

业绩基本符合预期，高毛利业务驱动利润高增长

——柳药股份 (603368.SH) 2018 年业绩快报点评

公司简报

◆事件：

公司发布 18 年业绩快报，18 年实现营收 117.15 亿元 (+24.0%)，归母净利润和扣非归母净利润均为 5.3 亿元 (+31.1%)，EPS 为 2.03 元。业绩基本符合预期。

◆点评：

高毛利业务继续快速增长，推动利润增速快于收入。从收入增长来看，广西医药配送份额继续向公司这类大型配送企业集中，尤其是医院直销。零售方面，公司继续在新建 DTP 门店和并购新建下快速增长，参考前三季度情况，我们预计 18 年全年零售收入增速在 40% 以上。工业方面，仙茛中葯和医大仙葯产能释放效果明显，预计 18 年全年仍实现翻倍以上增长，此外万通并表也推动公司工业业务快速增长。我们认为公司利润增速明显快于收入增长的原因是医院纯销、零售和工业等高毛利业务仍快速增长，预计毛利率仍在逐步提升。

Q4 单季度利润增速因并购和开店费用均有放缓。从单季度数据来看，公司 Q4 收入同比增长 24.0%，扣非归母净利润同比增长 21.4%，收入基本保持较快增长，但 Q4 单季度净利润增速下滑较多，我们预计主要拖累是万通业务并表产生的相应财务费用和并购费用较多，以及加快 DTP 门店建设带来的开店费用较多。但从收入增长来看，公司无论主业还是产业链延伸均表现较好，未来仍具备较好的盈利增长潜力。

◆业绩基本符合预期，高毛利业务驱动利润高增长，维持“买入”评级

考虑部分并购带来的财务费用和开店费用影响，暂不考虑万通药业的并表，略下调公司 18-20 年预测 EPS 为 2.03/2.54/3.08 元（原为 2.08/2.68/3.29 元），现价对应 19-20 年 PE 为 11/9 倍。公司高毛利业务快速增长，在区内纯销龙头稳固的基础上，向零售、工业延伸的表现继续优秀，目前估值较低，继续维持“买入”评级。

◆风险提示：

1) 带量采购降价风险；2) 零售药店自建扩张及并购整合低于预期。

业绩预测和估值指标

指标	2016	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入 (百万元)	7559	9447	11715	14252	16672
营业收入增长率	16.16%	24.97%	24.01%	21.66%	16.97%
净利润 (百万元)	321	401	527	659	799
净利润增长率	54.05%	25.04%	31.18%	25.17%	21.22%
EPS (元)	1.24	1.55	2.03	2.54	3.08
ROE (归属母公司) (摊薄)	10.06%	11.50%	11.81%	11.70%	11.96%
P/E	22	18	14	11	9
P/B	2	2	2	1	1

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为 2019 年 02 月 19 日

买入 (维持)

当前价：27.74 元

分析师

林小伟 (执业证书编号：S0930517110003)
021-52523871
linxiaowei@ebcn.com

梁东旭 (执业证书编号：S0930517120003)
0755-23915357
liangdongxu@ebcn.com

联系人

市场数据

总股本(亿股)：2.59
总市值(亿元)：71.87
一年最低/最高(元)：24.77/55.36
近 3 月换手率：42.71%

股价表现(一年)



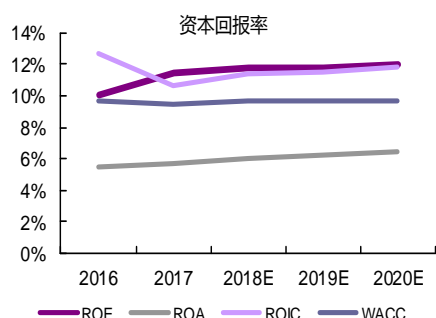
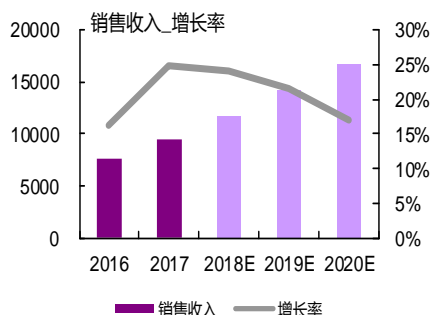
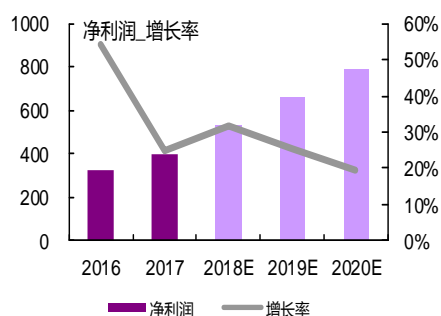
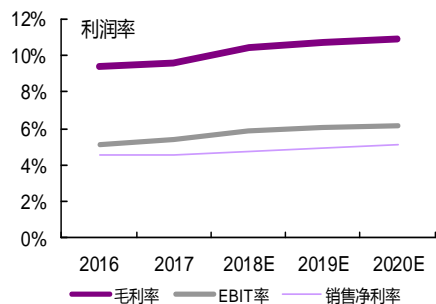
收益表现

