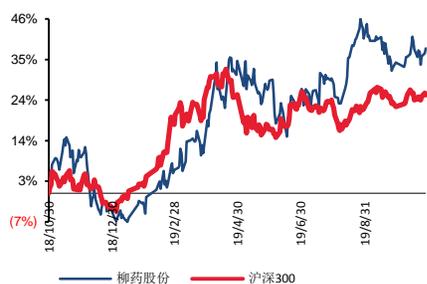


医疗保健 医疗保健设备与服务

## 盈利能力持续提升，高毛利板块贡献业绩

### ■ 走势比较



### ■ 股票数据

总股本/流通(百万股)	259/256
总市值/流通(百万元)	9,521/9,419
12个月最高/最低(元)	38.80/25.10

### 相关研究报告:

- 柳药股份(603368)《现金流持续改善，盈利能力稳定提升》--2019/08/13
- 柳药股份(603368)《业绩稳定增长，盈利能力持续提升》--2019/07/18
- 柳药股份(603368)《业绩稳定增长，零售、工业增速超预期》--2019/03/28

### 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:

10月29日,公司发布2019年三季报:前三季度实现收入111.08亿,同比增长27.53%;实现归母净利润5.48亿,同比增长40.10%;实现扣非净利润5.41亿,同比增长38.62%;EPS2.12元/股。实现经营现金流净额-5.92亿,去年同期同期-7.57亿,同比增加21.75%。公司业绩增长略超我们之前的预期。

### 点评:

#### 1. 市场份额扩大提升议价能力,现金流持续改善

分季度看,公司Q1/Q2/Q3收入分别为33.86、38.10、39.11亿,同比增长24.89%、35.86%、22.45%;归母净利润分别为1.60、1.96、1.91亿,同比增长41.68%、37.50%、41.48%;三季度收入由于同期高基数,略有放缓,利润端仍快速增长,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,毛利率季度间较平稳。收入、利润增速普遍高于去年同期水平。

毛利率水平看,公司前三季度毛利率12.37%,比去年同期提升2.08个百分点;净利率水平看,前三季度整体净利率5.45%,较18同期4.75%提升0.70个百分点,盈利能力呈上升趋势。高毛利板块占主营业务收入比重不断增加,上半年零售收入占主营业务收入的12.09%,工业收入占主营业务收入的2.50%,较去年同期占比提升1.76、1.62个百分点。前三季度预计批发业务收入增速近20-25%,零售业务近50%,延续上半年高增速。

#### 2. 高毛利业务提速带来业绩加速,原有配送板块保持稳健增长:

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,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,目前公司已基本与区内100%的中高端医疗机构建立良好的合作关系,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，是商业板块优质、潜力大的标的。

**批发：**预计 1-9 月 20%-25% 的增长，其中医院纯销业务预计有 25% 左右增速。公司继续加强与中高端医疗机构的合作，通过医院供应链增值服务、器械耗材智能化管理、检验试剂集约化管理、互联网医疗等项目进一步巩固合作关系，促进业务发展。

**零售：**通过门店扩张、发展 DTP 药店和院边药店等特色药店，保持零售业务的快速增长，预计 1-9 月收入增速接近 50%。

**工业：**19 上半年工业板块收入 1.80 亿元，同比增长 267.35%，预计 1-9 月延续高增速，经成为新利润增长点。其中仙茛中药产能和终端覆盖能力大幅提升；万通制药运营良好，盈利能力和生产能力也逐步提升。

### 3. 可转债获批，全方位提升公司竞争实力

10 月 12 日，公司发行可转债获证监会批准。公司拟发行 8.02 亿可转债，期限 6 年，主要用于南宁中药饮片产能扩建（2.5 亿）、连锁药店扩展（1.1 亿）、玉林物流运营中心（2 亿）、补充流动资金（2.4 亿），全方位提升公司竞争实力：募投项目有利于提升中药饮片产能，增强公司在中药饮片领域的整体实力和竞争力；提升药店覆盖广度和深度，以及提升药店专业化水平；提升配送效率以及缓解公司资金压力。

**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 19-21 年归母净利润分别为 7.18、9.35、12.12 亿元，对应 PE 分别为 11X、8X 和 6X，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，药品降价超预期。

#### ■ 盈利预测和财务指标：

	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	11715	14409	17723	21622
(+/-%)	24.00%	23.00%	23.00%	22.00%
净利润(百万元)	528	718	935	1212
(+/-%)	31.59%	35.90%	30.30%	29.61%
摊薄每股收益(元)	2.04	2.77	3.61	4.68
市盈率(PE)	15	11	8	6

