

柳药集团（603368）

减脂中药&全球 FIC 癫痫创新药构筑新增长极，主业价值待重估

买入（首次）

2026 年 10 月 29 日

证券分析师 朱国广

执业证书：S0600520070004

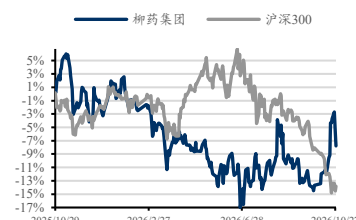
zhugg@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
营业总收入（百万元）	21,182	20,926	21,309	22,592	24,080
同比（%）	1.78	(1.21)	1.83	6.02	6.59
归母净利润（百万元）	854.87	709.46	695.12	778.08	851.77
同比（%）	0.62	(17.01)	(2.02)	11.94	9.47
EPS-最新摊薄（元/股）	2.15	1.79	1.75	1.96	2.14
P/E（现价&最新摊薄）	7.53	9.08	9.26	8.28	7.56

投资要点

- **明星产品祛痰健脾茶 OTC 转换在即，卡位降脂减重数百亿赛道。**公司祛痰健脾茶于 2026 年 9 月 20 日已通过技术评审，于 2026 年 10 月 14 日挂网 OTC 转换公示，现有处方药状态下年销售额约千万，转 OTC 后预计 2-3 年内实现大幅度倍增增长。
- **百亿美金大药潜力，全球首创癫痫药从神经炎症上游切入，IIT 临床数据惊艳，具备稀缺性。**投资公司 Suninflam 明星产品 SIF001 是全球首个进入癫痫适应症临床的靶向 Gal-3 单抗，目前已进入美国二期临床，国内 IIT 同步推进。中国 IIT 首例人体研究显示：6 例平均病程 11.5 年、含 Lennox-Gastaut 综合征的耐药性癫痫患者，在接受 50mg/kg 给药后第 28 天，发作频率中位数下降 65.0%（IQR49.3%-75.0%），66.7%（4/6）达到 ≥50% 应答、1 例实现无发作，脑电图癫痫样放电同步减少；全程未观察到严重不良事件及临床显著的实验室异常。该成果 2025 年 12 月受邀登上美国癫痫学会（AES）年会。此外，SIF001 于 2026 年 8 月入围美国 XPRIZE 健康寿命大赛决赛并获百万美元专项资助，阿尔茨海默症等神经退行性适应症的外延研究进一步打开想象空间，未来公司可按优先权分享商业化权益与投资收益。
- **商业渠道壁垒厚，DTP 保障业绩基本盘稳增。**公司在广西医药流通市场占据龙头地位，区内三级、二级医院全覆盖，SPD 合作医院超 140 家，“医院入院+DTP+双通道”全渠道覆盖。2026 年上半年 DTP 药房销售额达 16.58 亿元、同比大增 47%，带动零售板块收入增长 31%，净利率高于行业平均，成为业绩基本盘上最确定的增长极；同期经营性现金流净额改善 53%、应收账款压降 8.7 亿元，增长质量同步夯实。
- **核心财务表现稳健，股东回报明确。**公司 2026H1 资产负债率为 60.26%（较年初-1.58pp），有息资产负债率仅 20.55%。同时可转债已在 2026 年 1 月完成兑付并摘牌，其他权益工具清零，融资结构正在优化，财务费用转为下降。股东回报方面，2025 年度每 10 股派 6.80 元、合计 2.638 亿元，叠加 1.986 亿元回购，现金分红与回购合计占比达 65.19%，当前股息率 4-5%。
- **盈利预测与投资评级：**我们预计公司 2026-2028 年归母净利润分别为 6.95/7.78/8.52 亿元，对应当前市值 PE 为 9/8/8x，首次覆盖，给予“买入”评级。
- **风险提示：**集采降价超预期、应收账款回收风险、零售竞争与政策调整、创新药研发失败风险。

股价走势



市场数据

收盘价(元)	16.21
一年最低/最高价	14.34/19.64
市净率(倍)	0.80
流通 A 股市值(百万元)	6,438.80
总市值(百万元)	6,438.80

基础数据

每股净资产(元,LF)	20.31
资产负债率(% ,LF)	59.66
总股本(百万股)	397.21
流通 A 股(百万股)	397.21

相关研究

《柳药集团(603368)：柳州医药（603368）半年报点评：业绩持续高速增长，受益新标收入端增速显著改善》

2017-08-21

《柳药集团(603368)：柳州医药调研报告：批发业务受益于广西省新一轮招标，供应链延伸服务、DTP 药房是新的收入增长点》

2017-03-30

内容目录

1. 广西医药龙头，“批零一体化+工商协同”的综合型大健康集团.....	4
1.1. 七十余年区域深耕，从批发站到全产业链集团.....	4
1.2. 盈利底部已现，现金流与分红构筑安全边际.....	5
1.3. 商业板块：区域壁垒深厚，赋能工业板块带动利润结构改善.....	8
2. 医药零售：DTP 药房为处方外流的确定性受益者.....	10
2.1. 处方外流+双通道+门诊统筹，院外市场进入政策红利兑现期.....	10
2.2. DTP 增厚业绩：零售板块最强引擎，单店模型验证可复制性.....	11
2.3. 柳药集团 DTP：批零一体化的“飞轮效应”.....	12
3. 中药减脂+全球创新癫痫新药打通长期叙事.....	13
3.1. 中药：明星产品祛瘀健脾茶 OTC 转换在即，卡位降脂减重数百亿赛道.....	13
3.1.1. 集采影响：以价换量效果初显.....	14
3.1.2. 祛瘀健脾茶：独家品种卡位减重赛道，转 OTC 打开消费级想象空间.....	14
3.1.3. 东盟出海：桂药出海先行者.....	16
3.2. 创新药：全球首创癫痫药，切入神经炎症上游具备稀缺性.....	17
3.2.1. 癫痫流行病学：国内 300 万级 DRE 人群，神经科最大的未满足需求之一.....	17
3.2.2. SIF001：全球首个靶向 Gal-3 的抗癫痫药物，差异化显著.....	18
3.2.3. 销售峰值：全球百亿峰值，权益利润构成超大弹性期权.....	20
4. 盈利预测与估值.....	21
5. 风险提示.....	22

图表目录

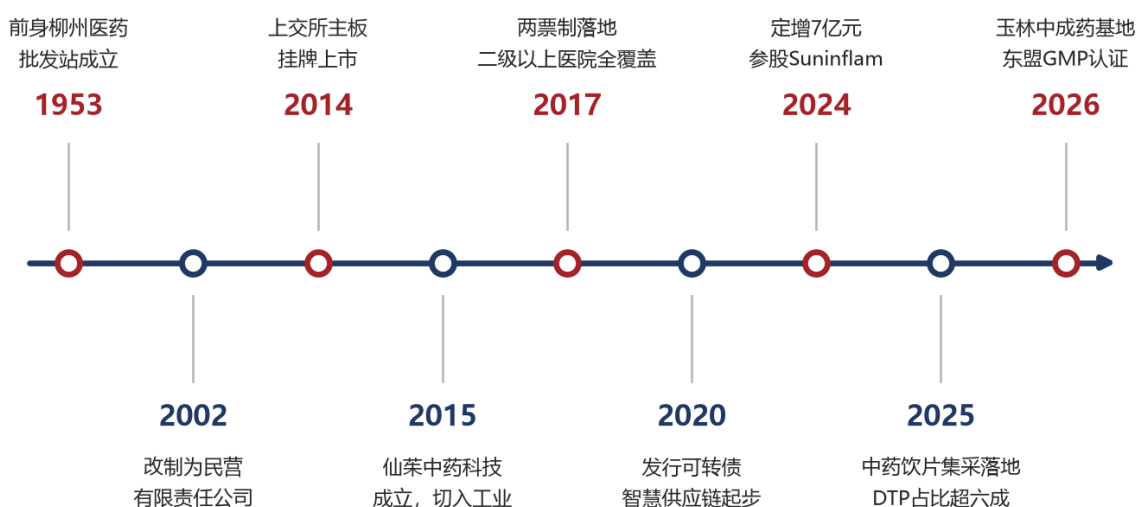
图 1:	公司发展历程与关键节点.....	4
图 2:	公司股权结构及主要子公司.....	5
图 3:	公司收入及归母净利润.....	5
图 4:	公司收入结构优化.....	5
图 5:	公司毛利率及净利率.....	6
图 6:	公司四费情况.....	6
图 7:	公司经营现金流持续改善.....	7
图 8:	公司资产负债率与债务结构.....	7
图 9:	历年分红与股利支付率.....	8
图 10:	医药批发板块收入及利润.....	8
图 11:	医药流通行业集中度加速提升.....	9
图 12:	2024-2026H1 DTP 销售额与占零售收入比重.....	12
图 13:	医药工业与中药饮片收入及毛利率.....	14
图 14:	公司祛瘀健脾茶已公示转 OTC.....	15
图 15:	祛瘀健脾茶可用于高脂血症的辅助治疗.....	16
图 16:	公司药食同源代用茶产品矩阵.....	16
图 17:	东盟布局进度（截至 2026H1）.....	17
图 18:	中国癫痫患者人群漏斗与 DRE 的未满足需求.....	18
图 19:	SIF001 差异化及研发里程碑.....	19
图 20:	SIF001 中国 IIT 主要临床结果.....	20
图 21:	盈利预测.....	21
图 22:	可比公司估值.....	21
表 1:	DTP 反哺商业.....	13
表 2:	SIF001 销售峰值测算.....	20

