

柳药集团 (603368.SH)

柳药集团专题报告：基于 AI 赋能对柳药集团的估值展望

财务指标	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	20,812	21,182	22,030	22,955	24,011
增长率 yoy (%)	9.2	1.8	4.0	4.2	4.6
归母净利润(百万元)	850	855	896	929	1,083
增长率 yoy (%)	21.1	0.6	4.8	3.7	16.6
ROE (%)	12.8	10.9	11.2	10.5	11.1
EPS 最新摊薄(元)	2.13	2.14	2.25	2.33	2.72
P/E (倍)	8.7	8.6	8.2	8.0	6.8
P/B (倍)	1.1	1.0	0.9	0.8	0.8

资料来源：公司财报，长城证券产业金融研究院

柳药集团凭借与华为云等科技巨头的深度合作，借助 AI 技术赋能，有望实现从传统医药批发及零售商向智慧医疗解决方案提供商及健康服务企业的转型升级，突破原有较短的价值链，提升运营效率，拓展高附加值服务，推动估值切换。

2025年3月18日，柳药集团董事长、总裁朱朝阳率队赴华为广西区域总部开展战略合作深化会谈。会上对柳药与华为双方合作成果进行回顾，并一致明确了未来三大合作方向：一是深化数智医药流通供应链建设，依托华为昇

腾 AI 云服务等基础设施，构建覆盖仓储、配送、追溯的智能管理体系，并探索物流配送创新场景；二是拓展 AI+ 医疗应用边界，推动临床辅助诊断、诊后健康管理等工具在广西全区医疗机构的复制推广并落地院内药械智能化管理；三是共建智慧零售药店生态，通过 AI 健康风险评估、慢病管理模型等工具，实现从“药品销售”向“健康服务”的转型升级。

我们认为 AI 赋能下的柳药集团有望在以下重点方向升级业务：**供应链智能化**：通过 AI 工具提升仓储分拣、物流调度、质量追溯效率，实现降本增效；结合低空无人运输技术，扩大配送经济性至偏远地区，提升急救药品响应能力。**药械 SPD 项目优化**：结合 SPD 项目，利用需求预测实现自动补货，从“被动配送”转向“主动介入”，巩固供应链地位，提升器械耗材配送率。**医疗服务拓展**：借助 AI 医疗全场景应用方案，开发增值服务，如辅助诊断、优化治疗方案、降低治疗成本等；建立诊后健康管理全周期覆盖，反向为医生提供诊断依据和疗效跟踪；提升药房医疗团队专业水平，满足常见病与基础诊疗需求，实现从“药品销售”向“服务订阅”模式升级。**数据资产化应用**：挖掘医疗数据资产，为医药工业板块研发与生产提供反向指导，协助药企快速导入创新药并优化调整。

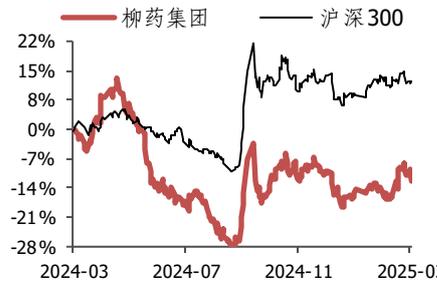
我们针对柳药集团估值被长期系统性低估的原因进行了讨论，并对 AI 赋能下零售业务的价值发现及价格跃升进行了重点展望。柳药集团作为广西区内医药流通龙头，尽管财务数据位于行业较好水平，但估值长期位于行业尾部。主要原因可能包括公司仍以批发业务为主，市场对其“区域流通龙头”的认知固化，以及对公司负债与流动性压力、现金流压力、应收占比较高及坏账风

买入（维持评级）

股票信息

行业	医药
2025年3月27日收盘价(元)	17.95
总市值(百万元)	7,159.61
流通市值(百万元)	7,129.18
总股本(百万股)	398.86
流通股本(百万股)	397.17
近3月日均成交额(百万元)	142.97

股价走势



作者

分析师 刘鹏

执业证书编号：S1070520030002

邮箱：liupeng@cgws.com

分析师 卢潇航

执业证书编号：S1070523110001

邮箱：luxiaohang@cgws.com

相关研究

- 《扎实兑现预期，全年业绩有望逐季加速》
2024-05-07

险等经营质量指标的担忧。然而我们的梳理结果显示，应收账款的快速增长确实曾给公司带来一定的现金流压力，但由于客户信用有背书，整体风险可控，在同业比较中仍然较优；另一方面，随着公司传统业务持续升级并拓展新的增长曲线，2019 年以来自由现金流持续转正，我们认为对公司财务质量的担忧不应构成公司被持续低估的实质原因。

公司零售业务具备较强竞争力，但与其他业务共同分享约 8 倍的估值 (TTM)，显著低于行业平均水平。主要原因可能包括对区域市场依赖性较强、跨区域扩张空间有限，以及零售业务收入大部分由 DTP 药店贡献，被认为利润率较低。然而，我们认为 DTP 药店具有稀缺性和优质资产属性，而公司社会药房盈利能力与行业领先企业相似，可以重新考虑估值问题。

AI工具不仅提升公司效率，更提供业务转型升级契机，推动公司从卖产品到卖服务，突破原本较短的价值链，提供更多高附加值服务。柳药集团在互联网医院上有较早布局，凭借与医院建立的合作平台，加之 **AI** 工具在诊断和档案管理方面的辅助，有望在广西复制固生堂的成功路径，进一步实现从药店零售向医疗服务平台的价值跃迁。固生堂以“轻资产、高毛利”的医疗服务模式为核心，展现出较强的盈利能力，并获得了约 30 倍估值。对于柳药来说，若依托区内医疗资源+**AI** 技术，通过互联网医院构建“医+药”闭环，有望突破估值瓶颈，实现估值切换。

投资建议：公司作为广西区内医药流通行业龙头，医药批发业务基石稳固，并能为医药零售和医药工业业务持续赋能，实现业绩结构的持续优化。正值中药配方颗粒行业迎来发展窗口期，公司医药工业板块有望引领跨地区增长。我们预测公司 25-27 年 EPS 分别为 2.25、2.33、2.72 元/股，对应 PE 分别为 8.2x、8.0x、6.8x，维持“买入”评级。

风险提示：行业监管风险，业务拓展不及预期，账款管理风险，集采政策风险，市场竞争加剧。

内容目录

1 合作过程回顾：AI 医疗正成为医疗行业变革的核心驱动力	4
2 柳药集团升级路径展望	6
2.1 批发业务降本增效，扩大响应范围	7
2.2 与 SPD 项目结合，提升用户粘性并进一步提高市占率	7
2.3 拓展辅助医疗服务	7
2.4 赋能诊后管理，从“药品销售”向“服务订阅”模式升级	8
2.5 医疗数据资产化	9
2.6 区域医疗数据堡垒	9
3 柳药集团的估值探讨	10
3.1 系统性低估之问	10
3.2 分部估值之问	13
3.3 AI+零售业务：价值修复锚点与价值跃升契机	15
4 投资建议	16
5 风险提示	16

