

收入增速逐季改善， 新三年战略协同落地

核心观点

4月26日，公司发布2025年年度业绩报告，实现营业收入1613.9亿元，同比增长6.3%，实现归母净利润22.55亿元，同比下降10.07%，实现扣非后归母净利润17.48亿元，同比下降3.63%，实现基本每股收益0.44元，利润端略低于我们此前报告预期。展望2026年，公司新三年战略规划升级落地，传统分销业务有望稳健增长，药品CSO业务持续获取新产品，器械CSO业务逐步企稳，新零售、新医疗、新服务等业务加速放量，整体业绩增速有望加快，叠加减值影响边际减弱，我们看好公司利润端增速快于收入端。

事件

公司发布2025年年度业绩报告，利润端低于我们此前报告预期

公司发布2025年年度业绩报告，实现营业收入1613.9亿元，同比增长6.3%，实现归母净利润22.55亿元，同比下降10.07%，实现扣非后归母净利润17.48亿元，同比下降3.63%，实现基本每股收益0.44元，利润端略低于我们此前报告预期。26Q1，公司实现营业收入、归母净利润、扣非归母净利润分别为447.83亿元、7.33亿元及5.43亿元，同比变化6.58%、-24.41%及7.12%。业绩符合我们预期。

公司拟向全体普通股股东每10股派发现金2.00元（含税）。

简评

重要财务指标

	2024	2025	2026E	2027E	2028E
营业收入(百万元)	151810	161390	174285	188388	203842
YOY(%)	1.1	6.3	8.0	8.1	8.2
扣非净利润(百万元)	1814	1748	1906	2088	2295
YOY(%)	-7.5	-3.6	9.1	9.5	9.9
毛利率(%)	7.8	7.8	7.8	7.8	7.8
扣非净利率(%)	1.2	1.1	1.1	1.1	1.1
ROE(%)	9.2	7.9	8.2	8.3	8.6
EPS(摊薄/元，扣非)	0.36	0.35	0.38	0.41	0.46
P/E(倍)	14.5	15.1	13.8	12.6	11.5
P/B(倍)	1.0	1.0	0.9	0.9	0.8

资料来源：iFinD，中信建投证券

九州通(600998.SH)

维持

买入

袁清慧

yuanqinghui@csc.com.cn

010-56135338

SAC 编号:S1440520030001

SFC 编号:BPW879

刘若飞

liuruofei@csc.com.cn

010-56135328

SAC 编号:S1440519080003

SFC 编号:BVX723

沈兴熙

shenxingxi@csc.com.cn

010-56135334

SAC 编号:S1440525070009

袁全

yuanquan@csc.com.cn

010-56135332

SAC 编号:S1440523070006

贺菊颖

hejuying@csc.com.cn

010-56135323

SAC 编号:S1440517050001

SFC 编号:ASZ591

发布日期：2026年05月09日

当前股价：5.17元

主要数据

股票价格绝对/相对市场表现(%)

1个月	3个月	12个月
-1.52/-6.34	-2.82/-2.68	-1.34/-26.45

12月最高/最低价(元) 5.60/4.85

总股本(万股) 504,247.02

流通A股(万股) 504,247.02

总市值(亿元) 260.70

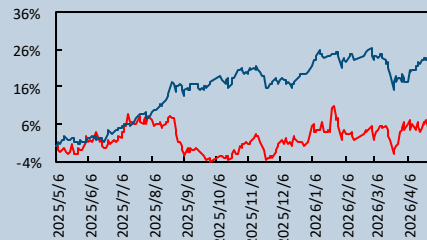
流通市值(亿元) 260.70

近3月日均成交量(万) 3807.82

主要股东

上海弘康实业投资有限公司 21.58%

股价表现



九州通

上证指数

多渠道协同放量，收入增速环比改善

2025 年，公司营业收入同比增长 6.31%，主要由于：1) “三新两化”战略取得显著成效，药品总代品牌推广（CSO）、B2C 电商总代总销、数字物流等新兴业务板块收入同比分别增长 13.44%、15.10%、21.25%；2) 品类方面，中药、医疗器械及医美板块加速增长，增速分别为 25.43%、15.91%、44.52%。3) 渠道方面，第二终端降幅收窄至-1.97%，其余终端表现较好，其中第一终端收入同比增长 9.64%，B2B 电商平台收入同比增长 22.22%。2025 年，公司归母净利润同比下降 10.07%，扣非归母净利润同比下降 3.63%，主要由于：1) 防疫物资应收账款及医院客户账期延长等所致减值准备计提增加 172.03%。2) 公司 24 年完成 Pre-REITs 发行，增加归母净利润 5.76 亿元，25 年完成 REITs 发行，增加归母净利润 4.38 亿元。3) 剔除减值等特殊影响后，公司扣非归母净利润同比增长 9.13%，主营业务盈利能力稳健。