1. 广西医药龙头，“批零一体化+工商协同”的综合型大健康集团

1.1. 七十余年区域深耕，从批发站到全产业链集团

柳药集团是广西规模最大、网络最完整的医药流通企业。公司前身为 1953 年成立的柳州医药批发站，2014 年 12 月在上海证券交易所主板上市，主营业务覆盖医药批发、医药零售、医药工业三大板块，并延伸至第三方医药物流、SPD 医院供应链服务、中药代煎煮等增值服务。按中国医药商业协会口径，公司在 2024 年全国医药批发企业主营业务收入排序中位列第 14 位，全资子公司桂中大药房在全国医药零售连锁企业中位列第 13 位，是少数同时在批发与零售两端进入全国前五的区域型企业。

图1：公司发展历程与关键节点



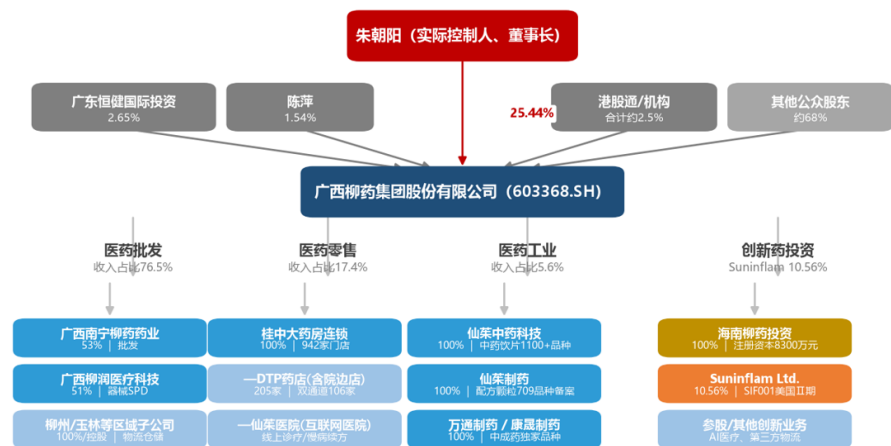
数据来源：公司公告，东吴证券研究所

公司股权结构清晰且高度稳定。实际控制人朱朝阳直接持有公司 25.44% 的股份（截至 2026 年 3 月 31 日），自 2002 年改制以来始终为公司第一大股东与实际控制人，2014 年上市至今未发生控制权变更。管理层长期持股、且大部分核心高管在体系内任职超过二十年，决策链条短、执行力强，是公司能够在多轮政策冲击中快速调整经营策略（如 2025 年主动收缩账期）的组织基础。

子公司架构上，三大业务板块主体清晰：零售板块核心为桂中大药房（全资）；工业板块拥有仙莱中药科技（中药饮片，2025 年收入 7.39 亿元）、仙莱制药（配方颗粒，674 个品种备案）、万通制药与康晟制药（中成药、独家品种）；创新药板块通过海南柳药投资持有 Suninflam 10.56% 股权。母公司对核心子公司均为全资/控股，利益传导链条顺畅。

2024 年定增完成后，公司总股本增至 3.97 亿股；截至 2026 年 4 月，回购专用账户持有 921.30 万股，对应回购金额 1.99 亿元（2025 年），回购股份不参与利润分配。股权激励与回购并行的安排，在保障股东回报的同时也约束了股本的无序扩张。

图2：公司股权结构及主要子公司



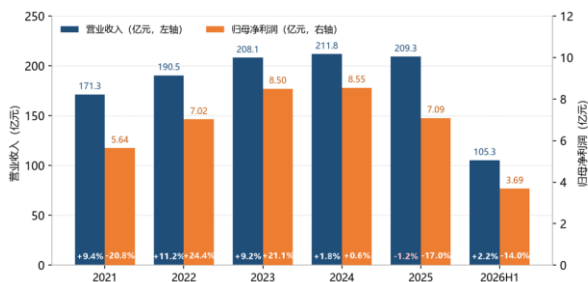
数据来源：公司公告，东吴证券研究所

1.2. 盈利底部已现，现金流与分红构筑安全边际

利润降幅逐季收窄，拐点渐近。2021-2024 年，公司营业收入从 171.35 亿元增至 211.82 亿元，CAGR 约 7.3%；归母净利润从 5.64 亿元增至 8.55 亿元，CAGR 约 14.9%，收入利润双增。2025 年起，受中药饮片/配方颗粒集采落地、院端药占比控制及公司主动压缩超长账期业务三重因素影响，业绩进入阶段性调整。2026H1，公司收入 105.26 亿元、同比+2.19%，归母净利润 3.69 亿元、同比-14.00%，剔除补缴优惠税款及滞纳金的影响因素后同比降幅收窄至 7%~8%；二季度单季收入 51.49 亿元、同比+3.31%，归母净利润 1.45 亿元、同比-4.85%，降幅较一季度（-19.02%）显著收窄。

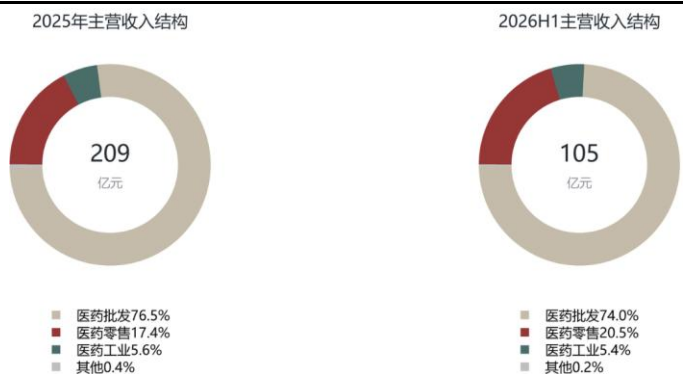
收入结构显著优化。零售板块收入占比从 2023 年的 13.6% 提升至 2026H1 的 20.45%，2026H1 零售收入同比+31.00%（其中 DTP 销售额+47.12%），成为最强增长引擎；收入结构从“批发单轮驱动”转向“批发企稳+零售高增+工业蓄力”，增长的可持续性与盈利质量均在改善。

图3：公司收入及归母净利润



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图4：公司收入结构优化

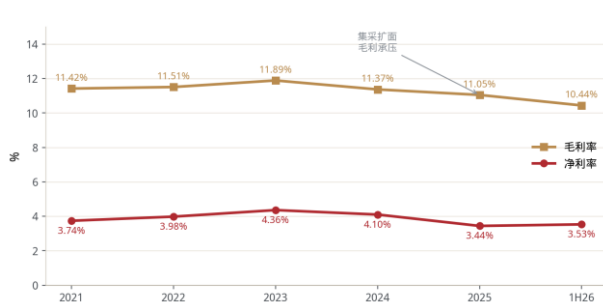


数据来源：公司公告，东吴证券研究所

毛利率及净利率：短期承压但不改中枢稳定，结构升级是长期主线。2021-2026H1，公司毛利率始终稳定在 10.4%-11.9% 区间，2023 年达到高点 11.89%，2025 年为 11.05%，2026H1 为 10.44%。归母净利率从 2023 年 4.08% 的高点回落至 2025 年的 3.39%。毛利率的小幅下移主要来自两个结构性因素：一是业务结构切换—低毛利的 DTP 特药在零售端占比快速提升（2025 年零售毛利率同比下降 2.30pct 至 15.91%），拉低综合毛利率；二是集采降价—工业板块毛利率从 2024 年的 42.04% 降至 2025 年的 38.23%（-3.81pct）。

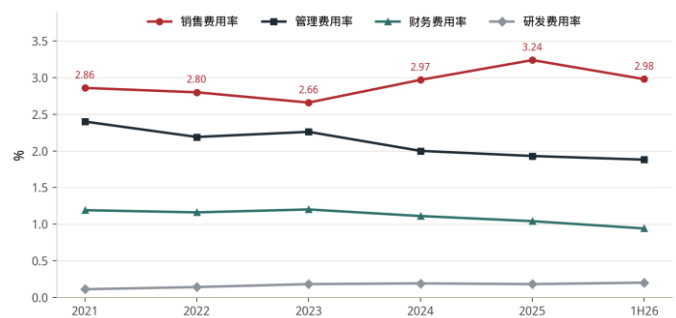
我们认为，DTP 占比提升导致的毛利率下移是“以价换量”的主动选择，单店产出与收入规模的扩张足以覆盖毛利率的摊薄；而集采对工业毛利率的冲击为一次性下移，2026H1 工业毛利率已趋于稳定，后续随着配方颗粒以量补价、独家品种和药食同源新品放量，工业毛利率有望企稳回升。分板块看，批发毛利率连续多年稳定在 7.4%-7.8% 的窄幅区间，体现出公司对广西渠道的强大议价与成本转嫁能力。净利率方面，公司以约 3.4%-4.1% 的净利率区间在医药流通行业处于中上游水平，体现了区域深耕模式下高于全国性龙头的盈利质量。

