

区域龙头地位稳固，业务结构持续改善

——柳药股份（603368）半年报跟踪

柳药股份(603368.SH)

推荐 首次覆盖

核心观点：

1. 事件：

公司发布 2018 年半年报。2018 年上半年公司实现营收 55.16 亿元，同比增长 24.16%；实现归属上市公司股东净利润 2.56 亿元，同比增长 33.25%；实现扣非归母净利润 2.55 亿元，同比增长 32.95%。实现 EPS 0.99 元。其中，2018 年第二季度，公司实现营收 28.04 亿元，同比增长 23.04%；实现归母净利 1.43 亿元，同比增长 32.41%；实现扣非归母净利 1.42 亿元，同比增长 31.48%，实现 EPS 0.38 元。

公司销售费用 1.1 亿元，同比增长 32.68%，主要系销售规模扩大导致各项费用相应增加所致；财务费用 2098.31 万元，同比增长 25 倍，主要系本期银行贷款增加，相应支付的贷款利息增加所致；管理费用 9308.62 万元，同比增长 36.54%，主要系折旧/租金及装修费增加所致；经营活动现金流净额-5.01 亿元，同比增长 18.42%，主要系经营活动扩张导致应收账款垫款增加所致；筹资活动现金流净额 4.79 亿元，同比增长 1038.61%，主要系本期银行贷款增加所致。

2. 我们的分析与判断

（一）业绩增速高于全行业，区域龙头优势明显

公司属于医药流通行业，业绩增长明显快于行业增速。目前公司业务以医药批发和零售为主，18 年上半年公司仅批发业务收入占比就高达 89%，属于医药流通行业。公司上半年收入同比增速 24.16%，归母净利润和扣非归母净利润分别增长 32.41%和 31.48%，均远远高于全行业增速。

公司取得较快业绩增长，主要得益于批发业务和零售业务的区域龙头优势。公司绝大部分是批发业务。由于“两票制”、“营改增”等措施使得医药流通领域面临较大兼并整合压力，小规模药品分销商和一些不规范过票公司难以为继，被迫让出市场份额，公司作为广西区域龙头得以更快的整合市场，获得高于全行业的收入增速。同时公司管理层根据市场和行业政策对运营模式、合作形式和产业发展进行了调整创新。公司在下游与重点医疗机构客户保持良好的合作关系，在上游和供应商合作持续深入，进一步丰富经营品种。公司还有一定的零售业务。由于新版 GSP 提高了行业门槛，分级诊疗社区卫生机构的挤压，房租、人力成本的上升，单体药店生存压力加大，专业化程度高的连锁药店更具备竞争实力。近年来零售行业连锁率不断提升，

分析师

李平祝

☎：010-83574546

✉：lipingzhu@chinastock.com.cn

执业证书编号：S0130515040001

特此鸣谢

刘晖

✉：liuhui_yj@chinastock.com.cn

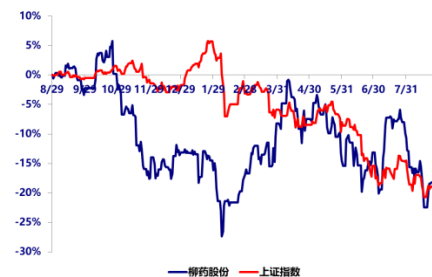
对本报告的编制提供信息。

市场数据

2018-8-29

A 股收盘价(元)	32.81
A 股一年内最高价(元)	41.12
A 股一年内最低价(元)	28.07
上证指数	2769.29
市盈率-TTM	18.27
总股本(万股)	25907.34
实际流通 A 股(万股)	20475.00
限售的流通 A 股(万股)	5432.34
流通 A 股市值(亿元)	67.18