2026 年第一季度，公司营业收入同比增长 6.58%，归母净利润同比下降 24.41%，扣非归母净利润同比增长 7.12%，归母端利润下降主要由于上年同期 REITs 贡献较多利润；收入及扣非利润增速较快主要由于系列新业务增速较快，例如医药工业自产业务、B2C 电商总代总销业务分别实现 30.82%、26.31% 的同比增长。

核心战略升级落地，看好新三年持续拓展

2023-2025 年，公司三新两化战略成果显著，2026 年，公司开启新三年战略规划，将原“三新两化”战略升级为“四新两化”战略，即通过新产品、新零售、新医疗、新服务的“四新”战略，引领业务增长；加速数智化，构建智能供应链，铸造核心引擎；推行资本化，激活资本效能，提升公司市场价值。

1) 新产品：2025 年，公司总代品牌推广业务销售收入达 197.77 亿元，同比增长 2.6%，贡献毛利额 22.54 亿元，占公司主营业务毛利额的 18.03%，利润贡献率进一步提升，增长“第二曲线”价值凸显，其中：

①药品 CSO 收入 122.17 亿元，同比增长 13.44%，保持较快增长速度，主要由于可威、弥可保等核心代理产品销售的稳健增长。2025 年，公司旗下全擎健康覆盖品规达 817 个，年销量过亿明星单品 32 个。2025 年全年，公司引进新品 113 个，其中过千万新品 20 个，26Q1，公司引入赫立昂系列产品，有望带来新增量。

②器械 CSO 收入 75.60 亿元，同比下降 11.04%，主要由于受医用耗材集采影响，公司代理的超声刀、吻合器等产品销售收入受到一定影响。2025 年全年，公司器械 CSO 已代理 1612 个品规产品，年销售额过亿品规 20 个。展望后续，我们认为，虽然耗材集采会短暂影响公司产品收入，但公司持续引入心脏瓣膜、试剂、口腔等产线，贡献新动力。

③医药工业自产及 OEM 业务方面，2025 年，公司实现销售收入 33.33 亿元，同比增长 10.81%，保持稳健增长。其中中药工业实现自产饮片销售收入 26.21 亿元，同比增长 14.66%；西药工业实现营业收入 5.74 亿元，销售略有承压；医疗器械工业及 OEM 业务收入 1.38 亿元，同比增长 6%。我们认为，公司西药板块持续推进药物研发及新品上市，中药板块重点发展道地药材和中药饮片业务，医疗器械工业及 OEM 业务持续丰富产品数量，持续提升产品质量，后续有望在保持稳健增长前提下持续提升业务盈利能力。

2) 新零售：公司新零售战略以“万店加盟”为核心，形成包含 B2C 电商总代总销、药九九 B2B 电商平台、零售电商等业务矩阵。

①**万店加盟业务：**截至 2025 年底，公司自营及加盟药店数超 34500 家。2025 年，公司对好药师加盟药店的销售额实现显著增长，销售收入同比增长 32.79% 达到 71.6 亿元，近三年复合增长率达 55.64%；此外，好药

师已引进定制品种 78 个，集采战略合作 KA 政策品种累计达 698 个，持续丰富产品体系。我们认为，公司或将重点提升单店配送额，聚焦专业药房、即时零售闪电仓业务及数字化赋能等方面，同步强化品种优势，整体收入贡献有望加速放量。

②B2C 电商总代总销业务：2025 年销售收入 11.28 亿元，同比增长 15.1%，公司拥有战略合作品牌 80 余家，经销并运营了 150 家知名医药健康品牌的线上官方旗舰店，打造了十万以上销售额爆品 170 余个，百万以上销售额单品 90 余个，千万级项目 20 余个，上亿级运营项目共 4 个。此外，公司仍然持续推进抖音、快手等兴趣电商布局，2025 年，公司在抖音、快手兴趣电商渠道收入同比增长 71.6%。

