

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:

2023 年达成股权激励业绩目标,

2024Q1 业绩符合预期

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

北京市西城区宣武门西大街甲 127 号金隅大厦
B 座

邮编: 100031

24H1 业务稳中有进+中期经营现金流净额首次为正, 期待 24H2 经营改善

2024 年 08 月 30 日

事件: 公司发布 2024 年半年度报告, 2024H1 公司实现营业收入 106.42 亿元 (yoy+2.88%), 实现归母净利润 4.64 亿元 (yoy+4.79%), 扣非归母净利润 4.56 亿元 (yoy+4.27%), 经营现金流净额为 0.5 亿元 (自 2014 年以来首次中期经营现金流净额为正)。

点评:

- **医药批发: 高质量运营策略推动净利率&现金流双优化。** ①24H1 公司医药批发业务收入约 84.38 亿元 (yoy-0.04%), 医药批发板块归母净利润为 2.95 亿元 (yoy+3.31%)。24H1 集采常态化落地、医保按病种付费 (DRGs) 扩面执行、行业合规监管趋严, 行业环境及政策的变化对医院端用药量和用药结构均有所影响, 公司在此环境背景下仍坚持高质量经营, 营收端实现基本持平, 利润端实现稳步增长 (24H1 医药批发净利率提升约 0.11 个百分点)。此外, 24H1 公司加大力度清理超期欠款, 缩短回款周期, 24H1 经营现金流净额为 0.5 亿元, 实现自 2014 年上市以来首次中期经营现金流净额为正。②**在药品批发方面,** 24H1 公司在第九批国家带量集采中实现点配率超过 97%, 在河南省牵头十九省省际联盟集中带量采购、江西十六省联盟药品集中采购、广东易短缺和急救药联盟集中带量采购等广西跟采的集采项目中实现点配率达 100%。此外, 24H1 公司新增上游供应商 211 家, 新增独家代理品种 28 个, 引进新品种 56 个, 包含用于肺癌、阿尔兹海默症、银屑病等多款重磅新品。③**在器械批发方面,** 截至 24H1 公司已与区内超过 35 家核心医疗机构开展器械耗材 SPD 项目合作, 24H1 公司医疗器械实现营业收入 12.31 亿元 (yoy+15.05%)。
- **医药零售: 专业化药房表现突出, 加盟业务&“互联网+”或有新增量。** ①24H1 公司医药零售业务收入约 15.86 亿元 (yoy+18.29%), 医药零售业务归母净利润约 0.69 亿元 (yoy+8.82%)。24H1 公司继续坚持“探索专业化服务、打造专业化药房”的发展模式, 营收端增速亮眼。②**公司发展加盟业务以加持零售业务。** 24H1 公司在自建门店的同时着力发展加盟业务, 以轻资产方式加持业务发展, 积极布局核心空白区域, 深耕核心区、人流社区、院边和县域未开发市场。截至 24H1 末公司药店总数 869 家, 其中公司 DTP 药店 (含院边店) 数量达 185 家。24H1 期内新开门店 68 家 (含加盟店), 关闭门店 13 家。其中医保药店 732 家, 医保双通道药店 84 家, 分别较去年末增加 56 家、8 家。③**“互联网+”赋能零售抢占新增量。** 公司旗下仙菜国医厚朴医院是区内首批在国家医保平台备案的互联网医院, 能够实现互联网医院处方通过医保信息平台流转到店, 并在药店完成医保结算。
- **医药工业: 产品&营销改革过渡期, 全国化布局进行时。** ①24H1 公司医药工业业务收入约 5.62 亿元 (yoy+7.28%), 医药工业业务归母净利润约 0.98 亿元 (yoy+7.86%)。②**饮片业务深耕广西市场并辐射周**

边省市。24H1 公司继续推动广西区内医院客户开发和份额提升，同时加快在广西区外市场的布局，现已拓展至湖南、广东、福建、江西等。

③配方颗粒业务持续推动备案&市场扩张。24H1 仙莱制药已完成 519 个品种备案，覆盖约 90% 的国标、省标品种，同时公司同步在广东、贵州、四川、重庆、福建、云南、安徽、山东、湖南等地开展品种备案工作。此外，公司已开发入院客户 700 多家，其中广西区内客户 250 多家（二级以上医院近 100 家），广西区外客户 470 多家。**④中成药落实“拳头+N 品”战略并全国化布局。**24H1 公司以成药营销中心为核心统筹营销推广工作，制定品牌推广战略，即以“金冲”（复方金钱草颗粒）、归芪补血口服液、安神药血口服液等拳头产品为核心，新单品加持的“拳头+N 品”战略。

