

## 一季度业绩符合预期, 拟定增 10 亿元

### 投资要点

- **事件: 公司发布 2023 年一季报以及定增预案。**2023Q1 公司实现收入 53.3 亿元 (+10.8%); 实现归母净利润 2.6 亿元 (+18.2%); 实现扣非归母净利润 2.6 亿元 (+18.1%)。此外, 公司发布 2023 年度向特定对象发行 A 股股票预案, 本次发行的发行对象为不超过 35 名符合中国证监会规定条件的特定对象, 发行股票的数量不超过 1.1 亿股, 发行股票募集资金总额不超过 10 亿元, 其中计划 2.9 亿元投入医院器械耗材 SPD 项目, 1.1 亿元投入健康产业园项目之中药配方颗粒生产及配套增值服务项目 (一期), 2 亿元投入柳州物流运营中心项目, 1 亿元投入信息化建设项目, 3 亿元补充营运资金。
- **2023Q1 业绩符合预期, 单季度业绩创历史新高。**分板块来看: 2023Q1 批发板块实现收入 44.2 亿 (+11.4%), 占公司总收入的 83.1%; 实现归母净利润 1.8 亿元, 占公司总利润的 69.2%。2023Q1 零售板块实现收入 6.5 亿 (-5.2%), 占公司总收入的 12.2%; 实现归母净利润 3272.5 万元 (+5%), 占公司总利润的 12.6%。2023Q1 工业板块实现收入 2.5 亿 (+81.3%), 占公司总收入的 4.6%, 实现归母净利润 4561.2 万元, 占公司总利润的 17.5%。费用端来看, 四费率保持平稳波动, 2023Q1 销售费率为 2.2% (-0.2pp); 管理费率为 2.3% (+0.2pp); 财务费率为 0.9% (+0.1pp); 研发费率 0.2% (+0.1pp)。2023Q1 毛利率为 12.1% (-0.04pp)。
- **工业板块增速亮眼, 成为核心利润增长点。**1) 中药饮片: 已能生产加工 1100 多个中药饮片品种, 近 8000 个品规, 年产能达到近 5000 吨。目前饮片已基本覆盖区内核心中医医院, 一季度积极拓展省外市场, 规模效应持续提升。2) 中药配方颗粒: 截至一季度末已完成 400 多个品种的备案工作, 广西区内备案数、可供货数领先的中药配方颗粒企业。公司已逐步开展核心医院市场的产品进院工作, 为未来实现业绩放量奠定基础。2023 年力争到年末备案品种达到 500 个, 依托渠道优势, 2023 年内完成广西地区内二级以上核心医疗机构的市场覆盖。
- **发布定增预案, 公司未来将重点布局器械耗材、中药配方颗粒、物流中心、信息化建设等领域。**1) 医院器械耗材 SPD 项目: 募集资金 2.9 亿元拟在广西区内 18-22 家三级医院、20-30 家二级医院搭建院内器械耗材 SPD 管理平台, 有效提高公司在医院端的器械耗材市场份额。项目计划建设周期为 3 年, 项目正式运营后预计年均可实现营业收入 20.2 亿元。2) 中药配方颗粒项目: 募集资金 1.1 亿元主要用于综合楼的装修、院端设备购置、软件购置和部分配套生产设备、检测设备的购置等, 投资建设期 6 年。项目正式运营后预计年均可实现营业收入 11.9 亿元, 新增中药配方颗粒的生产研发能力, 形成公司新的利润增长点。3) 柳州物流运营中心项目: 募集资金 2 亿元主要用于总部办公大楼建设、仓储建设、办公及物流设备软件等的投入, 投资建设期 3 年, 有效提高公司的医药物流运营能力和服务效率。4) 信息化建设项目: 募集资金 1 亿元主要用于数据中心机房扩容改造、硬软件设备的投入, 投资建设期 3 年。提高公司信息化能力, 从而推动公司业务可持续发展。
- **盈利预测与投资建议。**预计 2023-2025 年归母净利润分别为 8.5 亿元、10.3 亿元、12.3 亿元, 对应同比增速分别为 20.9%/21.1%/20.1%, 维持“买入”评级。
- **风险提示:** 行业政策波动风险; 药品降价风险; 项目不及预期; 疫情波动风险。

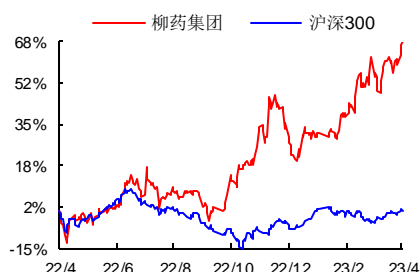
指标/年度	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入 (百万元)	19052.83	21193.02	23800.06	26632.27
增长率	11.19%	11.23%	12.30%	11.90%
归属母公司净利润 (百万元)	701.52	848.00	1026.97	1233.23
增长率	24.42%	20.88%	21.11%	20.08%
每股收益 EPS (元)	1.94	2.34	2.84	3.40
净资产收益率 ROE	11.92%	13.43%	3.99%	14.38%
PE	13	11	9	8
PB	1.57	1.40	1.22	1.05

