

九州通 (600998)

2025 年报&2026 一季报点评：“四新两化”
开启新一轮成长

买入 (维持)

2026 年 04 月 29 日

证券分析师 朱国广

执业证书: S0600520070004

zhugg@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	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
营业总收入 (百万元)	151,810	161,390	172,074	183,414	195,391
同比 (%)	1.11	6.31	6.62	6.59	6.53
归母净利润 (百万元)	2,507	2,255	2,502	2,759	3,029
同比 (%)	15.33	(10.07)	10.96	10.27	9.77
EPS-最新摊薄 (元/股)	0.50	0.45	0.50	0.55	0.60
P/E (现价&最新摊薄)	10.44	11.61	10.46	9.49	8.64

投资要点

- **事件:** 公司发布 2025 年年报及 2026 年一季报, 2025 年实现营业收入 1613.90 亿元(+6.31%, 同比, 下同); 归母净利润 22.55 亿元(-10.07%); 扣非归母净利润 17.48 亿元(-3.63%)。2026Q1 实现营业收入 447.83 亿元(+6.58%); 归母净利润 7.33 亿元(-24.41%); 扣非归母净利润 5.43 亿元(+7.12%)。
- **2025 年利润率整体平稳, 归母净利润同比下滑主要受 REITs 非经常性损益高基数影响。**2025 年公司毛利率 7.78%(-0.02pp), 归母净利率 1.40%(-0.25pp); 销售/管理/研发/财务费用率分别为 3.10%/1.92%/0.08%/0.58%, 同比+0.21/+0.01/-0.02/-0.18pp。2026Q1 毛利率 7.46%(+0.13pp), 归母净利率 1.64%(-0.67pp); 销售/管理/研发/财务费用率分别为 2.92%/1.71%/0.05%/0.57%, 同比+0.13/+0.03/-0.04/+0.01pp。2025 年归母净利润下滑, 主要因为 2024 年 Pre-REITs 增厚归母净利润 5.76 亿元, 而 2025 年公募 REITs 增厚 4.38 亿元, REITs 相关非经常性收益同比减少 23.96%; 同时信用减值准备计提同比增加 172.03%, 压制表观扣非利润。
- **“四新两化”驱动新业务持续放量, 开启新一轮增长。**1) 数字化医药分销与供应链业务实现收入 1336.68 亿元(+6.80%), 毛利率 6.59%, 为公司增长底盘; 2) 总代品牌推广业务实现收入 197.77 亿元(+2.64%), 毛利率 11.40%, 其中药品 CSO 收入 122.17 亿元(+13.44%)。3) 医药工业自产及 OEM 业务实现收入 33.33 亿元(+10.81%), 毛利率 19.27%; 4) 新零售业务实现收入 28.79 亿元(-2.94%), 但毛利率提升 1.59pp 至 15.16%, 经营质量改善, 截至 2026Q1 好药师直营及加盟门店总数已超 34500 家, 2025 年 B2C 电商总代总销收入 11.28 亿元(+15.10%), 加盟药店销售收入 71.60 亿元(+32.79%); 5) 医疗健康与技术增值服务收入 3.05 亿元(+31.82%), 毛利率达 45.26%; 6) 数字物流与供应链解决方案收入 12.90 亿元(+21.25%), 维持较快增长。
- **盈利预测与投资评级:** 考虑公司 REITs 扩容节奏企稳、新三年规划前期投入及宏观等因素, 我们将公司 2026-2027 年归母净利润由 28.18/31.08 亿元调整至 25.02/27.59 亿元, 2028 年为 30.29 亿元, 对应当前市值的 PE 为 10/9/9X, 考虑“四新两化”战略开启二次增长曲线, 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)	5.19
一年最低/最高价	4.81/5.84
市净率(倍)	0.95
流通 A 股市值(百万元)	26,170.42
总市值(百万元)	26,170.42

基础数据

每股净资产(元,LF)	5.46
资产负债率(% ,LF)	69.19
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): 2025 年三季报点评: 现金流改善, “三新两化”战略持续推进》

