



Research and  
Development Center

# 广西医药批发龙头多元化发展，零售&工业塑造第二增长曲线

## —柳药集团(603368)公司深度报告

2024 年 02 月 27 日

唐爱金 医药行业首席分析师	章钟涛 医药行业研究助理
S1500523080002	
tangaijin@cindasc.com	zhangzhongtao@cindasc.com

## 证券研究报告

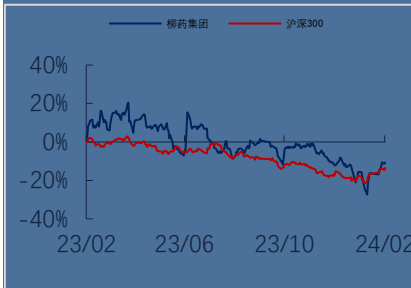
### 公司研究

#### 公司深度报告

柳药集团(603368)

投资评级 买入

上次评级



资料来源：聚源，信达证券研发中心

#### 公司主要数据

收盘价(元)	19.13
52周内股价波动区间(元)	15.56-25.23
最近一月涨跌幅(%)	5.34
总股本(亿股)	3.62
流通A股比例(%)	99.45
总市值(亿元)	69.29

资料来源：聚源，信达证券研发中心

信达证券股份有限公司

CINDA SECURITIES CO.,LTD

北京市西城区闹市口大街9号院1号楼

邮编：100031

## 广西医药批发龙头多元化发展，零售&工业塑造第二增长曲线

2024年02月27日

### 本期内容提要：

- ◆**核心逻辑**：截至2024/2/27公司PE-TTM估值仅8.65倍（近5年PE均值11倍，近3年估值10倍），估值处于历史低位，具备较强的安全边际。公司在持续巩固医药批发业务竞争优势的同时推动零售业务和工业业务的快速发展，我们认为后续随着零售药店门店扩张&AI技术应用，叠加工业业务向全国范围扩张&品牌力增强，公司有望迎业绩+估值双提升。
- ◆**批发业务“稳中有进”**：①2022年批发业务贡献约80%的营业收入，公司已建成覆盖自治区14个地级市的高效物流配送网络和售后服务体系，并已实现对广西区内三级、二级规模以上医院的全覆盖，2022年公司在广西医药批发市占率近30%。②**药品批发方面**，由于经过多年整合，公司已占较大市场份额，后续药品批发或将维持稳定增长，同时其核心要点或将放到加快回款及账期优化方面；③**器械批发方面**，由于器械没有两票制+集采，因而整体市场比较分散，目前公司正逐步推广SPD项目，目前已累计开展器械耗材SPD项目合作医院超20家。后续若SPD项目建设加快，器械批发业务方面有望带来亮眼表现。
- ◆**零售业务“扩张+AI优化”双驱动**：2022年末桂中大药房拥有736家药店（其中DTP药店174家，约占23.64%），2022年桂中大药房在全国药品零售企业百强榜中位列第12位。我们认为，后续桂中大药房的增长驱动力一方面来自于门店数量扩张，另一方面来自于AI技术应用提升客流。此外，门诊统筹政策全方面落地或将有新增量。
- ◆**工业业务有望全国化&品牌化布局**：①公司工业业务主要依靠中药饮片、中药配方颗粒和中成药。其中中药饮片业务（由仙莱中药运营）目前为公司的基本盘，2022年仙莱中药对工业板块的营收贡献仍超50%，随着公司在广西区域内的深耕，相应的品牌知名度和渗透率均有所提升，同时公司也逐步布局自治区外的市场，为品牌全国化布局打下基石。②**中药配方颗粒或值得期待**，2021年7月公司设立仙莱制药（专注于中药配方颗粒生产研发），目前已完成400多个中药配方颗粒品种备案（覆盖国标、省标大部分品种），产能已达1500吨（中药配方颗粒项目总设计达产3,000吨），截至2023Q3末公司已开发客户近200家，另外2023H1配方颗粒实现营收约2889万元。③**中成药营销体系调整，优质产品有望逐步走向全国**。孙公司康晟制药和子公司万通制药主要开展中成药生产研发，2022年两家公司合计19个产品纳入自治区中医药管理局公布的第一批经广西民族医药专家委员会认定的广西民族药名单，为后续纳入国家医保目录和基药目录奠定基础。
- ◆**盈利预测**：我们预计公司2023-2025年营业收入分别为207.89亿元、231.47亿元、257.19亿元，同比增速分别为9%、11%、11%，实现归母净利润分别为8.34亿元、10.0亿元、12.05亿元，同比分别增长19%、20%、20%，对应当前股价PE分别为8.3倍、6.92倍、5.75倍。考虑公司当前估值处于历史低位，叠加随着公司零售、工业两大高毛利业务逐步起量，未来有望迎来业绩&估值双提升。首次覆盖，给予公司“买入”投资评级。
- ◆**风险因素**：应收账款回收不及时，融资利率上行，市场竞争加剧，医药批发业务增长不及预期，新业务拓展不及预期。

重要财务指标	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入(百万元)	17,135	19,053	20,789	23,147	25,719
增长率 YoY %	9.4%	11.2%	9.1%	11.3%	11.1%
归属母公司净利润 (百万元)	564	702	834	1,001	1,205
增长率 YoY%	-20.8%	24.4%	18.9%	19.9%	20.4%
毛利率%	11.4%	11.5%	11.6%	12.2%	12.7%
净资产收益率ROE%	10.3%	11.8%	12.6%	13.2%	13.7%
EPS(摊薄)(元)	1.56	1.94	2.30	2.76	3.33
市盈率 P/E(倍)	12.29	9.88	8.30	6.92	5.75
市净率 P/B(倍)	1.27	1.16	1.05	0.91	0.79

资料来源: wind, 信达证券研发中心预测; 股价为 2024 年 2 月 27 日收盘价

## 目录

一、广西医药批发龙头精耕细作，零售&工业创造第二增长动力	6
1.1 民营企业七十余载精耕细作，跻身广西医药商业龙头	6
1.2 医药批发为公司核心业务，零售&工业正逐步贡献第二增长曲线	7
1.3 实控人为朱朝阳先生，股权激励计划焕发员工积极性	9
二、医药批发：药品批发或稳定增长，期待SPD项目亮眼表现	11
2.1 高效物流配送网络+二级以上医院全覆盖，助力公司跻身广西医药批发龙头	11
2.2 公司批发业务复合增速略高于广西行业增速，2022年公司批发业务在广西市占率近30%	12
2.3 公司药品批发或维持稳定增长，SPD项目有望成为新亮点	13
三、医药零售：DTP药房优势明显，门店拓张&AI大模型助力增长	15
3.1 桂中大药房深耕广西区域，DTP药房优势明显	15
3.2 公司零售业务在广西市占率约18%，未来社会药房扩张仍存空间	16
3.3 引入AI大模型，提升零售服务质量，单店盈利模型有望优化	18
四、工业：“饮片+配方颗粒+中成药”三驾马车齐发力	19
4.1 借助自身商业渠道优势，塑造工业业务较强盈利能力	19
4.2 饮片业务：仙莱中药为工业业务基本盘，凭借批发业务的渠道优势实现较强盈利	20
4.3 配方颗粒：仙莱制药专注配方颗粒生产研发，后起之秀值得重视	20
4.4 中成药：“万通制药+康晟制药”双子星	21
五、业务拆分、估值与投资评级	24
4.1 业务拆分	24
4.2 估值与投资评级	25
六、风险因素	26

## 表目录

表 1: 柳药集团历次股权激励计划方案	10
表 2: 万通制药核心产品	22
表 3: 康晟制药核心产品	23
表 4: 柳药集团业务拆分	24
表 5: 可比公司估值	25

## 图目录

图 1: 柳药集团业务结构示意图	6
图 2: 公司发展历程回顾	7
图 3: 公司近6年营收变动趋势	7
图 4: 公司近6年业务构成	7
图 5: 柳药集团近6年归母净利润变动	8
图 6: 柳药集团近6年扣非归母净利润变动	8
图 7: 公司近6年盈利能力变动	8
图 8: 公司近6年期间费用率变动	8
图 9: 公司近6年营运能力变动	9
图 10: 公司近6年经营现金流变动	9
图 11: 公司股权结构及子公司分布示意图(截至2023年三季报)	9
图 12: 批发板块业务分布	11
图 13: 近年公司医院销售营收占比变动	11
图 14: 批发板块近6年营收变动趋势	12
图 15: 批发板块近6年毛利及毛利率变动趋势	12
图 16: 近年广西等级医院数量变动	12
图 17: 近年广西医药批发市场规模变动	12
图 18: 近年广西区域2家企业市占率对比	13
图 19: SPD业务模式示意图	14
图 20: 桂中大药房门店分布示意图	15
图 21: 近年公司药店数量变动趋势	15
图 22: 近年DTP药店数量及占比情况	15
图 23: 近年桂中大药房营收变动	16
图 24: 近年桂中大药房净利润变动	16
图 25: 零售业务毛利率及桂中大药房净利率	16
图 26: 近年广西药店门店总数变动	17
图 27: 2019年广西各地零售药店销售占比	17

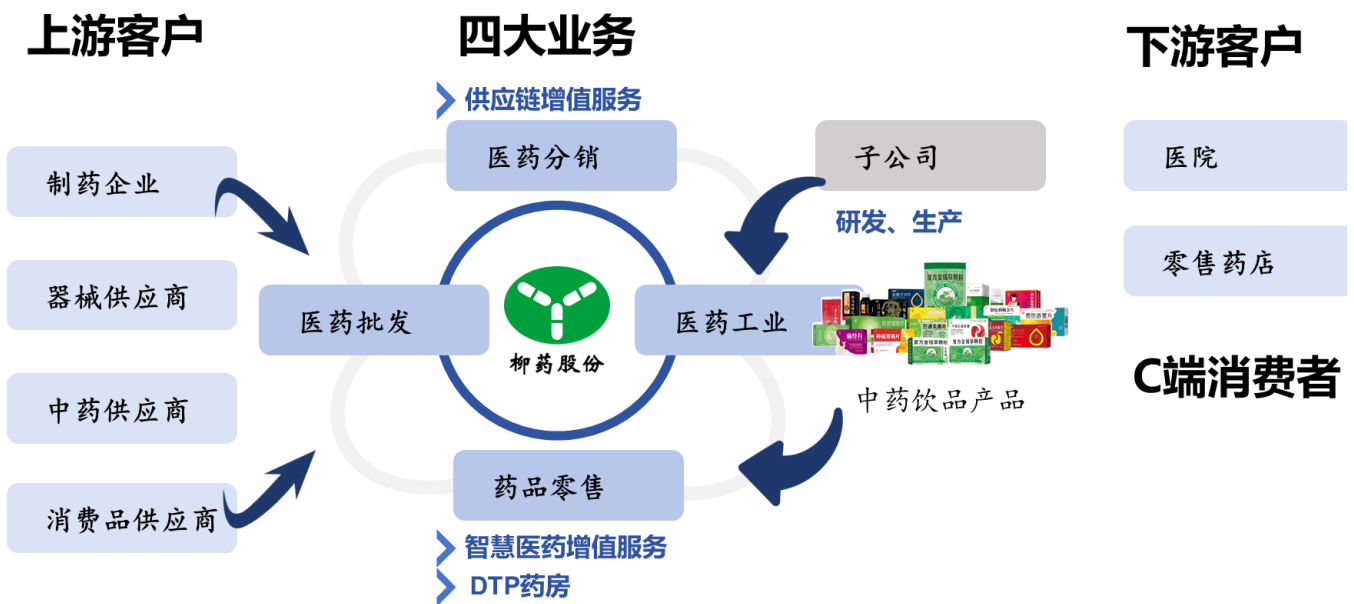
图 28: AI 赋能药店示意图.....	18
图 29: 成药业务分布示意图.....	19
图 30: 近年工业板块营收变动趋势.....	20
图 31: 近年工业板块毛利及毛利率变动.....	20
图 32: 近年仙莱中药营收及占比变动.....	20
图 33: 近年仙莱中药净利润及净利率变动.....	20
图 34: 近年全国配方颗粒市场规模变动.....	21
图 35: 近年配方颗粒市场格局.....	21
图 36: 近年万通制药营收变动趋势.....	22
图 37: 近年万通制药净利润及净利率变动.....	22
图 38: 近年医大仙晟营收变动.....	23
图 39: 近年医大仙晟净利润及净利率变动.....	23
图 40: 近 5 年公司 PE-TTM 估值变动.....	25

