

2024年04月28日
柳药集团(603368.SH)

SDIC

批发业务稳健增长，零售及工业布局加速有望打开增长空间

■ 事件：公司发布 2023 年年报及 2024 年一季报，实现业绩持续稳健增长。

2023 年公司实现营业收入 208.12 亿元，同比增长 9.23%，归母净利润 8.50 亿元，同比增长 21.11%；2024Q1 公司实现营业收入 57.75 亿元，同比增长 8.25%；归母净利润 3.00 亿元，同比增长 15.04%。公司业绩持续实现稳健增长的原因主要系：1) 批发板块，公司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，实现药品销售稳步增长，器械耗材较快增长；2) 零售板块，公司凭借差异化品种优势、互联网+医药、慢病管理服务、DTP 药店业务、处方外延项目等提升药店竞争力，实现零售业务收入逐步恢复+利润端较快增长；3) 工业板块，公司商业渠道优势驱动自产品种持续快速放量。

■ 各项费用率总体保持稳定，毛利率及净利率有所提升。

2023 年公司毛利率为 11.89%/+0.38pct，净利率 4.08%/+0.40pct，销售、管理、研发、财务费用率分别为 2.66%/-0.14pct、2.26%/+0.07pct、0.18%/-0.04pct、1.20%/-0.04pct；2024Q1 公司毛利率为 12.25%/+0.18pct，净利率 5.20%/+0.31pct，销售、管理、研发、财务费用率分别为 2.34%/+0.17pct、1.72%/-0.40pct、0.12%/-0.03pct、0.94%/+0.05pct。整体来看，公司各项费用率保持稳定，毛利率及净利率持续提升，盈利能力有所加强。

■ 批发板块稳健增长，中药工业+零售有望打开增长空间。

分业务板块来看，2023 年公司批发、零售、工业分别实现收入 167.88 亿元/+9.61%、28.22 亿元/-1.79%、11.13 亿元/+39.65%；归母净利润分别为 4.92 亿元/+10.17%、14.73 亿元/+20.79%、2.08 亿元/+55.64%。2024Q1 批发、零售、工业分别实现收入 46.99 亿元/+6.22%、7.81 亿元/+20.04%、2.67 亿元/+8.66%；归母净利润分别为 2.07 亿元/+14.11%、0.40 亿元/+22.39%、0.52 亿元/+13.69%。整体来看，2023 年公司商业板块增长稳健，工业板块表现亮眼，2024Q1 各业务板块持续稳健增长。

1) 医药批发：全渠道优势显著，SPD 项目落地加码器械业务

2023 年公司持续深化上游品种及下游渠道覆盖，新增上游供应商 950 家，总数超 60,000 家；新增品规数 13,000 多个，

公司快报

证券研究报告

医药流通

投资评级

买入-A
首次评级

6 个月目标价

28.32 元

股价 (2024-04-26)

22.89 元

交易数据

总市值(百万元) 9,133.93

流通市值(百万元) 8,245.74

总股本(百万股) 399.04

流通股本(百万股) 360.23

12 个月价格区间 15.56/24.71 元

股价表现



资料来源：Wind 资讯

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	5.4	19.0	8.3
绝对收益	6.5	26.5	-1.2

马帅

分析师

SAC 执业证书编号：S1450518120001

mashuai@essence.com.cn

相关报告

经营品规数达 80,000 个；新增独家代理品种 67 个，独家代理品种合计 298 个。我们认为随着品种优势扩大，助力强化客户合作及粘性，公司医药商业板块优势有望持续提升。此外，公司持续推动 SPD 项目落地，有望打开器械耗材业务增长空间，2023 年公司医疗器械实现营收 24.15 亿元/+20.01%。

2) 医药零售：品种结构优化+特色门店布局驱动利润增长

2023 年在品种端，公司持续优化品种结构，实现零售药店品种与医院端品种高度一致，覆盖国谈、集采、医保目录品种以及各类创新药、特药、慢性病用药等，具备差异化品种优势；渠道端，公司优先完成 DTP 药店、医院院边店的布局，加大医保双通道、门诊统筹等资质覆盖，承接医院流出品种，截至 2023 年年底，公司药店总数 814 家，其中，医保药店 676 家，医保双通道药店 76 家，分别较去年增加 9 家、10 家，DTP 药店（含院边店）174 家。我们认为，随着公司持续优化零售品种结构，高毛利品种布局加大，叠加渠道优势逐步提升下，有望实现利润端持续快速增长。

