

三新两化成效显著， 增长潜力稳步释放

核心观点

4月29日，公司发布2024年年度业绩报告，2024年实现营业收入1518.10亿元，同比增长1.11%，实现归母净利润25.07亿元，同比增长15.33%，实现扣非后归母净利润18.14亿元，同比下降7.47%，实现基本每股收益0.50元，扣非利润增速低于我们此前报告预期。展望2025年，公司药店端分销业务有望稳中向好，基层及民营医院渠道加速放量，传统分销业务有望稳健增长，总代品牌推广业务基数影响边际减弱，业绩增速有望加快，叠加REITs、Pre-REITs业务持续贡献额外非经常收益，看好公司经营及业绩持续向好。

事件

公司发布2024年年度业绩报告，扣非利润增速低于我们预期

2024年，公司实现营业收入、归母净利润、扣非后归母净利润分别为1518.10亿元、25.07亿元、18.14亿元，分别同比变化1.11%、15.33%及-7.47%。2025年第一季度，公司实现营业收入、归母净利润、扣非后归母净利润分别为420.16亿元、9.70亿元、5.07亿元，分别同比变化3.82%、80.38%及-2.76%，年报扣非归母净利润增速低于我们预期，一季度业绩符合我们预期。

九州通拟向全体普通股股东每10股派发现金红利2.00元(含税)，不转增，不送红股。

简评

重要财务指标

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	150140	151810	163909	177242	191984
YOY(%)	6.9	1.1	8.0	8.1	8.3
扣非净利润(百万元)	1960	1814	1997	2202	2430
YOY(%)	13.1	-7.5	10.1	10.3	10.4
毛利率(%)	8.1	7.8	7.8	8.0	8.0
扣非净利率(%)	1.5	1.8	2.0	1.7	1.9
ROE(%)	9.1	9.2	10.1	8.8	9.9
EPS(摊薄/元，扣非)	0.39	0.36	0.40	0.44	0.48
P/E(倍)	13.9	15.0	13.7	12.4	11.2
P/B(倍)	1.1	1.1	1.0	0.9	0.9

资料来源：iFinD，中信建投证券

九州通(600998.SH)

维持

买入

贺菊颖

hejuying@csc.com.cn

010-56135323

SAC 编号:S1440517050001

SFC 编号:ASZ591

刘若飞

liuruofei@csc.com.cn

010-56135328

SAC 编号:S1440519080003

SFC 编号:BVX723

袁全

yuanquan@csc.com.cn

010-56135332

SAC 编号:S1440523070006

发布日期：2025年5月8日

当前股价：5.41元

主要数据

股票价格绝对/相对市场表现(%)

1个月	3个月	12个月
7.34/9.50	8.42/7.54	-33.04/-38.38

12月最高/最低价(元) 8.51/4.39

总股本(万股) 504,247.02

流通A股(万股) 504,247.02

总市值(亿元) 272.80

流通市值(亿元) 272.80

近3月日均成交量(万) 3051.22

主要股东

上海弘康实业投资有限公司 21.58%

股价表现



九州通 上证指数

REITs/Pre-REITs 项目落地，归母端增速较快

2024 年，公司营业收入同比增长 1.11%，主要由于院外药店市场持续整顿，第二终端销售同比下降 5.62%，但基层及民营医疗机构表现较好，收入同比增长 6.47%。归母净利润同比增长 15.33%，扣非后归母净利润同比下降 7.47%，其中扣非归母净利润增速较慢，且慢于归母净利润，主要由于：1) 上年同期流感等因素影响比较大，部分品种基数较高，剔除该特定季节性因素后，公司 24 年收入同比增长 2.58%，归母净利润同比增长 39.88%，扣非归母净利润同比增长 14.89%；2) 公司持续开展新业务转型，24 年“三新两化”战略投入 2.22 亿元(+42.37%)，全年研发投入 3.46 亿元(+24.32%)，人才引进投入金额 0.52 亿元(+169.92%)，影响扣非归母净利润；3) 24 年，公司 Pre-REITs 发行成功，增加公司净利润 5.76 亿元，贡献较多非经常收益。

