

增持 (维持)

柳药集团 (603368)

Q1 维持高增长趋势，定增加码主业业务

2023年4月21日

## 市场数据

日期	2023/04/20
收盘价(元)	23.70
总股本(百万股)	362.23
流通股本(百万股)	362.23
净资产(亿元)	62.17
总资产(亿元)	189.06
每股净资产(元)	17.16

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.SH) 2022 年报点评: 批发零售板块稳健增长, 工业板块产品逐步完备 2023-03-31

【兴证医药】柳药集团(603368) 2022 年年报快报点评: 工业板块快速增长, 推动盈利结构改善 2022-03-08

【兴证医药】柳药集团(603368): 分销立基础, 工业展新颜 2022-12-01

【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

## 投资要点

- 近期, 公司发布 2023 年一季报: 2023 年 Q1 实现营收 53.35 亿元, 同比增长 10.83%; 实现归母净利润 2.61 亿元, 同比增长 18.16%, 扣非净利润 2.58 亿元, 同比增长 18.08%。
- 近期, 公司发布 2023 年度向特定对象发行 A 股股票预案: 本次向特定对象发行股票募集资金总额上限为 100,000.00 万元, 发行股份数量按照募集资金总额除以本次发行价格确定, 且不超过本次发行前公司总股本的 30%。定增拟用于如下项目: 医院器械耗材 SPD 项目投资总额 4.1 亿元, 拟适用募集资金金额 2.88 亿元; 健康产业园项目之中药配方颗粒生产及配套增值服务项目(一期)投资总额 3.3 亿元, 拟适用募集资金金额 1.12 亿元; 柳州物流运营中心项目投资总额 2 亿元, 拟适用募集资金金额 2 亿元; 信息化建设项目投资总额 1 亿元, 拟适用募集资金金额 1 亿元; 补充营运资金投资总额 3 亿元, 拟适用募集资金金额 3 亿元。
- 我们维持此前盈利预测, 预测公司 2023-2025 年营业总收入分别为 208.50 亿元, 231.22 亿元, 257.12 亿元, 归母净利润分别为 8.42 亿元, 10.11 亿元和 12.13 亿元, 对应每股收益分别为 2.32 元, 2.79 元和 3.35 元。对应 2023 年 4 月 20 日收盘价, 市盈率分别为 10.2 倍, 8.5 倍, 7.1 倍。
- 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

## 主要财务指标

会计年度	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	19053	20850	23122	25712
同比增长	11.2%	9.4%	10.9%	11.2%
归母净利润(百万元)	702	842	1011	1213
同比增长	24.4%	20.0%	20.2%	19.9%
毛利率	11.5%	12.0%	12.5%	12.9%
ROE	11.8%	12.7%	13.5%	14.3%
每股收益(元)	1.94	2.32	2.79	3.35
市盈率	13.3	11.1	9.2	7.7

来源: WIND, 兴业证券经济与金融研究院整理

## 报告正文

## 事件

- **近期,公司发布 2023 年一季报:** 2023 年 Q1 实现营收 53.35 亿元,同比增长 10.83%;实现归母净利润 2.61 亿元,同比增长 18.16%,扣非净利润 2.58 亿元,同比增长 18.08%。
- **近期,公司发布 2023 年度向特定对象发行 A 股股票预案:** 本次向特定对象发行股票募集资金总额上限为 100,000.00 万元,发行股份数量按照募集资金总额除以本次发行价格确定,且不超过本次发行前公司总股本的 30%。定增拟用于如下项目:医院器械耗材 SPD 项目投资总额 4.1 亿元,拟适用募集资金金额 2.88 亿元;健康产业园项目之中药配方颗粒生产及配套增值服务项目(一期)投资总额 3.3 亿元,拟适用募集资金金额 1.12 亿元;柳州物流运营中心项目投资总额 2 亿元,拟适用募集资金金额 2 亿元;信息化建设项目投资总额 1 亿元,拟适用募集资金金额 1 亿元;补充营运资金投资总额 3 亿元,拟适用募集资金金额 3 亿元。

