



公司评级 增持（维持）

报告日期 2025年09月08日

基础数据

09月08日收盘价(元)	5.04
总市值(亿元)	254.14
总股本(亿股)	50.42

来源: 聚源, 兴业证券经济与金融研究院整理

相关研究

【兴证医药】九州通(600998.SH)
2024年三季报点评: 业绩环比改善, 第二增长曲线成效明显-2024.11.07

分析师: 黄翰漾

S0190519020002
huanghanyang@xyzq.com.cn

分析师: 孙媛媛

S0190515090001
sunyuanyuan@xyzq.com.cn

研究助理: 高尹伟业

gaoyinweiye@xyzq.com.cn

九州通(600998.SH)

核心分销业务稳健, 三新两化战略稳步推进

投资要点:

- **行业承压背景下实现稳健增长。**2025H1, 公司实现营业收入 811.06 亿元, 同比增长 5.10%; 归母净利润 14.46 亿元, 同比增长 19.70%; 扣非归母净利润 9.52 亿元, 同比下降 19.34%。剔除减值准备计提增加的影响后, 归母净利润为 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%。经营活动产生的现金流量净额为-28.21 亿元, 同比增加 3.8 亿元。费用率方面, 2025H1 公司销售费用率 2.89%(同比+0.21pct), 管理费用率 1.82%(同比+0.14pct), 研发费用率 0.08%, 同比持平。
- **核心分销业务稳健, 数字化转型升级持续推进。**报告期内, 公司医药分销核心业务实现销售收入 676.34 亿元, 同比增长 6.04%, 毛利率 6.37%, 同比下降 0.25pct。面向药店、诊所及大型医药零售电商平台等终端客户的院外数字化分销业务快速增长, 上半年收入规模达 106.36 亿元, 同比增长 21.08%, 药九九 B2B 电商平台自营销售收入达 63.04 亿元, 同比增长 14.62%。
- **“三新两化”战略落地, 创新业务快速增长。**1) 总代品牌推广业务实现收入 95.91 亿元, 其中药品 CSO 业务在可威、弥可保等核心品种带动下实现收入 57.59 亿元, 同比增长 6.26%, 公司预计下半年计划引进 10 个过千万级新品; 2) 医药工业自产及 OEM 业务收入 15.93 亿元, 同比增长 10.77%, 其中九信中药饮片业务表现强劲, 收入 12.22 亿元, 同比增长 13.16%; 3) 新零售方面, 好药师“万店加盟”网络持续扩张, 门店总数达 31,535 家。公司向加盟药店销售规模继续快速增长, 销售收入达 34.18 亿元, 同比增长 41.30%, 面向 C 端的新零售业务上半年实现销售收入 14.93 亿元, 其中 B2C 电商总代总销业务上半年销售收入 5.65 亿元, 同比增长 13.96%, 在抖音、快手兴趣电商领域继续保持领先地位。
- **不动产证券化战略成果显著, 后续扩募有望持续盘活资产。**2025 年 2 月 12 日, 公司成功发行国内首单医药仓储物流公募 REITs, 募集资金总额为 11.58 亿元, 增加公司净利润 4.38 亿元。Pre-REITs 方面, 首期 Pre-REITs 基金已完成备案及募集工作, 项目募集资金 16.45 亿元。后续公司将适时启动公募 REITs 扩募工作, 并优先选择首期 Pre-REITs 入池的三处医药仓储物流资产及配套设施。
- **盈利预测及估值:**我们预计公司 2025-2027 年归母净利润分别为 26.53 亿元、28.02 亿元、29.80 亿元, 同比增长 5.8%、5.6%、6.4%, 对应 2025 年 9 月 8 日收盘价, PE 为 9.6、9.1、8.5 倍, 维持“增持”评级。
- **风险提示:**产品销售不及预期、政策变动不及预期、应收账款坏账风险等。

主要财务指标

会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入(百万元)	151810	160648	166512	171276
同比增长	1.1%	5.8%	3.7%	2.9%
归母净利润(百万元)	2507	2653	2802	2980
同比增长	15.3%	5.8%	5.6%	6.4%
毛利率	7.8%	7.7%	7.6%	7.6%
ROE	9.2%	9.2%	9.1%	9.1%
每股收益(元)	0.50	0.53	0.56	0.59
市盈率	10.1	9.6	9.1	8.5

数据来源: 携宁, 兴业证券经济与金融研究院整理

注: 每股收益均按照最新股本摊薄计算

附表
资产负债表

单位：百万元

会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	84225	88982	93740	98928
货币资金	17390	21782	24370	30246
交易性金融资产	972	972	972	972
应收票据及应收账款	29720	31193	32143	30482
预付款项	5423	5747	5959	6131
存货	22851	22591	23363	23972
其他	7868	6696	6933	7125
非流动资产	18171	18062	17549	16924
长期股权投资	2267	2267	2267	2267
固定资产	8168	7979	7646	7182
在建工程	384	339	307	285
无形资产	2112	2158	2148	2082
商誉	799	799	799	799
其他	4441	4519	4382	4309
资产总计	102396	107043	111289	115852
流动负债	66403	69287	71486	73803
短期借款	9936	11936	12083	12737
应付票据及应付账款	46510	47056	48793	50201
其他	9957	10295	10610	10865
非流动负债	2400	2444	2670	2978
长期借款	1018	818	818	818
其他	1382	1626	1852	2160
负债合计	68803	71731	74156	76781
股本	5042	5042	5042	5042
未分配利润	14071	15396	16797	18287
少数股东权益	6350	6350	6350	6350
股东权益合计	33593	35312	37133	39071
负债及权益合计	102396	107043	111289	115852

