

利润稳定增长，三大业务全面向好

华泰研究

2023年3月27日 | 中国内地

年报点评

医药商业

投资评级(维持):

买入

目标价(人民币):

31.55

研究员	代雯
SAC No. S0570516120002	daiwen@htsc.com
SFC No. BFI915	+(86) 21 2897 2078
研究员	孔垂岩, PhD
SAC No. S0570520010001	kongchuiyan@htsc.com
	+(86) 21 2897 2228
联系人	王殷杰
SAC No. S0570121060025	wangyinjie@htsc.com
	+(86) 21 2897 2228

医药批发和零售表现稳健，医药工业开花结果

公司2022年营业收入/归母净利润/扣非归母净利润为190.5/7.0/7.0亿元，同比+11%/+24%/+26%，符合业绩快报预期。其中4Q22营业收入/归母净利润/扣非归母净利润为48.3/1.3/1.3亿元，同比+14%/+93%/+81%。我们预计公司23-25年EPS为2.35/2.84/3.42元。我们预计23年工业业务EPS 0.60元，考虑到工业发展初期净利率低，我们给予20x PE(可比公司23年Wind一致预期23x)；批发业务EPS 1.34元，我们给予10x PE(可比公司23年Wind一致预期10x)；零售及其他业务EPS 0.40元，考虑到公司门店集中在广西，我们给予15x PE(可比公司23年Wind一致预期20x)，对应目标价31.55元，维持“买入”评级。

2022年降本增效下费用率降低，经营性现金流同比改善明显

公司2022年销售/管理/研发/财务费用率为2.80%/2.19%/0.14%/1.16%，分别同比-0.06/-0.22/+0.03/-0.04pct，降本增效成果逐步体现。公司2022年毛利率为11.51%，同比+0.09pct。2022年公司经营性现金流净额为5.06亿元，相比2021年同期3.33亿元明显改善，主要因为应收账款回款加快。

工业业务布局全面，成为新利润增长点

2022年工业业务收入/归母净利润7.97/1.33亿元(+49%/+42%yoy)：1) 仙莱中药：收入/净利润4.34/0.81亿元(+52%/+103%yoy)，中药饮片已基本覆盖区内核心中医院；2) 中药配方颗粒：已完成广西400+品种备案登记(国标+省标)，我们预计2023年收入2亿元；3) 万通制药：收入/净利润2.80/1.05亿元(+21%/+6%yoy)，广西省外收入占比已超越省内；4) 康晟制药：收入/净利润0.82/0.01亿元，聚焦院内制剂。

批发业务药品平稳增长、器械高增长，零售门店优化布局

批发收入/归母净利润153.2/4.5亿元(+11%/+14%yoy)，其中器械收入20亿元(+71%yoy)。零售收入/归母净利润28.7/1.2亿元(+5%/+58%yoy)，2022年末达736家门店，其中医保药店667家(+42家)、DTP药房174家(+62家)、双通道药店66家(+28家)，DTP含税收入18亿元(+4%yoy)。

三大核心业务全面发展，维持“买入”评级

根据2022年经营情况，我们调整各业务增长预期，预计2023-2025年归母净利润8.50/10.30/12.41亿元(23/24年前值8.27/10.28亿元)，同比+21.2%/+21.1%/+20.4%，当前股价对应PE 10x/8x/7x，调整目标价至31.55元(前值28.68元)，维持“买入”评级。

