



公司评级 增持（维持）

报告日期 2026年05月11日

基础数据

05月08日收盘价（元）	5.05
总市值（亿元）	254.64
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：核心分销业务稳健，三新两化战略稳步推进-2025.09.08

分析师：孙媛媛

S0190515090001
sunyuanyuan@xyzq.com.cn

分析师：黄翰漾

S0190519020002
huanghanyang@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，“四新两化战略”推动创新业务快速增长

投资要点：

- **营收稳健增长，利润因减值准备承压。**2025年，公司实现营业收入1613.90亿元（YoY+6.31%）；归母净利润22.55亿元（YoY-10.07%），扣非归母净利润17.48亿元（YoY-3.63%）。受防疫物资应收账款及医院客户账期延长等因素影响，公司本期减值准备计提显著增加，其中发生信用减值损失4.62亿元（YoY+172.0%），资产减值损失1.41亿元（YoY+64.6%）。剔除信用减值准备计提增加等特定影响后，公司2025年归母净利润达24.86亿元（YoY-0.84%），扣非归母净利润达19.79亿元（YoY+9.13%）。2026Q1公司实现营业收入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%）。经营活动产生的现金流量净额为34.41亿元（YoY+11.62%）2026Q1归属于上市公司股东的净利润同比下降，主要原因为2025年同期公司完成医药仓储物流基础设施公募REITs发行上市，增加公司净利润4.38亿元。
- **核心分销业务稳健，新兴业务增速突出。**2025年，公司数字化医药分销与供应链业务实现收入1,336.68亿元（YoY+6.80%）；总代品牌推广业务实现收入197.77亿元（YoY+2.64%），其中药品总代品牌推广业务收入122.17亿元（YoY+13.44%），器械总代品牌推广业务收入75.60亿元（YoY-11.04%）；医药工业自产及OEM业务收入33.33亿元（YoY+10.81%）；医药新零售业务收入28.79亿元（YoY-2.94%）；医疗健康与技术增值服务收入3.05亿元（YoY+31.82%）；数字物流与供应链解决方案收入12.90亿元（YoY+21.25%）。
- **“四新两化”战略推动创新业务持续发力。**总代品牌推广/CSO方面，2025年实现收入197.77亿元，毛利22.54亿元，占主营业务毛利额18.03%。受可威、弥可保等核心产品驱动，药品总代收入同比增长13.44%；药品CSO累计合作代理817个品规，其中年销量过亿明星单品32个，全年引进新品113个，涵盖慢病、肿瘤等多领域。新零售业务方面，2025年实现收入28.79亿元，好药师加盟门店超34,500家，C端会员超6000万；其中B2C电商总代总销售收入达11.28亿元（YoY+15.10%）。基层医疗业务方面，药九九B2B及零售电商平台收入达216.13亿元，“九医诊所”会员店达3,338家，数智化系统持续赋能基层运营。2026Q1，公司四新两化（新产品、新零售、新医疗、新服务及数智化、资本化）战略推动多项新兴业务快速增长，其中医药工业自产业务、B2C电商总代总销业务分别实现30.82%、26.31%的同比增长，中药、医疗器械、医美业务分别实现38.98%、15.97%、57.18%的同比增长。
- **盈利预测及估值：**我们预计公司2026-2028年归母净利润分别为23.55亿元、25.86亿元、27.74亿元，对应2026年5月8日收盘价，PE为10.8、9.8、9.2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	2025A	2026E	2027E	2028E
营业总收入（百万元）	161390	167126	173022	179149
同比增长	6.3%	3.6%	3.5%	3.5%
归母净利润（百万元）	2255	2355	2586	2774
同比增长	-10.1%	4.4%	9.8%	7.3%
毛利率	7.8%	7.8%	7.8%	7.9%
ROE	7.9%	7.8%	8.1%	8.3%
每股收益（元）	0.45	0.47	0.51	0.55
市盈率	11.3	10.8	9.8	9.2

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	2025A	2026E	2027E	2028E
流动资产	95292	100108	105113	110499
货币资金	18814	22067	24390	26991
交易性金融资产	106	106	106	106
应收票据及应收账款	28981	30215	31234	32296
预付款项	7519	9244	9567	9902
存货	30254	29956	31003	32088
其他	9618	8520	8813	9117
非流动资产	21115	20392	19375	18184
长期股权投资	3140	3140	3140	3140
固定资产	8107	7612	7097	6390
在建工程	688	631	429	254
无形资产	2525	2356	2186	2011
商誉	1348	1348	1348	1348
其他	5307	5306	5174	5041
资产总计	116407	120499	124488	128683
流动负债	76350	78881	81189	83581
短期借款	11465	11465	11465	11465
应付票据及应付账款	54075	55632	57577	59593
其他	10810	11784	12147	12523
非流动负债	3189	3232	3232	3232
长期借款	1643	1643	1643	1643
其他	1546	1588	1588	1588
负债合计	79540	82113	84420	86813
股本	5042	5042	5042	5042
未分配利润	15072	16249	17542	18929
少数股东权益	8313	8313	8313	8313
股东权益合计	36868	38387	40067	41870
负债及权益合计	116407	120499	124488	128683

现金流量表

单位：百万元

会计年度	2025A	2026E	2027E	2028E
归母净利润	2255	2355	2586	2774
折旧和摊销	896	1110	1144	1161
营运资金的变动	-188	759	-425	-443
经营活动产生现金流量	3441	5305	4361	4547
资本支出	-1379	-505	-327	-170
长期投资	604	0	0	0
投资活动产生现金流量	-168	-391	-327	-170
债权融资	652	0	0	0
股权融资	711	0	0	0
融资活动产生现金流量	-2487	-1661	-1711	-1777
现金净变动	784	3253	2323	2600

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	2025A	2026E	2027E	2028E
营业总收入	161390	167126	173022	179149
营业成本	148840	154059	159444	165026
税金及附加	419	435	450	466
销售费用	5009	5187	5370	5560
管理费用	3095	3209	3305	3404
研发费用	129	134	138	143
财务费用	942	618	585	562
投资收益	1000	0	0	0
公允价值变动收益	52	0	0	0
信用减值损失	-462	-100	-50	-50
资产减值损失	-141	-50	-30	-30
营业利润	3306	3186	3500	3757
营业外收支	-16	30	30	30
利润总额	3290	3216	3530	3787
所得税	880	860	945	1013
净利润	2410	2355	2586	2774
少数股东损益	155	0	0	0
归属母公司净利润	2255	2355	2586	2774
EPS(元)	0.45	0.47	0.51	0.55

主要财务比率

会计年度	2025A	2026E	2027E	2028E
成长性				
营业总收入增长率	6.3%	3.6%	3.5%	3.5%
营业利润增长率	-9.1%	-3.6%	9.9%	7.3%
归母净利润增长率	-10.1%	4.4%	9.8%	7.3%
盈利能力				
毛利率	7.8%	7.8%	7.8%	7.9%
归母净利率	1.4%	1.4%	1.5%	1.5%
ROE	7.9%	7.8%	8.1%	8.3%
偿债能力				
资产负债率	68.3%	68.1%	67.8%	67.5%
流动比率	1.25	1.27	1.29	1.32
速动比率	0.75	0.77	0.79	0.82
营运能力				
资产周转率	147.5%	141.1%	141.3%	141.5%
每股资料(元)				
每股收益	0.45	0.47	0.51	0.55
每股经营现金	0.68	1.05	0.86	0.90
估值比率(倍)				
PE	11.3	10.8	9.8	9.2
PB	0.9	0.8	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外大街甲 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