

商业增长超预期，布局工业颇具潜力

——柳药股份（603368）三季度跟踪

柳药股份(603368.SH)

推荐 维持评级

核心观点：

1. 事件：

公司发布 2018 年三季报。2018 年前三季度公司实现营收 87.10 亿元，同比增长 24.00%；实现归属上市公司股东净利润 3.91 亿元，同比增长 34.94%；实现扣非归母净利润 3.90 亿元，同比增长 34.81%。实现 EPS 1.51 元。其中，2018 年第三季度，公司实现营收 31.94 亿元，同比增长 23.72%；实现归母净利 1.35 亿元，同比增长 38.26%；实现扣非归母净利 1.35 亿元，同比增长 38.48%，实现 EPS 0.52 元。

公司管理费用 1.49 亿元，同比增长 39.83%，主要系零售药店租金及折旧费、维修费增加所致。

2. 我们的分析与判断

（一）商业增长超预期，区域龙头地位稳固

公司商业板块超预期快速增长，区域龙头地位愈发稳固。公司前三季度分销收入约 77 亿元，同比增长 21.1%；零售收入约 9.17 亿元，同比增长 44.6%；双双超出预期。公司作为广西医药商业龙头，去年医药商业已占广西将近 30% 的份额，现在仍能保持远超全行业水平的高速增长，说明公司区域龙头地位愈发稳固，深耕广西仍有潜力。

零售门店稳步扩张，立足 DTP 药房打造差异化竞争优势。公司预计全年新增门店 450 家左右，以自建为主，不过对于空白地区公司也会外延扩张，率先卡位。公司收购的友和古城，9 月份销售收入约 1300 万。公司零售业务主打 DTP 药房以及院边店承接处方药外流。广西零售市场进入较早的竞争对手有老百姓、大参林和一心堂等，新进入者有高瓴和益丰药房。尽管公司面临的竞争对手不少，但公司利用其“批零一体化”的先天优势，可借助差异化竞争打造壁垒。公司作为“批零一体化”的医药商业企业，和医院长期保持良好的合作关系，同时药品品种也更加齐全。公司和医院良好的合作关系有利于其积极布局院边店，承接处方药外流；同时公司药品齐全，尤其是慢性病药和肿瘤药这种高值药品满足率高，在开展 DTP 药房上有先天优势。桂中大药房近两年主要就是 DTP 药房发展，目前 DTP 药房增速 50% 左右。

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

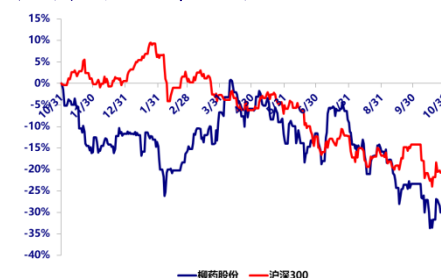
对本报告的编制提供信息。

市场数据

2018-10-30

A 股收盘价(元)	27.12
A 股一年内最高价(元)	39.05
A 股一年内最低价(元)	24.77
沪深 300	3110.26
市盈率-TTM	13.98
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)	55.53

相对沪深 300 表现图

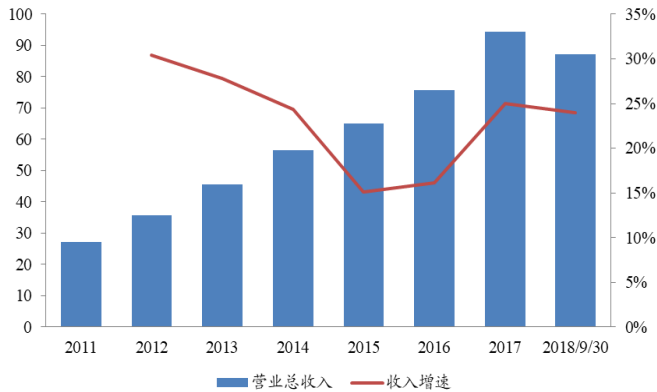


资料来源：中国银河证券研究院

相关研究

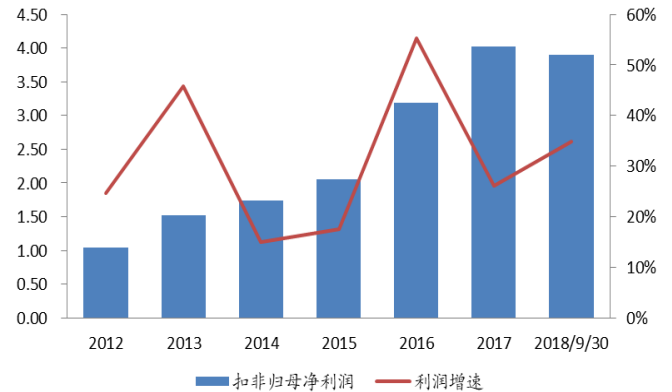
1. 2018-08-30 柳药股份半年报跟踪：区域龙头地位稳固，业务结构持续改善

