



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)	5.44
总股本/流通股本(亿股)	50.42 / 50.42
总市值/流通市值(亿元)	274 / 274
52周内最高/最低价	5.98 / 4.39
资产负债率(%)	67.2%
市盈率	10.88
第一大股东	上海弘康实业投资有限公司

研究所

分析师：盛丽华
SAC 登记编号：S1340525060001
Email: shenglihua@cnpsec.com
分析师：龙永茂
SAC 登记编号：S1340523110002
Email: longyongmao@cnpsec.com

九州通(600998)

业绩符合预期，“三新两化”战略成果颇丰

● 业绩符合预期，加大战略性投入

公司发布2025年中报：2025H1营业收入811.06亿元(+5.10%)，归母净利润14.46亿元(+19.70%)，归母净利润实现快速增长主要原因是公司在保持医药分销收入稳健增长的同时，医药工业、数字物流等新兴业务板块收入分别实现10.77%、24.66%的较快增长；同时，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。2025H1扣非净利润9.52亿元(-19.34%)，主要原因是防疫物资应收账款及医院客户账期延长等所致减值准备计提增加，对公司扣非归母净利润造成了一定影响，如剔除前述减值准备计提增加因素的影响，公司2025H1归母净利润15.87亿元，同比增长31.44%；扣非归母净利润10.94亿元，同比下降7.33%。经营现金流净额-28.21亿元(+11.87%)，主要原因是公司本年中较上年同期加大了应收账款的清收力度，现金回款增加所致。预计全年经营活动产生的现金流量净额为与经营业绩相匹配的正数。

分季度来看，2025Q1、Q2营业收入分别为420.16亿元(+3.82%)、390.9亿元(+6.52%)，归母净利润分别为9.7亿元(+80.38%)、4.76亿元(-29.00%)，扣非净利润分别为5.07亿元(-2.76%)、4.45亿元(-32.47%)。

从盈利能力来看，2025H1毛利率为7.56%(-0.35pct)，归母净利率为1.78%(+0.22pct)，扣非净利率为1.17%(-0.36pct)。

费率方面，2025H1销售费用率为2.89%(+0.07pct)，管理费用率为1.82%(+0.06pct)，研发费用率为0.08%(-0.00pct)，财务费用率为0.56%(-0.20pct)。公司继续加大在新产品、新零售、新医疗、数字化和不动产证券化(“三新两化”)战略以及“三花”(花时间、花精力、花成本)人才战略方面的投入，2025H1公司在药九九B2B、好药师零售、京丰制药等“三新两化”战略实施主体的人工成本投入达2.45亿元(不含营运成本、资金成本等)，较上年同期增长21.62%；在“三花”人才引进成本投入5,520万元，较上年同期增长110%。

● 各业务板块齐头并进，实现良好发展

分板块来看，2025H1医药分销核心业务实现销售收入676.34亿元，同比增长6.04%，为公司整体营业收入增长奠定较好基础；此外，医药工业、数字物流等新兴业务板块均实现强劲增长，其中医药工业自产及OEM业务形成具有市场竞争力的西药、中药及器械产品集群，2025H1实现销售收入15.93亿元，同比增长10.77%；医药新零售业务2025H1实现销售收入14.93亿元(含好药师B2C电商总代总销业务)，好药师“万店加盟”门店数已达31,535家，上半年向加盟店销售额34.18亿元，同比增长41.30%；数字物流与供应链解决方案

2025H1 实现业务收入 5.87 亿元，同比增长 24.66%。此外，总代品牌推广业务（CSO）大力开展新品引进及老品提量，2025H1 销售规模达 95.91 亿元；药九九 B2B 电商平台及零售电商服务平台等院外数字化分销业务快速增长，2025H1 收入规模 106.36 亿元，同比增长 21.08%。

● **持续推动数智化转型，不动产证券化战略成果显著**

公司继续加大数字化战略投入，上半年研发投入 1.46 亿元，积极开展 AI 人工智能在各个场景领域系统的深度应用，如 AI 辅诊、AI 客服、AI 采购助手、AI 营销助手等针对角色和场景的个性化、定制化 AI 解决方案，大力促进公司业务及管理效率的提升，推动公司向数智化转型。公司不动产证券化战略成果显著，公募 REITs 发行上市及 Pre-REITs 首期发行成功后，公司将适时启动公募 REITs 扩募工作，以盘活更多医药仓储物流资产及配套设 施，为公司业务发展持续提供资金支持。

