

柳药股份 (603368)

三季度表现靓丽，广西医药商业龙头持续增长

三季度表现靓丽，经营规模与利润双双高增长

公司发布 2019 年三季报，2019 年前三季度公司实现收入 111.08 亿元，同比增长 27.53%；实现归母净利润 5.48 亿元，同比增长 40.10%；实现扣非后归母净利润 5.41 亿元，同比增长 38.62%；2019 年前三季度，公司取得了亮眼的成，经营规模与利润双双取得了快速增长。单季度来看，2019Q3 公司实现营收 39.11 亿元(+22.46%)，实现归母净利润 1.91 亿元(+41.52%)，三季度单季度继续延续了快速增长态势。2019 年前三季度，公司实现经营活动现金流净额为-5.92 亿元，去年同期为-7.57 亿元，现金流同比改善 21.75%，在收入规模提升的同时，公司现金流情况在逐步改善，整体经营情况逐步向好。

广西省医药商业龙头，业务结构持续优化

作为广西省医药商业龙头，公司将医院销售业务作为推动公司发展的核心动力，同时借助其拥有的商业渠道优势，公司积极进行上下游业务延伸，实现多元化发展，业务结构持续优化：(1) 分销端，公司继续加强与上游工业企业与下游医疗机构的合作；在品种上不断突破，提高品种满足率，同时通过医院供应链延伸服务项目加强与医疗级后的合作，截止 2019 年上半年，公司已与广西省 68 家医疗机构签订供应链延伸服务项目。(2) 下游连锁药店业务稳步推进，进一步提升公司在终端渠道的布局与盈利能力；2019 年上半年公司零售药店数量达到 547 家，实现 8.68 亿元的收入，与医药分销相比，零售药店具有更高的盈利能力，其收入的不断提升，对公司业务结构的逐步优化具有重要作用。(3) 下游端公司切入医药工业，实现全产业链延伸；截止到 2019 年中报，公司工业端仙茛中药科技饮片生产加工产能不断提升，中药材品种接近 700 个；医大仙晟通过 GMP 认证实现投产；收购标的万通制药运营良好，盈利能力稳步提升，上半年工业板块实现营收 1.8 亿元(+270.48%)。

毛利率持续提升，整体盈利能力上行

随着药品零售与工业端业务的发展，公司整体毛利率水平逐步提升。2019 年前三季度，公司销售毛利率为 12.37%，同比提升 2.08 个 pp；销售净利率为 5.45%，同比提升 0.7 个 pp。从费用端来看，2019 年前三季度公司销售费用率、管理费用率、财务费用率分别为 2.45%、2.07%、0.93%，同比略有提升，主要系公司经营规模的扩大，以及银行贷款增值所致。报告期内公司加权平均净资产收益率为 13.57%，同比提升 2.81 个 pp，整体盈利能力上行。

估值与评级

公司零售与工业板块业务的快速增长，有望推动公司业绩的稳健成长，预计公司 2019-2021 年净利润分别为 6.9/9.2/12.0 亿元，对应 PE 为 13.8X/10.4X/7.9X，维持“买入”评级。

风险提示：行业政策风险，药品降价风险，应收账款坏账风险，市场竞争加剧，工业与零售端业务拓展不及预期等

财务数据和估值	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	9,446.98	11,714.53	14,408.87	17,722.91	21,621.95
增长率(%)	24.97	24.00	23.00	23.00	22.00
EBITDA(百万元)	544.34	765.80	955.61	1,243.57	1,608.09
净利润(百万元)	401.38	528.19	691.99	919.77	1,199.45
增长率(%)	25.04	31.59	31.01	32.92	30.41
EPS(元/股)	1.55	2.04	2.67	3.55	4.63
市盈率(P/E)	23.72	18.03	13.76	10.35	7.94
市净率(P/B)	2.73	2.48	2.17	1.90	1.63
市销率(P/S)	1.01	0.81	0.66	0.54	0.44
EV/EBITDA	15.31	9.48	9.22	8.04	5.44