图 1: 公司近年来收入 (亿元) 及增速



资料来源: 公司公告, 中国银河证券研究院

图 2: 公司近年来扣非归母净利润 (亿元) 及增速



资料来源: 公司公告, 中国银河证券研究院

(二) 布局工业带来新增长点, 产业链上下游协同颇具潜力

收购万通带来医药工业新增长点, 万通依托柳药渠道优势有望快速放量。公司前三季度工业收入约 8017 万, 同比增速约 13%。公司收购万通进一步布局上游的医药工业, 预计万通第四季度并表之后, 利润就可增厚 1000 万, 为公司医药工业带来不小增量。收购前万通销售产品主要就是复方金钱草颗粒和万通炎康片两大品种。除了这两大品种, 公司还计划利用自身渠道优势对万通另外 10 种国家独家配方进行推广, 力争尽快放量。由于收购前万通销售团队人数较少, 也几乎没有学术推广等销售活动, 预计公司扩充万通销售团队并借助自身渠道优势推广之后, 万通现有品种潜力将得以释放。虽然推广初期销售费用会增加, 但我们更看好万通现有品种的放量潜力, 预计未来两年能保持 25% 左右的增速。

3. 投资建议

公司三季报增长超出预期, 我们看好公司未来的发展前景。首先, 我们强烈看好公司商业深耕广西区域优势进一步巩固的前景。其次, 我们看好公司“批零一体化”特征为零售业务带来的差异化竞争优势。和医院良好的合作关系便于公司开设院边店承接处方药外流; 公司药品种类齐全, 尤其是慢性病药和肿瘤药等高值药品满足率高, 利于公司开展 DTP 药房业务。最后, 我们看好公司工业板块增长前景。公司收购万通进一步向上游延伸产业链, 万通现有产品借助公司渠道优势有望快速放量。

由于公司商业增长超预期, 我们上调了公司的盈利预测。预测 2018-2020 年归母净利润为 5.55/6.70/8.41 亿元, 先前预测为 5.50/6.51/7.85 亿元; 对应 EPS 为 2.14/2.59/3.25 元, 先前预测为 2.12/2.51/3.03 元; 对应 PE 为 12.7/10.5/8.4 倍。维持“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	11647.00	13984.03	16620.09
营业收入增长率	15.07%	16.16%	24.97%	23.29%	20.07%	18.85%
净利润 (百万元)	208.38	321.01	400.08	554.94	670.46	841.33
净利润增长率	22.72%	54.05%	24.63%	38.71%	20.82%	25.49%
EPS (元)	0.804	1.239	1.544	2.142	2.588	3.247
P/E	33.72	21.89	17.56	12.66	10.48	8.35
P/B	5.29	2.20	2.01	1.79	1.58	1.38
EV/EBITDA	12.01	9.92	10.27	8.08	8.07	5.97

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	11647.00	13984.03	16620.09
减: 营业成本	5942.88	6848.28	8539.16	10465.28	12528.81	14843.13
营业税金及附加	10.79	27.78	34.66	42.73	51.31	60.98
营业费用	132.90	152.18	192.72	232.94	279.68	332.40
管理费用	112.89	129.42	156.54	196.83	237.73	282.54
财务费用	33.87	-17.01	14.33	15.15	47.61	47.91
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	694.06	838.89	1053.13
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	695.77	840.60	1054.84
减: 所得税	41.82	62.04	76.19	104.37	126.09	158.23
净利润	226.24	343.57	426.36	591.40	714.51	896.62
减: 少数股东损益	17.86	22.56	26.29	36.46	44.05	55.28
归属母公司股东净利润	208.38	321.01	400.08	554.94	670.46	841.33
资产负债表	2015A	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
货币资金	629.20	1602.14	976.27	2329.40	2796.81	3324.02
应收和预付款项	2505.73	3115.18	4196.11	4280.54	5895.87	6197.38
存货	662.44	860.72	1125.78	1200.76	1584.52	1715.26
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	459.41	403.56	348.47

无形资产和开发支出	83.71	102.02	101.14	805.40	793.86	782.31
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	9579.73	11961.77	12854.59
短期借款	681.12	263.00	623.67	1366.12	2741.26	1825.52
应付和预收款项	2146.95	2639.39	3237.54	4173.05	4617.96	5721.31
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	5546.05	7366.11	7553.71
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	1588.81	2106.74	2756.67
归属母公司股东权益	1329.15	3190.02	3491.76	3920.45	4438.38	5088.31
少数股东权益	31.49	47.72	76.76	113.23	157.28	212.56
股东权益合计	1360.64	3237.74	3568.52	4033.68	4595.66	5300.88
负债和股东权益合计	4195.59	6147.02	7436.61	9579.73	11961.77	12854.59
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	1465.13	-709.70	1681.11
投资性现金净流量	-130.85	-178.99	-555.21	-715.64	-0.49	-1.44
筹资性现金净流量	77.86	1097.56	244.19	603.65	1177.60	-1152.45
现金流量净额	-158.73	1028.66	-641.01	1353.13	467.41	527.21

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