数据来源: Wind, 西南证券

### 西南证券研究发展中心

分析师: 杜向阳  
执业证号: S1250520030002  
电话: 021-68416017  
邮箱: duxy@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)	3.62
流通 A 股(亿股)	3.62
52 周内股价区间(元)	13.82-25.8
总市值(亿元)	93.45
总资产(亿元)	169.59
每股净资产(元)	15.26

### 相关研究

1. 柳药集团 (603368): 2022 年业绩超预期, 工业板块持续释能 (2023-03-29)
2. 柳药集团 (603368): 三季度业绩超预期, 工业板块增速亮眼 (2022-11-03)
3. 柳药集团 (603368): 二季度业绩符合预期, 看好工业板块持续释能 (2022-08-19)
4. 柳药股份 (603368): 业绩短期政策承压, 产业结构持续优化 (2022-05-05)

**附表：财务预测与估值**

利润表（百万元）	2022A	2023E	2024E	2025E	现金流量表（百万元）	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	19052.83	21193.02	23800.06	26632.27	净利润	758.98	963.63	1167.01	1401.40
营业成本	16860.78	18747.27	21039.26	23383.13	折旧与摊销	133.78	98.92	98.92	98.92
营业税金及附加	69.65	73.19	83.40	93.55	财务费用	220.17	84.77	90.44	101.20
销售费用	533.78	614.60	666.40	745.70	资产减值损失	0.00	0.00	0.00	0.00
管理费用	416.56	538.30	547.40	660.48	经营营运资本变动	-485.35	-90.75	-681.28	-695.82
财务费用	220.17	84.77	90.44	101.20	其他	-121.14	-7.07	30.29	22.84
资产减值损失	0.00	0.00	0.00	0.00	<b>经营活动现金流净额</b>	<b>506.43</b>	<b>1049.50</b>	<b>705.38</b>	<b>928.54</b>
投资收益	7.41	0.00	0.00	0.00	资本支出	-83.77	0.00	0.00	0.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	其他	-299.67	-36.00	-36.00	-36.00
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>	<b>-383.43</b>	<b>-36.00</b>	<b>-36.00</b>	<b>-36.00</b>
<b>营业利润</b>	<b>890.06</b>	<b>1134.90</b>	<b>1373.16</b>	<b>1648.20</b>	短期借款	284.85	-2417.80	-378.24	-200.02
其他非经营损益	0.34	-3.02	-2.45	-2.50	长期借款	-8.00	0.00	0.00	0.00
<b>利润总额</b>	<b>890.40</b>	<b>1131.88</b>	<b>1370.71</b>	<b>1645.71</b>	股权融资	0.72	0.00	0.00	0.00
所得税	131.43	168.25	203.70	244.31	支付股利	-173.91	0.00	0.00	0.00
净利润	758.98	963.63	1167.01	1401.40	其他	-834.79	-331.05	-30.44	-41.20
少数股东损益	57.46	115.64	140.04	168.17	<b>筹资活动现金流净额</b>	<b>-731.12</b>	<b>-2748.85</b>	<b>-408.68</b>	<b>-241.22</b>
归属母公司股东净利润	701.52	848.00	1026.97	1233.23	<b>现金流量净额</b>	<b>-608.13</b>	<b>-1735.35</b>	<b>260.70</b>	<b>651.31</b>
资产负债表（百万元）	2022A	2023E	2024E	2025E	财务分析指标	2022A	2023E	2024E	2025E
货币资金	3854.65	2119.30	2380.01	3031.32	<b>成长能力</b>				
应收和预付款项	9444.39	10012.64	11356.22	12744.29	销售收入增长率	11.19%	11.23%	12.30%	11.90%
存货	2462.26	2468.79	2824.48	3165.23	营业利润增长率	18.19%	27.51%	20.99%	20.03%
其他流动资产	363.86	37.14	41.71	46.67	净利润增长率	18.39%	26.97%	21.11%	20.08%
长期股权投资	1.11	1.11	1.11	1.11	EBITDA 增长率	15.15%	6.00%	18.50%	18.29%
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	977.14	919.07	861.01	802.95	毛利率	11.51%	11.54%	11.60%	12.20%
无形资产和开发支出	1021.96	988.25	954.54	920.83	三费率	6.14%	5.84%	5.48%	5.66%
其他非流动资产	481.38	510.23	539.09	567.94	净利率	3.98%	4.55%	4.90%	5.26%
<b>资产总计</b>	<b>18606.99</b>	<b>17056.79</b>	<b>18958.41</b>	<b>21280.59</b>	ROE	11.92%	13.43%	13.99%	14.38%
短期借款	2996.06	578.26	200.02	0.00	ROA	4.08%	5.65%	6.16%	6.59%
应付和预收款项	6671.50	6757.18	7698.96	8630.73	ROIC	12.22%	12.66%	14.39%	15.77%
长期借款	238.00	238.00	238.00	238.00	EBITDA/销售收入	6.53%	6.22%	6.57%	6.94%
其他负债	2336.08	2307.21	2478.29	2667.32	<b>营运能力</b>				
<b>负债合计</b>	<b>12241.64</b>	<b>9880.66</b>	<b>10615.27</b>	<b>11536.05</b>	总资产周转率	1.11	1.19	1.32	1.32
股本	362.23	362.23	362.23	362.23	固定资产周转率	21.39	22.69	27.17	32.56
资本公积	1980.49	1980.49	1980.49	1980.49	应收账款周转率	2.34	2.31	2.36	2.34
留存收益	3502.40	4350.40	5377.37	6610.60	存货周转率	7.90	7.60	7.95	7.80
归属母公司股东权益	5968.96	6664.11	7691.08	8924.31	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	111.17%	—	—	—
少数股东权益	396.38	512.02	652.06	820.23	<b>资本结构</b>				
<b>股东权益合计</b>	<b>6365.35</b>	<b>7176.13</b>	<b>8343.14</b>	<b>9744.54</b>	资产负债率	65.79%	57.93%	55.99%	54.21%
负债和股东权益合计	18606.99	17056.79	18958.41	21280.59	带息债务/总负债	32.38%	15.65%	11.00%	8.39%
					流动比率	1.49	1.74	1.83	1.91
					速动比率	1.26	1.45	1.52	1.59
					股利支付率	24.79%	0.00%	0.00%	0.00%
业绩和估值指标	2022A	2023E	2024E	2025E	<b>每股指标</b>				
EBITDA	1244.00	1318.59	1562.52	1848.33	每股收益	1.94	2.34	2.84	3.40
PE	13.32	11.02	9.10	7.58	每股净资产	16.48	18.40	21.23	24.64
PB	1.57	1.40	1.22	1.05	每股经营现金	1.40	2.90	1.95	2.56
PS	0.49	0.44	0.39	0.35	每股股利	0.48	0.00	0.00	0.00
EV/EBITDA	7.39	6.31	4.90	3.66					
股息率	1.86%	0.00%	0.00%	0.00%					

