

2018年08月21日

公司研究●证券研究报告

柳药股份 (603368.SH)

公司快报

纯销业务增长稳健，零售与工业板块增速靓丽

投资要点

- ◆ **事件：**公司发布 2018 年半年报，公司 2018 年 1-6 月实现营业收入 55.16 亿元，同比上升 24.16%，实现归母净利润 2.56 亿元，同比上升 33.25%。
- ◆ **业绩符合预期，盈利能力有所提升：**分季度看，2018Q2 单季度公司实现营业收入 28.05 亿元，同比上升 23.06%，实现归母净利润 1.42 亿元，同比上升 31.68%，基本符合预期。分板块看，公司 2018H1 批发业务仍是公司的主要收入来源，实现收入 48.90 亿元，同比上升 21.10%；零售板块实现收入 5.69 亿元，同比上升 49.21%；工业板块 4,853.81 万元，同比上升 174.24%，零售板块和工业板块增速明显。盈利能力方面，公司 2018H1 毛利率 10.23%，同比上升 0.76PCT，高毛利率的零售和工业板块增长迅速，提供公司整体毛利率水平；净利率 4.88%，同比上升 0.26PCT，盈利能力略有上升。期间费用方面，公司 2018H1 销售费用率、管理费用率和财务费用率分别为 2.00% (+0.12PCT)、1.69% (+0.16PCT)、0.38% (+0.36PCT)，其中财务费用率出现较大幅度的提升，主要由于银行贷款的增加，导致支付的贷款利息增加。公司 2018H1 经营活动现金流-5.01 亿元，较去年同期的-6.15 亿元有所改善。
- ◆ **纯销业务发展稳健，器械销售持续加速：**2018H1 公司纯销业务实现收入 42.06 亿元，同比上升 25.90%，增长稳健。医院销售业务一直是公司的核心业务，公司长期保持和加强与各重点医院机构的良好合作关系，目前已经与广西内 100% 的三级医院、90% 以上的二级医院建立良好的业务关系，基本实现了自治区内中、高端医院的全覆盖。同时，公司积极拓展供应链延伸服务功能，完善配套增值服务，进一步巩固与医疗机构的合作关系，2018 年上半年内公司的供应链延伸服务项目新增 8 家合作医疗机构，目前已签订项目协议的医疗机构达到了 59 家。公司以医院供应链延伸服务项目为契机，加快器械、耗材配送平台的推广应用，2018H1 公司医疗器械实现销售收入 2.17 亿元，同比增长 89.36%，器械板块增长迅速，未来有望成为公司重要的业绩增长点。
- ◆ **零售与工业板块增速靓丽，优化公司业务结构：**零售板块，公司 2018H1 实现营业收入 5.69 亿元，同比上升 49.21%。公司连锁药店的布局不断加快，2018 年上半年新开门店达 80 家，已完成全区 14 个核心城市的药店覆盖，截至 2018 年上半年，公司已拥有 350 家直营药店（不含收购的友和古城药店），其中医保药店 164 家。DTP 药房方面，公司加快区域 DTP 药店的布局，DTP 药店数量已经达到了 49 家。我们预计 2018 年全年零售药店数量有望突破 400 家，零售业务收入有望保持 50% 左右的增速水平。工业方面，公司仙莱中药科技已能生产加工中药材品种近 600 个，并积极通过柳药股份和桂中大药房的销售渠道和客户资源，加快仙莱产品在医疗机构、连锁药店及其他终端市场的推广，2018 年上半年工业板块实现营业收入 0.49 亿元，同比上升 174.24%，我们预计 2018 年全年工业板块销售收入有望破亿。随着零售板块和工业板块的持续放量，公司内部业务结构不断优化，盈利能力持续改

医药 | 医药流通 III

投资评级

增持-A(维持)

股价(2018-08-20)

30.16 元

交易数据

总市值(百万元)	7,813.65
流通市值(百万元)	6,175.26
总股本(百万股)	259.07
流通股本(百万股)	204.75
12 个月价格区间	29.26/58.30 元

一年股价表现



资料来源：贝格数据

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	-11.22	1.57	-5.15
绝对收益	-15.85	-13.93	-22.6

分析师

郑巧

 SAC 执业证书编号: S0910518070003
 zhengqiao@huajinsc.cn
 021-20377052

报告联系人

李伟

 liwei@huajinsc.cn
 021-20377053

相关报告

柳药股份：业绩增长稳健，各板块业务齐发展 2017-08-23

柳药股份：费用减少促使净利高增长，零售终端显著收益处方外流 2017-03-21

善。

◆ **投资建议：**我们认为，公司未来纯销业务有望维持稳定增长，零售和工业板块将持续放量为公司贡献业绩。我们预测公司 2018 年至 2020 年每股收益分别为 2.01、2.51 和 3.20 元，给予增持-A 建议。

