

业绩符合预期，估值性价比极高的 广西省批零一体化龙头

——柳药股份（603368）2018 年中报点评

2018 年 08 月 21 日

强烈推荐/首次

柳药股份

财报点评

张金洋	分析师	执业证书编号：S1480516080001	
	zhangjy@dxzq.net.cn	010-66554035	
缪牧一	研究助理		
	miaomy@dxzq.net.cn	010-66554035	

事件：

公司发布 2018 年中报，实现收入 55.16 亿元，同比增长 24.16%，实现归母净利润 2.56 亿元，同比增长 33.25%，实现扣非后归母净利润 2.55 亿元，同比增长 32.95%；Q2 单季公司实现收入 28.04 亿元，同比增长 23.06%，实现归母净利润 1.42 亿元，同比增长 31.68%，实现扣非后归母净利润 1.42 亿元，同比增长 32.15%。

公司分季度财务指标

指标	2016Q4	2017Q1	2017Q2	2017Q3	2017Q4	2018Q1	2018Q2
营业收入（百万元）	1919.95	2163.75	2278.99	2581.64	2422.6	2711.55	2804.63
增长率（%）	17.65%	19.72%	21.48%	31.98%	26.18%	25.32%	23.06%
毛利率（%）	10.51%	9.31%	9.62%	9.30%	10.19%	9.63%	10.82%
期间费用率（%）	3.48%	3.42%	3.44%	3.76%	4.72%	3.76%	4.37%
营业利润率（%）	5.94%	4.86%	6.06%	4.82%	5.75%	5.14%	6.33%
净利润（百万元）	97.92	88.03	117.01	106.13	116.50	118.00	151.44
增长率（%）	79.22%	27.89%	30.66%	21.62%	18.97%	34.05%	29.42%
每股盈利（季度，元）	0.64	0.59	0.58	0.53	0.60	0.61	0.55
资产负债率（%）	48.43%	49.13%	49.92%	52.46%	52.76%	55.44%	56.22%
净资产收益率（%）	3.02%	2.65%	3.50%	3.07%	3.26%	3.20%	4.08%
总资产收益率（%）	1.56%	1.35%	1.75%	1.46%	1.54%	1.43%	1.78%

观点：

1、业绩高速增长，符合市场预期

公司2018年H1实现归母净利润增长33.25%，符合市场预期。Q2单季较Q1增速有所放缓的主要原因是Q1受到广西省新标切换（17年3月）的扩容影响，而Q2则是同一轮标期下的正常增长，分主要业务板块来看：

- ◆ **药品批发**：2018年H1实现收入46.73亿元，同比增长在19%以上。由于广西省2018年1月1日执行两票制，调拨业务受到影响，我们预计医院纯销业务增速在20-25%，第三终端业务增速在20%左右。
- ◆ **医疗器械**：2018年H1实现收入2.17亿元，同比增长89.36%，超出市场预期。为迎接未来2-3年或推行的

器械两票制，公司加大器械配送布局，同时与润达成立合资子公司柳润布局IVD。

- ◆ **零售业务：**2018年H1实现收入5.69亿元，同比增长49.21%，桂中大药房H1贡献2623万净利润。公司DTP药房迅速扩张，截止报告期末已有49家，我们估计公司DTP药房目前占零售业务比重40%左右，增速预计在60-80%，是公司零售业务高速增长的主要驱动力。目前桂中大药房已有350家直营店，医保店164家，考虑已签署战略合作协议收购的友和古城的39家在南宁的门店，公司成为广西省零售业务龙头的趋势明显。
- ◆ **工业板块：**2018年H1实现收入4854万元，同比增长174.24%，仙莱的中药饮片业务H1贡献766万净利润，增长迅速。

从财务指标上来看：

- ◆ **三大费用率：**销售费用率、管理费用率、财务费用率分别为2.00%、1.69%、0.38%，较去年同期分别-0.04pp、+0.03pp、+0.23pp，销售费用率、管理费用率基本保持稳定，财务费用率有较大幅度提升主要是短期借款较去年同期增加6.2亿所致。
- ◆ **营运能力：**净营业周期为80.96天，较去年同期上升18.38天。其中，应收账款周转天数上升4.35天，零加成带来的账期变长逐渐体现，预计后续影响将逐渐减弱。存货周转天数、应付周转天数分别下降1.23、15.26天。
- ◆ **现金流：**2018年H1经营性现金流为-5.01亿，较去年同期有较大幅度改善。