相对上证指数表现图

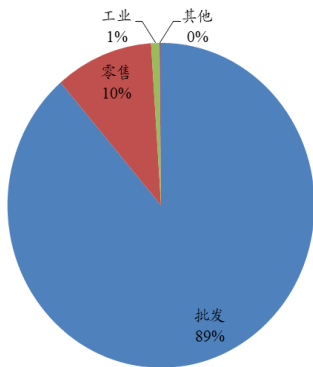


资料来源：中国银河证券研究院

相关研究

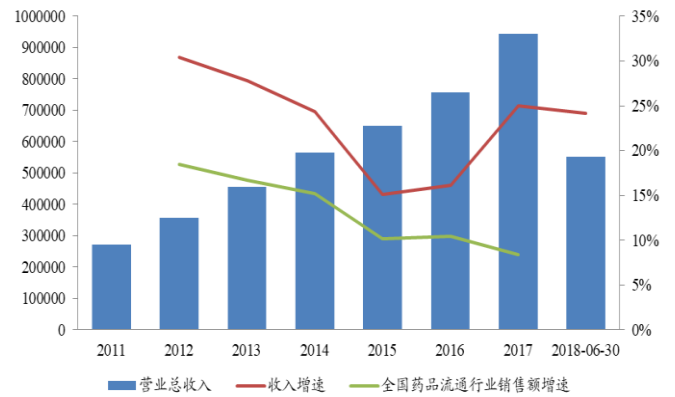
公司趁机加快零售药店布局，DTP 药店、院内药店发展强劲，得以获得高于行业的收入增速。

图 1: 18H1 公司各业务占比



资料来源: 公司公告, 中国银河证券研究院

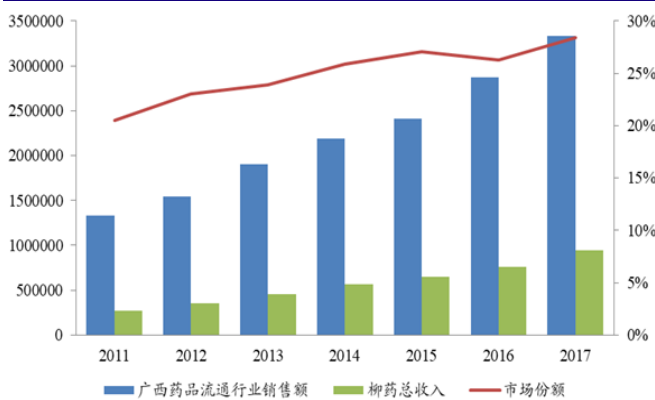
图 2: 公司近年来收入 (万元) 及增速



资料来源: 公司公告, 商务部, 中国银河证券研究院

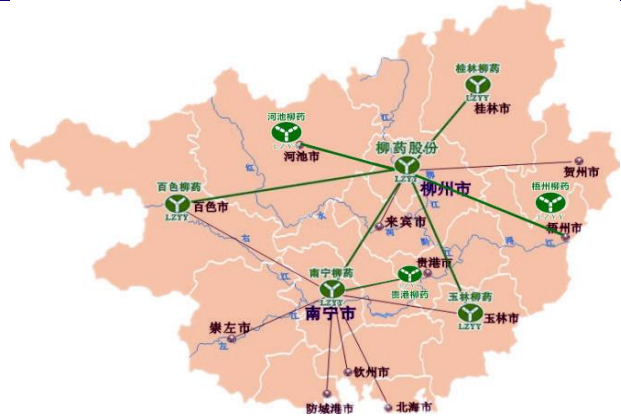
区域内优势明显，良性循环实现龙头地位自我强化。公司作为广西地区医药流通行业绝对龙头，积极把握市场变化和政策优势，进一步巩固和发展区域市场。公司凭借多年来在广西医药流通市场的精耕细作，不断深化营销渠道建设，推动分销网络渗透下沉，目前已建立起以柳州和南宁为核心，以桂林、玉林、百色等主干城市为重要节点，全面覆盖广西区内 14 个地级市的销售配送网络和售后服务体系。公司已经和广西区内 100% 的三甲医院，90% 以上的二级医院建立了良好的业务关系，基本实现区内中高端医院全覆盖。终端客户的高覆盖率，又吸引越来越多的上游供应商直接与公司合作，实现龙头优势的自我强化。目前公司上游供应商超过 4200 家，经营品种达到 40000 余个，基本覆盖了医院常用药品和新特用药。供应商数量和经营品种不断增加又提高了公司了竞争优势，进一步推动公司下游客户的开发。近年来，公司在广西地区市场占有率大约以每年 1% 的速度逐年上升，市场份额的不断扩张助力快速增长。

