

## 柳药集团

603368

审慎增持 (维持)

## 分销立基础，工业展新颜

2022年12月1日

## 市场数据

市场数据日期	2022/11/30
收盘价(元)	21.99
总股本(亿股)	3.62
流通股本(亿股)	3.62
总市值(亿元)	80
流通市值(亿元)	80
净资产(亿元)	58.71
总资产(亿元)	192.44
每股净资产(元)	16.22

来源: WIND, 兴业证券经济与金融研究院整理

## 主要财务指标

会计年度	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	17135	18851	20814	23150
同比增长	9.4%	10.0%	10.4%	11.2%
归母净利润(百万元)	564	672	801	977
同比增长	-20.8%	19.1%	19.3%	22.0%
毛利率	11.4%	11.4%	11.8%	12.2%
净利率	3.7%	4.0%	4.4%	4.8%
净资产收益率	10.3%	11.3%	12.2%	13.3%
每股收益(元)	1.56	1.85	2.21	2.70
每股经营现金流(元)	0.92	0.13	1.88	1.86

来源: WIND, 兴业证券经济与金融研究院整理

## 相关报告

【兴证医药】柳药集团(603368)  
2022年半年报点评: 逐步摆脱  
控费压力, 工业板块亮点频出  
2022-08-22

分析师:

孙媛媛

sunyuanyuan@xyzq.com.cn

S0190515090001

黄翰漾

huanghanyang@xyzq.com.cn

S0190519020002

## 投资要点

- 公司历史悠久, 长期深耕广西, 公司领导行业经验丰富, 是广西壮族自治区医药商业龙头企业。同时, 广西医药商业市场基础稳定, 有助于公司长期稳定发展。
- 公司工业板块全方位布局中医药各大板块以及具有国产替代潜力的高端医疗设备, 互相协同, 与优势的渠道资源互为补充, 有力推动产品进院、推广等工作。随着工业板块的产品、产能的逐渐完备, 有望成为公司的业绩增长点, 推动公司收入和盈利结构的改善。
- 盈利预测和估值: 我们调整公司盈利预测, 预测公司 2022-2024 年营业总收入分别为 188.51 亿元, 208.14 亿元, 231.50 亿元, 归母净利润分别为 6.72 亿元, 8.01 亿元和 9.77 亿元, 对应每股收益分别为 1.85 元, 2.21 元和 2.70 元。根据公司三大主营板块, 我们对其进行分部估值。我们给予公司 2023 年批发板块 11 倍 PE, 对应市值 49.29 亿元, 给予零售板块 26 倍 PE, 对应市值约 37.39 亿元, 给予工业板块 20 倍 PE, 对应市值 37.68 亿元, 合计总市值 124.36 亿元, 对应 2023 年整体 PE 为 16X, 给予审慎增持评级。

风险提示: 应收账款风险, 市场竞争加剧风险, 新产品研发和新业务拓展不及预期风险

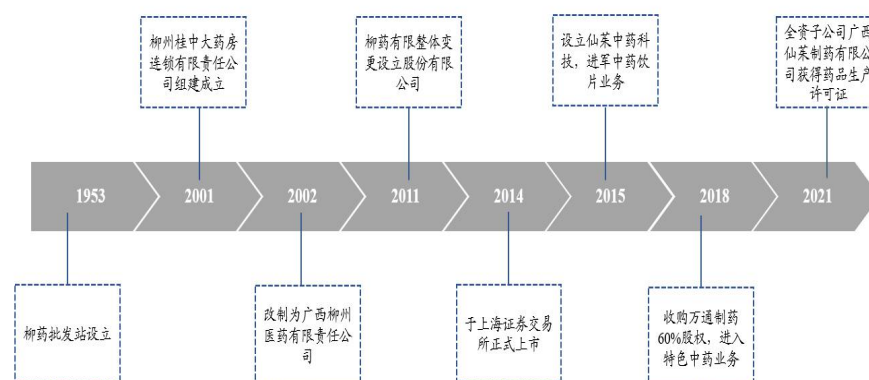
请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明

## 报告正文

## 1、长期深耕广西，打造广西医药商业龙头

柳药集团前身是于 1953 年成立的柳医批发站，系广西壮族自治区药监局直属的全民所有制国营单位。后于 2002 年 7 月 29 日依法改制为广西柳州医药有限责任公司，于 2014 年正式于上交所上市。

图 1、公司发展历程



资料来源：公司公告、公司官网，兴业证券经济与金融研究院整理

公司上市以来，各项业务稳健发展。公司收入不断增长。目前，公司已经成为了覆盖流通、零售和工业三大板块的医药企业，2014 年至 2021 年公司总收入复合增长率接近 15%。2021 年公司业绩出现下滑，主要是由于带量采购、医保控费等医改政策的实施，医院端药品降价明显，影响批发毛利率水平，且在 2020 年疫情期间，公司享受社保减免政策 1,000 多万元，而 2021 年不再享受相关减免，社保费用较 2020 年同期有所增长，故 2021 年公司整体费用较去年有所增加。