图5：公司毛利率及净利率



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图6：公司四费情况



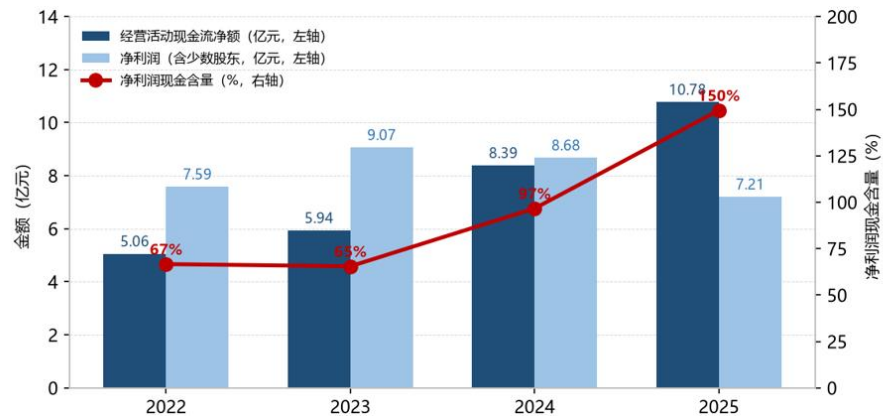
数据来源：公司公告，东吴证券研究所

公司经营活动现金流净额连续四年增长。2022 年 5.06 亿元→2023 年 5.94 亿元→2024 年 8.39 亿元→2025 年 10.78 亿元（同比+28%），四年增幅超过一倍；2025 年净利润现金含量高达 149.56%，经营现金流显著跑赢净利润。2026H1 经营现金流净额 1.36 亿元（+53.25%），其中 Q2 单季净流入 6.45 亿元，延续改善趋势。

改善核心原因：第一是客户分级，公司按资信、回款能力、账期将医院客户分为 ABC 三类，对超长账期客户主动控制销售，2025 年因此损失部分收入，但换回了应收账款的下降。第二是零售占比提升，DTP 与门店以现款或短账期结算，天然改善现金流结构。第三是政策红利，医保基金预付与即时结算在广西逐步落地，集采品种回款优先级提升。

此外，公司应收账款出现好转。2026H1 末应收账款账面价值 99.81 亿元，较 2025 年末下降 4.37%，在收入微增的同时实现应收绝对额下降，周转效率的拐点已经出现。

图7：公司经营现金流持续改善

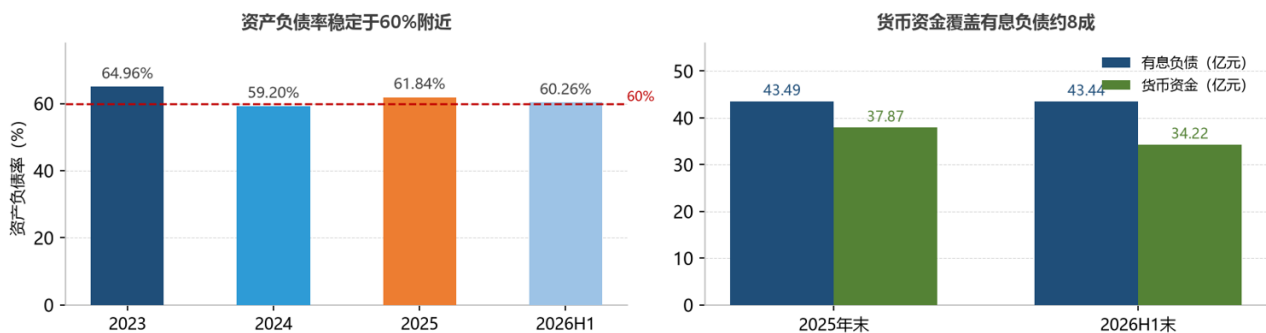


数据来源：公司公告，东吴证券研究所

杠杆有序下降，偿债能力优异。2025年末公司资产负债率61.84%，较2020年高点下行约1.4pct，较上市初期（2018年68.8%）下行近7pct，处于医药流通行业中较优水平（行业平均约66%）。流动比率1.51、速动比率1.26，短期偿债能力稳健。

核心原因：一是医保即时结算改革下集采品种回款提速，营运资金占用边际下降；二是2024年7亿元定增落地直接充实权益；三是公司主动的账期管控策略从源头压缩应收账款增量。有息负债43.5亿元仅占总负债33%，且以中长期银行借款为主，再融资渠道通畅，财务风险整体可控。

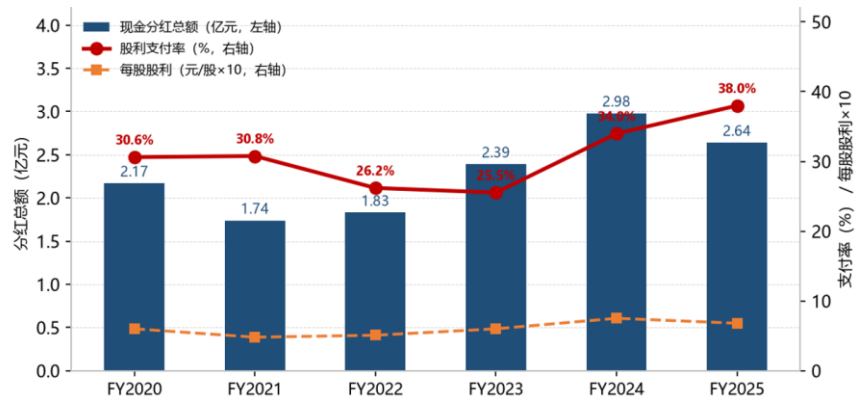
图8：公司资产负债率与债务结构



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

分红总额逐年抬升，2025年支付率38%创新高。公司上市以来坚持连续现金分红，且分红总额与支付率呈趋势性抬升：2022-2025每股股利分别为0.508元、0.600元、0.751元、0.680元，对应分红总额1.83亿、2.39亿、2.98亿、2.64亿元；2025股利支付率37%，创上市以来新高。按2026年10月22日收盘价16.94元与2025每股股利0.68元计算，静态股息率约4.0%，在A股医药商业板块中居于前列。

图9：历年分红与股利支付率



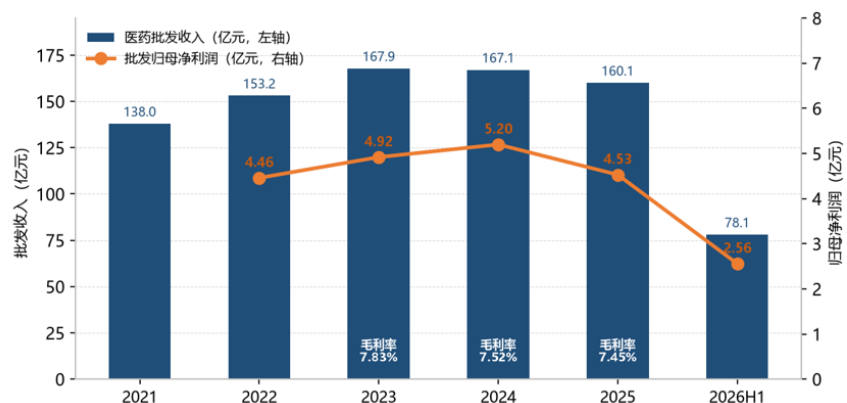
数据来源：公司公告，东吴证券研究所

1.3. 商业板块：区域壁垒深厚，赋能工业板块带动利润结构改善

医药批发是公司的收入基本盘。2025 年批发板块收入 160.07 亿元（同比-4.31%），归母净利润 4.53 亿元（同比-13.21%），业绩下滑核心因素：药占比控制与集采扩面压制院端用量；公司主动控制超长账期医院销售、强化经营风险管控。

此轮收缩更多是周期性及策略性，其一公司在集采品种上的配送权获取率保持在 95% 以上（基本取得全部集采带量品种在广西区内的配送权），意味着公司在院内市场的份额底盘未受侵蚀；其二 SPD 增值服务合作医院累计超 140 家并新增器械耗材 SPD 项目医院 5 家，通过药械集约化管理、全程追溯适配 DRG/DIP 精细化管理需求，公司在医院端的粘性反而增强。我们认为随着品种结构优化（创新药品种销售占比在前十销售品种中超过 50%）、SPD+AI 项目持续落地等，批发板块有望重回温和增长轨道。

图10：医药批发板块收入及利润



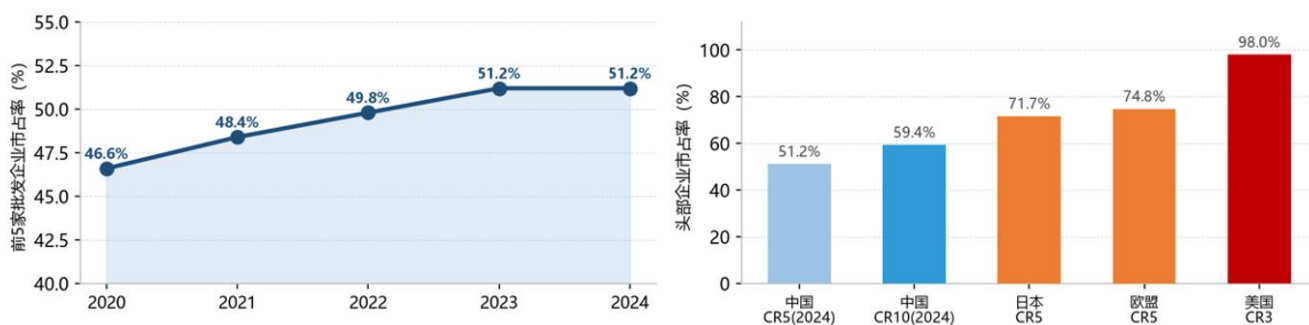
数据来源：公司公告，东吴证券研究所

行业视角看，医药流通是典型的规模经济行业，集中度提升是最确定的长期趋势。

商务部数据显示，全国药品批发前 5 家企业市占率从 2020 年的 46.6% 提升至 2023-2024 年的 51.2%，CR10 达 59.4%。对标成熟市场，2020 年美国 CR3 超过 95%、日本 CR5 约 71.7%、欧盟 CR5 约 74.8%，中国医药流通集中度仍有提升空间。