## 点评

- 2023 年一季度,公司批发板块业务实现营收 44.37 亿元,同比增长 11.37%,占公司总营收比重为 83.09%,实现归母净利润 1.82 亿元,主要原因是,公司依托渠道资源优势,通过开展医院药械耗材 SPD 项目,提升客户粘性,推动药品销售与器械耗材、检测试剂销售协同增长;零售板块业务实现营业收入 6.51 亿元,同比下降-5.23%,占比 12.23%,实现归母净利润 0.33 亿元,同比增长 4.99%,主要原因是公司通过调整门店品种结构,提高高毛利品种销售占比;工业板块业务实现营业收入 2.46 亿元,同比增长 81.29%,主营收入占比 4.61%,实现归母净利润 0.46 亿元,主要原因是公司旗下生产企业加大了产品研发和产能提升投入,强化新品种市场推广力度。
- 2023 年度向特定对象发行 A 股股票所募集资金投资项目围绕公司主营业务及发展战略,符合国家产业政策和公司整体经营发展战略,具有良好的市场前景。本次募集资金投资项目的实施有利于实现公司业务的进一步拓展,巩固和发展公司在行业中的竞争优势,提高公司的经营业绩和盈利能力,符合公司长期发展需求及股东利益。其中,通过实施医院器械耗材 SPD 项目,落地集采集配模式,从而有望快速提升公司器械耗材市场份额,进一步优化公司品种结构,推动公司批发业务继续保持稳健增长;同时在中药配方颗粒政策红利推动下,中药配方颗粒市场需求稳步增长,公司开展中药配方颗粒生产项目,不仅与现有中药饮片生产业务有效协同,还能发挥公司覆盖全区医疗机构的渠道优势,快速提高自产中药配方颗粒在广西的市场份额,形成公司新的利润增长点;柳州物流运营中心项目的实施将进一步提升公司综合仓储规模,尤其是器械耗材、冷链商品等产品的仓储服务能力,有利于增强

公司市场竞争力，满足公司未来业务发展需要；公司信息化建设项目则是公司数据中心进行扩容改造，建设集团数据中台，强化公司大数据存储、分析能力，并开展智能云服务平台、零售数字化管理系统、互联网医疗慢病管理系统等的研发应用，落地大数据精准服务、人工智能辅助决策，全面提升公司信息化水平。从而有效提升公司服务效率和精准度、降低运营成本，助力公司医院药械耗材 SPD 项目、处方外延项目、互联网医疗项目等一批终端创新项目的实施，推动公司传统业态的数字化转型。此外，部分募集资金将用于补充营运资金，能够有效地改善资产结构和盈利能力，降低财务费用和提高公司的利润水平，有助于公司增强竞争实力、抓住市场机遇、提高经营业绩。

- 本次向特定对象发行股票完成后，公司的资产总额和净资产规模将相应增加，资金实力将有所提升，公司的资产负债率将降低，财务结构进一步优化，整体财务状况将更加稳健，有利于增强公司抵御财务风险的能力。
- 盈利预测：我们维持此前盈利预测，预测公司 2023-2025 年营业总收入分别为 208.50 亿元, 231.22 亿元, 257.12 亿元, 归母净利润分别为 8.42 亿元, 10.11 亿元和 12.13 亿元, 对应每股收益分别为 2.32 元, 2.79 元和 3.35 元。对应 2023 年 4 月 20 日收盘价，市盈率分别为 10.2 倍, 8.5 倍, 7.1 倍。
- 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

表 2、柳药集团分季度业绩对比(单位:百万元、元、%)

主要数据	22-1Q	22-2Q	22-3Q	22-4Q	23-1Q	QOQ	2021-12	2022-12	YOY
营业收入	4814	4388	5021	4830	5335	10.8%	17135	19053	11.2%
营业成本	4231	3867	4442	4321	4691	10.9%	15179	16861	11.1%
毛利	583	521	579	509	644	10.5%	1956	2192	12.1%
销售费用	112	121	125	176	116	3.2%	490	534	9.0%
管理费用	97	100	104	116	113	16.0%	412	417	1.2%
财务费用	40	95	54	31	48	18.6%	204	220	7.9%
研发费用	4	5	5	12	8	88.8%	19	26	38.6%
资产减值	0	0	0	0	0	-	0	0	-
公允价值	0	0	0	0	0	-	0	0	-
投资收益	0	0	0	7	0	-41.8%	2	7	271.9%
营业利润	271	178	255	186	309	14.1%	753	890	18.2%
利润总额	271	178	256	185	309	14.1%	755	890	18.0%
归母净利润	221	148	206	126	261	18.2%	564	702	24.4%
EPS	0.610	0.409	0.569	0.348	0.721	18.2%	1.557	1.937	24.4%
销售费用率	2.3%	2.8%	2.5%	3.7%	2.2%	-0.2pct s	2.9%	2.8%	-0.1pct
管理费用率	2.0%	2.3%	2.1%	2.4%	2.1%	0.1pct	2.4%	2.2%	-0.2pct
财务费用率	0.8%	2.2%	1.1%	0.6%	0.9%	0.1pct	1.2%	1.2%	0.0pct
研发费用率	0.1%	0.1%	0.1%	0.2%	0.1%	0.1pct	0.1%	0.1%	0.0pct
所得税率	14.8%	13.9%	13.5%	17.4%	12.5%	-2.2pct s	15.1%	14.8%	-0.3pct
毛利率	12.1%	11.9%	11.5%	10.5%	12.1%	0.0pct	11.4%	11.5%	0.1pct
净利率	4.6%	3.4%	4.1%	2.6%	4.9%	0.3pct	3.3%	3.7%	0.4pct