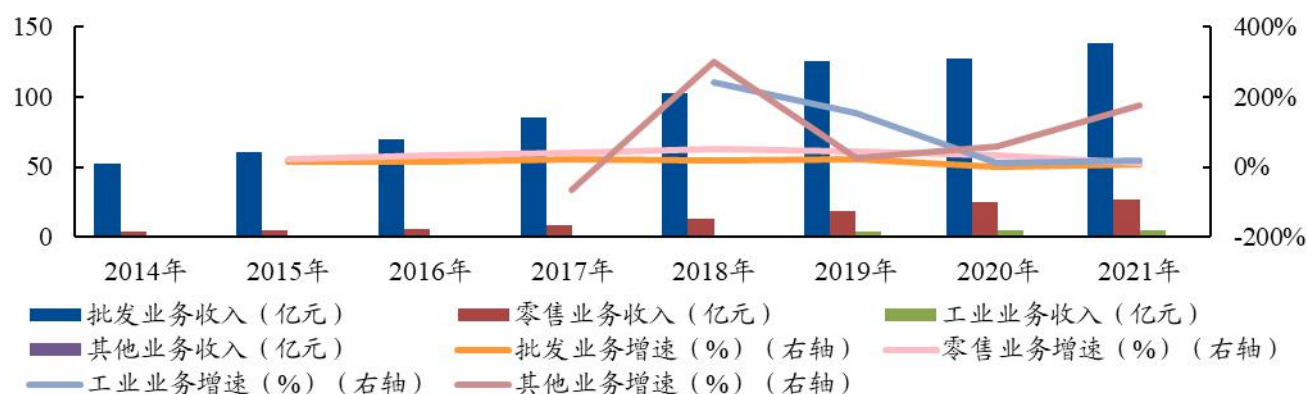
图 2、2014 年-2021 年公司收入和归母净利润



资料来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

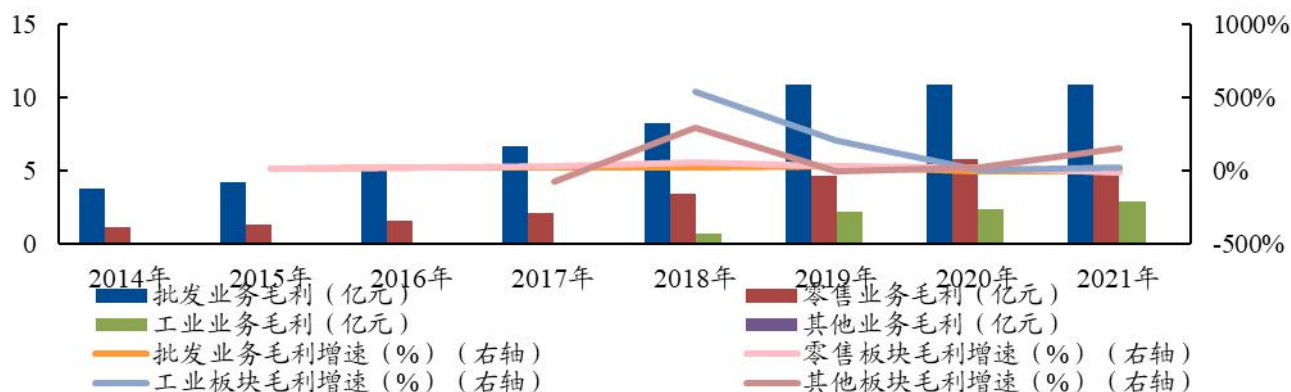
分板块来看，公司主要收入来自于批发业务。但从归母净利润来看，公司近几年批发业务归母净利润占比不断下降，而工业板块的贡献则不断上升，有望成为公司新的利润增长点。2022 年前三季度，公司工业板块归属于上市公司股东的净利润为 1.03 亿元，同比增加 51.13%，占归属于上市公司股东的净利润比重为 17.86%，相较 2021 年上半年的 13.23%有了明显提升。

图 3、公司 2014 年-2021 年各板块收入及增速



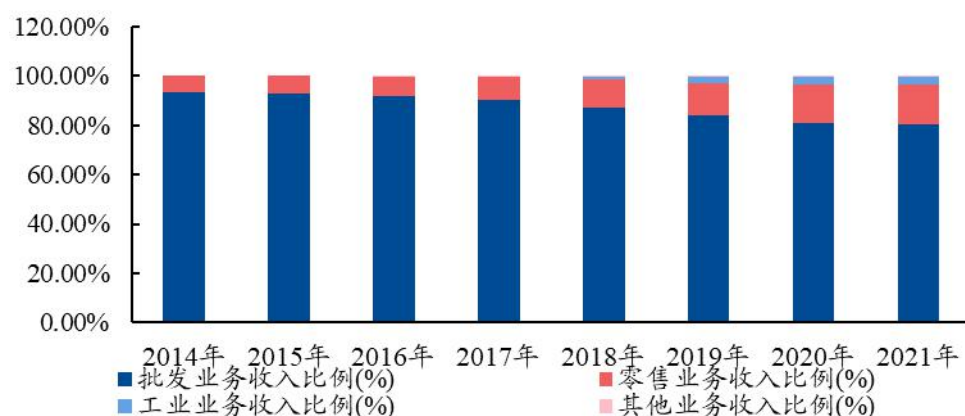
资料来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

