

九州通 (600998.SH)
2025H1 利润稳健增长，深化物流供应链业务优势

2025年08月28日

——公司信息更新报告
投资评级：买入（维持）
余汝意（分析师）
巢舒然（联系人）

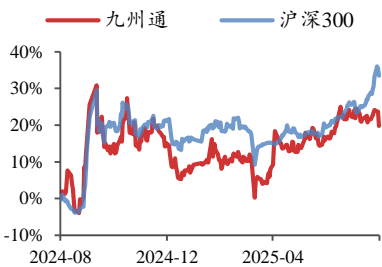
yuruyi@kysec.cn

chaoshuran@kysec.cn

证书编号：S0790523070002

证书编号：S0790123110015

日期	2025/8/27
当前股价(元)	5.27
一年最高最低(元)	6.31/4.35
总市值(亿元)	265.74
流通市值(亿元)	265.74
总股本(亿股)	50.42
流通股本(亿股)	50.42
近3个月换手率(%)	39.29

股价走势图


数据来源：聚源

相关研究报告

《2024Q3 经营业绩改善，万店加盟提前完成年度目标——公司信息更新报告》-2024.10.31

《经营业绩有望逐季向好，“三新两化”战略全面推进——公司信息更新报告》-2024.8.29

● 利润稳健增长，费用管控良好，维持“买入”评级

公司 2025H1 实现营收 811.06 亿元（同比+5.10%，下文皆为同比口径）；归母净利润 14.46 亿元（+19.70%）；扣非归母净利润 9.52 亿元（-19.34%）。**盈利能力方面**，2025H1 毛利率为 7.56%（-0.35pct），净利率为 1.87%（+0.25pct）。**费用方面**，2025H1 销售费用率为 2.88%（+0.07pct）；管理费用率为 1.82%（+0.06pct）；研发费用率为 0.08%（-0.01pct）；财务费用率 0.56%（-0.20pct）。考虑到分销受经济大环境影响，我们下调 2025-2026 年并新增 2027 年盈利预测，预计 2025-2027 年归母净利润分别为 26.33/28.54/31.18 亿元（原预计 27.78/31.94 亿元），EPS 为 0.52/0.57/0.62 元，当前股价对应 PE 为 10.1/9.3/8.5 倍，我们看好公司“三新两化”战略布局下的发展潜力，维持“买入”评级。

● 数字化医药分销与供应链业务稳健增长，多元业务协同发展

2025H1 公司数字化医药分销与供应链业务营收 676.34 亿元（+6.04%），总代品牌推广业务（CSO）营收 95.91 亿元（-2.75%），医药工业自产及 OEM 业务营收 15.93 亿元（+10.77%），医药新零售业务营收 14.93 亿元（+2.52%），数字物流与供应链解决方案营收 5.87 亿元（+24.66%），医疗健康与技术增值服务营收 1.40 亿元（+35.52%）。

● 物流供应链解决方案业务持续完善，助推数字化转型

公司持续深化物流供应链综合服务能力建设，为行业内外客户提供优质物流供应链解决方案服务，目前已承接包括东阿阿胶电商智能物流中心建设、河南羚锐物流中心建设等多个智慧物流项目，通过形成覆盖项目全周期的智慧物流解决方案体系，有效助推客户供应链数字化转型进程。此外，公司不断提升冷链物流网络的效率和服务质量建设，优化冷链物流网络与干线设计，为客户业提供定制化冷链物流全供应链服务解决方案。我们认为，在物流供应链能力的不断完善下，有望持续带动公司经营业绩提升。

● 风险提示：政策波动风险，产品销售不及预期，业务拓展不及预期等。
财务摘要和估值指标

指标	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	150,140	151,810	161,171	172,658	185,533
YOY(%)	6.9	1.1	6.2	7.1	7.5
归母净利润(百万元)	2,174	2,507	2,633	2,854	3,118
YOY(%)	4.3	15.3	5.0	8.4	9.2
毛利率(%)	8.1	7.8	7.6	7.7	7.8
净利率(%)	1.4	1.7	1.6	1.7	1.7
ROE(%)	7.8	8.3	7.8	8.1	8.4
EPS(摊薄/元)	0.43	0.50	0.52	0.57	0.62
P/E(倍)	12.2	10.6	10.1	9.3	8.5
P/B(倍)	1.1	1.0	0.9	0.9	0.8

数据来源：聚源、开源证券研究所

附：财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	75625	84225	85803	94000	97803
现金	16949	17390	18462	19778	21253
应收票据及应收账款	24889	29720	31332	32371	35240
其他应收款	4696	5746	5340	6536	6226
预付账款	4129	5423	4718	6145	5529
存货	20114	22851	22854	26074	26460
其他流动资产	4847	3095	3095	3095	3095
非流动资产	17164	18171	18599	19083	19601
长期投资	1878	2267	2785	3301	3796
固定资产	8080	8168	8224	8356	8510
无形资产	2048	2201	2093	1975	1854
其他非流动资产	5158	5535	5498	5452	5441
资产总计	92789	102396	104402	113084	117404
流动负债	60066	66403	65786	72904	75326
短期借款	10122	9936	16448	10740	17461
应付票据及应付账款	40101	46510	40500	52854	48215
其他流动负债	9843	9957	8837	9310	9650
非流动负债	3246	2400	2177	1967	1767
长期借款	2336	1018	795	585	385
其他非流动负债	910	1382	1382	1382	1382
负债合计	63312	68803	67963	74871	77093
少数股东权益	5494	6350	6563	6806	7062
股本	3909	5042	5042	5042	5042
资本公积	6353	5207	5207	5207	5207
留存收益	14054	15585	17628	19810	22318
归属母公司股东权益	23983	27243	29876	31407	33248
负债和股东权益	92789	102396	104402	113084	117404