2025-11-02

《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》

2025-09-02

九州通三大财务预测表

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2025A	2026E	2027E	2028E		2025A	2026E	2027E	2028E
流动资产	95,292	78,795	105,989	91,171	营业总收入	161,390	172,074	183,414	195,391
货币资金及交易性金融资产	18,920	22,643	27,583	32,339	营业成本(含金融类)	148,840	158,910	169,144	179,994
经营性应收款项	40,189	42,223	40,080	42,509	税金及附加	419	447	476	507
存货	30,254	8,591	31,816	10,183	销售费用	5,009	5,334	5,502	5,862
合同资产	5	0	0	0	管理费用	3,095	3,441	3,668	3,908
其他流动资产	5,924	5,338	6,510	6,140	研发费用	129	224	238	254
非流动资产	21,115	21,558	21,916	22,191	财务费用	942	1,394	1,486	1,583
长期股权投资	3,140	3,140	3,140	3,140	加:其他收益	146	206	220	234
固定资产及使用权资产	8,622	9,105	9,499	9,805	投资净收益	1,000	1,507	1,284	1,270
在建工程	688	588	488	388	公允价值变动	52	40	32	24
无形资产	2,525	2,485	2,449	2,417	减值损失	(603)	(190)	(160)	(130)
商誉	1,348	1,448	1,548	1,648	资产处置收益	(244)	(260)	(278)	(296)
长期待摊费用	176	176	176	176	营业利润	3,306	3,626	3,997	4,386
其他非流动资产	4,617	4,617	4,617	4,617	营业外净收支	(16)	(16)	(16)	(16)
资产总计	116,407	100,354	127,905	113,361	利润总额	3,290	3,610	3,981	4,370
流动负债	76,350	57,487	81,952	64,034	减:所得税	880	830	916	1,005
短期借款及一年内到期的非流动负债	12,595	11,645	10,745	9,895	净利润	2,410	2,780	3,066	3,365
经营性应付款项	54,107	35,798	60,521	42,776	减:少数股东损益	155	278	307	337
合同负债	2,816	3,019	3,214	3,420	归属母公司净利润	2,255	2,502	2,759	3,029
其他流动负债	6,832	7,025	7,473	7,943	每股收益-最新股本摊薄(元)	0.45	0.50	0.55	0.60
非流动负债	3,189	3,189	3,189	3,189	EBIT	3,440	4,084	4,745	5,221
长期借款	1,643	1,643	1,643	1,643	EBITDA	4,337	4,741	5,437	5,946
应付债券	0	0	0	0	毛利率(%)	7.78	7.65	7.78	7.88
租赁负债	853	853	853	853	归母净利率(%)	1.40	1.45	1.50	1.55
其他非流动负债	693	693	693	693	收入增长率(%)	6.31	6.62	6.59	6.53
负债合计	79,540	60,676	85,142	67,223	归母净利润增长率(%)	(10.07)	10.96	10.27	9.77
归属母公司股东权益	28,555	31,087	33,866	36,905					
少数股东权益	8,313	8,591	8,897	9,234					
所有者权益合计	36,868	39,678	42,763	46,138					
负债和股东权益	116,407	100,354	127,905	113,361					

现金流量表 (百万元)					重要财务与估值指标				
	2025A	2026E	2027E	2028E		2025A	2026E	2027E	2028E
经营活动现金流	3,441	4,503	5,868	5,623	每股净资产(元)	5.31	5.81	6.36	6.97
投资活动现金流	(168)	3,340	3,448	3,764	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	(2,487)	(930)	(884)	(838)	ROIC(%)	5.10	5.95	6.65	7.02
现金净增加额	784	6,913	8,432	8,549	ROE-摊薄(%)	7.90	8.05	8.15	8.21
折旧和摊销	896	657	692	726	资产负债率(%)	68.33	60.46	66.57	59.30
资本开支	(1,379)	(1,376)	(1,344)	(1,312)	P/E (现价&最新股本摊薄)	11.61	10.46	9.49	8.64
营运资本变动	(188)	2,146	2,972	2,384	P/B (现价)	0.98	0.89	0.82	0.74

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>