图 4、公司 2014 年-2021 年各板块毛利及增速



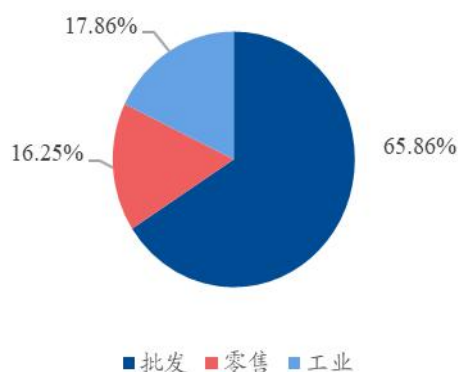
资料来源: Wind, 兴业证券经济与金融研究院整理

图 5、公司 2014-2021 年各板块业务收入比例



资料来源: Wind, 兴业证券经济与金融研究院整理

图 6、公司 2022 年前 3 季度各板块归母净利润占比



资料来源: Wind, 兴业证券经济与金融研究院整理

请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明

## 2、打造批零协同，双轮联动发展

### 2.1、分销业务奠定基础

行业基础向好，长期受益老龄化。近几年，中国仍处于转型发展的重要战略机遇期。随着国内经济增长和结构调整，人们生活水平不断提高，大健康理念持续增强，全社会医药健康服务需求将不断增长，特别是人口老龄化程度日益加深，将促使药品需求不断上涨，也将有助于流通市场的规模进一步扩大。在公司主要经营地广西，基本医保参保人数总体呈增长趋势，累计结余也较为可观，这有助于广西对于医疗需求的不断增长。

图 7、广西 2017-2021 年城镇基本医疗保险参保人数和结余情况



资料来源: Wind, 兴业证券经济与金融研究院整理

公司长期深耕广西批发业务，已经成为广西医药流通市场龙头企业，批发业务也是公司最重要的基石。根据商务部发布的《2021年药品流通行业运行统计分析报告》，2021年广西药品销售总额约496亿元，据此测算，公司在广西的药品分销业务市场占有率超过25%。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。批发业务的盈利主要来源于购销差价或商品分销、代理业务中上游供应商给予的促销返利。公司通过长期保持和加强与各核心医疗机构的良好合作关系，已实现对广西区内三级、二级规模以上医院的全覆盖。公司与医院终端客户的良好合作，为公司形成强有力的竞争力，不仅能促进公司上游供应商资源的开发，保持公司品种优势，还能有效推动处方外延、药械SPD项目、互联网医疗、DTP药店、慢病管理等新业务和合作的开展。

目前，公司凭借在区域市场较高的终端覆盖率以及对上游供应商提供渠道增值服务，开展专业代理分销业务，持续获得上游客户的信赖，吸引越来越多的上游供

应商与公司建立战略合作关系，公司在集采带量品种、基药品种以及创新药、罕见病用药、疫情用药、急救用药等方面具备突出优势。同时，公司不断加大新品种的引进，长期保持与紧缺品种生产企业的合作，确保药品供应的持续、稳定、领先，成为区内同类企业中经营品规最齐全且供应充足稳定的少数企业之一。截至 2022 年 6 月，公司在广西已导入系统的国采第六批国谈集采品种配送点击率达 100%，在 2022 年 1 月 1 日正式执行的《国家基本医疗保险、工伤保险和生育保险药品目录（2021 年）》导入广西集团采购服务平台品种中配送点击率达 98% 以上，省级挂网联盟采品种中配送点击率达 97% 以上，并在广西率先引进新冠特效药，充分体现了公司渠道优势和运营实力。同时在创新药领域，公司与辉瑞、赛诺菲、阿斯利康、罗氏制药、正大天晴、恒瑞医药、西安杨森等众多知名制药企业建立良好合作，成为其核心产品、重磅新品在广西的主分销商，公司产品优势进一步扩大。

同时，公司也是区内少数同时具备多个现代医药物流基地的医药流通企业，仓储规模和配送能力领先全区同行。随着玉林物流运营中心项目的竣工并投入使用，公司已形成以南宁、柳州、玉林三大物流基地为核心，以桂林、百色、梧州等主干城市作为配送节点，全面辐射自治区 14 个地级市的高效物流配送网络。高效的配送网络，也是公司流通业务和零售业务高质量发展的保障。

此外，公司围绕行业政策要求和上下游客户需求开展一系列增值服务，搭建供应链管理平台，实现上下游信息的衔接、共享，推动传统配送服务向互联网+智慧医药供应链服务转型。例如，积极开展药械耗材 SPD 项目，通过供应链信息平台搭建和专业运营团队的服务，助力打造统一药械的数据标准编码，帮助医院通过平台服务实现药械的标准化、可追溯、精细化管理目标。2022 年上半年，公司与河池市人民医院、来宾市中医医院等医疗机构开展器械耗材 SPD 项目合作，累计开展器械耗材 SPD 项目合作医院达 12 家。截至 2022 年 6 月末，公司签约开展供应链相关服务项目的医院已达百家，有力提升公司药械市场份额，推动新业态和新品种发展。

