

# 工业初具规模，估值体系有望切换

华泰研究

2022年11月25日 | 中国内地

更新报告

医药商业

投资评级(维持):

买入

目标价(人民币):

28.68

研究员 代雯  
SAC No. S0570516120002 daiwen@htsc.com  
SFC No. BFI915 +(86) 21 2897 2078

研究员 孔垂岩, PhD  
SAC No. S0570520010001 kongchuiyan@htsc.com  
+(86) 21 2897 2228

联系人 王殷杰  
SAC No. S0570121060025 wangyinjie@htsc.com  
+(86) 21 2897 2228

## 批零一体优势突出，工业业务开花结果

公司是广西医药商业龙头，工业业务逐步进入收获期，我们预计公司2022-2024年EPS为1.87/2.28/2.84元。公司工业净利润占比逐步提高，因此我们采用分部估值：我们预计23年工业业务EPS 0.56元，考虑到工业处于发展初期，净利率低，我们给予20x PE（可比公司23年Wind一致预期23x）；我们预计23年批发业务EPS 1.39元，我们给予9x PE（可比公司23年Wind一致预期9x）；我们预计23年零售及其他业务EPS 0.34元，考虑到公司零售药店集中在广西，我们给予15x PE（可比公司23年Wind一致预期20x），对应目标价28.68元，维持“买入”评级。

## 工业业务全面布局中药，有望成为利润重要来源

公司四大工业业务未来可期：1) 中药饮片：持续发挥商业渠道优势，加强进院；2) 中药配方颗粒：快速推进国标备案与进院，2023年有望快速放量；3) 万通制药：复方金钱草颗粒、万通炎康片等老品种有望稳定增长，拓展六味地黄丸等新品种；4) 康晟制药：聚焦院内制剂，逐步改善盈利。我们预计公司2022-2024年工业业务收入和归母净利润分别为7.54/11.52/15.44和1.40/2.01/2.87亿元，同比增长41%/53%/34%和36%/44%/43%。工业业务贡献归母净利润占比持续提升，我们预计2024年将达28%。

## 医疗器械再添批发业务新动力，降本增效优化零售盈利能力

公司为广西药品批发领头羊，先发优势明显，我们预计公司2021年在广西药品批发市占率41%（vs 国控广西21%）。公司大力发展器械批发业务，成为批发业务第二增长曲线，且规模优势愈发明显。我们预计公司批发业务2022-2024年收入和净利润为154/168/185亿元和4.4/5.0/5.9亿元，同比增长11%/9%/10%和15%/15%/17%。公司零售业务发挥“批零一体化”在品种、客户资源和渠道等方面的优势，并降本增效优化盈利能力，我们预计零售业务2022-2024年收入和净利润为28.4/31.8/35.3亿元和0.97/1.18/1.46亿元，同比增长4%/12%/11%和22%/22%/23%。

## 批零一体的广西医药商业龙头，维持“买入”评级

根据三季度经营情况和未来发展预期，我们调整各业务收入增长预期，预计2022-2024年归母净利润6.78/8.27/10.28亿元（前值6.52/7.48/8.50亿元），同比+20%/+22%/+24%，当前股价对应PE 11x/9x/7x，调整目标价至28.68元（前值19.78元），维持“买入”评级。

风险提示：外部环境影响超预期；工业收入和净利润增长不及预期。

## 经营预测指标与估值

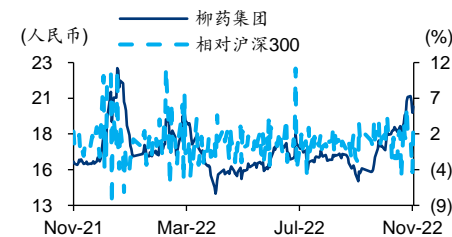
会计年度	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入(人民币百万)	15,669	17,135	19,039	21,214	23,631
+/-%	5.46	9.36	11.11	11.43	11.39
归属母公司净利润(人民币百万)	711.71	563.82	677.62	827.08	1,028
+/-%	3.84	(20.78)	20.18	22.06	24.29
EPS(人民币, 最新摊薄)	1.96	1.56	1.87	2.28	2.84
ROE(%)	14.36	11.04	12.03	13.18	14.52
PE(倍)	10.13	12.79	10.64	8.72	7.02
PB(倍)	1.41	1.32	1.21	1.10	0.98
EV EBITDA(倍)	6.98	7.69	6.80	5.78	4.79

资料来源：公司公告、华泰研究预测

## 基本数据

目标价(人民币)	28.68
收盘价(人民币 截至11月24日)	19.91
市值(人民币百万)	7,212
6个月平均日成交额(人民币百万)	92.63
52周价格范围(人民币)	13.82-22.61
BVPS(人民币)	16.21

## 股价走势图

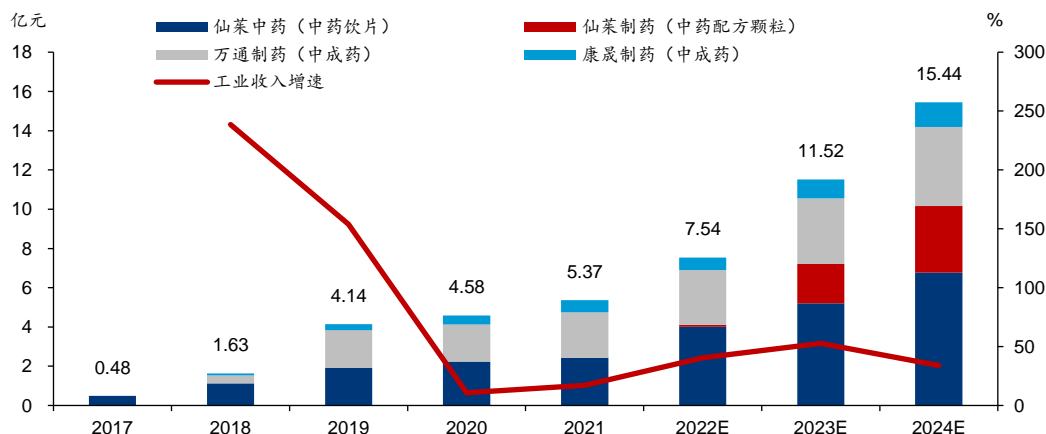


资料来源：Wind

## 工业：中药产业链全布局，进入收获期

**9M22 工业板块收入及归母净利润均高速增长，成为公司净利润新增长点。**公司医药工业业务主要围绕中药产业布局，开展中药饮片生产加工以及中成药、中药配方颗粒等现代中药产品生产研发，旗下目前拥有仙莱中药科技、仙莱制药、康晟制药、万通制药等医药工业企业。9M22 公司工业业务实现收入 5.1 亿元（同比+34.3%），占总收入的 3.6%，归母净利润 1.0 亿元（同比+51.1%），占总归母净利润的 17.9%，已成为公司新的利润贡献来源。

