



2018年08月21日

买入(首次评级)

当前价: 31.26元

## 医药行业研究组

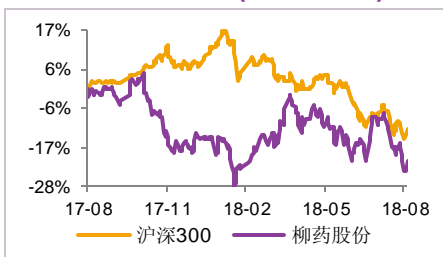
分析师: 李志新

执业编号: S0300518010002

电话: 010-66235703

邮箱: lizhixin@lxsec.com

## 股价相对市场表现(近12个月)



资料来源: 聚源

## 盈利预测

| 百万元    | 2017A  | 2018E   | 2019E   | 2020E   |
|--------|--------|---------|---------|---------|
| 主营收入   | 9447.0 | 11745.0 | 14290.0 | 17113.0 |
| (+/-)  |        | 24.3%   | 21.7%   | 19.8%   |
| 归母净利润  | 401.3  | 510.2   | 665.0   | 823.4   |
| (+/-)  |        | 27.1%   | 30.3%   | 23.8%   |
| EPS(元) | 1.55   | 1.97    | 2.57    | 3.18    |
| P/E    | 20.2   | 15.9    | 12.2    | 9.8     |

资料来源: 联讯证券研究院

## 相关研究

## 柳药股份(603368.SH)

## 【联讯医药公司点评】柳药股份(603368): 深耕区域医药流通市场, 纯销与零售业务齐飞

## 投资要点

## ◇ 事件

公司公告 2018H1 实现营业收入 55.16 亿元 (+24.2%); 实现归母净利润 2.56 亿元 (+33.3%); 扣非后归母净利润 2.54 亿元 (+33.0%); 上半年销售毛利率 10.23%, 销售净利润率 4.88%。

## 点评:

## ◇ 业绩延续高增长, 主营业务结构健康

上半年公司营收 55.16 亿元, 归母净利润为 2.56 亿元, 增速分别为 24.2% 和 33.3%, 中报业绩延续稳定高增长; 分季度看, 18Q2 营收和利润额都创出历史新高, 单季度同比增速分别是 23.1% 和 31.7%, 延续 18Q1 的高增速。上半年毛利率和净利润率继续稳步提升, 双双创出历史新高, 分别为 10.23% 和 4.88%, 费用率控制良好。分业务结构看, 工业板块营收 4853 万元 (+174.2%); 商业板块中医院纯销业务营收 42.06 亿元 (25.9%), 零售业务板块营收 5.69 亿元 (+49.2%), 器械耗材销售 2.17 亿元 (+89.4%), 我们估算商业调拨约 4.76 亿元, 占商业板块营收比例约 8% 左右。公司业务结构健康, 医院纯销和零售合计占总营收比重 86.6%, 商业调拨业务占比行业最低 (约 8%), 受两票制影响业务调整压力较小。

## ◇ 深耕广西区域市场, 纯销与零售业务齐飞

公司是深耕区域市场的典范, 营收基本来自广西市场。公司在广西医药流通市占率约为 25% (商务部数据 2017 广西药品流通销售额 332.9 亿元), 比 2014 年上市时市占率提升约 10 个百分点, 市占率领先广西区域市场, 随着两票制的推进落地, 龙头抢占存量市场, 预期未来公司市占率将继续提升。公司业务类型涵盖医院纯销、零售、商业调拨、器械耗材集采, 甚至向医药工业拓展 (仙荣中药、万通制药等), 实现了医药全产业链布局、客户深度覆盖服务。