资料来源:天软投资系统,兴业证券经济与金融研究院整理

## 附表

会计年度	2022	2023E	2024E	2025E
<b>流动资产</b>	16125	17748	19243	22502
货币资金	3855	4750	4900	6491
交易性金融资产	0	0	0	0
应收票据及应收账款	8929	9753	10793	11996
预付款项	455	257	304	343
存货	2462	2385	2631	3024
其他	425	602	616	648
<b>非流动资产</b>	2482	2430	2327	2227
长期股权投资	1	0	0	0
固定资产	963	906	841	775
在建工程	14	5	2	1
无形资产	257	261	261	262
商誉	765	765	765	765
长期待摊费用	71	40	5	-30
其他	410	454	452	453
<b>资产总计</b>	18607	20178	21570	24730
<b>流动负债</b>	10828	11843	12222	14217
短期借款	2996	4632	4320	5500
应付票据及应付账款	6526	6,074	6,698	7,415
其他	1305	1138	1204	1302
<b>非流动负债</b>	1414	1179	1224	1190
长期借款	238	196	163	140
其他	1176	983	1061	1050
<b>负债合计</b>	12242	13022	13446	15408
股本	362	362	362	362
资本公积	1980	1980	1980	1980
未分配利润	3236	3833	4590	5534
少数股东权益	396	510	648	814
<b>股东权益合计</b>	6365	7156	8124	9322
<b>负债及权益合计</b>	18607	20178	21570	24730

会计年度	2022	2023E	2024E	2025E
归母净利润	702	842	1011	1213
折旧和摊销	134	119	121	121
资产减值准备	0	-26	15	31
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	220	135	160	154
投资损失	-7	-0	-0	-0
少数股东损益	57	114	138	166
营运资金的变动	-753	-994	-634	-849
<b>经营活动产生现金流量</b>	506	97	834	832
<b>投资活动产生现金流量</b>	-383	-73	-54	-55
<b>融资活动产生现金流量</b>	-731	871	-630	815
现金净变动	-608	895	150	1591
现金的期初余额	3262	3855	4750	4900
现金的期末余额	2654	4750	4900	6491

会计年度	2022	2023E	2024E	2025E
<b>营业收入</b>	19053	20850	23122	25712
营业成本	16861	18349	20236	22401
税金及附加	70	90	104	116
销售费用	534	553	608	681
管理费用	417	521	578	645
研发费用	26	29	32	36
财务费用	220	135	160	154
其他收益	7	4	4	4
投资收益	7	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0
信用减值损失	-51	-53	-55	-58
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>	890	1124	1352	1624
营业外收入	4	6	6	6
营业外支出	4	6	6	8
<b>利润总额</b>	890	1124	1352	1622
所得税	131	169	203	243
<b>净利润</b>	759	955	1149	1379
少数股东损益	57	114	138	166
<b>归属母公司净利润</b>	702	842	1011	1213
<b>EPS(元)</b>	1.94	2.32	2.79	3.35

## 主要财务比率

会计年度	2022	2023E	2024E	2025E
<b>成长性</b>				
营业收入增长率	11.2%	9.4%	10.9%	11.2%
营业利润增长率	18.2%	26.3%	20.3%	20.1%
归母净利润增长率	24.4%	20.0%	20.2%	19.9%
<b>盈利能力</b>				
毛利率	11.5%	12.0%	12.5%	12.9%
归母净利率	3.7%	4.0%	4.4%	4.7%
ROE	11.8%	12.7%	13.5%	14.3%
<b>偿债能力</b>				
资产负债率	65.8%	64.5%	62.3%	62.3%
流动比率	1.49	1.50	1.57	1.58
速动比率	1.26	1.30	1.36	1.37
<b>营运能力</b>				
资产周转率	110.5%	107.5%	110.8%	111.1%
应收帐款周转率	233.8%	228.8%	235.0%	235.6%
存货周转率	790.2%	757.0%	806.8%	792.3%
<b>每股资料(元)</b>				
每股收益	1.94	2.32	2.79	3.35
每股经营现金	1.40	0.27	2.30	2.30
每股净资产	16.48	18.35	20.64	23.49
<b>估值比率(倍)</b>				
PE	12.2	10.2	8.5	7.1
PB	1.4	1.3	1.1	1.0



## 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股市场以沪深300指数为基准;新三板市场以三板成指为基准;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%
		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