图表1：2017-2024E 年公司工业收入拆分及同比增速



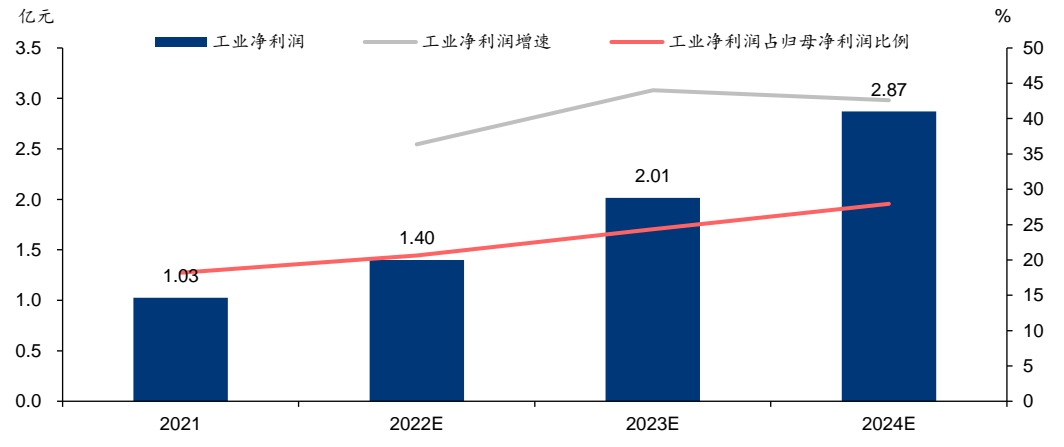
资料来源：公司公告，华泰研究预测

- 1) 中药饮片：**仙莱中药科技主要从事各类中药饮片生产加工业务。据公司投资者交流，截至 2022 年 11 月，公司已能生产加工 1100 多个品种、近 8000 个品规的中药饮片。据公司投资者交流，公司估计 2021 年广西中药饮片市场规模达 20 亿元。公司借助渠道优势在广西省内加快饮片市场布局，2021 年仙莱中药收入 2.43 亿元（同比+8.6%），净利润 0.40 亿元（同比+49.4%）。公司中药饮片持续推进，考虑到随着基数增长同比增速有所放缓，因此我们预计 2022-2024 年中药饮片收入 4.00/5.21/6.77 亿元，分别同比增长 65%/30%/30%；我们预计中药饮片净利润 0.72/0.99/1.35 亿元，分别同比增长 81%/37%/37%。
- 2) 中药配方颗粒：**仙莱制药主要从事中药配方颗粒生产研发业务。据公司投资者交流，公司配方颗粒设计产能约 3000 吨，目前一期产能 1500 吨，公司中药配方颗粒目前已备案完成 304 个，其中国标 177 个、省标 127 个，能基本覆盖医院常用的中药配方颗粒产品。公司已逐步开展核心医院市场的配方颗粒产品进院工作，为未来实现业绩放量奠定基础。据公司投资者交流，公司估计 2021 年广西中药配方颗粒市场规模达 10 亿元。随着国标的加速推进，品种陆续齐全后，我们认为公司有望实现在 2023 年实现放量销售，2022 年销售初期基数较小，我们预计 2023-2024 年随着基数增长同比增速有所放缓，因此我们预计 2022-2024 年公司配方颗粒收入 0.10/2.00/3.40 亿元，2023-2024 年同比增长 1900%/70%；随着规模效应扩大，我们认为配方颗粒净利率逐步提高，预计 2023-2024 年净利润 50/1600/4420 万元，2023-2024 年同比增长 3100%/176%，对应 2022-2024 年净利率为 5%/8%/13%。
- 3) 万通制药：**万通制药主要开展中成药生产和研发，旗下拥有复方金钱草颗粒、万通炎康片（胶囊）等知名品种，公司持股 60%。2021 年万通制药收入 2.36 亿元（同比+23.5%），净利润 0.99 亿元（同比+22.1%）。据公司投资者交流，9M22 万通制药收入广西省内和省外分别占比 60%和 40%，公司计划未来进一步扩大省外销售。我们预计 2022-2024 年万通制药收入 2.79/3.35/4.02 亿元，分别同比增长 20%/20%/20%；我们预计万通制药净利润 1.06/1.34/1.65 亿元，分别同比增长 7%/26%/23%，2022 年因新产品推广初期费用率较高，净利率较低。

4) **康晟制药**: 康晟制药主要开展中成药生产和研发, 旗下拥有安神养血口服液、归芪补血口服液等产品, 公司持股 70%。据公司投资者交流, 2022 年公司调整运营模式, 现在侧重在院内制剂生产, 为广西医科大学合作医院等生产院内制剂。2021 年康晟制药收入 0.61 亿元 (同比+32.6%), 净利润 491 万元 (同比+34.5%)。我们预计 2022-2024 年康晟制药收入 0.64/0.97/1.26 亿元, 分别同比增长 5%/50%/30%, 2022 年因运营模式调整等因素增速相对较低, 2023-2024 年有望恢复; 我们认为 2023 年规模效应开始体现, 预计康晟制药净利润 516/870/1257 万元, 分别同比增长 5%/69%/44%。

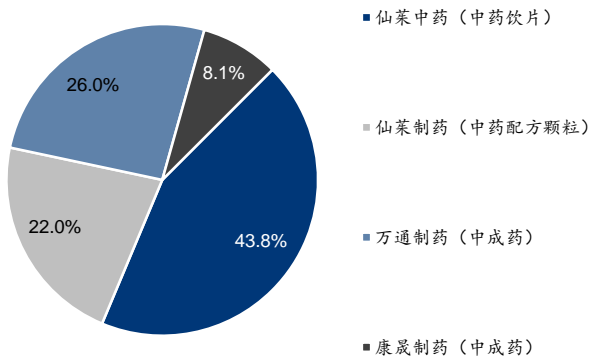
我们预计公司工业业务 2022-2024 年贡献归母净利润占比持续提升。由于规模效应逐步体现, 我们预计各项工业业务 2022-2024 年净利率逐年上升。据我们预测, 从公司口径计算 2022-2024 年工业业务归母净利润分别为 1.40/2.01/2.87 亿元, 分别同比增长 36.4%/44.0%/42.6%。工业业务贡献归母净利润占比持续提升, 我们预计 2024 年将达 28%, 工业产品布局逐步开花结果。就子业务来看, 我们预计 2024 年工业业务收入中, 中药饮片/中药配方颗粒/万通制药/康晟制药分别占比 44%/22%/26%/8%; 柳药集团口径工业业务归母净利润中四者分别占比 47%/15%/34%/3%。

图表2: 2021-2024E 年公司口径工业业务归母净利润、同比增速及在总归母净利润占比



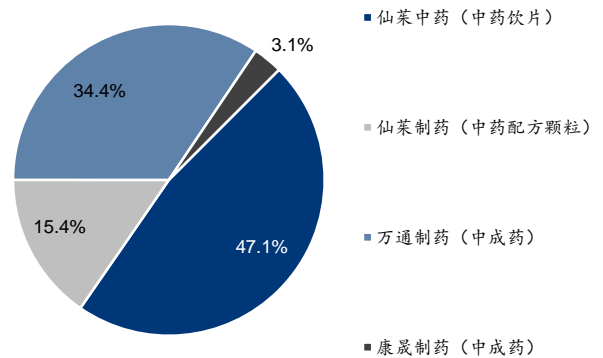
注: 此处工业净利润为柳药口径, 即考虑子公司持股比例加权后计算  
资料来源: 公司公告, 华泰研究预测