风险提示：外部环境影响超预期；工业收入和净利润增长不及预期。

经营预测指标与估值

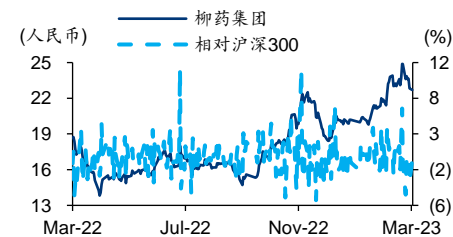
会计年度	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(人民币百万)	17,135	19,053	21,252	23,744	26,577
+/-%	9.36	11.19	11.54	11.73	11.93
归属母公司净利润(人民币百万)	563.82	701.52	850.41	1,030	1,241
+/-%	(20.78)	24.42	21.22	21.14	20.43
EPS(人民币，最新摊薄)	1.56	1.94	2.35	2.84	3.42
ROE(%)	11.04	11.92	12.95	13.94	14.80
PE(倍)	14.58	11.72	9.67	7.98	6.63
PB(倍)	1.51	1.38	1.24	1.10	0.98
EV EBITDA(倍)	8.64	7.40	6.37	5.35	4.47

资料来源：公司公告、华泰研究预测

基本数据

目标价(人民币)	31.55
收盘价(人民币 截至3月27日)	22.70
市值(人民币百万)	8,223
6个月平均日成交额(人民币百万)	123.84
52周价格范围(人民币)	13.82-24.89
BVPS(人民币)	16.48

