



## 25年经营性现金流改善，创新布局进展超预期

### 投资要点

- **事件:** 公司发布 2025 年年报及 26 年一季报。25 年公司实现总营业收入 209.3 亿元, 同比减少 1.21%; 利润总额 8.7 亿元, 同比减少 13.28%; 归母净利润 7.1 亿元, 同比减少 17.01%, 业绩下滑主要受集采扩面、院端控费及公司主动控制长账期业务影响。单季度来看, 25Q4/26Q1 分别实现收入 51.7/53.8 亿元 (-0.4%/+1.1%), 实现归母净利润 0.6/2.2 亿元 (-54.12%/-19.0%)。
- **医药批发与工业阶段性承压, 零售板块增长亮眼。**分业务看, 1) **医药批发** 2025 年收入 160.1 亿元 (-4.3%), 归母净利润 4.53 亿元 (-13.2%), 毛利率 7.45% (-0.07pp)。公司以品种优化与数字降本双线应对利润率下降挑战, 新增引进创新药 88 个; 落地华为天筹求解器等 AI 项目, 实现仓间调拨成本降低约 20%。2) **零售板块** 25 年收入 36.4 亿元 (+13.56%), 26Q1 增速进一步提升至 31.97%。DTP 业务是增长主动力, 2025 年销售额同比增长 23.37%, 收入占零售业务比重已超六成; 公司以轻资产加盟模式拓展门店至 929 家, DTP 及双通道药房达 295 家, 零售板块有望维持高增。由于 DTP 及集采相关低毛利品种占比提升, 2025 年零售板块归母净利润 1.24 亿元 (-9.0%), 毛利率下降 2.3pp。3) **医药工业** 2025 年实现营收 11.8 亿元 (+1.54%), 归母净利润 1.32 亿元 (-32.66%), 预计主要受中药饮片和配方颗粒集采降价, 以及中成药渠道转型的短期影响。公司积极应对集采, 通过推出药食同源新品、并获得越南 GMP 认证为产品出海奠定基础, 开拓新增长点。
- **盈利能力基本稳定, 经营性现金流同比改善。**2025 年公司销售/管理/研发/财务费用率为 3.2%/1.9%/0.2%/1.0% (+0.3/-0.1/+0.0/-0.1pp); 26Q1 以上费用率分别为 2.7%/1.8%/0.2%/0.8% (+0.3/-0.0/+0.1/-0.2pp)。2025 全年/26Q1 毛利率为 11.0%/11.6% (-0.3/-0.5pp)。25 年经营性现金流净额 10.78 亿元, 同比+28.52%。
- **AI 医疗与创新药进展积极, 注入长期成长动能。**公司战略投资海外难治性癫痫 FIC 药物 SIF001, 项目已进入美国 I 期临床, 并在中国开展 IIT 试验。此外, 公司推出 AI 应用“阿桂药师”, 有望赋能零售药店, 提升慢病管理等专业能力 and 效率, 构建“院端诊疗+药店照护+供应链支撑”的协同生态。
- **盈利预测:** 预计 2026-2028 年 EPS 分别为 1.90/2.00/2.18 元, 对应动态 PE 分别为 9 倍、9 倍、8 倍。
- **风险提示:** 主营业务下滑的风险, 市场政策变化的风险。

| 指标/年度          | 2025A    | 2026E    | 2027E    | 2028E    |
|----------------|----------|----------|----------|----------|
| 营业收入 (百万元)     | 20926.27 | 21647.25 | 22540.41 | 23569.30 |
| 增长率            | -1.21%   | 3.45%    | 4.13%    | 4.56%    |
| 归属母公司净利润 (百万元) | 709.46   | 730.96   | 769.17   | 836.59   |
| 增长率            | -17.01%  | 3.03%    | 5.23%    | 8.77%    |
| 每股收益 EPS (元)   | 1.84     | 1.90     | 2.00     | 2.18     |
| 净资产收益率 ROE     | 8.85%    | 8.77%    | 8.54%    | 8.62%    |
| PE             | 9        | 9        | 9        | 8        |
| PB             | 0.84     | 0.79     | 0.74     | 0.68     |