2025 年第一季度，公司营业收入同比增长 3.82% 为 420.16 亿元，归母净利润同比增长 80.38% 为 9.70 亿元，扣非归母净利润同比下降 2.76% 为 5.07 亿元，归母净利润增速较快，主要由于公司 REITs 项目上市，增加公司净利润 4.38 亿元，扣非归母净利润增速相对较慢，主要由于公司创新转型需要投入一定费用。

三新两化成效显著，增长潜力稳步释放

2024 年及 2025 年一季度，公司持续推进三新两化战略落地，积极引入系列创新高层次人才，为公司长期增长奠定坚实基础。

1) 新产品：2024 年，公司总代品牌推广业务销售收入达 192.67 亿元，同比下降 1.62%，主要由于上年同期部分大单品基数较高，毛利率下降 3.03 个百分点为 11.21%。其中：

①药品 CSO 收入 107.69 亿元，同比增长 0.69%，如剔除流感等个别季节性疾病品种影响，销售收入同比增长 19.59%，毛利率下降 5.64 个百分点为 15.55%。2024 年，公司药品 CSO 品规达 960 个，其中销量过亿明星单品达 32 个，2025 年，公司计划全年引进 20 个过千万新品，持续扩大培育“大单品”矩阵，后续有望带来更多增量。

②器械 CSO 收入 84.98 亿元，同比下降 4.39%，毛利率同比下降 0.17 个百分点为 5.6%。截至 2024 年底，公司已代理了强生、雅培、费森尤斯（血透）、理诺珐、罗氏及麦默通等国际知名品牌的 1287 个品规，其中销量过亿品规达 20 个。展望 2025 年，公司仍将继续聚焦国内外知名品牌厂家，重点发展大外科、心脑血管介入及 IVD 品类，进而贡献更多增量。

此外，公司仍在积极拓展医药工业自产及 OEM 业务，全年实现销售收入 30.07 亿元，同比增长 21.49%，其中中药工业实现自产饮片销售收入 22.86 亿元，同比增长 21.45%，西药工业实现营业收入 5.92 亿元，同比增长 26.92%，医疗器械工业及 OEM 业务收入 1.30 亿元。我们认为，公司工业自产及 OEM 业务持续丰富产品数量，持续提升产品质量，有望持续加强公司核心竞争力建设。

2) 新零售：公司新零售战略以“万店加盟”为核心，形成包含 B2C 电商总代总销、保险履约等业务矩阵。

①**万店加盟业务：**截至 2025 年 3 月底，公司自营及加盟药店数达到 29331 家，25 年底有望超过 33500 家，。2024 年，公司对好药师加盟药店的销售额实现显著增长，销售收入达到 53.92 亿元，同比增长 54.94%；此外，好药师面向 C 端的新零售业务前三季度实现销售收入 29.66 亿元（含 B2C 电商总代总销业务）。我们认为，公司万店加盟业务已进入第二阶段，加盟门店数量增长或将放缓，后续或将重点提升单店配送额，整体收入贡献有望加速放量。

②**B2C 电商总代总销业务**：2024 年销售收入 9.80 亿元，现阶段已积累 3500 万+C 端用户，此外，公司仍然持续推进抖音、快手等兴趣电商布局，2024 年，公司在抖音、快手兴趣电商渠道收入同比增长 107.7%。

③**保险履约业务突破性发展，构建新增长点**。2024 年，公司通过商业保险打通线下实体药店、线上电商平台、医疗机构的商品履约服务，开拓保险履约增量市场，为公司新零售战略打造新的增长点。2024 年，公司承接蚂蚁保险等多家互联网平台与保险公司的互联网门诊险线上问诊和药品履约业务；与平安健康签订战略合作协议，共同打造“互联网+医疗+医药”的服务链体系；后续公司保险事业部和好药师大药房或将整合，同时赋能药店网络，持续开拓提供保险支付方增量市场。