## 一、广西医药批发龙头精耕细作，零售&工业创造第二增长动力

### 1.1 民营企业七十余载精耕细作，跻身广西医药商业龙头

公司前身是 1953 年成立的柳州医药批发站，2002 年改制为民营企业，2014 年公司在上交所挂牌上市。经过 70 余年的精耕细作，公司建成“以医药批发、医药零售、医药工业为主业，供应链增值服务、医药互联网服务、终端健康服务等创新业务协同发展”的综合性医药大健康产业集团业务体系。2022 年公司在全国主营业务收入前 100 位的药品批发企业排序中位列第 16 名，已连续多年进入该排名前 50 名。

图1: 柳药集团业务结构示意图

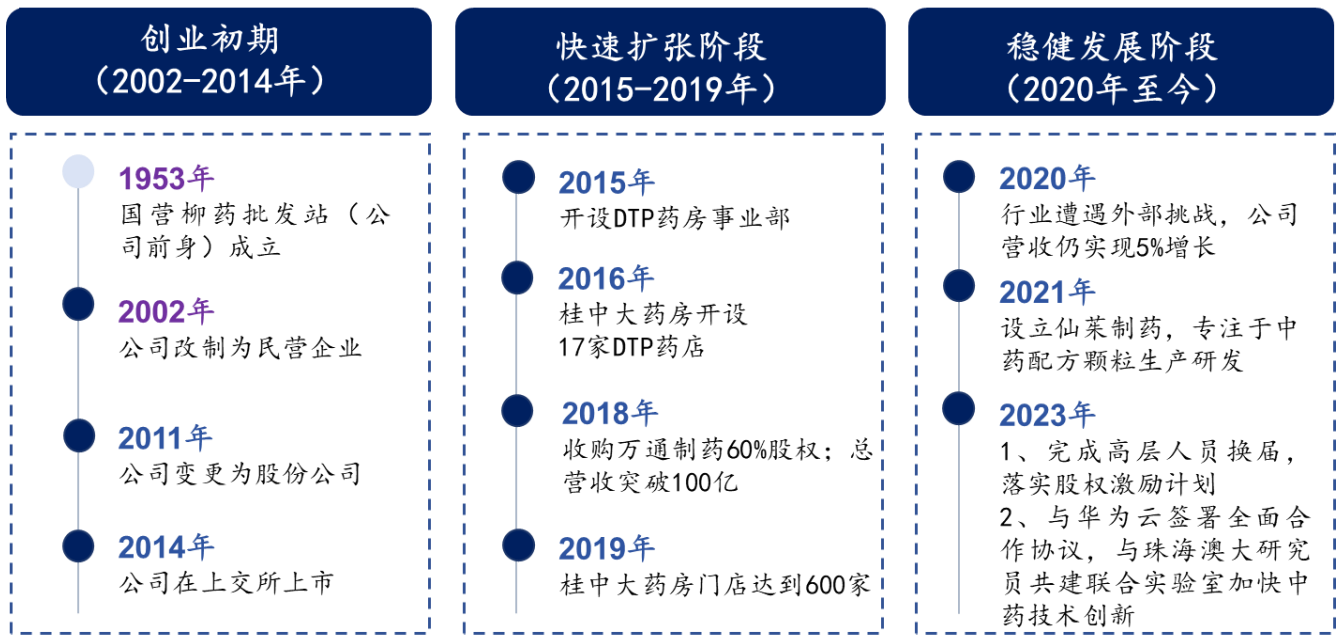


资料来源：公司官网，公司公告，信达证券研发中心

公司发展历程大致可以划分成 3 个阶段：

- **创业初期（2002-2014 年）**：此阶段公司主要立足于公司初期发展和布局。关键节点包括 2002 年改制为民营企业，2011 年变更为股份有限公司，2014 年公司于上交所上市。
- **快速扩张阶段（2015-2019 年）**：自 2014 年成功上市后，2015-2019 年间公司进入快速扩张的通道，2015-2019 年间营收复合增速达 23%，而归母净利润复合增速达 35%。期间的关键节点包括 2015 年公司开设 DTP 药房事业部（高值药品直送药店，以经营慢性病等特殊疾病、创新进口药品为主）。2018 年后公司收购万通制药 60% 股权，且公司总营收突破 100 亿。2019 年桂中大药房门店达 600 家。
- **稳健发展阶段（2020 年至今）**：2020 年行业面临外部挑战，公司营收仍实现 5% 增长，归母净利润仍有 4% 增长。2021 年配方颗粒试点政策放开，公司抓住机遇并设立仙莱制药，专注于配方颗粒的生产研发。2023 年公司完成高层人员换届并落实股权激励计划。同时，公司牵手珠海澳大研究院共建联合实验室，与华为云、润达医疗签署全面合作协议，加快中药技术创新和药品研发。

图2: 公司发展历程回顾

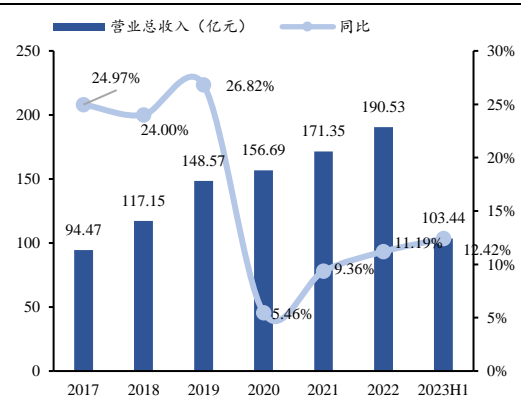


资料来源：公司公告，公司官网，ifind，信达证券研发中心

## 1.2 医药批发为公司核心业务，零售&工业正逐步贡献第二增长曲线

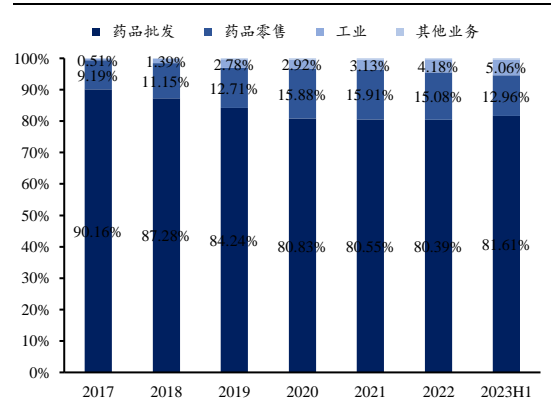
从收入层面上看，2017-2022年期间公司收入复合增速约15%。其中，2017-2019年公司营收复合增速约25%，一方面是公司受益于“两票制”等医改政策推行带来的广西医药批发行业集中度提升，另一方面系公司零售业务和工业业务增长发力。2020-2022年公司营收复合增速约10%，2020年由于新冠疫情影响增速有所放缓，2021-2022年公司营收增速分别为9.36%、11.19%。

图3: 公司近6年营收变动趋势



资料来源：ifind，信达证券研发中心

图4: 公司近6年业务构成



资料来源：ifind，信达证券研发中心

在收入构成方面，公司核心业务仍为批发业务，而零售业务和工业业务近年收入占比均有所提升，此两大业务未来发展潜力较大。2023H1公司批发业务占比达81.6%，而零售业务占比为12.96%，工业业务占比为5.06%。具体业务为：

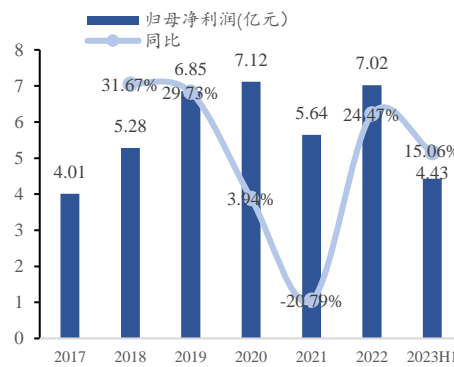
- 1) 批发业务（2017-2022年营收复合增速约为12%，2022年营收占比达80%，毛利率约7.68%）：**该业务为公司的核心业务，2017-2022年批发业务营收复合增速为12%（而公

司整体营收复合增速为 15%)，2022 年营收占比达 80%，毛利率约 7.68%。公司主要深耕于广西区域的医药流通，目前公司在广西各核心城市均设立有子公司，业务覆盖全区 100%的二级以上医院。

- 2) 药品零售 (2017-2022 年营收复合增速约为 27%，2022 年营收占比为 15%，毛利率约 20.15%)**：该业务为公司的潜力业务，其主要依赖于公司旗下的桂中大药房。截至 2022 年末，公司桂中大药房旗下拥有连锁药店 736 家，医保药店 667 家，DTP 药店 174 家。
- 3) 医药工业 (2017-2022 年营收复合增速约为 75%，2022 年营收规模为 7.97 亿元，毛利率约 48.82%)**：工业业务有望贡献公司第二增长曲线，2017-2022 年工业营收复合增速约达 75% (增速快)，而 2022 年该业务毛利率约 49% (毛利率高)。目前公司工业业务主要由子公司仙莱中药科技 (主营中药饮片)、仙莱制药 (主营中药配方颗粒)、孙公司康晟制药 (主营中成药) 及子公司万通制药 (主营中成药) 构成。

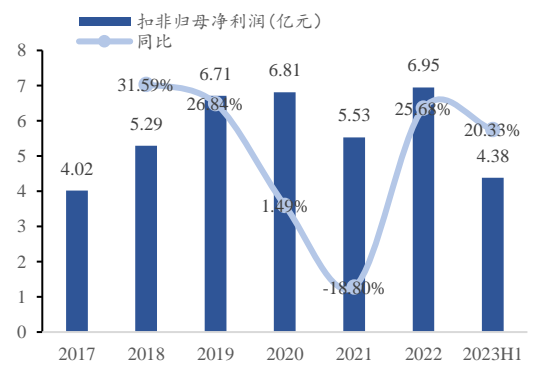
从利润层面上看，2017-2022 年公司扣非归母净利润复合增速约 11.59%，而归母净利润复合增速约 11.81%。2021 年受国家带量集采品种范围扩大、医保按病种付费 (DRGs)、广西 GPO (药品集团化采购) 执行等政策叠加影响，相关药品价格下降明显，致使公司批发业务毛利率同比下降 0.75 个百分点，进而使 2021 年扣非归母净利润同比下降 18.8%。