现金流量表(百万元)	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	4748	3083	-1513	10971	-1318
净利润	2290	2786	2846	3097	3374
折旧摊销	718	792	698	743	744
财务费用	1179	1163	1278	1328	1387
投资损失	-32	-1285	-447	-516	-570
营运资金变动	528	-606	-6540	5646	-6952
其他经营现金流	65	233	651	673	698
投资活动现金流	-1361	-1592	-1054	-1085	-1066
资本支出	1049	975	609	710	766
长期投资	-485	-678	-518	-516	-495
其他投资现金流	172	62	72	141	196
筹资活动现金流	-2237	-2500	-2873	-2862	-2863
短期借款	-1371	-186	6512	-5709	6721
长期借款	-644	-1318	-223	-210	-200
普通股增加	2035	1134	0	0	0
资本公积增加	-1851	-1146	0	0	0
其他筹资现金流	-405	-983	-9163	3057	-9384
现金净增加额	1149	-1009	-5440	7024	-5246

利润表(百万元)	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	150140	151810	161171	172658	185533
营业成本	138029	139968	148893	159393	171141
营业税金及附加	432	421	426	466	510
营业费用	4416	4386	4190	4403	4824
管理费用	2818	2892	2579	3022	3247
研发费用	197	147	129	138	148
财务费用	1179	1163	1278	1328	1387
资产减值损失	-71	-85	0	0	0
其他收益	289	217	255	253	254
公允价值变动收益	-59	-21	50	50	50
投资净收益	32	1285	447	516	570
资产处置收益	7	-424	-424	-424	-424
营业利润	3023	3635	3726	4005	4402
营业外收入	64	64	55	59	61
营业外支出	96	62	124	88	92
利润总额	2991	3637	3658	3977	4370
所得税	701	851	812	880	996
净利润	2290	2786	2846	3097	3374
少数股东损益	116	279	213	243	256
归属母公司净利润	2174	2507	2633	2854	3118
EBITDA	3968	4577	4667	5012	5388
EPS(元)	0.43	0.50	0.52	0.57	0.62

主要财务比率	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
成长能力					
营业收入(%)	6.9	1.1	6.2	7.1	7.5
营业利润(%)	5.9	20.3	2.5	7.5	9.9
归属于母公司净利润(%)	4.3	15.3	5.0	8.4	9.2
获利能力					
毛利率(%)	8.1	7.8	7.6	7.7	7.8
净利率(%)	1.4	1.7	1.6	1.7	1.7
ROE(%)	7.8	8.3	7.8	8.1	8.4
ROIC(%)	6.4	7.2	6.5	7.7	6.9
偿债能力					
资产负债率(%)	68.2	67.2	65.1	66.2	65.7
净负债比率(%)	-6.8	-13.5	-1.9	-20.7	-7.1
流动比率	1.3	1.3	1.3	1.3	1.3
速动比率	0.9	0.8	0.9	0.8	0.9
营运能力					
总资产周转率	1.6	1.6	1.6	1.6	1.6
应收账款周转率	5.7	5.6	5.3	5.5	5.5
应付账款周转率	9.0	8.4	8.9	8.9	8.8
每股指标(元)					
每股收益(最新摊薄)	0.43	0.50	0.52	0.57	0.62
每股经营现金流(最新摊薄)	0.94	0.61	-0.30	2.18	-0.26
每股净资产(最新摊薄)	4.76	5.05	5.57	5.88	6.24
估值比率					
P/E	12.2	10.6	10.1	9.3	8.5
P/B	1.1	1.0	0.9	0.9	0.8
EV/EBITDA	7.5	6.0	6.7	4.9	5.5

数据来源：聚源、开源证券研究所

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师承诺

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20%以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5%~20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
	减持（underperform）	预计相对弱于市场表现 5%以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡（underperform）	预计行业弱于整体市场表现。

备注：评级标准为以报告日后的6~12个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中A股基准指数为沪深300指数、港股基准指数为恒生指数、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）、美股基准指数为标普500或纳斯达克综合指数。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。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于商业秘密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他金融工具的邀请或向人做出邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。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。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。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。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。投资者应自主作出投资决策并自行承担投资风险，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。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

开源证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

开源证券研究所

上海

地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼3层

邮编：200120

邮箱：research@kysec.cn

深圳

地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层

邮编：518000

邮箱：research@kysec.cn

北京

地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座9层

邮编：100044

邮箱：research@kysec.cn

西安

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层

邮编：710065

邮箱：research@kysec.cn