资料来源：wind，天风证券研究所

投资评级

行业	医药生物/医药商业
6 个月评级	买入 (维持评级)
当前价格	36.75 元
目标价格	元

基本数据

A 股总股本(百万股)	259.07
流通 A 股股本(百万股)	256.29
A 股总市值(百万元)	9,520.95
流通 A 股市值(百万元)	9,418.67
每股净资产(元)	16.23
资产负债率(%)	65.00
一年内最高/最低(元)	39.36/24.82

作者

郑薇 分析师
SAC 执业证书编号：S1110517110003
zhengwei@tfzq.com

股价走势



资料来源：贝格数据

相关报告

- 《柳药股份-半年报点评:业绩略超预期，区域龙头稳健增长》2019-08-13
- 《柳药股份-公司点评:半年度业绩靓丽，区域龙头稳健成长》2019-07-18
- 《柳药股份-年报点评报告:零售与工业》2019-03-28

财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
货币资金	1,073.74	1,240.60	1,152.71	1,417.83	1,729.76
应收票据及应收账款	3,973.33	5,155.39	5,508.24	6,821.98	8,220.89
预付账款	169.90	213.45	228.34	325.22	349.32
存货	1,125.78	1,263.30	1,653.51	1,936.70	2,395.92
其他	442.74	152.38	225.99	303.84	260.51
流动资产合计	6,785.49	8,025.13	8,768.79	10,805.58	12,956.40
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产	427.51	585.52	593.09	617.96	640.20
在建工程	88.27	16.16	45.70	75.42	75.25
无形资产	101.14	141.82	135.96	130.10	124.23
其他	151.64	1,004.00	948.45	931.76	916.32
非流动资产合计	768.55	1,747.51	1,723.20	1,755.23	1,756.01
资产总计	7,554.05	9,772.63	10,491.99	12,560.80	14,712.40
短期借款	623.67	1,323.67	382.62	1,543.10	706.76
应付票据及应付账款	3,005.87	3,188.68	5,051.49	4,809.97	7,005.34
其他	296.18	719.23	370.64	608.66	686.76
流动负债合计	3,925.71	5,231.57	5,804.75	6,961.74	8,398.86
长期借款	0.00	429.95	0.00	207.00	0.00
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	59.82	64.07	61.63	61.84	62.51
非流动负债合计	59.82	494.02	61.63	268.84	62.51
负债合计	3,985.53	5,725.60	5,866.38	7,230.57	8,461.37
少数股东权益	76.76	200.57	246.90	310.71	395.43
股本	185.05	259.07	259.07	259.07	259.07
资本公积	2,146.59	2,072.57	2,072.57	2,072.57	2,072.57
留存收益	3,306.71	3,638.74	4,119.63	4,760.45	5,596.53
其他	(2,146.59)	(2,123.92)	(2,072.57)	(2,072.57)	(2,072.57)
股东权益合计	3,568.52	4,047.04	4,625.61	5,330.23	6,251.04
负债和股东权益总	7,554.05	9,772.63	10,491.99	12,560.80	14,712.40

现金流量表(百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
净利润	427.67	568.17	691.99	919.77	1,199.45
折旧摊销	35.18	54.41	28.76	31.28	33.78
财务费用	19.59	54.07	52.86	52.46	60.11
投资损失	(7.87)	(26.40)	(11.09)	(9.21)	(8.28)
营运资金变动	(1,218.64)	(351.79)	735.77	(1,758.26)	450.68
其它	411.47	(276.15)	48.77	64.88	86.64
经营活动现金流	(332.59)	22.30	1,547.07	(699.09)	1,822.39
资本支出	170.22	925.63	62.45	79.79	49.33
长期投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	(725.43)	(1,574.26)	(111.36)	(150.57)	(91.05)
投资活动现金流	(555.21)	(648.63)	(48.91)	(70.79)	(41.72)
债权融资	623.67	1,753.62	382.62	1,750.10	706.76
股权融资	(14.33)	(114.52)	(1.51)	(52.46)	(60.11)
其他	(365.14)	(938.70)	(1,967.16)	(662.65)	(2,115.39)
筹资活动现金流	244.19	700.40	(1,586.05)	1,035.00	(1,468.74)
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
现金净增加额	(643.61)	74.07	(87.89)	265.12	311.92