3) **新医疗**：①开辟诊所新赛道，打造“九信诊所”品牌。公司聚焦全国诊所“产品推广+诊所联盟运营”，通过整合慢病管理、智能诊断、保险服务等资源，向诊所/门诊提供品种供应、IT 系统、运营增值服务等一站式解决方案。截至 2025 年 3 月底，公司已发展“九信诊所”会员店 1377 家，2025 年全年力争发展会员店 2000 家。②开展互联网医疗业务。2024 年，公司实现“数智化三医大药房、处方流转平台与医疗信息化建设”的全面发展，互联网医疗事业部实现收入 2.01 亿元。

4) **不动产证券化**：公司公募 REITs 项目已于 2025 年 2 月 12 日完成发售，此外，公司 Pre-REITs 基金已募集完成，项目募集资金 16.45 亿元，公司目前已构建“公募 REITs+Pre-REITs”多层次不动产权益资本运作平台，后续或将持续扩充融资渠道，更高效地引入稀缺权益资金，加速公司发展。

5) **数字化**：2024 年，公司数字化、AI 智能化转型加速推进，全年研发投入 3.46 亿元，同比增长 24.32%，研发技术人员达到 1555 人，现阶段，公司建设实施的数字化转型项目 47 个，其中 45 个项目已成功上线推广，多方位优化业务流程。我们认为，公司后续仍将持续加大数字化等研发投入，持续推动数字化降本增效。

三新两化持续贡献增量，看好经营持续向好

展望 2025 年，我们认为，随着院外治理逐步落地，门诊统筹政策有望稳步落地，药店端用药需求有望稳步向好，基层及院外市场用药需求或将加速释放，公司传统药品分销业务有望稳健增长。总代品牌推广基数影响逐步减小，新增项目数量较多，全年增长有望加速。同时，公司新一轮 Pre-REITs 项目有望稳步落地，归母净利润或将显著提升，且带来较多现金流量，持续推进公司经营向好。此外，公司积极参与奥园美谷重整投资，有望通过外延加速公司医美业务发展及业绩增长。

品类调整影响综合毛利率，其余指标基本稳定

2024 年，公司综合毛利率为 7.80%，同比下降 0.27 个百分点，主要由于 CSO 业务受品类调整影响，毛利率有所下降；销售费用率为 2.89%，同比下降 0.05 个百分点，控费效果明显；管理费用率为 1.91%，同比增加 0.03 个百分点，基本保持稳定；财务费用率为 0.77%，同比下降 0.02 个百分点，基本保持稳定。经营活动产生的现金流量净额为 30.83 亿元，主要由于公司加大回款力度。存货周转天数为 55.25 天，同比增加 6.57 天，主要由于收入规模增速放缓；应收账款周转天数为 64.26 天，同比增长 1.56 天，基本稳定；应付账款周转天数为 42.94 天，同比增加 2.94 天，基本保持稳定。其余财务指标基本正常。

2025 年第一季度，公司综合毛利率为 7.33%，同比增长 0.13 个百分点，主要由于 CSO 部分高毛利品种销售增加；销售费用率为 2.79%，同比提升 0.24 个百分点，主要由于增加了创新业务费用投入；管理费用率为 1.68%，同比增加 0.07 个百分点，基本保持稳定；财务费用率为 0.56%，同比下降 0.14 个百分点，控费效果较好。经营活动产生的现金流量净额同比增长 8.91%为 -33.28 亿元，基本保持稳定。存货周转天数为 52.78 天，同比增加 7.49

天，主要由于收入规模增速放缓；应收账款周转天数为 72.3 天，同比增加 3.54 天，基本稳定；应付账款周转天数为 44.43 天，同比增加 3.01 天，基本保持稳定。其余财务指标基本正常。