## 2.2、借力先发优势和上游优秀资源，打造高质量零售板块

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广大个体消费者提供医药零售服务。桂中大药房成立于 2001 年 9 月，于 2003 年 8 月通过 GSP 认证，是柳州市首家通过 GSP 认证的药品零售企业。自 2009 年至今，连续荣获中国药品零售百强企业的称号，并在 2021 年获“中国药品零售企业销售总额百强榜”中排名第 12 名，现已建立起覆盖广西区内 14 个地级市及 40 多个县份的销售服务网络，在广西区内市场排名领先。

截至 2022 年 6 月 30 日，公司药店总数 730 家，其中医保药店 631 家，期内新开门店 4 家，关闭门店 13 家。公司进一步强化了单店运营能力，提高店员专业化服务水平，强化会员系统、慢病管理系统功能应用，推动数字化营销，依托品种优

势、处方流转、专业服务和精准营销策略，为消费者提供安全、专业、有温度的购药服务体验，从而提高单体门店盈利能力。在 2022 年药店数量没有增加很多的情况下，依靠内生推动零售板块营收保持稳健增长、零售板块净利润进一步提升。参考 2019 年公司发行可转债时的申请文件所披露的数据测算，在剔除新开门店培育期的影响后，所有建设期满后三年（2024 年）起至财务预测期满（2028 年）为止公司单店平均收入为 316.00 万元、坪效为 1,794.12 元/月/平方米。从公司实际运营情况看，公司门店数量低于当初测算（根据公司 2019 年中报和可转债发行方案，公司 2022 年门店数量应该超 800 家），但店均收入明显高于当时预测，故坪效明显高于当初测算值，体现出公司的运营和管理能力。

图 8、公司 2014 年-2021 年零售板块门店数量和年均店收入



资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

此外，截至 2022 年 6 月，桂中大药房已与区内 20 多家核心医疗机构开展处方外延项目，在广西柳州、南宁、梧州、河池等 4 个城市建立与当地公共 APP 客户端的对接，通过平台逐步建立与所在城市医疗机构的处方流转机制。

### 3、中药板块日趋成熟，器械业务有望接力

公司近几年逐步进军工业板块，通过收购、新设等方式设立多家子公司，覆盖了包括中药饮片、中药配方颗粒、高端医疗器械制造等领域，正在逐步成为公司新的利润增长点。

#### 3.1、借势政策东风，全方位布局中药产业链

近年来，广西已发展成我国中药材重要生产基地，中药材产业在全国举足轻重，全区发现中药材品种资源 4,623 种，是全国第二大品种资源库。目前，广西中药材种植年产值超过 50 亿元。万亩以上的中药材品种超过 30 个，5 万亩以上的品种有 10 个，罗汉果、八角、桂皮、鸡血藤、广豆根、穿心莲、猫豆等 7 个中草药品种产量占全国 80% 以上，其中八角占全世界七成；还有 15 个中草药品种

种产量占全国 50%以上。被誉为“中国南方药都”的玉林市，其中药材市场年交易量位列全国前三。

近年来，国家及广西先后出台多项政策，支持、鼓励中医药、民族药的发展。在政策的鼓励下，中医药产业发展水平逐步提高。

**表 1、2020 年 12 月以来广西区级层面中药行业相关政策梳理**

发布时间	发布单位	名称	主旨
2020 年 12 月	广西壮族自治区人民政府办公厅	广西壮族自治区人民政府办公厅关于印发促进全区中药材壮瑶药材产业高质量发展实施方案的通知	落实广西壮族自治区党委、自治区人民政府关于促进中医药壮瑶医药传承创新发展的要求，促进广西中药材壮瑶药材产业高质量发展
2021 年 5 月	广西壮族自治区人民代表大会常务委员会	广西壮族自治区中医药条例	为了促进健康广西建设，传承和弘扬中医药，充分发挥本自治区中医药资源优势，保障和促进中医药事业发展，保护人民健康，制定本条例，壮医药、瑶医药等少数民族医药是中医药的重要组成部分。自治区采取措施充分发挥壮医药、瑶医药等少数民族医药作用，促进壮医药、瑶医药等少数民族医药传承、创新与发展。
2021 年 8 月	广西壮族自治区医保局和广西壮族自治区人力资源和社会保障厅	广西壮族自治区医疗保障局 广西壮族自治区人力资源和社会保障厅关于进一步加强广西基本医疗保险、工伤保险和生育保险中药和民族药饮片目录管理的通知	广西新增 531 个中药和民族药饮片纳入三项险种支付范围
2022 年 1 月	广西壮族自治区人民政府办公厅	《广西中医药壮瑶医药发展“十四五”规划》	以人民健康为中心，坚持中西医并重，坚持传承精华、守正创新，推进中医药壮瑶医药和现代科学相结合相促进，不断释放广西中医药壮瑶医药发展的潜力和活力，加快推进中医药壮瑶医药标准化、现代化、产业化、国际化，构建广西特色的中医药壮瑶医药服务体系、创新体系和产业体系，全面推进健康广西建设，为建设新时代中国特色社会主义壮美广西提供高质量的中医药壮瑶医药保障。
2022 年 2 月	广西壮族自治区中医药民族医药发展领导小组	广西中医药壮瑶医药振兴发展三年攻坚行动实施方案（2021-2023 年）	从健全服务体系、提升临床防治能力、提高人才队伍素质、实施传承创新、推动产业高质量发展、推进文化传播与开放发展等方面明确中医药壮瑶医药振兴发展 6 项重点任务。
2022 年 8 月	广西壮族自治区人民政府办公厅	广西壮族自治区人民政府办公厅印发关于加快中医药壮瑶医药特色发展若干政策措施的通知（桂政办发〔2022〕58 号）	着力破解当前广西中医药壮瑶医药发展存在的瓶颈问题，更好地发挥特色和优势，推动全区中医药壮瑶医药传承创新发展
2022 年 9 月	广西壮族自治区农业农村厅	自治区农业农村厅关于印发广西“十四五”中药材种植业高质量发展专项规划的通知（桂农厅发〔2022〕124 号）	坚持“高效生态、道地优质”原则，强化政策扶持、科技支撑、主体培育和品牌引领，坚持以发展促保护、以保护谋发展，科学发展中药材种植，大力推行规模化种植、标准化生产、产业化经营，强化质量控制，延伸产业链，促进中药材种植业高质量发展，整体提升广西中药材质量安全水平和产业综合竞争力，为加快推进大健康产业发展、实施乡村振兴战略提供有力保障。

