



## 第二增长曲线成型，新三年战略展开兑现

### ——九州通 2025 年年报及 2026 年一季报业绩点评

2026 年 4 月 28 日

- 事件：**2026 年 4 月 28 日，公司发布 2025 年年度和 2026 年一季度业绩报告。2025 年，公司实现营业收入 1613.90 亿元，同比+6.31%；归母净利润 22.55 亿元，同比-10.07%；扣非归母净利润为 17.48 亿元，同比-3.63%；经营活动产生的现金流量净额为 34.41 亿元，同比增长 11.62%。2026 年 Q1，公司实现营业收入 447.63 亿元，同比+6.58%；归母净利润 7.33 亿元，同比-24.41%；扣非归母净利润 5.43 亿元，同比+7.12%。
- 25 年“三新两化”收官见效，第二增长曲线成型。**分业务来看，2025 年，公司 CSO 业务推进加速，产品结构持续优化，工业自产高增；总代品牌推广（CSO）业务实现收入 197.77 亿元，其中，药品 CSO 收入 122.17 亿元，同比+13.44%，主要得益于可威、弥可保等核心代理产品的销售稳健增长；累计代理品规合计超 817 个，其中年销量过亿明星单品 32 个。医药工业自产及 OEM 实现收入 33.33 亿元，同比+10.81%，中药、西药、器械自有产品矩阵完善，高毛利业务占比提升。新零售万店网络下沉扩容，电商与 O2O 加速布局。好药师加盟门店超 3.45 万家，实现收入 71.60 亿元，同比+32.79%；B2C 总代总销 11.28 亿元（同比 +15.10%），抖音/快手兴趣电商行业领跑。B2B 电商终端销售渠道实现收入 216.13 亿元，同比+22.22%，其中，药九九 B2B 自营收入达 127.90 亿元，同比增长 15.70%。院外数字化分销渠道持续放量。新医疗基层诊所快速扩张，数智化赋能下沉市场。九医诊所会员店 3338 家，SaaS 系统与 AI 辅诊落地，计划三年扩至万家，卡位基层医疗与处方外流红利。数智化+资本化降本增效，资产重估数智化。九大 AI 智能体落地，一线业务提效 30%。器械、中药、医美板块表现突出，医疗器械收入 392.79 亿元（+15.91%），稳居行业前列；中药板块收入 62.24 亿元（+25.43%），实现了“中药材资源+智能制造+数字服务”的全产业链布局；医美业务收入 12.30 亿元（+44.52%），并通过重整并购奥园美谷（现“九州美谷”）正式进入医美服务领域，完善产业生态。
- 25 年费用管控合理，26 年收入增速有望提速。**2025 年，公司毛利率为 7.78%，与去年同期基本持平；研发、销售、管理费用分别为 1.29 亿元、50.09 亿元、30.95 亿元，同比-12.18%、+14.21%、+7.02%；研发、销售、管理费用率分别为 0.08%、3.10%、1.92%，同比-0.02pct、+0.21pct、+0.01pct，费用管控合理。2026 年 Q1，公司毛利率为 7.46%，同比+0.13pct；研发、销售、管理费用率为 0.05%、2.92%、1.71%，同比-0.04pct、+0.23pct、+0.03pct。2025Q1/Q2/Q3/Q4 单季度收入增速分别为 3.82%/6.52%/5.41%/9.60%，2026 年 Q1 增速为 6.58%，有望保持收入提速态势。
- 26 年公司“四新两化”新三年战略落地与业绩兑现展开。**2026 年，公司 2026-2028 新三年“四新两化”战略规划正式启动。“四新两化”战略是其“三新两化”的升级版，旨在通过新产品、新零售、新医疗、新服务四大引擎，共同推动公司从单纯“卖产品”向提供“产品+服务”综合解决方案转型，以驱动业务增长；同时，以数智化构建智能核心引擎，以资本化激活资产价值，共同赋能前述业务，最终实现从传统医药流通企业向全生态大健康平台的战略跃迁。我们认为，随着公司加强应收账款管理（现金流已改善），以及高毛利的

九州通 (600998.SH)