资料来源：公司公告，天风证券研究所

利润表(百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入	9,446.98	11,714.53	14,408.87	17,722.91	21,621.95
营业成本	8,539.16	10,453.98	12,800.84	15,631.61	18,984.07
营业税金及附加	34.66	31.54	43.20	99.25	97.30
营业费用	192.72	280.53	345.81	418.26	514.60
管理费用	156.54	230.62	288.18	354.71	442.95
研发费用	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
财务费用	14.33	63.18	52.86	52.46	60.11
资产减值损失	12.64	16.28	15.08	16.00	17.00
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	7.87	26.40	11.09	9.21	8.28
其他	(17.61)	(54.31)	(22.17)	(18.43)	(16.56)
营业利润	506.67	666.30	873.98	1,159.84	1,514.20
营业外收入	0.92	1.19	2.38	1.50	1.69
营业外支出	3.17	2.95	2.65	2.92	2.84
利润总额	504.43	664.54	873.72	1,158.41	1,513.05
所得税	76.76	96.37	132.95	173.76	226.96
净利润	427.67	568.17	740.76	984.65	1,286.09
少数股东损益	26.29	39.99	48.77	64.88	86.64
归属于母公司净利润	401.38	528.19	691.99	919.77	1,199.45
每股收益(元)	1.55	2.04	2.67	3.55	4.63

主要财务比率	2017	2018	2019E	2020E	2021E
成长能力					
营业收入	24.97%	24.00%	23.00%	23.00%	22.00%
营业利润	25.91%	31.51%	31.17%	32.71%	30.55%
归属于母公司净利润	25.04%	31.59%	31.01%	32.92%	30.41%
获利能力					
毛利率	9.61%	10.76%	11.16%	11.80%	12.20%
净利率	4.25%	4.51%	4.80%	5.19%	5.55%
ROE	11.50%	13.73%	15.80%	18.32%	20.48%
ROIC	26.39%	21.02%	18.18%	28.06%	24.35%
偿债能力					
资产负债率	52.76%	58.59%	55.91%	57.56%	57.51%
净负债率	-12.61%	12.68%	-16.65%	6.23%	-16.37%
流动比率	1.73	1.53	1.51	1.55	1.54
速动比率	1.44	1.29	1.23	1.27	1.26
营运能力					
应收账款周转率	2.72	2.57	2.70	2.87	2.87
存货周转率	9.51	9.81	9.88	9.87	9.98
总资产周转率	1.37	1.35	1.42	1.54	1.59
每股指标(元)					
每股收益	1.55	2.04	2.67	3.55	4.63
每股经营现金流	-1.28	0.09	5.97	-2.70	7.03
每股净资产	13.48	14.85	16.90	19.37	22.60
估值比率					
市盈率	23.72	18.03	13.76	10.35	7.94
市净率	2.73	2.48	2.17	1.90	1.63
EV/EBITDA	15.31	9.48	9.22	8.04	5.44
EV/EBIT	16.05	9.98	9.51	8.25	5.55

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	武汉	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号 邮编：100031 邮箱：research@tfzq.com	湖北武汉市武昌区中南路 99 号保利广场 A 座 37 楼 邮编：430071 电话：(8627)-87618889 传真：(8627)-87618863 邮箱：research@tfzq.com	上海市浦东新区兰花路 333 号 333 世纪大厦 20 楼 邮编：201204 电话：(8621)-68815388 传真：(8621)-68812910 邮箱：research@tfzq.com	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼 邮编：518000 电话：(86755)-23915663 传真：(86755)-82571995 邮箱：research@tfzq.com