图表目录

图表 1: 卫生健康行业人工智能应用场景参考指引全景图	6
图表 2: 申万医药流通三级行业及主要公司估值情况 (PE, TTM)	10
图表 3: 柳药集团与可比公司业务结构变化情况	11
图表 4: 2023 年柳药集团与可比公司应收账款情况	11
图表 5: 2014-2023 年柳药集团自由现金流情况 (亿元)	12
图表 6: 2014-2023 年柳药集团营运资本情况 (亿元)	12
图表 7: 柳药集团 2020-2023 年 3 年现金流质量与行业对比 (红点为柳药集团)	13
图表 8: 柳药集团 2018-2023 年 5 年现金流质量与行业对比 (红点为柳药集团)	13
图表 9: 柳药集团 2014-2023 年 10 年现金流质量与行业对比 (红点为柳药集团)	13
图表 10: 申万线下药店三级行业及主要公司估值情况 (PE, TTM)	14

1 合作过程回顾：AI 医疗正成为医疗行业变革的核心驱动力

2023 年 12 月 9 日，以“健康普惠数智同行”为主题的 2023 华为云数字健康创新高峰论坛在广东东莞举办。会上，华为云与柳药集团、润达医疗签署全面合作协议，正式达成全面合作关系。三方将积极在智慧药房、智慧医院、智慧医疗云等领域开展全面深入合作。

2024 年 9 月 20 日，在以“共赢行业智能化”为主题的华为云全联接大会（HC2024）上，柳药集团与华为云签署全面深化合作协议，共同推进人工智能、数字技术等信息技术在医药相关领域的实践应用，促进产业发展升级，实现共赢目标。

此次合作，双方将在“盘古医药行业大模型”“云基础设施领域”“AI 创新领域”“中医药领域市场深度生态合作”等方面开展深度合作，依托华为云天筹 AI 求解器、AI 科学计算、计算能力等技术优势，在医药流通、医药新零售、医药生产研发等领域进行联合技术探索应用合作，通过 AI 天筹求解器赋能智慧医药供应链体系搭建。同时，应用 AI 科学计算产品打造业界领先的医药运营大模型和医药制造大模型，推出智慧问诊、慢病药师模型、方剂评价、药物研发等场景应用，支持智慧健康服务落地的同时提升医药制造智能化水平。此外，本次合作还将通过数据治理、数据资产入表、业务流程优化，充分挖掘数据价值，推动企业精细化管理，驱动柳药集团业务创新增长。

以本次合作签署为契机，双方启动了医药供应链数智化建设项目，该项目通过华为云在运筹学和 AI 建模、计算领域能力打造的 AI 天筹求解器赋能柳药集团医药流通领域智能化升级，在智能装载、智慧出入库、配送路线智能规划等场景上联合创新，真正实现柳药集团医药供应链体系的降本增效，助力柳药集团供应链数字化和物流一体化核心能力建设，打造行业标杆。

2025 年 3 月 11 日，柳药集团与华为、润达医疗在柳药集团南宁园区召开“AI+ 医疗”全场景应用方案研讨会。三方就推动人工智能（AI）医疗大模型在医院诊疗全程、院内外患者服务等场景应用进行交流探讨，旨在通过会议加快相关项目在广西核心医疗机构及柳药集团零售端落地，搭建完善院内外辅助诊断、健康管理解决方案体系，提供全生命周期的健康管理服务。

会上，柳药集团介绍了 AI 医疗全场景应用方案，该方案囊括了院内、院外场景，也涵盖了智能分诊、临床诊疗 AI 辅助、诊后 AI 全生命周期管理、智慧供应链及低空解决方案、智能药店等智能解决方案。同时，柳药集团介绍了在南宁率先打造的 AI 应用标杆医院项目推进情况。目前该项目已实现包括 AI 生成结构化病历、解读检验报告、辅助诊疗、患者管理等场景应用，还将进一步推动 AI 在全周期健康管理方面的深入应用。润达医疗介绍了基于华为轻量化 AI 训推底座 LightDC AI 和 DeepSeek 大模型的“华擎智医”的功能特点及院端使用情况。华为介绍了近期成立医疗卫生军团强化在医疗健康领域深度布局，有望依托昇腾、盘古大模型等技术基础，整合华为在 5G 通信、边缘计算、云计算等领域的优势资源，构建 AI 辅助诊断解决方案体系，推动医疗大模型在临床场景的应用，为医生提供更精准的辅助诊断工具，助力提升医疗诊断的准确性和效率。

2025年3月18日，柳药集团董事长、总裁朱朝阳率队赴华为广西区域总部开展战略合作深化会谈。

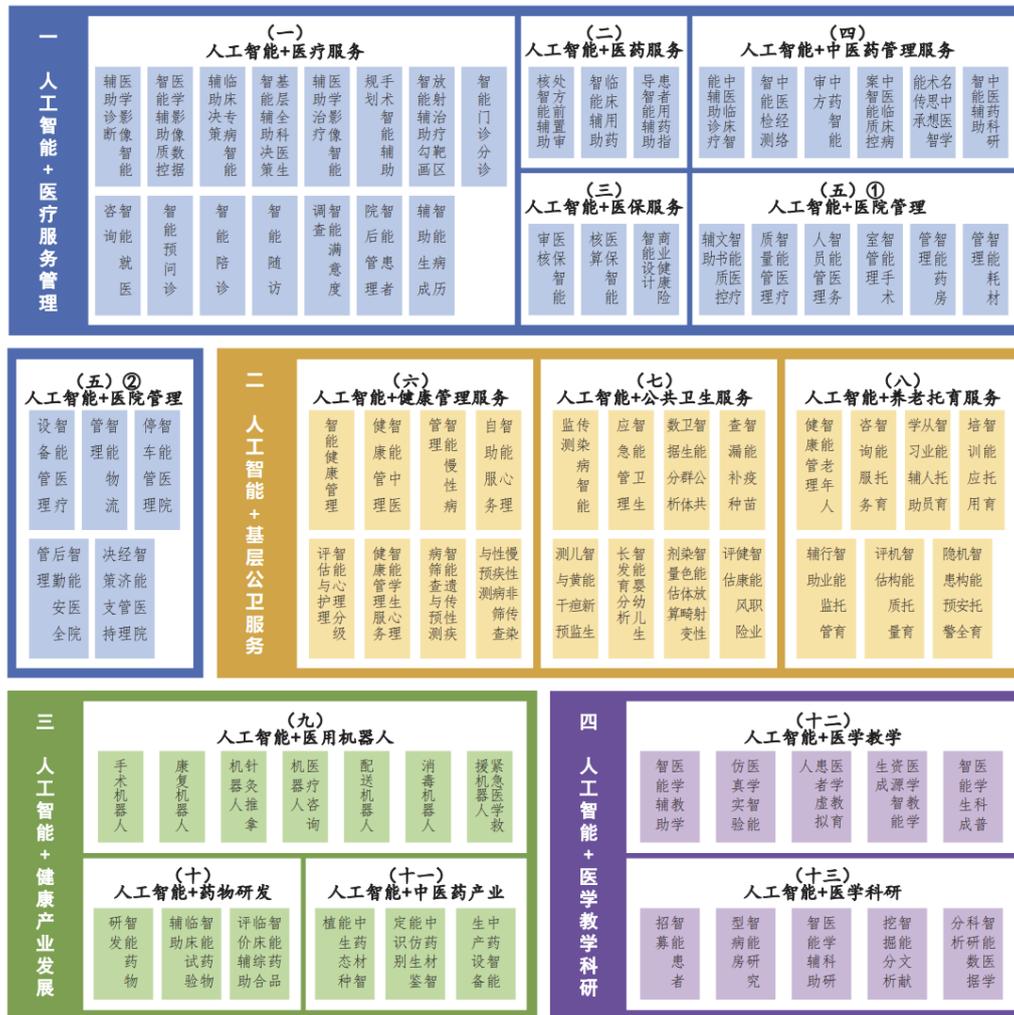
会上对柳药与华为双方合作成果进行回顾：一方面通过华为云 AI 天筹求解器赋能柳药集团医药流通领域智能化升级，在智能装载、智慧出入库、配送路线智能规划等场景上实现创新应用，助力柳药集团医药供应链体系的降本增效；另一方面联合行业伙伴润达医疗，加大在医疗大模型、智慧医疗综合解决方案研发投入，推出了面向行业级的“良医小慧”健康助理讲解方案。