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

						利润表(百万)					
	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E		2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
货币资金	1074	1241	2766	3078	3553	<b>营业收入</b>	<b>9447</b>	<b>11715</b>	<b>14409</b>	<b>17723</b>	<b>21622</b>
应收和预付款项	3963	5240	5703	7063	8676	营业成本	8539	10454	12754	15687	19138
存货	1126	1263	1503	1848	2255	营业税金及附加	35	32	58	53	54
其他流动资产	623	281	369	432	507	销售费用	193	281	375	461	556
<b>流动资产合计</b>	<b>6785</b>	<b>8025</b>	<b>10340</b>	<b>12421</b>	<b>14990</b>	管理费用	157	231	288	337	346
长期股权投资	0	0	0	0	0	财务费用	14	63	39	16	11
投资性房地产	0	0	0	0	0	资产减值损失	13	16	0	0	0
固定资产	428	586	579	572	562	投资收益	8	26	10	12	15
在建工程	88	16	6	-4	-14	公允价值变动	0	0	0	0	0
无形资产开发支出	101	142	146	151	155	<b>营业利润</b>	<b>507</b>	<b>666</b>	<b>906</b>	<b>1181</b>	<b>1531</b>
长期待摊费用	0	0	0	0	0	其他非经营损益	-2	-2	3	3	3
其他非流动资产	769	1748	938	930	919	<b>利润总额</b>	<b>504</b>	<b>665</b>	<b>909</b>	<b>1184</b>	<b>1534</b>
<b>资产总计</b>	<b>7554</b>	<b>9773</b>	<b>11278</b>	<b>13351</b>	<b>15910</b>	所得税	77	96	136	178	230
短期借款	624	1324	1324	1324	1324	<b>净利润</b>	<b>428</b>	<b>568</b>	<b>772</b>	<b>1006</b>	<b>1304</b>
应付和预收款项	2741	2644	3884	4777	5828	少数股东损益	26	40	55	71	92
长期借款	0	430	430	430	430	<b>归母股东净利润</b>	<b>401</b>	<b>528</b>	<b>718</b>	<b>935</b>	<b>1212</b>
其他负债	621	1328	821	995	1198	<b>预测指标</b>					
<b>负债合计</b>	<b>3986</b>	<b>5726</b>	<b>6458</b>	<b>7525</b>	<b>8780</b>		2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
股本	185	259	259	259	259	毛利率	9.61%	10.76%	11.49%	11.49%	11.49%
资本公积	2147	2073	2073	2073	2073	销售净利率	4.25%	4.51%	4.98%	5.28%	5.61%
留存收益	1160	1566	2284	3219	4431	销售收入增长率	24.97%	24.00%	23.00%	23.00%	22.00%
归母公司股东权益	3492	3846	4564	5500	6712	EBIT 增长率	33.49%	40.28%	30.21%	26.64%	28.82%
少数股东权益	77	201	255	326	418	净利润增长率	25.04%	31.59%	35.90%	30.30%	29.61%
<b>股东权益合计</b>	<b>3569</b>	<b>4047</b>	<b>4819</b>	<b>5826</b>	<b>7130</b>	ROE	11.50%	13.73%	15.73%	17.01%	18.06%
<b>负债和股东权益</b>	<b>7554</b>	<b>9773</b>	<b>11278</b>	<b>13351</b>	<b>15910</b>	ROA	5.31%	5.40%	6.36%	7.01%	7.62%
<b>现金流量表(百万)</b>						ROIC	14.45%	13.86%	21.55%	23.02%	24.98%
	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E	EPS(X)	2.17	2.04	2.77	3.61	4.68
经营性现金流	-333	22	805	390	549	PE(X)	22.06	14.71	10.82	8.30	6.41
投资性现金流	-555	-649	781	-20	-17	PB(X)	2.54	1.76	2.09	1.73	1.42
融资性现金流	244	700	-61	-58	-58	PS(X)	0.94	0.58	0.66	0.54	0.44
现金增加额	0	0	0	0	0	EV/EBITDA(X)	15.18	9.33	8.60	6.59	4.85

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
华北销售	王均丽	13910596682	wangjl@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	付禹璇	18515222902	fuyx@tpyzq.com
华北销售	韦珂嘉	13701050353	weikj@tpyzq.com
华东销售	陈辉弥	13564966111	chenhm@tpyzq.com
华东销售	李洋洋	18616341722	liyangyang@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	杨晶	18616086730	yangjinga@tpyzq.com
华东销售	秦娟娟	18717767929	qinjj@tpyzq.com
华东销售	王玉琪	17321189545	wangyq@tpyzq.com
华东销售	慈晓聪	18621268712	cixc@tpyzq.com
华南销售	张茜萍	13923766888	zhangqp@tpyzq.com
华南销售	查方龙	18520786811	zhaf1@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

张文婷

18820150251

zhangwt@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。