③B2B 电商业务加速发展。2025 年，公司面向药店、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，收入规模达 216.13 亿元，同比增长 22.22%，其中，药九九 B2B 电商平台自营销售收入达 127.9 亿元，同比增长 15.7%，零售电商服务平台业务实现销售收入 70.88 亿元，同比增长 34.19%。我们认为，现阶段线上业务增长较为迅速，不断完善品牌代运营服务能力，赋能核心供应商持续扩容，提升客户品牌影响力，后续有望驱动业绩加速释放。

3) 新医疗：①截至 2026 年 3 月底，公司已发展“九信诊所”会员店 3338 家，计划三年内实现万家诊所联盟，同时，公司持续完善品种结构，累计引进新品 625 个，其中年销售规模 50 万以上的品规 21 个、100 万以上的 12 个、200 万以上的 5 个，实现年度整体销售 1.09 亿元；数字化方面，公司自主研发并上线的九医 SaaS 诊所管家系统，为诊所客户提供“诊疗合规+增值运营”数智化运营增值服务，目前 2400 余家诊所会员店已上线使用该系统，累计服务患者 133 万+。②开展互联网医疗业务。截至 2025 年 12 月底，公司数智化三医大药房及处方流转项目已达成 41 家，完成 39 家医院的医疗信息化建设，实现“诊前+诊中+诊后”的全程管理。

4) 不动产证券化：公司公募 REITs 项目已于 2025 年 2 月 12 日完成发售，此外，公司 Pre-REITs 基金已募集完成，项目募集资金 16.45 亿元，公司目前已构建“公募 REITs+Pre-REITs”多层次不动产权益资本运作平台，后续或将持续扩充融资渠道，更高效地引入稀缺权益资金，加速公司发展。

5) 数字化：2025 年，公司数字化、AI 智能化转型加速推进，研发投入 3.45 亿元，研发技术人员达到 1616 人，全年落地数字化项目 90 个，数智化及 AI 应用带动一线业务效率提升 30%、中后台运营效率提升 8.5%，大幅实现降本增效。此外，公司汇聚了超 600 万的医药行业主数据，已建有 370 万+行业商品库、393 万+行业终端库，后续资产价值有望逐步兑现。我们认为，公司后续仍将持续加大数字化等研发投入，持续推动数字化降本增效。

核心能力赋能拓展，多元业务、多渠道加速增长

展望 2026 年，我们认为，药店端结构调整但不影响整体用药需求，26 年药店渠道销售有望稳健向上；线上、基层及民营渠道需求旺盛且公司在院内业务选择性较强，渠道销售增速较快；多渠道协同保障业绩稳健增长。公司核心价值在于供应链完善、了解多终端需求且服务经验丰富，业务执行力较强。公司于 26 年正式推出“四新两化”战略，在传统分销业务稳健且不偏离医药主业基础上不断将客户共性需求固化为标准业务，获取业务增值溢价，同时开展系列资本化及 AI 数智化动作，持续提升估值及发展上限。

Q1 综合毛利率提升，其余指标基本稳定

2025 年，公司综合毛利率为 7.78%，同比下降 0.02 个百分点，基本保持稳定；销售费用率为 3.10%，同比增加 0.21 个百分点，基本保持稳定；管理费用率为 1.92%，同比增加 0.01 个百分点，基本保持稳定；财务费用

率为 0.58%，同比下降 0.19 个百分点，控费效果较好。经营活动产生的现金流量净额同比提升 11.62% 为 34.41 亿元。存货周转天数为 64.23 天，同比增加 8.98 天，主要由于备货增加；应收账款周转天数为 65.05 天，同比增加 0.79 天，基本稳定；应付账款周转天数为 44.94 天，同比增加 2.0 天，基本保持稳定。其余财务指标基本正常。

26Q1，公司综合毛利率为 7.46%，同比提升 0.13 个百分点，主要由于盈利能力较强的业务收入占比提升；销售费用率为 2.92%，同比增加 0.13 个百分点，基本保持稳定；管理费用率为 1.71%，同比增加 0.03 个百分点，基本保持稳定；财务费用率为 0.57%，同比提升 0.01 个百分点，基本保持稳定。经营活动产生的现金流量净额为 -30.24 亿元，上年同期为 -33.28 亿元，基本保持稳定。存货周转天数为 65.37 天，同比增加 12.59 天，主要由于备货增加；应收账款周转天数为 66.62 天，同比下降 5.68 天，基本稳定；应付账款周转天数为 46.78 天，同比增加 2.35 天，基本保持稳定。其余财务指标基本正常。