资料来源：政府官网，兴业证券经济与金融研究院整理

目前，公司在中药领域共布局了包括中药饮片、特色中药及中药配方颗粒等领域，分别由多家子公司进行运营，形成了较为完善的布局。同时，公司已完成越南河内办事处的设立，并取得相关证照，将推动公司与外商联络，促成更多的贸易机会，获得越南中药材出口到中国的贸易配额，为公司未来发挥广西区位优势，推动旗下中药产品国际市场拓展和进口国外中药材奠定基础。

表 2、公司工业板块子公司 2016 年-2021 年营业收入和净利润

	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年
广西仙莱中 药科技有限 公司	营业收入 (百万元)				223.42	242.68
	净利润 (百万元)	-0.02	4.75	13.67	19.73	26.61
广西万通制 药有限公司	营业收入 (百万元)				188.42	232.67
	净利润 (百万元)				81.05	98.94
广西医大仙 晟生物制药 有限公司	营业收入 (百万元)					
	净利润 (百万元)					
广西仙莱制 药有限公司	营业收入 (百万元)					
	净利润 (百万元)					

资料来源: Wind, 兴业证券经济与金融研究院整理

注: 广西医大仙晟生物制药有限公司和广西仙莱制药有限公司缺乏 2016 年-2021 年公开数据

### ● 中药饮片

中药饮片业务由公司全资子公司广西仙莱中药科技有限公司所运营。仙莱中药科技建有现代化标准的中药饮片 GMP 生产加工车间, 占地面积约 10900 平方米, 总建筑面积 46000 平方米。截至 2022 年 6 月底, 已能生产加工 1100 多个中药饮片品种, 近 8000 个品规, 基本涵盖医院所需全部常用饮片品种, 产能规模达到 8000 吨。同时, 公司跟核心医疗机构合作, 共同打造中药共享煎煮中心, 柳州中药共享煎煮中心已经于 2021 年第四季度启用, 该中心已应用“智能+物联”的概念, 与多家核心医疗机构合作开展中药代煎煮及配送到院服务。此外, 公司中药饮片产品也将在 2023 年逐步向周边省份市场拓展。

同时, 广西于 2021 年 11 月起, 将符合条件且具有广西地方标准的 531 个中药和民族药饮片 (含壮药饮片和瑶药饮片) 纳入基本医疗保险 (含生育保险) 和工伤保险基金支付范围。在政策的扶持下, 饮片的支付能力进一步得到保障, 促进行业发展。

### ● 特色中药

公司旗下的特色中药业务则分别由公司控股子公司万通制药和控股孙公司康晟制药运营。

万通制药前身是具有 40 年中成药生产历史的原南宁市中药厂, 是广西骨干中成药生产厂家之一, 公司于 2018 年收购, 现持有其 60% 股权, 系广西著名中成药生产企业、国家高新技术企业和国家民委认定的少数民族特需商品定点生产企业。万通制药核心产品包括复方金钱草颗粒和万通炎康片。复方金钱草颗粒处方来源于广西壮族民间验方, 是全国独家生产的用于治疗泌尿系统疾病的纯中成药制剂, 获国家授权发明多件, 收入《中成药临床应用指南——外科疾病分册》, 为国家医保 2020 年药品目录品种, 被列为尿石症湿热蕴结证首选用药。其于 1979 年开始挖掘整理与研制。于 1982 年取得保健药品生产批文, 1998 年取得治疗药品生产

批文，2002 年换发国家药品批准文号。其具有良好的抗结石、利尿、抗炎和抗菌作用，可通过多靶点、多途径防治尿路结石，具有良好的防治作用。

根据《2021 年我国卫生健康统计年鉴》显示，2008 年至 2018 年我国居民泌尿生殖系统疾病患病率接近翻倍的增长，其中两周患病率由 2008 年的 6.6‰ 增长至 2018 年的 10.3‰，慢性疾病预防率则由 9.3‰ 爬升至 16.3‰。我国泌尿系统患者就诊率由 2008 年的 6.4‰ 上升至 2018 年的 9.6‰；住院率则由 2008 年的 3.9‰ 翻倍上升至 2018 年的 8.2‰。随着市场需求的增长，我国泌尿系统感染药物市场销售额相应地呈现上升趋势。其中，中成药市场份额占据半壁江山，泌尿系统感染药物市场接近百亿元。在这种情况下，为复方金钱草颗粒的市场开拓提供了充足的空间。