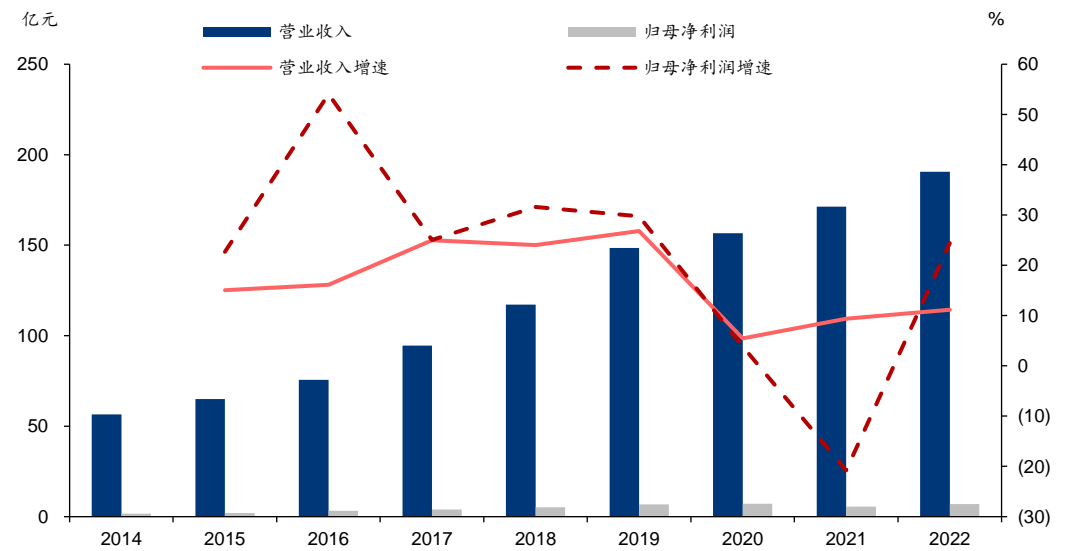
股价走势图



资料来源：Wind

经营情况

图表1：2014-2022 年公司营业收入、归母净利润及其同比增速



资料来源：公司公告，Wind，华泰研究

估值

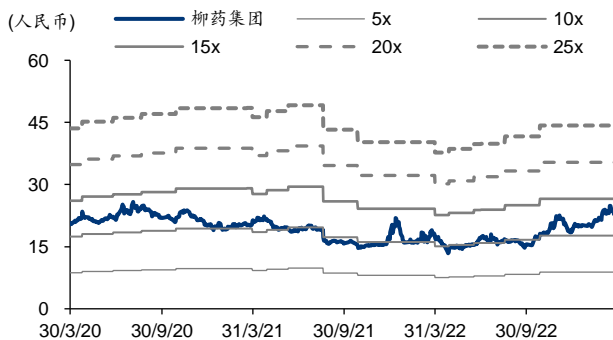
图表2：可比公司分部估值

业务分部	彭博代码	公司名称	收盘价 (元)	总市值 (亿元)	归母净利润	CAGR (%)	PE (x)			
			2023/3/27	2023/3/27	2022E-2024E	2021A	2022E	2023E	2024E	
医药批发	601607 CH	上海医药	20.08	558		13.2	11x	10x	9x	8x
	600998 CH	九州通	15.08	283		10.5	12x	12x	10x	9x
	000028 CH	国药一致	43.58	171		11.6	13x	11x	10x	9x
		平均				11.7	12x	11x	10x	8x
医药零售	605266 CH	健之佳	82.00	81		19.5	27x	24x	20x	16x
	603883 CH	老百姓	37.18	217		20.4	32x	28x	23x	19x
	002727 CH	一心堂	33.78	201		15.1	22x	20x	17x	14x
		平均				18.3	27x	24x	20x	16x
医药工业	300026 CH	红日药业	5.96	179		16.0	26x	29x	22x	17x
	600557 CH	康缘药业	27.30	160		29.2	50x	37x	29x	23x
	000999 CH	华润三九	51.56	510		16.6	25x	21x	18x	16x
		平均				20.6	34x	29x	23x	18x

注：除 2022 年已有业绩快报/年报数据的部分公司采用公告数值，其余可比公司估值均来自 Wind 一致预期

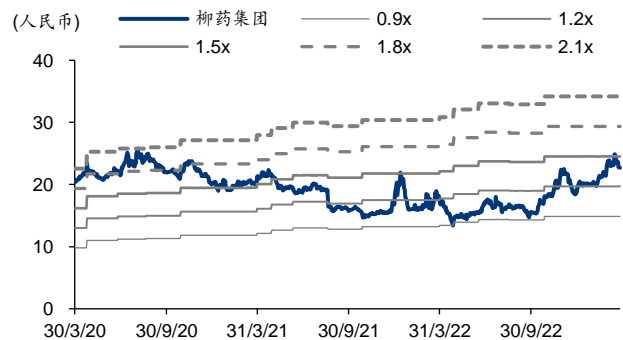
资料来源：Wind，华泰研究

图表3：柳药集团 PE-Bands



资料来源：Wind，华泰研究

图表4：柳药集团 PB-Bands



资料来源：Wind，华泰研究

盈利预测

资产负债表

会计年度 (人民币百万)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
流动资产	13,388	16,125	17,939	20,077	22,558
现金	3,416	3,855	4,335	4,952	5,705
应收账款	7,285	8,713	9,719	10,858	12,154
其他应收账款	31.39	60.69	67.70	75.63	84.66
预付账款	279.16	454.97	501.16	555.05	615.88
存货	1,805	2,462	2,712	3,004	3,333
其他流动资产	570.96	579.75	604.67	632.91	665.01
非流动资产	2,487	2,482	2,558	2,647	2,750
长期投资	0.00	1.11	1.11	1.11	1.11
固定投资	818.33	963.09	1,019	1,093	1,181
无形资产	226.82	256.50	283.31	307.52	329.39
其他非流动资产	1,442	1,261	1,255	1,246	1,238
资产总计	15,875	18,607	20,497	22,724	25,308
流动负债	8,629	10,828	11,954	13,257	14,732
短期借款	2,711	2,996	3,342	3,734	4,179
应付账款	2,888	3,625	3,993	4,422	4,907
其他流动负债	3,029	4,207	4,619	5,101	5,646
非流动负债	1,440	1,414	1,441	1,473	1,508
长期借款	246.00	238.00	265.47	296.60	331.99
其他非流动负债	1,194	1,176	1,176	1,176	1,176
负债合计	10,068	12,242	13,395	14,729	16,240
少数股东权益	346.18	396.38	466.04	550.41	652.02
股本	362.36	362.23	362.23	362.23	362.23
资本公积	1,980	1,980	2,104	2,104	2,104
留存公积	2,975	3,502	4,170	4,978	5,949
归属母公司股东权益	5,460	5,969	6,636	7,444	8,416
负债和股东权益	15,875	18,607	20,497	22,724	25,308

