中国平安 金融·科技
平安证券 PING AN SECURITIES

生物医药

2019 年 03 月 29 日

柳药股份 (603368)

业绩符合预期，零售&工业业务增长后劲充足

推荐（维持）

现价：29.98 元

主要数据

行业	生物医药
公司网址	www.lzyy.cn
大股东/持股	朱朝阳/27.86%
实际控制人	朱朝阳
总股本(百万股)	259
流通 A 股(百万股)	259
流通 B/H 股(百万股)	0
总市值（亿元）	77.67
流通 A 股市值(亿元)	77.67
每股净资产(元)	14.85
资产负债率(%)	58.6

行情走势图

相关研究报告

《柳药股份*603368*业绩增长稳健，产业链延伸再下一城》 2018-10-30
《柳药股份*603368*各业务板块进展顺利，业绩维持高速增长》 2018-08-21

证券分析师

叶寅 投资咨询资格编号 S1060514100001
021-22662299
YEYIN757@PINGAN.COM.CN

研究助理

张熙 一般从业资格编号 S1060117020002
021-20632019
ZHANGXI218@PINGAN.COM.CN

请通过合法途径获取本公司研究报告，如经由未经许可的渠道获得研究报告，请慎重使用并注意阅读研究报告尾页的声明内容。

投资要点

事项：

公司公布2018年年报，实现收入117.15亿元（+24%），净利润5.28亿元（+31.59%），扣非净利润5.29亿元（+31.52%）。EPS为2.04元。业绩符合预期。

利润分配预案为：10派6.20元（含税）。

平安观点：

- **毛利率和费用率均上升：**公司毛利率为 10.76%（+1.15pp），三大业务线毛利率均上升，批发业务毛利率为 8.11%（+0.26pp），毛利率提升原因是代理级别提高，进货成本降低；零售业务毛利率为 26.40%（+1.46pp），毛利率提升原因是品种结构优化，高毛利产品增加；工业业务毛利率为 43.39%（+21.11pp），毛利率提升原因是仙茱中药销售规模扩大，以及收购万通制药所致。销售费用率为 2.39%（+0.35pp），管理费用率为 1.97%（+0.31pp），销售管理费用增加的主要原因是公司经营规模扩大以及零售药店增加较多所致，财务费用率为 0.54%（+0.39pp），主要原因是贷款规模扩大。
- **新标执行&两票制推动批发业务实现较高速度增长：**批发业务收入 102 亿元（+20%），实现较高增速的主要原因是新标执行以及两票制后集中度提高。分区域增速来看，公司整体业务除去柳州和南宁以外的其他区域增速高达 30%，南宁地区增速 25%，这基本也反应了批发业务的各地增速，三四线城市的增速高于核心市场。
- **零售药店快速扩张，业绩大幅增加：**药品零售业务实现收入 13.1 亿元（+50.5%），门店数量达到 443 家，同比增加 173 家，其中 283 家为医保定点药店。公司门店覆盖了广西 14 个核心城市， 在全国零售药店中名列第 27 名。公司采取收购和自开店相结合的方式，全力推进门店扩张，全年自建门店突破 100 家，证实了公司大规模开店的能力。

	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	9,447	11,715	13,896	16,003	18,439
YoY(%)	25.0	24.0	18.6	15.2	15.2
净利润(百万元)	401	528	636	763	937
YoY(%)	25.0	31.6	20.5	19.9	22.8
毛利率(%)	9.6	10.8	11.0	11.3	11.5
净利率(%)	4.2	4.5	4.6	4.8	5.1
ROE(%)	12.0	14.0	14.9	15.7	16.6
EPS(摊薄/元)	1.55	2.04	2.46	2.94	3.62
P/E(倍)	19.35	14.7	12.2	10.2	8.3
P/B(倍)	2.2	2.0	1.8	1.6	1.4