3) 医药工业：品种布局持续加强，业绩有望持续快速增长

2023 年公司以中药为主的工业板块持续推进，有望驱动业绩持续高速增长。(1) 中药饮片方面，仙莱中药科技已能生产加工中药饮片品种 1100 多个，并在 OTC 端推出陈皮、西洋参、燕窝等多款精致饮片产品；(2) 中成药方面，万通制药强化拳头产品复方金钱草在泌尿系统新适应症范围研究，打造祛瘀健脾茶等新进优质单品，康晟制药打造归芪养血口服液、安神补血口服液、金银花合剂等强势品种，已开展 8 款医院制剂产品的委托生产；(3) 中药配方颗粒方面，截至 2023 年末，仙莱制药已完成 450 多个中药配方颗粒品种的申报备案工作，覆盖国标及省标大部分品种，并同步在广东、四川、贵州、湖南、重庆、安徽、云南、福建、山东等地开展产品备案工作。

投资建议：

买入-A 投资评级，6 个月目标价 28.32 元。我们预计公司 2024 年-2026 年的收入增速分别为 10.90%、10.24%、9.61%，净利润的增速分别为 20.74%、20.31%、20.14%，成长性突出；首次给予买入-A 的投资评级，6 个月目标价为 28.32 元，相当于 2024 年 10 倍的动态市盈率。

风险提示：药械批发配送领域竞争加剧的风险，医药行业政策变动的风险，医药零售及医药工业业务布局进度不及预期的风险。

(百万元)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
主营收入	19,052.8	20,811.9	23,080.0	25,443.1	27,888.9
净利润	701.5	849.6	1,025.8	1,234.2	1,482.7
每股收益(元)	1.76	2.13	2.83	3.41	4.09
每股净资产(元)	14.96	16.58	19.91	22.30	25.16

盈利和估值	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
市盈率(倍)	13.0	10.8	8.1	6.7	5.6
市净率(倍)	1.5	1.4	1.1	1.0	0.9
净利润率	3.7%	4.1%	4.4%	4.9%	5.3%
净资产收益率	11.8%	12.8%	14.2%	15.3%	16.3%
股息收益率	2.0%	0.0%	3.7%	4.5%	5.4%
ROIC	17.0%	18.3%	19.2%	19.9%	21.6%

数据来源: Wind 资讯, 国投证券研究中心预测

1. 盈利预测

关键假设：公司立足于广西优势区域，医药配发配送业务发展稳健，且公司持续快速推进医药零售门店布局及上游品种资源对接，叠加公司十分重视医药工业板块，中药饮片、配方颗粒、中成药三大子板块未来有望保持快速增长趋势。综上，我们认为公司未来各个业务板块或将呈现批发配送业务这一基本盘稳健增长，零售及工业板块具备较大增长弹性的特征，我们预计 2024-2026 年公司医药批发板块收入增速为 8.00%、8.00%、8.00%，零售板块收入增速为 20.14%、12.11%、7.67%，工业板块收入增速为 31.42%、33.80%、29.61%。基于上述假设，我们预计公司 2024 年-2026 年的收入增速分别为 10.90%、10.24%、9.61%，净利润的增速分别为 20.74%、20.31%、20.14%。

2. 估值分析与投资建议

我们选取九州通、国药股份、重药控股作为可比公司，可比公司 2024 年平均 PE 估值水平为 10.57 倍。考虑到公司批发配送业务基本盘稳健，零售及工业板块有望实现快速增长。首次覆盖，给予买入-A 的投资评级，6 个月目标价为 28.32 元，相当于 2024 年 10 倍的动态市盈率。

表1：可比公司估值分析

公司名称	公司代码	市值 (亿元)	归母净利润 (亿元)			PE 估值水平		
			2024E	2025E	2026E	2024E	2025E	2026E
国药股份	600511.SH	264	23.70	26.21	29.29	11.12	10.06	9.00
九州通	600998.SH	321	27.93	32.83	-	11.49	9.77	-
重药控股	000950.SZ	92	10.16	11.89	-	9.08	7.76	-
平均						10.57	9.20	-
柳药集团	603368.SH	83	10.26	12.34	14.83	8.08	6.72	5.59