现金流量表

会计年度 (人民币百万)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
经营活动现金	332.88	506.43	748.99	908.93	1,073
净利润	641.08	758.98	920.07	1,115	1,342
折旧摊销	123.08	133.78	147.00	158.49	171.27
财务费用	204.13	220.17	235.46	246.00	256.39
投资损失	(1.99)	(7.41)	0.00	0.00	0.00
营运资金变动	(822.37)	(578.76)	(573.35)	(632.54)	(722.44)
其他经营现金	188.95	(20.32)	19.81	22.44	25.51
投资活动现金	(292.98)	(383.43)	(223.25)	(247.23)	(274.48)
资本支出	(264.04)	(183.28)	(204.44)	(228.41)	(255.66)
长期投资	(35.20)	(7.82)	0.00	0.00	0.00
其他投资现金	6.25	(192.34)	(18.82)	(18.82)	(18.82)
筹资活动现金	(240.74)	(731.12)	(45.39)	(45.18)	(44.64)
短期借款	(60.38)	284.85	345.86	391.86	445.48
长期借款	48.00	(8.00)	27.47	31.13	35.39
普通股增加	(0.30)	(0.13)	0.00	0.00	0.00
资本公积增加	12.34	0.86	123.84	0.00	0.00
其他筹资现金	(240.39)	(1,009)	(542.57)	(468.17)	(525.51)
现金净增加额	(200.85)	(608.13)	480.34	616.52	753.81

资料来源：公司公告、华泰研究预测

利润表

会计年度 (人民币百万)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入	17,135	19,053	21,252	23,744	26,577
营业成本	15,179	16,861	18,572	20,569	22,824
营业税金及附加	57.47	69.65	77.69	86.80	97.16
营业费用	489.71	533.78	743.83	878.54	1,037
管理费用	411.66	416.56	488.80	569.86	664.43
财务费用	204.13	220.17	235.46	246.00	256.39
资产减值损失	0.00	0.00	(19.81)	(22.44)	(25.51)
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	1.99	7.41	0.00	0.00	0.00
营业利润	753.09	890.06	1,079	1,307	1,574
营业外收入	6.08	3.92	3.92	3.92	3.92
营业外支出	4.49	3.58	3.58	3.58	3.58
利润总额	754.68	890.40	1,079	1,308	1,575
所得税	113.60	131.43	159.32	192.99	232.42
净利润	641.08	758.98	920.07	1,115	1,342
少数股东损益	77.27	57.46	69.65	84.38	101.61
归属母公司净利润	563.82	701.52	850.41	1,030	1,241
EBITDA	1,064	1,241	1,435	1,688	1,981
EPS (人民币, 基本)	1.56	1.94	2.35	2.84	3.42

主要财务比率

会计年度 (%)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
成长能力					
营业收入	9.36	11.19	11.54	11.73	11.93
营业利润	(16.75)	18.19	21.23	21.14	20.43
归属母公司净利润	(20.78)	24.42	21.22	21.14	20.43
获利能力 (%)					
毛利率	11.42	11.51	12.61	13.37	14.12
净利率	3.74	3.98	4.33	4.69	5.05
ROE	11.04	11.92	12.95	13.94	14.80
ROIC	14.00	15.26	16.24	17.64	19.04
偿债能力					
资产负债率 (%)	63.42	65.79	65.35	64.82	64.17
净负债比率 (%)	10.66	8.87	6.44	3.30	(0.10)
流动比率	1.55	1.49	1.50	1.51	1.53
速动比率	1.31	1.22	1.23	1.24	1.26
营运能力					
总资产周转率	1.12	1.11	1.09	1.10	1.11
应收账款周转率	2.51	2.38	2.31	2.31	2.31
应付账款周转率	5.36	5.18	4.88	4.89	4.89
每股指标 (人民币)					
每股收益(最新摊薄)	1.56	1.94	2.35	2.84	3.42
每股经营现金流(最新摊薄)	0.92	1.40	2.07	2.51	2.96
每股净资产(最新摊薄)	15.07	16.48	18.32	20.55	23.23
估值比率					
PE (倍)	14.58	11.72	9.67	7.98	6.63
PB (倍)	1.51	1.38	1.24	1.10	0.98
EV EBITDA (倍)	8.64	7.40	6.37	5.35	4.47