◆ **风险提示：**业务拓展不达预期，应收账款坏账风险，政策风险。

财务数据与估值

会计年度	2016	2017	2018E	2019E	2020E
主营收入(百万元)	7,559.4	9,447.0	11,695.2	14,309.0	17,300.6
同比增长(%)	16.2%	25.0%	23.8%	22.3%	20.9%
营业利润(百万元)	402.4	506.7	657.5	819.8	1,047.4
同比增长(%)	52.5%	25.9%	29.8%	24.7%	27.8%
净利润(百万元)	321.0	401.4	519.6	649.8	829.5
同比增长(%)	54.1%	25.0%	29.4%	25.1%	27.7%
每股收益(元)	1.24	1.55	2.01	2.51	3.20
PE	24.3	19.5	15.0	12.0	9.4
PB	2.4	2.2	2.0	1.8	1.6

数据来源：贝格数据华金证券研究所

财务报表预测和估值数据汇总

利润表						财务指标					
(百万元)	2016	2017	2018E	2019E	2020E	(百万元)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入	7,559.4	9,447.0	11,695.2	14,309.0	17,300.6	年增长率					
减:营业成本	6,848.3	8,539.2	10,535.6	12,840.6	15,464.8	营业收入增长率	16.2%	25.0%	23.8%	22.3%	20.9%
营业税费	27.8	34.7	35.1	49.3	58.4	营业利润增长率	52.5%	25.9%	29.8%	24.7%	27.8%
销售费用	152.2	192.7	237.6	290.2	351.8	净利润增长率	54.1%	25.0%	29.4%	25.1%	27.7%
管理费用	129.4	156.5	199.0	241.8	291.1	EBITDA 增长率	29.8%	36.5%	30.3%	28.5%	27.7%
财务费用	-17.0	14.3	19.9	56.7	78.5	EBIT 增长率	29.4%	34.7%	30.5%	29.4%	28.5%
资产减值损失	16.3	12.6	13.1	14.0	13.3	NOPLAT 增长率	29.9%	35.3%	29.8%	29.5%	28.5%
加:公允价值变动收益	-	-	-	-	-	投资资本增长率	29.9%	77.2%	-24.4%	74.7%	-9.8%
投资和汇兑收益	-	7.9	2.6	3.5	4.7	净资产增长率	138.0%	10.2%	10.2%	12.9%	14.3%
营业利润	402.4	506.7	657.5	819.8	1,047.4	盈利能力					
加:营业外净收支	3.2	-2.2	1.7	0.9	0.1	毛利率	9.4%	9.6%	9.9%	10.3%	10.6%
利润总额	405.6	504.4	659.2	820.7	1,047.5	营业利润率	5.3%	5.4%	5.6%	5.7%	6.1%
减:所得税	62.0	76.8	101.3	125.5	160.2	净利润率	4.2%	4.2%	4.4%	4.5%	4.8%
净利润	321.0	401.4	519.6	649.8	829.5	EBITDA/营业收入	5.3%	5.8%	6.1%	6.4%	6.7%
						EBIT/营业收入	5.1%	5.5%	5.8%	6.1%	6.5%
资产负债表						偿债能力					
	2016	2017	2018E	2019E	2020E	资产负债率	48.4%	52.8%	58.7%	64.6%	63.8%
货币资金	1,717.3	1,073.7	2,923.8	3,577.2	4,325.2	负债权益比	93.9%	111.7%	142.3%	182.3%	175.9%
交易性金融资产	-	-	-	-	-	流动比率	1.91	1.73	1.75	1.98	1.78
应收帐款	2,923.5	3,846.2	4,218.8	5,834.7	6,326.5	速动比率	1.62	1.44	1.50	1.69	1.54
应收票据	62.3	180.0	88.1	168.8	169.6	利息保障倍数	-22.66	36.22	34.07	15.46	14.34
预付帐款	129.4	169.9	159.8	260.4	250.3	营运能力					
存货	860.7	1,125.8	1,219.5	1,681.0	1,830.2	固定资产周转天数	12	15	15	14	12
其他流动资产	3.2	389.9	131.9	175.0	232.3	流动营业资本周转天数	53	70	62	62	64
可供出售金融资产	51.7	75.0	42.3	56.3	57.9	流动资产周转天数	228	238	239	257	258
持有至到期投资	-	-	-	-	-	应收帐款周转天数	126	129	124	126	127
长期股权投资	-	-	-	-	-	存货周转天数	36	38	36	36	37
投资性房地产	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2	总资产周转天数	252	264	263	277	276
固定资产	368.6	427.5	540.9	559.1	574.4	投资资本周转天数	71	88	80	77	78
在建工程	2.5	88.3	5.9	25.9	40.9	费用率					
无形资产	102.0	101.1	108.2	110.2	112.1	销售费用率	2.0%	2.0%	2.0%	2.0%	2.0%
其他非流动资产	57.5	76.3	86.1	82.4	74.2	管理费用率	1.7%	1.7%	1.7%	1.7%	1.7%
资产总额	6,278.9	7,554.0	9,525.6	12,531.3	13,993.8	财务费用率	-0.2%	0.2%	0.2%	0.4%	0.5%