双方一致明确未来三大合作方向：一是深化数智医药流通供应链建设，依托华为昇腾 AI 云服务基础设施，构建覆盖仓储、配送、追溯的智能管理体系，并探索物流配送创新场景；二是拓展 AI+ 医疗应用边界，推动临床辅助诊断、诊后健康管理等工具在广西全区医疗机构的复制推广并落地院内药械智能化管理；三是共建智慧零售药店生态，通过 AI 健康风险评估、慢病管理模型等工具，实现从“药品销售”向“健康服务”的转型升级。朱朝阳表示，柳药集团将开放全产业链资源，与华为共同培育“以患者为中心”的健康管理新范式；刘涛则强调，华为将持续输出自身 AI 端到端创新、安全可信、全球生态等优势能力，助力打造区域性“AI+ 医疗健康”标杆。

2 柳药集团升级路径展望

2024年11月，为贯彻落实党中央、国务院关于开展“人工智能+”行动的决策部署，国家卫生健康委、国家中医药局、国家疾控局研究制定了《卫生健康行业人工智能应用场景参考指引》。该指引为4部分合计84个细分领域进行了基本概念及应用场景的阐释，为医疗产业人工智能应用指明方向。

图表1: 卫生健康行业人工智能应用场景参考指引全景图



资料来源: 国家卫生健康委、国家中医药局、国家疾控局, 长城证券产业金融研究院

随着 DeepSeek 的问世, AI 技术开始切实落地, 对传统行业进行深度赋能, 这不仅有效提升了生产效率, 还催生出全新的服务模式与市场需求。针对柳药持续努力构建的, 覆盖药品生产研发、医药流通、终端健康服务全链条的大健康产业生态体系, 结合目前行业内的一些实践, 我们认为可以在以下一些方向关注公司的升级与突破。

2.1 批发业务降本增效，扩大响应范围

通过智能化工具提升仓储分拣、物流调度、质量追溯的效率，实现核心批发业务的降本增效，在物流行业已有较充分的实践经验。位于东莞市麻涌镇的京东物流亚洲一号是目前全球最大高集成自动化仓库之一，拥有大型交叉带分拣系统，与传统的仓储设施相比，整体运营效率可提升 5 倍以上，同时分拣准确率达到国际最高水平 99.99%。亚洲一号的投产可使广州、深圳、佛山等核心城市用户在下单后数小时内收到商品。京东物流还通过“超脑”系统，通过大规模混合整数优化的求解能力，解决行业最复杂的六大网络布局和仓储选址问题，为物流供应链网络的高效运转筑牢坚实基础，使 2024 年双十一期间订单全链路履约时间同比缩短超 12%，末端配送站点人效同比提升 23%。

后续有望与低空无人运输技术进一步结合，将配送经济性扩大至山区偏远地区医疗机构，或满足高价值急救药品的紧急响应。1) 2024 年 2 月，深圳市南山区进行无人机血液运输航路首飞，从南山医院到深圳市血液中心，仅需 15 分钟即完成“空中送血”，较于原来地面运输的 90 分钟，运输效率提升 5 倍。2) 2025 年 3 月，顺丰向翊飞航空首批订购 100 架自主研发的 ES1000 大型超短距起降无人运输机用于支线物流，ES1000 可以在山区、丘陵、高原等交通不便、基础设施不完善的地区开展航空物流，深入产地前端。ES1000 可将库尔勒水果至乌鲁木齐的运输时间由原先货车运输 8 小时缩短至 1 小时，有望实现库尔勒-北京次日达，兼顾支线物流运输效率与运输成本。

2.2 与 SPD 项目结合，提升用户粘性并进一步提高市占率

通过需求预测进行自动补货，实现从“被动配送”到“主动介入”的转变并巩固供应链服务地位，推动市占率尤其是目前仍较低的器械耗材配送率的提升。目前医疗机构及行业内的企业也在积极开展类似的项目探索。1) 2025 年 3 月 7 日，安徽国医科技宣布与中国科大附一院共同推进 AI 创新实践，将医用耗材 SPD 管理系统与 DeepSeek 大模型深度结合，正式开启医用物资管理的智能跃迁。依托 DeepSeek 大模型的自然语言处理与深度学习能力，在现有 SPD 系统基础上布局八大模块应用，涵盖报表生成、TOP 排行、物资比价、异动分析、数据导出、操作引导、帮我审批及帮我制单等功能，全面贯通采购、仓储、配送、使用全流程管理闭环。通过自然语言交互指令，临床人员可便捷实现复杂数据查询、趋势分析及管理决策支持，显著提升医用物资管理效率与决策科学性。通过将 AI 技术与医疗场景深度融合，SPD 系统实现了从“人盯数据”到“数据服务人”的转变。2) 准时达发布的《AI 赋能准时达库存管理研究报告》显示，其开发的 AI 模型对 3600 个有数据支持商品的周需求预测准确率达到 70%，对上述商品采取智能补货策略，在 95% 的需求满足率下，可降低 10% 的库存量，带来了较大的经济效益。

2.3 拓展辅助医疗服务

AI 辅助医疗正在走向实际应用。1) 据央视财经 2025 年 2 月 25 日报道，日前，全国首个“AI 儿科医生”在国家儿童医学中心北京儿童医院正式上线应用，主要承担两方职责，一是作为专家的临床科研助理，帮助医生快速获取最新科研成果和权威指南；二是辅助医生进行疑难罕见病的诊断和治疗。据证券日报 2 月 20 日报道，2 月份以来，已有深圳

大学附属华南医院、上海市第六人民医院、复旦大学附属妇产科医院、成都市第一人民医院等多家医院宣布接入大模型。2)据同花顺财经,固生堂近日宣布正式接入DeepSeek,为“中医+AI”探索智能化诊疗、个性化服务与高效化管理做出的新尝试。固生堂打造的“AI分身”可以基于专家共识通过深度学习算法,对专家专属数据进行反复训练,能够复制头部专家的诊疗能力,模拟专家思维方式,更好地服务广大患者。DeepSeek深度学习算法构建的能力可以方便基层医生和青年医生迅速掌握名医的诊疗思路,实现名医经验的传承与创新,大幅缩短临床经验积累周期,提升优质医疗资源供给能力。同时,AI也是医生的得力“智能助手”,通过AI预问诊,生成电子病历,可以有效减轻医生的重复性工作,使他们能够在单位时间内,为更多患者提供专业、精准、更富有人文关怀的医疗健康服务。

