



2019-03-28

公司研究报告

买入/维持

柳药股份(603368)

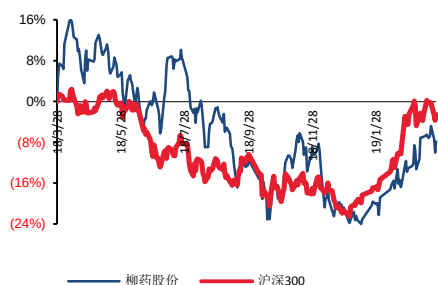
目标价: 42

昨收盘: 30.53

医疗保健 医疗保健设备与服务

业绩稳定增长，零售、工业增速超预期

■ 走势比较



■ 股票数据

总股本/流通(百万股)	259/259
总市值/流通(百万元)	7,910/7,910
12 个月最高/最低(元)	54.69/25.10

相关研究报告:

柳药股份(603368)《盈利能力提升明显，业绩略超预期》——2019/02/19

柳药股份(603368)《利润增速进一步提升，经营层面持续向好》——2018/10/21

柳药股份(603368)《股份回购传达信心，拟收购万通协同明显》——2018/10/17

证券分析师：杜佐远

电话：010-88695263

E-MAIL: duzy@tpyzq.com

执业资格证书编码：S1190517110001

证券分析师：蔡明子

电话：010-88695263

E-MAIL: caimz@tpyzq.com

执业资格证书编码：S1190518050001

事件：

3月28日，公司发布2018年年报，全年实现117.15亿，同比增长24%；实现归母净利润5.28亿，同比增长31.59%；实现扣非净利润5.29亿，同比增长31.52%；EPS2.04元。经营现金流净额2230万，同比增长106.7%。

点评：

1. 市场份额扩大提升议价能力，业绩持续稳定增长

分季度看，公司Q1/Q2/Q3/Q4收入分别为27、28、32、30亿，同比增长25.32%、23.06%、23.72%、24.02%；归母净利润分别为1.13、1.42、1.35、1.37亿，同比增长35.27%、31.68%、38.26%、22.91%；季度间较平稳。总体上上半年的增速高于下半年，主要原因是17年下半年两票制在广西5个地级市执行，市占率提升带来高增长，基数较高。

净利率水平看，四个季度净利率分别为4.13%、5.40%、4.51%、5.15%，18全年净利率4.85%，较17年4.53%提升0.32个百分点，盈利能力呈上升趋势，主要原因是市场份额的进一步扩大，议价能力随之提升和其他高毛利板块贡献加大。

公司18年现金流净额2230万，较17年-3.3亿改善明显，主要是加强了应收款催收。

2. 高毛利业务提速带来业绩加速，原有配送板块受益两票制及新标执行将保持稳健增长：

公司在广西市占率20%，业务涵盖医院纯销、第三终端、商业调拨、器械、IVD集采、零售药店、工业（中药饮片、普药）等，产业链齐全。公司在广西深耕细作，通过医院供应链管理项目换取区内15-20家三甲医院和30-50家二甲医院的药械优先或独家配送权，下游医院资源的广泛、扎实、稳定是公司的核心竞争力。这一核心竞争力不仅保证公司在两票制推行和新标切换时能够较其他对手更快抢占市场份额，更重要的是，还能助力公司的零售、IVD、工业等板块迅速释放业绩。批零一体、工商联动的协同效应使得公司业绩保持25%-30%以上增长，业务结构的优化更能带来净利率的提升、现金流压力的减缓，是商业板块优质、潜力大的标的。

批发：18 年批发业务实现用手 102 亿元，同比增长 20.04%，毛利率 8.11%，比上年增加 0.26 个 pct。公司医院供应链延伸项目已签订 65 家医疗结构，较 17 年新增 14 家，增强医院粘性，公司实现医院销售业务 88.7 亿元，同比增长 24.6%。公司继续加强与中高端医疗机构的合作，通过医院供应链增值服务、器械耗材智能化管理、检验试剂集约化管理、互联网医疗等项目进一步巩固合作关系，促进业务发展。公司已与区内 100% 的三级医院和 90% 以上的二级医院建立良好的合作关系，反过来促进公司与供应商的合作，保障品种供应，实现互利共赢。

