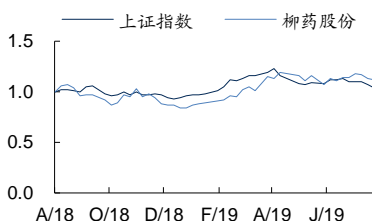


证券研究报告—动态报告
医药保健
医疗器械与服务
柳药股份(603368)
买入
2019年半年报点评

(维持评级)

2019年08月15日

一年该股与上证综指走势比较

股票数据

总股本/流通(百万股)	259/184
总市值/流通(百万元)	8,998/6,395
上证综指/深圳成指	2,809/8,903
12个月最高/最低(元)	36.69/24.33

相关研究报告:

《柳药股份-603368-2018年三季报点评:业绩符合预期,持续高速增长》——2018-11-01
 《柳药股份-603368-2018年半年报点评:业绩超预期,盈利能力提升》——2018-08-21
 《柳州医药-603368-2017年年报点评:业绩稳健,估值低谷》——2018-03-20
 《柳州医药-603368-好风凭借力》——2018-01-10

证券分析师: 谢长雁

电话: 0755-22940793
 E-MAIL: xiecy@guosen.com.cn
 证券投资咨询执业资格证书编号: S0980517100003

证券分析师: 朱寒青

电话: 0755-81981837
 E-MAIL: zhuhanqing@guosen.com.cn
 证券投资咨询执业资格证书编号: S0980519070002

独立性声明:

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道,分析逻辑基于本人的职业理解,通过合理判断并得出结论,力求客观、公正,结论不受任何第三方的授意、影响,特此声明。

财报点评
业绩增长稳健, 现金流改善
● 业绩增长稳健

2019H1 公司实现营收 71.97 亿元 (+30.47%), 归母净利润 3.56 亿 (+39.35%), 扣非净利润 3.50 亿元 (+37.22%), 若扣除万通制药的并表影响, 19H1 归母净利润同比增速为 31%。单季度来看, Q2 营收 38.10 亿 (+35.86%), 归母净利润 1.96 亿 (+37.50%), 扣非净利润 1.95 亿元 (+37.74%), Q2 收入增速较 Q1 的 24.89% 有明显提升。

● 三大业务携手增长, 医院纯销依旧强劲

营收细分来看, 公司批发业务实现营收 61.31 亿元 (+25.37%), 其中医院纯销业务表现强劲, 截至 2019H1 合作医院达到 68 家, 医院销售收入 53.82 亿元 (+28%), 贡献了 75% 的营收。零售业务实现收入 8.68 亿元 (+52.59%), 药店总数 547 家 (包含所收购药店), 其中医保药店 341 家, DTP 药店达 82 家, 并推进处方外延平台合作项目建设, 为处方外流做好准备。工业方面, 受万通制药并表和仙莱销量增长带动, 实现营收 1.8 亿元 (+270.48%)。

● 业务结构优化带动毛利率提升, 财务费用率略有增加

随着毛利较高的零售和器械业务占比提升 (2019H1 分别占 12.09%、4.02%), 特别是零售占比提升 2pp, 公司 2019H1 毛利率较上年同期大幅提高 1.89pp, 达到 12.12%。净利率提升 0.59pp, 达 5.47%, 盈利能力提升。销售费用率和管理费用率分别为 2.30%、1.98%, 同比变动幅度不大, 由于银行贷款利息支出增加, 财务费用率同比则有所增加, 为 0.90% (+0.52pp)。

● 现金流有所改善

公司 2019H1 经营性现金流净额为 -3.64 亿元, 仍为净流出, 但同比 2018H1 的 -5.01 亿元明显收窄, 且公司 2018 全年和 2019H1 现金流入的同比增速分别为 30.94% 和 32.27%, 均高于同期现金流出增速的 26.01% 和 26.79%。单季度看, 2019Q2 现金流为 -0.59 亿元, 环比 Q1 的 -3.05 亿出现大幅改善, 随着 Q4 下游客户的贷款逐步到位, 预计全年现金流将转正。