图表3: 2024E 年工业业务收入拆分



资料来源: 公司公告, 华泰研究预测

图表4: 2024E 年公司口径工业业务归母净利润拆分



注: 此处工业净利润拆分为柳药口径, 即考虑子公司持股比例加权后计算  
资料来源: 公司公告, 华泰研究预测

## 批发：广西药品批发龙头地位突出，医疗器械贡献新增长曲线

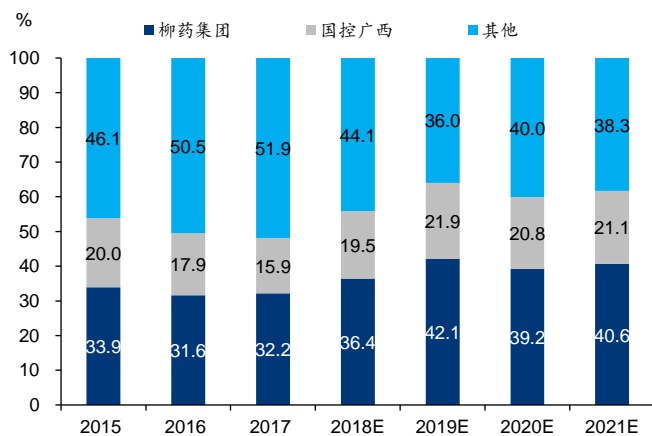
**9M22 批发板块收入及归母净利润稳定增长。**公司批发业务主要是指公司作为上游供应商的配送商或分销代理商，将商品配送到各级医疗卫生机构或销售给其他医药流通企业、连锁药店等，这是公司业务基本盘。9M22 公司批发业务实现收入 115.86 亿元（同比+10.9%），归母净利润 3.79 亿元（同比+10.2%）。

### 药品：广西医药批发领头羊，市占率遥遥领先

**广西药品批发市场 2021 年市场规模或超 300 亿元。**据商务部数据，2017 年广西药品批发市场规模达 256 亿元，考虑到广西药品 GPO 政策、外部环境等因素，我们审慎假设 2018-2021 年广西药品批发市场规模 CAGR 按 5% 增长，则我们预计 2021 年广西药品批发市场规模达 311 亿元，2011-2021 年 CAGR 为 19%。

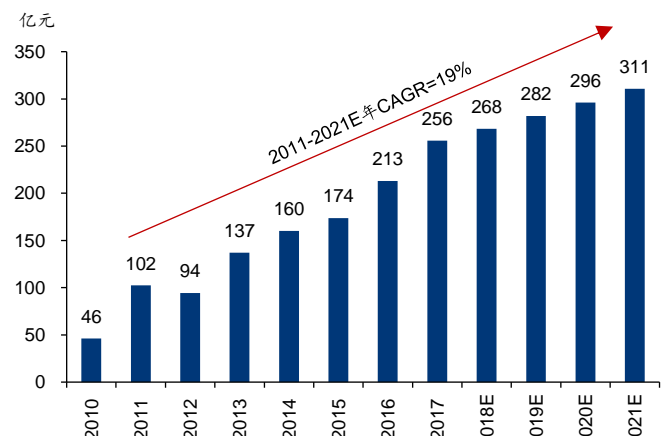
**公司在广西药品批发市场市占率遥遥领先。**广西医药批发市场主要企业是柳药集团、国控广西子公司（国控广西）以及众多小型批发商。公司在广西药品批发市占率自 2015 年起保持 30% 以上，相比国控广西优势明显，龙头地位突出，我们预计 2021 年公司在广西药品批发市占率达 41%。考虑到广西 GPO 等政策持续推进，对中小批发商的渠道及盈利能力提出更高要求，我们认为公司未来有望继续抢占小批发商份额，市占率还有一定提高空间。