免责声明

分析师声明

本人，代雯、孔垂岩，兹证明本报告所表达的观点准确地反映了分析师对标的证券或发行人的个人意见；彼以往、现在或未来并无就其研究报告所提供的具体建议或所表达的意见直接或间接收取任何报酬。

一般声明及披露

本报告由华泰证券股份有限公司（已具备中国证监会批准的证券投资咨询业务资格，以下简称“本公司”）制作。本报告所载资料是仅供接收人的严格保密资料。本报告仅供本公司及其客户和其关联机构使用。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司及其关联机构（以下统称为“华泰”）对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。

本报告所载的意见、评估及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期，华泰可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。同时，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波动。以往表现并不能指引未来，未来回报并不能得到保证，并存在损失本金的可能。华泰不保证本报告所含信息保持在最新状态。华泰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。

本公司不是 FINRA 的注册会员，其研究分析师亦没有注册为 FINRA 的研究分析师/不具有 FINRA 分析师的注册资格。

华泰力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考，不构成购买或出售所述证券的要约或招揽。该等观点、建议并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对客户私人投资建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，华泰及作者均不承担任何法律责任。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。

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，过往的业绩表现不应作为日后回报的预示。华泰不承诺也不保证任何预示的回报会得以实现，分析中所做的预测可能是基于相应的假设，任何假设的变化可能会显著影响所预测的回报。

华泰及作者在自身所知情的范围内，与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下，华泰可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，为该公司提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务或向该公司招揽业务。

华泰的销售人员、交易人员或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。华泰没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。华泰的资产管理部门、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。投资者应当考虑到华泰及/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。有关该方面的具体披露请参照本报告尾部。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布的机构或人员，也并非意图发送、发布给因可得到、使用本报告的行为而使华泰违反或受制于当地法律或监管规则的机构或人员。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人（无论整份或部分）等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并需在使用前获取独立的法律意见，以确定该引用、刊发符合当地适用法规的要求，同时注明出处为“华泰证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

中国香港

本报告由华泰证券股份有限公司制作，在香港由华泰金融控股（香港）有限公司向符合《证券及期货条例》及其附属法律规定的机构投资者和专业投资者的客户进行分发。华泰金融控股（香港）有限公司受香港证券及期货事务监察委员会监管，是华泰国际金融控股有限公司的全资子公司，后者为华泰证券股份有限公司的全资子公司。在香港获得本报告的人员若有任何有关本报告的问题，请与华泰金融控股（香港）有限公司联系。

香港-重要监管披露

- 华泰金融控股（香港）有限公司的雇员或其关联人士没有担任本报告中提及的公司或发行人的高级人员。
- 有关重要的披露信息，请参华泰金融控股（香港）有限公司的网页 https://www.htsc.com.hk/stock_disclosure 其他信息请参见下方“美国-重要监管披露”。

美国

在美国本报告由华泰证券（美国）有限公司向符合美国监管规定的机构投资者进行发表与分发。华泰证券（美国）有限公司是美国注册经纪商和美国金融业监管局（FINRA）的注册会员。对于其在美国分发的研究报告，华泰证券（美国）有限公司根据《1934年证券交易法》（修订版）第15a-6条规定以及美国证券交易委员会人员解释，对本研究报告内容负责。华泰证券（美国）有限公司联营公司的分析师不具有美国金融监管（FINRA）分析师的注册资格，可能不属于华泰证券（美国）有限公司的关联人员，因此可能不受FINRA关于分析师与标的公司沟通、公开露面和所持交易证券的限制。华泰证券（美国）有限公司是华泰国际金融控股有限公司的全资子公司，后者为华泰证券股份有限公司的全资子公司。任何直接从华泰证券（美国）有限公司收到此报告并希望就本报告所述任何证券进行交易的人士，应通过华泰证券（美国）有限公司进行交易。