除了医疗服务机构自身直接参与建设, AI辅助医疗服务也可由外部机构研发提供。1)2025年2月,润达医疗基于华为轻量化AI训推底座LightDC AI和DeepSeek大模型发布“华擎智医”训推一体机,以全栈国产化AI医疗解决方案,直击医疗智能化转型中的痛点,助力医疗机构实现数据智能闭环、业务效率跃升和服务质量突破。“华擎智医”预置了增量训练的DeepSeek医疗大模型及润达医疗的CDx数据基座、医疗智能体良医(病情分析、病历生成、智能预问诊、患者管理、病历质控、专病数据库、论文助手、智慧体检)、健康智能体晓慧(健康档案、健康分析、健康咨询、健康计划)等全场景应用模块,满足医疗机构从诊疗到健康管理的多样化需求。2)在3月11日柳药集团与华为、润达医疗召开的“AI+医疗”全场景应用方案研讨会上,柳药集团介绍了在南宁率先打造的AI应用标杆医院项目推进情况。目前该项目已实现包括AI生成结构化病历、解读检验报告、辅助诊疗、患者管理等场景应用,还将进一步推动AI在全周期健康管理方面的深入应用。

2.4 赋能诊后管理,从“药品销售”向“服务订阅”模式升级

国家卫生健康委、国家中医药管理局于2023年颁发的《关于开展改善就医感受提升患者体验主题活动的通知》明确提出,要加强诊后管理与随访。据中国经营报在今年两会期间对全国政协委员、北京大学肿瘤医院副院长吴楠的采访,我国大陆地区主要在江苏、浙江、四川等省份探索开展“互联网+诊后管理”服务,如浙江省人民医院的中西医糖尿病肥胖管理模式,通过建立临床、护理、健康管理等多学科管理团队,对患者血压、血糖、体重、饮食运动等多项指标进行线上监测及线下健康指导,使得超过80%的患者实现了糖尿病临床缓解。然而,目前“互联网+诊后管理”服务在发展过程中仍面临诸多问题,如政策指导与监管体系不完善、区域发展不均衡、诊后服务人才管理及培养体系不健全等。

AI工具的使用可使诊后管理的服务质量得到提升,缓解前文提到的区域发展与人才培养造成的不平衡。通过AI健康管理系统,与建立患者诊后健康管理全周期覆盖,借助处方外延的推行与医院合作搭建共享平台,为康复出院患者提供随访,对高血压、糖尿病患者进行长期用药跟踪和健康干预,并反向为医生提供诊断依据和疗效跟踪。

另外,借助AI提升药房医疗团队专业水平,满足一部分基础医疗与健康管理需求,从“药品销售”向“服务订阅”模式升级。1)据经济参考网,APUS智能诊疗平台自2024年5

月在河南省儿童医院正式启用以来，已累计服务超 100 万人次，单日最高接诊量突破 1 万例。通过智能分诊系统，患者平均候诊时间缩短 20%，复诊效率提升 30%。作为国内首批实现 AI 大模型与医疗场景深度融合的创新项目，APUS 智能诊疗平台通过五大核心技术构建起完整的智慧医疗生态：涵盖百万级医学文献的健康诊疗知识库、精准的医疗大模型评测平台、覆盖诊前到诊后的智能诊疗应用系统，以及具备自主学习能力的 AI 数字医生。平台创新采用“AI 数字人”交互模式，为患者提供从健康评估、智能分诊到慢病管理的全周期服务，实现了医疗资源的智能调度与精准匹配。2) 平安好医生 2024 年财报显示，通过 AI 赋能，报告期内医疗服务各环节效率及质量指标均有明显提升，其中 AI 体检报告解读实现 100% 覆盖，解析精准率达 98%；医疗单据实施解析准确率超过 90%，辅诊准确率超 95%；智能推荐准确率达 99%，对问诊、电子病历填写实现全程、全量质量控制；慢病管理改善率达 90%。同时，在整体医疗效率提升方面，报告期内，家医服务效能提升约 62%，专医效能提升约 42%，健康管理师服务效能提升约 55%。据第一财经对方舟健客创始人、董事长兼首席执行官谢方敏的采访，80% 的医疗咨询存在重复提问，一直回复同样的问题也变相占用了医生大量时间，AI 医生助手的出现有望实现医疗质量与效率的平衡。

2.5 医疗数据资产化

通过挖掘疾病流行趋势、用药偏好等信息，对医药工业板块的研发与生产提供反向指导；通过更全面详实的数据支持，协助药企将创新药快速导入医院，并通过真实反馈优化调整。以我国领先的互联网医疗平台平安好医生为例，2021 年，平安好医生与美国礼来制药签约展开全面合作，借助平安健康 APP 强大医生资源和医疗能力及线下丰富的合作医疗网络，帮助礼来制药加速药物研发，并通过创新的数字化平台，高效连接患者医生和专业护理人员，以实现更好的疾病管理，推动健康中国；同年，平安好医生还与天江药业达成战略合作，共同促进高水平名医入驻，搭建专科专病区，并共同推广中药配方颗粒产品和大健康产品。

2.6 区域医疗数据堡垒

若借助公司目前已经实现的对区内核心医疗机构的全覆盖，使 AI 应用方案在全区得到较大范围推广，则可以逐渐形成区域性医疗数据堡垒，为后续医保控费、商保合作提供支撑。平安健康在这一领域也已进行了前期探索。在前述平安好医生与美国礼来的合作方面，时任平安健康医疗科技有限公司董事会主席兼 CEO 方蔚豪表示，还将利用合作契机，依托平安集团保险业务的协同优势，双方将在新特药的商业保险的创新支付业务上进行创新融合，探索医、药、险结合的创新模式。2021 年 7 月，平安好医生协同平安健康保险正式上线了互联网医院商保直付新功能，实现了商保与互联网医疗之间的连结，打通线上问诊、购药、保险赔付闭环，用户足不出户即可完成看诊、买药、报销等系列操作。

3 柳药集团的估值探讨

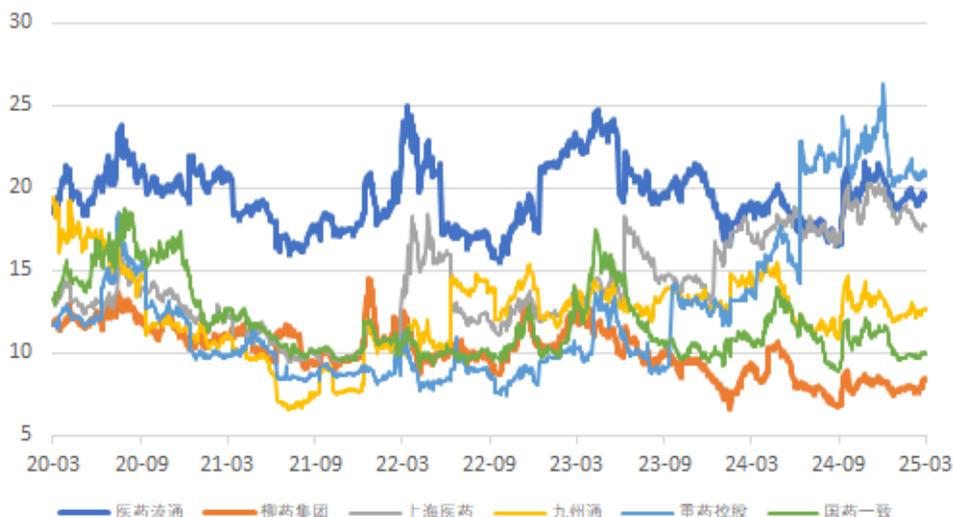
柳药集团作为广西区内医药流通龙头，在药品批发领域已经坐稳区域领先，并随着国家对医疗系统规范化的改革中不断强化地位，这是公司稳定的基本盘。由于医疗支出的刚性，公司持续经营基本盘稳固，但由于批发环节价值链较短，利润率较薄，企业缺议价能力，流通企业的估值普遍不高，虽然公司发展了零售与工业板块，但从历史估值来看，市场对于公司的长期基本认知没有改变。我们认为当前 AI 工具发展的日趋成熟，正在进行类似 2010 年后电商对各个行业的重新塑造，借助这一契机，柳药集团有望从传统的医药批发及零售商，向智慧医疗解决方案提供商（TOB）及健康服务企业（TOC）转变，这一过程有望推动公司实现估值切换。