数据来源: Wind, 西南证券

### 西南证券研究院

分析师: 杜向阳

执业证号: S1250520030002

电话: 021-68416017

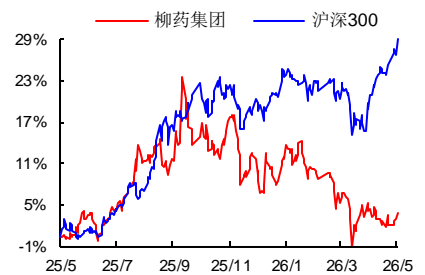
邮箱: duxy@swsc.com.cn

联系人: 王钰玮

电话: 021-68415819

邮箱: wangyuwei@swsc.com.cn

### 相对指数表现



数据来源: 聚源数据

### 基础数据

|              |             |
|--------------|-------------|
| 总股本(亿股)      | 3.97        |
| 流通 A 股(亿股)   | 3.97        |
| 52 周内股价区间(元) | 16.23-20.31 |
| 总市值(亿元)      | 67.68       |
| 总资产(亿元)      | 208.18      |
| 每股净资产(元)     | 22.49       |

### 相关研究

1. 柳药集团 (603368): 批发业务稳健增长, 关注公司后续省外拓展能力 (2025-04-01)

## 盈利预测

### 关键假设：

假设 1：公司批发业务为核心基本盘，25 年受集采扩面、医院控费及公司主动控制高风险客户销售影响，收入端阶段性下滑。公司同步强化应收账款管理与现金流管控，经营质量稳步提升，预计 2026-2028 年收入端增速分别为 2%/3%/4%，毛利率维持稳定。

假设 2：公司零售业务探索应用大数据、AI 支持专助力门店管理效率提升，市场开拓增速明显，预计公司零售 2026-2028 年收入端增速分别为 10%/9%/7%，毛利率由于规模效应提升、降本增效逐年提升 0.5pp。工业业务方面，假设公司持续发挥商业渠道优势，通过分销代理模式拓展省外市场，自产工业产品销售规模将稳步提升。预计公司工业 2026-2028 年收入端增速分别为 3%/3.5%/4%，毛利率稳中有升 2026-2028 年分别为 38.5%/39%/39.5%。

假设 3：相关行业政策不发生重大变化。其他业务收入、毛利率维持不变。

基于以上假设，我们预测公司 2026-2028 年分业务收入成本如下表：

**表 1：分业务收入及毛利率**

| 单位：亿元 |     | 2025A | 2026E | 2027E | 2028E |
|-------|-----|-------|-------|-------|-------|
| 批发    | 收入  | 160.1 | 163.3 | 168.2 | 174.9 |
|       | 增速  | -4.3% | 2.0%  | 3.0%  | 4.0%  |
|       | 毛利率 | 7.5%  | 7.5%  | 7.5%  | 7.5%  |
| 工业    | 收入  | 11.8  | 12.2  | 12.6  | 13.1  |
|       | 增速  | 1.5%  | 3.0%  | 3.5%  | 4.0%  |
|       | 毛利率 | 38.2% | 38.5% | 39.0% | 39.5% |
| 零售    | 收入  | 36.4  | 40.1  | 43.7  | 46.8  |
|       | 增速  | 13.6% | 10.0% | 9.0%  | 7.0%  |
|       | 毛利率 | 15.9% | 16.4% | 16.9% | 17.4% |
| 其他业务  | 收入  | 1.0   | 1.0   | 1.0   | 1.0   |
|       | 增速  | 13.6% | 0.0%  | 0.0%  | 0.0%  |
|       | 毛利率 | 92.4% | 92.4% | 92.4% | 92.4% |
| 合计    | 收入  | 209.3 | 216.5 | 225.4 | 235.7 |
|       | 增速  | -1.2% | 3.4%  | 4.1%  | 4.6%  |
|       | 毛利率 | 11.1% | 11.2% | 11.4% | 11.5% |