● 风险提示: 行业政策风险, 药店建设、中药饮片生产及器械流通合作业务不达预期。
● 投资建议: 维持“买入”评级

公司作为广西流通龙头, 受益于两票制集中度提升, 地位稳固。零售及器械业务高速发展, 且并表增厚业绩, 因此我们上调盈利预测, 2019-2021 归母净利润 6.93/8.65/10.98 亿元 (原预测 2019-2020 为 6.54/8.21 亿元), 增速 31%/25%/27%。当前股价对应 PE 分别为 12/10/8x, 按照 2019 年 15-17xPE, 合理估值 40.2-45.6 元, 维持“买入”评级。

盈利预测和财务指标

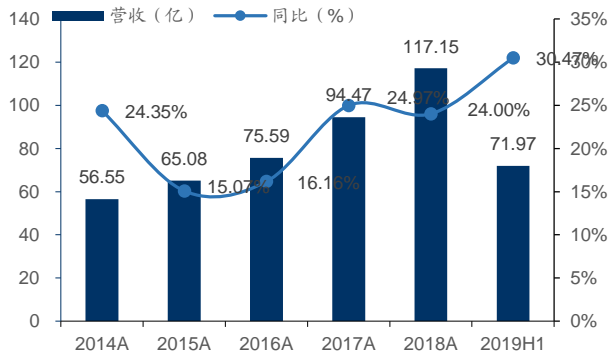
	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	9447	11715	15138	18840	23298
(+/-%)	25.0%	24.0%	29.2%	24.5%	23.7%
净利润(百万元)	401	528	693	865	1098
(+/-%)	25.0%	31.6%	31.3%	24.7%	27.0%
摊薄每股收益(元)	2.17	2.04	2.68	3.34	4.24
EBIT Margin	5.5%	6.1%	6.4%	6.7%	6.9%
净资产收益率(ROE)	11.5%	13.7%	16.2%	17.9%	20.0%
市盈率(PE)	16.0	17.0	13.0	10.4	8.2
EV/EBITDA	19.0	19.5	16.1	14.1	12.5
市净率(PB)	1.84	2.34	2.10	1.86	1.64

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

注: 摊薄每股收益按最新总股本计算

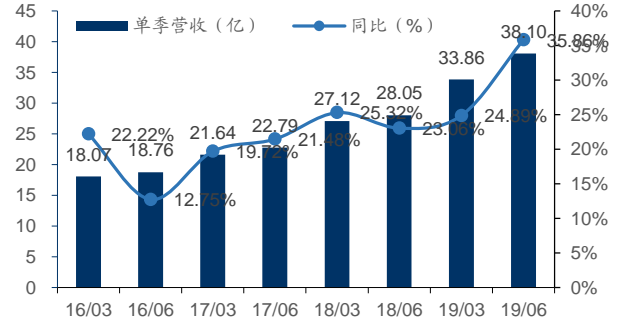
业绩增长稳健，营收、利润保持高增长。在行业集中度提升的机遇下，公司通过拓展销售网络，提升终端医院客户覆盖率，扩大零售药店规模等，保持业绩高增长。2019上半年公司实现营收71.97亿元（+30.47%），归母净利润3.56亿元（+39.35%），扣非净利润3.50亿元（+37.22%）。2019H1并表公司万通制药实现净利润0.33亿元（持股60%），若扣除该公司并表影响，2019H1归母净利润同比增速为31%，仍然维持较高水平。

图 1：柳药股份营业收入及增速（单位：亿元、%）



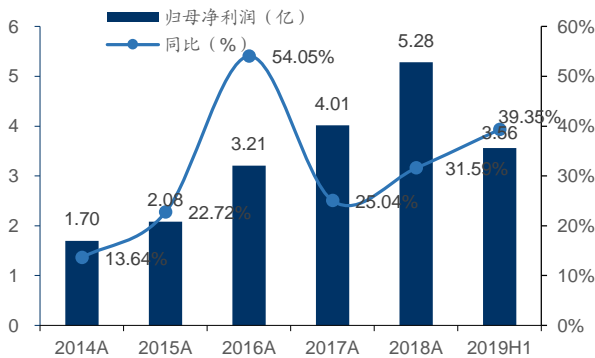
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图 2：柳药股份单季营业收入及增速（单位：亿元、%）