图 3: 广西药品流通市场规模 (万元) 和柳药股份市场份额



资料来源: 公司公告, 中国银河证券研究院

图 4: 公司域内网络布局



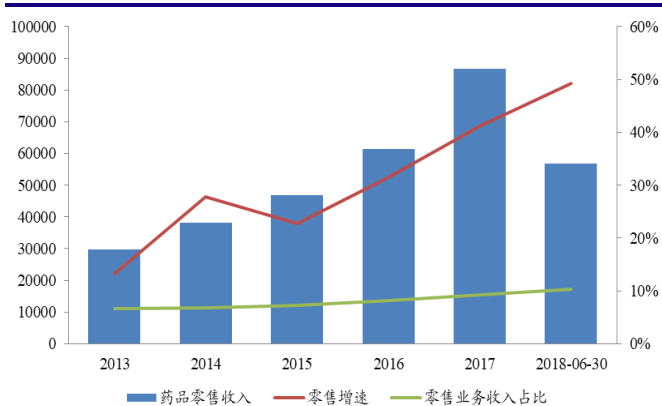
资料来源: 公司官网, 中国银河证券研究院

(二) 调整业务结构，盈利能力持续改善

公司零售业务迅猛增长，改善公司业务结构。目前得益于医改“医药分离”和“药品零加成”等措施带来的处方药外流等趋势，医药零售市场迎来快速发展黄金期。随着药店连锁化成为新趋势，具有资金优势和网络优势的各大龙头均抓住机会跑马圈地，积极布局零售业务。公司零售业务全资子公司桂中大药房直营门店数量和营业收入均保持高速增长。报告期内公司药品零售业务较去年同期增长 49.21%，远快于公司总体收入增长。上半年公司新开门店 80 家，新增防城港市布局，已完成全区 14 个核心城市的药店布局。同时桂中大药房还收购了广西友和古城大药房旗下 39 家门店，加快南宁零售市场布局。截至报告期末，桂中大药房已拥有 350 家直营药店，其中医保药店 164 家。桂中大药房还进一步拓展 DTP 要点业务，加快 DTP 药店布局，DTP 药店数量达 49 家。报告期内公司零售业务毛利率达到 25.49%，远高于公司批发业务 8.21% 的毛利率。因此公司零售业务占比逐步提升可以有效改善公司业务结构，提高公司盈利能力。

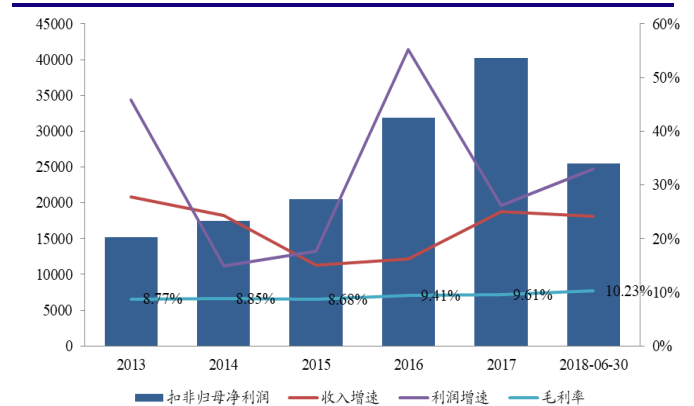
公司继续优化批发业务模式，增强盈利能力。一方面得益于“两票制”政策，公司批发业务中毛利率较低的调拨业务逐渐减少，毛利率较高的直销业务逐渐增加，有效改善批发业务盈利能力。尽管实施医改措施初期，“药品零加成”的降价效应会对分销市场规模产生压力，“两票制”会导致医药流通商调拨业务减少远快于直销业务增加，均会对药品流通领域造成盈利压力，不过这种负面效应一般半年便会消失。广西地区于 2017 年 5 月实施“药品零加成”，于 2018 年 1 月全面实施“两票制”，医改各项措施已推进半年以上，医改措施对分销业务的压力逐步消除。未来公司借力医改措施，直销业务比例将会进一步加大，提升公司业务毛利率。另一方面公司在传统分销模式之外积极拓展供应链增值服务，巩固和提高市场份额的同时增强盈利能力。相比于单纯的配送服务，供应链管理附加值更高，并且可以增强客户粘性。2018 上半年，公司继续推进医院供应链延伸服务，报告期内新增桂东人民医院、玉林市第一人民医院等 8 家合作医疗机构，截至本报告期末已签订项目协议的医疗机构达 59 家。公司不断拓展项目服务功能，同步推动器械耗材智能化管理、检验试剂集约化服务、互联网医院平台、SPD 运营中心等增值服务，进一步密切公司与规模以上医疗机构的合作关系，促进公司市场份额的提升。公司由传统的单一配送商逐步向综合性现代医药物流服务供应商转型。得益于盈利能力提升，近年来公司利润增速持续跑赢收入增速。