3.1 系统性低估之问

在展望公司估值提升之前，我们首先需要当前估值进行讨论。

从 2023 年数据看，在申万“医药流通”行业 23 家公司中，柳药集团收入/净利润规模在行业中分别排名第 11 位/第 6 位，毛利率/净利率分别排名第 11 位/第 5 位，ROE 排名第 4 位，2018-2023 年 5 年来营收/净利润增速分别排名第 5 位/第 7 位，财务数据整体位于行业较好水平；然而公司估值长期位于行业尾部，以一般对流通批发企业 10 倍估值为参考，23Q4 以来公司 PE（TTM）基本位于 10 倍以下徘徊，目前（3 月 27 日）为 8.38 倍。

图表 2: 申万医药流通三级行业及主要公司估值情况（PE, TTM）



资料来源: iFinD, 长城证券产业金融研究院

为什么公司长期处于系统性低估状态？我们认为主要可能有以下两点主要问题：

问题 1: 公司仍以批发业务为主，其他业务占比较低，公司“区域流通龙头”的认识固

化。

我们认为：公司已经悄然开辟新的增长曲线，批发业务依赖程度显著降低。

从营收角度看，2023 年公司批发业务占比超过 8 成，零售与工业板块分别占比 13.6% 和 5.4%，但是从利润角度看，零售与工业板块毛利额占比分别达到 24.6% 和 20.9%，接近过半；相较 2018 年，5 年间批发业务毛利额占比下降超过 10%，在零售和工业板块的重点发展下，公司业务结构优化速度较快。目前公司在申万行业指数中仍归于“医药流通”子行业，影响了公司的估值判断，但我们对比了该行业下其他估值较高的可比公司，2018-2023 年，柳药集团开辟了新的增长曲线，而其他公司普遍增加了对批发/流通业务的依赖；由于零售和工业板块有更高的利润率，柳药集团是该期间少数实现毛利率提升的公司之一。

图表3: 柳药集团与可比公司业务结构变化情况

	收入占比		利润占比	
	2018	2023	2018	2023
柳药集团（批发）	87.4%	80.9%	66.5%	54.4%
重药控股（医药批发）	92.9%	95.9%	78.1%	89.1%
人民同泰（医药商业）	98.7%	99.1%	94.9%	97.2%
中国医药（医药商业）	62.8%	75.5%	25.3%	53.5%
上海医药（分销）	88.0%	90.2%	43.7%	47.2%

资料来源：各公司 2018 及 2023 年年报，长城证券产业金融研究院

问题 2: 负债与流动性压力/现金流压力/应收占比较高及坏账风险。

我们认为：公司部分经营质量指标反映了一些压力，但相较行业其他公司仍在平均线以上。

2023 年，柳药集团负债率为 65.0%，由于流通行业的资金密集属性，较高的负债率在行业内较为常见，公司的负债率在行业中排名第 9 位，中等偏高，但与行业平均水平差距不大(中位数为 62.9%)；公司流动/速动比率分别为 1.49/1.23，属于较为安全的范围，行业中分别排名第 11 位/第 8 位。以上指标反映公司的负债情况与流动性在行业内均优于平均水平。

2023 年，柳药集团应收账款周转率为 2.17 次，在行业中排名第 17 位；应收账款在营收规模中占比达到 50%，在行业中排名第 5 位。2014-2023 年这 10 年来，公司应收账款增长近 6 倍，增速快于行业平均，因此，市场对公司“赚应收款”的财务特征表示担忧。

虽然柳药集团的收现情况表现较弱，但另一方面，由于公司应收账款来源主要为公立医院，虽然回款周期较长，但具有政府信用背书，坏账风险较低，公司多次公开强调此类客户回款质量有保障，因此公司应收账款带来的整体风险可控。横向与其他估值较高的可比公司相比，柳药集团的应收账款质量也属于较高水平。

图表4: 2023 年柳药集团与可比公司应收账款情况

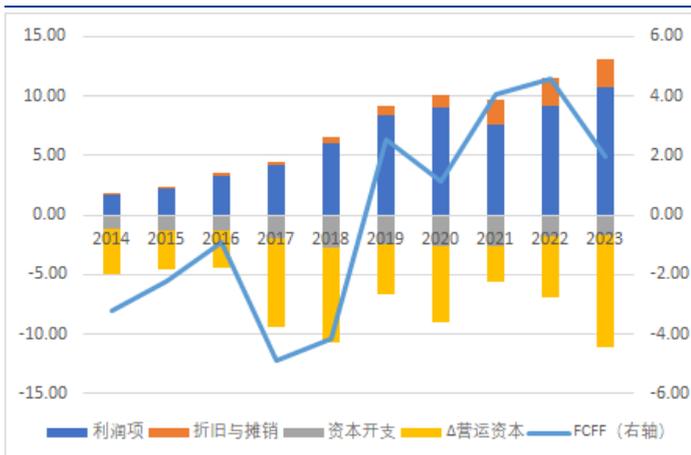
	应收账款账面余额 (亿元)	账龄 1 年以内占比	账龄 3 年以上占比 (上海医药为 2 年以上)	坏账准备占比
柳药集团	106.76	92.3%	0.6%	2.2%
重药控股	340.50	91.4%	1.4%	3.4%

	应收账款账面余额 (亿元)	账龄 1 年以内占比	账龄 3 年以上占比 (上海医药为 2 年以上)	坏账准备占比
人民同泰	43.75	93.4%	0.9%	4.6%
中国医药	147.86	85.7%	3.4%	6.4%
上海医药	751.61	95.3%	1.5%	3.0%

资料来源: 各公司 2023 年年报, 长城证券产业金融研究院

据我们测算, 2014-2023 年 10 年间, 公司合计实现企业自由现金流 (FCFF) -1.11 亿元, 该结果佐证了市场对企业现金流的担忧。但具体来看, 累计自由现金流为负主要是受前期数据影响, 2019 年公司 FCFF 实现反转, 此后持续保持正值, 因此分别看近 5 年/3 年累计自由现金流呈现持续改善的趋势, 分别占近 5 年/3 年累计净利润的 37%/46%, 在行业中排名中上。前期应收账款的增加是现金流紧张的直接原因, 但随着企业盈利能力的增强, 应收账款的影响下降; 可以看到 2021-2023 年公司应收账款又经历一轮快速增加, 但同时被应付款项的增加部分抵消, 我们认为这与产业关系的变化, 以及公司在零售及工业板块的重点发展有关。

