



2020-04-23

公司研究报告

买入/维持

柳药股份 (603368)

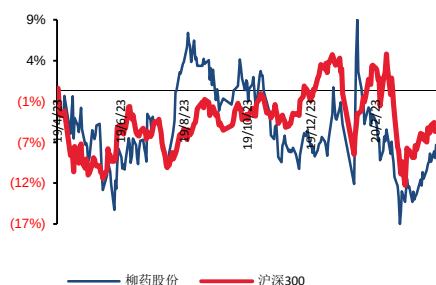
目标价: 48

昨收盘: 33.61

医疗保健 医疗保健设备与服务

高毛利板块持续贡献业绩，20Q1 净利率明显提升

■ 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)	8,707/8,614
12 个月最高/最低(元)	39.40/29.95

相关研究报告:

柳药股份 (603368)《盈利能力持续提升，高毛利板块贡献业绩》--2019/10/30
 柳药股份 (603368)《现金流持续改善，盈利能力稳定提升》--2019/08/13
 柳药股份 (603368)《业绩稳定增长，盈利能力持续提升》--2019/07/18

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：

4月23日，公司发布2019年年报：全年实现收入148.57亿，同比增长26.82%；归母净利润6.85亿，同比增长29.77%；扣非净利润6.71亿，同比增长27.02%；EPS2.66元。经营现金流净额4.13亿，同比增长1751.61%。

同时，公司发布2020年一季报：20Q1实现收入36.16亿，同比增长6.76%；实现归母净利润1.85亿，同比增长15.30%；实现扣非净利润1.76亿，同比增长14.15%；EPS 0.71元/股。实现经营现金流净额-7.07亿，去年同期同期-3.05亿。公司一季度业绩略超我们的预期。

利润分配预案：以利润分配实施公告确定的股权登记日的公司总股本为基数，向全体股东每10股派发现金股利人民币6.80元（含税）；向全体股东每10股以资本公积转增4股。

点评：

1. 市场份额扩大提升议价能力，现金流持续改善

19年分季度看，公司Q1/Q2/Q3/Q4收入分别为34、38、39、37亿，同比增长24.89%、35.86%、22.46%、24.77%；归母净利润分别为1.60、1.96、1.91、1.37亿，同比增长41.68%、37.50%、41.52%、0.38%；整体利润端仍快速增长，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，毛利率季度间较平稳。19Q4归母增速0.38%，主要与股权激励费用1850万和银行贴现费用有关。

20Q1公司利润增速远超收入增速，在疫情影响医院常规配送，进而影响收入增速的情况下，公司的高毛利板块受影响较小，参考行业水平，预计零售板块收入增长在35%以上，工业25%左右，器械销售60%以上，带动了净利率的提升。

毛利率水平看，公司19全年毛利率12.15%，比去年同期提升个1.39点；高毛利板块占主营收入比重不断增加，全年零售占总收入的12.71%，工业占总收入的2.79%，较往期均有提升。

净利率水平看，19年四个季度净利率分别为5.08%、5.81%、5.41%、

4.25%，19 全年净利率 5.15%，较 18 年 4.85% 提升 0.3 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。这一趋势在 20Q1 更加明显，20Q1 净利率提升至 5.51%，同比提升 0.43 个百分点。

公司 19 年现金流净额 4.13 亿，提升 1751.61%，除了销售规模扩大，还有加强应收账款回款、应收汇票贴现收到的现金增加以及部分客户回款加快所致。

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：

批发：19 年实现营收 125.15 亿，同比增长 22.41%。毛利率 8.69%，同比提高 0.58pct；主要原因是公司批发业务销售规模扩大，同时公司药品区域代理级别提高，供应商给予公司的返利政策增加，毛利率提高。同时公司积极搭建电商云服务平台、供应链管理平台、处方流转平台、合理用药平台等，整合上下游客户资源，提供多维度服务。2019 年公司完成自主 B2B 电子商务分销平台——“柳药云商”的搭建，面向医药流通行业上、下游客户提供“寻、购、销、运”一站式网上药械购销服务，全面提升公司的产品分销能力和服务水平。截止 19 年，接入“柳药云商”上游客户 2000 多家，与 3000 多家下游终端客户在线开展业务。

零售：19 年实现营收 18.89 亿，同比增长 44.57%。毛利率 24.55%，同比减少 1.85pct；主要原因是零售药店布局设店加快，销售规模扩大，毛利率相对低的 DTP 品种及处方药品销量增加。2019 年，公司继续通过自建或收购方式加快在核心城市的布局设店，药店总数达 600 家（包含所收购药店），其中医保药店 404 家，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，同时进一步强化药店专业化服务水平，创新服务模式，加快构建会员体系和慢病管理体系。在 DTP 业务方面，桂中大药房进一步加快 DTP 药店布局，DTP 药店数量达 97 家。

工业：19 年实现营收 4.14 亿，同比增长 153.77%。毛利率 53.36%，同比提高 9.97pct；主要原因是公司完成对万通制药的收购，其 2019 年收入全部实现并表，进一步提升了工业业务的高毛利品种销售占比。