图表5：2015-2021E 年广西药品批发市场市占率拆分



注：商务部未公布 2018 年以后数据，2018 年以后数据按 CAGR=5% 假设  
资料来源：商务部，公司公告，国药一致公告，华泰研究估算

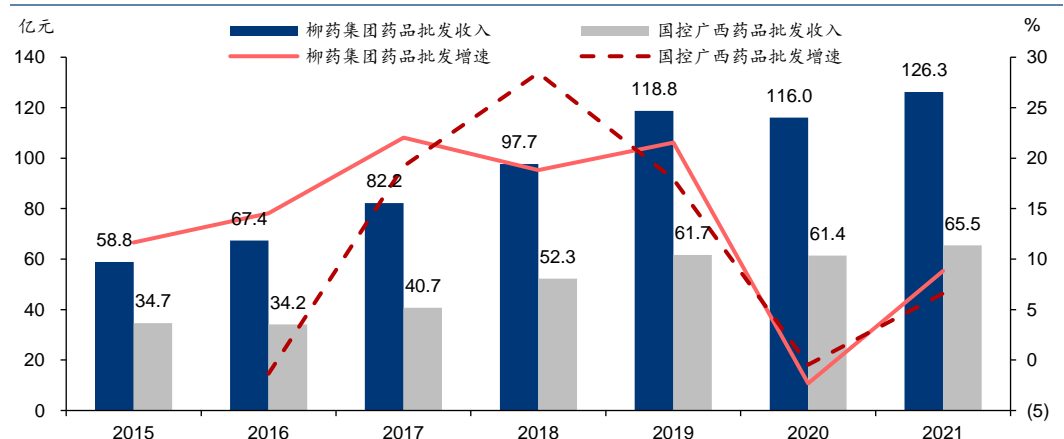
图表6：2010-2021E 年广西药品批发市场规模



注：商务部未公布 2018 年以后数据，2018 年以后数据按 CAGR=5% 假设  
资料来源：商务部，华泰研究估算

**公司药品批发收入及 CAGR 亦领先国控广西。**公司在广西药品批发收入 2021 年达 126 亿元，大幅领先国控广西。2016-2021 年公司在广西药品批发收入 CAGR 为 13.6%，亦领先国控广西的 11.1%。

图表7：公司及国控广西药品批发收入及同比增速对比

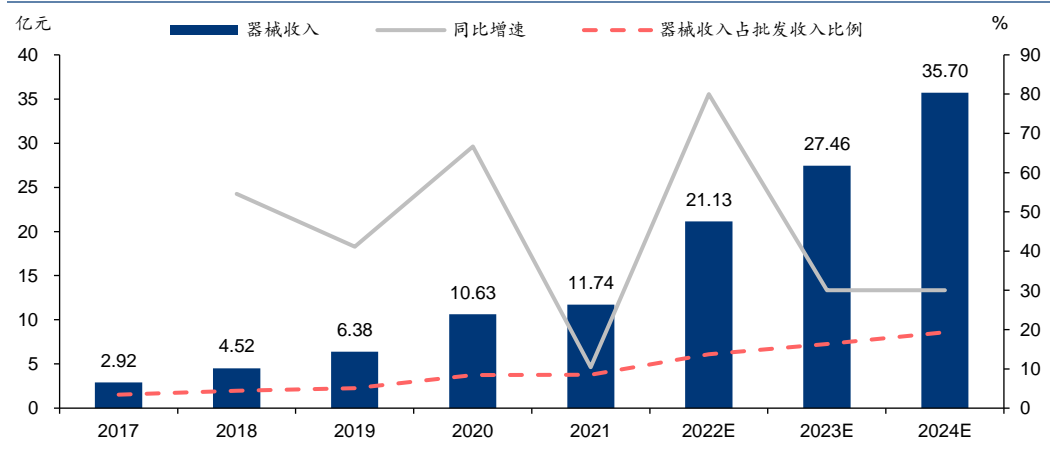


资料来源：公司公告，国药一致公告，华泰研究

## 器械：打造除药品外的第二增长曲线，且批发毛利率高于药品

器械收入基数较低，有望快速增长打造新增长曲线。据公司投资者交流，9M22 公司器械耗材收入 16 亿元(同比+80%)，在广西市占率约 6%，剔除因调拨防疫物资带来的阶段性增量因素，仍保持约 40%的同比增速。目前公司在广西地区医疗器械耗材市场份额较低，成长空间广阔。公司发挥渠道资源优势，积极开展药械耗材 SPD 项目，提高公司器械耗材品种的市场份额，我们预计 2022-2024 年公司医疗器械批发收入为 21.13/27.46/35.70 亿元，分别同比增长 80%/30%/30%，保持快速增长。

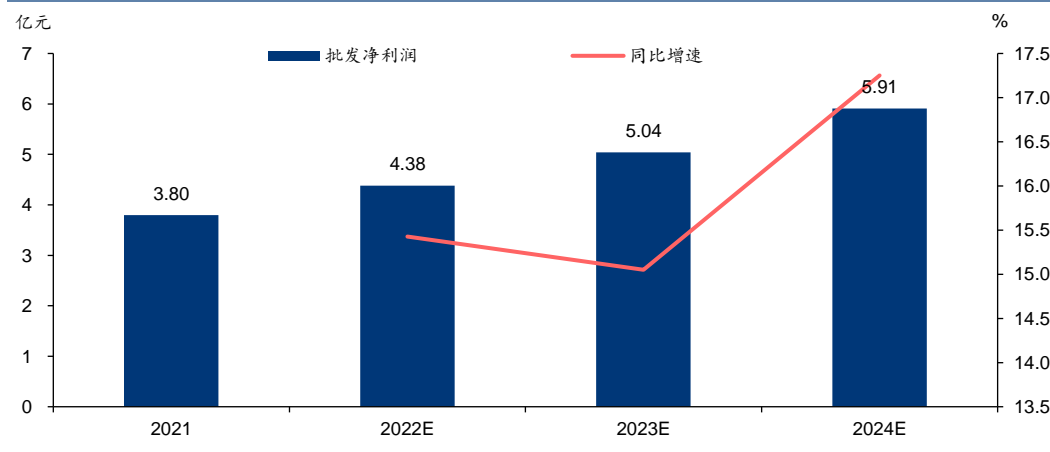
图表8：2017-2024E 年公司医疗器械批发收入、同比增速及在批发收入占比



资料来源：公司公告，华泰研究预测

考虑到批发业务受医疗器械新增长曲线驱动，2022 年同比增速相比 2021 年加快，且随着器械批发收入基数增长后续同比增速又有放缓，因此我们预计 2022-2024 年公司批发业务收入 153.72/168.01/184.68 亿元，分别同比增长 11.4%/9.3%/9.9%，批发业务净利润 4.38/5.04/5.91 亿元，分别同比增长 15.4%/15.1%/17.3%，对应 2022-2024 年净利率为 2.85%/3.00%/3.20%。2021 年受国家带量集采品种范围扩大、医保按病种付费 (DRGs)、广西 GPO (药品集团化采购) 执行等政策叠加影响，相关药品价格下降明显，影响公司批发业务板块利润率，随着公司批发业务规模效应逐渐体现，我们预计从 2022 年开始净利率逐年提高，从而带动净利润增速快于收入增速。

图表9：2021-2024E 年公司批发业务归母净利润及同比增速



资料来源：公司公告，华泰研究预测

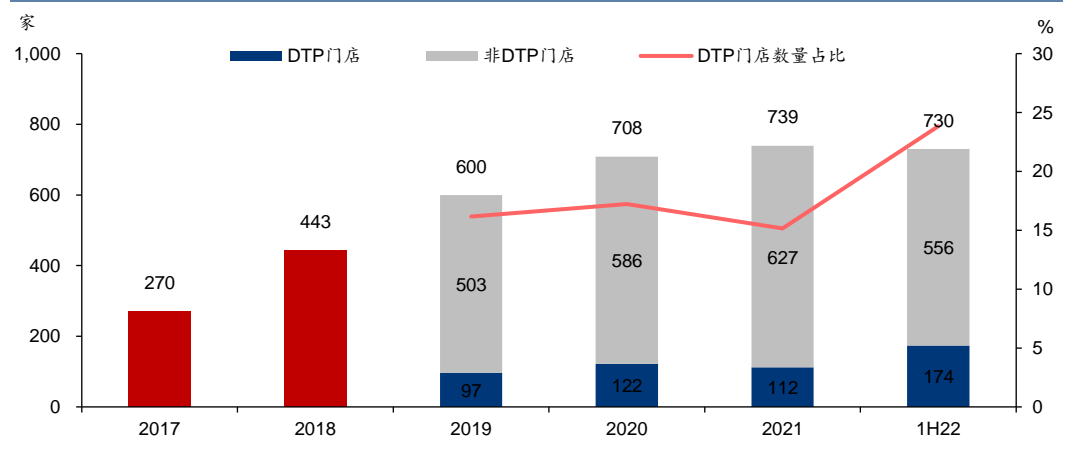
## 零售：降本增效，提高盈利能力

**9M22 零售业务收入同比增速承压但仍实现正增长，归母净利润稳定增长。**公司目前主要通过全资子公司桂中大药房及其旗下药店面向个体消费者提供医药零售服务。9M22 公司零售业务实现收入 20.81 亿元（同比+4.0%），归母净利润 0.93 亿元（同比+11.3%）。

公司充分发挥各项优势，提高零售业务盈利能力：

**1) 批零一体化优势明显：**公司子公司桂中大药房作为广西药品零售连锁药店龙头，覆盖面广、品牌认知度高，凭借批零一体化优势，既能在品种、客户资源和渠道方面能与批发业务协同互补，又能有效承接在医改背景下医院客户端流出品种，推动处方外延、慢病管理、互联网医疗等“新零售”服务开展。截至 1H22，公司已有门店 730 家，其中 DTP 药房 174 家，占比从 2019 年的 16% 提升至 1H22 的 24%，DTP 药店业务持续推进。