2、投资逻辑梳理：向上游延伸的广西省批零一体化龙头

我们认为，公司现有战略规划仍然足以支撑5年以上在广西省的高速发展期，鉴于现在的低估值，建议积极配置：

- ◆ **药品批发：**公司批发业务主要以医院纯销为主，粗略估计约占广西省纯销市场的30%左右，由于公司积极开展供应链延伸服务（已与59家中高端医疗机构签订医院供应链延伸服务项目协议并逐步实施）以及两票制带来的头部效应，我们预计未来公司可占广西省40-50%的市场份额，以目前公司20%增速以及广西省12-13%的增速（商务部数据，广西省2017年药品增速15.8%，略有高估）来看，仍然能维持5年以上的中高速增长期。
- ◆ **医疗器械：**公司目前广西省市占率仅有5-6%，依托公司的医院资源以及与润达合资的子公司柳润，有望长期维持超高增长。
- ◆ **零售业务：**公司目前广西省市占率约为10-12%，在DTP药房迅速推广，公司新建+并购共同发展（18年上半年新开80家，同时已签署收购友和古城的39家药店），未来有望占到广西省20-30%的市场份额，3年内30-40%的高速成长可期。
- ◆ **工业板块：**公司布局仙莱（中药饮片）、仙晟（化药）两块上游业务，其中仙莱设计中药提取产能3200吨，能够支撑5亿左右收入，而广西省中药饮片业务整体体量目前为20亿左右且维持高速增长，未来长期高增长可期。

结论：

我们预计公司2018-2020年净利润为5.21、6.51、8.06亿元，同比增长29.92%、24.95%、23.81%，对应PE为15x、12x、10x。公司是广西省批零一体化龙头，积极向上游延伸产业链，未来有望长期维持20%以上高利润增速，目前18年估值仅15倍，性价比极高，首次覆盖，给予“强烈推荐”评级。

