

九州通（600998）

2025 年中报点评：现金流改善，“三新两化”战略持续推进

买入（维持）

2025 年 09 月 02 日

证券分析师 朱国广

执业证书：S0600520070004

zhugg@dwzq.com.cn

证券分析师 冉胜男

执业证书：S0600522090008

ranshn@dwzq.com.cn

证券分析师 苏丰

执业证书：S0600525040005

suf@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入（百万元）	150,140	151,810	165,919	177,268	189,609
同比（%）	6.92	1.11	9.29	6.84	6.96
归母净利润（百万元）	2,174	2,507	2,694	2,818	3,108
同比（%）	4.27	15.33	7.44	4.59	10.30
EPS-最新摊薄（元/股）	0.43	0.50	0.53	0.56	0.62
P/E（现价&最新摊薄）	11.90	10.32	9.60	9.18	8.32

投资要点

- **事件：**公司 2025 年上半年实现收入 811.06 亿元（+5.10%，同比，下同），归母净利润 14.46 亿元（+19.70%），扣非归母净利润 9.52 亿元（-19.34%）。单 Q2 季度，公司实现收入 390.90 亿元（+6.52%），归母净利润 4.76 亿元（-29%），扣非归母净利润 4.45 亿元（-32.47%）。业绩符合预期。
- **25H1 归母净利润大幅增长，应收账款改善明显。**公司 25H1 归母净利润实现较高增长，主要得益于医药工业、数字物流等新兴业务，同时公司成功发行医药仓储物流公募 REITs，贡献净利润 4.38 亿元。扣非归母净利润同比下滑，主要系防疫物资应收账款及医院客户账期延长导致减值准备计提增加，若剔除该因素影响，公司 25H1 归母净利润为 15.87 亿元，同比增长 31.44%；扣非归母净利润为 10.94 亿元，同比下降 7.33%。此外，公司通过加强应收账款管理，经营活动现金流量净额较上年同期增加 3.8 亿元，预计全年经营性现金流将保持与业绩相匹配的正向水平。
- **“三新两化”战略布局深化，新兴业务与数字化协同发力。**1) 新产品：CSO 业务持续打造利润增长第二曲线，25H1 实现收入 95.91 亿元，其中药品总销售收入 57.59 亿元（+6.26%），器械总销售收入 38.31 亿元；期内新增引进药品及器械新品 61 个，包括 7 个千万级单品，并与利奥中国达成战略合作，获得卡泊三醇系列等零售渠道代理权。2) 新零售：截至 25H1，好药师自营及加盟药店达 31535 家，覆盖全国 31 个省市、1621 个区县，全年预计超 33500 家；B2C 电商总代总销业务销售收入 5.65 亿元（+13.96%），在抖音、快手等兴趣电商渠道同比增长 95%。3) 新医疗：“九医诊所”会员店超 2400 家，三年目标实现万家联盟；AI 辅助诊断平台覆盖近 3000 种疾病，月均使用 5.1 万次。4) 数字化：25H1 研发投入 1.46 亿元，实施中数字化项目 35 个，AI 技术广泛应用于物流、诊疗、办公等场景，“三码合一”平台大幅提升运营效率。5) 不动产证券化：公募 REITs“九州通 R”于 25 年 2 月成功上市，募集资金 11.58 亿元，公众认购倍数达 1192 倍；首期 Pre-REITs 完成备案募集 16.45 亿元。
- **盈利预测与投资评级：**考虑公司 REITs 项目每两年实施一次扩募，投资收益稳定，我们将公司 2025-2027 年归母净利润由 28.09/31.58/35.29 亿元调整至 26.94/28.18/31.08 亿元，对应当前市值的 PE 为 10/9/8 倍。考虑公司为院外分销龙头，现金流持续改善，维持“买入”评级。
- **风险提示：**经营模式风险、政策风险、市场竞争风险、应收账款发生坏账风险。

股价走势



市场数据

收盘价(元)	5.06
一年最低/最高价	4.35/6.31
市净率(倍)	0.98
流通 A 股市值(百万元)	25,514.90
总市值(百万元)	25,514.90