图表10：2017-1H22 公司门店数，DTP 门店数及占比



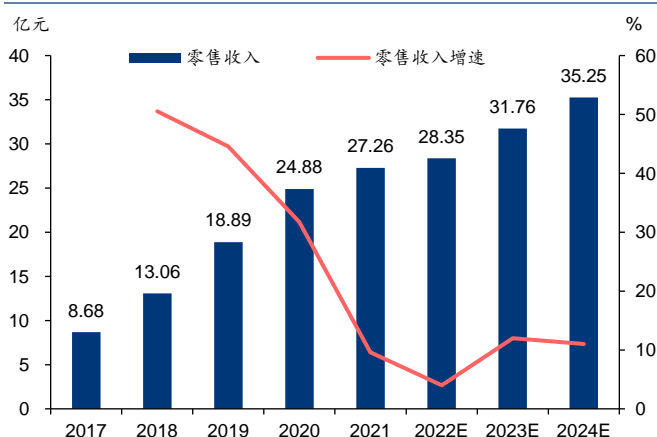
注：2017 和 2018 年没有拆分

资料来源：公司公告，华泰研究

**2) 降本增效措施持续推进：**公司 2022 年开始持续推进关闭不盈利门店及提高自营品种占比等措施，通过降本增效优化零售业务盈利能力。

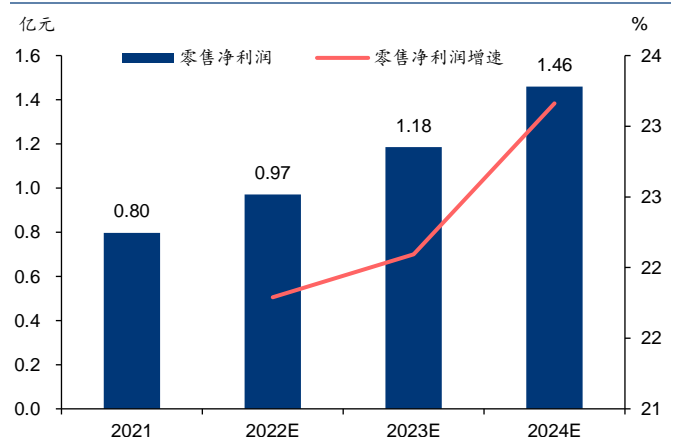
考虑到 2022 年受外部环境影响收入同比增速相对较低，2023-2024 年有望恢复，我们预计 2022-2024 年公司零售业务收入 28.35/31.76/35.25 亿元，分别同比增长 4%/12%/11%，零售业务净利润 0.97/1.18/1.46 亿元，分别同比增长 22%/22%/23%，对应 2022-2024 年净利率为 3.4%/3.7%/4.1%，“批零一体+降本增效”驱动零售净利率持续上升。

图表11：2017-2024E 年公司零售收入及同比增速



资料来源：公司公告，华泰研究预测

图表12：2021-2024E 年公司零售净利润及同比增速



资料来源：公司公告，华泰研究预测

## 盈利预测与估值

### 盈利预测

根据公司三季报经营情况与投资者交流，我们上调批发业务收入预期、降低零售业务收入预期，并调整工业业务收入增长预期，具体假设详见上文，不再赘述。我们对公司 2022-2024 年盈利情况预测如下：

图表13：2019-2024E 年公司盈利预测

单位：百万元	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
<b>营业收入</b>	<b>14,857</b>	<b>15,669</b>	<b>17,135</b>	<b>19,039</b>	<b>21,214</b>	<b>23,631</b>
yoy		5.5%	9.4%	11.1%	11.4%	11.4%
毛利率	12.1%	12.4%	11.4%	12.1%	12.9%	13.7%
批发	12,515	12,666	13,802	15,372	16,801	18,468
yoy		1.2%	9.0%	11.4%	9.3%	9.9%
占比	84.2%	80.8%	80.5%	80.7%	79.2%	78.2%
毛利率	8.7%	8.6%	7.9%	8.0%	7.9%	7.9%
其中：药品	11,878	11,603	12,628	13,259	14,055	14,898
yoy		-2.3%	8.8%	5.0%	6.0%	6.0%
占比	79.9%	74.1%	73.7%	69.6%	66.3%	63.0%
毛利率	8.4%	8.2%	7.6%	7.5%	7.4%	7.3%
其中：医疗器械	638	1,063	1,174	2,113	2,746	3,570
yoy		66.7%	10.4%	80.0%	30.0%	30.0%
占比	4.3%	6.8%	6.8%	11.1%	12.9%	15.1%
毛利率	13.3%	13.2%	10.9%	10.8%	10.7%	10.6%
零售	1,889	2,488	2,726	2,835	3,176	3,525
yoy		31.7%	9.6%	4.0%	12.0%	11.0%
占比	12.7%	15.9%	15.9%	14.9%	15.0%	14.9%
毛利率	24.6%	23.3%	19.4%	22.0%	24.0%	26.0%
工业	414	458	537	754	1,152	1,544
yoy		10.8%	17.2%	40.5%	52.8%	34.0%
占比	2.8%	2.9%	3.1%	4.0%	5.4%	6.5%
毛利率	53.4%	51.8%	54.0%	54.0%	51.0%	51.0%
仙莱中药（中药饮片）	192	223	243	400	521	677
yoy		16.1%	8.6%	65.0%	30.0%	30.0%
占比	1.3%	1.4%	1.4%	2.1%	2.5%	2.9%
仙莱制药（中药配方颗粒）				10	200	340
yoy					1900.0%	70.0%
占比				0.1%	0.9%	1.4%
万通制药（中成药）	191	188	233	279	335	402
yoy		-1.1%	23.5%	20.0%	20.0%	20.0%
占比	1.3%	1.2%	1.4%	1.5%	1.6%	1.7%
康晟制药（中成药）	31	46	61	64	97	126
yoy		51.4%	32.6%	5.0%	50.0%	30.0%
占比	0.2%	0.3%	0.4%	0.3%	0.5%	0.5%
其他	39	57	70	77	85	93
yoy		46.2%	22.7%	10.0%	10.0%	10.0%
占比	0.3%	0.4%	0.4%	0.4%	0.4%	0.4%
毛利率	84.2%	69.7%	70.5%	70.5%	70.5%	70.5%
销售费用率	2.57%	2.72%	2.86%	3.0%	3.3%	3.4%
管理费用率	2.33%	2.51%	2.40%	2.8%	2.9%	3.0%
研发费用率	0.02%	0.06%	0.10%	0.1%	0.1%	0.1%
<b>归母净利润</b>	<b>685</b>	<b>712</b>	<b>564</b>	<b>678</b>	<b>827</b>	<b>1,028</b>
yoy		3.8%	-20.8%	20.2%	22.1%	24.3%

资料来源：公司公告，华泰研究预测

## 估值分析

根据盈利预测，我们预计公司 2022-2024 年营业收入分别为 190.39/212.14/236.31 亿元，同比+11.1%/+11.4%/+11.4%，2022-2024 年归母净利润分别为 6.78/8.27/10.28 亿元，同比+20.2%/+22.1%/+24.3%。随着公司工业业务逐渐起量，公司三大类业务的盈利能力及市场估值差异较大，因此我们采用分部估值，分为工业、批发、零售及其他三部分进行估值。我们对公司 2022-2024 年归母净利润拆分见下表：

