

经营稳健向上，加快转型升级

——九州通 2025 年中报点评

核心观点

- 事件：**25H1 公司实现收入 811.1 亿元，同比+5.1%，归母净利润 14.5 亿元，同比+19.7%，经营性净现金流-28.2 亿元，较上年同期增加 3.8 亿元，主要系加大应收账款清收力度、回款增加，预计全年经营性净现金流为与经营业绩相匹配的正数。
- 医药分销稳健增长，新兴业务增速亮眼。**分板块来看，25H1 医药分销收入 676.3 亿元，同比+6.0%，基本盘稳健增长；总代品牌推广收入 95.9 亿元，同比-2.8%，在耗材集采承压背景下，登士柏（牙科）等新品快速放量，上半年收入近 1 亿元，同时可威、弥可保等核心代理产品销售增速稳健；自产中药饮片收入 12.2 亿元，同比+13.2%，继续强化全国布局和产业链协同发展；医美收入 5.8 亿元，同比+48.6%，市场拓展加速，未来将重点推进注射类再生材料、声光电设备及敷料的引进推广。
- 院内和电商渠道发力，新零售运营提质增效。**分渠道来看，25H1 院内收入 304.6 亿元，同比+8.6%，持续发力集采转配送和院内物流服务；药店营收 127.1 亿元，同比-4.4%，药店渠道有所承压；电商平台营收 106.4 亿元，同比+21.1%，药九九自营平台与互联网平台业务高速增长；新零售营收 14.9 亿元，同比+2.5%，商业分销、商超及其他营收基本持平。值得注意的是，新零售业务从“好药师”加盟店规模扩张转向经营质量提升，同期向加盟店销售收入 34.2 亿元，同比+41.3%；专业药房收入 2.75 亿元，同比+56.3%，累计服务慢病患者超百万人；O2O 收入 2.0 亿元，同比+42.4%，线下送药服务门店数量已超 5600 家，覆盖全国超 200 个城市。
- 加快“三新两化”战略落地，推动实现高质量发展。**25H1，累计引进 15 个品种、35 个新品，其中过千万品种 8 个，同时完成 5 亿元规模新产品战略基金备案，已拥有注射剂、抗生素原料、眼科等项目，未来将积极引进创新药和优质仿制药；截至 7 月底，九医诊所会员店超 2400 家，计划 3 年内实现万家诊所联盟；“货到人”AI 物流项目将挑选出库效率提升 10%；8 月底，主体项目评级跃升至 AAA（国内最高信用等级），后续将适时启动公募 REITs 扩募，有望进一步降低融资成本。

盈利预测与投资建议

- 根据 25 年中报，我们下调预测，调整 2025-2027 年每股收益预测为 0.45/0.47/0.53（原预测 25-27 年为 0.54/0.59/0.65）元，根据可比公司给予 25 年 14 倍 PE，对应目标价 6.30 元，维持“买入”评级。

风险提示

医保和药品比价政策、应收账款回款不及时、行业竞争加剧、盈利能力下滑等风险。

公司主要财务信息

	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	150,140	151,810	162,732	174,346	186,714
同比增长(%)	6.9%	1.1%	7.2%	7.1%	7.1%
营业利润(百万元)	3,023	3,635	3,361	3,514	3,974
同比增长(%)	5.9%	20.3%	-7.5%	4.6%	13.1%
归属母公司净利润(百万元)	2,174	2,507	2,272	2,375	2,686
同比增长(%)	4.3%	15.3%	-9.4%	4.6%	13.1%
每股收益(元)	0.43	0.50	0.45	0.47	0.53
毛利率(%)	8.1%	7.8%	7.8%	7.9%	7.9%
净利率(%)	1.4%	1.7%	1.4%	1.4%	1.4%
净资产收益率(%)	8.9%	9.8%	8.4%	8.4%	8.8%
市盈率	11.6	10.1	11.1	10.6	9.4
市净率	1.1	0.9	0.9	0.9	0.8

资料来源：公司数据、东方证券研究所预测。每股收益使用最新股本全面摊薄计算。

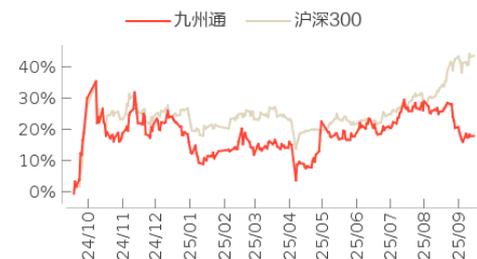
有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

投资评级 买入（维持）

股价（2025年09月15日）	5.01 元
目标价格	6.30 元
52 周最高价/最低价	6.07/4.19 元
总股本/流通 A 股（万股）	504,247/504,247
A 股市值（百万元）	25,263
国家/地区	中国
行业	医药生物
报告发布日期	2025 年 09 月 17 日

