

## 业绩保持快速增长，多元化布局发力

### ——柳药股份（603368）年报跟踪

柳药股份(603368.SH)

推荐 维持

#### 核心观点：

### 1. 事件：

公司发布 2018 年年报。2018 年公司实现营收 117.15 亿元，同比增长 24.00%；实现归属上市公司股东净利润 5.28 亿元，同比增长 31.59%；实现扣非归母净利润 5.29 亿元，同比增长 31.52%。实现 EPS 2.04 元。公司经营活动产生的现金流净额 2230 万元，相比去年由负转正，主要是公司加强催收工作，以现金结算的贷款增加所致。

**公司业绩快速增长，三大板块均表现优异。**公司批发业务实现收入 102.24 亿元，同比增长 20.04%，占公司总收入比 87.28%；批发业务毛利率 8.11%，同比提高 0.26pp。零售业务实现收入 13.06 亿元，同比增长 50.54%，占公司总收入比 11.15%；零售业务毛利率 26.40%，同比提高 1.46pp。医药工业板块实现收入 1.63 亿元，同比增长 57.14%，占公司总收入比 1.39%；医药工业毛利率 43.39%，同比提高 21.11pp。

**受益于毛利率提升，公司盈利能力改善。**公司 18 年实现毛利率 10.76%，同比提升 1.15pp，主要系批发业务纯销占比提升、零售业务高毛利品种增多以及工业板块收入占比增加所致。公司三费占收入比率均有所提升，其中销售费用率 2.39%，同比提升 0.25pp；管理费用率 1.97%，同比提升 0.31pp；财务费用率 0.54%，同比提升 0.39pp。管理费用和销售费用增加主要系零售药店增加，相应的人工成本、租金和装修费等增加所致；财务费用增加主要是因为 17 年公司依靠定增融资导致 17 年财务费用基数较小。由于毛利率提升幅度大于费用率，公司实现净利率 4.85%，同比提升 0.32pp。

分季度看，公司 Q1-Q4 收入同比增速分别为 25.32% / 23.06% / 23.72% / 24.02%，增速表现平稳。公司 Q1-Q4 毛利率分别为 9.63% / 10.82% / 10.38% / 12.14%，净利率分别为 4.35% / 5.40% / 4.51% / 5.15%，其中 Q4 毛利率上升较多主要是因为收购万通并表因素。

表 1. 2018 年分季度指标

指标	18Q1	18Q2	18Q3	18Q4
收入同比	25.32%	23.06%	23.72%	24.02%
扣非净利润同比	33.96%	32.15%	38.48%	23.06%
毛利率	9.63%	10.82%	10.38%	12.14%
净利率	4.35%	5.40%	4.51%	5.15%

资料来源：wind，中国银河证券研究院

#### 分析师

余宇

☎：010-83571335

✉：sheyu@chinastock.com.cn

执业证书编号：S0130519010003

特此鸣谢

刘晖

✉：liuhui\_yj@chinastock.com.cn

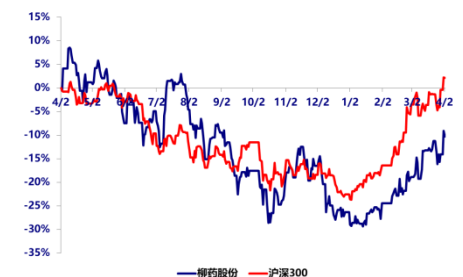
对本报告的编制提供信息。

#### 市场数据

2019-4-2

A 股收盘价(元)	31.87
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	3971.29
市盈率-TTM	15.63
总股本(万股)	25907.34
实际流通 A 股(万股)	25907.34
限售的流通 A 股(万股)	0.00
流通 A 股市值(亿元)	82.57

#### 相对沪深 300 表现图

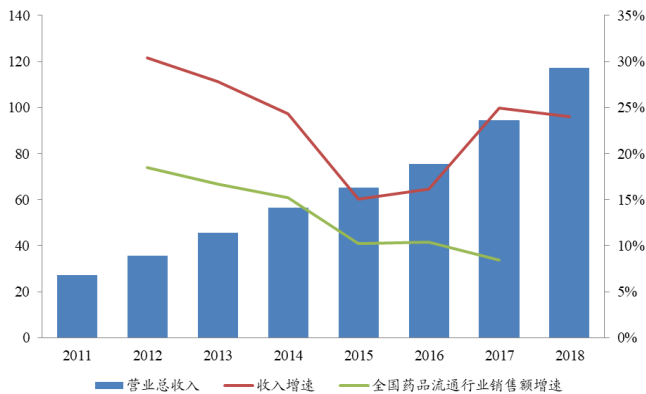


资料来源：中国银河证券研究院

#### 相关研究

- 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
- 2018-10-30 柳药股份三季度跟踪：商业增长超预期，布局工业颇具潜力

