

## 证券研究报告

## 公司研究

## 公司点评报告

柳药集团 (603368)

投资评级 买入

上次评级 买入

唐爱金 医药行业首席分析师

执业编号: S1500523080002

邮箱: tangaijin@cindasc.com

章钟涛 医药行业分析师

执业编号: S1500524030003

邮箱: zhangzhongtao@cindasc.com

相关研究:

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

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

## 2023 年达成股权激励业绩目标, 2024Q1 业绩符合预期

2024 年 04 月 26 日

**事件:**公司发布 2023 年年报及 2024 年一季报, 2023 年实现营业收入 208.12 亿元 (yoy+9%), 实现归母净利润 8.5 亿元 (yoy+21%), 扣非归母净利润 8.37 亿元 (yoy+20%)。2024 年一季度实现营业收入 57.75 亿元 (yoy+8%), 归母净利润 3 亿元 (yoy+15%), 扣非归母净利润 2.97 亿元 (yoy+15%)。

**点评:**

- **2023 年公司达成股权激励业绩目标, 工业归母净利润增速达 56%。** 2023 年公司实现归母净利润 8.5 亿元 (yoy+21%), 该业绩超过公司 2023 年股权激励业绩考核指标 (即 2023 年归母净利润增速在 20% 以上)。2023 年业绩分板块上看: ①批发业务收入 167.88 亿元 (yoy+10%), 实现归母净利润 4.92 亿元 (yoy+10%)。其中, 医疗器械批发实现营收 24.15 亿元 (yoy+20%), 截至 2023 年末公司已与区内 30 家核心医疗机构开展器械耗材 SPD 项目合作。②零售业务收入 28.22 亿元 (yoy-2%), 实现归母净利润 1.47 亿元 (yoy+21%)。由于受政策影响, 2023 年处方药针剂品种在零售端的销售减少, 因而公司零售业务有所下降。同时, 由于公司调整品种结构, 提高高毛利品种销售占比, 推动零售毛利率提升, 因而净利润方面有所增长。③**工业业务收入 11.13 亿元 (yoy+40%), 实现归母净利润 2.08 亿元 (yoy+56%)。** 公司工业业务主要系中药饮片、中成药以及中药配方颗粒。2023 年公司中药饮片在广西区内医院核心市场的份额进一步提升, 而中成药业务在产品&渠道方面均有所提升, 2023 年公司在广西区开发 200 多家配方颗粒客户 (其中二级以上医院客户 80 家), 同时公司已在广东、福建、四川、贵州等地开发客户超 200 家。
- **2024Q1 业绩符合预期, 受益于处方外流 2024Q1 零售业务表现亮眼。** 2024Q1 公司营业收入 57.75 亿元 (yoy+8%), 实现归母净利润 3 亿元 (yoy+15%), 整体业绩表现符合预期。2024Q1 业绩分板块上看: ①批发业务收入 46.99 亿元 (yoy+6%), 实现归母净利润 2.07 亿元 (yoy+14%)。2024Q1 公司发挥药械协同优势, 凭借全品种覆盖和开展医院药械耗材 SPD 项目等供应链增值服务, 推动药品销售稳步增长的同时带动器械耗材较快增长。②**零售业务收入 7.81 亿元 (yoy+20%), 实现归母净利润 0.4 亿元 (yoy+22%)。2024Q1 零售业务表现超预期,** 主要系门诊统筹等政策推动处方外流, 公司 DTP 药房业绩表现亮眼。③**工业业务收入 2.67 亿元 (yoy+9%), 实现归母净利润 0.52 亿元 (yoy+14%)。** 2024Q1 公司的中成药营销中心持续统筹旗下中成药产品的销售推广工作, 并建立与全国性头部连锁药店、商业公司、代理商的合作, 拓展区外市场。此外, 公司积极开展中药配方颗粒生产项目, 截至 2024 年一季度末公司已完成 470 多个品种的备案工作。
- **盈利预测与投资评级:** 我们预计公司 2024-2026 年营业收入分别为 231.99 亿元、257.88 亿元、287.32 亿元, 同比增速分别为 12%、11%、

11%，实现归母净利润分别为 10.23 亿元、12.37 亿元、14.95 亿元，同比分别增长 20%、21%、21%，对应当前股价 PE 分别为 8 倍、7 倍、6 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，我们维持“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	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业总收入(百万元)	19,053	20,812	23,199	25,788	28,732
增长率 YoY %	11.2%	9.2%	11.5%	11.2%	11.4%
归属母公司净利润 (百万元)	702	850	1,023	1,237	1,495
增长率 YoY%	24.4%	21.1%	20.4%	20.9%	20.9%
毛利率%	11.5%	11.9%	12.1%	12.5%	13.0%
净资产收益率ROE%	11.8%	12.8%	13.4%	13.9%	14.4%
EPS(摊薄)(元)	1.94	2.35	2.82	3.41	4.13
市盈率 P/E(倍)	11.82	9.76	8.11	6.70	5.55
市净率 P/B(倍)	1.39	1.25	1.09	0.93	0.80