风险提示：

广西省流通市场整合不及预期

公司盈利预测表

资产负债表			单位:百万元			利润表			单位:百万元		
	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E		2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
流动资产合计	5696	6785	7880	9482	11393	营业收入	7559	9447	11478	13820	16613
货币资金	1717	1074	1305	1571	1889	营业成本	6848	8539	10352	12445	14940
应收账款	2903	3793	4609	5549	6671	营业税金及附加	28	35	42	51	61
其他应收款	20	53	64	77	93	营业费用	152	193	236	287	349
预付款项	129	170	222	284	359	管理费用	129	157	190	229	275
存货	861	1126	1361	1637	1965	财务费用	-17	14	14	14	14
其他流动资产	3	390	99	99	99	资产减值损失	16.33	12.64	12.00	12.00	12.00
非流动资产合计	583	769	731	694	657	公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
长期股权投资	0	0	0	0	0	投资净收益	0.00	7.87	8.00	8.00	8.00
固定资产	369	428	400	373	346	营业利润	402	507	639	789	970
无形资产	102	101	91	81	71	营业外收入	5.04	0.92	0.00	0.00	0.00
其他非流动资产	23	22	22	22	22	营业外支出	1.84	3.17	2.00	2.00	2.00
资产总计	6279	7554	8612	10176	12050	利润总额	406	504	637	787	968
流动负债合计	2980	3926	4561	5308	6200	所得税	62	77	89	110	135
短期借款	263	624	623	623	623	净利润	344	428	548	677	832
应付账款	2304	2715	3262	3921	4707	少数股东损益	23	26	26	26	26
预收款项	18	26	38	52	68	归属母公司净利润	321	401	521	651	806
一年内到期的非流	0	0	0	0	0	EBITDA	498	645	690	841	1021
非流动负债合计	61	60	22	364	764	EPS (元)	2.34	2.17	2.01	2.51	3.11
长期借款	0	0	0	0	0	主要财务比率					
应付债券	0	0	0	0	0		2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
负债合计	3041	3986	4583	5672	6964	成长能力					
少数股东权益	48	77	103	129	156	营业收入增长	16.16%	24.97%	21.50%	20.40%	20.21%
实收资本(或股本)	142	185	259	259	259	营业利润增长	52.49%	25.91%	26.09%	23.57%	22.84%
资本公积	2189	2147	2147	2147	2147	归属于母公司净利润	54.05%	25.04%	29.91%	24.84%	23.82%
未分配利润	766	1033	1236	1490	1804	获利能力					
归属母公司股东权	3190	3492	3926	4375	4931	毛利率(%)	9.41%	9.61%	9.81%	9.95%	10.07%
负债和所有者权益	6279	7554	8612	10176	12050	净利率(%)	4.54%	4.53%	4.77%	4.90%	5.01%
现金流量表			单位:百万元			总资产净利润(%)	5.11%	5.31%	6.05%	6.40%	
	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E	ROE(%)	10.06%	11.50%	13.28%	14.88%	16.35%
经营活动现金流	108	-333	375	145	186	偿债能力					
净利润	344	428	548	677	832	资产负债率(%)	48%	53%	53%	56%	58%
折旧摊销	113	124	37	37	37	流动比率	1.91	1.73	1.73	1.79	1.84
财务费用	-17	14	14	14	14	速动比率	1.62	1.44	1.43	1.48	1.52
应付账款的变化	0	0	-815	-940	-1121	营运能力					
预收账款的变化	0	0	11	14	17	总资产周转率	1.43	1.37	1.42	1.47	1.49
投资活动现金流	-179	-555	-4	-4	-4	应收账款周转率	3	3	3	3	3
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	应付账款周转率	3.53	3.77	3.84	3.85	3.85
长期股权投资减少	0	0	0	0	0	每股指标(元)					
投资收益	0	8	8	8	8	每股收益(最新摊薄)	2.34	2.17	2.01	2.51	3.11
筹资活动现金流	1098	244	-140	126	136	每股净现金流(最新)	7.21	-3.48	0.89	1.03	1.23
应付债券增加	0	0	0	0	0	每股净资产(最新摊)	22.41	18.87	15.15	16.89	19.03
长期借款增加	0	0	0	0	0	估值比率					
普通股增加	30	43	74	0	0	P/E	12.89	13.90	14.98	12.00	9.69
资本公积增加	1595	-43	0	0	0	P/B	1.35	1.60	1.99	1.79	1.58
现金净增加额	1027	-644	231	266	318	EV/EBITDA	5.70	7.96	10.33	8.17	6.41

资料来源: 公司财报、东兴证券研究所

分析师简介

张金洋

医药生物行业小组组长，3 年证券行业研究经验，3 年医药行业实业工作经验。2016 年水晶球最佳分析师第一名，2015 年新财富第七名团队核心成员，2015 年水晶球第三名团队核心成员。北京大学药剂学硕士、北京大学药学学士、北京大学经济学学士，和君商学院三届学子。曾就职于中国银河证券股份有限公司、民生证券股份有限公司、西安杨森制药有限公司。2016 年 7 月加盟东兴证券研究所，整体负责医药行业投资研究工作。

研究助理简介

缪牧一

医药行业分析师。2016 年水晶球第一名团队核心成员，公募榜单第一名，非公募榜单第二名。美国罗切斯特大学会计学理学硕士，美国注册会计师，2016 年 6 月加盟东兴证券研究所，从事医药行业研究，重点专注于医药政策下的投资机会。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

风险提示

本证券研究报告所载的信息、观点、结论等内容仅供投资者决策参考。在任何情况下，本公司证券研究报告均不构成对任何机构和个人的投资建议，市场有风险，投资者在决定投资前，务必要审慎。投资者应自主作出投资决策，自行承担投资风险。

免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用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，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我公司及其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头寸并进行交易，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。本报告版权仅为我公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和法律责任。

行业评级体系

公司投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率 15% 以上；

推荐：相对强于市场基准指数收益率 5%~15% 之间；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5% 之间；

回避：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5% 以上；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5% 之间；

看淡：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。