- **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 219.71 亿元、242.96 亿元、268.91 亿元，同比增速分别为 5.6%、10.6%、10.7%，实现归母净利润分别为 9.42 亿元、10.9 亿元、12.62 亿元，同比分别增长 10.8%、15.7%、15.8%，对应当前股价 PE 分别为 7 倍、6 倍、5 倍。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	21,971	24,296	26,891
增长率 YoY %	11.2%	9.2%	5.6%	10.6%	10.7%
归属母公司净利润(百万元)	702	850	942	1,090	1,262
增长率 YoY%	24.4%	21.1%	10.8%	15.7%	15.8%
毛利率%	11.5%	11.9%	11.8%	12.1%	12.4%
净资产收益率ROE%	11.8%	12.8%	11.8%	12.4%	13.1%
EPS(摊薄)(元)	1.76	2.13	2.36	2.73	3.16
市盈率 P/E(倍)	9.03	7.45	6.73	5.81	5.02
市净率 P/B(倍)	1.06	0.96	0.79	0.72	0.66

资料来源：wind，信达证券研发中心预测；股价为 2024 年 8 月 30 日收盘价

资产负债表						利润表					
单位:百万元						单位:百万元					
会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E	会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
流动资产	16,125	17,317	19,223	21,122	22,400	营业总收入	19,053	20,812	21,971	24,296	26,891
货币资金	3,855	3,148	4,353	4,773	4,397	营业成本	16,861	18,338	19,372	21,355	23,557
应收票据	216	210	223	246	273	营业税金及附加	70	78	75	83	91
应收账款	8,713	10,443	10,930	12,043	13,290	销售费用	534	554	571	656	740
预付账款	455	408	426	470	518	管理费用	417	470	483	535	592
存货	2,462	2,306	2,422	2,669	2,945	研发费用	26	37	40	44	48
其他	425	802	870	920	977	财务费用	220	249	212	228	252
非流动资产	2,482	2,843	2,817	2,759	2,668	减值损失合计	0	0	0	0	0
长期股权投资	1	5	5	5	5	投资净收益	7	-1	1	1	1
固定资产(合计)	963	1,004	963	931	897	其他	-43	-41	-42	-35	-34
无形资产	257	240	226	212	198	营业利润	890	1,044	1,177	1,362	1,578
其他	1,261	1,593	1,623	1,611	1,567	营业外收支	0	0	0	0	0
资产总计	18,607	20,159	22,040	23,881	25,068	利润总额	890	1,043	1,177	1,363	1,578
流动负债	10,828	11,614	12,036	12,950	13,965	所得税	131	137	165	191	221
短期借款	2,996	3,173	3,113	3,123	3,133	净利润	759	907	1,012	1,172	1,357
应付票据	2,901	3,621	3,821	4,212	4,646	少数股东损益	57	57	71	82	95
应付账款	3,625	3,553	3,767	4,152	4,580	归属母公司净利润	702	850	942	1,090	1,262
其他	1,305	1,267	1,336	1,464	1,605	EBITDA	1,345	1,527	1,601	1,806	2,050
非流动负债	1,414	1,482	1,506	1,571	745	EPS(当年)(元)	1.94	2.35	2.36	2.73	3.16
长期借款	238	229	220	250	241						
其他	1,176	1,253	1,286	1,321	504						
负债合计	12,242	13,096	13,542	14,521	14,710						
少数股东权益	396	446	517	599	694						
归属母公司股东权益	5,969	6,618	7,981	8,761	9,664						
负债和股东权益	18,607	20,159	22,040	23,881	25,068						

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	21,971	24,296	26,891
同比(%)	11.2%	9.2%	5.6%	10.6%	10.7%
归属母公司净利润	702	850	942	1,090	1,262
同比(%)	24.4%	21.1%	10.8%	15.7%	15.8%
毛利率(%)	11.5%	11.9%	11.8%	12.1%	12.4%
ROE%	11.8%	12.8%	11.8%	12.4%	13.1%
EPS(摊薄)(元)	1.76	2.13	2.36	2.73	3.16
P/E	9.03	7.45	6.73	5.81	5.02
P/B	1.06	0.96	0.79	0.72	0.66
EV/EBITDA	5.33	5.32	3.97	3.33	2.72

现金流量表					
单位:百万元					
会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
经营活动现金流	506	594	1,305	1,074	1,216
净利润	759	907	1,012	1,172	1,357
折旧摊销	242	234	211	215	219
财务费用	220	234	237	262	290
投资损失	-7	1	-1	-1	-1
营运资金变动	-756	-829	-195	-624	-699
其它	49	49	40	50	50
投资活动现金流	-383	-202	-237	-157	-127
资本支出	-183	-173	-130	-160	-130
长期投资	-8	-18	0	0	0
其他	-192	-11	-107	3	3
筹资活动现金流	-731	-397	137	-497	-1,465
吸收投资	25	0	690	0	0
借款	277	168	-69	40	1
支付利息或股息	-379	-361	-505	-572	-650
现金流净增加额	-608	-5	1,205	420	-376

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。

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。	买入 ：股价相对强于基准 15% 以上；	看好 ：行业指数超越基准；
	增持 ：股价相对强于基准 5%~15%；	中性 ：行业指数与基准基本持平；
	持有 ：股价相对基准波动在±5% 之间；	看淡 ：行业指数弱于基准。
	卖出 ：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。