股价表现

	1 周	1 月	3 月	12 月
绝对表现%	-0.6	-6.18	-4.31	17.78
相对表现%	-2.07	-14.05	-21.62	-25.71
沪深 300%	1.47	7.87	17.31	43.49



证券分析师

伍云飞 021-63326320
wuyunfei1@orientsec.com.cn
执业证书编号：S0860524020001
香港证监会牌照：BRX199

联系人

袁润璞 021-63326320
yuanrunpu@orientsec.com.cn

相关报告

业绩稳健增长，持续推进战略转型：——九州通 24 年报及 25 年一季报点评	2025-05-22
业绩增长稳健，CSO 业务快速发展：——九州通 2024 年半年报点评	2024-09-10
院外流通景气度提升，四大战略成果初显	2024-03-28

表 1：可比公司估值表（2025 年 9 月 15 日收盘价）

公司	代码	最新价格(元)	每股收益（元）			市盈率		
			2024A	2025E	2026E	2024A	2025E	2026E
健之佳	605266	21.73	0.83	1.36	1.66	26.21	15.95	13.08
国药一致	000028	25.74	1.15	2.32	2.48	22.30	11.09	10.37
上海医药	601607	18.13	1.23	1.47	1.49	14.77	12.34	12.14
益丰药房	603939	25.86	1.26	1.44	1.66	20.51	17.97	15.56
柳药集团	603368	18.70	2.15	2.22	2.34	8.69	8.44	8.00
百洋医药	301015	31.06	1.32	1.45	1.70	23.61	21.43	18.26
	最大值					26.21	21.43	18.26
	最小值					8.69	8.44	8.00
	平均数					19.35	14.54	12.90
	调整后平均					20	14	13

