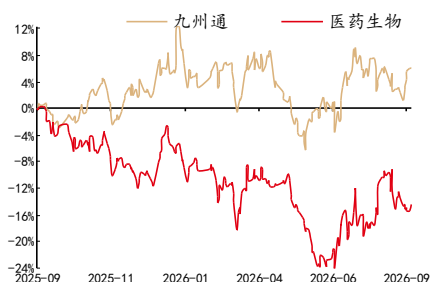


股票投资评级

买入 | 维持

个股表现



资料来源：聚源，中邮证券研究所

公司基本情况

最新收盘价（元）	5.07
总股本/流通股本（亿股）	50.42 / 50.42
总市值/流通市值（亿元）	256 / 256
52 周内最高/最低价	5.60 / 4.62
资产负债率(%)	68.3%
市盈率	11.52
第一大股东	上海弘康实业投资有限公司

研究所

分析师: 盛丽华
SAC 登记编号: S1340525060001
Email: shenglihua@cnpsec.com
分析师: 龙永茂
SAC 登记编号: S1340523110002
Email: longyongmao@cnpsec.com

九州通(600998)

Q2 收入提速增长，“四新两化”战略持续推进

● Q2 收入提速增长，战略转型凸显成效

公司发布 2026 年中报：2026H1 实现营业收入 872.79 亿元（+7.61%），归母净利润 12.01 亿元（-16.95%），扣非归母净利润 9.82 亿元（+3.22%）。归母净利润下降主要系非经常性损益同比减少：上年同期非经常性损益 4.94 亿元，主要受公募 REITs 发行影响，本期为 2.18 亿元，同比减少 2.76 亿元。

分季度来看，2026Q1、Q2 收入分别为 447.83 亿元（+6.58%）、424.97 亿元（+8.71%），归母净利润分别为 7.33 亿元（-24.41%）、4.67 亿元（-1.74%），扣非归母净利润分别为 5.43 亿元（+7.12%）、4.39 亿元（-1.24%）。Q2 收入增速较 Q1 提升 2.13pct。

公司营业收入保持稳定增长的态势，较上年同期增长 7.61%，其中第二季度同比增长提升至 8.71%，增速进一步加快；主要得益于公司在数字化分销与供应链业务持续增长的基础上，战略转型凸显成效；从业务线上，B2C 电商、医药工业自产业务分别实现 19.10%、24.47%的同比增长；从产品线上，医疗器械、中药、医美业务分别实现 15.03%、26.86%、64.99%的同比增长。

从盈利能力来看，2026H1 毛利率 7.77%（+0.21pct），归母净利率 1.38%（-0.41pct），扣非净利率 1.13%（-0.05pct）。

费率方面，2026H1 销售费用率为 3.15%（+0.26pct），管理费用率为 1.81%（-0.01pct），研发费用率为 0.07%（-0.01pct），财务费用率为 0.60%（+0.04pct）。

● “四新两化”战略持续推进，九大 AI 智能体全面覆盖核心业务场景

2026H1 医药工业自产及 OEM 业务收入 19.82 亿元（+24.47%），B2B 数字化分销与供应链业务收入 130.74 亿元（+22.92%）；新零售收入 15.84 亿元（含好药师 B2C 电商总代总销业务），加盟门店达 36,120 家，向加盟店销售额 42.10 亿元（含税，+23.17%）。总代品牌推广业务收入 86.87 亿元，其中药品业务在剔除产品结构调整影响后增长 18.40%。公司战略升级为“四新两化”，数智技术服务收入 5,465.40 万元，研发投入 1.61 亿元，推进九大 AI 智能体在核心场景部署。

● 资本化战略盘活存量资产，与国民养老战略合作

公司 6 月发行 10 亿元应收账款 ABN，票面利率 1.75%；公募 REITs 及 Pre-REITs 运营稳定，后续扩募及二期发行尚待推进，有望为主业提供资金支持。

2026 年 8 月，公司与国民养老保险签订《战略合作协议》，将充分发挥双方在医药健康与养老金融领域的专业优势，共同探索品牌协同、产品服务创新、客户服务体系完善、员工福利赋能、数字化能力共建及资产投资等领域的合作，打造便民利民、普惠融合的“养老

金融+医药服务”新业态和新范式。

● 盈利预测及投资建议

公司基本面积积极向好，批发稳增长的同时，“四新两化”战略持续推进，预计公司 2026-2028 年营业收入分别为 1724.88/1843.14/1970.45 亿元，归母净利润分别为 22.44/24.87/27.40 亿元，当前股价对应 PE 分别为 11/10/9 倍，维持“买入”评级。