图5: 柳药集团近 6 年归母净利润变动



资料来源: ifind, 信达证券研发中心

图6: 柳药集团近 6 年扣非归母净利润变动



资料来源: ifind, 信达证券研发中心

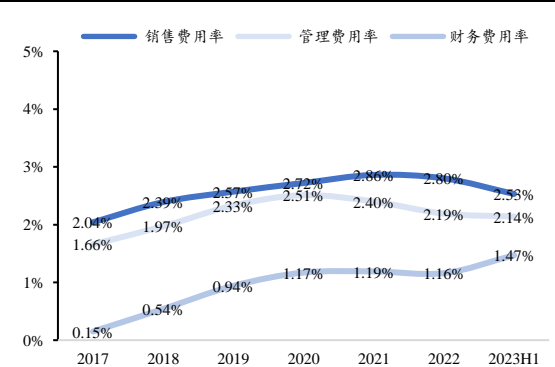
从盈利能力层面上看，2017-2022 年公司的毛利率均维持在 9.6%以上，其中 2021 年公司毛利率有所下降，主要是 2021 年受国家带量集采品种范围扩大、医保按病种付费 (DRGs)、广西 GPO (药品集团化采购) 执行等政策叠加影响，相关药品价格下降明显，致使公司批发业务毛利率同比下降 0.75 个百分点。2021-2023H1 间毛利率稳中有进 (主要系零售及工业两大高毛利业务占比提升带动)。在归母净利率方面，2021 年由于受行业政策影响毛利率下降，但公司加大降本增效等举措，销售费用率、管理费用率均有所下降，从而推动归母净利率从 2022 年起有所回升。

图7: 公司近 6 年盈利能力变动



资料来源: ifind, 信达证券研发中心

图8: 公司近 6 年期间费用率变动



资料来源: ifind, 信达证券研发中心



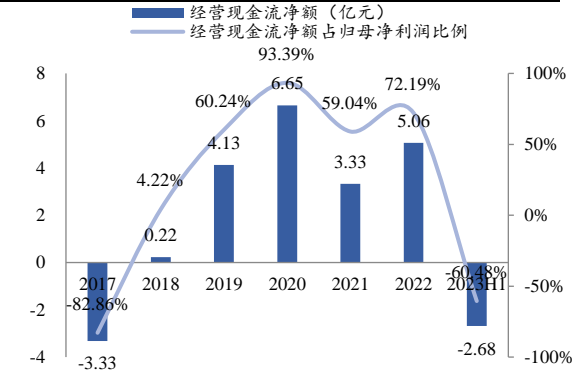
从营运能力上看，由于公司主要立足于广西区域医药流通，且主要面向院内市场（2022 年医院销售收入占比为 74.05%），因而公司的应收账款周转天数较高，2023H1 公司的应收账款周转天数约为 165 天。在经营现金流方面，2019-2022 年公司经营现金流与归母净利润比例在 59%以上，2022 年该比例达 72.19%。我们认为，由于公司客户群主要是公立等级医院，因而应收账款违约的概率较小，叠加随着公司零售业务及工业业务逐步释放第二增长动力，后续公司应收账款账期及现金流均有望持续优化。

图9: 公司近 6 年营运能力变动



资料来源: ifind, 信达证券研发中心

图10: 公司近 6 年经营现金流变动

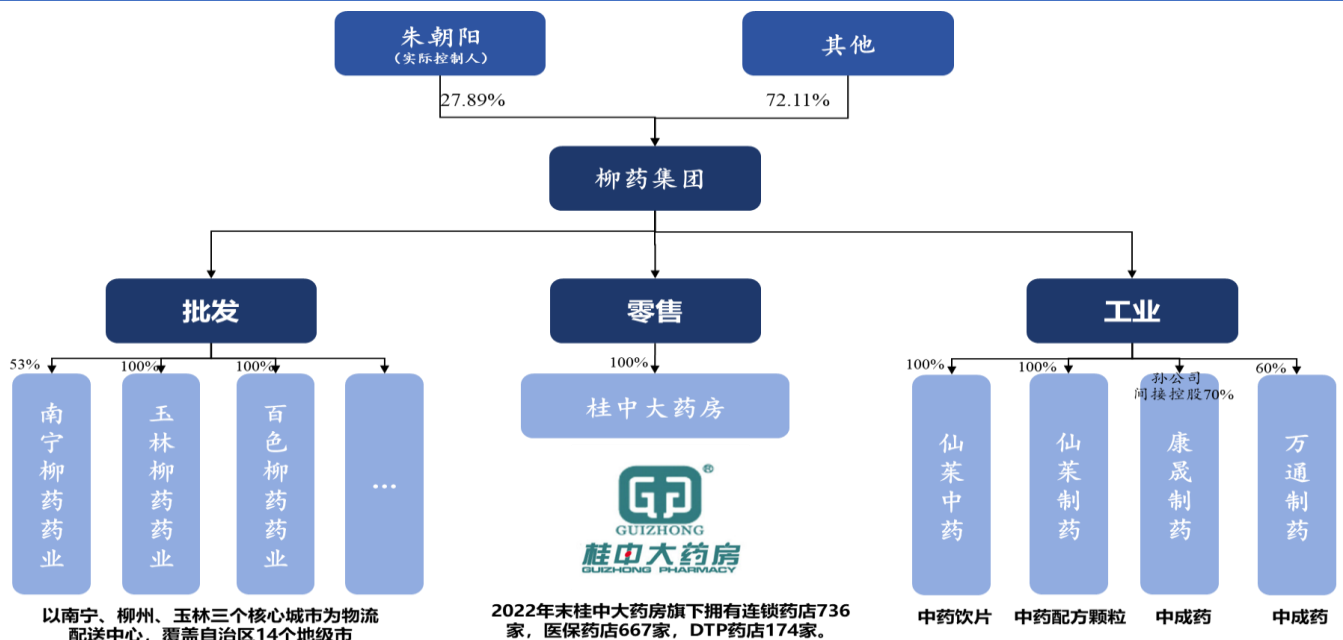


资料来源: ifind, 信达证券研发中心

### 1.3 实控人为朱朝阳先生，股权激励计划焕发员工积极性

从股东结构上看，截至 2024 年 2 月，公司实际控制人为朱朝阳先生，其持有公司股份 27.89%。从子公司布局上看，公司整体布局较为清晰，三大业务分别由不同子公司运作。在批发业务方面，公司建立起以南宁、柳州、玉林三个核心城市为物流配送中心，以桂林、百色、梧州等主干城市为配送节点，覆盖自治区 14 个地级市，在不同地级市均有相应的子公司运作。在零售业务方面，目前公司主要由全资子公司桂中大药房运营。在工业业务方面，公司主要布局三大领域分别为中药饮片（仙莱中药运营）、中药配方颗粒（仙莱制药运营）、中成药（主要由孙公司康晟制药、子公司万通制药运营）。

图11: 公司股权结构及子公司分布示意图（截至 2023 年三季报）



资料来源: 公司官网, 公司公告, ifind, 信达证券研发中心

在员工激励机制方面，公司自 2019 年起开始推出股权激励计划或员工持股计划来吸引和保留优秀管理人才和核心骨干。2019 年至今公司推出了 2 期股权激励计划，激励期间分别为 2019-2021 年以及 2023-2025 年，借此充分调动员工的积极性。

表1: 柳药集团历次股权激励计划方案

项目	首次公告日	授权价格	授予股数	实现条件
股权激励计划	2019/3/28	每股转让价 15.06 元。	激励总股数 308.54 万股（占总股数 1.19%）。	1) 2019 年营业收入较 2018 年增长比例不低于 18%； 2) 2020 年营业收入较 2018 年增长比例不低于 35%； 3) 2021 年营业收入较 2018 年增长比例不低于 50%。
	2023/6/29	每股转让价 10.82 元。	激励总股数 241.62 万股（占总股数 0.67%）。	1) 2023 年归母净利润较 2022 年增长比例不低于 20%； 2) 2024 年归母净利润较 2022 年增长比例不低于 44%； 3) 2025 年归母净利润较 2022 年增长比例不低于 73%。

资料来源：公司公告，ifind，信达证券研发中心

## 二、医药批发：药品批发或稳定增长，期待 SPD 项目亮眼表现

### 2.1 高效物流配送网络+二级以上医院全覆盖，助力公司跻身广西医药批发龙头

批发业务是公司核心业务，2022 年该业务贡献约 80% 的营业收入。目前公司通过建设现代化医药物流中心与拓展第三方物流服务，建立起以南宁、柳州、玉林三个核心城市为物流配送中心，以桂林、百色、梧州等主干城市为配送节点，覆盖自治区 14 个地级市的高效物流配送网络和售后服务体系，显著提升了在医药批发领域的业务覆盖范围。

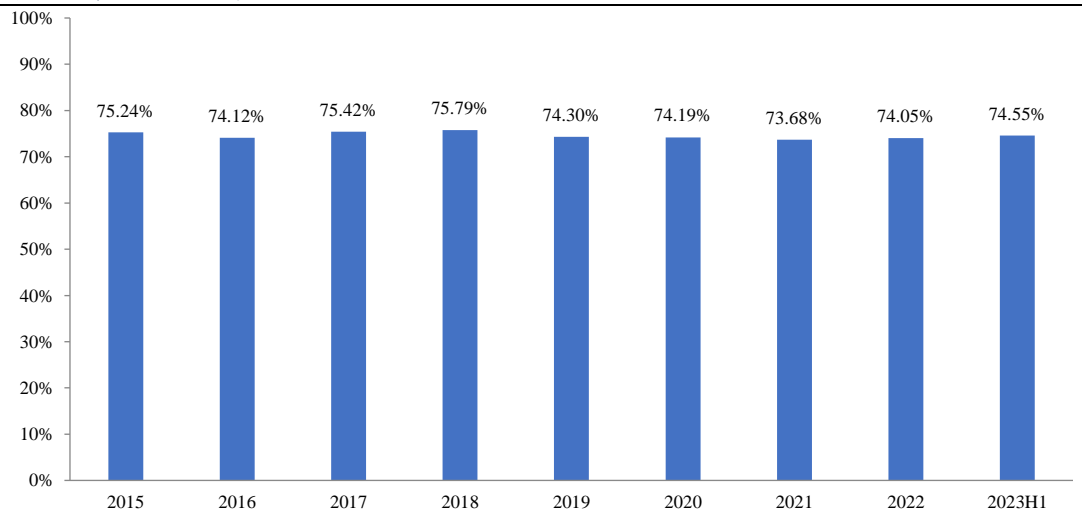
图12: 批发板块业务分布



资料来源：公司官网，信达证券研发中心

从终端渠道的覆盖程度上看，公司已实现对广西区内三级、二级规模以上医院的全覆盖，公司已成为国内外主要药械生产企业在广西区内的主分销商。目前医院仍为公司的核心收入来源，2023H1 医院销售营收占比为 74.55%。

图13: 近年公司医院销售营收占比变动

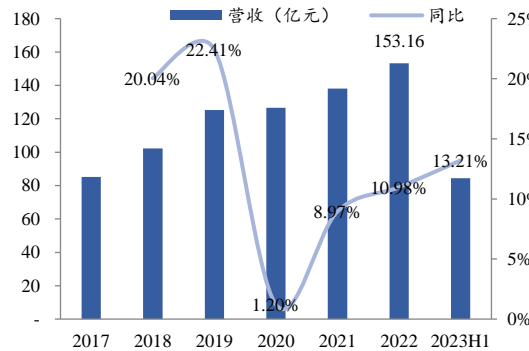


资料来源：公司公告，信达证券研发中心

2017-2022 年间批发板块营收复合增速约为 12%，整体可划分为 2 个增长阶段：①2017-2019 年由于“两票制”政策推行带来公司发展契机，此阶段公司营收复合增速为 21%；②2020-2022 年间由于新冠疫情干扰，叠加公司规模已突破 120 亿（基数相对较大），因而整体增速有所放缓，此阶段营收复合增速为 10%。