● **盈利预测与投资建议**

公司基本面积极向好，批发稳增长的同时，新产品战略打造“第二成长曲线”，REITs 发行落地以及扩募将加快资金周转，预计公司 2025-2027 年营业收入分别为 1640.51/1773.30/1916.34 亿元，归母净利润分别为 26.72/28.99/32.09 亿元，当前股价对应 PE 分别为 10.3/9.5/8.6 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	164051	177330	191634
增长率(%)	1.11	8.06	8.09	8.07
EBITDA（百万元）	4892.78	4941.92	5255.88	5722.78
归属母公司净利润（百万元）	2507.39	2671.96	2899.20	3208.87
增长率(%)	15.33	6.56	8.50	10.68
EPS(元/股)	0.50	0.53	0.57	0.64
市盈率（P/E）	10.94	10.27	9.46	8.55
市净率（P/B）	1.01	0.95	0.90	0.84
EV/EBITDA	4.43	4.77	4.40	3.98

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)	2024A	2025E	2026E	2027E	主要财务比率	2024A	2025E	2026E	2027E
利润表					成长能力				
营业收入	151810	164051	177330	191634	营业收入	1.1%	8.1%	8.1%	8.1%
营业成本	139968	151002	162988	175745	营业利润	20.3%	4.1%	8.7%	11.6%
税金及附加	421	445	494	528	归属于母公司净利润	15.3%	6.6%	8.5%	10.7%
销售费用	4386	4795	5213	5653	获利能力				
管理费用	2892	3061	3334	3679	毛利率	7.8%	8.0%	8.1%	8.3%
研发费用	147	164	194	249	净利率	1.7%	1.6%	1.6%	1.7%
财务费用	1163	1132	1117	1102	ROE	9.2%	9.3%	9.5%	9.9%
资产减值损失	-85	-82	-75	-70	ROIC	6.5%	7.8%	8.0%	8.4%
营业利润	3635	3784	4114	4590	偿债能力				
营业外收入	64	61	63	63	资产负债率	67.2%	66.1%	66.2%	66.7%
营业外支出	62	76	78	72	流动比率	1.27	1.29	1.29	1.30
利润总额	3637	3770	4099	4580	营运能力				
所得税	851	867	959	1072	应收账款周转率	5.60	5.51	5.75	5.75
净利润	2786	2903	3140	3509	存货周转率	6.52	6.71	6.97	6.82
归母净利润	2507	2672	2899	3209	总资产周转率	1.56	1.59	1.65	1.67
每股收益(元)	0.50	0.53	0.57	0.64	每股指标(元)				
资产负债表					每股收益	0.50	0.53	0.57	0.64
货币资金	17390	16559	16788	17037	每股净资产	5.40	5.72	6.07	6.45
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	30329	31862	35305	PE	10.94	10.27	9.46	8.55
预付款项	5423	5764	5804	6592	PB	1.01	0.95	0.90	0.84
存货	22851	22162	24633	26876	现金流量表				
流动资产合计	84225	85975	92106	100110	净利润	2786	2903	3140	3509
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	-1071	-889	-1214
无形资产	2112	2112	2112	2112	其他	-92	1107	1386	1558
非流动资产合计	18171	18515	18655	18795	经营活动现金流净额	3083	2979	3677	3893
资产总计	102396	104490	110761	118905	资本开支	-953	-357	-369	-316
短期借款	9936	9736	9636	9586	其他	-639	-531	-459	-697
应付票据及应付账款	46510	46625	50613	55746	投资活动现金流净额	-1592	-888	-829	-1012
其他流动负债	9957	10431	10927	11805	股权融资	2991	0	0	0
流动负债合计	66403	66791	71175	77137	债务融资	-1563	-526	-185	-85
其他	2400	2271	2171	2121	其他	-3927	-2393	-2435	-2546
非流动负债合计	2400	2271	2171	2121	筹资活动现金流净额	-2500	-2919	-2620	-2631
负债合计	68803	69063	73347	79258	现金及现金等价物净增加额	-1009	-831	228	249
股本	5042	5042	5042	5042					
资本公积金	5207	5207	5207	5207					
未分配利润	14071	15278	16589	18040					
少数股东权益	6350	6580	6821	7121					
其他	2922	3319	3754	4236					
所有者权益合计	33593	35427	37414	39647					
负债和所有者权益总计	102396	104490	110761	118905					

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。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，中邮证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

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签约客户使用，若您非中邮证券签约客户，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签约客户。

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，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等。

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