万通炎康片主要用于治疗咽喉炎、扁桃体炎、牙龈炎，于 1979 年取得治疗药品生产批文，2003 年换发国家药品批准文号。万通炎康胶囊与万通炎康片同方但不同剂型。2006 年获得新药证书和药品生产批文。根据米内网数据显示，2020 年中国城市实体药店终端咽喉中成药销售额超过 49 亿元，而万通炎康片 2018 年销售收入仅为 1155.58 万元，产品依旧存在不小市场拓展潜力。截至 2022 年 6 月底，万通制药下游客户数量达 450 家，产品已覆盖 29 省（自治区、直辖市），除拳头产品外加大了天芝草胶囊、复方丹参片等的销售推广。2022 年万通制药还推出了祛瘀健脾茶、安宫牛黄丸、二陈丸、六味丸等新品，并开展万通炎康片（胶囊）等核心产品在肺炎、咽喉炎等领域的抗菌消炎、抗病毒等适应症研究。目前，万通制药不断加大广西以外市场拓展力度，目前从销售区域来看，广西区外市场约占 60%。

图 9、万通制药主要产品



资料来源：柳药集团公众号，兴业证券经济与金融研究院整理

康晟制药则是公司控股孙公司，是公司和广西医科大学的合作项目，由公司控股 70% 的子公司广西医大仙晟生物制药有限公司持有 100% 股权，剩余 30% 股权则有广西医科大学全资子公司广西医科大学资产经营有限公司所持有。广西医科大学

请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明

是广西壮族自治区党委、政府重点建设的高校之一，和国家卫生健康委共建，实力强劲。公司主要产品包括胃乐胶囊、安神养血口服液、归芪补血口服液、复方金蒲片、感冒退热颗粒、复方甘草口服溶液、散痰宁糖浆、杏仁止咳合剂、小儿止咳糖浆等产品，同时，还强化与医疗机构在院内制剂产品的研发和生产方面的战略合作，已开展肾福康胶囊、舒血宁胶囊、蛭血通胶囊和软坚护肝片等临床需求大、疗效确切的制剂产品生产、销售。此外，康晟制药开展消毒类产品的研究开发，逐步加大消毒产品生产投入，投资建设符合 GMP 标准消毒产品生产车间，目前已开展 84 消毒液产品的生产，并将陆续推出碘伏消毒液、珍珠乳膏、鞣酸抑菌软膏等其他消毒产品。

图 10、康晟制药主要产品



资料来源：柳药集团公众号，兴业证券经济与金融研究院整理

目前，万通制药生产的复方金钱草、万通炎康片、天芝草胶囊、祛瘀健脾茶等 15 个产品，康晟制药生产的复方金蒲片、归芪补血口服液、胃乐胶囊等 4 个产品，合计 19 个产品被列入了第一批广西民族药名单。目前，广西开展申报民族药纳入医保工作，根据要求，纳入基金支付范围的广西民族药药品必须是《自治区中医药局关于公布广西民族药名单（第一批）的通知》明确的品种，并符合临床需要、安全有效、价格合理等基本条件，该项工作计划于 2022 年底完成。若公司产品能进入医保基金支付范围，有望进一步帮助公司产品推广。

#### ● 配方颗粒

公司的中药配方颗粒则是由公司全资子公司广西仙莱制药有限公司进行运营。公司中药配方颗粒项目设计达产 3000 吨，其中一期产能约 1500 吨已竣工并逐步投产，截至 2022 年 11 月 1 日已完成约 250 个品种的备案工作，在审批品种约 30 个并在持续增加，产品备案进度继续加快，公司力争 2022 年底完成约 400 个品种的备案工作，能基本覆盖医院常用的中药配方颗粒产品。同时公司发挥渠道优势，已逐步开展核心医院市场的产品进院工作。

根据《自治区医保局 自治区人力资源社会保障厅关于中药配方颗粒纳入基本医疗

请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明

保险、工伤保险和生育保险支付范围的通知桂医保发〔2021〕59号》，中药配方颗粒严格执行《药品目录》管理规定，基本医疗保险统一按“乙类药品”管理，于2021年11月起执行所对应中药饮片的支付范围，个人先行自付比例暂定30%。在医保的支持下，配方颗粒的支付能力有望得到较好的保障。

### 3.2、器械制造进展顺利，未来有望接力发展

除了中药板块以外，公司还和上海康达卡勒幅医疗科技有限公司合作设立广西康达卡勒幅医疗科技有限公司，投资建设一个集研发、中试、生产、物流于一体的现代化医疗器械产业化基地项目，是柳州乃至广西首个高端医疗器械生产研发项目。该项目公司出资2500万元，占股50%。项目于2021年12月奠基开工，项目规划建设期2年。项目建成后可生产动态DR、车载DR、骨密度仪、口腔CT、磁共振成像系统等产品。