医院纯销和零售业务齐飞, 纯销业务营收 42.06 亿元, 增速 25.9%, 客户覆盖广西 100% 三甲医院和 90% 二甲医院, 上半年医院供应链延伸服务项目新增玉林市一院等 8 家合作医疗机构, 目前合计项目签约医疗机构已达 59 家, 贴身服务医院客户, 增强客户黏性; 零售业务以桂中大药房为主, 营收 5.69 亿元, 增速高达 49.2%, 已拥有 350 家直营药店, 上半年新开 80 家门店, 其中医保药店 164 家, 区域 DTP 药房数量 49 家, 另外正在实施南宁友和古城药店旗下 39 家门店收购计划, 加强零售药店布局。

## ◇ 盈利预测与估值

我们预测公司 2018-2020 年营收分别为 117.4/142.9/171.1 亿元, 分别同比增长 24.3%/21.7%/19.8%; 归母净利润为 5.10/6.65/8.23 亿元, 分别同比增



27.1%/30.3%/23.8%。当前收盘价对应 2018 盈利预测 PE 约 16 倍，PEG 0.59，估值合理偏低，首次给予“买入”评级。

✧ 风险提示

1)、零售药店开店速度不及预期；2) 应收账款坏账风险；3)、政策风险。



附录：公司财务预测表（百万元）

| 资产负债表      |              |              |              |              | 现金流量表         |              |              |              |              |
|------------|--------------|--------------|--------------|--------------|---------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
|            | 2017A        | 2018E        | 2019E        | 2020E        |               | 2017A        | 2018E        | 2019E        | 2020E        |
| 流动资产       | 6785.5       | 8858.8       | 10390.9      | 12415.2      | 经营活动现金流净额     | -332.6       | 86.9         | 214.3        | 320.5        |
| 货币资金       | 1073.7       | 1786.8       | 2137.7       | 2543.8       | 净利润           | 427.6        | 544.5        | 709.7        | 878.8        |
| 应收账款和票据    | 3973.4       | 4933.1       | 6002.0       | 7187.5       | 折旧与摊销         | 12.6         | 30.0         | 30.1         | 28.5         |
| 其他应收款      | 52.9         | 55.0         | 53.0         | 62.0         | 财务费用          | 19.6         | 40.0         | 46.0         | 52.2         |
| 预付账款       | 169.9        | 211.4        | 257.2        | 308.0        | 资产减值损失        | 12.6         | 25.0         | 15.0         | 10.0         |
| 存货         | 1125.8       | 1409.5       | 1714.8       | 2053.6       | 经营营运资本变动      | -803.8       | -551.6       | -587.5       | -648.3       |
| 其他流动资产     | 389.9        | 462.9        | 226.1        | 260.3        | 其他            | -1.2         | -1.0         | 1.0          | -0.6         |
| 非流动资产      | 768.6        | 811.3        | 776.0        | 757.0        | 投资活动现金流净额     | -555.2       | 90.5         | 105.0        | 105.0        |
| 在建工程       | 88.3         | 0.0          | 0.0          | 0.0          | 资本支出          | -189.8       | -65.2        | 0.0          | 0.0          |
| 固定资产       | 427.2        | 547.7        | 517.6        | 489.1        | 长期投资          | -15.4        | 5.7          | 5.0          | 5.0          |
| 无形资产和商誉    | 101.1        | 98.6         | 96.1         | 93.7         | 其他            | -350.0       | 150.0        | 100.0        | 100.0        |
| 其他非流动资产    | 152.0        | 165.0        | 162.3        | 174.2        | 筹资活动现金流净额     | 244.2        | 535.7        | 31.6         | -19.4        |
| 资产总计       | 7554.1       | 9670.1       | 11166.9      | 13172.2      | 短、长期借款        | 360.7        | 676.3        | 200.0        | 200.0        |
| 流动负债       | 3925.7       | 5497.7       | 6285.6       | 7412.9       | 分配股利          | -126.3       | -140.6       | -168.4       | -219.4       |
| 短期借款       | 623.7        | 1300.0       | 1500.0       | 1700.0       | 其他            | 9.8          | 0.0          | 0.0          | 0.0          |
| 应付账款和票据    | 3005.9       | 3697.7       | 4484.4       | 5360.4       | 现金流量净额        | -643.6       | 713.1        | 350.9        | 406.1        |
| 其他流动负债     | 296.1        | 500.0        | 301.2        | 352.5        |               |              |              |              |              |
| 非流动负债      | 59.8         | 59.2         | 58.5         | 57.8         | <b>主要财务比率</b> | <b>2017A</b> | <b>2018E</b> | <b>2019E</b> | <b>2020E</b> |
| 长期借款       | 52.9         | 52.3         | 51.6         | 50.9         | 成长能力          |              |              |              |              |
