

## 柳药股份 (603368)

公司研究/点评报告

# 业绩增长超预期，持续完善工商业结合体系

## —柳药股份 2018 年三季度报告点评

点评报告/医药

2018 年 10 月 30 日

### 一、事件概述

10 月 29 日，公司发布 2018 年第三季度报告：前三季度营收、归母净利润、扣非净利润分别为 87.10 亿、3.91 亿、3.90 亿，同比增长 24.00%、34.89%、34.76%。EPS 为 1.51 元，略超我们此前报告的预期。

### 二、分析与判断

#### ➤ 流通业务稳健增长，零售、器械、饮片多线发力

公司 Q3 营收、归母净利润分别为 31.94 亿、1.35 亿，同比增长 23.72%、18.38%。两票制逐步落地，配送集中度持续提升，公司作为地方领军企业受益显著，同时继续推进供应链延伸和市场拓展，与 59 家医疗机构签订医院供应链延伸服务项目，推动收入稳步增长。在此基础上，公司持续发力 DTP 药房业务，促使零售业务规模持续扩大，医疗器械和中药饮片品种结构优化，销售规模快速增长，中药饮片生产业务的产能和产值亦大幅提升；高毛利率业务的占比提升成为公司靓丽业绩的引擎，公司毛利率也随之提升，前三季度达到 10.29%，较上年同期提升 0.88pct。费用方面，前三季度公司销售、管理费用分别为 1.87 亿、1.49 亿，同比增长 36.12%、39.83%，主因销售规模扩大和零售药店费用增长。

#### ➤ 并购友和古城与万通制药加速全产业链布局，股票回购彰显成长信心

公司继续加快产业链布局。零售领域，公司收购友和古城门店 39 家门店相关资产，年内零售药店数量有望突破 400 家，其中 DTP 药房超过 50 家，预计全年其业务收入增速超过 50%。工业领域，公司收购万通制药 60% 股权，从业绩角度来看有望在 2019 年增厚公司业绩约 5%，业务方面，万通制药和公司现有业务协同，复方金钱草颗粒、万通炎康片等产品可利用母公司强大营销网络快速推广，仙莱中药的饮片加工业务则可提供优质原料药；公司业务进一步向上游延伸，工商业结合的体系持续完善。此外，公司近期推出股票回购方案，拟以不超过 43 元/股回购 2000 万~2 亿元股票，彰显管理层对公司长期发展的信心。

### 三、投资建议

公司区域优势明显，医院端份额持续提升，零售、饮片等业务保持高速增长，收购万通制药营造新的业绩增长点。预计 18~20 年 EPS 为 2.06、2.60、3.17 元，对应 PE 为 13、10、9 倍。公司近期估值已处于历史低位，维持“推荐”评级。

### 四、风险提示：

零售端拓展不及预期；省内招标降价；并购整合不及预期。

### 盈利预测与财务指标

| 项目/年度            | 2017  | 2018E  | 2019E  | 2020E  |
|------------------|-------|--------|--------|--------|
| 营业收入 (百万元)       | 9,447 | 11,440 | 13,761 | 16,370 |
| 增长率 (%)          | 25.0% | 21.1%  | 20.3%  | 19.0%  |
| 归属母公司股东净利润 (百万元) | 401   | 535    | 672    | 821    |
| 增长率 (%)          | 25.0% | 33.3%  | 25.7%  | 22.2%  |
| 每股收益 (元)         | 2.17  | 2.06   | 2.60   | 3.17   |
| PE (现价)          | 12.5  | 13.1   | 10.4   | 8.5    |
| PB               | 1.4   | 1.7    | 1.5    | 1.3    |

资料来源：公司公告、民生证券研究院

### 推荐

维持评级

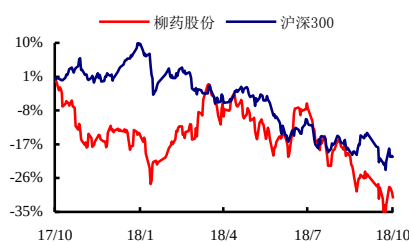
当前价格： 27.02 元

### 交易数据

2018-10-29

|                 |             |
|-----------------|-------------|
| 近 12 个月最高/最低(元) | 54.69/25.38 |
| 总股本 (百万股)       | 259         |
| 流通股本 (百万股)      | 205         |
| 流通股比例 (%)       | 79          |
| 总市值 (亿元)        | 70          |
| 流通市值 (亿元)       | 55          |