图 5：公司零售收入（万元）和业务占比



资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

图 6：公司扣非归母净利润（万元）和整体毛利率



资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

公司持续优化产品品种，培育新的利润增长点。2018年上半年，公司继续加大医疗器械、耗材的发展，在品种方面提高医用器械、耗材的采购比例。公司通过原有药品业务渠道持续扩大医疗器械、耗材销售规模，目前医疗器械品种达15,000多个品规，合作供应商1,600多家。公司以医院供应链延伸服务项目为契机，加快公司器械、耗材配送服务平台的推广应用，把医疗器械、耗材智能化管理引入医疗机构。报告期内，公司医疗器械销售实现21,663.96万元，较去年同期增长89.36%。在检验试剂方面，公司通过与上海润达医疗科技股份有限公司共同投资设立广西柳润医疗科技有限公司开发IVD市场，共同推进区内检验试剂业务。此外公司积极向上下游延伸业务，培育新的利润增长点。报告期内，公司仙莱中药科技饮片生产加工产能大幅提升，已能生产加工中药材品种近600个。公司参与设立的产业并购基金也已实施对万通制药的收购，公司的产业链布局进一步加快，工上半年工业板块实现营业收入4,853.81万元，较上年同期增长174.24%，逐步形成新的利润增长点。

（三）发展信息技术，积极布局互联网市场

公司积极运用互联网信息技术，线上线下零售业务相联动。由于分级诊疗、“处方药外流”等趋势，目前医疗行业对信息的传递共享提出了更高的要求，互联网+大健康市场发展迅速，目前成为了医药市场的蓝海，拥有广阔的潜在市场。公司积极切入互联网市场，一方面可以提供信息管理服务，另一方面可以通过掌握互联网渠道引导零售需求。

公司积极推动互联网技术在医院信息管理服务中的应用。公司与腾讯公司、柳州市工人医院合作，共同推进柳州市工人医院互联网医院项目合作，目前项目已实现在线问诊、预约挂号、电子病历、医联体内信息资源共享等功能，并通过信息平台与院边店实现处方信息对接试点。项目自对外试运行以来，实现处方流转，为患者提供院内药房取药、院外定点药店取药和在线配送等多种取药途径。报告期内，公司还与广西中医药大学第一附属医院开展互联网医疗相关项目合作，将中医治未病、专家诊疗等服务纳入项目合作内容。

公司积极运用互联网技术引导消费需求。子公司桂中大药房继续强化互联网营销平台建设，以自营网上药店平台为核心，通过呼叫中心、微信商城、手机APP客户端等，将线上业务与线下服务结合起来，进一步提升健康消费和服务便利性。桂中大药房还积极推动与医疗机构的处方对接试点，参与梧州红会医院处方共享药店、柳州市工人医院电子处方取药等合作。此外，公司正开展仙莱国医馆网上预约诊疗项目、仙莱中药科技网上预约煎煮项目等，推动桂中大药房自营平台对接上述项目系统，实现中药代煎服务、国医馆门诊预约、互联网医院处方取药等相关在线服务与公司线下零售服务的对接，拓展业务覆盖，形成产业联动，助推线下零售业务的发展。报告期内，网上药店业务继续保持稳健增长，逐步形成以线下药店为核心，网上药店为补充，互联网技术与传统零售药店相融合的零售模式。