| 其他非流动负债    | 6.9          | 6.9          | 6.9          | 6.9          | 营业收入          | 24.97%       | 24.33%       | 21.67%       | 19.75%       |
| 负债合计       | 3985.5       | 5556.9       | 6344.1       | 7470.7       | 营业利润          | 25.91%       | 27.17%       | 30.18%       | 23.81%       |
| 归属母公司股东权益  | 3491.8       | 4002.0       | 4667.0       | 5490.4       | 归属母公司净利润      | 25.04%       | 27.14%       | 30.33%       | 23.84%       |
| 少数股东权益     | 76.8         | 111.1        | 155.8        | 211.2        | 获利能力          |              |              |              |              |
| 股东权益合计     | 3568.6       | 4113.1       | 4822.8       | 5701.6       | 毛利率           | 9.61%        | 10.05%       | 10.34%       | 10.51%       |
|            |              |              |              |              | 净利率           | 4.53%        | 4.64%        | 4.97%        | 5.14%        |
| <b>利润表</b> | <b>2017A</b> | <b>2018E</b> | <b>2019E</b> | <b>2020E</b> | ROE           | 11.49%       | 12.75%       | 14.25%       | 15.00%       |
| 营业收入       | 9447.0       | 11745.6      | 14290.4      | 17113.2      | ROIC          | 9.84%        | 11.28%       | 12.45%       | 13.08%       |
| 营业成本       | 8539.2       | 10565.0      | 12812.6      | 15315.3      | 偿债能力          |              |              |              |              |
| 营业税金及附加    | 34.7         | 43.5         | 52.9         | 63.3         | 资产负债率         | 52.76%       | 57.47%       | 56.81%       | 56.72%       |
| 营业费用       | 192.7        | 238.4        | 291.5        | 350.8        | 净负债比率         | 111.68%      | 135.10%      | 131.55%      | 131.03%      |
| 管理费用       | 156.5        | 197.3        | 241.5        | 290.9        | 流动比率          | 1.73         | 1.61         | 1.65         | 1.67         |
| 财务费用       | 14.3         | 40.0         | 46.0         | 52.2         | 速动比率          | 1.44         | 1.35         | 1.38         | 1.40         |
| 资产减值损失     | 12.6         | 25.0         | 15.0         | 10.0         | 营运能力          |              |              |              |              |
| 公允价值变动损益   | 0.0          | 0.0          | 0.0          | 0.0          | 总资产周转率        | 1.37         | 1.36         | 1.37         | 1.41         |
| 投资净收益      | 7.9          | 8.0          | 8.0          | 8.0          | 应收账款周转率       | 2.82         | 2.64         | 2.61         | 2.59         |
| 营业利润       | 506.7        | 644.4        | 838.9        | 1038.6       | 应付账款周转率       | 8.60         | 8.33         | 8.20         | 8.13         |
| 营业外收入      | 0.9          | 1.0          | 1.0          | 1.0          | 每股指标(元)       |              |              |              |              |
| 营业外支出      | 3.2          | 2.5          | 2.0          | 2.0          | 每股收益          | 1.55         | 1.97         | 2.57         | 3.18         |
| 利润总额       | 504.4        | 642.9        | 837.9        | 1037.6       | 每股净资产         | 13.48        | 15.45        | 18.02        | 21.20        |
| 所得税        | 76.8         | 98.4         | 128.2        | 158.7        | 每股经营现金        | -1.28        | 0.34         | 0.83         | 1.24         |
| 净利润        | 427.6        | 544.5        | 709.7        | 878.8        | 估值比率          |              |              |              |              |
| 少数股东损益     | 26.3         | 34.3         | 44.7         | 55.4         | P/E           | 20.2         | 15.9         | 12.2         | 9.8          |
| 归属母公司净利润   | 401.3        | 510.2        | 665.0        | 823.4        | P/B           | 2.3          | 2.0          | 1.7          | 1.5          |
| EBITDA     | 546.4        | 712.9        | 914.0        | 1118.2       | EV/EBITDA     | 16.06        | 13.25        | 10.56        | 8.81         |
| EPS (元)    | 1.55         | 1.97         | 2.57         | 3.18         |               |              |              |              |              |