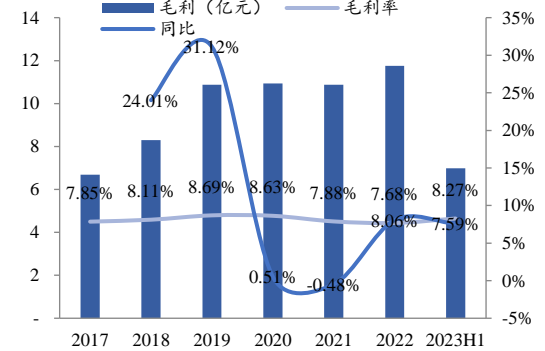
从盈利水平上看，2017-2022 年间公司批发板块毛利率均维持在 7.5% 以上。2021 年受国家带量集采品种范围扩大、医保按病种付费（DRGs）、广西 GPO（药品集团化采购）执行等政策叠加影响，相关药品价格下降明显，致使公司批发业务毛利率同比下降 0.75 个百分点。

图14: 批发板块近 6 年营收变动趋势



资料来源: ifind, 信达证券研发中心

图15: 批发板块近 6 年毛利及毛利率变动趋势

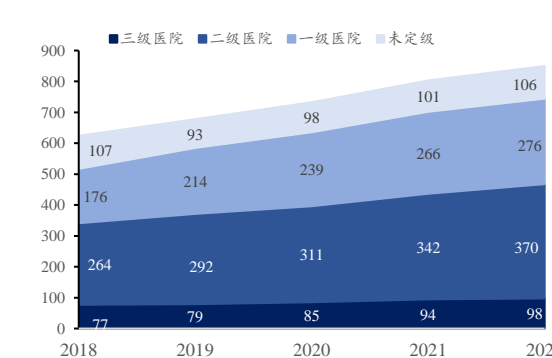


资料来源: ifind, 信达证券研发中心

## 2.2 公司批发业务复合增速略高于广西行业增速, 2022 年公司批发业务在广西市占率近 30%

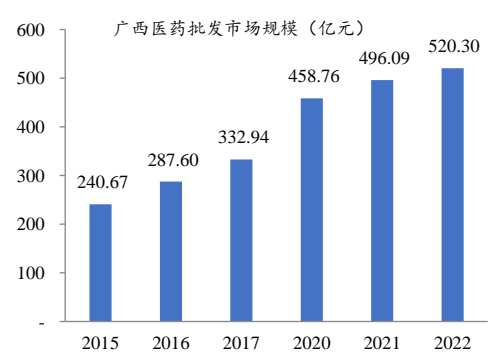
2022 年广西二级以上医院大概 468 家，其中三级医院 98 家，二级医院 370 家，目前公司已实现 370 家二级以上医院的覆盖。根据商务部数据，2022 年广西医药批发市场规模约 520 亿元，2015-2022 年间广西医药批发市场规模复合增速约 12%（公司复合增速约 15%），而 2017-2022 年间广西医药批发市场规模复合增速约 9%（公司复合增速约 12%）。

图16: 近年广西等级医院数量变动



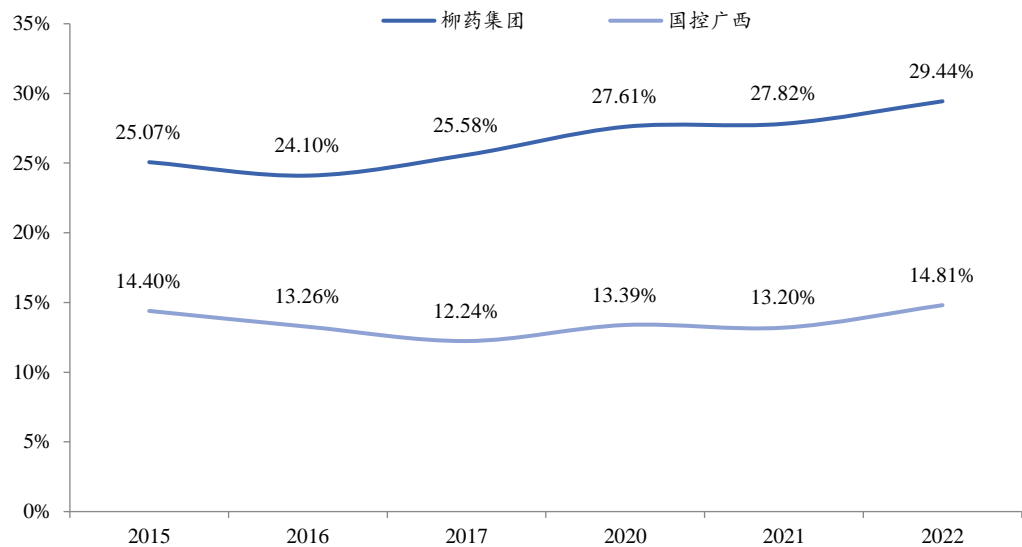
资料来源: 广西卫健委, 信达证券研发中心

图17: 近年广西医药批发市场规模变动



资料来源: 商务部, 中国政府网, 信达证券研发中心

根据商务部数据，叠加公司及国控广西在广西医药批发的收入规模，我们大致推算公司与国药控股广西分公司 2015-2022 年间的市占率变动。**主要结论为：**①2015-2022 年间柳药集团在广西医药批发市场的市占率均领先于国控广西，2022 年柳药集团在广西医药批发市占率约 29%。②从趋势上看，2015-2022 年间柳药集团市占率大致呈上升趋势，自 2017 年开始（两票制开始推行），柳药集团市占率的上升趋势在加快，2017-2022 年间柳药集团市占率每年提升约 0.77 个百分点。

**图18: 近年广西区域 2 家企业市占率对比**


资料来源：公司公告，ifind，商务部，信达证券研发中心

注：2018-2019 年商务部未披露相应的药品流通报告，因而暂未计算 2018-2019 年的市占率情况

### 2.3 公司药品批发或维持稳定增长，SPD 项目有望成为新亮点

#### ◆ 药品批发：两票制+集采等多政策已塑造广西药品批发配送格局，未来或维持稳定增长

目前已有多个行业政策整合药品批发配送业务，诸如 2017 年的“两票制”，2018 年的“4+7”带量采购以及随后的多批次全国集采，以及 2021 年广西公立医院尤其是中高端医院进一步强化了医院药占比控制（由 30% 的控制目标下调至 25% 以下）等，我们认为目前广西药品批发领域格局已相对稳定，叠加公司在广西药品批发配送领域的市占率相对较高，后续该领域或将维持稳定增长。

从后续战略发展的角度看，我们认为后续公司战略重点或将放在账期的管理方面，一方面系公司的规模已在广西位居龙头，后续规模扩张有限；另一方面系当前公司整体账期相对较长，整体回款情况存优化空间，后续公司或将持续优化账期结构，调整整体授信策略等。

#### ◆ 器械批发：以 SPD 项目为抓手，器械批发业务或有重要贡献

器械批发领域目前暂无两票制限定，同时器械集采也未如药品集采全方面推行，因而整体器械批发领域集中度相对较低。未来随着医疗规范化整治、器械集采逐步落地，我们认为器械批发领域有望迎来行业集中度持续提升，公司作为批发行业区域龙头有望受益。此外，近年药械耗材集采一系列政策密集出台，医保按病种付费 DRGs 加快落地，对医药流通环节和医院终端客户精细化管理和成本费用控制提出了更高要求。在此背景下，适应集采模式和精细化、可追溯管理需求的医院器械耗材集约化管理（SPD）成为医院需求的一项重要服务。

SPD（supply processing distribution）指医药物资供应服务管理平台。通过该平台，建立医院与供应商间的信息对接，并在医院投入智能化设备，根据医院实际使用完成物资高效供应和结算，从而建立药械耗材从生产企业、流通渠道到医院终端的商品流、信息流、物流、资金流等的统一，实现全程可追溯管理。

SPD 作为一种产品的供应链管理新模式，目前在我国的商业模式主要有四种：①纯软硬件销

售模式，医院直接购买纯软硬件产品。②医药商业公司集配模式，将医院的供应商归集到一家或几家，由其中一家进行 SPD 运营管理服务。③医药商业公司服务模式，由一家供应商为医院提供 SPD 运营管理服务，向其他供应商收取服务费。诸如某医院每年采购 30 亿元耗材，若以 5% 作为服务费，则 SPD 企业可获得 1.5 亿元收入。④纯第三方服务模式，由独立于医院与供应商的第三方 SPD 运营服务商提供 SPD 运营管理服务。

图19: SPD 业务模式示意图



资料来源：塞力医疗公司公告，信达证券研发中心

**SPD 项目主要需要 3 方面要素：**①软件，诸如医用耗材院内精细化管理平台、医用耗材智慧云采购平台等；②硬件，诸如高值耗材智能柜、智能物流机器人、壁挂电脑等。③服务，诸如人员服务、技术服务等。公司目前 SPD 项目在软件和服务方面基本实现自主提供，而硬件方面诸如智能柜等需向供应商采购。

当前公司已与多家医院合作开展智慧医药供应链增值服务（含 SPD 项目），公司目前已累计开展器械耗材 SPD 项目合作医院超 20 家。此外，公司 SPD 软件系统已实现自主化，并通过信息安全三级等级保护以及 ISO27001 信息安全管理体系认证、ISO27701 隐私信息管理体系认证的评估，公司已积累丰富的 SPD 项目经验。SPD 项目的实施为医院提供供应链信息平台搭建和专业运营服务，逐步建立起覆盖药械供应商、物流配送、医院终端的服务闭环，有效增强公司与医院客户的粘性，推动医用器械耗材集采集配服务模式的落地，从而快速提高公司在医院器械耗材的配送份额，提升公司医用器械耗材业务的市场占有率。

截至 2022 年末，我国公立医院 11746 个。根据众城数科统计，2011-2022 年间全国公立医院 SPD 中标数量约 770 个。若以此计算，目前医院器械耗材 SPD 项目在全国公立医院渗透率约 6.56%，未来渗透率提升或仍有较大空间，对应市场天花板仍较高。

### 三、医药零售：DTP 药房优势明显，门店拓张&AI 大模型助力增长

#### 3.1 桂中大药房深耕广西区域，DTP 药房优势明显

公司零售业务主要由全资子公司桂中大药房（2001 年成立）运营，截至 2022 年末桂中大药房拥有 736 家药店，2022 年桂中大药房在全国药品零售企业百强榜中位列第 12 位。经过 20 年的深耕细作，公司现已建立起覆盖广西壮族自治区 14 个地级市及 40 多个县的销售服务网络。