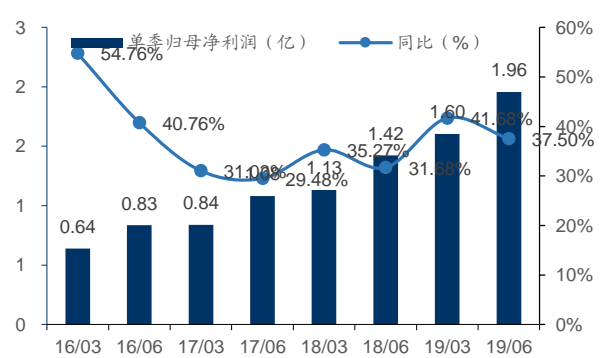
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图 3：柳药股份归母净利润及增速（单位：亿元、%）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图 4：柳药股份单季归母净利润及增速（单位：亿元、%）

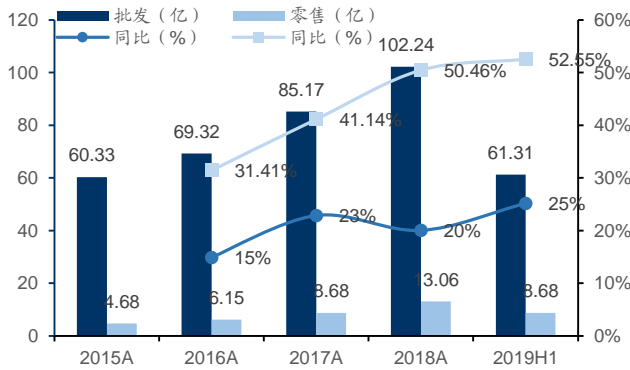


资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

三大业务携手增长，医院纯销依旧强劲。2019上半年，公司抓住医院纯销业务，截至报告期末与68家医院达成合作，医院销售收入53.82亿元（+28%），贡献了75%的营收。零售方面实现营收8.68亿元（+52.59%），公司旗下药店总数达547家（包含所收购药店），较2018年底增加104家，其中医保门店341家，占比62.34%，DTP药店数82家，并推动院边处方外流的承接药店布局，保证零售业务盈利能力持续提高。我们预计药品零售2019全年实现营收增速在40%以上。

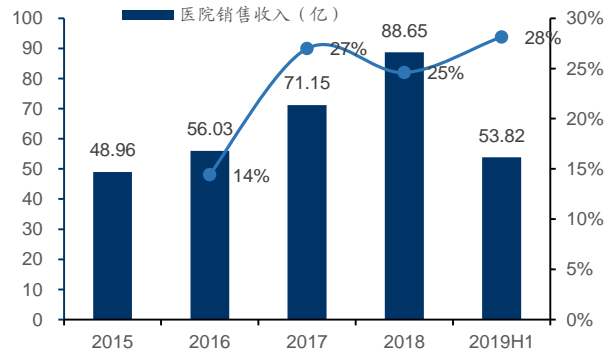
中药饮片生产方面，受并表企业万通制药影响以及仙莱中药产能与产值提升带动，营收同比大幅增加270.48%至1.8亿元。公司医大仙晟药品生产项目正在推进，项目建设的药品生产研发基地已完工，并通过GMP认证实现投产，外加中药饮片基数小，未来有望持续放量增长，我们预计2019全年中药饮片生产有望实现超过4亿元营收。