图表 5: 2014-2023 年柳药集团自由现金流情况 (亿元)



资料来源: 柳药集团 2014-2023 年年报, iFinD, 长城证券产业金融研究院

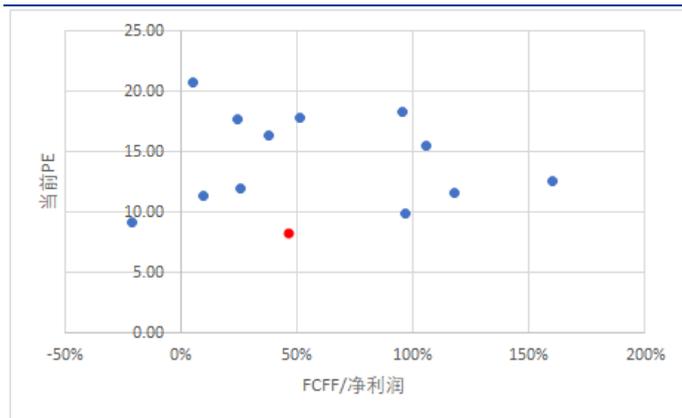
图表 6: 2014-2023 年柳药集团营运资本情况 (亿元)



资料来源: 柳药集团 2014-2023 年年报, iFinD, 长城证券产业金融研究院

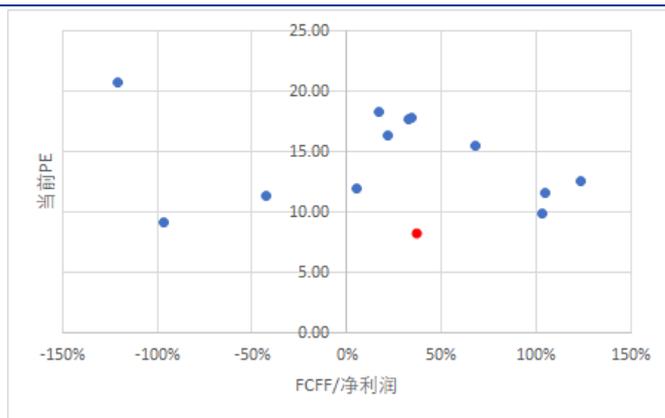
综上, 从各项经营质量指标看, 应收账款的快速增长确实曾给公司带来一定的现金流压力, 降低了企业运营效率, 但由于账款质量较高, 整体风险可控, 并未给公司造成实质损失; 随着公司传统业务持续升级并拓展新的增长曲线, 自由现金流持续转正, 过去对公司“赚应收款”的认知误区有望被刷新。我们以 FCFF 与净利润的比值作为“真金白银”的指标, 与当前 (3 月 17 日) 的 PE (TTM) 估值制作散点图 (剔除异常情况), 可以看到在同等的收现质量上, 柳药的估值在行业的底部水平。因此, 我们认为对公司财务质量的担忧, 不应构成公司被持续低估的实质原因。

图表7: 柳药集团 2020-2023 年 3 年现金流质量与行业对比 (红点为柳药集团)



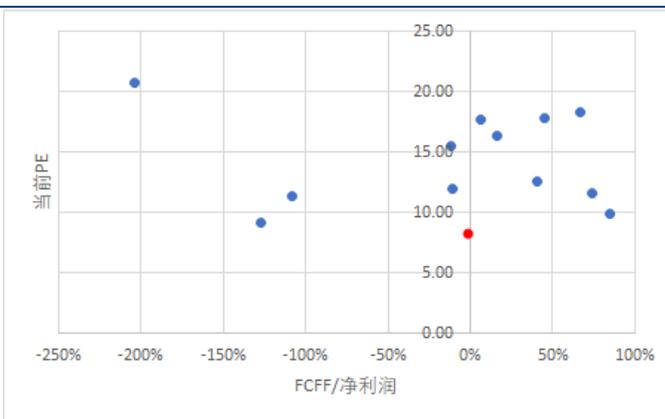
资料来源: 各公司 2020-2023 年年报, iFinD, 长城证券产业金融研究院

图表8: 柳药集团 2018-2023 年 5 年现金流质量与行业对比 (红点为柳药集团)



资料来源: 各公司 2018-2023 年年报, iFinD, 长城证券产业金融研究院

图表9: 柳药集团 2014-2023 年 10 年现金流质量与行业对比 (红点为柳药集团)



资料来源: 各公司 2014-2023 年年报, iFinD, 长城证券产业金融研究院

3.2 分部估值之问

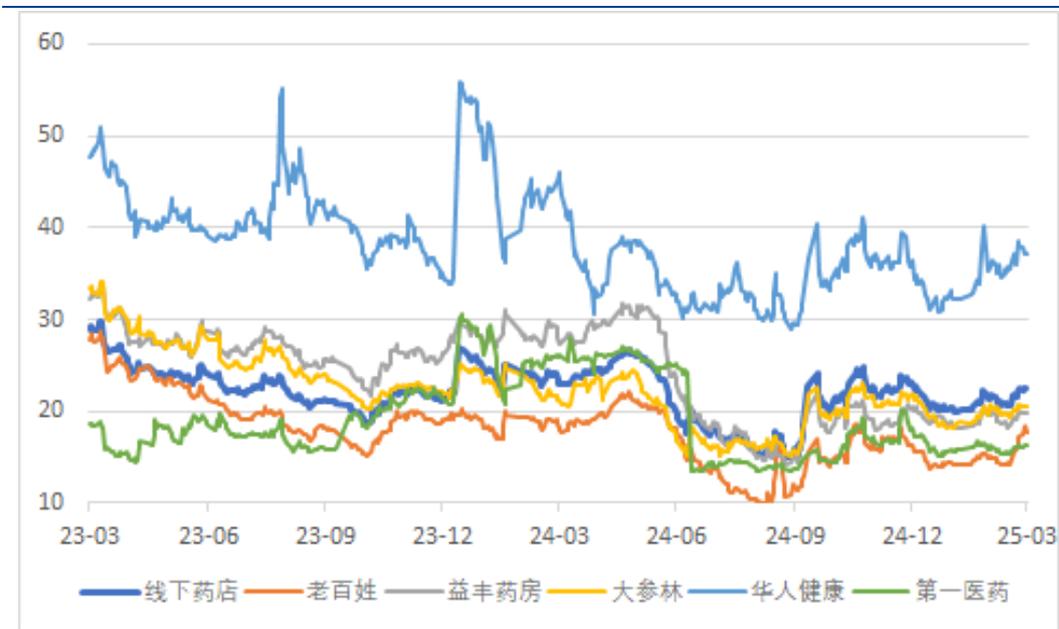
公司整体上处于低估值状态的同时, 市场对于业务结构的变化也未给与充分认可, 由于工业板块发展时间尚短, 我们重点以公司更早布局的零售业务讨论, 为什么没有得到单独估值?