- 1) 公司各项工业业务目前体量较小，我们预计随着规模效应逐渐体现，盈利能力改善，2022-2024 年各项工业业务净利率逐年提升。
- 2) 公司批发业务 2021 年受国家带量集采品种范围扩大、医保按病种付费 (DRGs)、广西 GPO (药品集团化采购) 执行等政策叠加影响，相关药品价格下降明显，影响公司批发业务板块利润率。据公司投资者交流，DRGs 等影响已在 2021 年基本消化，盈利能力有望持续恢复，我们预计 2022-2024 年净利率逐年提高。
- 3) 据我们计算，公司零售及其他业务 2022-2024 年净利率逐年上升，降本增效等措施成效逐步体现。

图表14：2021-2024E 年公司净利润拆分

单位：百万元	2021	2022E	2023E	2024E
收入	17,135	19,039	21,214	23,631
yoy		11.1%	11.4%	11.4%
归母净利润	564	678	827	1,028
yoy		20.2%	22.1%	24.3%
净利率	3.3%	3.6%	3.9%	4.4%
批发收入	13,802	15,372	16,801	18,468
yoy		11.4%	9.3%	9.9%
批发净利润	380	438	504	591
yoy		15.4%	15.1%	17.3%
净利率	2.8%	2.9%	3.0%	3.2%
零售及其他收入	2,797	2,913	3,261	3,618
yoy	9.9%	4.2%	11.9%	11.0%
零售及其他净利润	82	100	122	150
yoy		22.0%	22.0%	23.1%
净利率	2.9%	3.4%	3.7%	4.1%
工业收入（子公司口径）	537	754	1,152	1,544
yoy	17.2%	40.5%	52.8%	34.0%
工业净利润（子公司口径）	144	184	258	357
yoy		28.0%	40.1%	38.6%
净利率（子公司口径）	26.8%	24.4%	22.4%	23.1%
仙莱中药（中药饮片）收入	243	400	521	677
yoy		65.0%	30.0%	30.0%
仙莱中药（中药饮片）净利润	40	72	99	135
yoy		81.3%	37.2%	36.8%
净利率	16.4%	18.0%	19.0%	20.0%
仙莱制药（中药配方颗粒）收入		10	200	340
yoy			1900.0%	70.0%
仙莱制药（中药配方颗粒）净利润		0.5	16	44
yoy		0.0%	3100.0%	176.3%
净利率		5.0%	8.0%	13.0%
万通制药（中成药，柳药持股 60%）收入	233	279	335	402
yoy		20.0%	20.0%	20.0%
万通制药（中成药，柳药持股 60%）净利润	99	106	134	165
yoy		7.2%	26.3%	23.0%
净利率	42.5%	38.0%	40.0%	41.0%
康晟制药（中成药，柳药持股 70%）收入	61	64	97	126
yoy		5.0%	50.0%	30.0%
康晟制药（中成药，柳药持股 70%）净利润	5	5	9	13
yoy		5.0%	68.8%	44.4%
净利率	8.0%	8.0%	9.0%	10.0%
工业净利润（柳药口径）	103	140	201	287
yoy		36.4%	44.0%	42.6%

注：工业净利润（柳药口径）指将万通制药及康晟制药净利润按持股比例加权后计算的工业净利润

资料来源：公司公告，华泰研究预测

公司工业净利润占比逐步提高，因此我们采用分部估值：我们预计 23 年工业业务 EPS 0.56 元，考虑到公司工业处于发展初期，净利率较低，我们给予 20x PE（可比公司 23 年 Wind 一致预期 23x）；我们预计 23 年批发业务 EPS 1.39 元，我们给予 9x PE（可比公司 23 年 Wind 一致预期 9x）；我们预计 23 年零售及其他业务 EPS 0.34 元，考虑到公司零售药店集中在广西，我们给予 15x PE（可比公司 23 年 Wind 一致预期 20x），对应目标价 28.68 元，维持“买入”评级。

图表 15: 可比公司分部估值

业务分部	彭博代码	公司名称	收盘价 (元)	总市值 (亿元)	归母净利润 CAGR (%)	PE (x)			
			2022/11/24	2022/11/24		2022E-2024E	2021A	2022E	2023E
医药批发	601607 CH	上海医药	18.78	522	14.1	10x	9x	8x	7x
	600998 CH	九州通	13.19	247	13.2	10x	11x	10x	7x
	000028 CH	国药一致	34.05	136	10.5	10x	10x	9x	8x
		<b>平均</b>			<b>12.6</b>	<b>10x</b>	<b>10x</b>	<b>9x</b>	<b>7x</b>
医药零售	605266 CH	健之佳	83.28	83	19.5	27x	25x	20x	16x
	603883 CH	老百姓	39.97	234	20.4	35x	30x	24x	20x
	002727 CH	一心堂	31.43	187	15.6	20x	19x	16x	13x
		<b>平均</b>			<b>18.5</b>	<b>28x</b>	<b>24x</b>	<b>20x</b>	<b>16x</b>
医药工业	300026 CH	红日药业	6.73	202	21.7	29x	30x	20x	16x
	600557 CH	康缘药业	25.28	148	25.4	46x	36x	28x	23x
	000999 CH	华润三九	54.94	543	15.3	27x	23x	20x	17x
		<b>平均</b>			<b>20.8</b>	<b>34x</b>	<b>30x</b>	<b>23x</b>	<b>19x</b>

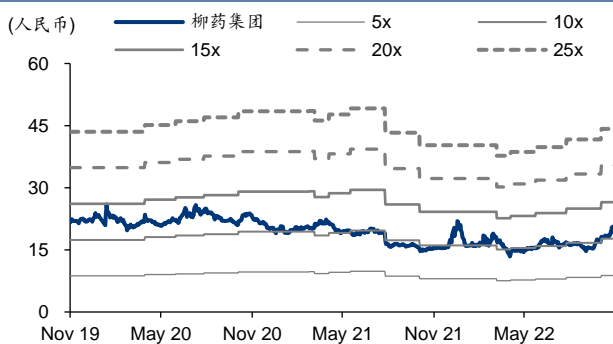
注：可比公司估值均来自 Wind 一致预期

资料来源：Wind，华泰研究

## 风险提示

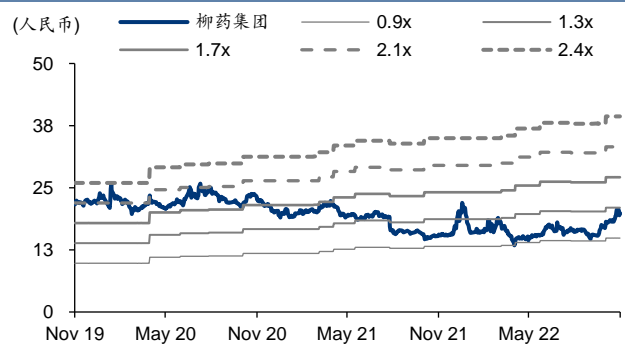
- 1) 外部环境因素超预期。**若外部环境因素对医院经营影响超预期，那么公司作为批发行业上游很可能同样受到影响。
- 2) 工业收入和净利润增长不及预期。**公司工业收入和净利润增速较快，是公司业绩增长重要驱动力，若未来工业收入增长不及预期，对公司业绩增长可能造成影响。

