

各板块保持较快增长, 盈利能力持续提升

——柳药股份(603368) 三季度点评

柳药股份(603368.SH)

推荐 维持

核心观点:

1. 事件:

公司发布 2019 年三季度报。2019 年前三季度公司实现营收 111.08 亿元, 同比增长 27.53%; 实现归属上市公司股东净利润 5.48 亿元, 同比增长 40.10%; 实现扣非归母净利润 5.41 亿元, 同比增长 38.62%。实现 EPS 2.11 元。其中, 2019 年第三季度, 公司实现营收 39.11 亿元, 同比增长 22.46%; 实现归母净利 1.91 亿元, 同比增长 41.52%; 实现扣非归母净利 1.91 亿元, 同比增长 41.27%, 实现 EPS 0.74 元。

2. 我们的分析与判断

(一) 批发保持较快增长, 零售、工业成长迅速

批发业务保持稳健较快增长。我们估计 2019 前三季度批发业务实现收入约 94 亿元, 同比增长约 22%。其中医院纯销收入大约 84.5 亿元, 同比增长约 25%; 第三终端和调拨收入大约 9.7 亿元, 同比增长约 20%。公司作为广西医药流通龙头, 批发业务依然保持超过 20% 的较快增长, 其在广西省内的龙头地位得到进一步巩固。

零售业务快速增长, DTP 药房表现亮眼。我们估计 2019 前三季度实现零售业务收入约 13.6 亿元, 同比增长 48%。若剔除掉去年收购的新友和大药房并表影响, 公司零售业务内生收入约 12.4 亿元, 实现内生同比增速约 35%。截至报告期末, 公司共有直营药店 559 家, 其中医保药店 380 家, DTP 药房 86 家。公司 DTP 药房贡献收入超过 8 亿, 且保持 60% 多的增速, 明显高于其他普通药房增速。我们认为公司 DTP 药房多为院边店, 凭借承接医院客流优势, 能够继续保持较快增长。

工业板块成为新增长点, 中药饮片增长较快。公司 2019 前三季度工业板块实现收入约 2.96 亿元, 其中去年第四季度并表的万通贡献收入约 1.3 亿元。公司工业板块中, 中药饮片增长形势良好, 全年有望实现收入 2 亿元。虽然目前公司工业板块收入占比较少, 但由于净利率较高, 工业板块已经成为公司日益重要的新增长点。

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

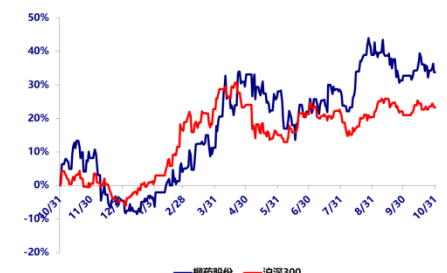
对本报告的编制提供信息。

市场数据

2019-10-30

A 股收盘价(元)	36.06
A 股一年内最高价(元)	39.36
A 股一年内最低价(元)	24.39
沪深 300	3891.23
市盈率-TTM	13.64
总股本(万股)	25907.34
实际流通 A 股(万股)	25629.04
限售的流通 A 股(万股)	278.30
流通 A 股市值(亿元)	92.42

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

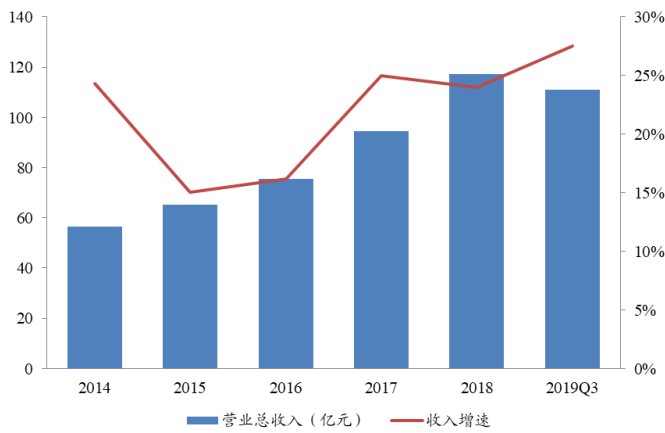
2019-08-14 柳药股份中报点评: 工业和零售增长亮眼, 盈利能力明显提升