图 5: 2015-2019H1 柳药股份批发与零售业务情况



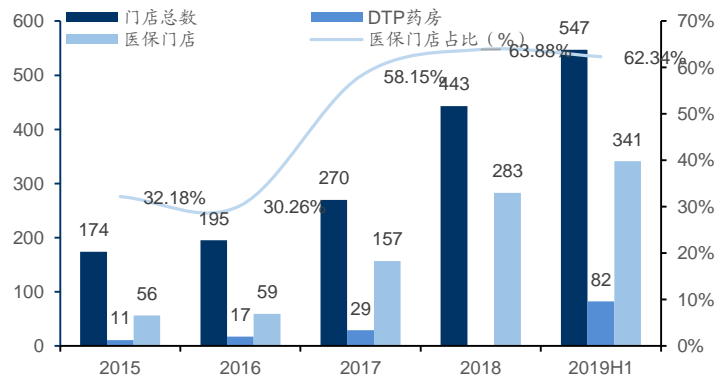
资料来源: wind、国信证券经济研究所整理

图 6: 2015-2019H1 柳药股份医院端销售收入



资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

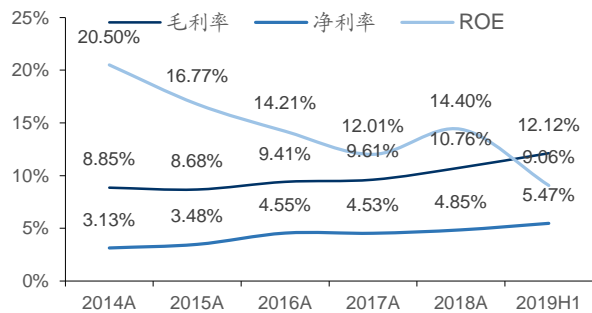
图 7: 2015-2019H1 桂中大药房门店数量



资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

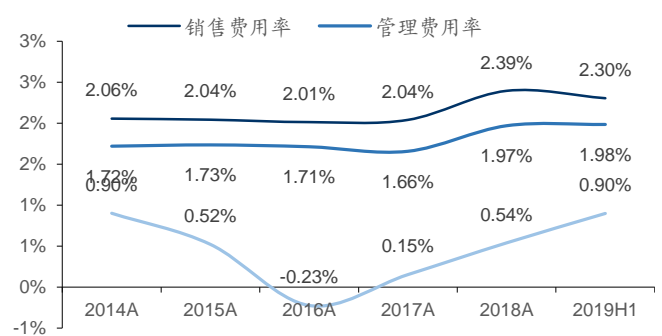
业务结构优化带动毛利率提升，财务费用率略有增加。2019 上半年，毛利率较高的零售业务占比同比增幅较大，为 12.09% (+2pp)，带动 2019H1 毛利率较上年同期大幅提高 1.89pp，达到 12.12%。同时，净利率提升 0.59pp，至 5.47%，盈利能力提高。费用率方面，销售费用率和管理费用率分别为 2.30%、1.98%，同比变动幅度不大，财务费用率同比增加 0.52pp 至 0.90%（主要由于银行贷款利息支出增加）。