图表 16: 柳药集团 PE-Bands



资料来源：Wind，华泰研究

图表 17: 柳药集团 PB-Bands



资料来源：Wind，华泰研究

## 盈利预测

### 资产负债表

会计年度 (人民币百万)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
<b>流动资产</b>	12,786	13,388	14,723	16,302	18,164
现金	3,496	3,416	3,704	4,091	4,631
应收账款	6,364	7,285	8,095	9,020	10,048
其他应收账款	53.19	31.39	34.88	38.86	43.29
预付账款	238.60	279.16	307.70	339.70	375.10
存货	1,566	1,805	1,990	2,197	2,426
其他流动资产	1,068	570.96	591.74	615.49	641.87
<b>非流动资产</b>	2,021	2,487	2,675	2,878	3,099
长期投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
固定投资	674.22	818.33	975.44	1,142	1,323
无形资产	208.09	226.82	243.82	259.24	273.23
其他非流动资产	1,139	1,442	1,455	1,477	1,503
<b>资产总计</b>	14,808	15,875	17,398	19,180	21,263
<b>流动负债</b>	8,212	8,629	9,528	10,548	11,682
短期借款	2,772	2,711	3,012	3,357	3,739
应付账款	2,775	2,888	3,184	3,515	3,881
其他流动负债	2,665	3,029	3,332	3,676	4,062
<b>非流动负债</b>	1,152	1,440	1,467	1,498	1,533
长期借款	198.00	246.00	273.33	304.56	339.27
其他非流动负债	953.52	1,194	1,194	1,194	1,194
<b>负债合计</b>	9,363	10,068	10,995	12,046	13,215
少数股东权益	345.98	346.18	439.05	552.39	693.28
股本	362.66	362.36	362.23	362.23	362.23
资本公积	1,967	1,980	2,123	2,123	2,123
留存公积	2,628	2,975	3,479	4,097	4,869
归属母公司股东权益	5,099	5,460	5,964	6,582	7,355
<b>负债和股东权益</b>	14,808	15,875	17,398	19,180	21,263

### 现金流量表

会计年度 (人民币百万)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
<b>经营活动现金</b>	664.69	332.88	676.65	808.47	1,016
净利润	781.77	641.08	770.48	940.43	1,169
折旧摊销	102.96	123.08	139.29	157.13	176.74
财务费用	183.34	204.13	214.10	227.11	241.15
投资损失	(4.59)	(1.99)	0.00	0.00	0.00
营运资金变动	(207.87)	(822.37)	(461.26)	(532.24)	(588.35)
其他经营现金	(190.92)	188.95	14.04	16.04	17.82
<b>投资活动现金</b>	(244.42)	(292.98)	(326.92)	(360.44)	(397.69)
资本支出	(261.81)	(264.04)	(293.37)	(326.89)	(364.14)
长期投资	0.00	(35.20)	0.00	0.00	0.00
其他投资现金	17.39	6.25	(33.55)	(33.55)	(33.55)
<b>筹资活动现金</b>	1,163	(240.74)	(61.27)	(60.67)	(79.10)
短期借款	882.87	(60.38)	301.22	344.22	382.47
长期借款	(165.85)	48.00	27.33	31.23	34.70
普通股增加	103.59	(0.30)	(0.13)	0.00	0.00
资本公积增加	(85.72)	12.34	143.42	0.00	0.00
其他筹资现金	428.01	(240.39)	(533.11)	(436.12)	(496.27)
现金净增加额	1,583	(200.85)	288.47	387.36	539.47

资料来源：公司公告、华泰研究预测

### 利润表

会计年度 (人民币百万)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
<b>营业收入</b>	15,669	17,135	19,039	21,214	23,631
营业成本	13,720	15,179	16,731	18,470	20,395
营业税金及附加	47.70	57.47	63.86	71.16	79.27
营业费用	426.38	489.71	571.16	700.06	803.46
管理费用	394.05	411.66	533.08	615.21	708.94
财务费用	183.34	204.13	214.10	227.11	241.15
资产减值损失	0.00	0.00	(14.04)	(16.04)	(17.82)
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	4.59	1.99	0.00	0.00	0.00
<b>营业利润</b>	904.63	753.09	905.41	1,105	1,374
营业外收入	23.33	6.08	6.08	6.08	6.08
营业外支出	10.38	4.49	4.49	4.49	4.49
<b>利润总额</b>	917.58	754.68	907.00	1,107	1,376
所得税	135.81	113.60	136.52	166.64	207.12
<b>净利润</b>	781.77	641.08	770.48	940.43	1,169
少数股东损益	70.05	77.27	92.86	113.35	140.88
归属母公司净利润	711.71	563.82	677.62	827.08	1,028
EBITDA	1,143	1,064	1,222	1,455	1,759
EPS (人民币, 基本)	1.96	1.56	1.87	2.28	2.84

### 主要财务比率

会计年度 (%)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
<b>成长能力</b>					
营业收入	5.46	9.36	11.11	11.43	11.39
营业利润	0.90	(16.75)	20.23	22.10	24.33
归属母公司净利润	3.84	(20.78)	20.18	22.06	24.29
<b>获利能力 (%)</b>					
毛利率	12.44	11.42	12.12	12.93	13.69
净利率	4.99	3.74	4.05	4.43	4.95
ROE	14.36	11.04	12.03	13.18	14.52
ROIC	16.88	14.00	14.69	16.01	17.79
<b>偿债能力</b>					
资产负债率 (%)	63.23	63.42	63.20	62.80	62.15
净负债比率 (%)	7.78	10.66	10.29	9.07	6.52
流动比率	1.56	1.55	1.55	1.55	1.55
速动比率	1.33	1.31	1.30	1.30	1.31
<b>营运能力</b>					
总资产周转率	1.17	1.12	1.14	1.16	1.17
应收账款周转率	2.54	2.51	2.48	2.48	2.48
应付账款周转率	5.02	5.36	5.51	5.52	5.52
<b>每股指标 (人民币)</b>					
每股收益(最新摊薄)	1.96	1.56	1.87	2.28	2.84
每股经营现金流(最新摊薄)	1.83	0.92	1.87	2.23	2.81
每股净资产(最新摊薄)	14.08	15.07	16.46	18.17	20.30
<b>估值比率</b>					
PE (倍)	10.13	12.79	10.64	8.72	7.02
PB (倍)	1.41	1.32	1.21	1.10	0.98
EV EBITDA (倍)	6.98	7.69	6.80	5.78	4.79

## 免责声明

### 分析师声明

本人，代雯、孔垂岩，兹证明本报告所表达的观点准确地反映了分析师对标的证券或发行人的个人意见；彼以往、现在或未来并无就其研究报告所提供的具体建议或所表达的意见直接或间接收取任何报酬。