上海卡勒幅最初成立于2005年，后于2014年加入康达医疗，致力于成为全医学影像类公司。公司研发中心依托于华东师范大学上海磁共振重点实验室卓越的科研实力，该实验室早在上世纪50年代就从事磁共振技术的学术研究工作，其在磁共振技术上已有丰富的学术积累，研究成果和学术地位长期保持国内领先。实验室拥有六十余项发明专利，几百项各类专利，组建了涵盖谱仪、软件、成像方法临床应用开发等各方资深的教授专家团队，为公司的产品提供了有力的技术保证。

图 11、上海康达卡勒幅产品目录



资料来源：上海康达卡勒幅官网，兴业证券经济与金融研究院整理

2022年上半年，公司已经着手人才引进，并安排技术人员到上海参加培训。力争2022年完成部分产品线和技术的引进，在本土实现生产。未来，公司有望凭借公司的渠道优势和上海康达卡勒幅的技术优势，借势国产化替代东风，不断开拓市场。

## 4、公司盈利预测与估值。

我们认为，公司批发及零售业务的收入未来有望保持稳健增长的趋势，同时，随着批发板块各项增值板块的不断发展，净利润增速有望提高。而在工业板块，随着公司的配方颗粒产品备案日益完整，上下游产业链日益打通，特色中成药广西区外市场拓展不断加快，以及高端器械制造业务的逐步落成，高毛利的工业板块有望逐步成为公司未来新的利润增长点。我们调整公司盈利预测，预测公司2022-2024年营业总收入分别为188.51亿元，208.14亿元，231.50亿元，归母净利润分别为6.72亿元，8.01亿元和9.77亿元，对应每股收益分别为1.85元，2.21元和2.70元。

根据公司三大主营板块，并参考申万行业指数近3年平均估值和公司披露的各板块盈利占比和预期，我们对其进行分部估值。考虑到行业指数内包含了行业内龙头企业，容易享受估值溢价，我们按照申万行业指数近3年平均估值的0.7倍进行估算。我们认为公司2023年批发板块归母净利润占比58%，对应归母净利润4.65亿元，参考可比申万医药流通指数近3年平均估值，给予11倍PE，对应市值49.29亿元，零售板块归母净利润占比18%，对应归母净利润1.44亿元，参考可比申万线下药店指数近3年平均估值，给予26倍PE，对应市值约37.39亿元，工业板块归母净利润占比24%，对应归母净利润1.92亿元，参考可比公司申万中药III指数，给予20倍PE，对应市值37.68亿元，合计总市值124.36亿元，对应2023年整体PE为16X，给予审慎增持评级。

**表 3、公司 2023 年归母净利润拆分和对应估值**

主营业务	收入（百万元）	归母净利润（百万元）	归母净利润贡献（%）	PE	对应市值假设（亿元）
医药商业（含其他业务）	16,631.40	464.58	58%	11	49.29
医药零售	3210.00	144.18	18%	26	37.39
医药工业	972.40	192.24	24%	20	37.68
合计	20,813.80	801.00		16	124.36

资料来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

## 5、风险提示

### 5.1、应收账款风险

受医药流通行业特点影响，公司应收账款较高，若应收账款回款出现问题，有可能影响公司现金流，妨碍公司正常运营。

### 5.2、市场竞争加剧风险

若公司竞争对手加大广西区域内营销力度，可能加剧市场竞争，从而影响公司业绩。

---

### 5.3、新产品研发和新业务拓展不及预期风险

公司近几年不断拓展中药颗粒、民族特色药、医疗器械等业务，若这些业务研发或者市场拓展不及预期，则可能影响公司盈利情况。

## 附表

会计年度	2021	2022E	2023E	2024E
<b>流动资产</b>	13388	16572	17905	20575
货币资金	3416	4750	4900	6076
交易性金融资产	0	0	0	0
应收票据及应收账款	7473	8818	9736	10800
预付款项	279	234	275	311
存货	1805	2172	2386	2743
其他	415	598	608	644
<b>非流动资产</b>	2487	2388	2294	2202
长期股权投资	0	0	0	0
固定资产	818	838	802	751
在建工程	115	40	18	11
无形资产	227	231	231	232
商誉	765	765	765	765
长期待摊费用	92	60	25	-9
其他	470	454	452	453
<b>资产总计</b>	15875	18960	20200	22777
<b>流动负债</b>	8629	11379	11844	13526
短期借款	2711	4716	4565	5500
应付票据及应付账款	4803	5531	6075	6725
其他	1115	1132	1204	1301
<b>非流动负债</b>	1440	1187	1232	1198
长期借款	246	204	171	148
其他	1194	983	1061	1050
<b>负债合计</b>	10068	12566	13077	14724
股本	362	362	362	362
资本公积	1980	1980	1980	1980
未分配利润	2708	3157	3719	4445
少数股东权益	346	437	546	680
<b>股东权益合计</b>	5806	6395	7123	8053
<b>负债及权益合计</b>	15875	18960	20200	22777

会计年度	2021	2022E	2023E	2024E
归母净利润	564	672	801	977
折旧和摊销	123	107	112	113
资产减值准备	0	-14	14	27
资产处置损失	-0	0	0	0
公允价值变动损失	0	0	0	0
财务费用	174	132	167	167
投资损失	-2	-0	-0	-0
少数股东损益	77	91	109	134
营运资金的变动	-720	-910	-545	-739
<b>经营活动产生现金流量</b>	333	45	680	675
<b>投资活动产生现金流量</b>	-293	-97	-54	-55
<b>融资活动产生现金流量</b>	-241	1386	-476	557
现金净变动	-201	1334	150	1176
现金的期初余额	3463	3416	4750	4900
现金的期末余额	3262	4750	4900	6076