集中度提升核心驱动力：其一政策端，“两票制”压缩流通层级、集采要求配送网络密集且资金实力雄厚（配送费向头部集中）、“十四五”规划明确要求培育超五千亿级流通巨头、2024 年“并购六条”打开整合窗口；其二市场端，2024 年医疗机构平均回款周期长达 154 天，中小流通商陷入“上游先款后货、下游按季结算”的资金绞杀，出清加速；技术端，SPD、AI 供应链、处方流转平台等数字化基础设施的投入门槛，进一步抬高行业进入壁垒。在这一格局下，“全国龙头+区域龙头”的“5+N”生态已然成型——区域龙头凭借属地化渠道、政府关系与医疗机构深度绑定。柳药集团作为广西的全国批发百强的区域龙头（第 14 位），既是集中度提升的受益者（承接出清份额），又具备天然的防御属性（区域壁垒抵御全国龙头下沉）。

图 11：医药流通过行业集中度加速提升



数据来源：商务部，东吴证券研究所

公司商业平台的稀缺性：

渠道壁垒：100%覆盖广西二级以上医院。公司在广西各核心城市均设有子公司，以南宁、柳州、玉林三大物流基地为中心、各地市分仓为节点，构建覆盖全区的配送网络，是广西核心药械配送企业、医药储备定点单位。

品种与资质壁垒：87,000+品规、麻精药品经营资质。公司与大部分全国医药工业百强企业及辉瑞、罗氏、拜耳等国际药企建立合作，是越来越多药企在广西的独家代理商；麻精药品、医药储备等特殊资质构成行政许可层面的壁垒。

服务壁垒：SPD 深度绑定 140+家医院。通过药械耗材 SPD 项目（院内供应链集约化管理+全程追溯），公司深度嵌入医院运营流程，适配 DRG/DIP 精细化管控需求——SPD 一旦上线，医院切换成本极高，实质上锁定了长期配送权。2025 年起公司叠加“SPD+AI”（华为天筹求解器优化调拨，仓间调拨成本降低约 20%），服务壁垒从“人力密集”升级为“算法密集”。

批零协同壁垒：同时掌控医院与药店两大终端。公司既覆盖院内（批发+SPD），又掌控院外（942家药店+205家DTP），能够打通“进院推广+院外承接”全链路。

商业赋能工业，工业反哺商业。

渠道赋能（进院）：自产中药饮片、配方颗粒借助批发网络快速进院。截至2026H1，仙莱制药配方颗粒已开发入院客户1,700余家（较2025年末新增约100家、较2024年末增加500余家），其中省外客户突破1,100家、省外销售已超过省内，二级以上医院客户370余家，覆盖河南、湖北、广东、四川、贵州、福建等地核心医疗机构——公司广西渠道的打法（集采中标即入院+专业化学术推广）正在全国复制。

终端赋能（动销）：942家零售门店为自产品中成药、饮片、药食同源产品提供天然动销场景，2026H1自产工业产品在零售端销售2,801.57万元（+18.00%）；公司规划中的中药茶饮馆、健康生活馆等新业态，将进一步打开自产大健康产品的C端空间。

数据赋能（选品）：批零两端沉淀的真实销售数据与会员画像（会员消费占门店营收超85%），反哺工业端研发选品、适应症拓展与产能规划，形成“以销定产”的供应链。

利润率有望实现结构性提升。工业板块毛利率（2025年38.23%）是批发板块（7.45%）的5倍以上，2023年工业板块曾以5.37%的收入占比贡献24.44%的归母净利润；集采冲击消退后，随着配方颗粒全国化扩张、独家品种与药食同源新品放量，“商业渠道养工业品种、工业品种提商业毛利”的正循环有望重新加速。

2. 医药零售：DTP药房为处方外流的确定性受益者

2.1. 处方外流+双通道+门诊统筹，院外市场进入政策红利兑现期

处方外流象征着院外市场的长坡厚雪。中国处方药销售长期集中于公立医院（2018年占比67%），而美国院外渠道占比约60%、日本医药分离率超过75%。2025年，零售药店终端占全国三大终端销售额比重已提升至31.7%（2018年为22.9%），公立医院占比降至59.2%。处方外流的底层动力来自医保支付改革：零加成切断医院药品利润、DRG/DIP控费倒逼医院压缩院内用药成本、集采品种院内放量受限——医院从“愿意留处方”转向“乐意出处方”。公司在广西全区拥有205家DTP药店（含院边店），并与医疗机构建立了处方外延服务点与处方外延目录动态调整机制，可以第一时间承接从医院流出的处方（2026年上半年DTP业务增速达47.12%）。

医保双通道代表高价创新药的院外支付资格。“双通道”指谈判药品在定点医院与定点药店两个渠道均可供应、均可医保报销。2021年5月国家医保局、卫健委发文建立该机制，2025年1月1日起所有销售双通道药品的定点药店必须通过国家统一医保电子处方中心流转处方，纸质处方全面退出。双通道政策对DTP药房的价值体现在三个

层面：其一，品种升级，双通道品种以国谈创新药、罕见病用药、肿瘤靶向药为主，单价高、疗程长，单店产出因此显著高于传统药店；其二，毛利率更高，双通道品种的毛利率通常在 12%—15%，高于集采普药的 5%—7%；其三，患者黏性极强，长期用药患者在完成首次处方后，后续续方基本固定在同一家药房，形成稳定的复购。对公司而言，双通道资质是稀缺资源。截至 2026 年 6 月末，公司拥有医保双通道药店 106 家，较 2025 年末增加 2 家；门诊统筹店 456 家，增加 2 家；医保药店 865 家，占门店总数 942 家的 91.8%。在广西区内，公司的双通道与统筹门店数量领先同行。

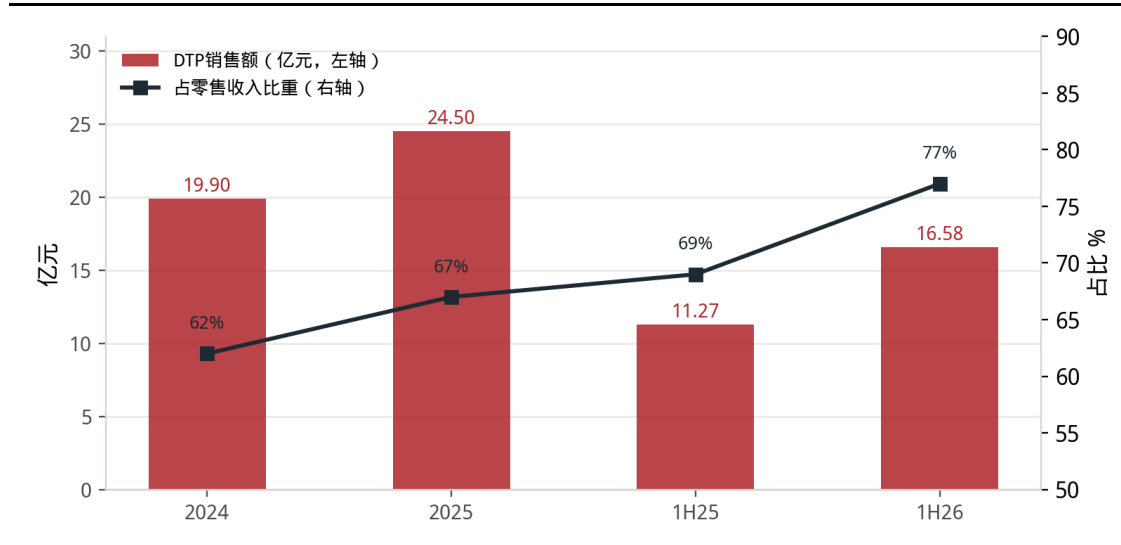
门诊统筹将药房打造成基层医疗的延伸。门诊统筹核心是允许定点零售药店纳入门诊统筹管理，参保人在药店购药可按基层医疗机构的报销比例结算。这一政策把药店从“自费购药场所”变成了“医保门诊的延伸终端”，直接带来了慢病、常见病患者的流量迁移。截至 2025 年底，全国门诊统筹政策已覆盖 14 万家以上定点零售药店，2025 年药店购药人次达 22.51 亿。截至 2026 年 6 月末，公司门诊统筹门店 456 家，占门店总数的 48.4%；医保定点药店 865 家，占比 91.8%。

2.2. DTP 增厚业绩：零售板块最强引擎，单店模型验证可复制性

DTP（Direct to Patient）药房以高值特药、创新药、慢病用药为主，通常布局在核心医院周边，提供处方审核、用药指导、随访与配送服务。公司是广西最早开展 DTP 业务的企业之一，2026 年 6 月末 DTP 药店（含院边店）205 家，较 2025 年末净增 14 家。规模上，2025 年 DTP 销售额 24.5 亿元、同比+23.37%，占零售收入超过六成；2026H1 DTP 销售额 16.58 亿元、同比+47.12%，占零售收入七成。DTP 已经成为零售板块的绝对增长引擎，而传统社会药房则在药品比价与医保控费下持续承压。

