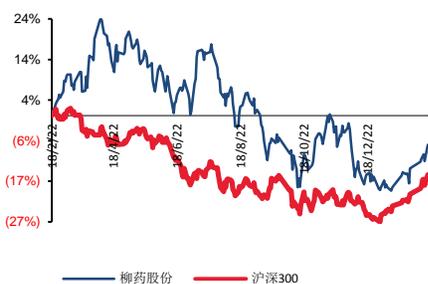


医疗保健 医疗保健设备与服务

盈利能力提升明显，业绩略超预期

■ 走势比较



■ 股票数据

总股本/流通(百万股)	259/259
总市值/流通(百万元)	7,435/7,435
12个月最高/最低(元)	54.69/25.10

相关研究报告:

柳药股份(603368)《利润增速进一步提升,经营层面持续向好》--2018/10/21
 柳药股份(603368)《股份回购传达信心,拟收购万通协同明显》--2018/10/17
 柳药股份(603368)《太平洋证券-柳药股份(603368)深度报告:深耕广西、全产业链发展》--2018/08/06

证券分析师: 杜佐远

电话: 010-88695263

E-MAIL: duzy@tpyzq.com

执业资格证书编码: S1190517110001

证券分析师: 蔡明子

电话: 010-88695263

E-MAIL: caimz@tpyzq.com

执业资格证书编码: S1190518050001

事件: 2月20日,公司发布2018年业绩快报,全年实现117.15亿,同比增长24%;实现归母净利润5.26亿,同比增长31.12%;实现扣非净利润5.27亿,同比增长31.05%;EPS2.03元。公司业绩增长略超我们之前23%的收入增速和29%的利润增速预期。

1. 市场份额扩大提升议价能力,高毛利板块发力提升净利率:

分季度看,公司Q1/Q2/Q3/Q4收入分别为27、28、32、30亿,同比增长25.32%、23.06%、23.72%、24.02%,归母净利润分别为1.13、1.42、1.35、1.35亿,同比增长35.27%、31.68%、38.26%、21.23%,季度间较平稳。总体上上半年的增速高于下半年,主要原因是17年下半年两票制在广西5个地级市执行,市占率提升带来高增长,基数较高。单四季度收入30.04亿,归母净利润1.35亿,分别同比增长24.02%、21.23%,其中收入端提速有万通制药并表贡献,利润端增速低于前三季度,是由于通常情况下Q4费用计提较集中所致。

净利率水平看,四个季度净利率分别为4.18%、5.07%、4.23%、4.51%,18全年净利率4.49%,较17年4.25%提升0.24个百分点,盈利能力呈上升趋势,主要原因是市场份额的进一步扩大,议价能力随之提升和其他高毛利板块贡献加大。

具体包括:配送方面,公司通过供应链延伸服务和市场的拓展,保持医院销售业务的稳健增长;零售方面,公司零售药店规模持续扩大,DTP药店业务持续发力,推动零售业务继续保持较快增长;在品种方面,公司医疗器械和中药饮片的销售规模增长较快,品种结构优化;在工业板块,公司中药饮片生产业务的产能和产值大幅提升,全年收入预计突破1亿。公司收购了广西中药知名企业万通制药60%股权,万通原有核心管理和技术团队继续保留,协同效应明显:1)改善公司产品结构;缓解公司现金流压力;万通将借助公司强大的渠道和终端资源提升市占率,互利共赢。

2. 高毛利业务提速带来业绩加速,原有配送板块受益两票制及新标执行将保持稳健增长:

公司在广西市占率20%,业务涵盖医院纯销、第三终端、商业调拨、器械、IVD集采、零售药店、工业(中药饮片、普药)等,产业链齐

全。公司在广西深耕细作，已经与广西区内 100%的三级医院、90%以上的二级医院建立了良好的合作关系，并通过医院供应链管理项目换取区内 15-20 家三甲医院和 30-50 家二甲医院的药械优先或独家配送权，下游医院资源的广泛、扎实、稳定是公司的核心竞争力。这一核心竞争力不仅保证公司在两票制推行和新标切换时能够较其他对手更快抢占市场份额，更重要的是，还能助力公司的零售、IVD、工业等板块迅速释放业绩。批零一体、工商联动的协同效应使得公司业绩保持 25%-30%以上增长，业务结构的优化更能带来净利率的提升、现金流压力的减缓，是商业板块被低估和忽视的优质成长标的。

盈利预测：公司终端资源丰富，流通市占率提升和高毛利业务占比提升带来整体业绩提速，预计 18-20 年归母净利润分别为 5.26、6.58、7.99 亿元，对应 PE 分别为 14X、11X 和 9X，具备业绩和估值吸引力，维持“买入”评级。

风险提示：医院供应链延伸服务项目推进低于预期；两票制执行进度不及预期。

■ 盈利预测和财务指标：

	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入(百万元)	9447	11715	14292	17294
(+/-%)	24.97%	24.01%	22.00%	21.00%
归母净利润(百万)	401	526	658	799
(+/-%)	25.04%	31.13%	25.02%	21.42%
摊薄每股收益(元)	2.17	2.03	2.54	3.08
市盈率(PE)	12	14	11	9