3. 投资建议

公司半年报增长靓丽，我们看好公司未来的发展前景。首先，我们强烈看好公司凭借

广西区域龙头地位进行市场整合的前景。公司凭借在广西 60 余年的精耕细作，利用规模优势和网络优势得以在“两票制”等措施下借势整合域内市场，预计未来三年可以平均每年可以提高 1% 的市场份额。其次，我们看好公司业务结构持续改善。公司批发业务在“两票制”助力下得以更多转变为毛利较高的直销业务，并且受益于公司推动的供应链管理等高附加值服务，盈利能力进一步改善；公司零售业务受益于零售药店连锁化趋势，得以凭借公司龙头优势大力布局，推出的互联网+业务则进一步引导需求增量，助力公司零售业务高速发展；公司工业领域也开始布局，除了仙莱中药科技饮片生产加工产能大幅提升外，公司参与设立的产业并购基金也已实施对万通制药的收购，有望带来新的利润增长点。最后，我们看好公司在互联网+布局前景。一方面公司利用互联网技术切入医院信息管理服务，有望从单一经销商转变为信息服务商；另一方面公司利用互联网平台技术，积极引导消费需求，推动线上线下业务联动，有望带来更多增量需求。我们看好公司未来业绩将保持高速增长，预测 2018-2020 年归母净利润为 5.50/6.51/7.85 亿元，对应 EPS 为 2.12/2.51/3.03 元，对应 PE 为 15/13/11 倍。给予“推荐”评级。

4. 风险提示

广西域内市场整合不及预期，直销业务份额不及预期，工业板块布局不及预期。

附表 1. 主要财务指标

指标	2015A	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入 (百万元)	6507.66	7559.40	9446.98	11265.78	13165.55	15220.92
营业收入增长率	15.07%	16.16%	24.97%	19.25%	16.86%	15.61%
净利润 (百万元)	208.38	321.01	400.08	550.22	651.08	784.52
净利润增长率	22.72%	54.05%	24.63%	37.53%	18.33%	20.50%
EPS (元)	0.804	1.239	1.544	2.124	2.513	3.028
P/E	40.63	26.37	21.16	15.39	13.00	10.79
P/B	6.37	2.65	2.42	2.16	1.92	1.68
EV/EBITDA			15.36	11.91	9.46	7.61

资料来源: 中国银河证券研究院

附表 2: 公司财务报表 (百万元)

报表预测 (百万元)						
利润表	2015A	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入	6507.66	7559.40	9446.98	11265.78	13165.55	15220.92
减: 营业成本	5942.88	6848.28	8539.16	10125.79	11809.98	13620.22
营业税金及附加	10.79	27.78	34.66	41.33	48.31	55.85
营业费用	132.90	152.18	192.72	225.32	263.31	304.42
管理费用	112.89	129.42	156.54	190.39	223.81	258.76
财务费用	33.87	-17.01	14.33	-5.20	5.55	-0.21
资产减值损失	10.44	16.33	12.64	0.00	0.00	0.00
加: 投资收益	0.00	0.00	7.87	0.00	0.00	0.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
营业利润	263.88	402.40	504.80	688.14	814.59	981.89
加: 其他非经营损益	4.18	3.21	-2.25	1.71	1.71	1.71
利润总额	268.06	405.61	502.55	689.85	816.30	983.61
减: 所得税	41.82	62.04	76.19	103.48	122.45	147.54
净利润	226.24	343.57	426.36	586.38	693.86	836.07
减: 少数股东损益	17.86	22.56	26.29	36.15	42.78	51.55
归属母公司股东净利润	208.38	321.01	400.08	550.22	651.08	784.52
资产负债表	2015A	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
货币资金	629.20	1602.14	976.27	2253.16	2633.11	3044.18
应收和预付款项	2505.73	3115.18	4196.11	4003.18	5578.05	5497.94
存货	662.44	860.72	1125.78	1125.29	1500.19	1527.72
其他流动资产	2.72	3.18	389.86	389.86	389.86	389.86
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资性房地产	0.24	0.24	0.24	0.00	0.00	0.00
固定资产和在建工程	296.98	371.05	515.78	458.11	400.44	342.78