- **并购万通制药，工业板块增长潜力充足：**工业板块实现收入 1.63 亿元（+238.6%），万通于第四季度并表，预计并表收入约 5000 多万。扣除万通并表收入，仙茱中药的收入约 1.1 亿，同比实现翻倍增长。万通主要产品复方金钱草颗粒用于治疗尿路结石，该产品竞争格局良好，在全国成长空间大。仙茱、万通、再加上即将推出产品的仙晟，工业板块未来发展潜力充足。

- **维持"推荐"评级：**公司是广西省内医药商业龙头企业，积极向零售、器械业务、上游工业延伸，取得较好成效。批发业务的二三线市场、零售业务、工业板块业务均具有较大潜力。由于 2019 年两票制的有利影响减少，因此略微下调盈利预期，预计公司 2019-2021 年 EPS 分别为 2.46 元、2.94 元、3.62 元（原预测公司 2019 年和 2020 年 EPS 分别为 2.49 元、3.06 元），对应 PE 分别为 12/10/8X，维持"推荐"评级。

- **风险提示**

1）政策风险

最近几年是医药行业政策执行大年，且各省份执行力度不一，如果广西省出台政策进一步降低药占比，或者出台打压药价的措施，则对流通企业有负面影响。

2）新业务增长不及预期

公司在多项新业务包括器械耗材、工业、零售等大力推进，目前增长势头良好，我们给予了较高预期，如果业务扩张过程遇到阻力，则会导致进度不及预期。

3）市场竞争加剧的风险

除了公司，在广西省内尚有国药一致、九州通等竞争对手，倘若行业整合度加大，省内竞争将可能进一步加剧。

资产负债表 单位：百万元

会计年度	2018A	2019E	2020E	2021E
流动资产	8025	12040	13929	15935
现金	1241	4347	5006	5768
应收账款	5027	5436	6613	7270
其他应收款	0	63	10	74
预付账款	213	241	282	321
存货	1263	1563	1681	2048
其他流动资产	281	390	337	454
非流动资产	1748	1829	1906	1989
长期投资	0	0	0	0
固定资产	586	641	706	789
无形资产	142	153	167	180
其他非流动资产	1020	1035	1033	1020
资产总计	9773	13869	15834	17924
流动负债	5232	8886	10282	11614
短期借款	1324	3680	5158	5096
应付账款	2625	3692	3558	4777
其他流动负债	1283	1514	1565	1741
非流动负债	494	415	332	249
长期借款	430	351	268	185
其他非流动负债	64	64	64	64
负债合计	5726	9301	10614	11863
少数股东权益	201	245	301	369
股本	259	259	259	259
资本公积	2073	2073	2073	2073
留存收益	1566	2040	2610	3309
归属母公司股东权益	3846	4322	4919	5693
负债和股东权益	9773	13869	15834	17924

现金流量表 单位：百万元

会计年度	2018A	2019E	2020E	2021E
经营活动现金流	22	1116	-294	1383
净利润	568	681	819	1004
折旧摊销	54	62	72	84
财务费用	63	81	138	157
投资损失	-26	-10	-10	-10
营运资金变动	-633	302	-1313	148
其他经营现金流	-4	0	0	0
投资活动现金流	-649	-134	-139	-157
资本支出	272	82	77	83
长期投资	-678	0	0	0
其他投资现金流	-1055	-52	-62	-74
筹资活动现金流	700	-232	-386	-401
短期借款	700	0	0	0
长期借款	430	-79	-83	-83
普通股增加	74	0	0	0
资本公积增加	-74	0	0	0
其他筹资现金流	-430	-154	-302	-318
现金净增加额	74	750	-819	824

利润表 单位：百万元

会计年度	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入	11715	13896	16003	18439
营业成本	10454	12367	14195	16319
营业税金及附加	32	44	47	56
营业费用	281	334	352	369
管理费用	231	278	320	369
财务费用	63	81	138	157
资产减值损失	16	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0
投资净收益	26	10	10	10
营业利润	666	802	961	1180
营业外收入	1	1	1	1
营业外支出	3	3	3	3
利润总额	665	800	960	1178
所得税	96	119	141	174
净利润	568	681	819	1004
少数股东损益	40	45	56	67
归属母公司净利润	528	636	763	937
EBITDA	790	943	1170	1419
EPS（元）	2.04	2.46	2.94	3.62