资料来源：Wind，国投证券研究中心，备注：归母净利润为 Wind 一致预期，市值对应 2024 年 4 月 26 日收盘价

财务报表预测和估值数据汇总

利润表						财务指标					
(百万元)	2022	2023	2024E	2025E	2026E		2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入	19,052.8	20,811.9	23,080.0	25,443.1	27,888.9	成长性					
减:营业成本	16,860.8	18,337.7	20,194.5	22,167.3	24,151.2	营业收入增长率	11.2%	9.2%	10.90%	10.24%	9.61%
营业税费	69.7	78.5	82.9	93.5	102.6	营业利润增长率	18.2%	17.3%	25.5%	18.5%	19.8%
销售费用	533.8	553.8	600.1	648.8	697.2	净利润增长率	24.4%	21.1%	20.74%	20.31%	20.14%
管理费用	416.6	470.4	526.9	570.7	630.9	EBITDA 增长率	16.3%	15.0%	22.0%	16.3%	17.5%
研发费用	25.8	36.6	46.2	63.6	69.7	EBIT 增长率	16.8%	15.9%	23.8%	17.0%	18.3%
财务费用	220.2	249.5	272.8	299.9	330.9	NOPLAT 增长率	16.4%	18.7%	20.7%	17.4%	18.6%
资产减值损失	-50.7	-55.7	-50.0	-50.0	-50.0	投资资本增长率	10.5%	15.1%	13.0%	9.4%	8.4%
加:公允价值变动收益	-	-	-	-	-	净资产增长率	9.6%	11.0%	9.8%	12.4%	13.3%
投资和汇兑收益	7.4	-0.7	3.0	3.0	3.0	利润率					
营业利润	890.1	1,043.7	1,309.7	1,552.3	1,859.5	毛利率	11.5%	11.9%	12.5%	12.9%	13.4%
加:营业外净收支	0.3	-0.3	0.5	0.2	0.1	营业利润率	4.7%	5.0%	5.7%	6.1%	6.7%
利润总额	890.4	1,043.4	1,310.2	1,552.5	1,859.6	净利润率	3.7%	4.1%	4.4%	4.9%	5.3%
减:所得税	131.4	136.8	187.5	218.3	257.1	EBITDA/营业收入	6.3%	6.6%	7.3%	7.7%	8.2%
净利润	701.5	849.6	1,025.8	1,234.2	1,482.7	EBIT/营业收入	5.8%	6.1%	6.9%	7.3%	7.9%
资产负债表						运营效率					
(百万元)	2022	2023	2024E	2025E	2026E	固定资本周转天数	17	17	15	13	12
货币资金	3,854.7	3,147.7	3,462.0	3,816.5	4,183.3	流动资本周转天数	82	87	94	97	99
交易性金融资产	-	-	-	-	-	流动资产周转天数	279	289	277	283	286
应收账款	8,773.5	10,501.0	10,527.5	13,502.1	13,302.2	应收账款周转天数	152	167	164	170	173
应收票据	215.9	210.2	292.4	245.3	343.9	存货周转天数	40	41	39	40	39
预付账款	455.0	407.7	431.7	544.8	523.2	总资产周转天数	326	335	319	319	318
存货	2,462.3	2,306.2	2,643.2	2,959.3	3,141.7	投资资本周转天数	111	114	118	118	118
其他流动资产	363.9	744.0	789.8	841.8	861.1	投资回报率					
可供出售金融资产	-	-	-	-	-	ROE	11.8%	12.8%	14.2%	15.3%	16.3%
持有至到期投资	-	-	-	-	-	ROA	4.1%	4.5%	5.4%	5.5%	6.5%
长期股权投资	1.1	5.4	9.6	13.9	18.2	ROIC	17.0%	18.3%	19.2%	19.9%	21.6%
投资性房地产	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2	费用率					
固定资产	963.1	1,004.5	967.6	927.6	884.6	销售费用率	2.8%	2.7%	2.6%	2.6%	2.5%
在建工程	14.0	36.3	56.3	76.3	96.3	管理费用率	2.2%	2.3%	2.3%	2.2%	2.3%
无形资产	256.5	239.9	203.2	165.1	126.9	研发费用率	0.1%	0.2%	0.2%	0.3%	0.3%
其他非流动资产	1,246.8	1,556.5	1,328.1	1,309.7	1,343.7	财务费用率	1.2%	1.2%	1.2%	1.2%	1.2%
资产总额	18,607.0	20,159.5	20,711.7	24,402.7	24,825.5	四费/营业收入	6.3%	6.3%	6.3%	6.2%	6.2%
短期债务	2,996.1	3,172.7	3,595.9	3,744.7	3,729.9	偿债能力					
应付账款	4,522.4	4,511.0	5,323.7	5,525.0	6,314.4	资产负债率	65.8%	65.0%	62.6%	64.3%	60.2%
应付票据	2,901.3	3,621.3	2,282.6	4,616.4	3,106.1	负债权益比	192.3%	185.4%	167.0%	179.8%	151.3%
其他流动负债	408.0	308.7	315.7	344.2	322.9	流动比率	1.49	1.49	1.58	1.54	1.66
长期借款	238.0	229.0	230.0	240.0	250.0	速动比率	1.26	1.29	1.35	1.33	1.43
其他非流动负债	1,175.9	1,253.0	1,207.5	1,212.1	1,224.2	利息保障倍数	5.01	5.13	5.80	6.18	6.62
负债总额	12,241.6	13,095.7	12,955.3	15,682.3	14,947.5	分红指标					
少数股东权益	396.4	446.1	543.1	643.1	762.9	DPS(元)	0.46	-	0.85	1.02	1.23
股本	362.2	362.2	362.2	362.2	362.2	分红比率	26.1%	0.0%	30.0%	30.0%	30.0%
留存收益	5,482.9	6,133.0	6,851.1	7,715.0	8,752.9	股息收益率	2.0%	0.0%	3.7%	4.5%	5.4%
股东权益	6,365.3	7,063.7	7,756.4	8,720.4	9,878.1						