DTP 对公司业绩的增厚沿三条路径展开。其一是客单价的量级跃升：传统社区药店单店年销售额通常在 300—500 万元，而成熟 DTP 门店的年销售额可达 1,400—3,000 万元，单店产出是传统店的 3—6 倍。公司 205 家 DTP 门店以 21.8% 的门店数量，贡献了约 69% 的零售收入，单店效率的优势极为显著。其二是绝对毛利额而非毛利率：DTP 的毛利率（约 11%—13%）确实低于传统药店（约 25%），但其单店毛利额（约 180—250 万元）远高于传统店（约 90—120 万元）。其三是费用端：低营销、高周转：DTP 依靠处方驱动而非广告驱动，几乎不需要促销费用；药品由上游直供、以冷链与直送为主，存货周转次数远高于传统药店；人员以执业药师为主，人力配置精简但专业度高。这使 DTP 的坪效与人效均显著优于传统药店。

图12：2024-2026H1 DTP 销售额与占零售收入比重



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

2.3. 柳药集团 DTP：批零一体化的“飞轮效应”

在 DTP 赛道玩家（全国连锁、区域连锁、院边专业药房）中，柳药 DTP 的竞争优势具有稀缺的“结构性”特征：

其一，处方来源的内生性。多数连锁药房的 DTP 依赖医院自然外流处方，柳药则依托批发端对广西 100% 二级以上医院的覆盖，深度参与处方外延项目，处方获取具有渠道层面的确定性；仙莱互联网医院具备在线诊疗、处方开具资质，为患者提供“线上复诊+续方+配送到家”闭环。

其二，品种资源的独占性。依托批发端的创新药独家代理与区域经销资质（2025 年新增独家代理 26 个），公司 DTP 药房在部分创新药品种上具备区域货源优势——纯零售竞争对手无法获得同等品种供给。

其三，服务能力的专业性。DTP 不只是“卖高价药”，而是围绕患者全病程的专业服务：肿瘤患者用药指导、不良反应监测、医保报销协助（双通道结算）、慈善赠药项目对接。公司 AI 药师+双师模式+慢病管理项目的组合，将服务能力标准化、可复制化。

其四，区位卡位的先发性。公司是广西最早开展 DTP 业务的企业之一，2026H1，205 家 DTP 药店（含院边店）+106 家双通道药店+456 家门诊统筹店的牌照与位置储备领先同行，核心医疗机构周边的优质铺位具有物理稀缺性。

表1: DTP反哺商业

批零一体化飞轮	
批发卡位	广西 100%二级以上医院覆盖、8.6 万品规、集采点配率 95%+, 掌握院内处方与品种入口
零售承接	205 家 DTP、106 家双通道、456 家统筹门店, 承接院外处方; 1H26 零售收入+31%
现金流与数据	1H26 经营现金流+53%; 会员消费占比 85%+; 自产工业零售端+18%
反哺批发	现款现金流改善应收账款; 终端数据指导品种引进; 创新药区域代理权向公司集中

数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

3. 中药减脂+全球创新癫痫新药打通长期叙事

3.1. 中药: 明星产品祛瘀健脾茶 OTC 转换在即, 卡位降脂减重数百亿赛道

公司医药工业围绕中药展开, 形成“中药饮片+中药配方颗粒+中成药”三大品类的梯次布局, 对应四家生产企业: 仙莱中药科技(中药饮片)、仙莱制药(中药配方颗粒)、万通制药与康晟制药(中成药)。

中药饮片(仙莱中药科技)是基本盘。公司自 2015 年成立仙莱中药科技, 已在南宁建成总建筑面积超过 11 万平方米的现代化中药饮片 GMP 生产车间, 是广西规模领先的中药饮片生产加工企业, 并获评国家高新技术企业、自治区专精特新企业与广西瞪羚企业。生产端依托自主研发的“仙莱链”平台实现从种植到销售的全链条数字化管理, 每一包饮片都带有专属“数字身份证”, 药材产地、采收时间、加工批次、质检报告扫码即知。

中药配方颗粒(仙莱制药)是增长引擎。截至 2025 年末已完成 674 个品种备案, 其中国标品种覆盖超过 95%、省标品种覆盖 22 个省(直辖市), 产能约 1,500 吨。配方颗粒的核心壁垒是“品种备案数量×产能×入院能力”, 三者缺一不可: 品种不全无法满足医院组方需求, 产能不足无法承接集采大单, 入院能力弱则备案白做。公司三者齐备, 并在广西联盟采中中标 195 个品种、覆盖 97%的招标品种。

中成药(万通制药、康晟制药)是品牌资产。旗下拥有复方金钱草颗粒、万通炎康片(胶囊)、安神养血口服液、归芪补血口服液等多个全国独家专利产品与知名区域品牌, 核心产品已覆盖全国 4,300 家等级医院与 2 万家基层医疗机构。玉林中成药生产基地已于 2025 年竣工并进入设备调试, 将解决长期制约中成药放量的产能瓶颈。产品端推进“老药新做”, 复方金钱草颗粒治疗 III 型前列腺炎的改良型新药研究已进入临床前

毒理与药效研究阶段。

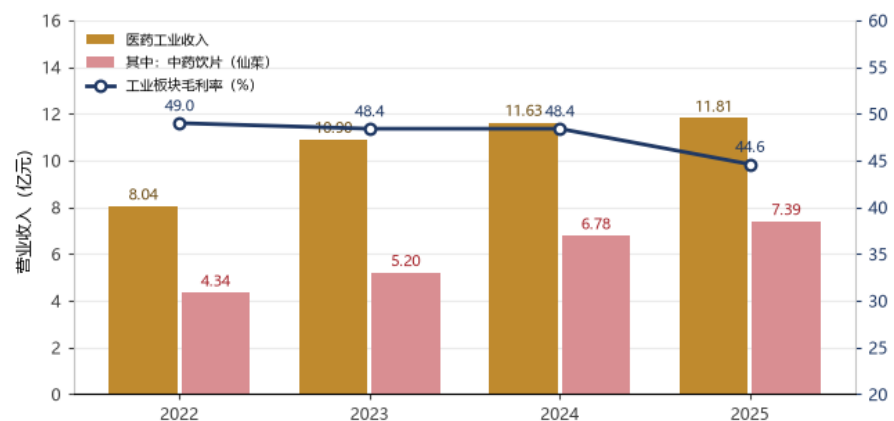
3.1.1. 集采影响：以价换量效果初显

2025 年医药工业板块实现营业收入 11.81 亿元，同比增长 1.54%；实现归母净利润 1.32 亿元，同比下降 32.66%。其中核心子公司仙莱中药科技实现营业收入 7.39 亿元，同比增长 8.94%，在饮片集采降价约 30%的背景下仍保持正增长，说明“以量补价”的策略初步奏效。

2026 年上半年，工业板块实现营业收入 5.12 亿元；一季度收入 2.42 亿元、同比下降 10.66%、归母净利润 0.24 亿元、同比下降 54.6%，是全年压力最大的一季—集采价格全面执行、叠加工业子公司税务自查补缴，双重因素同时落地。二季度起随着集采品种在医院的覆盖扩大与渠道去库存结束，降幅开始收窄。

拉长时间看，工业板块的成长性并未改变：收入由 2022 年的约 8.04 亿元增至 2025 年的 11.81 亿元，三年复合增速 13.7%，远高于批发板块同期增速；毛利率仍显著高于公司整体毛利率（11.05%）。

图13：医药工业与中药饮片收入及毛利率

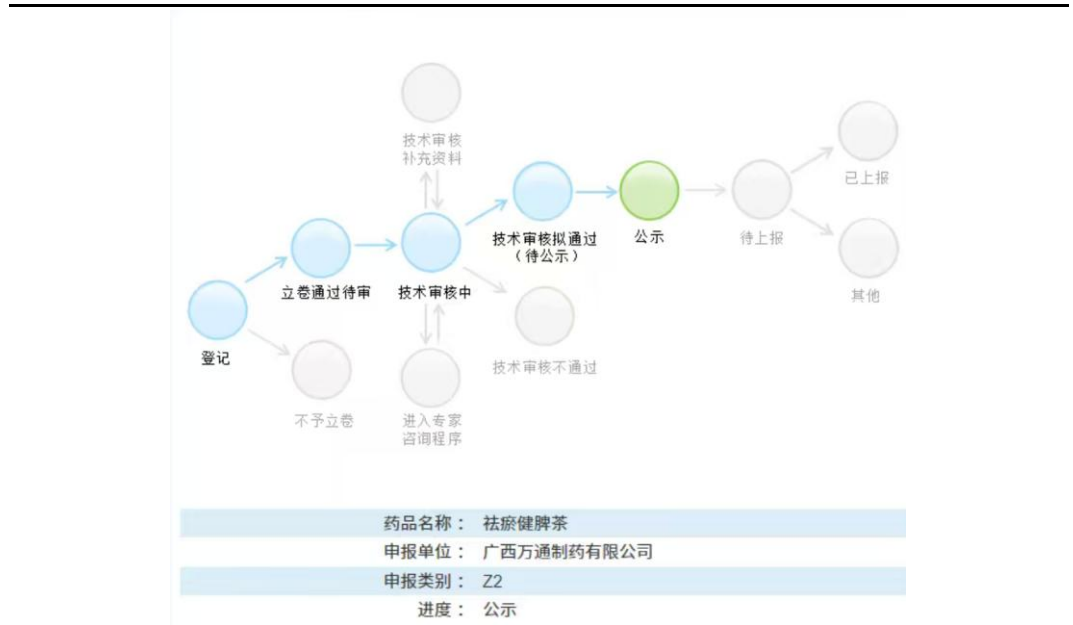


数据来源：公司公告，东吴证券研究所

3.1.2. 祛瘀健脾茶：独家品种卡位减重赛道，转 OTC 打开消费级想象空间

祛瘀健脾茶是万通制药的独家茶剂产品，具有清热健脾、祛瘀化湿的功效，公司明确其针对慢性病、代谢性疾病及肥胖体型引起的高脂血症人群。2024 年该产品销售额同比增长 180.51%，是公司中成药板块增速最快的大单品，其 OTC 转换公示中，有望打开院外与全国市场。