%	一个月	三个月	十二个月
相对	-2.24	-16.39	4.26
绝对	6.33	-10.80	-9.03

资料来源：Wind

相关研报

纯销龙头优势稳固，产业链延伸表现优异——柳药股份 (603368.SH) 2018 年三季报点评
.....2018-10-29
深耕广西的批零一体化龙头，业绩持续较快增长——柳药股份 (603368.SH) 首次覆盖报告
.....2018-08-23



利润表 (百万元)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入	7559	9447	11715	14252	16672
营业成本	6848	8539	10489	12721	14850
折旧和摊销	19	35	57	70	83
营业税费	28	35	43	52	61
销售费用	152	193	258	335	400
管理费用	129	157	211	249	288
财务费用	-17	14	47	49	43
公允价值变动损益	0	0	0	0	0
投资收益	0	8	10	10	10
营业利润	402	507	648	820	997
利润总额	406	504	650	821	998
少数股东损益	23	26	26	39	49
归属母公司净利润	321	401	527	659	799

资产负债表 (百万元)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
总资产	6279	7554	9213	11230	13045
流动资产	5696	6785	8311	10116	11879
货币资金	1717	1074	1289	1568	1834
交易型金融资产	0	0	0	0	0
应收账款	2903	3793	4747	5842	6919
应收票据	62	180	223	271	317
其他应收款	20	53	58	63	83
存货	861	1126	1405	1717	2020
可供出售投资	52	75	75	75	75
持有到期金融资产	0	0	0	0	0
长期投资	0	0	0	0	0
固定资产	369	428	559	764	830
无形资产	102	101	96	91	87
总负债	3041	3986	4653	5453	6174
无息负债	2778	3362	4030	4830	5550
有息负债	263	624	624	624	624
股东权益	3238	3569	4560	5776	6871
股本	142	185	259	259	259
公积金	2282	2274	2202	2202	2202
未分配利润	766	1033	1386	1879	2469
少数股东权益	48	77	103	142	191

现金流量表 (百万元)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
经营活动现金流	108	-333	10	96	222
净利润	321	401	527	659	799
折旧摊销	19	35	57	70	83
净营运资金增加	408	1355	892	1005	1043
其他	-640	-2125	-1465	-1638	-1703
投资活动产生现金流	-179	-555	-166	-268	-130
净资本支出	-127	-190	-176	-278	-140
长期投资变化	0	0	0	0	0
其他资产变化	-52	-365	10	10	10
融资活动现金流	1098	244	330	424	138
股本变化	30	43	74	0	0
债务净变化	-418	361	0	0	0
无息负债变化	515	584	668	800	721
净现金流	1027	-644	174	253	230

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测

关键指标	2016	2017	2018E	2019E	2020E
成长能力 (%YoY)					
收入增长率	16.16%	24.97%	24.01%	21.66%	16.97%
净利润增长率	54.05%	25.04%	31.18%	25.17%	21.22%
EBITDA 增长率	30.22%	35.05%	35.80%	25.30%	19.68%
EBIT 增长率	29.43%	32.66%	34.01%	25.45%	19.86%
估值指标					
PE	22	18	14	11	9
PB	2	2	2	1	1
EV/EBITDA	8	11	11	9	7
EV/EBIT	9	11	12	9	8
EV/NOPLAT	10	13	14	11	9
EV/Sales	0	1	1	1	0
EV/IC	1	1	2	1	1
盈利能力 (%)					
毛利率	9.41%	9.61%	10.47%	10.75%	10.93%
EBITDA 率	5.35%	5.78%	6.33%	6.52%	6.67%
EBIT 率	5.10%	5.41%	5.85%	6.03%	6.18%
税前净利润率	5.37%	5.34%	5.55%	5.76%	5.98%
税后净利润率 (归属母公司)	4.25%	4.25%	4.49%	4.62%	4.79%
ROA	5.47%	5.66%	6.00%	6.22%	6.50%
ROE (归属母公司) (摊薄)	10.06%	11.50%	11.81%	11.70%	11.96%
经营性 ROIC	12.74%	10.62%	11.40%	11.55%	11.80%
偿债能力					
流动比率	1.91	1.73	1.81	1.88	1.94
速动比率	1.62	1.44	1.50	1.56	1.61
归属母公司权益/有息债务	12.13	5.60	7.15	9.03	10.71
有形资产/有息债务	23.36	11.86	14.51	17.74	20.67
每股指标(按最新预测年度股本计算历史数据)					
EPS	1.24	1.55	2.03	2.54	3.08
每股红利	0.70	0.66	0.64	0.81	0.98
每股经营现金流	0.42	-1.28	0.04	0.37	0.86
每股自由现金流(FCFF)	-0.67	-4.11	-1.54	-1.72	-0.71
每股净资产	12.31	13.48	17.20	21.75	25.78
每股销售收入	29.18	36.46	45.22	55.01	64.35