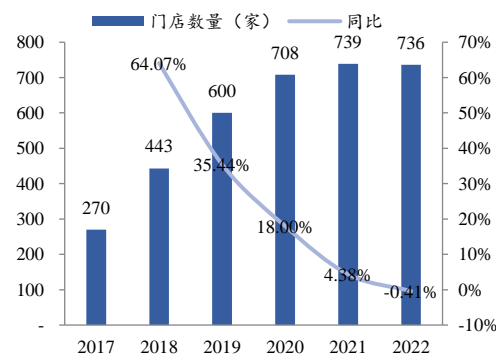
图20: 桂中大药房门店分布示意图



资料来源：桂中大药房官网，信达证券研发中心

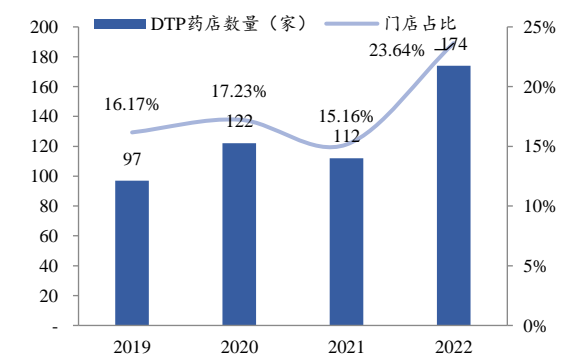
从门店构成上看，2022 年的 736 家药店中有 DTP 药店 174 家（约占 23.64%），社会药房约 562 家（约占 76.36%）。虽 DTP 药店数量仅占 23.64%，但其营收贡献占比较大，2022 年 DTP 药店实现含税销售规模 18.74 亿元。从门店增速上看，2017-2022 年间公司门店总数的复合增速约 22%。

图21: 近年公司药店数量变动趋势



资料来源：公司公告，信达证券研发中心

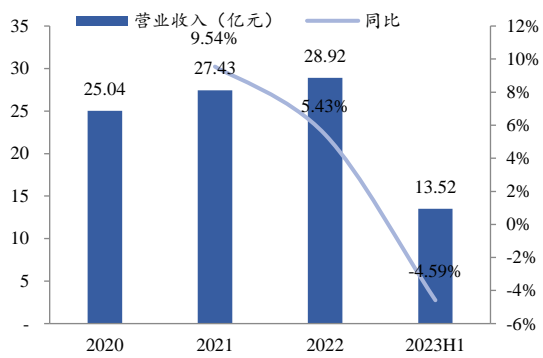
图22: 近年 DTP 药店数量及占比情况



资料来源：公司公告，信达证券研发中心

2022年桂中大药房收入规模约为29亿元，2023H1桂中大药房收入同比下降，主要系2022年7月受政策影响，公司双通道处方类针剂品种销售减少，致使2023H1同比表现下滑。2022年桂中大药房实现净利润为1.21亿元，而2023H1桂中大药房实现净利润0.64亿元（同比增长12.28%）。

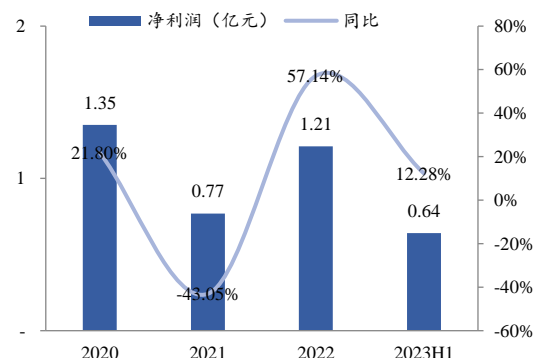
图23: 近年桂中大药房营收变动



资料来源：公司公告，信达证券研发中心

注：零售业务收入与桂中大药房收入存在差异，主要系存内部抵消影响

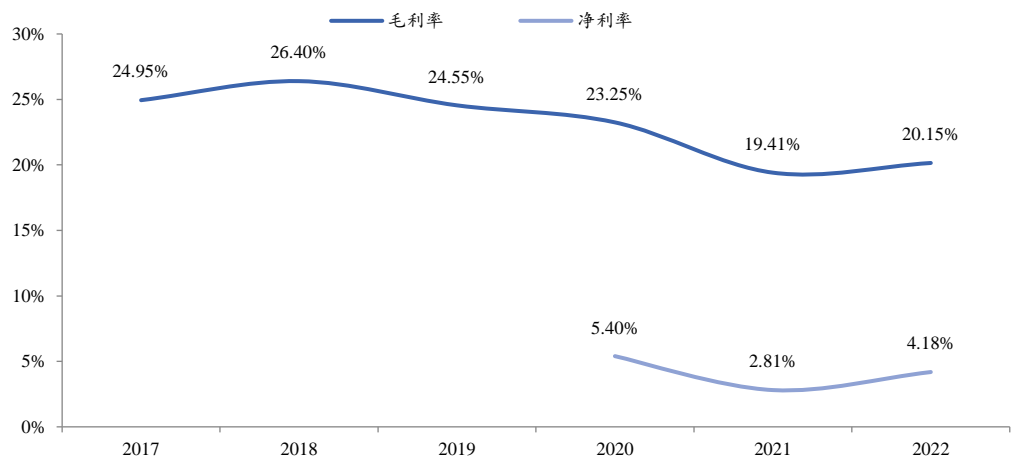
图24: 近年桂中大药房净利润变动



资料来源：公司公告，信达证券研发中心

在毛利率方面，2022年公司零售业务毛利率约20%。从趋势上看，2017-2022年公司零售业务毛利率呈下降趋势，主要系公司DTP药房门店占比提升明显（DTP门店占比从2017年的8.47%提升至2022年的23.64%）。在净利率层面，2022年桂中大药房的净利率约4.18%。

图25: 零售业务毛利率及桂中大药房净利率



资料来源：公司公告，ifind，信达证券研发中心

### 3.2 公司零售业务在广西省占率约18%，未来社会药房扩张仍存空间

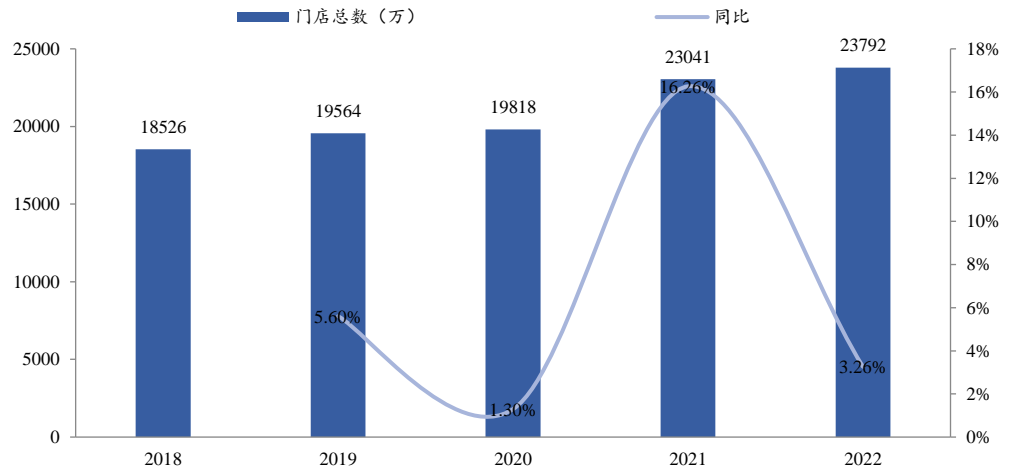
根据国家药监局统计数据，2022年广西药店门店总数为23792家，其中连锁药店约16637家（占比约为70%），而单体药店约7155家（占比约30%）。2022年末公司药店总数为736家，占广西药店门店总数的3%，因而门店数量层面公司仍有提升空间。

根据中康CMH数据，2019年广西壮族自治区零售药店销售额为131亿元，假设2019-2022年间广西零售药店销售额复合增速为7%（2019-2022年间广西药店门店总数复合增速约7%），



则推算 2022 年广西零售药店销售额约 160 亿元，2022 年公司零售业务营收约 29 亿元，对应占比为 18%。

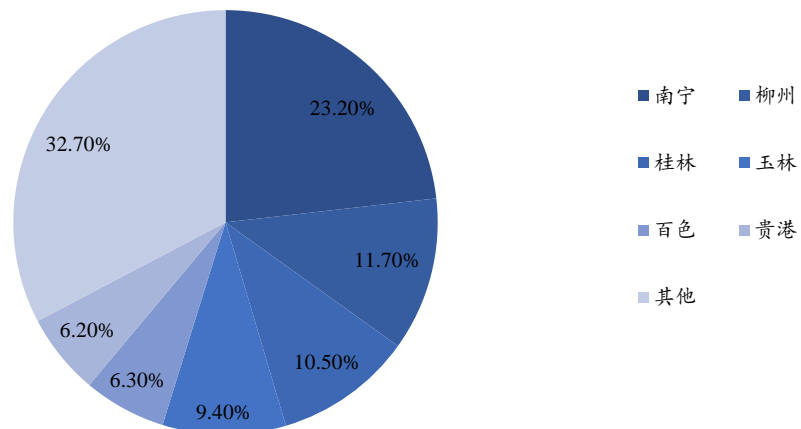
图26: 近年广西药店门店总数变动



资料来源: 国家药监局, 广西药监局, 信达证券研发中心

根据中康 CMH 数据, 2019 年广西壮族自治区中南宁、柳州、桂林三个地级市的销售额占比居前, 分别约为 23%、12%、11%。由于公司总部位于柳州, 因而其药店布局在柳州更有优势, 而南宁在广西药店销售额中占 23%, 具备较为重要意义, 未来公司药店在南宁区域开拓仍存空间。

图27: 2019 年广西各地零售药店销售占比



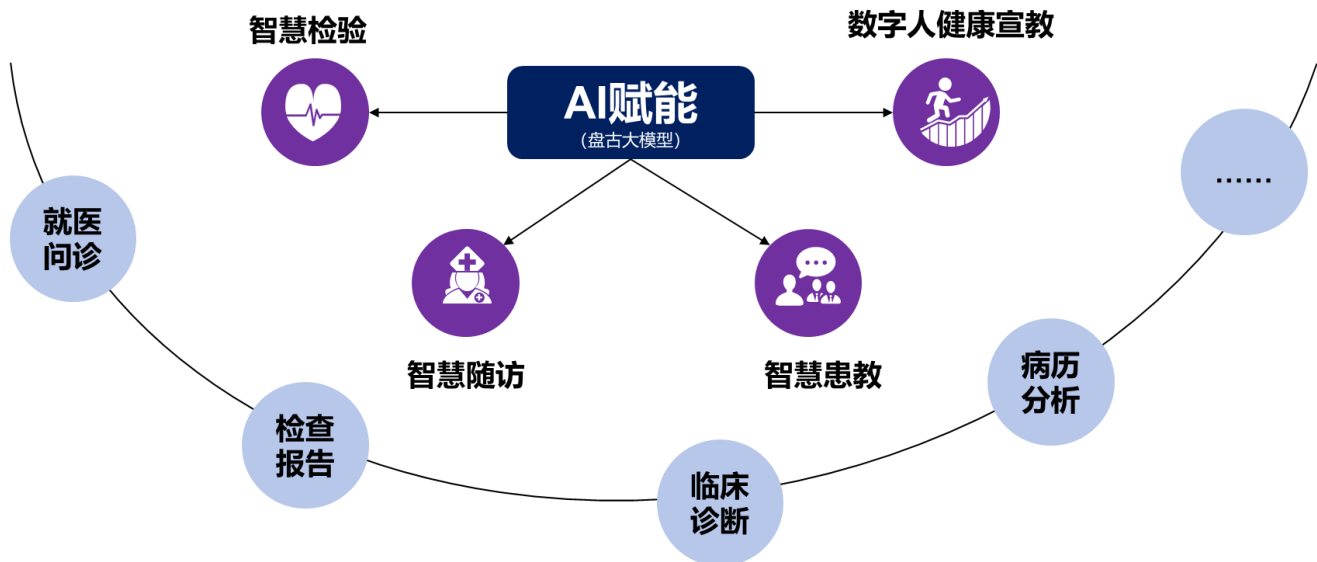
资料来源: 中康 CMH, 第一药店财智公众号, 信达证券研发中心

注: 由于暂未有最新数据, 我们使用 2019 年数据主要说明广西各地市药店销售额占比情况。

### 3.3 引入 AI 大模型，提升零售服务质量，单店盈利模型有望优化

2023 年 12 月，公司与华为云及润达医疗签署全面合作协议，将结合华为云在人工智能（AI）等方面的领先技术，以及润达医疗在医疗大模型良医小慧等方面的先进经验，共建运营“智慧医疗云”，实现对患者就医问诊、检查报告的辅助分析。