公司全资子公司桂中大药房是全国药品零售百强企业, 是广西本土最早的连锁药店品牌之一, 在广西区内具备较强的服务能力和品牌影响力, 销售规模领先广西区内其他连锁药店品牌。至 2024 年, 桂中大药房旗下拥有药店 901 家, 率先实现在广西区内核心区域、核心医疗机构周边布局。同时, 桂中大药房也是广西区内最早开展 DTP 药店业务和网上药店业务的企业之一, 拥有 DTP 药店 186 家, 在区内的 DTP 药店、医保双通道药店、医保统筹店等数量规模领先同行。此外, 作为柳药集团子公司, 桂中大药房在区内能较好发挥批零一体化优势, 实现零售端与医院端在品种、渠道、客户资源方面的共享互补, 推动处方外延、慢病管理、互联网医疗服务等“新零售”业务开展, 在未来承接医院端流出业务将发挥巨大作用, 形成高质量的零售药店业务, 助力公司业务结构的优化和新业态发展。

2024 年, 公司零售业务实现收入 32.09 亿元, 同比增长 13.7%; 实现归母净利润 1.36

亿元，同比减少 7.4%，虽然收入端在公司整体占比仍较小，但利润端贡献接近 16%，横向比较，柳药集团零售业务与第一医药和华人健康规模相近。近 2 年来，华人健康平均 PE (TTM) 约为 38 倍，第一医药约为 19 倍，规模更大的大参林/益丰药房/老百姓分别约为 22/24/18 倍，考虑到华人健康是次新股，医药零售行业的估值大约为 20 倍。

图表 10: 申万线下药店三级行业及主要公司估值情况 (PE, TTM)



资料来源: ifind, 长城证券产业金融研究院

柳药集团的零售业务与其他业务共同分享约 8 倍的估值，显著低于行业平均水平，除了市场对公司“流通龙头”的固有认知，我们认为主要可能有以下两点问题：

问题 1: 公司对区域市场依赖性较强，跨区域扩张空间有限。

我们认为：广西区内市场较大且缺少本土巨头，公司渗透率较低，依托本土优势仍有较大增长潜力。

据中经数据，截至 2024 年底，广西常住人口 5013 万人，在全国排名第 10，全年居民人均可支配收入同比增长 5.5%，快于全国水平 5.1%。庞大的消费群体叠加收入增长，为药品零售市场提供持续增量需求。截至 2023 年，广西药店总数 2.53 万家，桂中大药房门店数量仅 841 家，占全区药店总量约 3.2%，渗透率显著低于头部连锁在优势省份的市占率，如大参林在广东占比超过 10%，在广西超过 8%。目前桂中大药房主要布局南宁和柳州，对全区其他城市至县城乡镇等下沉市场覆盖率不足。上市医药零售公司大多都形成了覆盖多个省份的药店布局，但相较之下桂中大药房在省内布局仍然有相对优势，依托柳药在批发业务上对全区渠道的深度覆盖，可在更多地区实现低成本运营。

问题 2: 公司零售业务收入大部分由 DTP 药店贡献，相较社会药房，DTP 药店利润率较低，被认为是控药占比和处方外流背景下，批发业务的外溢。

我们认为：DTP 药店是优质资产，社会药房竞争力被掩盖。

将 DTP 药房看作批发业务有一定的道理，但同样应该看到 DTP 药店的稀缺性。至 2023

年，广西区内三级医院合计 110 家，二甲以上医院估计有约 280 家，桂中大药房能开出近 200 家 DTP 药房，是其在医院渠道深度绑定的体现。DTP 药店虽然利润率较低，但收入体量显著高于社会药房，单店利润显著高于社会药房，是药房业态中的优质资产。

另一方面，2021 年公司零售业务实现收入 27.26 亿元，毛利率为 19.4%，其中 DTP 药房贡献 18.15 亿元收入，社会药房贡献 9.11 亿元；假设公司 DTP 药房毛利率为 10%（实际情况可能更低），则可推算公司社会药房毛利率为 38.1%，同期大参林/益丰药房/老百姓零售业务毛利率分别为 38.2%/39.9%/34.7%，柳药的社会药房盈利能力与行业领先企业保持相似水平。

我们预测 2025 年柳药集团零售业务或将实现约 1.5 亿元归母净利润，其中 DTP 药店贡献 0.5 亿元，社会药房贡献 1 亿元，即使将 DTP 药房业绩仍归入批发业务给 8 倍估值，单独给社会药房业绩 20 倍估值，在其他条件不变的情况下，可增加公司目标市值约 12 亿元，对应当前股价 15% 以上空间。

3.3 AI+零售业务：价值修复锚点与价值跃升契机

我们认为 AI 工具不仅为公司带来了提升效率的方法，向市场提供重新认识公司的理由，更提供了业务转型升级的契机，从卖产品到卖服务，突破原本较短的价值链，提供更多高附加值服务。

柳药集团在互联网医院上有较早布局。2021 年 9 月，柳药股份旗下仙茱国医柳州厚朴医院顺利通过柳州市城中卫健局专家组互联网医院现场评审，并获批相关牌照，成为柳州市首家通过互联网医院资质审批的民营医疗机构，为未来开展“互联网+医疗”服务开展奠定基础。通过互联网医院可开展“常见病、慢性病诊疗+互联网在线复诊+药品配送”等一站式服务，让患者享受线上诊疗及线上开具处方、线下在定点药店取药及快递配送到家的便捷服务。目前，医院有在职工工 50 余人，建筑面积 2100 平方，编制住院床位 20 张。

医院于 2020 年 6 月正式挂牌加入柳州市妇幼保健院形成紧密型医联体单位，打造名老中医+医联体“妇儿特色专科”，设有多名广西名老中医和中医骨干及传承人汇聚，进驻三甲医院妇、儿特色专科，实现医疗资源下沉、双向转诊的诊疗模式，突破传统基层医院的局限，为市民提供质量上乘、惠民便民的中医医疗、慢病康复、养生保健、健康管理等服务。

柳药集团凭借与医院建立的合作平台，加之 AI 工具在诊断和档案管理方面的辅助，有望通过“医院合作平台+AI 诊疗”模式，在广西复制固生堂的成功路径，进一步实现从药店零售向医疗服务平台的价值跃迁。固生堂在 2023 年实现营收 23.23 亿元，与公司零售业务规模相当，却实现了 2.52 亿元归母净利润，净利率达 10.9%，展现出其模式下较强的盈利能力。与传统药房模式不同，固生堂以“轻资产、高毛利”的医疗服务模式为核心，销售医疗健康产品占比仅 1.5%。对于柳药来说，若依托区内医疗资源+AI 技术，通过互联网医院构建“医+药”闭环，以当前固生堂 30 倍估值为参考，有望突破估值瓶颈。

4 投资建议

公司作为广西区内医药流通行业龙头，医药批发业务基石稳固，并能为医药零售和医药工业业务持续赋能，实现业绩结构的持续优化。正值中药配方颗粒行业迎来发展窗口期，公司医药工业板块有望引领跨地区增长。我们预测公司 25-27 年 EPS 分别为 2.25、2.33、2.72 元/股，对应 PE 分别为 8.2x、8.0x、6.8x，维持“买入”评级。