● 风险提示：

批发业务受政策影响经营不及预期风险；REITs 基金募集和运营不及预期风险。

■ 盈利预测和财务指标

项目\年度	2025A	2026E	2027E	2028E
营业收入（百万元）	161390	172488	184314	197045
增长率(%)	6.31	6.88	6.86	6.91
EBITDA（百万元）	4336.52	4323.83	4814.26	5248.88
归属母公司净利润（百万元）	2254.86	2243.66	2486.77	2740.15
增长率(%)	-10.07	-0.50	10.84	10.19
EPS(元/股)	0.45	0.44	0.49	0.54
市盈率（P/E）	11.27	11.33	10.22	9.27
市净率（P/B）	0.89	0.85	0.82	0.78
EV/EBITDA	5.09	4.86	4.28	3.77

资料来源：公司公告，中邮证券研究所

财务报表和主要财务比率

财务报表(百万元)					主要财务比率				
	2025A	2026E	2027E	2028E		2025A	2026E	2027E	2028E
利润表					成长能力				
营业收入	161390	172488	184314	197045	营业收入	6.3%	6.9%	6.9%	6.9%
营业成本	148840	158888	169738	181407	营业利润	-9.1%	-0.7%	11.5%	9.8%
税金及附加	419	474	498	528	归属于母公司净利润	-10.1%	-0.5%	10.8%	10.2%
销售费用	5009	5433	5806	6177	获利能力				
管理费用	3095	3536	3778	4039	毛利率	7.8%	7.9%	7.9%	7.9%
研发费用	129	259	295	296	净利率	1.4%	1.3%	1.3%	1.4%
财务费用	942	0	0	0	ROE	7.9%	7.5%	8.0%	8.4%
资产减值损失	-141	-110	-100	-100	ROIC	4.8%	4.6%	4.9%	5.2%
营业利润	3306	3281	3657	4015	偿债能力				
营业外收入	88	72	75	78	资产负债率	68.3%	66.8%	67.8%	68.2%
营业外支出	104	87	84	92	流动比率	1.25	1.26	1.25	1.26
利润总额	3290	3266	3647	4002	营运能力				
所得税	880	849	948	1051	应收账款周转率	5.53	5.80	5.77	5.79
净利润	2410	2417	2699	2951	存货周转率	5.61	5.55	5.93	5.72
归母净利润	2255	2244	2487	2740	总资产周转率	1.48	1.49	1.54	1.55
每股收益(元)	0.45	0.44	0.49	0.54	每股指标(元)				
资产负债表					每股收益	0.45	0.44	0.49	0.54
货币资金	18814	19079	19467	20316	每股净资产	5.66	5.91	6.18	6.49
交易性金融资产	106	106	106	106	估值比率				
应收票据及应收账款	28981	30812	33542	34909	PE	11.27	11.33	10.22	9.27
预付款项	7519	6312	7298	8057	PB	0.89	0.85	0.82	0.78
存货	30254	27030	30209	33166	现金流量表				
流动资产合计	95292	93286	100940	107855	净利润	2410	2417	2699	2951
固定资产	8107	8209	8052	7563	折旧和摊销	896	1058	1167	1247
在建工程	688	668	648	628	营运资本变动	-188	-217	-1049	-1107
无形资产	2525	2576	2616	2647	其他	323	741	736	787
非流动资产合计	21115	22184	22738	22910	经营活动现金流净额	3441	3999	3553	3878
资产总计	116407	115471	123678	130766	资本开支	-1379	-1761	-1458	-1156
短期借款	11465	11465	11465	11465	其他	1211	-547	-608	-661
应付票据及应付账款	54075	52228	57955	62492	投资活动现金流净额	-168	-2308	-2066	-1817
其他流动负债	10810	10259	11140	11952	股权融资	711	0	0	0
流动负债合计	76350	73952	80560	85909	债务融资	652	-420	0	0
其他	3189	3239	3239	3239	其他	-3849	-1006	-1100	-1212
非流动负债合计	3189	3239	3239	3239	筹资活动现金流净额	-2487	-1425	-1100	-1212
负债合计	79540	77191	83799	89148	现金及现金等价物净增加额	784	265	387	849
股本	5042	5042	5042	5042					
资本公积金	5192	5192	5192	5192					
未分配利润	15072	15986	17000	18117					
少数股东权益	8313	8486	8698	8909					
其他	3249	3573	3946	4357					
所有者权益合计	36868	38280	39879	41618					
负债和所有者权益总计	116407	115471	123678	130766					