无形资产和开发支出	83.71	102.02	101.14	89.60	78.06	66.51
其他非流动资产	14.56	92.48	131.43	114.36	97.29	97.29
资产总计	4195.59	6147.02	7436.61	8433.56	10677.01	10966.29
短期借款	681.12	263.00	623.67	450.99	1730.49	569.39
应付和预收款项	2146.95	2639.39	3237.54	3945.96	4364.16	5156.96
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他负债	6.89	6.89	6.89	6.89	6.89	6.89
负债合计	2834.95	2909.28	3868.09	4403.83	6101.54	5733.24
股本	112.50	142.35	185.05	185.05	185.05	185.05
资本公积	593.87	2189.30	2146.59	2146.59	2146.59	2146.59
留存收益	622.77	858.38	1160.11	1585.16	2088.12	2694.16
归属母公司股东权益	1329.15	3190.02	3491.76	3916.81	4419.77	5025.81
少数股东权益	31.49	47.72	76.76	112.92	155.70	207.25
股东权益合计	1360.64	3237.74	3568.52	4029.72	4575.46	5233.05
负债和股东权益合计	4195.59	6147.02	7436.61	8433.56	10677.01	10966.29
现金流量表	2015A	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
经营性现金净流量	-105.73	110.09	-330.00	1565.49	-749.94	1746.39
投资性现金净流量	-130.85	-178.99	-555.21	1.46	1.46	1.46
筹资性现金净流量	77.86	1097.56	244.19	-290.06	1128.44	-1336.77
现金流量净额	-158.73	1028.66	-641.01	1276.89	379.95	411.07

资料来源：中国银河证券研究院

评级标准

银河证券行业评级体系：推荐、谨慎推荐、中性、回避

推荐：是指未来 6-12 个月，行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）超越交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报 20%及以上。该评级由分析师给出。

谨慎推荐：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）超越交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报。该评级由分析师给出。

中性：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）与交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报相当。该评级由分析师给出。

回避：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）低于交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报 10%及以上。该评级由分析师给出。

银河证券公司评级体系：推荐、谨慎推荐、中性、回避

推荐：是指未来 6-12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 20%及以上。该评级由分析师给出。

谨慎推荐：是指未来 6-12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10%-20%。该评级由分析师给出。

中性：是指未来 6-12 个月，公司股价与分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报相当。该评级由分析师给出。

回避：是指未来 6-12 个月，公司股价低于分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10%及以上。该评级由分析师给出。

李平祝，医药行业分析师。 本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，本人承诺，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接受到任何形式的补偿。本人承诺不利用自己的身份、地位和执业过程中所掌握的信息为自己或他人谋取私利。

免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券，银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，无意针对或打算违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播或复印本报告。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。银河证券认为本报告所载内容及观点客观公正，但不担保其内容的准确性或完整性。客户不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

银河证券不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于客户。银河证券建议客户如有任何疑问应当咨询证券投资顾问并独自进行投资判断。本报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何内容适合客户，本报告不构成给予客户个人咨询建议。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部份，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。银河证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给银河证券客户的，属于机密材料，只有银河证券客户才能参考或使用，如接收人并非银河证券客户，请及时退回并删除。

所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为银河证券的商标、服务标识及标记。

银河证券版权所有并保留一切权利。

联系

中国银河证券股份有限公司 研究院

深圳市福田区金田路 3088 号中州大厦 20 层
北京市西城区金融街 35 号国际企业大厦 C 座
北京市西城区金融街 35 号国际企业大厦 C 座
北京市西城区金融街 35 号国际企业大厦 C 座
上海浦东新区富城路 99 号震旦大厦 31 层
公司网址：www.chinastock.com.cn

机构请致电：

深广地区：詹璐	0755-83453719	zhanlu@chinastock.com.cn
海外机构：尚薇	010-83574522	shangwei@chinastock.com.cn
北京地区：王婷	010-66568908	wangting@chinastock.com.cn
海外机构：舒英婷	010-66561317	shuyingting@chinastock.com.cn
上海地区：何婷婷	021-20252612	hetingting@chinastock.com.cn