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。

本报告及附录版权为西南证券所有，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。如引用须注明出处为“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

## 西南证券研究发展中心

### 上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路166号中国保险大厦20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：深圳市福田区深南大道6023号创建大厦4楼

邮编：518040

### 重庆

地址：重庆市江北区金沙门路32号西南证券总部大楼

邮编：400025

## 西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	总经理助理、销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	崔露文	销售经理	15642960315	15642960315	clw@swsc.com.cn
	薛世宇	销售经理	18502146429	18502146429	xsy@swsc.com.cn
	汪艺	销售经理	13127920536	13127920536	wyfy@swsc.com.cn
	岑宇婷	销售经理	18616243268	18616243268	cyrty@swsc.com.cn
	张玉梅	销售经理	18957157330	18957157330	zmyf@swsc.com.cn
	陈阳阳	销售经理	17863111858	17863111858	cyyfy@swsc.com.cn
	李煜	销售经理	18801732511	18801732511	yfiiyu@swsc.com.cn
	谭世泽	销售经理	13122900886	13122900886	tsz@swsc.com.cn
卞黎旻	销售经理	13262983309	13262983309	bly@swsc.com.cn	
北京	李杨	销售总监	18601139362	18601139362	yfly@swsc.com.cn
	张岚	销售副总监	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	杜小双	高级销售经理	18810922935	18810922935	dxsyf@swsc.com.cn
	杨薇	高级销售经理	15652285702	15652285702	yangwei@swsc.com.cn
	胡青璇	销售经理	18800123955	18800123955	hqx@swsc.com.cn
	王一菲	销售经理	18040060359	18040060359	wyf@swsc.com.cn
	王宇飞	销售经理	18500981866	18500981866	wangyuf@swsc.com.cn
	巢语欢	销售经理	13667084989	13667084989	cyh@swsc.com.cn
广深	郑龔	广深销售负责人	18825189744	18825189744	zhengyan@swsc.com.cn
	杨新意	销售经理	17628609919	17628609919	yxy@swsc.com.cn
	张文锋	销售经理	13642639789	13642639789	zwf@swsc.com.cn
	陈韵然	销售经理	18208801355	18208801355	cyrty@swsc.com.cn
	龚之涵	销售经理	15808001926	15808001926	gongzh@swsc.com.cn
	丁凡	销售经理	15559989681	15559989681	dingfyf@swsc.com.cn