### 该股与沪深 300 走势比较



资料来源：Wind，民生证券研究院

### 分析师：肖汉山

执业证号： S0100517080005

电话： 021-60876722

邮箱： xiaohanshan@mszq.com

### 研究助理：袁中平

执业证号： S0100117120030

电话： 021-60876703

邮箱： yuanzhongping@mszq.com

### 相关研究

- 1.《柳药股份 (603368)：业绩符合预期，加速产业链布局》20180821
- 2.《柳州医药 (603368)：门店扩张突破，零售增长动力十足》20180604
- 3.《柳州医药 (603368)：纯销业务稳步增长，一季报业绩超预期》20180425
- 4.《柳州医药 (603368)：一季报超市场预期，纯销零售快速增长》20180409

## 公司财务报表数据预测汇总

| 利润表 (百万元) | 2017  | 2018E  | 2019E  | 2020E  |
|-----------|-------|--------|--------|--------|
| 营业总收入     | 9,447 | 11,440 | 13,761 | 16,370 |
| 营业成本      | 8,539 | 10,243 | 12,297 | 14,543 |
| 营业税金及附加   | 35    | 56     | 41     | 82     |
| 销售费用      | 193   | 244    | 321    | 426    |
| 管理费用      | 157   | 200    | 241    | 270    |
| EBIT      | 524   | 697    | 861    | 1,049  |
| 财务费用      | 14    | 11     | (3)    | (7)    |
| 资产减值损失    | 13    | 0      | 0      | 0      |
| 投资收益      | 8     | 0      | 1      | 2      |
| 营业利润      | 507   | 686    | 865    | 1,058  |
| 营业外收支     | (2)   | 5      | 3      | 2      |
| 利润总额      | 504   | 690    | 868    | 1,060  |
| 所得税       | 77    | 107    | 134    | 164    |
| 净利润       | 428   | 583    | 733    | 896    |
| 归属于母公司净利润 | 401   | 535    | 672    | 821    |
| EBITDA    | 559   | 734    | 900    | 1,089  |

| 资产负债表 (百万元) | 2017 | 2018E | 2019E | 2020E |
|-------------|------|-------|-------|-------|
| 货币资金        | 1074 | 1976  | 2255  | 2618  |
| 应收账款及票据     | 3973 | 4189  | 5114  | 6174  |
| 预付款项        | 170  | 164   | 197   | 233   |
| 存货          | 1126 | 1179  | 1449  | 1753  |
| 其他流动资产      | 390  | 390   | 390   | 390   |
| 流动资产合计      | 6785 | 7960  | 9480  | 11257 |
| 长期股权投资      | 0    | 0     | 0     | 0     |
| 固定资产        | 428  | 430   | 445   | 458   |
| 无形资产        | 101  | 117   | 135   | 151   |
| 非流动资产合计     | 769  | 732   | 753   | 765   |
| 资产合计        | 7554 | 8692  | 10233 | 12022 |
| 短期借款        | 624  | 624   | 624   | 624   |
| 应付账款及票据     | 3006 | 3637  | 4400  | 5244  |
| 其他流动负债      | 0    | 0     | 0     | 0     |
| 流动负债合计      | 3926 | 4481  | 5288  | 6181  |
| 长期借款        | 0    | 0     | 0     | 0     |
| 其他长期负债      | 60   | 60    | 60    | 60    |
| 非流动负债合计     | 60   | 60    | 60    | 60    |
| 负债合计        | 3986 | 4541  | 5348  | 6241  |
| 股本          | 185  | 259   | 259   | 259   |
| 少数股东权益      | 77   | 125   | 186   | 260   |
| 股东权益合计      | 3569 | 4152  | 4885  | 5781  |
| 负债和股东权益合计   | 7554 | 8692  | 10233 | 12022 |