图 8: 2014-2019H1 柳药股份毛利率、净利率与 ROE



资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

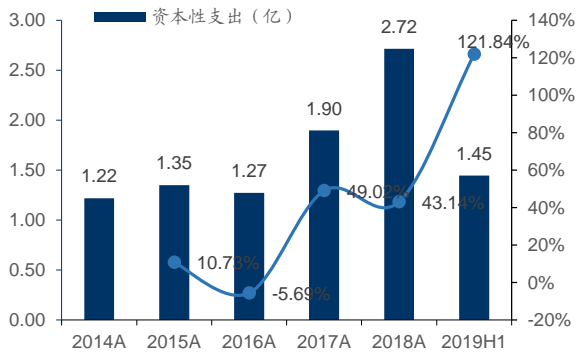
图 9: 2014-2019H1 柳药股份费用率情况



资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

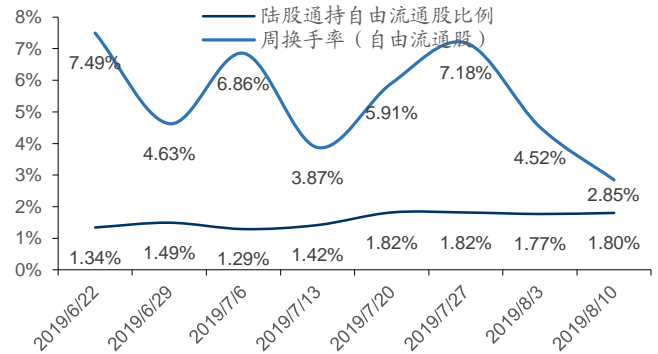
资本性支出增长，陆股通持股比例上升。柳药股份 2019H1 资本性支出为 1.45 亿元（+121.84%），主要由于药品生产研发基地和物流基地等的建设，公司在固定资产和无形资产（土地使用权）上的投资增加。公司陆股通持股比例呈现上升趋势。

图 10: 2014-2019H1 柳药股份资本性支出情况



资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

图 11: 2014-2019H1 柳药股份陆股通持股及交易情况



资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

现金流显露改善迹象。2019H1 公司经营性现金流净额为 -3.64 亿元，仍为净流出，但同比 2018H1 的 -5.01 亿元收窄明显。单季度看，2019Q2 现金流为 -0.59 亿元，环比 Q1 的 -3.05 亿出现大幅改善，随着 Q4 下游客户的货款逐步到位，预计全年现金流有望转正。此外，公司 2018 年全年和 2019H1 现金流入的同比增速分别为 30.94% 和 32.27%，均高于同期现金流出增速的 26.01% 和 26.79%。

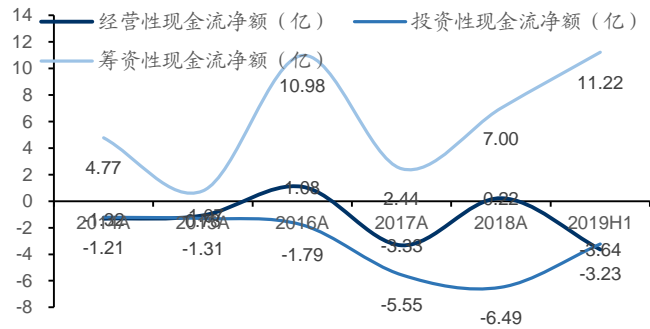
从总体情况看，公司投资性现金流净额为 -3.23 亿元，但筹资性现金流净额为 11.22 亿元，且公司已申请公开发行可转换公司债券募资不超过 8 亿元，其中 2.4 亿元用于补充营运资金，若发行成功有利于改善现金流情况。此种情况考虑到医药流通行业处于集中度提升的历史时期，公司收购并购较多，仍处于规模扩张期，可以看出公司现金流改善迹象已经显现。

表 1: 2014-2019H1 柳药股份经营性现金流情况

	2014	2015	2016	2017	2018	2019H1
经营现金流净额 (亿元)	-1.32	-1.07	1.08	-3.33	0.22	-3.64
同比 (%)		19.01%	201.06%	-406.86%	106.70%	27.37%

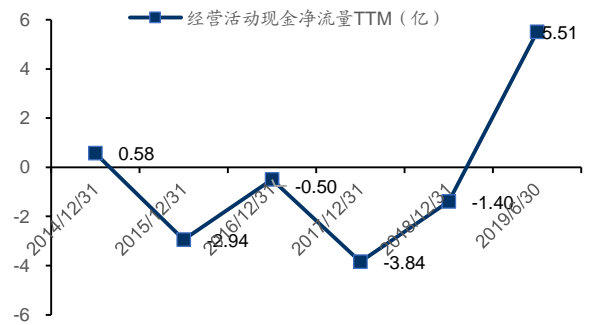
资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

图 12: 2014-2019H1 柳药股份现金流情况



资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

图 13: 2014-2019H1 柳药股份经营性现金流 (TTM)



资料来源: wind、国信证券经济研究所整理

表 2: 柳药股份盈利预测 (单位: 百万元)