盈利预测与投资评级

预计公司 2025 - 2027 年实现营业收入分别为 1639.09 亿元、1772.42 亿元和 1919.84 亿元，分别同比增长 8.0%、8.1% 和 8.3%，扣非归母净利润分别为 19.97 亿元、22.02 亿元和 24.30 亿元，分别同比增长 10.1%、10.3% 和 10.4%，折合 EPS（扣非）分别为 0.40 元/股、0.44 元/股和 0.48 元/股，分别对应估值 13.7X、12.4X 和 11.2X。我们认为，公司扣非归母净利润有望稳健增长，叠加公司 REITs 及 pre-REITs 项目落地后，有望形成较多非经常收益，进而带动归母净利润规模大幅高于扣非规模净利润。

风险分析

- 1) 药品集采风险：药品集中采购范围逐渐扩大，可能对公司产生一定的降价风险，影响公司部分业务收益，而且随着带量采购中标品种增加，其规模过大有可能对公司经营收入和利润产生较大影响；
- 2) 市场竞争加剧：市场主要竞争者或新进者可能会削弱公司的相对优势和可持续发展的能力，进而影响公司的长远发展；
- 3) 产品研发风险：倘若公司产品研发进度不及预期，或将损害公司长期业务竞争力；
- 4) 应收账款周转风险：倘若公司应收账款周期延长或无法收回，或将为公司带来时间和经济上的损失；
- 5) 监管风险：2023 年 3 月 2 日，上海证券交易所受理了九州通向特定对象发行优先股的申请，在后续问询过程中，公司称健康城项目中政府允许出售的部分，除将已取得预售证的部分出售给内部员工用于提供员工福利外，不向社会公众出售，但实际却存在对社会公众出售的情况，被上交所予以监管警示，或将给公司经营造成不利影响；
- 6) 政策风险：医药行业属于高监管行业，倘若出现较为严苛的政策，可能对公司经营造成不利影响；
- 7) 收购事项：九州通发布关于全资子公司签署《奥园美谷科技股份有限公司重整投资协议》的公告，奥园美谷已进入预重整程序，能否进入重整程序尚存在不确定性，重整是否成功也存在不确定性；如发生重整不成功的情况，对公司经营方面没有任何影响。虽然《重整投资协议》已经签署，但仍可能存在签署补充协议、协议被终止、解除、撤销、认定为未生效、无效或不能履行等风险。本次重整投资能否顺利实施以及整合效果能否达到投资预期存在一定的不确定性。

分析师介绍

贺菊颖

中信建投证券医药行业首席分析师，复旦大学管理学硕士，10年以上医药卖方研究从业经验，善于前瞻性把握细分赛道机会，公司研究深入细致，负责整体投资方向判断。2020年度新浪财经金麒麟分析师医药行业第七名、新财富最佳分析师医药行业入围、万德最佳分析师医药行业第四名等荣誉。2019年Wind“金牌分析师”医药行业第1名。2018年Wind“金牌分析师”医药行业第3名，2018第一财经最佳分析师医药行业第1名。2013年新财富医药行业第3名，水晶球医药行业第5名。

刘若飞

医药行业分析师，北京大学生物技术硕士，2017年加入中信建投证券研究发展部。主要覆盖中药、医药商业、生物制品、原料药、基因测序、CRO等细分领域。2024年、2023年、2022年、2021年新财富最佳分析师评选医药生物行业第二名、第三名、第四名、第五名团队核心成员。

袁全

中信建投证券医药分析师，耶鲁大学医疗管理硕士，曾就职于瑞士信贷香港投行部，2021年加入中信建投证券研究发展部，主要负责全球视野研究、中药、医美板块。

研究助理

沈兴熙

shenxingxi@csc.com.cn

评级说明

投资评级标准		评级	说明
报告中投资建议涉及的评级标准为报告发布日后6个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的6个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A股市场以沪深300指数作为基准；新三板市场以三板成指为基准；香港市场以恒生指数作为基准；美国市场以标普500指数为基准。	股票评级	买入	相对涨幅 15%以上
		增持	相对涨幅 5%—15%
		中性	相对涨幅-5%—5%之间
		减持	相对跌幅 5%—15%
		卖出	相对跌幅 15%以上
	行业评级	强于大市	相对涨幅 10%以上
		中性	相对涨幅-10-10%之间
		弱于大市	相对跌幅 10%以上