图 1: 公司近年来收入 (亿元) 及增速



资料来源: 公司公告、商务部, 中国银河证券研究院

图 2: 公司近年来扣非净利润 (亿元) 及增速



资料来源: 公司公告, 中国银河证券研究院

## 2. 我们的分析与判断

### (一) 公司医药商业区域龙头地位愈加稳固

公司商业板块增速快于全行业水平, 公司区域龙头地位日益稳固。目前公司业务以医药批发和零售为主, 全年收入同比增速 24%, 明显高于医药商业全行业水平。公司作为广西的医药批发和零售区域龙头, 在行业集中度提升的大环境下具有竞争优势, 持续保持快速增长。受益于“两票制”的整合压力, 公司持续整合广西批发市场。公司批发业务占公司总收入比 87.28%, 同比增长 20.04%。公司批发业务持续受益于区域龙头的整合优势, 目前公司已与广西区内 100% 的三级医院, 90% 以上的二级医院建立良好业务关系, 基本实现了自治区内中高端医院的全覆盖。受益于药店连锁化趋势以及公司“批零一体化”优势, 公司零售业务发展迅速。近年来零售行业连锁率不断提升, 公司利用在广西的区域优势快速布局零售药店。目前公司拥有 443 家药店, 18 年全年新增 173 家, 19 年计划增加 150 家左右。公司旗下的桂中大药房在全国药品零售连锁百强企业中名列第 27 位。此外公司还利用批发业务和医院终端建立起的良好合作关系, 积极发展 DTP 药房、院边店和电子商务等模式。

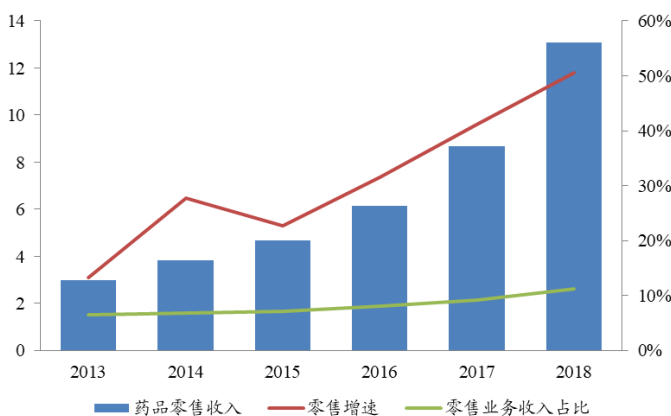
### (二) 商业板块结构优化, 盈利能力改善明显

批发业务结构持续优化, 毛利率提升明显。从业务种类上来说, 受益于“两票制”, 低毛利的调拨业务被高毛利的直销业务逐渐替代, 有效改善批发业务盈利能力。公司 2018 年医院直销业务实现收入 88.6 亿元, 同比增长 24%; 调拨业务实现收入 6.2 亿元, 同比下滑 27%; 直销业务对调拨业务替代效应明显。公司 18 年批发业务毛利率 8.11%, 相比上年增加 0.26pp。从产品结构上说, 毛利率较高的器械增长较快, 有助于公司批发业务毛利率提升。目前公司药品业务收入约为 111.2 亿元, 其中医院直销部分约 84 亿元, 同比增长 23%; 器械业务约 4.5 亿元, 基本都针对医院端, 同比增长 55.8%。公司器械业务毛利率为 13.34%, 高于药品业务毛利率 10.49%。考虑到药品业务中还有部分是毛利较高

的零售药店和医药工业，在批发业务中，器械毛利率和药品毛利率的差异只会更高。此外，公司在传统分销模式之外积极拓展供应链增值服务，相比于传统的分销业务，供应链增值服务可有效增强公司的盈利能力。

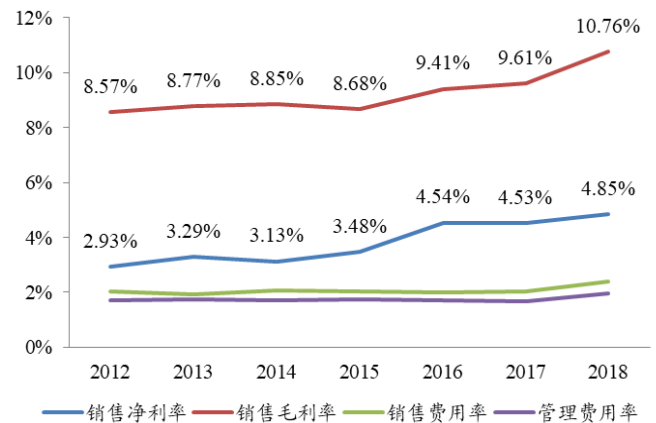
公司零售业务布局加快，DTP 药房业务发展迅速。公司作为广西的区域医药商业龙头，乘药店连锁化东风，借助自身的“批零一体化”优势，快速积极布局零售业务。公司零售业务全资子公司桂中大药房直营门店数量和营业收入均保持高速增长。2018 年自建药店突破 100 家，同时通过收购方式加快门店布局。截至报告期末，桂中大药房旗下拥有药店 443 家（含所收购药店），其中医保药店 283 家，已完成在广西 14 个核心城市的药店覆盖。报告期内公司药品零售业务较去年同期增长 50.54%，远快于公司总体收入增长。公司零售业务毛利率达到 26.40%。虽然 DTP 药房处方药毛利率会偏低，但得益于公司加强品类管理和结构调整，中药饮片增长较快，公司零售毛利率仍比去年提升了 1.46 个百分点。零售业务毛利率高于批发业务，公司零售业务占总收入比例逐年提升，增强了公司盈利能力。