推荐 维持评级

分析师

程培

✉: chengpei\_yj@chinastock.com.cn  
分析师登记编码: S0130522100001

李璐昕

✉: liluxin\_yj@chinastock.com.cn  
分析师登记编码: S0130521040001

市场数据

2026-04-28

股票代码	600998.SH
A 股收盘价(元)	5.15
总股本(亿股)	50.42
实际流通 A 股(亿股)	50.42
总市值(亿元)	260

相对指数表现图

2026-04-28



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

相关研究

【银河医药】九州通 (600998.SH) : 2025 年中报业绩点评, 经营表现稳健, 新兴业务快速增长

CSO、自有产品、技术服务等业务占比持续提升，公司整体盈利能力和质量有望进入修复和上升通道。在带量采购、处方外流等政策驱动下，医药流通行业集中度持续提升。九州通作为民营龙头企业，凭借全国性网络、院外市场优势和领先的数智化能力，有望持续扩大市场份额。

- **投资建议：**公司作为医药流通服务龙头，第二增长曲线成型，新三年战略下有望进一步提升市场份额，建议关注中长期上行空间。我们预计公司 2026-2028 年归母净利润分别为 24.90/27.65/31.62 亿元，同比+10.4%、+11.1%、+14.3%，当前股价对应 2026-2028 年 PE 为 10.43/9.39/8.21 倍，维持“推荐”评级。
- **风险提示：**带量采购、医保支付方式改革等政策的风险，行业竞争加剧的风险；业务整合与管理的风险。

#### 主要财务指标预测

	2025A	2026E	2027E	2028E
营业收入(百万元)	161,390	173,002	187,020	202,893
收入增长率	6.3%	7.2%	8.1%	8.5%
归母净利润(百万元)	2,255	2,490	2,765	3,162
利润增速	-10.1%	10.4%	11.1%	14.3%
毛利率	7.8%	7.8%	7.8%	7.8%
摊薄 EPS(元)	0.45	0.49	0.55	0.63
PE	11.52	10.43	9.39	8.21

资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

附录:

公司财务预测表

资产负债表 (百万元)	2025A	2026E	2027E	2028E
流动资产	95,292	96,047	106,872	116,811
现金	18,814	21,058	23,232	25,259
应收账款	28,851	31,001	34,420	36,656
其它应收款	5,590	5,984	6,675	7,096
预付账款	7,519	6,341	7,418	8,316
存货	30,254	27,253	30,897	34,519
其他	4,263	4,411	4,230	4,965
非流动资产	21,115	21,078	21,123	21,049
长期投资	5,017	5,648	6,400	7,091
固定资产	8,107	7,243	6,235	5,130
无形资产	2,525	3,008	3,461	3,882
其他	5,466	5,178	5,028	4,945
资产总计	116,407	117,125	127,995	137,860
流动负债	76,350	75,318	83,863	91,334
短期借款	11,465	12,136	13,237	14,123
应付账款	19,974	19,918	21,954	24,105
其他	44,912	43,263	48,672	53,106
非流动负债	3,189	3,228	3,605	3,788
长期借款	1,643	1,297	1,436	1,332
其他	1,546	1,931	2,169	2,456
负债合计	79,540	78,545	87,468	95,121
少数股东权益	8,313	8,505	8,741	8,984
归属母公司股东权益	28,555	30,075	31,786	33,754
负债和股东权益	116,407	117,125	127,995	137,860

现金流量表(百万元)	2025A	2026E	2027E	2028E
经营活动现金流	3,441	4,758	4,281	4,462
净利润	2,410	2,682	3,001	3,405
折旧摊销	896	1,515	1,584	1,649
财务费用	644	629	678	736
投资损失	-1,000	-156	-187	-406
营运资金变动	-239	-159	-1,035	-1,392
其它	730	247	240	471
投资活动现金流	-168	-1,626	-1,854	-1,574
资本支出	-1,379	-1,150	-1,289	-1,289
长期投资	604	-631	-752	-692
其他	607	156	187	406
筹资活动现金流	-2,487	-888	-254	-861
短期借款	1,529	672	1,100	886
长期借款	625	-347	139	-104
其他	-4,641	-1,213	-1,494	-1,643
现金净增加额	784	2,244	2,174	2,027

利润表 (百万元)	2025A	2026E	2027E	2028E
营业收入	161,390	173,002	187,020	202,893
营业成本	148,840	159,610	172,524	187,230
营业税金及附加	419	502	524	548
销售费用	5,009	5,450	5,798	6,290
管理费用	3,095	3,391	3,609	3,896
财务费用	942	328	341	364
资产减值损失	-141	-32	-42	-57
公允价值变动收益	52	0	0	0
投资净收益	440	66	-1	262
营业利润	3,306	3,580	4,007	4,585
营业外收入	88	61	73	71
营业外支出	104	87	84	92
利润总额	3,290	3,553	3,996	4,564
所得税	880	872	995	1,159
净利润	2,410	2,682	3,001	3,405
少数股东损益	155	192	236	243
归属母公司净利润	2,255	2,490	2,765	3,162
EBITDA	5,128	5,396	5,921	6,577
EPS (元)	0.45	0.49	0.55	0.63