图14：公司祛瘀健脾茶已公示转 OTC



数据来源：NMPA，东吴证券研究所

中药减重/调脂直至差异化赛道。中国成人高脂血症患病率约 35%（患者近 4 亿）、超重/肥胖人群超 3 亿，减重与代谢健康是未来十年确定性最强的健康消费赛道；GLP-1 类药物的热潮验证了市场对“代谢管理”支付意愿的爆发，而中药减重/调脂定位“温和调理+日常养护”，与化学药形成错位竞争，承接的是更庞大的亚健康与慢病管理人群。

祛瘀健脾茶的放量依托的不是药企传统的院内渠道，而是零售终端与线上营销。公司桂中大药房 942 家门店提供区域落地场景，“金冲”品牌全国化过程中建成的 10 万+家连锁铺货网络提供全国渠道，抖音、小红书品牌号运营提供新消费营销打法。OTC 转换完成后，该单品具备从区域产品升级为全国大健康单品的通道。

祛瘀健脾茶最早批文为桂卫药健字(1988)第 0014 号，原称为减肥健美茶（2002 年前）。说明书明确提及功能主治为清热健脾、祛瘀化湿，用于湿热淤阻的肥胖导致高脂血症的治疗。而中医理论中，其有着“化湿、清湿热、活血、帮助脂浊代谢”等功能，能够改善多余“湿浊痰瘀”，使用者在经过此类体质调理后，湿浊水肿消退，附带体重下降。

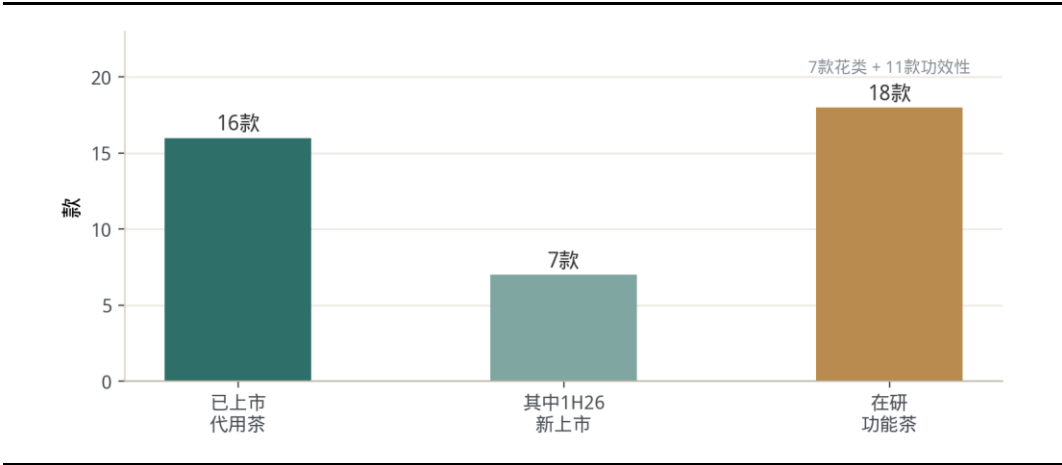
图15：祛瘀健脾茶可用于高脂血症的辅助治疗

<div><div>祛瘀健脾茶说明书</div><div>请仔细阅读说明书并按说明使用或者在药师指导下购买和使用</div><div>本品仅为高脂血症的辅助治疗药品，不可替代治疗用药品</div><div>[药品名称]</div><div>通用名称：祛瘀健脾茶</div><div>汉语拼音：</div><div>[成份]</div><div>[性状]</div><div>[功能主治]清热健脾、祛瘀化湿。用于湿热淤阻的高脂血症的辅助治疗。</div><div>[规格]每袋装 3.5 克</div><div>[用法用量]沸水浸泡片刻服用。一次 1 袋，一日 3 次。</div><div>[不良反应]监测数据显示，本品可见以下不良反应报告：腹泻、腹痛、皮疹、瘙痒等。</div><div>[禁忌]对本品及所含成份过敏者禁用。</div></div>

数据来源：药品说明书，东吴证券研究所

围绕“药食同源”，公司已形成一套产品矩阵：截至 2026H1，已上市 16 款代用茶（2025 年投产 9 款，2026H1 新上市葛根荷叶麻仁饮、桂圆苹果百合茶等 7 款），研制桑菊饮、三子明目茶等 9 款新配方，在研 7 款花类代用茶与 11 款功效性代用茶，并打造“仙菜潮养吧”茶饮品牌，把传统中医药与现代茶饮场景结合。

图16：公司药食同源代用茶产品矩阵



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

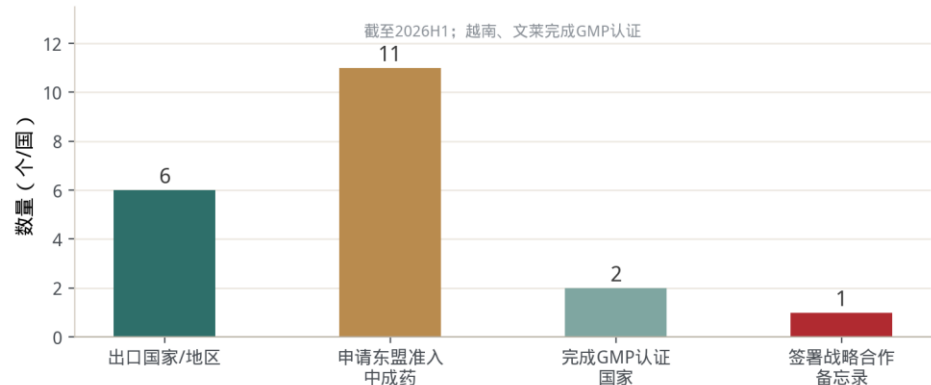
3.1.3. 东盟出海：桂药出海先行者

截至 2026H1，公司已完成中药饮片、中成药在越南、文莱等地的 GMP 认证，开展申请 11 个中成药产品在东盟国家的准入，中药饮片与原药材产品已实现越南、中国澳门等 6 个国家/地区的出口销售，并推进菲律宾、新加坡、缅甸等地的商标注册与商务洽谈。

2026 年 9 月，在第 23 届中国—东盟博览会上，公司与越南健康促进咨询协会、新

华集团签署战略合作谅解备忘录，围绕“中越 AI+医疗共享”、中医药及大健康领域开展合作，计划在越南落地 AI 辅助诊疗、病历生成、慢病管理、罕见病用药保障、社区康养等场景，并共建检测中心。

图17：东盟布局进度（截至 2026H1）



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

3.2. 创新药：全球首创癫痫药，切入神经炎症上游具备稀缺性

2024 年 12 月，公司通过全资子公司海南柳药投资以 1,047.52 万美元（约合 7,600 万元人民币）认购 Suninflamm Ltd. 增发的 11,661,000 股，持股 10.56%。

Suninflamm Ltd. 是一家专注于以炎症反应关键因子为靶点开发创新单克隆抗体药物的海外创新药企业，在中国、美国设有研发中心，团队拥有丰富的生物药临床前发现、评价与开发经验。其核心管线 SIF001 已完成药效评价、药物生产与毒理学研究，目前进入美国 II 期临床试验阶段，并在中国开展研究者发起的临床试验 (IIT)；2025 年 8 月，该药物研究在美国 XPRIZE 健康寿命大赛中入围决赛并成为第二里程碑 (Milestone2) 获奖团队，获得 100 万美元专项资助。

根据投资协议，公司在代工生产、新药上市推广销售方面获得了优先权利，公司有望在 SIF001 最终获批后，不仅可以分享股权增值，还可以通过中国区的商业化推广与生产代工获得产业层面的收益。

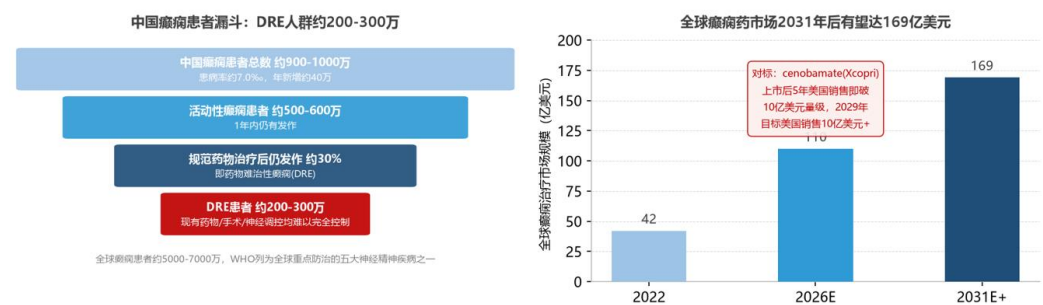
3.2.1. 癫痫流行病学：国内 300 万级 DRE 人群，神经科最大的未满足需求之一

癫痫是最常见的慢性神经系统疾病之一。我国癫痫患者已超过 900 万人，患病率约 5‰—7‰，每年新确诊患者约 40—60 万人；全球癫痫患者超过 7,000 万人，其中美国约 340 万人。在所有患者中，约 70% 可通过规范的抗癫痫药物 (ASM) 治疗实现发作控制，但仍有约 30% 的患者即使经过 2 年、2 种规范抗癫痫药物治疗，发作仍无法有效控制——这部分患者被称为药物难治性癫痫 (DRE)，我国对应人群约 270—300 万人。