图28: AI 赋能药店示意图



资料来源: ifind, 上海证券报·中国证券网, 信达证券研发中心

公司与华为云、润达医疗的合作，将通过“智慧医疗云”赋能药店，应用智慧检验、智慧随访、智慧患教、数字人健康宣教等 AI 场景，为药店终端客户提供检测报告辅助分析、数字化陪护疗养、个性化健康管理等增值服务，推动公司互联网医院、处方共享、实体药店服务有效衔接，实现从预防诊疗到用药康复全病程的一体化智慧管理，助力提升诊疗康复效果和居民自主健康管理水平，形成一站式“医+药+健康管理”全生命周期服务闭环。

## 四、工业：“饮片+配方颗粒+中成药”三驾马车齐发力

### 4.1 借助自身商业渠道优势，塑造工业业务较强盈利能力

公司工业板块主要分成中药饮片、中药配方颗粒及中成药，2022年公司工业业务实现营收7.97亿元（占总营收比例约4%）。具体分布上看：①**中药饮片业务**主要由全资子公司**仙莱中药运营**，2022年仙莱中药创造营收4.34亿元（占工业总收入约54%），目前仙莱中药生产中药饮片品种达1100个，年产能达5000吨，基本涵盖医疗机构所需全部中药品种。②**中药配方颗粒业务**主要由全资子公司**仙莱制药负责**，仙莱制药成立于2021年7月，公司通过中药配方颗粒生产研发中心项目，拟开发生产约700多个中药配方颗粒品种，达产后产值超过10亿元。目前项目一期已竣工投产，仙莱制药已完成400多个中药配方颗粒品种备案，产能已达1500吨。③**中成药业务**主要由**康晟制药（间接持股70%）和万通制药（2018年收购，持股比例60%）**。其中，医大仙晟（医大仙晟全资持有康晟制药，且医大仙晟无其他资产）2022年实现营收0.82亿元，其核心产品有归芪补血口服液、安神养血口服液、胃乐胶囊等。2022年生产肾福康胶囊、舒血宁胶囊、蛭血通胶囊和软坚护肝片等。万通制药2022年实现营收2.8亿元，其现有品种达115个，其中复方金钱草颗粒、万通炎康片等10个为独家品种，22年推出祛瘀健脾茶、安宫牛黄丸、二陈丸、六味丸等新品。

图29：成药业务分布示意图

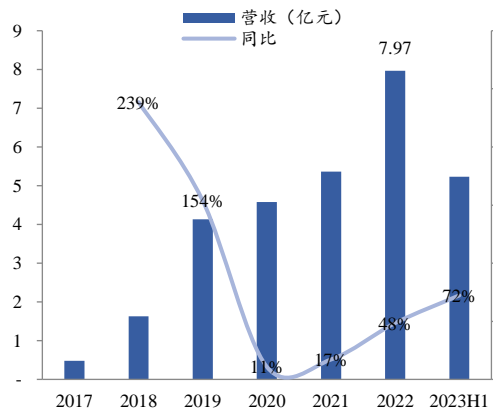


资料来源：ifind，公司官网，信达证券研发中心

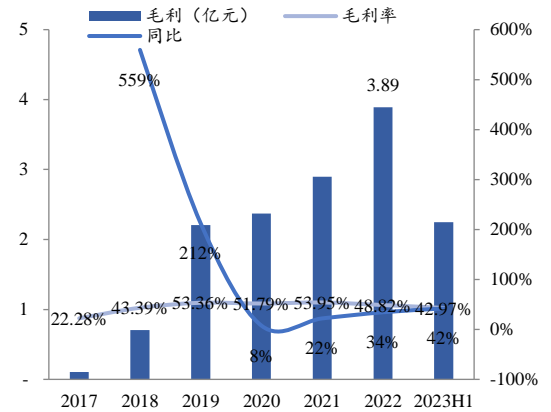
**2017-2022年间公司工业板块营收实现快速扩张，期间营收复合增速达75%，主要原因系：**

- ①原先公司工业板块业务基数较低，公司在利用自身已有批发渠道进行布局后工业业务（如仙莱中药）销售得以快速放量。
- ②2018年公司收购万通制药60%股权，公司自2018年开始加大中成药方面的布局，中成药方面的快速发展贡献一定的增速。
- ③2021年开始公司迈入中药配方颗粒领域，现仙莱制药已完成400多个中药配方颗粒品种备案，产能已达1500吨。截至2023H1，公司配方颗粒业务实现营收约2889万元。

**在毛利率方面**，工业板块毛利率高于公司批发和零售业务，近3年毛利率均值约52%。2022年公司毛利率同比减少5.13个百分点，主要系公司旗下工业企业产品结构调整，即低毛利的普药、中药饮片品种生产销售增加所致。

**图30: 近年工业板块营收变动趋势**


资料来源: ifind, 信达证券研发中心

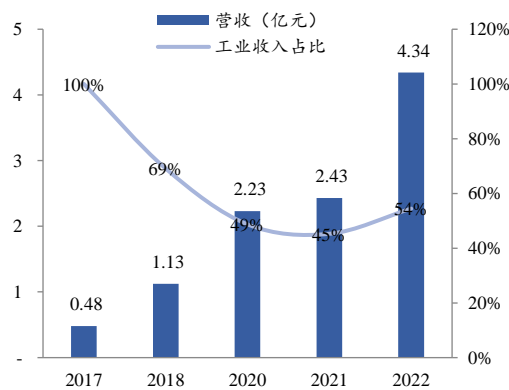
**图31: 近年工业板块毛利及毛利率变动**


资料来源: ifind, 信达证券研发中心

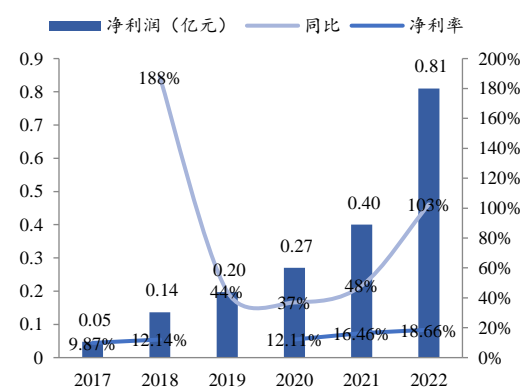
## 4.2 饮片业务: 仙莱中药为工业业务基本盘, 凭借批发业务的渠道优势实现较强盈利

仙莱中药成立于2015年(公司全资控股), 2016年取得药品生产许可证和GMP证书, 并建有现代化标准的中药饮片GMP生产加工基地, 总建筑面积超过11万平方米, 其中设有2100平方米的研发检验中心。目前仙莱中药已能生产加工各类中药饮片1100余种, 2022年实现营收超4亿元。

仙莱中药是公司工业板块最重要的子公司, 2017年公司工业收入基本来自于仙莱中药。2018年公司收购万通制药并布局中成药业务, 仙莱中药的营收贡献才降至69%。2022年仙莱中药对工业板块的营收贡献仍超50%。在盈利能力层面, 仙莱中药的盈利能力较强, 2022年仙莱中药净利率为18.66%。我们认为, 这主要系公司工业业务与公司批发业务的渠道发挥协同优势, 在入院及学术推广等方面费用有所节省。

**图32: 近年仙莱中药营收及占比变动**


资料来源: ifind, 公司公告, 信达证券研发中心

**图33: 近年仙莱中药净利润及净利率变动**


资料来源: ifind, 公司公告, 信达证券研发中心

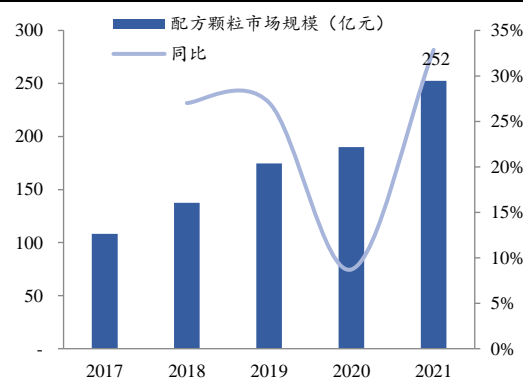
## 4.3 配方颗粒: 仙莱制药专注配方颗粒生产研发, 后起之秀值得重视

仙莱制药成立于2021年7月, 其是柳药集团旗下专门从事中药配方颗粒生产研发的现代中药创新企业。目前公司通过中药配方颗粒生产研发中心项目, 拟开发生产约700多个中药配方颗粒品种, 达产后产值超过10亿元。目前项目一期已竣工投产, 仙莱制药已完成400多个中药配方颗粒品种备案(覆盖国标、省标大部分品种), 产能已达1500吨(中药配方颗粒项目总设计达产3,000吨)。截至2023H1, 公司配方颗粒业务实现营收约2889万元。

在渠道开发方面，公司积极开展广东、四川、重庆等地省标备案工作，为未来加快品种在更大范围的市场拓展奠定基础。此外，公司目前医院开发工作有序推进。截至 2023Q3 末，公司已开发客户近 200 家，包括广西部分医疗机构、以及省外部分区域医疗机构。

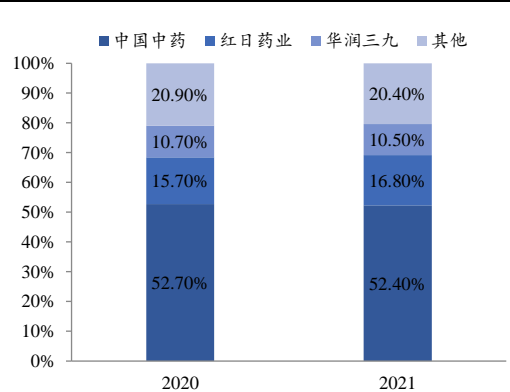
根据华经产业研究院数据，2021 年全国中药配方颗粒市场规模约 252 亿元，而目前中国中药、红日药业及华润三九占据近 80% 的市场份额，剩余 20% 市场份额为其他企业共享。我们认为，公司作为后起之秀有望提升相应的市场份额：①公司布局效率和进展较快，公司自 2021 年设立仙莱制药，经过 2 年多的耕耘，目前已完成 400 多个中药配方颗粒品种备案（覆盖国标、省标大部分品种），且已成为广西区内备案数、可供货数领先的中药配方颗粒企业。②公司在广西区域具备渠道优势，公司是广西区域的医药批发龙头，且公司已实现对广西区内三级、二级规模以上医院的全覆盖，未来在广西区域内的市场开发和竞争具备较强优势。截至 2023Q3 末公司已开发客户近 200 家，包括广西部分医疗机构、以及省外部分区域医疗机构。