### 一般声明及披露

本报告由华泰证券股份有限公司（已具备中国证监会批准的证券投资咨询业务资格，以下简称“本公司”）制作。本报告所载资料是仅供接收人的严格保密资料。本报告仅供本公司及其客户和其关联机构使用。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司及其关联机构（以下统称为“华泰”）对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。

本报告所载的意见、评估及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期，华泰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。同时，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。以往表现并不能指引未来，未来回报并不能得到保证，并存在损失本金的可能。华泰不保证本报告所含信息保持在最新状态。华泰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。

本公司不是 FINRA 的注册会员，其研究分析师亦没有注册为 FINRA 的研究分析师/不具有 FINRA 分析师的注册资格。

华泰力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考，不构成购买或出售所述证券的要约或招揽。该等观点、建议并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对客户私人投资建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，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。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，华泰及作者均不承担任何法律责任。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现，过往的业绩表现不应作为日后回报的预示。华泰不承诺也不保证任何预示的回报会得以实现，分析中所做的预测可能是基于相应的假设，任何假设的变化可能会显著影响所预测的回报。

华泰及作者在自身所知情的范围内，与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下，华泰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，为该公司提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务或向该公司招揽业务。

华泰的销售人员、交易人员或其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。华泰没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。华泰的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。投资者应当考虑到华泰及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。有关该方面的具体披露请参照本报告尾部。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布的机构或人员，也并非意图发送、发布给因可得到、使用本报告的行为而使华泰违反或受制于当地法律或监管规则的机构或人员。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人（无论整份或部分）等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并需在使用前获取独立的法律意见，以确定该引用、刊发符合当地适用法规的要求，同时注明出处为“华泰证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

### 中国香港

本报告由华泰证券股份有限公司制作，在香港由华泰金融控股（香港）有限公司向符合《证券及期货条例》及其附属法律规定的机构投资者和专业投资者的客户进行分发。华泰金融控股（香港）有限公司受香港证券及期货事务监察委员会监管，是华泰国际金融控股有限公司的全资子公司，后者为华泰证券股份有限公司的全资子公司。在香港获得本报告的人员若有任何有关本报告的问题，请与华泰金融控股（香港）有限公司联系。

### 香港-重要监管披露

- 华泰金融控股（香港）有限公司的雇员或其关联人士没有担任本报告中提及的公司或发行人的高级人员。
- 有关重要的披露信息，请参华泰金融控股（香港）有限公司的网页 [https://www.htsc.com.hk/stock\\_disclosure](https://www.htsc.com.hk/stock_disclosure) 其他信息请参见下方“美国-重要监管披露”。

### 美国

在美国本报告由华泰证券（美国）有限公司向符合美国监管规定的机构投资者进行发表与分发。华泰证券（美国）有限公司是美国注册经纪商和美国金融业监管局（FINRA）的注册会员。对于其在美国分发的研究报告，华泰证券（美国）有限公司根据《1934年证券交易法》（修订版）第15a-6条规定以及美国证券交易委员会人员解释，对本研究报告内容负责。华泰证券（美国）有限公司联营公司的分析师不具有美国金融监管（FINRA）分析师的注册资格，可能不属于华泰证券（美国）有限公司的关联人员，因此可能不受FINRA关于分析师与标的公司沟通、公开露面和所持交易证券的限制。华泰证券（美国）有限公司是华泰国际金融控股有限公司的全资子公司，后者为华泰证券股份有限公司的全资子公司。任何直接从华泰证券（美国）有限公司收到此报告并希望就本报告所述任何证券进行交易的人士，应通过华泰证券（美国）有限公司进行交易。

### 美国-重要监管披露

- 分析师代雯、孔垂岩本人及相关人士并不担任本报告所提及的标的证券或发行人的高级人员、董事或顾问。分析师及相关人士与本报告所提及的标的证券或发行人并无任何相关财务利益。本披露中所提及的“相关人士”包括FINRA定义下分析师的家庭成员。分析师根据华泰证券的整体收入和盈利能力获得薪酬，包括源自公司投资银行业务的收入。
- 华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司，及/或不时会以自身或代理形式向客户出售及购买华泰证券研究所覆盖公司的证券/衍生工具，包括股票及债券（包括衍生品）华泰证券研究所覆盖公司的证券/衍生工具，包括股票及债券（包括衍生品）。
- 华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司，及/或其高级管理层、董事和雇员可能会持有本报告中所提到的任何证券（或任何相关投资）头寸，并可能不时进行增持或减持该证券（或投资）。因此，投资者应该意识到可能存在利益冲突。

### 评级说明

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（含此期间的股息回报）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），具体如下：

#### 行业评级

- 增持：** 预计行业股票指数超越基准
- 中性：** 预计行业股票指数基本与基准持平
- 减持：** 预计行业股票指数明显弱于基准

#### 公司评级

- 买入：** 预计股价超越基准15%以上
- 增持：** 预计股价超越基准5%~15%
- 持有：** 预计股价相对基准波动在-15%~5%之间
- 卖出：** 预计股价弱于基准15%以上
- 暂停评级：** 已暂停评级、目标价及预测，以遵守适用法规及/或公司政策
- 无评级：** 股票不在常规研究覆盖范围内。投资者不应期待华泰提供该等证券及/或公司相关的持续或补充信息

**法律实体披露**

**中国:** 华泰证券股份有限公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格, 经营许可证编号为: 91320000704041011J

**香港:** 华泰金融控股(香港)有限公司具有香港证监会核准的“就证券提供意见”业务资格, 经营许可证编号为: AOK809

**美国:** 华泰证券(美国)有限公司为美国金融业监管局(FINRA)成员, 具有在美国开展经纪交易商业业务的资格, 经营业务许可编号为: CRD#:298809/SEC#:8-70231

**华泰证券股份有限公司****南京**

南京市建邺区江东中路228号华泰证券广场1号楼/邮政编码: 210019

电话: 86 25 83389999/传真: 86 25 83387521

电子邮件: ht-rd@htsc.com

**深圳**

深圳市福田区益田路5999号基金大厦10楼/邮政编码: 518017

电话: 86 755 82493932/传真: 86 755 82492062

电子邮件: ht-rd@htsc.com

**北京**

北京市西城区太平桥大街丰盛胡同28号太平洋保险大厦A座18层/

邮政编码: 100032

电话: 86 10 63211166/传真: 86 10 63211275

电子邮件: ht-rd@htsc.com

**上海**

上海市浦东新区东方路18号保利广场E栋23楼/邮政编码: 200120

电话: 86 21 28972098/传真: 86 21 28972068

电子邮件: ht-rd@htsc.com

**华泰金融控股(香港)有限公司**

香港中环皇后大道中99号中环中心58楼5808-12室

电话: +852-3658-6000/传真: +852-2169-0770

电子邮件: research@htsc.com

<http://www.htsc.com.hk>

**华泰证券(美国)有限公司**

美国纽约公园大道280号21楼东(纽约10017)

电话: +212-763-8160/传真: +917-725-9702

电子邮件: Huatai@htsc-us.com

<http://www.htsc-us.com>

©版权所有2022年华泰证券股份有限公司