DRE 的治疗现状存在明显的结构性缺口。在外科治疗端，约 60% 的 DRE 患者可通过致痫灶切除手术获得缓解，但我国癫痫外科的年手术量与需求之间存在数量级差距，且多灶性病变、全面性发作类型的患者并不适合手术；在神经调控端，迷走神经刺激（VNS）技术自 2000 年在国内获批，但截至近年累计手术量仅 3000 余例，渗透率极低。换言之，在手术与神经调控之外，DRE 患者高度依赖药物治疗，而这部分药物的疗效天花板已经非常明显。

而根本原因在于机制。过去三十年上市的抗癫痫药物，作用机制基本集中在钠/钙离子通道阻断、GABA 能增强、SV2A 靶点结合等少数几条通路上，本质是“抑制神经元异常放电”。但没有一款已上市药物针对癫痫的“炎症病因”——而神经炎症恰恰是近年来癫痫研究最受关注的方向：小胶质细胞活化、促炎因子释放、血脑屏障破坏，共同构成了癫痫发生与难治化的核心环节。

图18：中国癫痫患者人群漏斗与 DRE 的未满足需求



数据来源：中国抗癫痫协会，东吴证券研究所

3.2.2. SIF001：全球首个靶向 Gal-3 的抗癫痫药物，差异化显著

SIF001 是一款以炎症反应中的关键因子——半乳糖凝集素-3（Galectin-3, Gal-3）——为靶点的创新单克隆抗体。Gal-3 主要由活化的小胶质细胞分泌，通过促进促炎细胞因子释放、介导神经元损伤，参与癫痫的发生与发展。前期研究显示，SIF001 在体外可显著减少促炎细胞因子的释放与小胶质细胞活化，在小鼠模型中可减少癫痫发作频率与严重程度。

它的差异化体现在：

其一，机制首创。SIF001 是全球首个针对癫痫“炎症病因”的治疗药物，填补了药物难治性癫痫治疗的机制空白，属于典型的 first-in-class。

其二，人群广谱。目前已上市的 DRE 新机制药物多针对特定综合征（如大麻二酚仅获批用于 Lennox-Gastaut 综合征与 Dravet 综合征，芬氟拉明仅用于 LGS），而 SIF001

面向的是广谱的 DRE 人群，适用面宽一个量级。

其三，给药方式与依从性。作为单克隆抗体，SIF001 可实现每 2—4 周一次的长效给药，而癫痫治疗最大的痛点之一恰恰是依从性——DRE 患者每日服用多种 ASM，漏服与自行减量极为普遍。长效给药对依从性的改善，可能转化为实实在在的疗效优势。

其四，联用定位清晰。由于机制与现有 ASM 完全不同，SIF001 可作为 add-on 疗法与现有药物联用，不与任何已上市药物构成直接替代关系，临床定位与商业化路径都更顺畅。

稀缺性体现在 1) 靶点层面，全球尚无同靶点的抗癫痫药物进入临床，SIF001 在时间上领先；2) 领域层面，单抗在癫痫治疗领域几乎是一片空白，一旦成功，定价权与准入谈判的话语权都将显著强于小分子 ASM。3) 平台层面，Gal-3 在阿尔茨海默病、帕金森病、心力衰竭、肝纤维化等多个适应症中均有研究基础，SIF001 验证的是“抗 Gal-3 单抗”这一平台，而不仅是一个品种。

图19: SIF001 差异化及研发里程碑



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

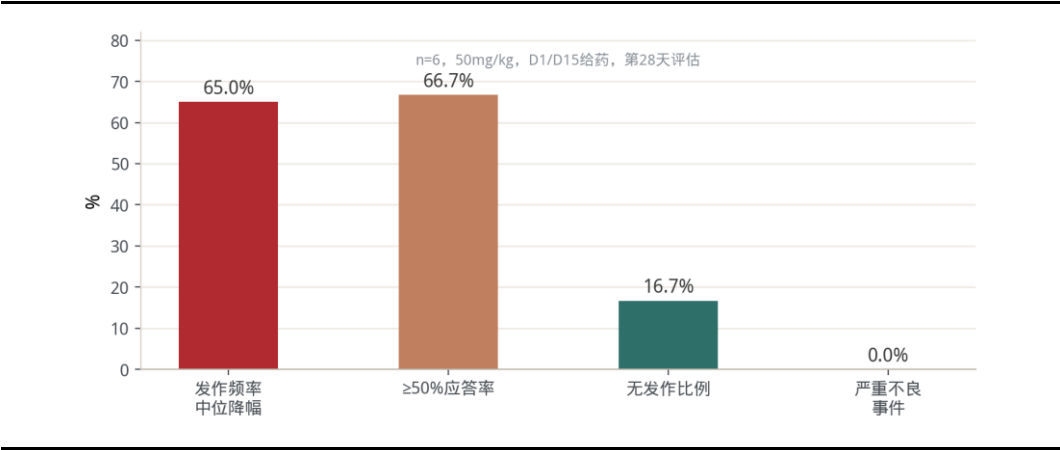
2025 年 12 月，在美国癫痫学会（AES）年会上，首都医科大学宣武医院王玉平教授团队展示了 SIF001 在中国 DRE 患者中的 IIT 数据。研究为前瞻性、双中心、开放标签试验（ChiCTR2400089740），纳入 6 例不适合切除手术的 DRE 患者，给予 50mg/kg 静脉输注（第 1 天、第 15 天），可选月度维持治疗至 1 年。

患者基线：平均年龄 15.2 ± 7.2 岁，5 例男性，平均病程 11.5 ± 7.8 年，病因包括 Lennox-Gastaut 综合征、脑炎后癫痫与遗传相关癫痫。也就是说，这是一组病程长、难治程度高的患者。

结果显示：第 28 天癫痫发作频率中位数下降 65.0%（IQR49.3%—75.0%），66.7%（4/6）患者达到 $\geq 50\%$ 应答，16.7%（1/6）实现无发作；脑电图分析（n=3）显示 2 例癫痫样放电减少；未观察到严重不良事件或临床显著的实验室异常。

美国方面，SIF001 的 I 期临床试验（NCT07051629）于 2025 年 6 月启动，计划入组 88 例健康受试者与癫痫患者，剂量范围 10—80mg/kg，截至 2026 年 6 月末，该项目已进入美国 II 期临床试验。

图20: SIF001 中国 IIT 主要临床结果



数据来源：AES，东吴证券研究所

3.2.3. 销售峰值：全球百亿峰值，权益利润构成超大弹性期权

核心假设

中国 DRE 患者约 300 万人，规范诊疗率 60%，其中适合生物制剂治疗的比例约 30%，对应潜在适用人群约 54 万人；海外以美国市场为主（DRE 约 113 万人），欧洲与日本为补充。年治疗费用方面，考虑到国内医保谈判的降价压力，假设中国为 5 万元/年；海外参照生物制剂定价，假设约 5 万美元/年。渗透率假设则按保守、中性、乐观三种情景分别设定。

测算结果显示，在中性情景下 SIF001 的全球峰值销售额约 230 亿元，对应柳药的市场贡献约 73 亿，商业化权益约 4.6 亿元。

表2: SIF001 销售峰值测算

测算参数	保守	中性	乐观
中国 DRE 患者（万人）	300	300	300
规范诊疗率	60%	60%	60%
生物制剂适用比例	30%	30%	30%
潜在适用人群（万人）	54	54	54
峰值渗透率	8%	12%	16%
年治疗费用（万元）	4	5	6
中国峰值销售额（亿元）	17.3	32.4	51.8
海外 DRE 患者（万人）	113	113	113
海外峰值渗透率	3%	5%	7%
海外峰值销售额（亿元）	118.7	197.8	276.9

表2: SIF001 销售峰值测算

测算参数	保守	中性	乐观
全球峰值销售额（亿元）	136	230.2	328.7
柳药股权权益（亿元，10.56%）	43.08	72.93	104.13
中国商业化权益（亿元，分成 2%）	2.72	4.60	6.57

数据来源：东吴证券研究所

4. 盈利预测与估值

我们选取 4 家医药流通企业作为可比公司：全国性龙头国药股份、九州通、上海医药，区域龙头重药控股。选择标准是业务结构以医药分销为主，区域代理与院端配送为核心、同时具备零售或工业延伸，与柳药工商零一体化的商业模式最接近。