会计年度	2021	2022E	2023E	2024E
<b>营业收入</b>	17135	18851	20814	23150
营业成本	15179	16709	18355	20318
税金及附加	57	77	85	97
销售费用	490	496	547	609
管理费用	412	466	514	572
研发费用	19	26	29	32
财务费用	204	132	167	167
其他收益	13	4	4	4
投资收益	2	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0
信用减值损失	-36	-52	-50	-50
资产减值损失	0	0	0	0
资产处置收益	0	0	0	0
<b>营业利润</b>	753	897	1070	1309
营业外收入	6	6	6	6
营业外支出	4	6	6	8
<b>利润总额</b>	755	897	1070	1307
所得税	114	135	161	196
<b>净利润</b>	641	763	910	1111
少数股东损益	77	91	109	134
<b>归属母公司净利润</b>	564	672	801	977
<b>EPS (元)</b>	1.56	1.85	2.21	2.70

会计年度	2021	2022E	2023E	2024E
<b>成长性</b>				
营业收入增长率	9.4%	10.0%	10.4%	11.2%
营业利润增长率	-16.8%	19.1%	19.3%	22.3%
归母净利润增长率	-20.8%	19.1%	19.3%	22.0%
<b>盈利能力</b>				
毛利率	11.4%	11.4%	11.8%	12.2%
净利率	3.7%	3.7%	4.0%	4.4%
ROE	10.3%	11.3%	12.2%	13.3%
<b>偿债能力</b>				
资产负债率	63.4%	66.3%	64.7%	64.6%
流动比率	1.55	1.46	1.51	1.52
速动比率	1.34	1.27	1.31	1.32
<b>营运能力</b>				
资产周转率	111.7%	108.2%	106.3%	107.7%
应收帐款周转率	247.3%	237.8%	234.3%	235.4%
存货周转率	900.4%	840.2%	805.3%	792.3%
<b>每股资料(元)</b>				
每股收益	1.56	1.85	2.21	2.70
每股经营现金	0.92	0.13	1.88	1.86
每股净资产	15.07	16.44	18.15	20.35
<b>估值比率(倍)</b>				
PE	14.1	11.9	9.9	8.2
PB	1.5	1.3	1.2	1.1

## 分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，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收到任何形式的补偿。

## 投资评级说明

投资建议的评级标准	类别	评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级(另有说明的除外)。评级标准为报告发布日后的12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。其中:A股市场以上证综指或深圳成指为基准,香港市场以恒生指数为基准;美国市场以标普500或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于15%
		审慎增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在5%~15%之间
		中性	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-5%~5%之间
		减持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅小于-5%
		无评级	由于我们无法获取必要的资料,或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件,或者其他原因,致使我们无法给出明确的投资评级
	行业评级	推荐	相对表现优于同期相关证券市场代表性指数
		中性	相对表现与同期相关证券市场代表性指数持平
		回避	相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数

## 信息披露

本公司在知晓的范围内履行信息披露义务。客户可登录 www.xyzq.com.cn 内幕交易防控栏内查询静默期安排和关联公司持股情况。

## 使用本研究报告的风险提示及法律声明

兴业证券股份有限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。

本报告仅供兴业证券股份有限公司(以下简称“本公司”)的客户使用,本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考,不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约,投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险,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,任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点,一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求,在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估,并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求,必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果,本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的,但本公司不保证其准确性或完整性,也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。本公司并不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此相关的其他任何损失承担任何责任。

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。

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。过往的业绩表现亦不应作为日后回报的预示。我们不承诺也不保证,任何所预示的回报会得以实现。分析中所做的回报预测可能是基于相应的假设。任何假设的变化可能会显著地影响所预测的回报。

本公司的销售人员、交易人员以及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。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理部门、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。

本报告并非针对或意图发送予或为任何就发送、发布、可得到或使用此报告而使兴业证券股份有限公司及其关联子公司等违反当地的法律或法规或可致使兴业证券股份有限公司受制于相关法律或法规的任何地区、国家或其他管辖区域的公民或居民,包括但不限于美国及美国公民(1934年美国《证券交易所》第15a-6条例定义为本「主要美国机构投资者」除外)。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示,否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权,本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品,或再次分发给任何其他人,或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。未经授权的转载,本公司不承担任何转载责任。

## 特别声明

在法律许可的情况下,兴业证券股份有限公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易,也可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。因此,投资者应当考虑到兴业证券股份有限公司及/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。

## 兴业证券研究

上海	北京	深圳
地址: 上海浦东新区长柳路36号兴业证券大厦15层	地址: 北京市朝阳区建国门大街甲6号SK大厦32层01-08单元	地址: 深圳市福田区皇岗路5001号深业上城T2座52楼
邮编: 200135	邮编: 100020	邮编: 518035
邮箱: research@xyzq.com.cn	邮箱: research@xyzq.com.cn	邮箱: research@xyzq.com.cn