盈利预测与投资评级

预计公司 2026 - 2028 年实现营业收入分别为 1742.85 亿元、1883.88 亿元和 2038.42 亿元，分别同比增长 8.0%、8.1% 和 8.2%，扣非归母净利润分别为 19.06 亿元、20.88 亿元和 22.95 亿元，分别同比增长 9.1%、9.5% 和 9.9%，折合 EPS（扣非）分别为 0.38 元/股、0.41 元/股和 0.46 元/股，分别对应估值 13.8X、12.6X 和 11.5X。我们认为，公司扣非归母净利润有望稳健增长，叠加公司 REITs 及 pre-REITs 项目落地后，有望形成较多非经常收益，进而带动归母净利润规模大幅高于扣非规模净利润。

风险分析

- 1) 药品集采风险：药品集中采购范围逐渐扩大，可能对公司产生一定的降价风险，影响公司部分业务收益，而且随着带量采购中标品种增加，其规模过大有可能对公司经营收入和利润产生较大影响；
- 2) 市场竞争加剧：市场主要竞争者或新进者可能会削弱公司的相对优势和可持续发展的能力，进而影响公司的长远发展；
- 3) 产品研发风险：倘若公司产品研发进度不及预期，或将损害公司长期业务竞争力；
- 4) 应收账款周转风险：倘若公司应收账款周期延长或无法收回，或将为公司带来时间和经济上的损失；
- 5) 监管风险：2023 年 3 月 2 日，上海证券交易所受理了九州通向特定对象发行优先股的申请，在后续问询过程中，公司称健康城项目中政府允许出售的部分，除将已取得预售证的部分出售给内部员工用于提供员工福利外，不向社会公众出售，但实际却存在对社会公众出售的情况，被上交所予以监管警示，或将给公司经营造成不利影响。
- 6) 政策风险：医药行业属于高监管行业，倘若出现较为严苛的政策，可能对公司经营造成不利影响。

分析师介绍

袁清慧

中信建投研究发展部医药及大健康联席组长，医药行业首席分析师。中山大学理学本科，佐治亚州立大学理学硕士，北卡大学教堂山分校医学院研究学者。曾从事阿尔茨海默、肿瘤相关新药研发，擅长创新药产业研究。2018 年加入中信建投证券研究发展部。

2020 年-2023 年新财富最佳分析师医药行业入围、第 5 名、第 4 名、第 3 名团队核心成员，2024-2025 年证券时报医药行业最佳分析师第 2 名团队核心成员。2024 年-2025 年新浪金麒麟创新药行业最佳分析师第 1 名、第 2 名。

刘若飞

医药消费及生物制品首席分析师，北京大学生物技术硕士，2017 年加入中信建投证券研究发展部。主要覆盖中药、医药商业、生物制品、原料药、CRO、基因测序等细分领域。

2025 年、2024 年、2023 年、2022 年、2021 年新财富最佳分析师评选医药生物行业第二名、第二名、第三名、第四名、第五名团队核心成员。

沈兴熙

医药行业分析师，武汉大学健康经济学硕士，2023 年加入中信建投证券研究发展部医药团队，主要覆盖基因检测、药店、医药流通、中药及商保板块。

袁全

中信建投证券医药分析师，耶鲁大学医疗管理硕士，曾就职于瑞士信贷香港投行部，2021 年加入中信建投证券研究发展部，主要负责中药、医美、原料药、医药商业、全球视野研究等细分领域，2024 年、2023 年新财富最佳分析师评选医药生物行业第二名、第三名团队核心成员。

贺菊颖

中信建投证券医药行业首席分析师，复旦大学管理学硕士，10 年以上医药卖方研究从业经验，善于前瞻性把握细分赛道机会，公司研究深入细致，负责整体投资方向判断。2020 年度新浪财经金麒麟分析师医药行业第七名、新财富最佳分析师医药行业入围、万德最佳分析师医药行业第四名等荣誉。2019 年 Wind “金牌分析师”医药行业第 1 名。2018 年 Wind “金牌分析师”医药行业第 3 名，2018 第一财经最佳分析师医药行业第 1 名。2013 年新财富医药行业第 3 名，水晶球医药行业第 5 名。