数据来源：wind，东方证券研究所

附表：财务报表预测与比率分析

资产负债表						利润表					
单位:百万元	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E	单位:百万元	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
货币资金	16,949	17,390	21,231	22,754	24,435	营业收入	150,140	151,810	162,732	174,346	186,714
应收票据、账款及款项融资	29,375	31,627	30,375	31,859	35,175	营业成本	138,029	139,968	149,959	160,592	171,940
预付账款	4,129	5,423	5,723	5,718	6,453	销售费用	4,416	4,386	4,724	5,090	5,460
存货	20,114	22,851	22,394	23,174	24,444	管理费用	2,818	2,892	3,148	3,396	3,635
其他	5,057	6,934	6,010	7,724	7,794	研发费用	197	147	141	137	130
流动资产合计	75,625	84,225	85,733	91,228	98,300	财务费用	1,179	1,163	901	890	863
长期股权投资	1,878	2,267	2,267	2,267	2,267	资产、信用减值损失	316	255	504	417	377
固定资产	8,080	8,168	8,533	8,914	9,299	公允价值变动收益	(59)	(21)	(30)	(25)	(20)
在建工程	635	384	513	580	634	投资净收益	32	1,285	877	0	0
无形资产	1,895	2,112	2,201	2,288	2,383	其他	(136)	(628)	(842)	(286)	(315)
其他	4,676	5,241	2,774	2,700	2,676	营业利润	3,023	3,635	3,361	3,514	3,974
非流动资产合计	17,164	18,171	16,288	16,749	17,258	营业外收入	64	64	65	65	65
资产总计	92,789	102,396	102,021	107,977	115,558	营业外支出	96	62	60	60	60
短期借款	10,122	9,936	10,517	10,191	10,215	利润总额	2,991	3,637	3,366	3,519	3,979
应付票据及应付账款	40,101	46,510	46,303	49,869	54,539	所得税	701	851	841	880	995
其他	9,843	9,957	9,784	10,088	10,229	净利润	2,290	2,786	2,524	2,639	2,984
流动负债合计	60,066	66,403	66,604	70,148	74,982	少数股东损益	116	279	252	264	298
长期借款	2,336	1,018	1,018	1,018	1,018	归属于母公司净利润	2,174	2,507	2,272	2,375	2,686
应付债券	0	0	0	0	0	每股收益(元)	0.43	0.50	0.45	0.47	0.53
其他	910	1,382	699	699	699						
非流动负债合计	3,246	2,400	1,717	1,717	1,717	主要财务比率					
负债合计	63,312	68,803	68,321	71,865	76,699		2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
少数股东权益	5,494	6,350	6,602	6,866	7,165	成长能力					
实收资本(或股本)	3,909	5,042	5,042	5,042	5,042	营业收入	6.9%	1.1%	7.2%	7.1%	7.1%
资本公积	5,771	4,575	5,207	5,207	5,207	营业利润	5.9%	20.3%	-7.5%	4.6%	13.1%
留存收益	14,054	15,585	16,848	18,996	21,445	归属于母公司净利润	4.3%	15.3%	-9.4%	4.6%	13.1%
其他	248	2,041	0	0	0	获利能力					
股东权益合计	29,477	33,593	33,700	36,112	38,859	毛利率	8.1%	7.8%	7.8%	7.9%	7.9%
负债和股东权益总计	92,789	102,396	102,021	107,977	115,558	净利率	1.4%	1.7%	1.4%	1.4%	1.4%
						ROE	8.9%	9.8%	8.4%	8.4%	8.8%
						ROIC	7.3%	8.2%	6.9%	6.9%	7.2%
现金流量表						偿债能力					
单位:百万元	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E	资产负债率	68.2%	67.2%	67.0%	66.6%	66.4%
净利润	2,290	2,786	2,524	2,639	2,984	净负债率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
折旧摊销	538	444	573	623	662	流动比率	1.26	1.27	1.29	1.30	1.31
财务费用	1,179	1,163	901	890	863	速动比率	0.92	0.92	0.95	0.97	0.98
投资损失	(32)	(1,285)	(877)	0	0	营运能力					
营运资金变动	(172)	(251)	1,202	(584)	(945)	应收账款周转率	5.7	5.6	5.4	5.6	5.5
其它	945	226	2,100	442	397	存货周转率	7.4	6.5	6.6	7.0	7.1
经营活动现金流	4,748	3,083	6,424	4,010	3,962	总资产周转率	1.6	1.6	1.6	1.7	1.7
资本支出	(785)	(340)	(1,108)	(1,108)	(1,159)	每股指标(元)					
长期投资	43	(381)	(72)	13	(14)	每股收益	0.43	0.50	0.45	0.47	0.53
其他	(620)	(871)	(541)	(242)	109	每股经营现金流	1.21	0.61	1.27	0.80	0.79
投资活动现金流	(1,361)	(1,592)	(1,721)	(1,337)	(1,064)	每股净资产	4.76	5.40	5.37	5.80	6.29
债权融资	942	(1,863)	(166)	292	(139)	估值比率					
股权融资	376	(63)	632	0	0	市盈率	11.6	10.1	11.1	10.6	9.4
其他	(3,555)	(574)	(1,329)	(1,442)	(1,078)	市净率	1.1	0.9	0.9	0.9	0.8
筹资活动现金流	(2,237)	(2,500)	(862)	(1,150)	(1,217)	EV/EBITDA	4.4	4.0	4.3	4.2	3.8
汇率变动影响	(1)	0	-0	-0	-0	EV/EBIT	5.0	4.4	4.9	4.8	4.3
现金净增加额	1,149	(1,009)	3,841	1,523	1,681						

资料来源：东方证券研究所

分析师申明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明：

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

投资评级和相关定义

报告发布日后的 12 个月内行业或公司的涨跌幅相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅为基准（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）；

公司投资评级的量化标准

- 买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；
- 增持：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15%；
- 中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；
- 减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级——由于在报告发出之时该股票不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该股票的研究状况，未给予投资评级相关信息。

暂停评级——根据监管制度及本公司相关规定，研究报告发布之时该投资对象可能与本公司存在潜在的利益冲突情形；亦或是研究报告发布当时该股票的价值和价格分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确投资评级；分析师在上述情况下暂停对该股票给予投资评级等信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该股票的投资评级、盈利预测及目标价格等信息不再有效。

行业投资评级的量化标准：

- 看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；
- 中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；
- 看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级：由于在报告发出之时该行业不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该行业的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：由于研究报告发布当时该行业的投资价值分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确行业投资评级；分析师在上述情况下暂停对该行业给予投资评级信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该行业的投资评级信息不再有效。

免责声明

本证券研究报告（以下简称“本报告”）由东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告的全体接收人应当采取必要措施防止本报告被转发给他人。

本报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司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证券研究报告。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的证券研究报告之外，绝大多数证券研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

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，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。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投资标的的邀请或向人作出邀请。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

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，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。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面协议授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容。不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

经本公司事先书面协议授权刊载或转发的，被授权机构承担相关刊载或者转发责任。不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

提示客户及公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告，慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

电话：021-63325888

传真：021-63326786

网址：www.dfzq.com.cn

东方证券股份有限公司经相关主管机关核准具备证券投资咨询业务资格，据此开展发布证券研究报告业务。

东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的范围内正在或将要与本研究报告所分析的企业发展业务关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在对报告的客观性产生影响的利益冲突，不应视本证券研究报告为作出投资决策的唯一因素。