年份	2015	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E	备注
营业总收入	6508	7559	9447	11715	15138	18840	23299	
YOY	15.07%	16.16%	24.97%	24.01%	29.22%	24.46%	23.66%	
毛利率	8.68%	9.41%	9.61%	10.76%	10.89%	11.10%	11.38%	
批发	6033	6932	8517	10223	12840	15801	19038	
YOY	14.46%	14.90%	22.86%	20.03%	25.60%	23.06%	21.00%	批发业务预计保持增长
毛利率	7.09%	7.81%	7.82%	8.12%	8.11%	8.12%	8.12%	
药品批发	5896	6756	8253	9814	12268	15028	18033	
YOY	13.95%	14.59%	22.17%	18.91%	25.00%	22.50%	20.00%	药品批发产业会保持稳定增长
毛利率	7.04%	7.75%	7.75%	8.02%	8.00%	7.90%	7.80%	
医疗器械配送	138	177	264	409	572	773	1005	
YOY	41.51%	29.49%	49.36%	54.87%	40.00%	35.00%	30.00%	2015-2018 年器械约占总收入的 2.28%、2.55%、3.10%、4.00%
毛利率	9.20%	10.00%	10.00%	10.50%	10.50%	10.00%	10.00%	公司加大器械耗材发展, 增速维持较高水平 配送业务毛利率大约在 10%左右
药品零售	468	615	868	1306	1828	2194	2743	
YOY	27.80%	22.68%	41.10%	50.49%	40.00%	20.00%	25.00%	DTP 药房发展拉动营收
毛利率	27.89%	26.14%	26.24%	26.40%	26.00%	26.00%	25.00%	毛利率基本稳定
中药饮片生产		3	48	163	424	763	1373	
YOY			1326.25%	238.61%	160.00%	80.00%	80.00%	
毛利率		18%	18%	43.39%	28.00%	28.00%	28.00%	2018 年毛利率受收购万通制药影响, 未来毛利率相对稳定
销售费用率	1.89%	2.17%	2.04%	2.39%	2.39%	2.40%	2.42%	随业务扩大, 销售费用率略提升
管理费用率	1.61%	1.84%	1.66%	1.97%	1.80%	1.82%	1.85%	管理费用率略提升
财务费用率	0.48%	-0.24%	0.15%	0.54%	0.57%	0.81%	0.94%	随着增发效应弱化, 财务费用率逐渐恢复
所得税率	15.60%	15.30%	15.22%	15.22%	15.22%	15.22%	15.22%	
归母净利润	208	321	401	528	693	865	1098	
YOY	27.62%	51.86%	25.03%	31.6%	31.3%	24.7%	27.0%	

资料来源: Wind、公司公告、国信证券经济研究所整理预测

投资建议, 维持“买入”评级。公司作为广西流通龙头, 受益于两票制集中度提升, 地位稳固。零售及器械业务高速发展, 且并表增厚业绩, 因此我们略上调盈利预测, 2019-2021 归母净利润 6.93/8.65/10.98 亿元 (原 2019-2020 预测为 6.54/8.21 亿元), 增速 31%/25%/27%。当前股价对应 PE 分别为 12/10/8x, 按照 2019 年 15-17xPE, 合理估值 40.2~45.6 元, 维持“买入”评级。

表 3: 可比公司估值

代码	公司简称	股价	总市值	EPS				PE			ROE	PEG	投资评级	
		2019-7-11	亿元	18A	19E	20E	21E	18A	19E	20E	21E	(18A)		(19E)
603368	柳药股份	34.73	89.98	2.04	2.68	3.34	4.24	16.8	12.8	10.3	8.1	13.70%	0.46	买入
002462	嘉事堂	14.37	36.00	1.31	1.62	1.97	2.38	10.99	8.87	7.29	6.04	13.76%	0.40	无评级
600511	国药股份	24.90	190.34	1.84	1.94	2.18	2.45	13.56	12.86	11.4	10.17	14.52%	1.28	买入
601607	上海医药	17.39	444.62	1.37	1.51	1.66	1.82	12.73	11.53	10.5	9.53	7.26%	1.14	买入
600713	南京医药	4.04	42.08	0.25	0.30	0.35	0.38	15.92	13.31	11.4	10.55	7.56%	0.91	无评级

