谨慎增持 ——维持

日期：2019 年 03 月 28 日
行业：医药商业

上海证券 SHANGHAI SECURITIES CO.,LTD.

业绩基本符合预期 批零一体化深耕广西区域市场

分析师： 金鑫
Tel： 021-53686163
E-mail： jinxin1@shzq.com
SAC 证书编号：S0870518030001

基本数据（2018Q4）

报告日股价（元）	30.53
12mth A 股价格区间（元）	25.1-54.69
总股本（百万股）	259.07
无限售 A 股/总股本	100%
流通市值（亿元）	79.10
每股净资产（元）	14.85
PBR（X）	2.06
DPS（Y2018，元）	10 派 6.20 元

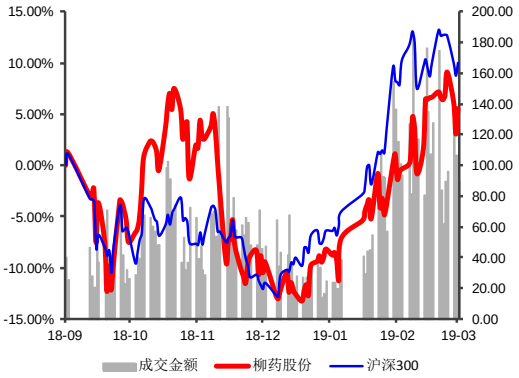
主要股东（2018Q4）

朱朝阳	27.86%
宁波光辉嘉耀投资管理合伙企业(有限合伙)	3.81%
中国人寿保险(集团)公司-传统-普通保险产品	3.09%

收入结构（2018Y）

批发	87.4%
零售	11.2%
工业	1.4%

最近 6 个月股票与沪深 300 比较



相关报告：

《柳药股份（603368）2018 年三季报点评：业绩持续快速增长，积极布局医药工业业务》
——2018 年 10 月 31 日

《柳药股份（603368）2018 年中报点评：深耕广西区域市场，纯销业务持续较快增长》
——2018 年 08 月 21 日

■ 公司动态事项

公司发布2018年年度报告。

■ 事项点评

业绩基本符合预期，批发业务持续快速增长

公司2018年实现营业收入117.15亿元，同比增长24.00%；实现归母净利润5.28亿元，同比增长31.59%。分季度来看，公司2018Q4实现营业收入30.04亿元，同比增长24.02%；实现归母净利润1.37亿元，同比增长22.91%，公司于2018Q4完成对万通制药的并表，剔除此因素影响，公司2018年全年业绩基本符合市场预期。

分业务来看,公司批发业务实现收入102.24亿元，同比增长20.04%，其中医院销售业务实现收入88.65亿元，同比增长24.60%，维持快速增长的态势。公司2018年继续推进医院供应链延伸服务项目，截至2018年底，公司已签订项目协议的医疗机构达65家，同比增长27.5%，2018年项目新签订玉林市第一人民医院、广西壮族自治区桂东人民医院等14家合作医疗机构。公司深耕广西医药流通区域市场，在广西省内渠道优势和配送优势明显，叠加终端市场覆盖、控制能力强等因素，推动公司批发业务持续快速增长。

积极布局零售、中药饮片、器械耗材等业务，培育新的业绩增长点

公司零售业务2018年实现收入13.06亿元，同比增长50.54%，全资子公司桂中大药房2018年实现净利润0.31亿元，同比增长6.8%，下半年利润增速有所放缓，预计受门店加速扩张等因素影响。截至2018年末，桂中大药房拥有药店443家，同比增长64.1%，其中医保门店占比为63.88%，同比提升5.73个百分点，公司2018年强化在广西省内的门店布局，提高DTP药店大病医保以及特、慢门诊定点药房资质覆盖，计划2019年通过新建、收购等方式新增门店不少于150家，门店快速扩张的态势有望延续。公司在广西省内具有批零一体化的协同优势，叠加门店快速扩张、强化DTP药店布局等竞争优势，零售业务有望保持高速增长。