短期债务	263.0	623.7	838.9	1,082.4	1,415.5	三费/营业收入	3.5%	3.8%	3.9%	4.1%	4.2%
应付帐款	2,326.7	2,919.8	3,785.6	4,242.3	5,370.3	投资回报率					
应付票据	294.8	291.4	294.4	484.0	469.0	ROE	10.1%	11.5%	13.6%	15.2%	17.1%
其他流动负债	95.7	90.9	89.7	110.7	103.3	ROA	5.5%	5.7%	5.9%	5.5%	6.3%
长期借款	-	-	525.1	2,111.9	1,503.1	ROIC	25.3%	26.4%	19.3%	33.1%	24.3%
其他非流动负债	61.0	59.8	60.9	60.6	60.4	分红指标					
负债总额	3,041.2	3,985.5	5,594.6	8,091.9	8,921.6	DPS(元)	0.38	0.47	0.63	0.78	0.99
少数股东权益	47.7	76.8	115.1	160.5	218.3	分红比率	31.0%	30.4%	31.3%	30.9%	30.9%
股本	142.3	185.1	259.1	259.1	259.1	股息收益率	1.3%	1.6%	2.1%	2.6%	3.3%
留存收益	3,047.7	3,306.7	3,556.9	4,019.9	4,594.8						
股东权益	3,237.7	3,568.5	3,931.0	4,439.4	5,072.1						
现金流量表						业绩和估值指标					
	2016	2017	2018E	2019E	2020E		2016	2017	2018E	2019E	2020E
净利润	343.6	427.7	519.6	649.8	829.5	EPS(元)	1.24	1.55	2.01	2.51	3.20
加:折旧和摊销	19.2	35.2	31.9	34.8	37.8	BVPS(元)	12.31	13.48	14.73	16.52	18.74
资产减值准备	16.3	12.6	-	-	-	PE(X)	24.3	19.5	15.0	12.0	9.4
公允价值变动损失	-	-	-	-	-	PB(X)	2.4	2.2	2.0	1.8	1.6
财务费用	7.4	19.6	19.9	56.7	78.5	P/FCF	-16.2	-14.7	3.9	9.7	8.3
投资损失	-	-7.9	-2.6	-3.5	-4.7	P/S	1.0	0.8	0.7	0.5	0.5
少数股东损益	22.6	26.3	38.3	45.4	57.8	EV/EBITDA	7.0	9.3	8.8	8.2	5.6
营运资金的变动	-272.9	-1,218.6	752.6	-1,631.0	424.7	CAGR(%)	26.5%	27.5%	35.1%	26.5%	27.5%
经营活动产生现金流量	108.4	-332.6	1,359.6	-847.8	1,423.6	PEG	0.9	0.7	0.4	0.5	0.3
投资活动产生现金流量	-179.0	-555.2	-34.6	-85.6	-66.9	ROIC/WACC	2.7	2.8	2.1	3.5	2.6
融资活动产生现金流量	1,097.6	244.2	525.1	1,586.9	-608.8						

资料来源: 贝格数据华金证券研究所

公司评级体系

收益评级：

买入—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上；

增持—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%；

中性—未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%；

减持—未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%；

卖出—未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上；

风险评级：

A —正常风险，未来 6 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动；

B —较高风险，未来 6 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动；

分析师声明

郑巧声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

免责声明：

本报告仅供华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息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。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，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发、篡改或引用本报告的任何部分。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，并注明出处为“华金证券股份有限公司研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

华金证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

风险提示：

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。投资者对其投资行为负完全责任，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。

华金证券股份有限公司

地址：上海市浦东新区锦康路 258 号（陆家嘴世纪金融广场）13 层

电话：021-20655588

网址： www.huajinsc.cn