零售：18 年通过门店扩张、发展 DTP 药店和院边药店等特色药店，保持零售业务的快速增长，实现零售收入 13.06 亿元，同比增长 51%，毛利率 26.4%，比上年增加 1.46 个 pct，主要原因是高毛利品种销售增加。其中桂中药房自建店超 100 家，加上并购共有 443 家门店，其中 283 家为医保店，覆盖广西 14 个核心城市，在全国百强药店中位列第 27。在 DTP 业务上，桂中大药房进一步加快区域 DTP 药店布局，并针对 DTP 业务组建药师服务团队，提高 DTP 药店大病医保以及特、慢门诊定点药房资质覆盖，逐步实现 DTP 药店与院边店的协同发展。同时，借助母公司供应商和医院资源，DTP 品种进一步丰富。

工业：18 年工业板块收入 1.63 亿元，同比增长 238.55%，毛利率 43%，比上年增加 21.11 个 pct，已经成为新利润增长点。其中仙莱中药收入 1.12 亿元（yoy134%），净利润 1367 万（yoy188%），净利率 12%；万通制药（60%股权，18Q4 并表）收入 1.65 亿（yoy33.51%），净利润 8639 万元（yoy31.56%），净利率 52%。仙莱中药产品大幅提升，万通制药的多个全国独家品种及强大的产品研发能力，弥补了公司在中药制剂领域的空白。仙晟已经通过 GMP 认证，已经开始试生产。

器械、IVD 增速快、毛利高：18 年公司医疗器械收入 4.5 亿元（产品拆分口径），同比增长 54.55%，器械品规达 21000 多个，同比增长 44%，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。在 IVD 推广方面，柳润与广西中医药大学附属瑞康医院、柳州市潭中人民医院等开展相关项目，持续推进区内检验试剂业务。

盈利预测：公司终端资源丰富，流通市占率提升和高毛利业务占比提升带来整体业绩提速，预计 19-21 年归母净利润分别为 6.65、8.36、10.47 亿元，对应 PE 分别为 12X、9X 和 7X，具备业绩和估值吸引力，维持“买入”评级。

风险提示：医院供应链延伸服务项目推进低于预期；两票制执行进度不及预期。

■ 盈利预测和财务指标：

	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	11715	14409	17723	21622
(+/-%)	24.00%	23.00%	23.00%	22.00%
净利润(百万元)	528	665	836	1047
(+/-%)	31.59%	25.87%	25.76%	25.27%
摊薄每股收益(元)	2.04	2.00	2.51	3.14
市盈率(PE)	15	12	9	7