我们预计公司 2026-2028 年归母净利润分别为 6.95、7.78、8.52 亿元，对应当前市值 PE 为 9/8/8x，首次覆盖，给予“买入”评级。

图21：盈利预测

指标（亿元）	2023A	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E	预测理由
批发收入（亿元）	167.88	167.28	160.07	156.87	160.01	164.81	2026年收入下滑系集采品种占比提升、配送费率偏低，叠加公司主动压缩长期低质量客户；2027年起创新药与国谈药准入放量、SPD项目由三甲下沉至二级医院、器械耗材配送份额提升带动转正，2028年回归低速稳增长。
批发收入同比增速	9.61%	-0.36%	-4.31%	-2.00%	2.00%	3.00%	广西批发市占率已近30%、领先第二名14.6个百分点，终端数量扩张空间有限，增长主要来自品种结构而非覆盖广度。
批发毛利率	7.83%	7.50%	7.00%	7.20%	7.20%	7.20%	2026年起随高毛利创新药配送占比提升、低质量客户出清缓慢修复，但不假设回到2023年水平。
零售收入（亿元）	28.22	32.09	36.44	43.73	51.60	59.85	DTP为核心引擎，2026H1 DTP销售额16.58亿元（同比+47.12%）、占零售收入近七成；205家DTP门店、106家双通道、456家门诊统筹构成网点矩阵。
零售收入同比增速	-1.79%	13.71%	13.56%	20.00%	18.00%	16.00%	增长由“处方承接的量”逐步切换为“品种升级的价”，2028年回落至15%的可持续区间；2026H1门店仅净增13家，说明增长来自单店产出提升而非外延扩张。
零售毛利率	21.04%	18.10%	17.90%	15.00%	15.00%	15.00%	增量以低毛利处方药为主，毛利率由2023年21.04%降至2026年15%；2027年为拐点，双通道特药（14%-16%）、自产工业品（40%以上）占比提升及存量门店度过爬坡期共同驱动回升。
工业收入（亿元）	11.13	11.63	11.81	11.46	13.17	14.89	2026年集采首年量价错配、渠道去库存，收入小幅下滑；2027-2028年集采中标品种放量（滞后2-4季度兑现）、配方颗粒省外客户超1700家、玉林中成药基地投产，恢复双位数增长。
工业收入同比增速	39.65%	4.49%	1.55%	-3.00%	15.00%	13.00%	2023年39.65%高增来自配方颗粒放量，2024-2025年受集采压制；2027年起回到15%左右，与省外市场拓展、功能茶与东盟出口的推进节奏相匹配。
工业毛利率	45.34%	48.41%	44.60%	36.00%	36.00%	35.00%	中药饮片集采平均降价约30%、配方颗粒约45%，毛利率由45.34%降至2028年36%触底

数据来源：wind，东吴证券研究所

图22：可比公司估值

代码	公司	市值（亿元）	归母净利润			PE		
			2026E	2027E	2028E	2026E	2027E	2028E
600511	国药股份	210	20.64	21.9	20.98	10	10	10
600998	九州通	261	22.59	24.94	27.51	12	10	9
601607	上海医药	610	54.18	58.32	62.53	11	10	10
000950	重药控股	86	4.32	4.62	5.82	20	19	15
	平均值					13	12	11
600368	柳药集团	64	6.95	7.78	8.52	9	8	8

数据来源：wind，东吴证券研究所（市值参考 2026 年 10 月 28 日收盘后，可比公司归母净利润采用同日 wind 一致预期）

5. 风险提示

1) 集采降价超预期

第二批全国中药饮片联采拟纳入 41 个品种，中药配方颗粒集采仍在向更多省份扩围。规则虽向质量倾斜，但降价方向明确。若续约降幅或扩面节奏超出预期，工业板块的毛利修复将慢于我们的假设，2027 年的利润弹性难以兑现。

2) 应收账款回收风险

2025 年末公司应收账款 104.38 亿元，占总资产 48.92%，客户以公立医院为主。若地方财政压力导致医院回款周期进一步延长，将拖累经营性现金流与信用减值计提，并对持续分红能力形成约束。

3) 零售竞争与政策调整

全国性连锁药店加速进入广西，区域门店密度上升将摊薄单店产出；门诊统筹的报销比例、起付线与品种目录亦存在调整可能。若政策边际收紧，门诊统筹门店的引流效应将明显打折扣，零售 30% 以上的增速难以延续。

4) 创新药研发失败风险

SIF001 目前仅完成 6 例 IIT 与美国 I 期临床，样本量小、单臂设计、证据等级有限。创新药存在临床失败、进度延后与审批不及预期的固有风险，报告中的峰值测算为情景假设，不构成对产品上市的判断。

柳药集团三大财务预测表

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2025A	2026E	2027E	2028E		2025A	2026E	2027E	2028E
流动资产	18,427	18,644	19,830	21,087	营业总收入	20,926	21,309	22,592	24,080
货币资金及交易性金融资产	3,787	3,993	4,310	4,555	营业成本(含金融类)	18,615	19,017	20,088	21,361
经营性应收款项	11,363	11,587	12,284	13,092	税金及附加	63	64	68	72
存货	2,980	2,905	3,069	3,263	销售费用	678	767	836	915
合同资产	0	0	0	0	管理费用	404	469	497	530
其他流动资产	297	158	167	176	研发费用	38	39	42	44
非流动资产	2,911	3,095	3,142	3,248	财务费用	218	109	117	125
长期股权投资	2	1	1	1	加:其他收益	20	21	22	23
固定资产及使用权资产	1,210	1,124	1,053	1,042	投资净收益	0	0	0	0
在建工程	122	162	202	242	公允价值变动	0	0	0	0
无形资产	214	202	190	177	减值损失	(49)	0	0	0
商誉	751	751	751	751	资产处置收益	0	0	0	0
长期待摊费用	47	62	77	92	营业利润	882	865	967	1,057
其他非流动资产	564	793	868	943	营业外净收支	(12)	(12)	(12)	(12)
资产总计	21,338	21,740	22,972	24,335	利润总额	870	852	954	1,044
流动负债	12,221	12,019	12,410	12,875	减:所得税	149	146	164	179
短期借款及一年内到期的非流动负债	3,707	3,034	2,734	2,434	净利润	721	706	790	865
经营性应付款项	5,696	5,811	6,138	6,527	减:少数股东损益	11	11	12	13
合同负债	63	64	68	72	归属母公司净利润	709	695	778	852
其他流动负债	2,756	3,110	3,471	3,842	每股收益-最新股本摊薄(元)	1.79	1.75	1.96	2.14
非流动负债	975	1,304	1,644	1,994	EBIT	1,114	961	1,071	1,169
长期借款	540	840	1,140	1,440	EBITDA	1,336	1,188	1,282	1,321
应付债券	0	10	20	30	毛利率(%)	11.05	10.76	11.08	11.29
租赁负债	101	121	151	191	归母净利率(%)	3.39	3.26	3.44	3.54
其他非流动负债	333	333	333	333	收入增长率(%)	(1.21)	1.83	6.02	6.59
负债合计	13,196	13,323	14,055	14,870	归母净利润增长率(%)	(17.01)	(2.02)	11.94	9.47
归属母公司股东权益	7,829	8,092	8,581	9,116					
少数股东权益	313	324	336	349					
所有者权益合计	8,142	8,416	8,917	9,466					
负债和股东权益	21,338	21,740	22,972	24,335					

现金流量表 (百万元)					重要财务与估值指标				
	2025A	2026E	2027E	2028E		2025A	2026E	2027E	2028E
经营活动现金流	1,078	1,399	993	950	每股净资产(元)	19.33	20.37	21.60	22.95
投资活动现金流	(502)	(269)	(270)	(270)	最新发行在外股份(百万股)	397	397	397	397
筹资活动现金流	(632)	(923)	(407)	(435)	ROIC(%)	7.49	6.39	6.99	7.30
现金净增加额	(56)	207	317	245	ROE-摊薄(%)	9.06	8.59	9.07	9.34
折旧和摊销	221	226	211	152	资产负债率(%)	61.84	61.29	61.18	61.10
资本开支	(184)	(180)	(180)	(180)	P/E (现价&最新股本摊薄)	9.08	9.26	8.28	7.56
营运资本变动	(98)	315	(177)	(247)	P/B (现价)	0.84	0.80	0.75	0.71

数据来源:Wind,东吴证券研究所,全文如无特殊注明,相关数据的货币单位均为人民币,预测均为东吴证券研究所预测。

免责声明

东吴证券股份有限公司(以下简称“本公司”)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。

本研究报告仅供符合中国证监会《证券期货投资者适当性管理办法》规定的专业投资者使用,且接收人须为本公司认定并建立服务关系的专业机构投资者使用,本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。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,本公司及作者不对任何人因使用本报告中的内容所导致的任何后果负任何责任。本报告不面向普通投资者发布或传播。任何非专业机构投资者收到本报告后,应立即退回并销毁,不得依据本报告内容做出任何投资决策。

在法律许可的情况下,东吴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并进行交易,还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险,投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息,本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性,也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更,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。

本报告的版权归本公司所有,未经书面许可,任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。经授权刊载、转发本报告或者摘要的,应当注明出处为东吴证券研究所,并注明本报告发布人和发布日期,提示使用本报告的风险,且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的,应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

东吴证券投资评级标准

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力相对基准表现的预期(A 股市场基准为沪深 300 指数,香港市场基准为恒生指数,美国市场基准为标普 500 指数,新三板基准指数为三板成指(针对协议转让标的)或三板做市指数(针对做市转让标的),北交所基准指数为北证 50 指数),具体如下:

公司投资评级:

- 买入: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 15%以上;
- 增持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 5%与 15%之间;
- 中性: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-5%与 5%之间;
- 减持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-15%与-5%之间;
- 卖出: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在-15%以下。

行业投资评级:

- 增持: 预期未来 6 个月内,行业指数相对强于基准 5%以上;
- 中性: 预期未来 6 个月内,行业指数相对基准-5%与 5%;
- 减持: 预期未来 6 个月内,行业指数相对弱于基准 5%以上。

我们在此提醒您,不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系,表示投资的相对比重建议。投资者买入或者卖出证券的决定应当充分考虑自身特定状况,如具体投资目的、财务状况以及特定需求等,并完整理解和使用本报告内容,不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

东吴证券研究所
苏州工业园区星阳街 5 号

邮政编码: 215021

传真: (0512) 62938527

公司网址: <http://www.dwzq.com.cn>