现金流量表

单位：百万元

会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E
归母净利润	2507	2653	2802	2980
折旧和摊销	907	963	1012	975
营运资金的变动	-519	331	-382	2067
经营活动产生现金流量	3083	4727	4285	6928
资本支出	-953	-1113	-966	-830
长期投资	34	0	0	0
投资活动产生现金流量	-1592	-796	-633	-487
债权融资	-1563	1832	373	963
股权融资	2991	0	0	0
融资活动产生现金流量	-2500	463	-1064	-565
现金净变动	-1009	4392	2588	5876

数据来源：携宁、兴业证券经济与金融研究院

注：每股收益均按照最新股本摊薄计算

利润表

单位：百万元

会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入	151810	160648	166512	171276
营业成本	139968	148342	153817	158255
税金及附加	421	445	461	474
销售费用	4386	4739	4912	4967
管理费用	2892	3133	3247	3288
研发费用	147	225	233	223
财务费用	1163	69	21	-3
投资收益	1285	321	333	343
公允价值变动收益	-21	0	0	0
信用减值损失	-170	-257	-199	-214
资产减值损失	-85	-72	-64	-69
营业利润	3635	3462	3658	3891
营业外收支	2	1	0	0
利润总额	3637	3463	3658	3891
所得税	851	810	856	910
净利润	2786	2653	2802	2980
少数股东损益	279	0	0	0
归属母公司净利润	2507	2653	2802	2980
EPS(元)	0.50	0.53	0.56	0.59

主要财务比率

会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E
成长性				
营业总收入增长率	1.1%	5.8%	3.7%	2.9%
营业利润增长率	20.3%	-4.7%	5.7%	6.4%
归母净利润增长率	15.3%	5.8%	5.6%	6.4%
盈利能力				
毛利率	7.8%	7.7%	7.6%	7.6%
归母净利率	1.7%	1.7%	1.7%	1.7%
ROE	9.2%	9.2%	9.1%	9.1%
偿债能力				
资产负债率	67.2%	67.0%	66.6%	66.3%
流动比率	1.27	1.28	1.31	1.34
速动比率	0.84	0.87	0.90	0.93
营运能力				
资产周转率	155.6%	153.4%	152.5%	150.8%
每股资料(元)				
每股收益	0.50	0.53	0.56	0.59
每股经营现金	0.61	0.94	0.85	1.37
估值比率(倍)				
PE	10.1	9.6	9.1	8.5
PB	0.9	0.9	0.8	0.8

分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。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。

投资评级说明

投资建议的评级标准	类别	评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后的 12 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。其中：沪深两市以沪深 300 指数为基准；北交所市场以北证 50 指数为基准；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	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于 15%
		增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 5% ~ 15% 之间
		中性	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 -5% ~ 5% 之间
		减持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅小于 -5%
		无评级	由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级
	行业评级	推荐	相对表现优于同期相关证券市场代表性指数
		中性	相对表现与同期相关证券市场代表性指数持平
		回避	相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数

信息披露

本公司在知晓的范围内履行信息披露义务。客户可登录 www.xyzq.com.cn 内幕交易防控栏内查询静默期安排和关联公司持股情况。

使用本研究报告的风险提示以及法律声明

兴业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。

，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约，投资者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，任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但本公司不保证其准确性或完整性，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。本公司并不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此相关的其他任何损失承担任何责任。

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、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据；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；本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现。过往的业绩表现亦不应作为日后回报的预示。我们不承诺也不保证，任何所预示的回报会得以实现。分析中所做的回报预测可能是基于相应的假设。任何假设的变化可能会显著地影响所预测的回报。

本公司的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理部、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告并非针对或意图发送予或为任何就发送、发布、可得到或使用此报告而使兴业证券股份有限公司及其关联子公司等违反当地的法律或法规或可致使兴业证券股份有限公司受制于相关法律或法规的任何地区、国家或其他管辖区域的公民或居民，包括但不限于美国及美国公民（1934 年美国《证券交易所》第 15a-6 条例定义为本「主要美国机构投资者」除外）。

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。未经授权的转载，本公司不承担任何转载责任。

特别声明

在法律许可的情况下，兴业证券股份有限公司可能会持有本报告中提及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争取提供投资银行业务服务。因此，投资者应当考虑到兴业证券股份有限公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。

兴业证券研究

上海	北京	深圳
地址：上海浦东新区长柳路 36 号兴业证券大厦 15 层	地址：北京市朝阳区建国门大街甲 6 号世界财富大厦 32 层 01-08 单元	地址：深圳市福田区皇岗路 5001 号深业上城 T2 座 52 楼
邮编：200135	邮编：100020	邮编：518035
邮箱： research@xyzq.com.cn	邮箱： research@xyzq.com.cn	邮箱： research@xyzq.com.cn