图34: 近年全国配方颗粒市场规模变动



资料来源：中国医药工业信息中心，同花顺，华经产业研究院，信达证券研发中心

图35: 近年配方颗粒市场格局



资料来源：华经产业研究院，同花顺，信达证券研发中心

2023 年 8 月 17 日，山东省公共资源交易中心发布《中药配方颗粒采购联盟集中采购文件（征求意见稿）》，将对 200 个具有中药配方颗粒国家药品标准的品种进行集采。此次联盟集采囊括山东、山西、内蒙古、辽宁、吉林、黑龙江、安徽、陕西等 15 个省级单位。文件明确，各品种采购周期为 2 年，自中选后实际执行日起计算。按照规则，降幅达到 40% 即可获得拟中选资格；报价降幅在 40% 以上的企业低于 10 家，即使降幅达不到 40% 仍有机会拟中选。这给了企业足够的空间。我们认为，目前山东联盟集采虽仅限于 15 个省，但随着集采的深入后续或将实现全国推行，而全国性配方颗粒集采政策的推行或将对现有竞争格局有所影响，后起之秀若能把握机遇，其市场份额或将迎来提升契机。

#### 4.4 中成药：“万通制药+康晟制药”双子星

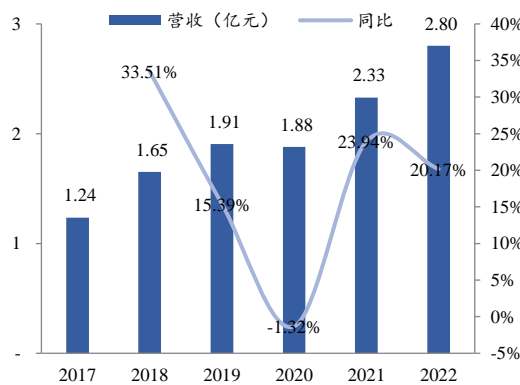
孙公司康晟制药和子公司万通制药主要开展中成药生产研发，旗下分别拥有安神养血口服液、归芪补血口服液和复方金钱草颗粒、万通炎康片（胶囊）等多个独家专利产品和知名品牌。2022 年万通制药生产的复方金钱草颗粒、万通炎康片（胶囊）、天芝草胶囊、祛瘀健脾茶等 15 个产品，康晟制药生产的安神养血口服液、归芪补血口服液、复方金蒲片、胃乐胶囊等 4 个产品，合计 19 个产品纳入自治区中医药管理局公布的第一批经广西民族医药专家委员会认定的广西民族药名单，这将为未来进入国家医保目录和国家基本药物目录创造优势条件。

### ◆ 万通制药

2018年公司完成万通制药收购（控股60%），公司中成药业务布局由此正式拉开序幕。目前万通制药主营业务为中成药的研发、生产和销售，产品包括片剂、颗粒剂、丸剂、散剂、茶剂、硬胶囊剂等6个剂型，现有品种达115个。其中复方金钱草颗粒、万通炎康片等10个为独家品种，2022年万通制药推出祛瘀健脾茶、安宫牛黄丸、二陈丸、六味丸等新品。

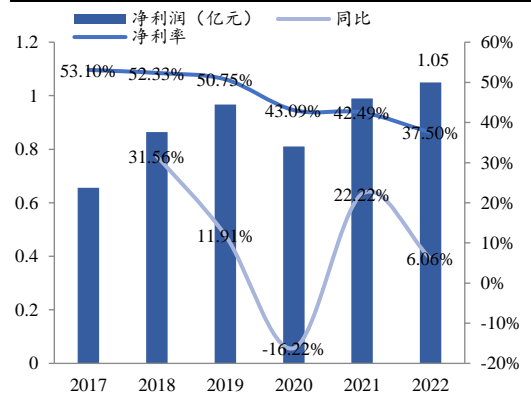
自2018年并购以来，万通制药营收复合增速约14%，而净利润复合增速约5%。2022年万通制药营收规模达2.8亿元，净利润为1.05亿元，净利率为37.5%（一方面万通制药相关产品毛利率较高，另一方面万通制药的销售一定程度依赖公司自身商业渠道，销售费用方面相对较低）。目前万通制药产品已覆盖29省（自治区、直辖市），区外市场销售规模占比已超过区内市场。

图36: 近年万通制药营收变动趋势



资料来源: ifind, 公司公告, 信达证券研发中心

图37: 近年万通制药净利润及净利率变动



资料来源: ifind, 公司公告, 信达证券研发中心

从产品矩阵上看，目前公司拥有115个品种。其中复方金钱草颗粒、万通炎康片等10个为独家品种，复方金钱草颗粒主要适用于泌尿系结石、尿路感染属湿热下注证者，而万通炎康片主要用于治疗外感风热所致的咽部红肿、牙龈红肿、疮疖肿痛。

表2: 万通制药核心产品

产品名称	主要适应症	产品资质
复方金钱草颗粒	用于泌尿系结石、尿路感染属湿热下注证者	乙类医保
万通炎康片	用于治疗外感风热所致的咽部红肿、牙龈红肿、疮疖肿痛	非医保
祛瘀健脾茶	用于湿热瘀阻的高血脂症的辅助治疗	非医保

资料来源: 药品通, 医联媒体, 信达证券研发中心

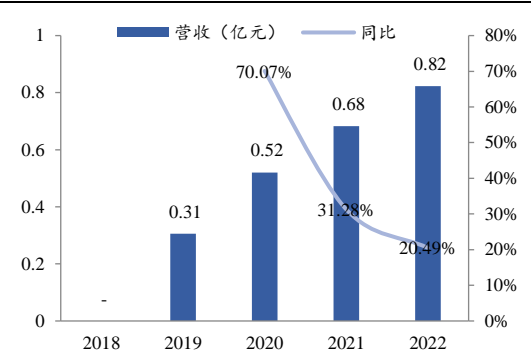
### ◆ 康晟制药

2016年柳药集团与广西医科大学出资设立医大仙晟公司，其中柳药集团持股70%。2018年医大仙晟设立全资子公司康晟制药（即柳药集团孙公司）。目前康晟制药的核心产品有归芪补血口服液、安神养血口服液、胃乐胶囊等。此外，公司已开展院内制剂生产和新产品研发，2022年康晟制药生产肾福康胶囊、舒血宁胶囊、蛭血通胶囊和软坚护肝片等。从渠道上看，目前康晟制药区外市场已覆盖25个省（自治区、直辖市）。

由于医大仙晟100%持有康晟制药，叠加医大仙晟无其他子公司业务，因而医大仙晟的财务数据可反映康晟制药的运营情况，故我们采用医大仙晟的财务数据进行分析。2018年由于康晟制药刚设立（主要完成厂区建设、设备调试以及产品试生产），叠加医大仙晟未有其他收入，因而2018年医大仙晟无营收。经过3年的运营，2021年医大仙晟首次实现盈利，净

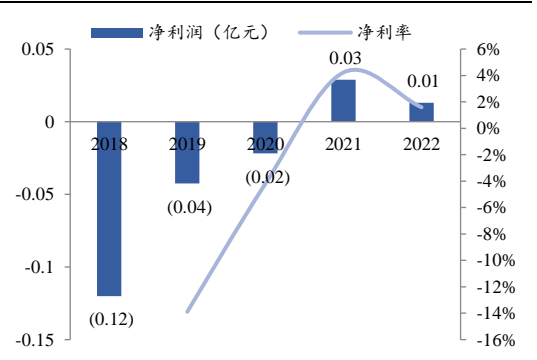
利率为 4.23%；2022 年医大仙晟营收再创新高，达 0.82 亿元（同比增长约 20%），而净利润为 0.01 亿元。

图38: 近年医大仙晟营收变动



资料来源: ifind, 公司公告, 信达证券研发中心

图39: 近年医大仙晟净利润及净利率变动



资料来源: ifind, 公司公告, 信达证券研发中心

从产品矩阵上看，目前公司主要产品归芪补血口服液、安神养血口服液等为前期广西医科大学转入的产品。自 2022 年起康晟制药开始生产肾福康胶囊、舒血宁胶囊、蛭血通胶囊和软坚护肝片等新产品。

表3: 康晟制药核心产品

产品名称	主要适应症	产品资质
归芪补血口服液	用于气血不足、神疲乏力，心悸失眠，头晕目眩	非医保
安神养血口服液	用于肝血不足引起的失眠，健忘	非医保
胃乐胶囊	用于胃胀闷疼痛，恶心呕吐，食少，疲乏无力等症；也可用于慢性胃炎和胃酸胃痛	非医保
肾福康胶囊	用于热淋涩痛，急性肾炎水肿，慢性肾炎急性发作	-
舒血宁胶囊	用于血瘀引起的胸痹、中风。症见胸闷、心悸、半身不遂等	-
蛭血通胶囊	用于中风恢复期及后遗症期，症见偏身麻木，头晕，疲劳者	-
软坚护肝片	主治慢性肝炎、肝硬化、肝癌术后辅助治疗等	-

资料来源: 家庭医生在线, 药品通, 广西医科大学第一附属医院官网, 39 健康网, 广西国际壮医院官网, 药融云, 信达证券研发中心

## 五、业务拆分、估值与投资评级

### 4.1 业务拆分

公司业务按照产品划分可分成批发、零售、工业、其他共四大块业务。我们对公司四大业务做以下假设：

1) **批发业务**：考虑公司医药批发业务在广西市占率较高且基数较大，我们预计 2023-2025 年收入同比增速分别为 9.7%、9%、9%；考虑公司批发业务整体商业模式较为稳定，我们假设 2023-2025 年毛利率均为 7.7%。

2) **零售业务**：考虑公司后续会进行相关门店扩张，叠加后续 AI 应用落地会改善单店内生增长动力，我们预计 2023-2025 年收入同比增速分别为-1%、14%、14%；我们假设 2023-2025 年毛利率均为 20%。

3) **工业业务**：考虑公司工业业务逐步进行全国化布局，同时营销体系也存优化空间，我们假设 2023-2025 年收入同比增速分别为 40%、40%、30%；2023-2025 年毛利率均为 49%。

4) **其他**：由于其他业务项波动较大，假设 2023-2025 年收入维持 0.19 亿元；假设 2023-2025 年毛利率均为 28%。

表4: 柳药集团业务拆分

项目 (亿元)	2022	2023E	2024E	2025E
营业总收入	190.53	207.89	231.47	257.19
同比	11.19%	9.11%	11.34%	11.11%
营业成本	168.61	183.73	203.16	224.40
毛利率	11.50%	11.62%	12.23%	12.75%
<b>批发(行业)</b>	<b>153.16</b>	<b>168.02</b>	<b>183.14</b>	<b>199.62</b>
同比	10.97%	9.70%	9%	9%
成本	141.41	155.08	169.04	184.25
毛利率	7.67%	7.70%	7.70%	7.70%
<b>零售(行业)</b>	<b>28.73</b>	<b>28.53</b>	<b>32.52</b>	<b>37.08</b>
同比	5.39%	-1%	14%	14%
成本	22.94	22.82	26.02	29.66
毛利率	20.15%	20%	20%	20%
<b>工业(行业)</b>	<b>7.97</b>	<b>11.16</b>	<b>15.62</b>	<b>20.31</b>
同比	48.42%	40%	40%	30%
成本	4.08	5.69	7.97	10.36
毛利率	48.81%	49%	49%	49%
<b>其他(行业)</b>	<b>0.19</b>	<b>0.19</b>	<b>0.19</b>	<b>0.19</b>
同比	-13.64%	0%	0%	0%
成本	0.14	0.14	0.14	0.14
毛利率	26.32%	28%	28%	28%

资料来源：公司公告，ifind，信达证券研发中心



## 4.2 估值与投资评级

我们选取国药控股、上海医药、九州通、重药控股作为柳药集团的可比公司，2023-2025 年三年柳药集团可比公司的平均估值分别 10 倍、9 倍、8 倍。由于柳药集团主要布局广西区域的医药批发，同时公司账期相对较长，因而估值方面比可比公司略低，但随着公司零售、工业两大高毛利业务逐步起量，未来有望迎来业绩&估值双提升。首次覆盖，我们给予公司“买入”投资评级。