资料来源：Wind，太平洋证券注：摊薄每股收益按最新总股本计算

资产负债表(百万)						利润表(百万)					
	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E		2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
货币资金	1074	1241	2730	2942	3246	营业收入	9447	11715	14409	17723	21622
应收和预付款项	3963	5240	5705	7066	8679	营业成本	8539	10454	12858	15816	19295
存货	1126	1263	1515	1863	2273	营业税金及附加	35	32	58	71	86
其他流动资产	623	281	369	432	507	销售费用	193	281	354	443	541
流动资产合计	6785	8025	10319	12303	14705	管理费用	157	231	271	333	378
长期股权投资	0	0	0	0	0	财务费用	14	63	39	17	13
投资性房地产	0	0	0	0	0	资产减值损失	13	16	0	0	0
固定资产	428	586	579	572	562	投资收益	8	26	10	12	15
在建工程	88	16	6	-4	-14	公允价值变动	0	0	0	0	0
无形资产开发支出	101	142	146	151	155	营业利润	507	666	839	1055	1323
长期待摊费用	0	0	0	0	0	其他非经营损益	-2	-2	3	3	3
其他非流动资产	769	1748	938	930	919	利润总额	504	665	842	1058	1326
资产总计	7554	9773	11257	13232	15624	所得税	77	96	126	159	199
短期借款	624	1324	1324	1324	1324	净利润	428	568	715	900	1127
应付和预收款项	2741	2644	3915	4816	5875	少数股东损益	26	40	50	63	80
长期借款	0	430	430	430	430	归母股东净利润	401	528	665	836	1047
其他负债	621	1328	826	1001	1206	预测指标					
负债合计	3986	5726	6495	7570	8835		2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
股本	185	259	333	333	333	毛利率	9.61%	10.76%	10.76%	10.76%	10.76%
资本公积	2147	2073	1999	1999	1999	销售净利率	4.25%	4.51%	4.61%	4.72%	4.84%
留存收益	1160	1566	2231	3067	4114	销售收入增长率	24.97%	24.00%	23.00%	23.00%	22.00%
归母公司股东权益	3492	3846	4511	5347	6395	EBIT 增长率	33.49%	40.28%	20.99%	22.08%	24.59%
少数股东权益	77	201	251	315	394	净利润增长率	25.04%	31.59%	25.87%	25.76%	25.27%
股东权益合计	3569	4047	4762	5662	6789	ROE	11.50%	13.73%	14.74%	15.64%	16.38%
负债和股东权益	7554	9773	11257	13232	15624	ROA	5.31%	5.40%	5.91%	6.32%	6.70%
现金流量表(百万)						ROIC	14.45%	13.86%	20.14%	20.75%	21.78%
	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E	EPS (X)	2.17	2.04	2.00	2.51	3.14
经营性现金流	-333	22	769	289	379	PE (X)	22.06	14.71	11.68	9.29	7.42
投资性现金流	-555	-649	781	-20	-17	PB (X)	2.54	2.02	2.21	1.87	1.56
融资性现金流	244	700	-61	-58	-58	PS (X)	0.94	0.66	0.69	0.56	0.46
现金增加额	0	0	0	0	0	EV/EBITDA (X)	15.18	10.59	9.77	7.87	6.13

资料来源: WIND, 太平洋证券

投资评级说明

1、行业评级

看好：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报高于市场整体水平 5%以上；

中性：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报介于市场整体水平-5%与 5%之间；

看淡：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报低于市场整体水平 5%以下。

2、公司评级

买入：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅在 15%以上；

增持：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于 5%与 15%之间；

持有：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与 5%之间；

减持：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与-15%之间；

销 售 团 队

职务	姓名	手机	邮箱
销售负责	王方群	13810908467	wangfq@tpyzq.com
华北销售	王均丽	13910596682	wangjl@tpyzq.com
华北销售	李英文	18910735258	liyw@tpyzq.com
华北销售	成小勇	18519233712	chengxy@tpyzq.com
华北销售	孟超	13581759033	mengchao@tpyzq.com
华北销售	袁进	15715268999	yuanjin@tpyzq.com
华北销售	付禹璇	18515222902	fuyx@tpyzq.com
华东销售	陈辉弥	13564966111	chenhm@tpyzq.com
华东销售	洪绚	13916720672	hongxuan@tpyzq.com
华东销售	张梦莹	18605881577	zhangmy@tpyzq.com
华东销售	李洋洋	18616341722	liyangyang@tpyzq.com
华东销售	杨海萍	17717461796	yanghp@tpyzq.com
华东销售	梁金萍	15999569845	liangjp@tpyzq.com
华东销售	宋悦	13764661684	songyue@tpyzq.com
华南销售	张茜萍	13923766888	zhangqp@tpyzq.com
华南销售	杨帆	13925264660	yangf@tpyzq.com
华南销售	查方龙	18520786811	zhaf@tpyzq.com
华南销售	胡博涵	18566223256	hubh@tpyzq.com

华南销售	陈婷婷	18566247668	chentt@tpyzq.com
华南销售	张卓粤	13554982912	zhangzy@tpyzq.com
华南销售	王佳美	18271801566	wangjm@tpyzq.com
华南销售	张文婷	18820150251	zhangwt@tpyzq.com



研究院

中国北京 100044

北京市西城区北展北街九号

华远·企业号 D 座

电话： (8610) 88321761

传真： (8610) 88321566

重要声明

太平洋证券股份有限公司具有证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号 13480000。

本报告信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。报告中的内容和意见仅供参考，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。我公司或关联机构可能会持有报告中所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业务服务。本报告版权归太平洋证券股份有限公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。任何人使用本报告，视为同意以上声明。