



2019-07-18

公司研究报告

买入/维持

柳药股份(603368)

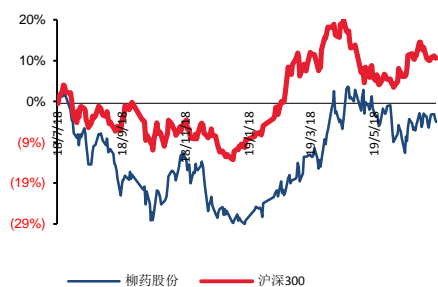
目标价: 42

昨收盘: 33.2

医疗保健 医疗保健设备与服务

业绩稳定增长，盈利能力持续提升

■ 走势比较



■ 股票数据

总股本/流通(百万股)	259/256
总市值/流通(百万元)	8,601/8,509
12个月最高/最低(元)	36.77/25.10

相关研究报告:

- 柳药股份(603368)《业绩稳定增长，零售、工业增速超预期》--2019/03/28
- 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

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：

7月19日，公司发布2019中报业绩快报：上半年实现收入71.97亿，同比增长30.47%；归母净利润3.56亿，同比增长39.36%；扣非净利润3.50亿，同比增长37.22%；EPS1.38元/股。整体业绩符合市场预期。

点评：

1. 业绩稳定增长，盈利能力持续提升

分季度看，公司Q1/Q2收入分别为33.86、38.11亿，同比增长24.89%、35.86%，Q2同比提速；归母净利润分别为1.60、1.96亿，同比增长41.68%、38%；扣非净利润分别为1.55、1.95亿，同比增长36.56%、37.3%。季度间较平稳，收入、利润增速普遍高于去年同期水平。

分析原因：1) 政策推动下行业集中度提升，公司通过供应链增值服务和分销网络的拓展，保持医院销售业务的稳健增长（18年收入增速20%）；2) 零售版块，公司零售药店规模持续扩大，DTP药店业务大幅增长，共同推动零售业务的快速增长（18年收入同比增长51%），友和古城并表增厚业绩；3) 工业版块，公司中药饮片生产规模持续扩大，逐步形成新的利润增长点，万通制药并表增厚业绩；4) 产品类别方面，公司医疗器械和中药饮片的销售规模增长较快，品种结构不断优化。

净利率水平看，季度净利率分别为5.08%、5.14%，较18年Q1和Q2的4.35%、5.4%分别提升0.73/0.26个百分点，盈利能力呈提升趋势。事实上，公司从2017Q1开始，净利率就处于逐季同比提升的趋势，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。

现金流持续改善：公司18年现金流净额2230万，17年全年-3.3亿；19Q1经营现金流-3.0亿，去年同期-8.3亿，现金流改善原因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：

公司在广西省占率 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。

3. 股权激励增强员工积极性

2019 年公司实施限制性股票激励计划，计划授予 200 名员工（包括两位副总经理、中层及核心骨干 198 人）308.34 万股，占总股本 1.19%。6 月 6 日首次授予 278.3 万股，价格 14.44 元/股，预留 30 万股。考核目标为：2018 年为基数，19-21 年营收增长率分别不低于 18%、35%、50%。股权激励有利于进一步完善公司与员工的利益共享机制，提高公司的凝聚力、竞争力，有利于公司的可持续发展。

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 6.85、8.62、10.77 亿元，对应 PE 分别为 11X、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	685	862	1077
(+/-%)	31.59%	29.75%	25.72%	25.01%
摊薄每股收益(元)	2.04	2.65	3.33	4.16
市盈率(PE)	15	11	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	2752	2991	3327	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	36	44	54
其他流动资产	623	281	369	432	507	销售费用	193	281	350	438	536
流动资产合计	6785	8025	10341	12352	14786	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	16	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	864	1088	1360
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	867	1091	1363
资产总计	7554	9773	11279	13282	15705	所得税	77	96	130	164	204
短期借款	624	1324	1324	1324	1324	净利润	428	568	737	927	1159
应付和预收款项	2741	2644	3915	4816	5875	少数股东损益	26	40	52	65	82
长期借款	0	430	430	430	430	归母股东净利润	401	528	685	862	1077
其他负债	621	1328	825	1001	1206						
负债合计	3986	5726	6494	7570	8835	预测指标					
股本	185	259	259	259	259		2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
资本公积	2147	2073	2073	2073	2073	毛利率	9.61%	10.76%	10.76%	10.76%	10.76%
留存收益	1160	1566	2251	3113	4190	销售净利率	4.25%	4.51%	4.76%	4.86%	4.98%
归母公司股东权益	3492	3846	4532	5393	6470	销售收入增长率	24.97%	24.00%	23.00%	23.00%	22.00%
少数股东权益	77	201	253	318	400	EBIT 增长率	33.49%	40.28%	24.56%	22.11%	24.32%
股东权益合计	3569	4047	4784	5711	6870	净利润增长率	25.04%	31.59%	29.75%	25.72%	25.01%
负债和股东权益	7554	9773	11279	13282	15705	ROE	11.50%	13.73%	15.12%	15.97%	16.65%
						ROA	5.31%	5.40%	6.08%	6.49%	6.86%
						ROIC	14.45%	13.86%	20.74%	21.36%	22.38%
						EPS(X)	2.17	2.04	2.65	3.33	4.16
						PE(X)	22.06	14.71	11.33	9.02	7.21
						PB(X)	2.54	1.76	1.88	1.58	1.31
						PS(X)	0.94	0.58	0.59	0.48	0.39
						EV/EBITDA(X)	15.18	9.33	7.92	6.32	4.88

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
华北销售	王均丽	13910596682	wangjl@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	付禹璇	18515222902	fuyx@tpyzq.com
华东销售	陈辉弥	13564966111	chenhm@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
华东销售	杨晶	18616086730	yangjinga@tpyzq.com
华南销售	张茜萍	13923766888	zhangqp@tpyzq.com
华南销售	查方龙	18520786811	zhaf1@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	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。