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测 注: 嘉事堂、国药股份、上海医药、南京医药为 wind 一致预测

附表：财务预测与估值

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2018	2019E	2020E	2021E		2018	2019E	2020E	2021E
现金及现金等价物	1241	1241	1241	1241	营业收入	11715	15138	18840	23298
应收款项	5214	6843	8620	10787	营业成本	10454	13489	16748	20646
存货净额	1263	1805	2284	2811	营业税金及附加	32	36	38	40
其他流动资产	307	396	493	610	销售费用	281	362	452	564
流动资产合计	8025	10285	12637	15449	管理费用	231	278	349	437
固定资产	602	1095	1696	2420	财务费用	63	87	153	218
无形资产及其他	142	136	130	125	投资收益	26	0	0	0
投资性房地产	1004	1004	1004	1004	资产减值及公允价值变动	(16)	(15)	(15)	(15)
长期股权投资	0	0	0	0	其他收入	2	0	0	0
资产总计	9773	12520	15468	18999	营业利润	666	870	1086	1379
短期借款及交易性金融负债	1324	2908	4268	5791	营业外净收支	(2)	3	3	3
应付款项	3189	4053	4933	6072	利润总额	665	873	1088	1382
其他流动负债	719	542	673	829	所得税费用	96	127	158	200
流动负债合计	5232	7504	9873	12692	少数股东损益	40	53	65	83
长期借款及应付债券	430	430	430	430	归属于母公司净利润	528	693	865	1098
其他长期负债	64	64	64	64					
长期负债合计	494	494	494	494					
负债合计	5726	7998	10367	13186					
少数股东权益	201	229	265	311					
股东权益	3846	4293	4835	5502					
负债和股东权益总计	9773	12520	15468	18999					

现金流量表 (百万元)				
	2018	2019E	2020E	2021E
净利润	528	693	865	1098
资产减值准备	4	12	13	18
折旧摊销	38	83	121	168
公允价值变动损失	16	15	15	15
财务费用	63	87	153	218
营运资本变动	(1311)	(1561)	(1329)	(1498)
其它	18	17	23	28
经营活动现金流	(707)	(741)	(293)	(171)
资本开支	(106)	(598)	(744)	(920)
其它投资现金流	0	0	0	0
投资活动现金流	(106)	(598)	(744)	(920)
权益性融资	53	0	0	0
负债净变化	430	0	0	0
支付股利、利息	(238)	(247)	(323)	(432)
其它融资现金流	543	1585	1360	1523
融资活动现金流	980	1338	1036	1091
现金净变动	167	0	0	0
货币资金的期初余额	1074	1241	1241	1241
货币资金的期末余额	1241	1241	1241	1241
企业自由现金流	(766)	(1245)	(880)	(871)
权益自由现金流	208	266	348	465

关键财务与估值指标				
	2018	2019E	2020E	2021E
每股收益	2.04	2.68	3.34	4.24
每股红利	0.92	0.95	1.25	1.67
每股净资产	14.85	16.57	18.66	21.24
ROIC	12%	12%	12%	13%
ROE	14%	16%	18%	20%
毛利率	11%	11%	11%	11%
EBIT Margin	6%	6%	7%	7%
EBITDA Margin	6%	7%	7%	8%
收入增长	24%	29%	24%	24%
净利润增长率	32%	31%	25%	27%
资产负债率	61%	66%	69%	71%
息率	2.6%	2.7%	3.6%	4.8%
P/E	17.0	13.0	10.4	8.2
P/B	2.3	2.1	1.9	1.6
EV/EBITDA	19.5	16.1	14.1	12.5

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

国信证券投资评级

类别	级别	定义
股票 投资评级	买入	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	预计 6 个月内，股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	卖出	预计 6 个月内，股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	超配	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	预计 6 个月内，行业指数表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	低配	预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 10%以上

分析师承诺

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

风险提示

本报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有，仅供我公司客户使用。未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司或关联机构可能会持有本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。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。

证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市罗湖区红岭中路 1012 号国信证券大厦 18 层
邮编：518001 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 楼
邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层
邮编：100032