2019-04-30 柳药股份一季报点评: 业绩保持快速增长, 盈利能力明显提升

2019-04-03 柳药股份年报跟踪: 业绩保持快速增长, 多元化布局发力

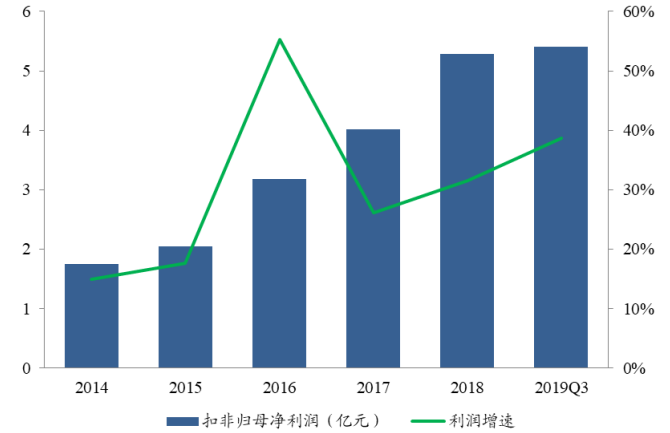
2018-10-30 柳药股份三季报跟踪: 商业增长超预期, 布局工业颇具潜力

图 1: 公司近年来收入 (亿元) 及增速



资料来源: 公司公告, 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



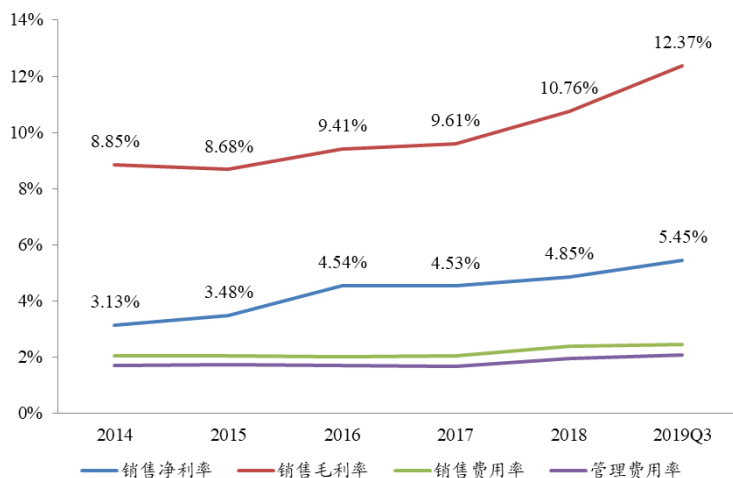
资料来源: 公司公告, 中国银河证券研究院

(二) 公司业务结构不断优化, 盈利能力明显提升

受益于高毛利的零售和工业收入占比提升, 公司盈利能力明显改善。公司 2019 前三季度实现毛利率 12.37%, 比去年同期提高 2.08 个百分点; 实现净利率 5.45%, 比去年同期提高 0.70 个百分点。公司毛利率明显提升, 主要是受益于毛利率较高的零售和工业业务板块占比的不断提升, 以及批发业务中器械等较高毛利品种的快速增长。

具体到各项费用上, 公司实现销售费用率 2.45%, 同比提高 0.30 个百分点; 管理费用率 2.07%, 同比提高 0.35 个百分点; 财务费用率 0.93%, 同比提高 0.50 个百分点。我们认为公司销售费用率提高, 部分是由于万通销售开始发力; 公司管理费用率提高, 主要系零售药店增加相应支付的租金和装修费也增加所致。由于公司毛利率提升幅度超过各项费用率提升幅度, 公司净利率有所提升, 盈利能力明显改善。

图 5: 公司毛利率和费用率



资料来源: 公司公告, 中国银河证券研究院

（三）公司作为区域流通龙头，对政策变动适应能力强

目前各项医改政策持续推进，集中带量采购扩容、器械两票制、医用耗材集采等措施将陆续落地，公司作为区域医药流通龙头，对政策具有较强免疫力。公司占广西医药流通市场份额三分之一左右，是广西地区最大的医药分销商。鉴于公司在当地的龙头地位，以及和当地医院的良好合作关系，公司业务在广西各项医改政策推出之时，便能抢占先机，调整布局，积极抢占更大的市场份额。例如在广西“梧州模式”试点处方药外流平台中，公司旗下的桂中药房就是 5 家参与者之一。

此外，广西 GPO 模式有望在近期内推出。预计会对配送商、配送品种、回款账期等提出更高要求。公司也将利用自身在广西医药流通市场占比大的优势，积极参与广西 GPO 模式，抢占更多市场份额。

（四）公司估值偏低，医药流通政策环境持续改善

截至 10 月 30 日，公司市盈率(TTM)为 13.64，申万三级行业医药商业市盈率(TTM)中位数为 16.31，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，且医药工业板块具有较强增长潜力，我们认为公司当前估值被低估，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，目前医药政策注重减轻医药公司回款压力，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，我们看好公司零售和工业板块高速成长的前景。公司零售业务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，在 DTP 药房、院边店以及承接处方药外流方面具有明显优势。公司工业板块刚刚收购了万通制药，并且中药饮片提高产能后也收获了不错的增长。其次，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，并且在各项医改政策中抢占先机，拿下更多市场份额。最后，我们看好公司批发业务产品结构调整。公司批发业务积极布局毛利较高的品种，器械耗材增长较快，有望进一步提升批发业务盈利能力。我们看好公司未来业绩快速成长的潜力，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 13/10/8 倍。维持“推荐”评级。

4. 风险提示

批发市场整合不及预期的风险、连锁药店布局不及预期的风险、工业产品放量不及预期的风险等。

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	29.10	23.35	17.72	13.46	10.31	7.92
P/B	2.93	2.68	2.43	2.14	1.85	1.57
EV/EBITDA	11.19	13.23	14.44	10.48	8.93	7.17

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
现金流量表	2016A	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
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。本报告清晰准确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。除银河证券官方网站外，银河证券并未授权任何公众媒体及其他机构刊载或者转发公司发布的证券研究报告。特提醒公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告。

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