资料来源：wind，信达证券研发中心预测；股价为 2024 年 4 月 26 日收盘价

资产负债表		单位:百万元				
会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E	
<b>流动资产</b>	16,125	17,317	19,521	21,969	23,960	
货币资金	3,855	3,148	3,933	4,736	4,856	
应收票据	216	210	235	261	291	
应收账款	8,713	10,443	11,545	12,789	14,211	
预付账款	455	408	449	496	550	
存货	2,462	2,306	2,550	2,820	3,124	
其他	425	802	809	865	929	
<b>非流动资产</b>	2,482	2,843	2,653	2,595	2,504	
长期股权投资	1	5	5	5	5	
固定资产(合计)	963	1,004	963	931	897	
无形资产	257	240	226	212	198	
其他	1,261	1,593	1,459	1,447	1,404	
<b>资产总计</b>	18,607	20,159	22,174	24,564	26,465	
<b>流动负债</b>	10,828	11,614	12,505	13,501	14,619	
短期借款	2,996	3,173	3,113	3,123	3,133	
应付票据	2,901	3,621	4,023	4,450	4,929	
应付账款	3,625	3,553	3,967	4,387	4,859	
其他	1,305	1,267	1,402	1,541	1,699	
<b>非流动负债</b>	1,414	1,482	1,506	1,571	746	
长期借款	238	229	220	250	241	
其他	1,176	1,253	1,286	1,321	505	
<b>负债合计</b>	12,242	13,096	14,011	15,072	15,365	
少数股东权益	396	446	523	616	729	
归属母公司股	5,969	6,618	7,640	8,876	10,371	
<b>负债和股东权益</b>	18,607	20,159	22,174	24,564	26,465	

重要财务指标		单位:百万元				
会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E	
营业总收入	19,053	20,812	23,199	25,788	28,732	
同比(%)	11.2%	9.2%	11.5%	11.2%	11.4%	
归属母公司净利润	702	850	1,023	1,237	1,495	
同比(%)	24.4%	21.1%	20.4%	20.9%	20.9%	
毛利率(%)	11.5%	11.9%	12.1%	12.5%	13.0%	
ROE%	11.8%	12.8%	13.4%	13.9%	14.4%	
EPS(摊薄)(元)	1.94	2.35	2.82	3.41	4.13	
P/E	11.82	9.76	8.11	6.70	5.55	
P/B	1.39	1.25	1.09	0.93	0.80	
EV/EBITDA	5.33	5.32	5.09	3.98	2.99	

利润表		单位:百万元				
会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E	
<b>营业总收入</b>	19,053	20,812	23,199	25,788	28,732	
营业成本	16,861	18,338	20,400	22,561	24,990	
营业税金及附加	70	78	79	88	98	
销售费用	534	554	626	701	790	
管理费用	417	470	510	567	632	
研发费用	26	37	35	39	43	
财务费用	220	249	225	247	272	
减值损失合	0	0	0	0	0	
投资净收益	7	-1	1	1	1	
其他	-43	-41	-46	-40	-38	
<b>营业利润</b>	890	1,044	1,278	1,546	1,869	
营业外收支	0	0	0	0	0	
<b>利润总额</b>	890	1,043	1,278	1,546	1,869	
所得税	131	137	179	216	262	
<b>净利润</b>	759	907	1,100	1,330	1,607	
少数股东损	57	57	77	93	113	
<b>归属母公司</b>	702	850	1,023	1,237	1,495	
EBITDA	1,345	1,527	1,715	2,009	2,360	
EPS(当年)(元)	1.94	2.35	2.82	3.41	4.13	

现金流量表		单位:百万元				
会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E	
<b>经营活动现金流</b>	506	594	1,079	1,164	1,371	
净利润	759	907	1,100	1,330	1,607	
折旧摊销	242	234	211	215	219	
财务费用	220	234	251	279	310	
投资损失	-7	1	-1	-1	-1	
营运资金变	-756	-829	-530	-709	-814	
其它	49	49	48	50	50	
<b>投资活动现金流</b>	-383	-202	6	-157	-127	
资本支出	-183	-173	-130	-160	-130	
长期投资	-8	-18	0	0	0	
其他	-192	-11	136	3	3	
<b>筹资活动现金流</b>	-731	-397	-300	-204	-1,126	
吸收投资	25	0	0	0	0	
借款	4,731	4,204	-69	40	1	
支付利息或股息	-379	-361	-251	-279	-310	
<b>现金流净增加额</b>	-608	-5	785	804	119	

## 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**，医药研究员，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。

**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。

**吴欣**，医药研究员，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。

**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。

**曹佳琳**，医药研究员，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。

**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。

**赵丹**，医药研究员，北京大学生物医学工程硕士，2年创新药行业研究经历，2024年加入信达证券。主要覆盖创新药。

## 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 15% 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%~15%；	<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。