资料来源：公司公告，中邮证券研究所

中邮证券投资评级说明

投资评级标准	类型	评级	说明
报告中投资建议的评级标准： 报告发布日后的 6 个月内的相对市场表现，即报告发布日后的 6 个月内的公司股价（或行业指数、可转债价格）的涨跌幅相对同期相关证券市场基准指数的涨跌幅。 市场基准指数的选取：A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指为基准；可转债市场以中信标普可转债指数为基准；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	预期个股相对同期基准指数涨幅在 20%以上
		增持	预期个股相对同期基准指数涨幅在 10%与 20%之间
		中性	预期个股相对同期基准指数涨幅在-10%与 10%之间
		回避	预期个股相对同期基准指数涨幅在-10%以下
	行业评级	强于大市	预期行业相对同期基准指数涨幅在 10%以上
		中性	预期行业相对同期基准指数涨幅在-10%与 10%之间
		弱于大市	预期行业相对同期基准指数涨幅在-10%以下
	可转债评级	推荐	预期可转债相对同期基准指数涨幅在 10%以上
		谨慎推荐	预期可转债相对同期基准指数涨幅在 5%与 10%之间
		中性	预期可转债相对同期基准指数涨幅在-5%与 5%之间
		回避	预期可转债相对同期基准指数涨幅在-5%以下

分析师声明

撰写此报告的分析师（一人或多人）承诺本机构、本人以及财产利害关系人与所评价或推荐的证券无利害关系。

本报告所采用的数据均来自我们认为可靠的目前已公开的信息，并通过独立判断并得出结论，力求独立、客观、公平，报告结论不受本公司其他部门和人员以及证券发行人、上市公司、基金公司、证券资产管理公司、特定客户等利益相关方的干涉和影响，特此声明。

免责声明

中邮证券有限责任公司（以下简称“中邮证券”）具备经中国证监会批准的开展证券投资咨询业务的资格。

本报告信息均来源于公开资料或者我们认为可靠的资料，我们力求但不保证这些信息的准确性和完整性。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价，中邮证券不对因使用本报告的内容而导致的损失承担任何责任。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，中邮证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

中邮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头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者计划提供投资银行、财务顾问或者其他金融产品等相关服务。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供中邮证券签约客户使用，若您非中邮证券签约客户，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司不会因接收人收到、阅读或关注本报告中的内容而视其为签约客户。

本报告版权归中邮证券所有，未经书面许可，任何机构或个人不得存在对本报告以任何形式进行翻版、修改、节选、复制、发布，或对本报告进行改编、汇编等侵犯知识产权的行为，亦不得存在其他有损中邮证券商业性权益的任何情形。如经中邮证券授权后引用发布，需注明出处为中邮证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节或修改。

中邮证券对于本申明具有最终解释权。

公司简介

中邮证券有限责任公司于2002年9月经中国证券监督管理委员会批准设立，公司注册资本61.68亿元人民币，是中国邮政集团有限公司绝对控股的证券类金融子公司，公司是中邮创业基金管理股份有限公司的第二大股东。

公司经营范围包括：证券经纪，证券自营，证券投资咨询，证券资产管理，融资融券，证券投资基金销售，证券承销与保荐，代理销售金融产品，与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问，具备展业的各项资格。截至2025年10月底，公司在全国设有58家分支机构(含29家分公司、29家营业部)，1家资产管理分公司和1家另类投资子公司。

中邮证券紧密依托中国邮政集团有限公司的雄厚实力，通过强化“自营+协同”发展模式，实现快速发展，当前服务的经纪客户已超过260万人。公司始终坚持诚信经营、践行金融为民，为社会大众提供全方位专业化的证券投资服务，努力成为员工自豪、股东放心、客户信赖、社会尊重的优秀企业，打造契合中国邮政资源禀赋和市场地位的特色精品券商。

中邮证券研究所

北京

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com

地址：北京市丰台区北甲地路2号院6甲1号，玺萌大厦南塔

邮编：100050

上海

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com

地址：上海市虹口区东大名路1080号邮储银行大厦3楼

邮编：200000

深圳

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com

地址：深圳市福田区滨河大道9023号国通大厦二楼

邮编：518048