图 3: 公司零售收入 (亿元) 和业务占比



资料来源: 公司公告, 中国银河证券研究院

图 4: 公司近年来毛利率和费用率变化



资料来源: 公司公告, 中国银河证券研究院

受益于公司业务毛利率提升，公司盈利能力有所改善。报告期内，公司毛利率提升 1.15 个百分点至 10.76%，虽然管理费用率、销售费用率和财务费用率都有所提升，但由于毛利率提升幅度较大，公司净利率仍然提升 0.32 个百分点至 4.85%。公司今年财务费用增加较多，主要是因为 17 年公司依靠定增解决了部分资金需求，18 年对比 17 年主要通过债务融资，财务费用增加。考虑到目前利率处于下行趋势，预计未来公司财务费用压力会得到缓解。

### （三）多元化布局发力，医药工业增长潜力大

公司涉足上游医药工业，培育新的利润增长点。报告期内，公司仙莱中药科技饮片实现营业收入 11,259.85 万元、净利润 1,366.87 万元，较去年同期分别增长 133.91%、187.74%。报告期内，公司完成对万通制药 60% 股权的收购。2018 年万通制药实现营业收入 16,510.74 万元，同比增 33.51%，其中并表贡献收入约 5000 多万；实现净利润 8639.36

万元，同比增 31.56%。公司与广西医科大学制药厂合资建设的医大仙晟药品生产项目已完成厂区建设和设施设备安装调试，现已开始进行产品试生产。公司借助在下游的渠道优势，可以迅速推广医药工业的药品，产业链上下游协同优势明显。我们预计公司医药工业将迅速放量，工业板块将成为颇有潜力的新增长点。此外，公司通过与上海润达医疗科技股份有限公司共同投资设立广西柳润医疗科技有限公司开发 IVD 市场，共同推进区内检验试剂业务。

#### **(四) 公司估值相对偏低，医药商业政策面环境改善**

截至 4 月 2 日，公司市盈率 (TTM) 为 15.63，申万三级行业医药商业市盈率 (TTM) 中位数为 23.16，公司市盈率低于行业中位数。考虑到公司目前产品结构优化，盈利能力增强，且医药工业未来增长极具潜力，我们认为公司当前估值偏低，具有投资价值。

此外，国家政策助推医药商业达到拐点。一方面，“两票制”执行完毕，对行业的负面影响已经消除，行业业绩增长已达到拐点。另一方面，目前医药政策注重医药公司回款压力，最近集中带量采购政策中也都强调了要保证对企业回款速度，我们认为长期以来困扰医药商业的资金压力问题有望得到缓解，行业经营环境改善。公司作为行业中质地优良的区域龙头，更具投资价值。

### **3. 投资建议**

公司业绩表现优异，我们看好公司未来的发展前景。首先，我们强烈看好公司凭借广西区域龙头地位进行市场整合的前景。公司凭借在广西的区域优势，得以在“两票制”等措施下借势整合批发市场，并凭借和医院的良好关系以及“批零一体化”优势大力拓展连锁药店布局。其次，我们看好公司业务结构优化推动盈利能力提升。公司批发业务在“两票制”助力下得以更多转变为毛利较高的直销业务，同时毛利率较高的器械业务增长迅速；公司零售业务受益于品类管理，中药饮片比例增加带动毛利率提升。最后，我们看好公司在工业领域的布局，除了仙莱中药科技饮片生产加工产能大幅提升外，公司也已完成对万通制药的收购，公司医药工业产品借助公司全产业链布局优势有望快速放量。我们看好公司未来业绩将保持高速增长，预测 2019-2021 年归母净利润为 6.94/9.06/11.79 亿元，对应 EPS 为 2.68/3.50/4.55 元，对应 PE 为 11.89/9.12/7.00 倍。维持“推荐”评级。