现金流量表

(百万元)	2022	2023	2024E	2025E	2026E	业绩和估值指标					
	2022	2023	2024E	2025E	2026E		2022	2023	2024E	2025E	2026E
净利润	759.0	906.6	1,025.8	1,234.2	1,482.7	EPS(元)	1.76	2.13	2.83	3.41	4.09
加:折旧和摊销	133.8	130.8	98.6	103.1	106.1	BVPS(元)	14.96	16.58	19.91	22.30	25.16
资产减值准备	-	-	-	-	-	PE(X)	13.0	10.8	8.1	6.7	5.6
公允价值变动损失	-	-	-	-	-	PB(X)	1.5	1.4	1.1	1.0	0.9
财务费用	219.8	233.7	272.8	299.9	330.9	P/FCF	18.2	120.1	16.5	12.6	11.2
投资损失	-7.4	0.7	-3.0	-3.0	-3.0	P/S	0.5	0.4	0.4	0.3	0.3
少数股东损益	57.5	57.0	97.0	100.0	119.8	EV/EBITDA	5.8	5.3	5.4	4.6	3.8
营运资金的变动	-622.0	-1,209.5	-751.0	-799.1	-831.2	CAGR(%)	20.7%	20.9%	20.5%	20.7%	20.9%
经营活动产生现金流量	506.4	594.4	740.1	935.1	1,205.3	PEG	0.6	0.5	0.4	0.3	0.3
投资活动产生现金流量	-383.4	-202.0	-119.8	-92.0	-52.0	ROIC/WACC	2.0	2.1	2.2	2.3	2.5
融资活动产生现金流量	-731.1	-397.1	-306.0	-488.7	-786.5	REP	0.6	0.5	0.5	0.4	0.4

资料来源: Wind 资讯, 国投证券研究中心预测

目 公司评级体系

收益评级:

买入 —— 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%及以上;

增持 —— 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5% (含) 至 15%;

中性 —— 未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5% (含) 至 5%;

减持 —— 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15% (含);

卖出 —— 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上;

风险评级:

A —— 正常风险, 未来 6 个月的投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动;

B —— 较高风险, 未来 6 个月的投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动;

目 分析师声明

本报告署名分析师声明, 本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格, 勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责, 保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据, 特此声明。

目 本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

国投证券股份有限公司(以下简称“本公司”)经中国证券监督管理委员会核准, 取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告, 是证券投资咨询业务的一种基本形式, 本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析, 形成证券估值、投资评级等投资分析意见, 制作证券研究报告, 并向本公司的客户发布。

目 免责声明

本报告仅供国投证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息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。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，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦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。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许范围内使用，并注明出处为“国投证券股份有限公司研究中心”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

本报告的估值结果和分析结论是基于所预定的假设，并采用适当的估值方法和模型得出的，由于假设、估值方法和模型均存在一定的局限性，估值结果和分析结论也存在局限性，请谨慎使用。

国投证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

国投证券研究中心

深圳市

地 址： 深圳市福田区福田街道福华一路 119 号安信金融大厦 33 楼

邮 编： 518046

上海市

地 址： 上海市虹口区东大名路 638 号国投大厦 3 层

邮 编： 200080

北京市

地 址： 北京市西城区阜成门北大街 2 号楼国投金融大厦 15 层

邮 编： 100034