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测

行业及公司评级体系

评级	说明
买入	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15% 以上；
增持	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5% 至 15%；
中性	未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差 -5% 至 5%；
减持	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5% 至 15%；
卖出	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15% 以上；
无评级	因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，致使无法给出明确的投资评级。

基准指数说明：A 股主板基准为沪深 300 指数；中小盘基准为中小板指；创业板基准为创业板指；新三板基准为新三板指数；港股基准指数为恒生指数。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）创建于 1996 年，系由中国光大（集团）总公司投资控股的全国性综合类股份制证券公司，是中国证监会批准的首批三家创新试点公司之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可，光大证券股份有限公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。此外，公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本证券研究报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整且不予通知。报告中的信息或所表达的意见不构成任何投资、法律、会计或税务方面的最终操作建议，本公司不就任何人依据报告中的内容而最终操作建议做出任何形式的保证和承诺。在任何情况下，本报告中的信息或所表达的意见并不构成对任何人的投资建议。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表达的意见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。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，本公司及作者均不承担任何法律责任。

不同时期，本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理部、自营部门以及其他投资业务部门可能会独立做出与本报告的意见或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在做出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅向特定客户传送，未经本公司书面授权，本研究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。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。如欲引用或转载本文内容，务必联络本公司并获得许可，并需注明出处为光大证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

光大证券股份有限公司

上海市南京西路 1266 恒隆广场一期 49 楼 邮编 200040

机构业务总部	姓名	办公电话	手机	电子邮件
上海	徐硕	021-52523543	13817283600	shuoxu@ebscn.com
	李文渊		18217788607	liwenyuan@ebscn.com
	李强	021-52523547	18621590998	liqiang88@ebscn.com
	罗德锦	021-52523578	13661875949/13609618940	luodj@ebscn.com
	张弓	021-52523558	13918550549	zhanggong@ebscn.com
	黄素青	021-22169130	13162521110	huangsuqing@ebscn.com
	邢可	021-22167108	15618296961	xingk@ebscn.com
	李晓琳	021-52523559	13918461216	lixiaolin@ebscn.com
	郎珈艺	021-52523557	18801762801	dingdian@ebscn.com
	余鹏	021-52523565	17702167366	yupeng88@ebscn.com
北京	丁点	021-52523577	18221129383	dingdian@ebscn.com
	郭永佳		13190020865	guoyongjia@ebscn.com
	郝辉	010-58452028	13511017986	haohui@ebscn.com
	梁晨	010-58452025	13901184256	liangchen@ebscn.com
	吕凌	010-58452035	15811398181	lvling@ebscn.com
	郭晓远	010-58452029	15120072716	guoxiaoyuan@ebscn.com
	张彦斌	010-58452026	15135130865	zhangyanbin@ebscn.com
	庞舒然	010-58452040	18810659385	pangsr@ebscn.com
	中青雯	021-22169527	15921857444	shenqw@ebscn.com
	黎晓宇	0755-83553559	13823771340	lix1@ebscn.com
深圳	张亦潇	0755-23996409	13725559855	zhangyx@ebscn.com
	王渊锋	0755-83551458	18576778603	wangyuanfeng@ebscn.com
	张靖雯	0755-83553249	18589058561	zhangjingwen@ebscn.com
	苏一耘		13828709460	su1y@ebscn.com
	常密密		15626455220	changmm@ebscn.com
国际业务	陶奕	021-52523546	18018609199	taoyi@ebscn.com
	梁超	021-52523562	15158266108	liangc@ebscn.com
	金英光		13311088991	jinyg@ebscn.com
	周梦颖	021-52523550	15618752262	zhoumengying@ebscn.com
私募业务部	安玲娴	021-52523708	15821276905	anlx@ebscn.com
	张浩东	021-52523709	18516161380	zhanghd@ebscn.com
	吴冕	0755-23617467	18682306302	wumian@ebscn.com
	吴琦	021-52523706	13761057445	wuqi@ebscn.com
	王舒	021-22169419	15869111599	wangshu@ebscn.com
	傅裕	021-52523702	13564655558	fuyu@ebscn.com
	王婧	021-22169359	18217302895	wangjing@ebscn.com
	陈潞	021-22169146	18701777950	chenlu@ebscn.com
	王涵洲		18601076781	wanghanzhou@ebscn.com
	黄小芳	021-52523715	15221694319	huangxf@ebscn.com