5 风险提示

行业监管风险：医疗行业受政策监管影响较大，可能会对公司业务模式和盈利能力产生影响。

业务拓展不及预期：若公司 SPD 项目、药店会员人数、中成药及配方颗粒等业务拓展不及预期，可能对公司增长预期造成不利影响。

账款管理风险：公司应收账款占营收比例较高，如果回款周期延长或客户信用出现问题，可能为公司带来亏损。

集采政策风险：集采政策进一步加码可能导致公司利润率进一步承压。

市场竞争加剧：若跨区域批发及零售企业采取更激进的策略，可能影响公司增长预期及利润水平。

财务报表和主要财务比率

资产负债表 (百万元)

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	17317	18613	18991	19828	20422
现金	3148	3684	4624	4822	5720
应收票据及应收账款	10654	10777	10663	10688	10696
其他应收款	61	55	81	61	89
预付账款	408	334	400	365	436
存货	2306	2642	2221	2841	2430
其他流动资产	741	1122	1002	1052	1052
非流动资产	2843	2656	2611	2555	2515
长期股权投资	5	4	4	4	4
固定资产	1004	1016	1009	1002	996
无形资产	240	223	207	189	168
其他非流动资产	1593	1413	1392	1360	1348
资产总计	20159	21269	21602	22383	22937
流动负债	11614	11858	11749	12005	11880
短期借款	3173	2944	2956	3017	3023
应付票据及应付账款	7174	6920	7045	6824	7007
其他流动负债	1267	1993	1748	2163	1851
非流动负债	1482	1474	1254	1029	811
长期借款	990	1005	785	559	342
其他非流动负债	492	470	470	470	470
负债合计	13096	13332	13003	13034	12692
少数股东权益	446	313	378	433	490
股本	362	399	399	399	399
资本公积	1963	2305	2305	2305	2305
留存收益	4170	4786	5464	6162	6963
归属母公司股东权益	6618	7624	8220	8916	9755
负债和股东权益	20159	21269	21602	22383	22937

现金流量表 (百万元)

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	594	839	1666	870	1610
净利润	907	868	961	983	1140
折旧摊销	131	131	118	123	101
财务费用	249	235	220	213.2	197
投资损失	1	0	-2	-3	-1
营运资金变动	-826	-507	327	-495	122
其他经营现金流	133	112	42	49	51
投资活动现金流	-202	-142	-70	-62	-58
资本支出	173	148	74	66	61
长期投资	-18	-63	0	0	0
其他投资现金流	-11	69	3	4	3
筹资活动现金流	-397	53	-655	-610	-653
短期借款	177	-228	12	61	5
长期借款	22	14	-220	-225	-218
普通股增加	0.0	37	0	0	0
资本公积增加	-18	343	0	0	0
其他筹资现金流	-578	-112	-447	-446	-440
现金净增加额	-5	750	940	198	899

利润表 (百万元)

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	20812	21182	22030	22955	24011
营业成本	18338	18775	19452	20246	21082
营业税金及附加	78	64	77	80	84
销售费用	554	630	617	666	696
管理费用	470	424	485	528	552
研发费用	37	40	33	46	43
财务费用	249	235	220	213.2	197
资产和信用减值损失	-56	-32	-43	-50	-53
其他收益	13	17	13	13	14
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资净收益	-1	-0.1	2	3	1
资产处置收益	1.051	3.025	1	1	2
营业利润	1044	1004	1119	1142	1321
营业外收入	4	15	7	7	8
营业外支出	4	15	7	7	8
利润总额	1043	1003	1119	1142	1321
所得税	137	136	158	158	180
净利润	907	868	961	983	1140
少数股东损益	57	13	66	54	57
归属母公司净利润	850	855	896	929	1083
EBITDA	1337	1268	1358	1363	1498
EPS (元/股)	2.13	2.14	2.25	2.33	2.72

主要财务比率

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
成长能力					
营业收入 (%)	9.2	1.8	4.0	4.2	4.6
营业利润 (%)	17.3	-3.8	11.5	2.0	15.7
归属母公司净利润 (%)	21.1	0.6	4.8	3.7	16.6
获利能力					
毛利率 (%)	11.9	11.4	11.7	11.8	12.2
净利率 (%)	4.4	4.1	4.4	4.3	4.7
ROE (%)	12.8	10.9	11.2	10.5	11.1
ROIC (%)	9.4	8.2	8.5	8.2	8.9
偿债能力					
资产负债率 (%)	65.0	62.7	60.2	58.2	55.3
净负债比率 (%)	20.2	8.8	-4.4	-7.9	-18.1
流动比率	1.5	1.6	1.6	1.7	1.7
速动比率	1.2	1.3	1.4	1.3	1.4
营运能力					
总资产周转率	1.1	1.0	1.0	1.0	1.1
应收账款周转率	2.2	2.0	2.1	2.2	2.3
应付账款周转率	5.1	5.2	5.2	5.3	5.4
每股指标 (元)					
每股收益 (最新摊薄)	2.13	2.14	2.25	2.33	2.72
每股经营现金流 (最新摊薄)	1.49	2.10	4.18	2.18	4.04
每股净资产 (最新摊薄)	16.21	18.73	20.23	21.97	24.07
估值比率					
P/E	8.7	8.6	8.2	8.0	6.8
P/B	1.1	1.0	0.9	0.8	0.8
EV/EBITDA	6.9	6.6	5.4	5.2	4.0

资料来源: 公司财报, 长城证券产业金融研究院

免责声明

长城证券股份有限公司（以下简称长城证券）具备中国证监会批准的证券投资咨询业务资格。

本报告由长城证券向专业投资者客户及风险承受能力为稳健型、积极型、激进型的普通投资者客户（以下统称客户）提供，除非另有说明，所有本报告的版权属于长城证券。未经长城证券事先书面授权许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布，亦不得作为诉讼、仲裁、传媒及任何单位或个人引用的证明或依据，不得用于未经允许的其它任何用途。如引用、刊发，需注明出处为长城证券研究院，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向他人作出邀请。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。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

长城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。长城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。

长城证券版权所有并保留一切权利。

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于 2017 年 7 月 1 日起正式实施。因本研究报告涉及股票相关内容，仅面向长城证券客户中的专业投资者及风险承受能力为稳健型、积极型、激进型的普通投资者。若您并非上述类型的投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研究报告中的任何信息。

因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，在执业过程中恪守独立诚信、勤勉尽职、谨慎客观、公平公正的原则，独立、客观地出具本报告。本报告反映了本人的研究观点，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接收到任何形式的报酬。

投资评级说明

公司评级		行业评级	
买入	预期未来 6 个月内股价相对行业指数涨幅 15% 以上	强于大市	预期未来 6 个月内行业整体表现战胜市场
增持	预期未来 6 个月内股价相对行业指数涨幅介于 5%~15% 之间	中性	预期未来 6 个月内行业整体表现与市场同步
持有	预期未来 6 个月内股价相对行业指数涨幅介于 -5%~5% 之间	弱于大市	预期未来 6 个月内行业整体表现弱于市场
卖出	预期未来 6 个月内股价相对行业指数跌幅 5% 以上		
	行业指中信一级行业，市场指沪深 300 指数		

长城证券产业金融研究院

深圳

地址：深圳市福田区福田街道金田路 2026 号能源大厦南塔楼 16 层
邮编：518033

传真：86-755-83516207

上海

地址：上海市浦东新区世博馆路 200 号 A 座 8 层
邮编：200126

传真：021-31829681

网址：<http://www.cgws.com>

北京

地址：北京市西城区西直门外大街 112 号阳光大厦 8 层
邮编：100044

传真：86-10-88366686