评级说明

投资评级标准		评级	说明
报告中投资建议涉及的评级标准为报告发布日后6个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的6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作为基准。A股市场以沪深300指数作为基准；新三板市场以三板成指为基准；香港市场以恒生指数作为基准；美国市场以标普500指数为基准。	股票评级	买入	相对涨幅 15%以上
		增持	相对涨幅 5%—15%
		中性	相对涨幅-5%—5%之间
		减持	相对跌幅 5%—15%
		卖出	相对跌幅 15%以上
	行业评级	强于大市	相对涨幅 10%以上
		中性	相对涨幅-10-10%之间
		弱于大市	相对跌幅 10%以上

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：（i）以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，结论不受任何第三方的授意或影响。（ii）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。

法律主体说明

本报告由中信建投证券股份有限公司及/或其附属机构（以下合称“中信建投”）制作，由中信建投证券股份有限公司在中华人民共和国（仅为本报告目的，不包括香港、澳门、台湾）提供。中信建投证券股份有限公司具有中国证监会许可的投资咨询业务资格，本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格证书编号已披露在报告首页。

在遵守适用的法律法规情况下，本报告亦可能由中信建投（国际）证券有限公司在香港提供。本报告作者所持香港证监会牌照的中央编号已披露在报告首页。

一般性声明

本报告由中信建投制作。发送本报告不构成任何合同或承诺的基础，不因接收者收到本报告而视其为中信建投客户。

本报告的信息均来源于中信建投认为可靠的公开资料，但中信建投对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载观点、评估和预测仅反映本报告出具日该分析师的判断，该等观点、评估和预测可能在不发出通知的情况下有所变更，亦有可能因使用不同假设和标准或者采用不同分析方法而与中信建投其他部门、人员口头或书面表达的意见不同或相反。本报告所引证券或其他金融工具的过往业绩不代表其未来表现。报告中所含任何具有预测性质的内容皆基于相应的假设条件，而任何假设条件都可能随时发生变化并影响实际投资收益。中信建投不承诺、不保证本报告所含具有预测性质的内容必然得以实现。

本报告内容的全部或部分均不构成投资建议。本报告所包含的观点、建议并未考虑报告接收人在财务状况、投资目的、风险偏好等方面的具体情况，报告接收者应当独立评估本报告所含信息，基于自身投资目标、需求、市场机会、风险及其他因素自主做出决策并自行承担投资风险。中信建投建议所有投资者应就任何潜在投资向其税务、会计或法律顾问咨询。不论报告接收者是否根据本报告做出投资决策，中信建投都不对该等投资决策提供任何形式的担保，亦不以任何形式分享投资收益或者分担投资损失。中信建投不对使用本报告所产生的任何直接或间接损失承担责任。

在法律法规及监管规定允许的范围内，中信建投可能持有并交易本报告中所提公司的股份或其他财产权益，也可能在过去12个月、目前或者将来为本报中所提公司提供或者争取为其提供投资银行、做市交易、财务顾问或其他金融服务。本报告内容真实、准确、完整地反映了署名分析师的观点，分析师的薪酬无论过去、现在或未来都不会直接或间接与其所撰写报告中的具体观点相联系，分析师亦不会因撰写本报告而获取不当利益。

本报告为中信建投所有。未经中信建投事先书面许可，任何机构和/或个人不得以任何形式转发、翻版、复制、发布或引用本报告全部或部分内 容，亦不得从未经中信建投书面授权的任何机构、个人或其运营的媒体平台接收、翻版、复制或引用本报告全部或部分内容。版权所有，违者必究。

中信建投证券研究发展部

北京
 朝阳区景辉街16号院1号楼18层
 电话：（8610）56135088
 联系人：李祉瑶
 邮箱：lizhiyao@csc.com.cn

上海
 上海浦东新区浦东南路528号南塔2103室
 电话：（8621）6882-1600
 联系人：翁起帆
 邮箱：wengqifan@csc.com.cn

深圳
 福田区福中三路与鹏程一路交汇处广电金融中心35楼
 电话：（86755）8252-1369
 联系人：曹莹
 邮箱：caoying@csc.com.cn

中信建投（国际）

香港
 中环交易广场2期18楼
 电话：（852）3465-5600
 联系人：刘泓麟
 邮箱：charleneliu@csci.hk