资料来源：Wind，太平洋证券注：摊薄每股收益按最新总股本计算

资产负债表(百万)						利润表(百万)					
	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E		2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
货币资金	1717	1074	1618	1812	2065	营业收入	7559	9447	11715	14292	17294
应收和预付款项	3033	3963	4383	5387	6566	营业成本	6848	8539	10546	12866	15568
存货	861	1126	1242	1516	1834	营业税金及附加	28	35	59	71	86
其他流动资产	86	623	614	663	720	销售费用	152	193	258	314	380
流动资产合计	5696	6785	7857	9378	11185	管理费用	129	157	205	250	303
长期股权投资	0	0	0	0	0	财务费用	-17	14	11	3	0
投资性房地产	0	0	0	0	0	资产减值损失	16	13	0	0	0
固定资产	369	428	431	433	432	投资收益	0	8	10	12	15
在建工程	2	88	78	68	58	公允价值变动	0	0	0	0	0
无形资产开发支出	102	101	108	115	122	营业利润	402	507	647	799	971
长期待摊费用	0	0	0	0	0	其他非经营损益	3	-2	3	3	3
其他非流动资产	583	769	775	779	780	利润总额	406	504	650	802	974
资产总计	6279	7554	8632	10156	11965	所得税	62	77	97	120	146
短期借款	263	624	624	624	624	净利润	344	428	552	682	828
应付和预收款项	2322	2741	3206	3911	4733	少数股东损益	23	26	26	24	29
长期借款	0	0	0	0	0	归母股东净利润	321	401	526	658	799
其他负债	457	621	682	819	978						
负债合计	3041	3986	4511	5353	6334	预测指标					
股本	142	185	259	259	259		2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
资本公积	2189	2147	2073	2073	2073	毛利率	9.41%	9.61%	9.98%	9.98%	9.98%
留存收益	858	1160	1686	2344	3143	销售净利率	4.25%	4.25%	4.49%	4.60%	4.62%
归母公司股东权益	3190	3492	4018	4676	5475	销售收入增长率	16.16%	24.97%	24.01%	22.00%	21.00%
少数股东权益	48	77	103	127	156	EBIT 增长率	28.70%	33.49%	27.38%	21.87%	20.98%
股东权益合计	3238	3569	4121	4803	5631	净利润增长率	54.05%	25.04%	31.13%	25.02%	21.42%
负债和股东权益	6279	7554	8632	10156	11965	ROE	10.06%	11.50%	13.10%	14.07%	14.59%
						ROA	5.11%	5.31%	6.10%	6.48%	6.68%
						ROIC	19.01%	14.45%	18.41%	19.34%	20.13%
						EPS(X)	2.34	2.17	2.03	2.54	3.08
						PE(X)	20.46	12.07	13.65	10.92	8.99
						PB(X)	2.14	1.39	1.79	1.54	1.31
						PS(X)	0.90	0.51	0.61	0.50	0.42
						EV/EBITDA(X)	13.14	7.94	8.97	7.17	5.70

资料来源: WIND, 太平洋证券

投资评级说明

1、行业评级

看好：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报高于市场整体水平 5%以上；

中性：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报介于市场整体水平-5%与 5%之间；

看淡：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报低于市场整体水平 5%以下。

2、公司评级

买入：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅在 15%以上；

增持：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于 5%与 15%之间；

持有：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与 5%之间；

减持：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与-15%之间；

销售团队

职务	姓名	手机	邮箱
销售负责	王方群	13810908467	wangfq@tpyzq.com
华北销售	王均丽	13910596682	wangjl@tpyzq.com
华北销售	李英文	18910735258	liyw@tpyzq.com
华北销售	成小勇	18519233712	chengxy@tpyzq.com
华北销售	孟超	13581759033	mengchao@tpyzq.com
华北销售	袁进	15715268999	yuanjin@tpyzq.com
华北销售	付禹璇	18515222902	fuyx@tpyzq.com
华东销售	陈辉弥	13564966111	chenhm@tpyzq.com
华东销售	洪绚	13916720672	hongxuan@tpyzq.com
华东销售	张梦莹	18605881577	zhangmy@tpyzq.com
华东销售	李洋洋	18616341722	liyongyang@tpyzq.com
华东销售	杨海萍	17717461796	yanghp@tpyzq.com
华东销售	梁金萍	15999569845	liangjp@tpyzq.com
华东销售	宋悦	13764661684	songyue@tpyzq.com
华南销售	张茜萍	13923766888	zhangqp@tpyzq.com
华南销售	杨帆	13925264660	yangf@tpyzq.com
华南销售	查方龙	18520786811	zhafl@tpyzq.com
华南销售	胡博涵	18566223256	hubh@tpyzq.com
华南销售	陈婷婷	18566247668	chentt@tpyzq.com

华南销售	张卓粤	13554982912	zhangzy@tpyzq.com
华南销售	王佳美	18271801566	wangjm@tpyzq.com



研究院

中国北京 100044

北京市西城区北展北街九号

华远·企业号 D 座

电话： (8610) 88321761

传真： (8610) 88321566

重要声明

太平洋证券股份有限公司具有证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号 13480000。

本报告信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。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。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归太平洋证券股份有限公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。任何人使用本报告，视为同意以上声明。