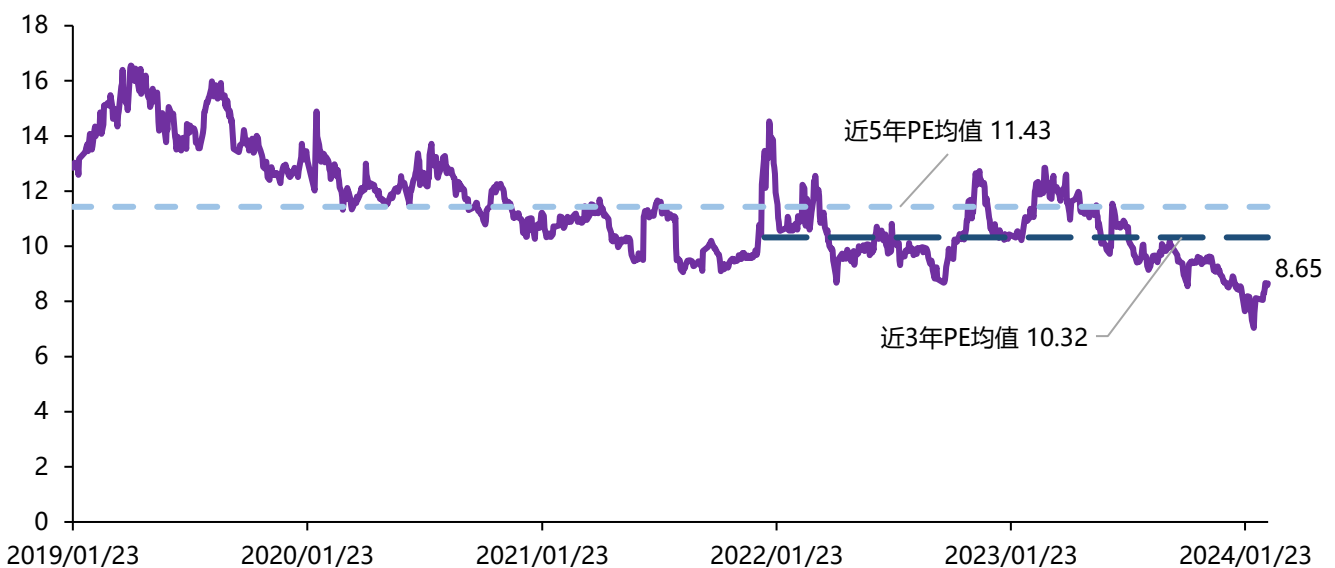
表5: 可比公司估值

公司	总市值 (亿元, CNY)	归母净利润 (亿元,CNY)			估值 (PE)		
		2023E	2024E	2025E	2023E	2024E	2025E
国药控股	629.27	90.81	100.74	111.43	6.93	6.25	5.65
上海医药	603.79	52.85	63.76	70.84	11.43	9.47	8.52
九州通	309.19	24.44	28.27	33.08	12.65	10.94	9.35
重药控股	87.10	8.07	10.80	12.55	10.79	8.07	6.94
<b>均值</b>	<b>407.34</b>	<b>44.04</b>	<b>50.89</b>	<b>56.97</b>	<b>10.45</b>	<b>8.68</b>	<b>7.61</b>
柳药集团	69.29	8.34	10.01	12.05	8.30	6.92	5.75

资料来源: ifind, 信达证券研发中心 (注: 数据截至 2024/2/27)

从公司历年估值变动趋势上看, 公司当前估值处于历史低位, 近 5 年 PE-TTM 均值为 11 倍, 近 3 年公司 PE-TTM 估值为 10 倍, 而当前 PE-TTM 估值为 8.65 倍。

图40: 近 5 年公司 PE-TTM 估值变动



资料来源: ifind, 信达证券研发中心

注: PE-TTM 估值截至 2024/2/27

## 六、风险因素

- ◆ **应收账款回收不及时**: 医药流通行业属于类金融行业, 在产业链运作当中承担起资金周转的角色 (如给医院、药店等提供账期), 若应收账款回收不及时势必影响整体业务运转效率以及质量。
- ◆ **融资利率上行**: 若利率上行, 会提升企业的资金运用成本, 对企业资金运作产生影响, 同时提升企业的财务费用支出, 最终影响利润表。
- ◆ **市场竞争加剧**: 医药流通行业呈现集中度提升趋势, 同时头部医药流通企业或将相互抢占优势市场, 从而导致整体市场竞争加剧。
- ◆ **医药批发业务增长不及预期**: 医药批发业务属于公司的基石业务, 若整体业务表现不及预期, 公司业绩也将受影响。
- ◆ **新业务拓展不及预期**: 公司零售和工业业务具有增速快、毛利率高等特点, 若新业务拓展不及预期, 公司营收增速及盈利能力也将遭受挑战。

资产负债表		单位:百万元				
会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E	
<b>流动资产</b>	13,388	16,125	20,368	22,070	24,073	
货币资金	3,416	3,855	4,100	4,485	4,957	
应收票据	187	216	277	309	343	
应收账款	7,285	8,713	11,495	12,755	13,776	
预付账款	279	455	551	609	673	
存货	1,805	2,462	3,470	3,386	3,740	
其他	415	425	474	527	584	
<b>非流动资产</b>	2,487	2,482	2,325	2,249	2,138	
长期股权投资	0	1	1	1	1	
固定资产(合计)	818	963	920	887	852	
无形资产	227	257	243	229	215	
其他	1,442	1,261	1,162	1,132	1,071	
<b>资产总计</b>	15,875	18,607	22,693	24,319	26,211	
<b>流动负债</b>	8,629	10,828	14,184	14,750	15,320	
短期借款	2,711	2,996	2,966	2,976	2,946	
应付票据	1,915	2,901	5,614	5,643	5,610	
应付账款	2,888	3,625	4,083	4,515	4,987	
其他	1,115	1,305	1,521	1,616	1,777	
<b>非流动负债</b>	1,440	1,414	1,431	1,390	1,389	
长期借款	246	238	261	231	241	
其他	1,194	1,176	1,170	1,159	1,148	
<b>负债合计</b>	10,068	12,242	15,614	16,140	16,709	
少数股东权益	346	396	479	578	697	
归属母公司股东权益	5,460	5,969	6,600	7,601	8,806	
<b>负债和股东权益</b>	15,875	18,607	22,693	24,319	26,211	

重要财务指标		单位:百万元				
会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E	
营业总收入	17,135	19,053	20,789	23,147	25,719	
同比(%)	9.4%	11.2%	9.1%	11.3%	11.1%	
归属母公司净利润	564	702	834	1,001	1,205	
同比(%)	-20.8%	24.4%	18.9%	19.9%	20.4%	
毛利率(%)	11.4%	11.5%	11.6%	12.2%	12.7%	
ROE%	10.3%	11.8%	12.6%	13.2%	13.7%	
EPS(摊薄)(元)	1.56	1.94	2.30	2.76	3.33	
P/E	12.29	9.88	8.30	6.92	5.75	
P/B	1.27	1.16	1.05	0.91	0.79	
EV/EBITDA	6.37	5.33	4.70	3.80	3.01	

利润表		单位:百万元				
会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E	
<b>营业总收入</b>	17,135	19,053	20,789	23,147	25,719	
营业成本	15,179	16,861	18,373	20,316	22,440	
营业税金及附加	57	70	71	79	87	
销售费用	490	534	549	657	741	
管理费用	412	417	462	525	592	
研发费用	19	26	27	30	33	
财务费用	204	220	186	208	232	
减值损失合计	0	0	0	0	0	
投资净收益	2	7	0	1	1	
其他	-23	-43	-45	-41	-40	
<b>营业利润</b>	753	890	1,077	1,292	1,555	
营业外收支	2	0	0	0	0	
<b>利润总额</b>	755	890	1,077	1,292	1,555	
所得税	114	131	160	192	231	
<b>净利润</b>	641	759	917	1,100	1,324	
少数股东损益	77	57	83	99	119	
<b>归属母公司净利润</b>	564	702	834	1,001	1,205	
EBITDA	1,164	1,345	1,493	1,735	2,026	
EPS(当年)(元)	1.56	1.94	2.30	2.76	3.33	

现金流量表		单位:百万元				
会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E	
<b>经营活动现金</b>	333	506	809	818	903	
净利润	641	759	917	1,100	1,324	
折旧摊销	208	242	231	235	239	
财务费用	174	220	220	245	273	
投资损失	-2	-7	0	-1	-1	
营运资金变动	-722	-756	-603	-811	-981	
其它	33	49	44	50	50	
<b>投资活动现金流</b>	-293	-383	-64	-157	-127	
资本支出	-264	-183	-129	-160	-130	
长期投资	-35	-8	0	0	0	
其他	6	-192	64	3	3	
<b>筹资活动现金流</b>	-241	-731	-499	-276	-304	
吸收投资	7	25	-21	0	0	
借款	3,634	4,731	-7	-20	-20	
支付利息或股息	-386	-379	-403	-245	-273	
<b>现金流净增加额</b>	-201	-608	245	385	472	

## 研究团队简介

**唐爱金**，医药首席分析师。浙江大学硕士，曾就职于东阳光药先后任研发工程师及营销市场专员，具备优异的药物化学专业背景和医药市场经营运作经验，曾经就职于广证恒生和方正证券研究所负责医药团队卖方业务工作超9年。

**史慧颖**，医药分析师，上海交通大学药学硕士，曾在PPC佳生和 Parexel 从事临床 CRO 工作，2021 年加入信达证券，负责 CXO 行业研究。

**吴欣**，医药分析师，上海交通大学生物医学工程本科及硕士，曾在长城证券研究所医药团队工作，2022 年 4 月加入信达证券，负责医疗器械和中药板块行业研究。

**曹佳琳**，医药分析师，中山大学岭南学院数量经济学硕士，2 年医药生物行业研究经历，曾任职于方正证券，2023 年加入信达证券，负责医疗器械设备、体外诊断、ICL 等领域的研究工作。

**王桥天**，医药研究员，中国科学院化学研究所有机化学博士，北京大学博士后。2021 年 12 月加入信达证券，负责科研服务与小分子创新药行业研究。

**赵晓翔**，医药研究员，上海交通大学生物技术专业学士，卡耐基梅隆大学信息管理专业硕士，2 年证券从业经验，2022 年加入信达证券，负责医疗器械、医疗设备、AI 医疗、数字医疗等行业研究。

**章钟涛**，医药研究员，暨南大学国际投融资硕士，1 年医药生物行业研究经历，CPA(专业阶段)，曾任职于方正证券，2023 年加入信达证券，主要覆盖中药、医药商业&药店、疫苗。

## 分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

## 免责声明

信达证券股份有限公司(以下简称“信达证券”)具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

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，也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人做出邀请。

在法律允许的情况下，信达证券或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

## 评级说明

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数：沪深 300 指数（以下简称基准）；  时间段：报告发布之日起 6 个月内。	<b>买入</b> ：股价相对强于基准 20% 以上；	<b>看好</b> ：行业指数超越基准；
	<b>增持</b> ：股价相对强于基准 5%~20%；	<b>中性</b> ：行业指数与基准基本持平；
	<b>持有</b> ：股价相对基准波动在±5% 之间；	<b>看淡</b> ：行业指数弱于基准。
	<b>卖出</b> ：股价相对弱于基准 5% 以下。	

## 风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，投资者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、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，投资者需自行承担风险。