资料来源：公司财务报告、联讯证券研究院



## 分析师简介

**李志新**：中国科学院生物化学与分子生物学博士。2015年11月加入联讯证券，现任研究院医药行业分析师，证书编号：S0300518010002。

## 研究院销售团队

|    |     |              |             |                      |
|----|-----|--------------|-------------|----------------------|
| 北京 | 周之音 | 010-66235704 | 13901308141 | zhouzhiyin@lxsec.com |
| 上海 | 徐佳琳 | 021-51782249 | 13795367644 | xujialin@lxsec.com   |

## 分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

## 与公司有关的信息披露

联讯证券具备证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号：10485001。  
本公司在知晓范围内履行披露义务。

## 股票投资评级说明

投资评级分为股票投资评级和行业投资评级。

### 股票投资评级标准

报告发布日后的12个月内公司股价的涨跌幅度相对同期沪深300指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：

买入：相对大盘涨幅大于10%；

增持：相对大盘涨幅在5%~10%之间；

持有：相对大盘涨幅在-5%~5%之间；

减持：相对大盘涨幅小于-5%。

### 行业投资评级标准

报告发布日后的12个月内行业股票指数的涨跌幅度相对同期沪深300指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：

增持：我们预计未来报告期内，行业整体回报高于基准指数5%以上；

中性：我们预计未来报告期内，行业整体回报介于基准指数-5%与5%之间；

减持：我们预计未来报告期内，行业整体回报低于基准指数5%以下。



## 免责声明

本报告由联讯证券股份有限公司（以下简称“联讯证券”）提供，旨在派发给本公司客户使用。未经联讯证券事先书面同意，不得以任何方式复印、传送或出版作任何用途。合法取得本报告的途径为本公司网站及本公司授权的渠道，非通过以上渠道获得的报告均为非法，我公司不承担任何法律责任。

本报告基于联讯证券认为可靠的公开信息和资料，但我们对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。联讯证券可随时更改报告中的内容、意见和预测，且并不承诺提供任何有关变更的通知。本公司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，不构成所述证券的买卖出价或询价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。在本公司及作者所知情的范围内，本机构、本人以及财产上的利害关系人与所评价或推荐的证券没有利害关系。

本公司利用信息隔离墙控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此，投资者应注意，在法律许可的情况下，本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。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，须在允许的范围内使用，并注明出处为“联讯证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖意愿的引用、删节和修改。

投资者应根据个人投资目标、财务状况和需求来判断是否使用资料所载之内容和信息，独立做出投资决策并自行承担相应风险。我公司及其雇员做出的任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

## 联系我们

北京市朝阳区红军营南路绿色家园媒体村天畅园 6 号楼二层  
传真：010-64408622

上海市浦东新区源深路 1088 号 2 楼联讯证券（平安财富大厦）

深圳市福田区深南大道和彩田路交汇处中广核大厦 10F

网址：[www.lxsec.com](http://www.lxsec.com)