器械、IVD 试剂销售：19 年器械销售收入 6.4 亿元，同比增长 41.14%；在检验试剂方面，柳润医疗规模持续扩大。公司以医院供应链延伸服务项目为契机，加快公司器械、耗材配送服务平台的推广应用，把医疗器械、耗材 SPD 项目引入医疗机构，提高器械、耗材市场份额。

3. 发行 8.02 亿可转债，全方位提升公司竞争实力

2020 年 1 月 16 日，公司成功发行 8.02 亿可转债，期限 6 年，主要用于南宁中药饮片产能扩建（2.5 亿）、连锁药店扩展（1.1 亿）、玉林物流运营中心（2 亿）、补充流动资金（2.4 亿），全方位提升公司竞争实力：募投项目有利于提升中药饮片产能，增强公司在中药饮片领域的整体实力和竞争力；提升药店覆盖广度和深度，以及提升药店专业化水平；提升配送效率以及缓解公司资金压力。

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 20-22 年归母净利润分别为

8.08/10.10/12.33 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：

	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	14857	16937	21002	25412
(+/-%)	26.82%	14.00%	24.00%	21.00%
净利润(百万元)	685	808	1010	1233
(+/-%)	29.77%	17.95%	24.89%	22.10%
摊薄每股收益(元)	2.66	2.23	2.78	3.40
市盈率(PE)	11	10	8	6

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

						利润表(百万)					
	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E		2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
货币资金	1241	1915	3041	3032	3417	营业收入	11715	14857	16937	21002	25412
应收和预付款项	5240	6224	6701	8367	10194	营业成本	10454	13052	14879	18450	22325
存货	1263	1509	1753	2174	2630	营业税金及附加	32	45	85	63	64
其他流动资产	281	80	351	429	513	销售费用	281	382	557	559	682
流动资产合计	8025	9728	11846	14001	16754	管理费用	231	346	339	630	762
长期股权投资	0	0	0	0	0	财务费用	63	140	53	37	37
投资性房地产	0	0	0	0	0	资产减值损失	16	0	0	0	0
固定资产	586	666	655	643	628	投资收益	26	17	10	12	15
在建工程	16	21	11	1	-9	公允价值变动	0	0	0	0	0
无形资产开发支出	142	198	196	194	192	营业利润	666	897	1034	1275	1558
长期待摊费用	0	0	0	0	0	其他非经营损益	-2	8	3	3	3
其他非流动资产	1748	1864	1025	1006	984	利润总额	665	905	1037	1278	1561
资产总计	9773	#### #	12871	15007	17738	所得税	96	140	166	192	234
短期借款	1324	1889	1889	1889	1889	净利润	568	765	871	1086	1326
应付和预收款项	2644	2738	4511	5594	6769	少数股东损益	40	79	62	77	94
长期借款	430	364	364	364	364	归母股东净利润	528	685	808	1010	1233
其他负债	1328	2310	1192	1159	1389	预测指标					
负债合计	5726	7301	7956	9006	10410		2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
股本	259	259	363	363	363	毛利率	10.76%	12.15%	12.15%	12.15%	12.15%
资本公积	2073	2053	2053	2053	2053	销售净利率	4.51%	4.61%	4.77%	4.81%	4.85%
留存收益	1566	2093	2551	3561	4794	销售收入增长率	24.00%	26.82%	14.00%	24.00%	21.00%
归母公司股东权益	3846	4373	4935	5944	7177	EBIT 增长率	40.28%	43.59%	4.31%	20.62%	21.49%
少数股东权益	201	285	347	424	517	净利润增长率	31.59%	29.77%	17.95%	24.89%	22.10%
股东权益合计	4047	4658	5282	6368	7694	ROE	13.73%	15.67%	16.38%	16.99%	17.18%
负债和股东权益	9773	#### #	13238	15374	18105	ROA	5.40%	5.73%	6.11%	6.57%	6.81%
现金流量表(百万)						ROIC	13.86%	17.67%	20.36%	19.98%	20.78%
	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E	EPS(X)	2.04	2.66	2.23	2.78	3.40
经营性现金流	22	413	433	340	484	PE(X)	12.84	11.33	9.61	7.69	6.30
投资性现金流	-649	-63	799	-20	-17	PB(X)	1.76	1.99	2.47	2.05	1.70
融资性现金流	700	382	-106	-329	-82	PS(X)	0.58	0.59	0.72	0.58	0.48
现金增加额	0	0	0	0	0	EV/EBITDA(X)	9.33	8.04	9.98	8.33	6.67

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	韦珂嘉	13701050353	weikj@tpyzq.com
华北销售	韦洪涛	13269328776	weiht@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	杨晶	18616086730	yangjinga@tpyzq.com
华东销售	秦娟娟	18717767929	qinjj@tpyzq.com
华东销售	王玉琪	17321189545	wangyq@tpyzq.com
华东销售	慈晓聪	18621268712	cixc@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	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。