美国-重要监管披露

- 分析师代雯、孔垂岩本人及相关人士并不担任本报告所提及的标的证券或发行人的高级人员、董事或顾问。分析师及相关人士与本报告所提及的标的证券或发行人并无任何相关财务利益。本披露中所提及的“相关人士”包括FINRA定义下分析师的家庭成员。分析师根据华泰证券的整体收入和盈利能力获得薪酬，包括源自公司投资银行业务的收入。
- 华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司，及/或不时会以自身或代理形式向客户出售及购买华泰证券研究所覆盖公司的证券/衍生工具，包括股票及债券（包括衍生品）华泰证券研究所覆盖公司的证券/衍生工具，包括股票及债券（包括衍生品）。
- 华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司，及/或其高级管理层、董事和雇员可能会持有本报告中所提到的任何证券（或任何相关投资）头寸，并可能不时进行增持或减持该证券（或投资）。因此，投资者应该意识到可能存在利益冲突。

评级说明

投资评级基于分析师对报告发布日后6至12个月内行业或公司回报潜力（含此期间的股息回报）相对基准表现的预期（A股市场基准为沪深300指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普500指数），具体如下：

行业评级

- 增持：**预计行业股票指数超越基准
- 中性：**预计行业股票指数基本与基准持平
- 减持：**预计行业股票指数明显弱于基准

公司评级

- 买入：**预计股价超越基准15%以上
- 增持：**预计股价超越基准5%~15%
- 持有：**预计股价相对基准波动在-15%~5%之间
- 卖出：**预计股价弱于基准15%以上
- 暂停评级：**已暂停评级、目标价及预测，以遵守适用法规及/或公司政策
- 无评级：**股票不在常规研究覆盖范围内。投资者不应期待华泰提供该等证券及/或公司相关的持续或补充信息



法律实体披露

中国: 华泰证券股份有限公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格, 经营许可证编号为: 91320000704041011J

香港: 华泰金融控股(香港)有限公司具有香港证监会核准的“就证券提供意见”业务资格, 经营许可证编号为: AOK809

美国: 华泰证券(美国)有限公司为美国金融业监管局(FINRA)成员, 具有在美国开展经纪交易商业业务的资格, 经营业务许可编号为: CRD#:298809/SEC#:8-70231

华泰证券股份有限公司

南京

南京市建邺区江东中路228号华泰证券广场1号楼/邮政编码: 210019

电话: 86 25 83389999/传真: 86 25 83387521

电子邮件: ht-rd@htsc.com

深圳

深圳市福田区益田路5999号基金大厦10楼/邮政编码: 518017

电话: 86 755 82493932/传真: 86 755 82492062

电子邮件: ht-rd@htsc.com

北京

北京市西城区太平桥大街丰盛胡同28号太平洋保险大厦A座18层/

邮政编码: 100032

电话: 86 10 63211166/传真: 86 10 63211275

电子邮件: ht-rd@htsc.com

上海

上海市浦东新区东方路18号保利广场E栋23楼/邮政编码: 200120

电话: 86 21 28972098/传真: 86 21 28972068

电子邮件: ht-rd@htsc.com

华泰金融控股(香港)有限公司

香港中环皇后大道中99号中环中心58楼5808-12室

电话: +852-3658-6000/传真: +852-2169-0770

电子邮件: research@htsc.com

<http://www.htsc.com.hk>

华泰证券(美国)有限公司

美国纽约公园大道280号21楼东(纽约10017)

电话: +212-763-8160/传真: +917-725-9702

电子邮件: Huatai@htsc-us.com

<http://www.htsc-us.com>

©版权所有2023年华泰证券股份有限公司