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：（i）以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，结论不受任何第三方的授意或影响。（ii）本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

法律主体说明

本报告由中信建投证券股份有限公司及/或其附属机构（以下合称“中信建投”）制作，由中信建投证券股份有限公司在中华人民共和国（仅为本报告目的，不包括香港、澳门、台湾）提供。中信建投证券股份有限公司具有中国证监会许可的投资咨询业务资格，本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格证书编号已披露在报告首页。

在遵守适用的法律法规情况下，本报告亦可能由中信建投（国际）证券有限公司在香港提供。本报告作者所持香港证监会牌照的中央编号已披露在报告首页。

一般性声明

本报告由中信建投制作。发送本报告不构成任何合同或承诺的基础，不因接收者收到本报告而视其为中信建投客户。

本报告的信息均来源于中信建投认为可靠的公开资料，但中信建投对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载观点、评估和预测仅反映本报告出具日该分析师的判断，该等观点、评估和预测可能在不发出通知的情况下有所变更，亦有可能因使用不同假设和标准或者采用不同分析方法而与中信建投其他部门、人员口头或书面表达的意见不同或相反。本报告所引证券或其他金融工具的过往业绩不代表其未来表现。报告中所含任何具有预测性质的内容皆基于相应的假设条件，而任何假设条件都可能随时发生变化并影响实际投资收益。中信建投不承诺、不保证本报告所含具有预测性质的内容必然得以实现。

本报告内容的全部或部分均不构成投资建议。本报告所包含的观点、建议并未考虑报告接收人在财务状况、投资目的、风险偏好等方面的具体情况，报告接收者应当独立评估本报告所含信息，基于自身投资目标、需求、市场机会、风险及其他因素自主做出决策并自行承担投资风险。中信建投建议所有投资者应就任何潜在投资向其税务、会计或法律顾问咨询。不论报告接收者是否根据本报告做出投资决策，中信建投都不对该等投资决策提供任何形式的担保，亦不以任何形式分享投资收益或者分担投资损失。中信建投不对使用本报告所产生的任何直接或间接损失承担责任。

在法律法规及监管规定允许的范围内，中信建投可能持有并交易本报告中所提公司的股份或其他财产权益，也可能在过去12个月、目前或者将来为本报中所提公司提供或者争取为其提供投资银行、做市交易、财务顾问或其他金融服务。本报告内容真实、准确、完整地反映了署名分析师的观点，分析师的薪酬无论过去、现在或未来都不会直接或间接与其所撰写报告中的具体观点相联系，分析师亦不会因撰写本报告而获取不当利益。

本报告为中信建投所有。未经中信建投事先书面许可，任何机构和/或个人不得以任何形式转发、翻版、复制、发布或引用本报告全部或部分内容，亦不得从未经中信建投书面授权的任何机构、个人或其运营的媒体平台接收、翻版、复制或引用本报告全部或部分内容。版权所有，违者必究。

中信建投证券研究发展部

北京
 朝阳区景辉街16号院1号楼18层
 电话：(8610) 56135088
 联系人：李祉瑶
 邮箱：lizhiyao@csc.com.cn

上海
 上海浦东新区浦东南路528号南塔2103室
 电话：(8621) 6882-1600
 联系人：翁起帆
 邮箱：wengqifan@csc.com.cn

深圳
 福田区福中三路与鹏程一路交汇处广电金融中心35楼
 电话：(86755) 8252-1369
 联系人：曹莹
 邮箱：caoying@csc.com.cn

中信建投（国际）

香港
 中环交易广场2期18楼
 电话：(852) 3465-5600
 联系人：刘泓麟
 邮箱：charleneliu@csci.hk