数据来源：Wind, 西南证券

**附表：财务预测与估值**

| 利润表 (百万元)     | 2025A    | 2026E    | 2027E    | 2028E    | 现金流量表 (百万元)      | 2025A   | 2026E    | 2027E   | 2028E   |
|---------------|----------|----------|----------|----------|------------------|---------|----------|---------|---------|
| 营业收入          | 20926.27 | 21647.25 | 22540.41 | 23569.30 | 净利润              | 720.54  | 754.09   | 789.77  | 857.31  |
| 营业成本          | 18614.58 | 19217.34 | 19970.31 | 20847.84 | 折旧与摊销            | 123.02  | 95.25    | 95.25   | 95.25   |
| 营业税金及附加       | 62.71    | 64.91    | 67.58    | 70.67    | 财务费用             | 217.89  | 259.86   | 262.56  | 258.41  |
| 销售费用          | 678.43   | 701.37   | 743.83   | 782.50   | 资产减值损失           | -14.20  | -8.37    | 11.72   | 8.49    |
| 管理费用          | 403.75   | 489.23   | 518.43   | 553.88   | 经营营运资本变动         | -275.96 | 826.04   | -382.73 | -317.12 |
| 财务费用          | 217.89   | 259.86   | 262.56   | 258.41   | 其他               | 306.38  | -5.58    | 7.81    | 5.66    |
| 资产减值损失        | -14.20   | -8.37    | 11.72    | 8.49     | <b>经营活动现金流净额</b> | 1077.66 | 1921.29  | 784.38  | 907.99  |
| 投资收益          | -0.05    | 0.00     | 0.00     | 0.00     | 资本支出             | -47.50  | -50.00   | -50.00  | -50.00  |
| 公允价值变动损益      | 0.00     | 0.00     | 0.00     | 0.00     | 其他               | -454.35 | 225.00   | 0.00    | 0.00    |
| 其他经营损益        | 0.00     | 0.00     | 0.00     | 0.00     | <b>投资活动现金流净额</b> | -501.85 | 175.00   | -50.00  | -50.00  |
| <b>营业利润</b>   | 882.39   | 922.90   | 965.97   | 1047.52  | 短期借款             | -446.08 | 209.89   | -147.00 | -239.97 |
| 其他非经营损益       | -12.44   | -12.44   | -12.44   | -12.44   | 长期借款             | 325.88  | 0.00     | 0.00    | 0.00    |
| <b>利润总额</b>   | 869.94   | 910.46   | 953.53   | 1035.08  | 股权融资             | -41.72  | 0.00     | 0.00    | 0.00    |
| 所得税           | 149.41   | 156.36   | 163.76   | 177.77   | 支付股利             | -263.84 | -141.89  | -146.19 | -153.83 |
| 净利润           | 720.54   | 754.09   | 789.77   | 857.31   | 其他               | -206.31 | -1621.44 | -262.56 | -258.41 |
| 少数股东损益        | 11.07    | 23.13    | 20.60    | 20.72    | <b>筹资活动现金流净额</b> | -632.07 | -1553.44 | -555.75 | -652.21 |
| 归属母公司股东净利润    | 709.46   | 730.96   | 769.17   | 836.59   | <b>现金流量净额</b>    | -56.25  | 542.85   | 178.63  | 205.78  |
|               |          |          |          |          |                  |         |          |         |         |
| 资产负债表 (百万元)   | 2025A    | 2026E    | 2027E    | 2028E    | 财务分析指标           | 2025A   | 2026E    | 2027E   | 2028E   |
| 货币资金          | 3786.60  | 4329.45  | 4508.08  | 4713.86  | <b>成长能力</b>      |         |          |         |         |
| 应收和预付款项       | 10996.00 | 11398.42 | 11862.23 | 12401.75 | 销售收入增长率          | -1.21%  | 3.45%    | 4.13%   | 4.56%   |
| 存货            | 2980.47  | 3076.98  | 3195.54  | 3337.04  | 营业利润增长率          | -12.08% | 4.59%    | 4.67%   | 8.44%   |
| 其他流动资产        | 663.61   | 13.99    | 14.57    | 15.24    | 净利润增长率           | -16.94% | 4.66%    | 4.73%   | 8.55%   |
| 长期股权投资        | 2.12     | 2.12     | 2.12     | 2.12     | EBITDA 增长率       | -10.67% | 4.47%    | 3.58%   | 5.85%   |
| 投资性房地产        | 0.24     | 0.24     | 0.24     | 0.24     | <b>获利能力</b>      |         |          |         |         |
| 固定资产和在建工程     | 1154.25  | 1084.04  | 1013.83  | 943.61   | 毛利率              | 11.05%  | 11.23%   | 11.40%  | 11.55%  |
| 无形资产和开发支出     | 965.39   | 995.05   | 1024.71  | 1054.37  | 三费率              | 6.21%   | 6.70%    | 6.76%   | 6.77%   |