基础数据

每股净资产(元,LF)	5.16
资产负债率(%，LF)	67.97
总股本(百万股)	5,042.47
流通 A 股(百万股)	5,042.47

相关研究

《九州通(600998)：2024 年年报及 2025 年一季报点评：三新两化战略成效显著，“公募+私募”Reits 平台开启轻资产化运营》

2025-05-05

《九州通(600998)：2024 年三季报点评：业绩逐季向好，“三新两化”战略持续推进》

2024-10-31

九州通三大财务预测表

资产负债表(百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E	利润表(百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	84,225	80,471	96,032	93,085	营业总收入	151,810	165,919	177,268	189,609
货币资金及交易性金融资产	18,362	24,094	24,469	31,899	营业成本(含金融类)	139,968	152,756	163,014	174,162
经营性应收款项	37,050	37,207	40,562	39,495	税金及附加	421	460	491	525
存货	22,851	14,489	24,453	16,185	销售费用	4,386	4,978	5,318	5,688
合同资产	0	0	0	0	管理费用	2,892	3,318	3,545	3,792
其他流动资产	5,962	4,681	6,548	5,506	研发费用	147	216	230	246
非流动资产	18,171	18,654	19,051	19,365	财务费用	1,163	1,344	1,436	1,536
长期股权投资	2,267	2,267	2,267	2,267	加:其他收益	217	199	213	228
固定资产及使用权资产	8,594	9,117	9,550	9,896	投资净收益	1,285	1,453	1,241	1,232
在建工程	384	284	184	84	公允价值变动	(21)	40	32	24
无形资产	2,112	2,072	2,036	2,004	减值损失	(255)	(190)	(160)	(130)
商誉	799	899	999	1,099	资产处置收益	(424)	(464)	(495)	(530)
长期待摊费用	135	135	135	135	营业利润	3,635	3,885	4,064	4,482
其他非流动资产	3,880	3,880	3,880	3,880	营业外净收支	2	2	2	2
资产总计	102,396	99,125	115,083	112,450	利润总额	3,637	3,887	4,066	4,485
流动负债	66,403	60,109	72,916	66,819	减:所得税	851	894	935	1,032
短期借款及一年内到期的非流动负债	11,512	10,562	9,662	8,812	净利润	2,786	2,993	3,131	3,453
经营性应付款项	46,510	39,882	52,945	47,005	减:少数股东损益	279	299	313	345
合同负债	1,691	2,902	3,097	3,309	归属母公司净利润	2,507	2,694	2,818	3,108
其他流动负债	6,690	6,762	7,211	7,694	每股收益-最新股本摊薄(元)	0.50	0.53	0.56	0.62
非流动负债	2,400	2,400	2,400	2,400	EBIT	3,986	4,550	5,022	5,542
长期借款	1,018	1,018	1,018	1,018	EBITDA	4,893	5,167	5,675	6,228
应付债券	0	0	0	0	毛利率(%)	7.80	7.93	8.04	8.15
租赁负债	699	699	699	699	归母净利率(%)	1.65	1.62	1.59	1.64
其他非流动负债	683	683	683	683	收入增长率(%)	1.11	9.29	6.84	6.96
负债合计	68,803	62,508	75,316	69,219	归母净利润增长率(%)	15.33	7.44	4.59	10.30
归属母公司股东权益	27,243	29,967	32,805	35,923					
少数股东权益	6,350	6,649	6,962	7,308					
所有者权益合计	33,593	36,616	39,767	43,231					
负债和股东权益	102,396	99,125	115,083	112,450					

现金流量表(百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E	重要财务与估值指标	2024A	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	3,083	6,750	1,545	8,551	每股净资产(元)	5.05	5.59	6.15	6.77
投资活动现金流	(1,592)	3,101	3,206	3,511	最新发行在外股份(百万股)	5,042	5,042	5,042	5,042
筹资活动现金流	(2,500)	(930)	(884)	(838)	ROIC(%)	6.71	7.32	7.73	8.14
现金净增加额	(1,009)	8,921	3,867	11,224	ROE-摊薄(%)	9.20	8.99	8.59	8.65
折旧和摊销	907	617	653	686	资产负债率(%)	67.19	63.06	65.44	61.56
资本开支	(953)	(1,561)	(1,543)	(1,527)	P/E(现价&最新股本摊薄)	10.32	9.60	9.18	8.32
营运资本变动	(519)	3,980	(1,619)	5,011	P/B(现价)	1.02	0.92	0.83	0.76

数据来源:Wind,东吴证券研究所,全文如无特殊注明,相关数据的货币单位均为人民币,预测均为东吴证券研究所预测。

免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。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，本公司及作者不对任何人因使用本报告中的内容所导致的任何后果负任何责任。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。

在法律许可的情况下，东吴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并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明出处为东吴证券研究所，并注明本报告发布人和发布日期，提示使用本报告的风险，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。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。

东吴证券投资评级标准

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力相对基准表现的预期（A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 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），北交所基准指数为北证 50 指数），具体如下：

公司投资评级：

买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 15%以上；

增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 5%与 15%之间；

中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-5%与 5%之间；

减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-15%与-5%之间；

卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在-15%以下。

行业投资评级：

增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于基准 5%以上；

中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对基准-5%与 5%；

减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于基准 5%以上。

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应当充分考虑自身特定状况，如具体投资目的、财务状况以及特定需求等，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

东吴证券研究所
苏州工业园区星阳街 5 号
邮政编码：215021

传真：（0512）62938527

公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>