主要财务比率	2025A	2026E	2027E	2028E
营业收入	6.3%	7.2%	8.1%	8.5%
营业利润	-9.1%	8.3%	12.0%	14.4%
归属母公司净利润	-10.1%	10.4%	11.1%	14.3%
毛利率	7.8%	7.8%	7.8%	7.8%
净利率	1.5%	1.6%	1.6%	1.7%
ROE	7.9%	8.3%	8.7%	9.4%
ROIC	6.0%	5.4%	5.6%	6.0%
资产负债率	68.3%	67.1%	68.3%	69.0%
净负债比率	215.7%	203.6%	215.8%	222.6%
流动比率	1.25	1.28	1.27	1.28
速动比率	0.75	0.82	0.81	0.81
总资产周转率	1.48	1.48	1.53	1.53
应收账款周转率	5.53	5.78	5.72	5.71
应付账款周转率	8.01	8.00	8.24	8.13
每股收益	0.45	0.49	0.55	0.63
每股经营现金	0.68	0.94	0.85	0.88
每股净资产	5.66	5.96	6.30	6.69
P/E	11.52	10.43	9.39	8.21
P/B	0.91	0.86	0.82	0.77
EV/EBITDA	4.34	3.83	3.37	2.89
P/S	0.16	0.15	0.14	0.13

资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

分析师承诺及简介

本人承诺以勤勉的执业态度，独立、客观地出具本报告，本报告清晰准确地反映本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告的具体推荐或观点直接或间接相关。

**程培**，医药行业首席分析师。上海交通大学生物化学与分子生物学硕士，10年以上医学检验行业+医药行业研究经验，公司研究深入细致，对医药行业政策和市场营销实务非常熟悉。此前作为团队核心成员，获得新财富最佳分析师医药行业2022年第4名、2021年第5名、2020年入围，2021年上海证券报最佳分析师第2名，2019年Wind“金牌分析师”医药行业第1名，2018年第一财经最佳分析师医药行业第1名等荣誉。

**李璐昕**，医药团队分析师，悉尼大学硕士，2019年加入中国银河证券，主要从事医疗服务、医美美妆、AI医疗研究工作。

免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券）向其客户提供。银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。若您并非银河证券客户中的专业投资者，为保证服务质量、控制投资风险、应首先联系银河证券机构销售部门或客户经理，完成投资者适当性匹配，并充分了解该项服务的性质、特点、使用的注意事项以及若不当使用可能带来的风险或损失。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资咨询建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告而取代自我独立判断。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。银河证券认为本报告资料来源是可靠的，所载内容及观点客观公正，但不担保其准确性或完整性。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。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。

银河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。银河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。

银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券书面授权许可，任何机构或个人不得以任何形式转发、转载、翻版或传播本报告。特提醒客户及公众投资者慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

本报告版权归银河证券所有并保留最终解释权。

评级标准

评级标准	评级	说明
评级标准为报告发布日后的6到12个月行业指数（或公司股价）相对市场表现，其中：A股市场以沪深300指数为基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准，北交所市场以北证50指数为基准，香港市场以恒生指数为基准。	行业评级	推荐： 相对基准指数涨幅10%以上 中性： 相对基准指数涨幅在-5%~10%之间 回避： 相对基准指数跌幅5%以上
	公司评级	推荐： 相对基准指数涨幅20%以上 谨慎推荐： 相对基准指数涨幅在5%~20%之间 中性： 相对基准指数涨幅在-5%~5%之间 回避： 相对基准指数跌幅5%以上

联系

中国银河证券股份有限公司 研究院	机构请致电：
深圳市福田区金田路3088号中洲大厦20层	深广地区：程曦 0755-83471683 chengxi_yj@chinastock.com.cn 苏一耘 0755-83479312 suyiyun_yj@chinastock.com.cn
上海浦东新区富城路99号震旦大厦31层	上海地区：林程 021-60387901 lincheng_yj@chinastock.com.cn 李洋洋 021-20252671 liyangyang_yj@chinastock.com.cn
北京市丰台区西营街8号院1号楼青海金融大厦	北京地区：田薇 010-80927721 tianwei@chinastock.com.cn 褚颖 010-80927755 chuying_yj@chinastock.com.cn
公司网址：www.chinastock.com.cn	