| 其他非流动资产       | 789.38   | 784.69   | 780.00   | 775.31   | 净利率              | 3.44%   | 3.48%    | 3.50%   | 3.64%   |
| <b>资产总计</b>   | 21338.07 | 21684.99 | 22401.32 | 23243.54 | ROE              | 8.85%   | 8.77%    | 8.54%   | 8.62%   |
| 短期借款          | 2498.16  | 2708.05  | 2561.05  | 2321.09  | ROA              | 3.38%   | 3.48%    | 3.53%   | 3.69%   |
| 应付和预收款项       | 5820.83  | 6684.62  | 6797.96  | 7052.66  | ROIC             | 7.80%   | 8.55%    | 8.96%   | 9.13%   |
| 长期借款          | 540.28   | 540.28   | 540.28   | 540.28   | EBITDA/销售收入      | 5.85%   | 5.90%    | 5.87%   | 5.94%   |
| 其他负债          | 4336.76  | 3150.61  | 3257.03  | 3381.04  | <b>营运能力</b>      |         |          |         |         |
| <b>负债合计</b>   | 13196.03 | 13083.57 | 13156.32 | 13295.07 | 总资产周转率           | 0.98    | 1.01     | 1.02    | 1.03    |
| 股本            | 397.18   | 397.21   | 397.21   | 397.21   | 固定资产周转率          | 20.44   | 21.72    | 24.33   | 27.52   |
| 资本公积          | 2265.62  | 2278.24  | 2278.24  | 2278.24  | 应收账款周转率          | 1.94    | 1.98     | 1.99    | 1.99    |
| 留存收益          | 5197.22  | 5786.29  | 6409.27  | 7092.02  | 存货周转率            | 6.62    | 6.35     | 6.37    | 6.38    |
| 归属母公司股东权益     | 7828.90  | 8265.15  | 8888.12  | 9570.87  | 销售商品提供劳务收到现金营业收入 | 114.46% | —        | —       | —       |
| 少数股东权益        | 313.14   | 336.27   | 356.87   | 377.60   | <b>资本结构</b>      |         |          |         |         |
| <b>股东权益合计</b> | 8142.04  | 8601.42  | 9244.99  | 9948.47  | 资产负债率            | 61.84%  | 60.33%   | 58.73%  | 57.20%  |
| 负债和股东权益合计     | 21338.07 | 21684.99 | 22401.32 | 23243.54 | 带息债务/总负债         | 23.03%  | 24.83%   | 23.57%  | 21.52%  |
|               |          |          |          |          | 流动比率             | 1.51    | 1.55     | 1.61    | 1.66    |
|               |          |          |          |          | 速动比率             | 1.26    | 1.30     | 1.35    | 1.39    |
|               |          |          |          |          | 股利支付率            | 37.19%  | 19.41%   | 19.01%  | 18.39%  |
|               |          |          |          |          | <b>每股指标</b>      |         |          |         |         |
|               |          |          |          |          | 每股收益             | 1.84    | 1.90     | 2.00    | 2.18    |
|               |          |          |          |          | 每股净资产            | 20.36   | 21.49    | 23.11   | 24.89   |
|               |          |          |          |          | 每股经营现金           | 2.80    | 5.00     | 2.04    | 2.36    |
|               |          |          |          |          | 每股股利             | 0.69    | 0.37     | 0.38    | 0.40    |
| 业绩和估值指标       | 2025A    | 2026E    | 2027E    | 2028E    |                  |         |          |         |         |
| EBITDA        | 1223.29  | 1278.01  | 1323.78  | 1401.17  |                  |         |          |         |         |
| PE            | 9.24     | 8.96     | 8.52     | 7.83     |                  |         |          |         |         |
| PB            | 0.84     | 0.79     | 0.74     | 0.68     |                  |         |          |         |         |
| PS            | 0.31     | 0.30     | 0.29     | 0.28     |                  |         |          |         |         |
| EV/EBITDA     | 5.30     | 3.70     | 3.33     | 2.82     |                  |         |          |         |         |
| 股息率           | 4.03%    | 2.17%    | 2.23%    | 2.35%    |                  |         |          |         |         |