公司工业业务2018年实现收入1.63亿元，同比增长238.55%，收入高速增长的主要原因是仙茱中药科技产能提高、并表万通制药等。仙茱中药2018年建设完工仙茱中药智能化煎煮中心一期并投入使用，目前能生产加工中药材品种近600个，通过公司在批发、零售终端上的渠道优势加速推广仙茱产品，2018年实现收入、净利润分别为1.13亿元、0.14亿元，同比分别增长133.9%、187.7%。公司2018年下半年完成对

重要提示：请务必阅读尾页分析师承诺、公司业务资格说明和免责条款。

万通制药60%股权的收购，并于2018Q4实现并表，万通制药2018年实现收入、净利润分别为1.65亿元、0.86亿元，同比分别增长33.51%、31.56%。公司积极延伸产业链，向上游医药工业布局，与公司主业批发、零售业务发挥协同作用，有利于推动工业业务高速增长，培育新的业绩增长点。

股权激励计划提升公司可持续发展能力

截至2019年3月28日，公司累计回购308.54万股，占公司股本总额的1.19%，用于实施股权激励计划，体现公司高管对公司未来发展前景的信心；同时，公司公告披露2019年限制性股票激励计划（草案），拟对董事、中高级管理人员、核心骨干等201人授予308.54万股。公司层面业绩考核目标为，以2018年营收为基数，2019-2021年收入分别增长18%、35%、50%，以此计算公司2019-2021年收入分别同比增长不低于18%、14.4%、11.1%。本次股权激励计划有利于将公司利益与核心团队个人利益结合在一起，有利于建立并完善公司长效激励机制，提升公司的市场竞争力和可持续发展能力。

■ 风险提示

两票制等行业政策风险；医院供应链延伸项目进展不及预期的风险；DTP业务增速不及预期的风险

■ 投资建议

未来六个月，维持“谨慎增持”评级

结合2018年年报调整公司19、20年EPS至2.52、3.06元，以3月27日收盘价30.53元计算，动态PE分别为12.12倍和9.97倍。我们认为，公司深耕广西医药流通区域市场，在广西省内渠道优势和配送优势明显，叠加终端市场覆盖、控制能力强等因素，推动公司批发业务持续快速增长；此外，公司在广西省内具有批零一体化的协同优势，叠加门店快速扩张、强化DTP药店布局等竞争优势，零售业务有望保持高速增长。未来六个月，维持“谨慎增持”评级。

■ 数据预测与估值：

至 12 月 31 日（￥.百万元）	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入	11,714.53	14,018.98	16,568.90	19,108.83
年增长率	24.00%	19.67%	18.19%	15.33%
归属于母公司的净利润	528.19	652.82	793.29	941.27
年增长率	31.59%	23.60%	21.52%	18.65%
每股收益（元）	2.04	2.52	3.06	3.63
PER（X）	14.97	12.12	9.97	8.40

注：有关指标按最新股本摊薄

■ 附表

■ 附表 1 损益简表及预测（单位：百万元人民币）

资产负债表（单位：百万元）

指标	2018A	2019E	2020E	2021E
货币资金	1,241	1,527	1,581	1,898
存货	1,263	1,566	1,797	2,067
应收账款及票据	5,214	6,773	6,982	8,777
其他	307	377	519	454
流动资产合计	8,025	10,242	10,879	13,195
长期股权投资	0	0	0	0
固定资产	586	558	530	502
在建工程	16	16	16	16
无形资产	142	136	130	124
其他	1,004	941	929	913
非流动资产合计	1,748	1,651	1,606	1,556
资产总计	9,773	11,893	12,484	14,751
短期借款	1,324	1,324	1,324	1,324
应付账款及票据	3,793	5,272	5,232	6,728
其他	115	115	109	130
流动负债合计	5,232	6,710	6,665	8,183
长期借款和应付债券	430	430	430	430
其他	64	62	62	63
非流动负债合计	494	492	492	492
负债合计	5,726	7,202	7,156	8,675
少数股东权益	201	250	310	381
股东权益合计	4,047	4,691	5,328	6,076
负债和股东权益总计	9,773	11,893	12,484	14,751