主要财务比率

会计年度	2018A	2019E	2020E	2021E
成长能力				
营业收入(%)	24.0	18.6	15.2	15.2
营业利润(%)	31.5	20.4	19.9	22.7
归属于母公司净利润(%)	31.6	20.5	19.9	22.8
获利能力				
毛利率(%)	10.8	11.0	11.3	11.5
净利率(%)	4.5	4.6	4.8	5.1
ROE(%)	14.0	14.9	15.7	16.6
ROIC(%)	11.1	8.8	8.9	10.2
偿债能力				
资产负债率(%)	58.6	67.1	67.0	66.2
净负债比率(%)	12.7	-5.0	9.7	-6.5
流动比率	1.5	1.4	1.4	1.4
速动比率	1.3	1.2	1.2	1.2
营运能力				
总资产周转率	1.4	1.2	1.1	1.1
应收账款周转率	2.7	2.7	2.7	2.7
应付账款周转率	3.9	3.9	3.9	3.9
每股指标（元）				
每股收益(最新摊薄)	2.04	2.46	2.94	3.62
每股经营现金流(最新摊薄)	0.72	4.31	-1.14	5.34
每股净资产(最新摊薄)	14.85	16.68	18.99	21.97
估值比率				
P/E	14.71	12.20	10.18	8.29
P/B	2.02	1.80	1.58	1.36
EV/EBITDA	10.8	8.3	7.4	5.5

平安证券研究所投资评级：

股票投资评级:

强烈推荐 （预计 6 个月内，股价表现强于沪深 300 指数 20%以上）

推　　荐 （预计 6 个月内，股价表现强于沪深 300 指数 10%至 20%之间）

中　　性 （预计 6 个月内，股价表现相对沪深 300 指数在±10%之间）

回　　避 （预计 6 个月内，股价表现弱于沪深 300 指数 10%以上）

行业投资评级:

强于大市 （预计 6 个月内，行业指数表现强于沪深 300 指数 5%以上）

中　　性 （预计 6 个月内，行业指数表现相对沪深 300 指数在±5%之间）

弱于大市 （预计 6 个月内，行业指数表现弱于沪深 300 指数 5%以上）

公司声明及风险提示：

负责撰写此报告的分析师(一人或多人)就本研究报告确认：本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格。

平安证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本公司研究报告是针对与公司签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本公司研究报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。未经书面授权刊载或者转发的，本公司将采取维权措施追究其侵权责任。

证券市场是一个风险无时不在的市场。您在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。请您务必对此有清醒的认识，认真考虑是否进行证券交易。市场有风险，投资需谨慎。

免责条款：

此报告旨为发给平安证券股份有限公司（以下简称“平安证券”）的特定客户及其他专业人士。未经平安证券事先书面明文批准，不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容及其复印本予任何其他人。

此报告所载资料的来源及观点的出处皆被平安证券认为可靠，但平安证券不能担保其准确性或完整性，报告中的信息或所表达观点不构成所述证券买卖的出价或询价，报告内容仅供参考。平安证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负上任何责任，除非法律法规有明确规定。客户并不能仅依靠此报告而取代行使独立判断。

平安证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。报告所载资料、意见及推测仅反映分析员于发出此报告日期当日的判断，可随时更改。此报告所指的证券价格、价值及收入可跌可升。为免生疑问，此报告所载观点并不代表平安证券的立场。

平安证券在法律许可的情况下可能参与此报告所提及的发行商的投资银行业务或投资其发行的证券。

平安证券股份有限公司 2019 版权所有。保留一切权利。

中国平安 金融 · 科技

平安证券 PING AN SECURITIES

平安证券研究所　　电话：4008866338

深圳	上海	北京
深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 62 楼 邮编：518033	上海市陆家嘴环路 1333 号平安金融大厦 25 楼 邮编：200120 传真：（021）33830395	北京市西城区金融大街甲 9 号金融街中心北楼 15 层 邮编：100033