 2025Q1 公司完成医药仓储物流基础设施公募 REITs 发行上市，增加公司净利润 4.38 亿元。

从盈利能力来看，2024 年毛利率为 7.80% (-0.27pct)，归母净利率为 1.65% (+0.20pct)，扣非净利率为 1.19% (-0.11pct)。2025Q1 毛利率为 7.33% (+0.13pct)，归母净利率为 2.31% (+0.98pct)，扣非净利率为 1.21% (-0.08pct)。

费率方面，2024 年销售费用率为 2.89% (-0.05pct)，管理费用率为 1.91% (+0.03pct)，研发费用率为 0.10% (-0.03pct)，财务费用率为 0.77% (-0.02pct)。2025Q1 销售费用率为 2.79% (+0.23pct)，管理费用率为 1.68% (+0.07pct)，研发费用率为 0.09% (-0.02pct)，财务费用率为 0.56% (-0.15pct)。

营运能力方面，2024 年应收账款周转天数为 64.26 天 (+1.56 天)，存货账款周转天数为 55.25 天 (+6.58 天)。

现金流方面，2024 年经营现金流净额为 30.83 亿元 (-35%)，投资现金流净额为 -15.92 亿元 (-17%)，筹资现金流净额为 -25.00 亿元 (-12%)。截至 2024 年底，公司期末现金及现金等价物为 78.00 亿元 (同比-11%)。

● 业务稳中有进，新兴高毛利业务成长迅速

一方面，公司主营医药分销业务持续稳定增长，实现了整体营业收入达到 1,518.10 亿元，在上年疫情特定因素导致的高基数基础上，仍实现了同比 1.11% 的增长；另一方面，工业自产及 OEM、中药、数字物流与供应链解决方案等新兴业务快速成长，同比增速均在 20% 左右，为公司带来新的业绩增长点，利润贡献值不断提升。

● 资产证券化战略持续推进，首创医药行业“股权+资产双上市”平台

公司医药物流仓储设施公募 REITs 发行获中国证监会核准，并于 2025 年 2 月 27 日在上交所成功上市，开启了公司由重资产向轻资产转型的序章。本次公募 REITs 的发行，公众投资者认购倍数高达 1,192 倍，创公募 REITs 发行历史新高，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，以及湖北省首单民营企业公募 REITs。此外，公司 Pre-REITs 顺利完成首单发行，募集资金 16.45 亿元。九州通现已成为医药行业首家建立“股权+资产双上市”平台的企业，极具示范意义，也为医药流通企业盘活资产树立了行业标杆。

● 盈利预测及投资建议

公司基本面积积极向好，批发稳增长的同时，新产品战略打造“第二成长曲线”，REITs 发行落地将加快资金周转，预计公司 2025-2027 年营业收入分别为 1626.46/1742.95/1866.20 亿元，归母净利润分别为 30.10/32.12/34.58 亿元，当前股价对应 PE 分别为 8.8/8.3/7.7 倍，维持“买入”评级。

● 风险提示：

批发业务受政策影响经营不及预期风险；REITs 基金募集和运营不及预期风险。

■ 盈利预测和财务指标

项目\年度	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入（百万元）	151810	162646	174295	186620
增长率(%)	1.11	7.14	7.16	7.07
EBITDA（百万元）	4892.78	5369.66	5663.01	6011.56
归属母公司净利润（百万元）	2507.39	3009.79	3211.77	3458.31
增长率(%)	15.33	20.04	6.71	7.68
EPS(元/股)	0.50	0.60	0.64	0.69
市盈率（P/E）	10.58	8.81	8.26	7.67
市净率（P/B）	0.97	0.91	0.86	0.80
EV/EBITDA	4.43	4.18	3.84	3.52

资料来源：公司公告，中邮证券研究所

财务报表和主要财务比率

财务报表(百万元)					主要财务比率				
	2024A	2025E	2026E	2027E		2024A	2025E	2026E	2027E
利润表					成长能力				
营业收入	151810	162646	174295	186620	营业收入	1.1%	7.1%	7.2%	7.1%
营业成本	139968	149641	160258	171166	营业利润	20.3%	15.9%	7.6%	8.3%
税金及附加	421	442	486	515	归属于母公司净利润	15.3%	20.0%	6.7%	7.7%
销售费用	4386	4754	5086	5468	获利能力				
管理费用	2892	3035	3281	3517	毛利率	7.8%	8.0%	8.1%	8.3%
研发费用	147	163	190	243	净利率	1.7%	1.9%	1.8%	1.9%
财务费用	1163	1132	1106	1072	ROE	9.2%	10.4%	10.4%	10.5%
资产减值损失	-85	-82	-75	-70	ROIC	6.5%	8.6%	8.6%	8.8%
营业利润	3635	4212	4531	4909	偿债能力				
营业外收入	64	61	63	63	资产负债率	67.2%	65.8%	65.6%	65.7%
营业外支出	62	76	78	72	流动比率	1.27	1.29	1.30	1.31
利润总额	3637	4197	4517	4900	营运能力				
所得税	851	928	1038	1118	应收账款周转率	5.60	5.47	5.69	5.68
净利润	2786	3270	3479	3781	存货周转率	6.52	6.68	6.94	6.79
归母净利润	2507	3010	3212	3458	总资产周转率	1.56	1.57	1.63	1.64
每股收益(元)	0.50	0.60	0.64	0.69	每股指标(元)				
资产负债表					每股收益	0.50	0.60	0.64	0.69
货币资金	17390	16773	17050	17215	每股净资产	5.40	5.76	6.15	6.56
交易性金融资产	972	2142	3012	3882	估值比率				
应收票据及应收账款	29720	30209	31554	34705	PE	10.58	8.81	8.26	7.67
预付款项	5423	5712	5707	6420	PB	0.97	0.91	0.86	0.80
存货	22851	21961	24218	26170	现金流量表				
流动资产合计	84225	85741	91381	98546	净利润	2786	3270	3479	3781
固定资产	8168	8168	8168	8168	折旧和摊销	907	40	40	40
在建工程	384	384	384	384	营运资本变动	-519	-978	-750	-1072
无形资产	2112	2112	2112	2112	其他	-92	795	939	1284
非流动资产合计	18171	18474	18614	18754	经营活动现金流净额	3083	3126	3708	4033
资产总计	102396	104214	109994	117299	资本开支	-953	-143	-221	-345
短期借款	9936	9736	9536	9336	其他	-639	-536	-273	-520
应付票据及应付账款	46510	46205	49765	54293	投资活动现金流净额	-1592	-679	-494	-865
其他流动负债	9957	10336	10755	11526	股权融资	2991	0	0	0
流动负债合计	66403	66277	70056	75155	债务融资	-1563	-543	-385	-385
其他	2400	2275	2075	1875	其他	-3927	-2521	-2552	-2618
非流动负债合计	2400	2275	2075	1875	筹资活动现金流净额	-2500	-3064	-2937	-3003
负债合计	68803	68552	72131	77030	现金及现金等价物净增加额	-1009	-617	277	165
股本	5042	5042	5042	5042					
资本公积金	5207	5207	5207	5207					
未分配利润	14071	15432	16885	18449					
少数股东权益	6350	6610	6876	7200					
其他	2922	3370	3852	4371					
所有者权益合计	33593	35662	37863	40269					
负债和所有者权益总计	102396	104214	109994	117299					

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。

中邮证券对于本声明具有最终解释权。

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