数据来源: Wind, 西南证券

## 分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，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获取任何形式的补偿。

## 投资评级说明

报告中投资建议所涉及的评级分为公司评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 个月内的相对市场表现，即：以报告发布日后 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。其中：A 股市场以沪深 300 指数为基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。

|      |  |
|------|--|
| 公司评级 | 买入：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 20% 以上          |
|      | 持有：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 10% 与 20% 之间   |
|      | 中性：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 -10% 与 10% 之间  |
|      | 回避：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 -20% 与 -10% 之间 |
|      | 卖出：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 -20% 以下         |
| 行业评级 | 强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于同期相关证券市场代表性指数 5% 以上        |
|      | 跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于同期相关证券市场代表性指数 -5% 与 5% 之间  |
|      | 弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于同期相关证券市场代表性指数 -5% 以下       |

## 重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《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，本报告仅供本公司签约客户使用，若您并非本公司签约客户，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。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或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或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。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。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告

须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告及附录进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告及附录的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

请务必阅读正文后的重要声明部分

## 西南证券研究院

### 上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴 21 世纪大厦 10 楼

邮编：200120

### 北京

地址：北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 A 座 8 楼

邮编：100033

### 深圳

地址：深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 22 楼

邮编：518038

### 重庆

地址：重庆市江北区金沙门路 32 号西南证券总部大楼 21 楼

邮编：400025

## 西南证券机构销售团队

| 区域  | 姓名  | 职务          | 手机              | 邮箱                   |
|-----|-----|-------------|-----------------|----------------------|
| 上海  | 崔露文 | 销售岗         | 15642960315     | clw@swsc.com.cn      |
|     | 李煜  | 销售岗         | 18801732511     | yfliyu@swsc.com.cn   |
|     | 汪艺  | 销售岗         | 13127920536     | wyjf@swsc.com.cn     |
|     | 戴剑箫 | 销售岗         | 13524484975     | daijx@swsc.com.cn    |
|     | 张方毅 | 销售岗         | 15821376156     | zfy@swsc.com.cn      |
|     | 李嘉隆 | 销售岗         | 15800507223     | ljlong@swsc.com.cn   |
|     | 叶佳缘 | 销售岗         | 15800609605     | yejy@swsc.com.cn     |
|     | 欧若诗 | 销售岗         | 18223769969     | ors@swsc.com.cn      |
|     | 贾文婷 | 销售岗         | 13621609568     | jiawent@swsc.com.cn  |
|     | 张嘉诚 | 销售岗         | 18656199319     | zhangjc@swsc.com.cn  |
| 毛玮琳 | 销售岗 | 18721786793 | mwl@swsc.com.cn |                      |
| 北京  | 李杨  | 北京销售主管兼销售岗  | 18601139362     | yfly@swsc.com.cn     |
|     | 张岚  | 销售岗         | 18601241803     | zhanglan@swsc.com.cn |
|     | 姚航  | 销售岗         | 15652026677     | yhang@swsc.com.cn    |
|     | 杨薇  | 销售岗         | 15652285702     | yangwei@swsc.com.cn  |
|     | 王宇飞 | 销售岗         | 18500981866     | wangyuf@swsc.com.cn  |
|     | 王一菲 | 销售岗         | 18040060359     | wyf@swsc.com.cn      |

---

|    |     |            |             |                      |
|----|-----|------------|-------------|----------------------|
|    | 马冰竹 | 销售岗        | 13126590325 | mbz@swsc.com.cn      |
|    | 刘艳  | 销售岗        | 18456565475 | liuyanyj@swsc.com.cn |
|    | 高欣  | 广深销售主管兼销售岗 | 13923418464 | gaoxin@swsc.com.cn   |
|    | 龚之涵 | 销售岗        | 15808001926 | gongzh@swsc.com.cn   |
| 广深 | 文柳茜 | 销售岗        | 13750028702 | wlq@swsc.com.cn      |
|    | 林哲睿 | 销售岗        | 15602268757 | lzh@swsc.com.cn      |
|    | 黄诗洁 | 销售岗        | 18817316880 | hsj@swsc.com.cn      |

---