### **4. 风险提示**

批发市场整合不及预期，连锁药店布局不及预期，工业产品放量不及预期。

**附表 1. 主要财务指标**

指标	2016A	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入 (百万元)	7559.40	9446.98	11714.53	14539.88	17802.83	21640.90
营业收入增长率	16.16%	24.97%	24.00%	24.12%	22.44%	21.56%
净利润 (百万元)	321.01	400.08	527.11	694.31	905.80	1179.39
净利润增长率	54.05%	24.63%	31.75%	31.72%	30.46%	30.20%
EPS (元)	1.239	1.544	2.035	2.680	3.496	4.552
P/E	25.72	20.64	15.66	11.89	9.12	7.00
P/B	2.59	2.36	2.15	1.89	1.64	1.39
EV/EBITDA	9.72	11.81	13.05	9.46	8.13	6.53

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	2016A	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入	7559.40	9446.98	11714.53	14539.88	17802.83	21640.90
减: 营业成本	6848.28	8539.16	10453.98	12867.04	15664.82	18947.20
营业税金及附加	27.78	34.66	31.54	39.15	47.94	58.27
营业费用	152.18	192.72	280.53	348.19	426.33	518.24
管理费用	129.42	156.54	230.62	286.25	350.49	426.05
财务费用	-17.01	14.33	63.18	102.40	148.72	180.31
资产减值损失	16.33	12.64	16.28	16.28	16.28	16.28
加: 投资收益	0.00	7.87	26.40	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	402.40	504.80	664.79	880.56	1148.25	1494.54
加: 其他非经营损益	3.21	-2.25	-1.76	-1.76	-1.76	-1.76
利润总额	405.61	502.55	663.03	878.80	1146.49	1492.78
减: 所得税	62.04	76.19	95.93	131.82	171.97	223.92
净利润	343.57	426.36	567.10	746.98	974.52	1268.86
减: 少数股东损益	22.56	26.29	39.99	52.67	68.72	89.47
归属母公司股东净利润	321.01	400.08	527.11	694.31	905.80	1179.39
资产负债表	2016A	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
货币资金	1602.14	976.27	1117.66	1453.99	1780.28	2164.09
应收和预付款项	3115.18	4196.11	5427.86	6513.28	8104.33	9661.18
存货	860.72	1125.78	1263.30	1677.24	1902.69	2427.38
其他流动资产	3.18	389.86	93.36	93.36	93.36	93.36
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	371.05	515.78	601.69	569.98	543.72	520.99

无形资产和开发支出	102.02	101.14	907.28	891.00	874.72	858.44
其他非流动资产	92.48	131.43	207.68	171.39	135.10	135.10
资产总计	6147.02	7436.61	9619.08	11370.24	13434.20	15860.53
短期借款	263.00	623.67	1323.67	1598.91	1953.13	2397.04
应付和预收款项	2639.39	3237.54	3811.53	5077.07	5481.96	7036.86
长期借款	0.00	0.00	429.95	66.20	622.03	74.29
其他负债	6.89	6.89	6.89	6.89	6.89	6.89
负债合计	2909.28	3868.09	5572.04	6749.07	8064.00	9515.08
股本	142.35	185.05	259.07	259.07	259.07	259.07
资本公积	2189.30	2146.59	2021.23	2021.23	2021.23	2021.23
留存收益	858.38	1160.11	1566.16	2087.63	2767.93	3653.73
归属母公司股东权益	3190.02	3491.76	3846.46	4367.93	5048.23	5934.02
少数股东权益	47.72	76.76	200.57	253.25	321.96	411.43
股东权益合计	3237.74	3568.52	4047.04	4621.17	5370.19	6345.46
负债和股东权益合计	6147.02	7436.61	9619.08	11370.24	13434.20	15860.53
<b>现金流量表</b>	<b>2016A</b>	<b>2017A</b>	<b>2018A</b>	<b>2019E</b>	<b>2020E</b>	<b>2021E</b>
经营性现金净流量	110.09	-330.00	26.05	719.57	-203.58	962.38
投资性现金净流量	-178.99	-555.21	-648.63	-19.50	-25.95	-30.84
筹资性现金净流量	1097.56	244.19	700.40	-363.75	555.83	-547.74
现金流量净额	1028.66	-641.01	77.82	336.33	326.30	383.81

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。

**余宇，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 号中洲大厦 20 层  
上海浦东新区富城路 99 号震旦大厦 31 层  
北京市西城区金融街 35 号国际企业大厦 C 座  
公司网址：www.chinastock.com.cn

### 机构请致电：

深广地区：翠香兰	0755-83471963	cuixianglan@chinastock.com.cn
上海地区：何婷婷	021-20252612	hetingting@chinastock.com.cn
北京地区：耿尤繇	010-66568479	wangting@chinastock.com.cn