资料来源：公司公告、民生证券研究院

| 主要财务指标          | 2017  | 2018E | 2019E | 2020E |
|-----------------|-------|-------|-------|-------|
| <b>成长能力</b>     |       |       |       |       |
| 营业收入增长率         | 25.0% | 21.1% | 20.3% | 19.0% |
| EBIT 增长率        | 30.4% | 33.0% | 23.7% | 21.8% |
| 净利润增长率          | 25.0% | 33.3% | 25.7% | 22.2% |
| <b>盈利能力</b>     |       |       |       |       |
| 毛利率             | 9.6%  | 10.5% | 10.6% | 11.2% |
| 净利润率            | 4.2%  | 4.7%  | 4.9%  | 5.0%  |
| 总资产收益率 ROA      | 5.3%  | 6.2%  | 6.6%  | 6.8%  |
| 净资产收益率 ROE      | 11.5% | 13.3% | 14.3% | 14.9% |
| <b>偿债能力</b>     |       |       |       |       |
| 流动比率            | 1.7   | 1.8   | 1.8   | 1.8   |
| 速动比率            | 1.4   | 1.5   | 1.5   | 1.5   |
| 现金比率            | 0.3   | 0.4   | 0.4   | 0.4   |
| 资产负债率           | 52.8% | 52.2% | 52.3% | 51.9% |
| <b>经营效率</b>     |       |       |       |       |
| 应收账款周转天数        | 129.4 | 130.0 | 132.0 | 134.0 |
| 存货周转天数          | 42.5  | 42.0  | 43.0  | 44.0  |
| 总资产周转率          | 1.4   | 1.4   | 1.5   | 1.5   |
| <b>每股指标 (元)</b> |       |       |       |       |
| 每股收益            | 2.2   | 2.1   | 2.6   | 3.2   |
| 每股净资产           | 18.9  | 15.5  | 18.1  | 21.3  |
| 每股经营现金流         | (1.8) | 3.6   | 1.4   | 1.7   |
| 每股股利            | 0.0   | 0.0   | 0.0   | 0.0   |
| <b>估值分析</b>     |       |       |       |       |
| PE              | 12.5  | 13.1  | 10.4  | 8.5   |
| PB              | 1.4   | 1.7   | 1.5   | 1.3   |
| EV/EBITDA       | 11.7  | 7.7   | 6.0   | 4.6   |
| 股息收益率           | 0.0%  | 0.0%  | 0.0%  | 0.0%  |

| 现金流量表 (百万元) | 2017  | 2018E | 2019E | 2020E |
|-------------|-------|-------|-------|-------|
| 净利润         | 428   | 583   | 733   | 896   |
| 折旧和摊销       | 48    | 37    | 38    | 40    |
| 营运资金变动      | (817) | 283   | (433) | (521) |
| 经营活动现金流     | (333) | 926   | 362   | 438   |
| 资本开支        | 190   | (5)   | 54    | 47    |
| 投资          | (23)  | (1)   | (3)   | (3)   |
| 投资活动现金流     | (555) | 4     | (55)  | (48)  |
| 股权募资        | 10    | 0     | 0     | 0     |
| 债务募资        | 361   | 0     | 0     | 0     |
| 筹资活动现金流     | 244   | (27)  | (27)  | (27)  |
| 现金净流量       | (644) | 902   | 279   | 363   |

## 分析师与研究助理简介

肖汉山，分析师，毕业于中国科学院遗传与发育生物学研究所，先后就职于华泰证券、天风证券，2017年7月加入民生证券。

袁中平，研究助理，香港理工大学化学学士，新加坡国立大学化学硕士，新加坡管理大学金融硕士，2017年11月加入民生证券。

## 分析师承诺

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，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

## 评级说明

| 公司评级标准                      | 投资评级 | 说明                    |
|-----------------------------|------|-----------------------|
| 以报告发布日后的 12 个月内公司股价的涨跌幅为基准。 | 推荐   | 分析师预测未来股价涨幅 15%以上     |
|                             | 谨慎推荐 | 分析师预测未来股价涨幅 5%~15%之间  |
|                             | 中性   | 分析师预测未来股价涨幅-5%~5%之间   |
|                             | 回避   | 分析师预测未来股价跌幅 5%以上      |
| 行业评级标准                      |      |                       |
| 以报告发布日后的 12 个月内行业指数的涨跌幅为基准。 | 推荐   | 分析师预测未来行业指数涨幅 5%以上    |
|                             | 中性   | 分析师预测未来行业指数涨幅-5%~5%之间 |
|                             | 回避   | 分析师预测未来行业指数跌幅 5%以上    |

## 民生证券研究院：

北京：北京市东城区建国门内大街28号民生金融中心A座17层； 100005

上海：上海市浦东新区世纪大道1239号世纪大都会1201A-C单元； 200122

深圳：广东省深圳市深南东路 5016 号京基一百大厦 A 座 6701-01 单元； 518001

## 免责声明

本报告仅供民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

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。客户不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。本公司也不对因客户使用本报告而导致的任何可能的损失负任何责任。

本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。

本公司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参与本报告所提及的公司的金融交易，亦可向有关公司提供或获取服务。本公司的一位或多位董事、高级职员或/和员工可能担任本报告所提及的公司的董事。

本公司及公司员工在当地法律允许的条件下可以向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务以及顾问、咨询业务在内的服务或业务支持。本公司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。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。

未经本公司事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播本报告。本公司版权所有并保留一切权利。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，均为本公司的商标、服务标识及标记。