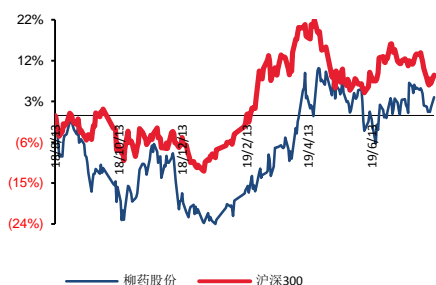


医疗保健 医疗保健设备与服务

现金流持续改善，盈利能力稳定提升

■ 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)	8,803/8,709
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，盈利能力持续提升》--2019/07/18

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

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:

8月12日，公司发布2019年中报，上半年实现收入71.97亿，同比增长30.47%；实现归母净利润3.56亿，同比增长39.35%；实现扣非净利润3.50亿，同比增长37.22%；EPS1.38元。实现经营现金流净额-3.64亿，同比增长27.37%。

点评:

1. 市场份额扩大提升议价能力，现金流持续改善

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%；归母净利润分别为1.60、1.96亿，同比增长41.68%、37.50%；季度间较平稳。收入、利润增速普遍高于去年同期水平。

毛利率水平看，公司上半年毛利率12.12%，比去年同期提升近2个百分点；净利率水平看，Q1/Q2季度净利率分别为5.08%、5.81%，较去年同期有所提升；19上半年整体净利率5.47%，较18同期4.88%提升0.59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。高毛利板块中，零售收入占主营业务收入的12.09%，工业收入占主营业务收入的2.50%，较去年同期占比提升1.76、1.62个百分点（万通制药18Q4才并表）。

公司19上半年经营性现金流净额-3.64亿，较18同期-5.01亿改善明显，其中广西南宁柳药现金流从去年同期-4061万提升至3.45亿。

2. 高毛利业务提速带来业绩加速，原有配送板块保持稳健增长:

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，目前公司已基本与区内100%的中高端医疗机构建立良好的合作关系，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: 19 上半年批发业务实现收入 61.31 亿元, 同比增长 25.38%。公司医院供应链延伸项目已签订 68 家医疗结构, 较 18 年底新增 3 家, 增强医院粘性, 公司实现医院销售业务 53.82 亿元, 同比增长 27.98%。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。

零售: 19 上半年通过门店扩张、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 8.68 亿元, 同比增长 52.59%; 净利润 0.53 亿, 净利率 6.11%。桂中加上并购共有 547 家门店, 其中 341 家为医保店, 在全国百强药店中位列第 19。在 DTP 业务上, 桂中大药房进一步加快区域 DTP 药店布局, 19H1DTP 药店数量达到 82 家, 公司针对 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, 逐步形成以城市专业化药房为中心, DTP 药店、医院院边药店为支撑, 覆盖核心城区和社区的门店体系。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: 19 上半年工业板块收入 1.80 亿元, 同比增长 267.35%, 经成为新利润增长点。其中仙莱中药产能和终端覆盖能力大幅提升; 万通制药运营良好, 盈利能力和生产能力也逐步提升, 19H1 实现收入 7763 万, 净利润 3345 万, 净利率 43%; 仙晟生产项目也有序推进, 通过 GMP 认证实现投产, 191H1 实现收入 2094 万, 净利润 316 万, 净利率 15%。

器械、IVD 增速快、净利率高: 19 上半年公司医疗器械收入 2.89 亿元, 同比增长 33.60%, 器械品规达 21000 多个, 合作供应商 1800 多家。在检验试剂方面, 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, 持续推进区内检验试剂业务。19H1 柳润收入 1514 万, 净利润 243 万, 较去年同比增长 441%、1378%, 净利率 16%。

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，药品降价超预期。

■ 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	预测指标					
负债合计	3986	5726	6494	7570	8835		2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
股本	185	259	259	259	259	毛利率	9.61%	10.76%	10.76%	10.76%	10.76%
资本公积	2147	2073	2073	2073	2073	销售净利率	4.25%	4.51%	4.76%	4.86%	4.98%
留存收益	1160	1566	2251	3113	4190	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	4532	5393	6470	EBIT 增长率	33.49%	40.28%	24.56%	22.11%	24.32%
少数股东权益	77	201	253	318	400	净利润增长率	25.04%	31.59%	29.75%	25.72%	25.01%
股东权益合计	3569	4047	4784	5711	6870	ROE	11.50%	13.73%	15.12%	15.97%	16.65%
负债和股东权益	7554	9773	11279	13282	15705	ROA	5.31%	5.40%	6.08%	6.49%	6.86%
现金流量表(百万)						ROIC	14.45%	13.86%	20.74%	21.36%	22.38%
	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E	EPS(X)	2.17	2.04	2.65	3.33	4.16
经营性现金流	-333	22	791	316	411	PE(X)	22.06	14.71	11.33	9.02	7.21
投资性现金流	-555	-649	781	-20	-17	PB(X)	2.54	1.76	1.94	1.63	1.36
融资性现金流	244	700	-61	-58	-58	PS(X)	0.94	0.58	0.61	0.50	0.41
现金增加额	0	0	0	0	0	EV/EBITDA(X)	15.18	9.33	8.23	6.58	5.09

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
华北销售	韦珂嘉	13701050353	weikj@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。