现金流量表（单位：百万元）

指标	2018A	2019E	2020E	2021E
净利润	528	653	793	941
折旧和摊销	54	34	34	34
营运资本变动	(352)	(397)	(611)	(466)
经营活动现金流	22	427	364	667
资本支出	(41)	0	0	0
投资收益	26	0	0	0
投资活动现金流	(649)	8	(5)	1
股权融资	74	0	0	0
负债变化	430	0	0	0
股息支出	0	(183)	(222)	(264)
融资活动现金流	700	(149)	(305)	(352)
净现金流	74	286	54	317

数据来源：WIND 上海证券研究所

利润表（单位：百万元）

指标	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入	11,715	14,019	16,569	19,109
营业成本	10,454	12,415	14,643	16,899
营业税金及附加	32	47	54	59
营业费用	281	336	406	468
管理费用	231	287	356	382
财务费用	63	89	88	88
资产减值损失	16	23	24	28
投资收益	26	0	0	0
公允价值变动损益	0	0	0	0
营业利润	666	821	998	1,184
营业外收支净额	(2)	0	0	0
利润总额	665	821	998	1,184
所得税	96	119	145	172
净利润	568	702	853	1,013
少数股东损益	40	49	60	71
归属母公司股东净利润	528	653	793	941

财务比率分析

指标	2018A	2019E	2020E	2021E
总收入增长率	24.00%	19.67%	18.19%	15.33%
EBITDA 增长率	40.68%	23.23%	18.66%	16.57%
EBIT 增长率	40.23%	25.03%	19.35%	17.08%
净利润增长率	31.59%	23.60%	21.52%	18.65%
毛利率	10.76%	11.44%	11.63%	11.56%
EBITDA/总收入	6.54%	6.73%	6.76%	6.83%
EBIT/总收入	6.21%	6.49%	6.56%	6.66%
净利润率	4.51%	4.66%	4.79%	4.93%
资产负债率	58.59%	60.55%	57.32%	58.81%
流动比率	1.53	1.53	1.63	1.61
速动比率	1.29	1.29	1.36	1.36
总资产回报率（ROA）	5.81%	5.90%	6.84%	6.86%
净资产收益率（ROE）	13.73%	14.70%	15.81%	16.53%
EV/营业收入	0.9	0.6	0.6	0.5
EV/EBITDA	9.5	8.7	7.3	6.1
PE	15.0	12.1	10.0	8.4
PB	2.1	1.8	1.6	1.4

分析师承诺

金鑫

本人以勤勉尽责的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师的研究观点。此外，本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接相关。

公司业务资格说明

本公司具备证券投资咨询业务资格。

投资评级体系与评级定义

股票投资评级：

分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据公司基本面及（或）估值预期以报告日起6个月内公司股价相对于同期市场基准沪深300指数表现的看法。

投资评级	定　义
增持	股价表现将强于基准指数 20%以上
谨慎增持	股价表现将强于基准指数 10%以上
中性	股价表现将介于基准指数±10%之间
减持	股价表现将弱于基准指数 10%以上

行业投资评级：

分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据行业历史基本面及（或）估值对所研究行业以报告日起 12 个月内的基本面和行业指数相对于同期市场基准沪深 300 指数表现的看法。

投资评级	定　义
增持	行业基本面看好，行业指数将强于基准指数 5%
中性	行业基本面稳定，行业指数将介于基准指数±5%
减持	行业基本面看淡，行业指数将弱于基准指数 5%

投资评级说明：

不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准，投资者应区分不同机构在相同评级名称下的定义差异。本评级体系采用的是相对评级体系。投资者买卖证券的决定取决于个人的实际情况。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，投资者不应以分析师的投资评级取代个人的分析与判断。

免责条款

本报告中的信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性及完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对任何人使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

在法律允许的情况下，我公司或其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，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告仅向特定客户传送，版权归上海证券有限责任公司所有。未获得上海证券有限责任公司事先书面授权，任何机构和个人均不得对本报告进行任何形式的发布、复制、引用或转载。

上海证券有限责任公司对于上述投资评级体系与评级定义和免责条款具有修改权和最终解释权。