

医药/必需消费

柳药股份 (603368)

业绩符合预期，持续快速增长

——柳药股份 2018 年半年度业绩快报点评

	丁丹 (分析师)	于嘉轩 (研究助理)
	0755-23976735	021-38674759
	dingdan@gtjas.com	yujiaxuan@gtjas.com
证书编号	S0880514030001	S0880117090138

本报告导读:

公司作为区域批零一体化龙头，传统业务稳健发展，工业板块渐入佳境，有望持续快速发展，维持公司增持评级。

投资要点:

维持“增持”评级。公司公布 2018 年半年度业绩快报，业绩符合预期。考虑公司新拓展业务逐渐发力，上调 2018-2019 年预测净利润至 5.18/6.51 亿元（原为 5.14/6.18 亿元），新增 2020 年预测净利润 7.93 亿元，对应 2018-2020 年预测 EPS 2.00/2.51/3.06 元。维持目标价 49.38 元，对应 2019 年 PE20X，维持公司增持评级。

业绩符合预期。公司发布 2018 年半年度业绩快报，实现营业收入 55.16 亿元，同比增长 24.16%，归母净利润 2.56 亿元，同比增长 33.25%，扣非归母净利润 2.55 亿元，同比增长 32.95%。业绩符合预期，持续快速增长。
流通业务稳健增长，零售业务拓展步伐加快。广西自 2017 年 3 月开始执行新标，同时公司不断加大医院供应链增值服务，受双重因素影响，公司流通业务稳健增长，预计公司 2018H1 流通业务收入增速继续保持 20% 左右。截至 2017 年末，公司共有 270 家直营门店（新增 75 家），计划 2018 年新开门店 100 家。近期收购友和古城大药房 39 家门店，加快外延步伐，后续提升空间较大，预计公司 2018H1 零售业务收入增速超过 40%。

器械配送快速发展，工业板块渐入佳境。公司加大器械配送布局，柳润业务持续推进，继续保持快速增长。子公司仙莱中药（中药饮片）产能逐步扩大，2018 年收入规模有望达 1 亿元；与广西医科大学合资建设的医大仙晟有望在 2018 年底投产；并购基金收购万通制药，获得万通炎康片等国家中药保护品种，工业业务逐渐成为新增长点。

风险提示：医院拓展进程不及预期，药店门店整合效果不及预期。

财务摘要 (百万元)	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入	7,559	9,447	11,773	14,473	17,526
(+/-)%	16%	25%	25%	23%	21%
经营利润 (EBIT)	385	511	668	838	1,027
(+/-)%	29%	33%	31%	25%	23%
净利润 (归母)	321	401	518	651	793
(+/-)%	54%	25%	29%	26%	22%
每股净收益 (元)	2.34	2.17	2.00	2.51	3.06
每股股利 (元)	0.09	0.09	0.09	0.09	0.09

利润率和估值指标	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
经营利润率 (%)	5.1%	5.4%	5.7%	5.8%	5.9%
净资产收益率 (%)	10.1%	11.5%	13.0%	14.1%	14.7%
投入资本回报率 (%)	18.9%	14.2%	22.2%	22.2%	23.4%
EV/EBITDA	9.1	11.4	11.3	8.9	7.0
市盈率	15.4	16.6	18.0	14.3	11.8
股息率 (%)	0.3%	0.3%	0.3%	0.3%	0.3%

评级: 增持

上次评级: 增持

目标价格: 49.38

上次预测: 49.38

当前价格: 35.98

2018.07.25

交易数据

52 周内股价区间 (元)	30.72-58.30
总市值 (百万元)	9,321
总股本/流通 A 股 (百万股)	259/205
流通 B 股/H 股 (百万股)	0/0
流通股比例	79%
日均成交量 (百万股)	2.14
日均成交值 (百万元)	78.44

资产负债表摘要

股东权益 (百万元)	3,605
每股净资产	13.92
市净率	2.6
净负债率	12.06%

EPS (元)	2017A	2018E
Q1	0.45	0.44
Q2	0.58	0.56
Q3	0.53	0.51
Q4	0.60	0.49
全年	2.17	2.00

52 周内股价走势图



升幅 (%)	1M	3M	12M
绝对升幅	10%	0%	-4%
相对指数	10%	7%	7%

相关报告

《业绩符合预期，快速增长的区域性批零龙头》
2017.10.25

《业绩符合预期，批零龙头快速增长》
2017.08.23

《业绩符合预期，批零一体优势显著》
2016.08.18

模型更新时间: 2018.07.25

股票研究

必需消费

医药

柳药股份 (603368)
评级: **增持**

上次评级: 增持

目标价格: **49.38**

上次预测: 49.38

当前价格: 35.98

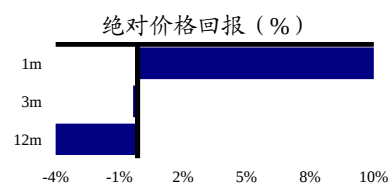
公司网址

www.lzyy.cn

公司简介

公司是一家区域性医药流通企业。

公司目前主要从事药品、医疗器械等医药产品的批发和零售业务,经营业务覆盖全区。



52 周价格范围

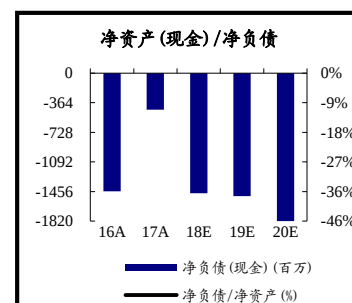
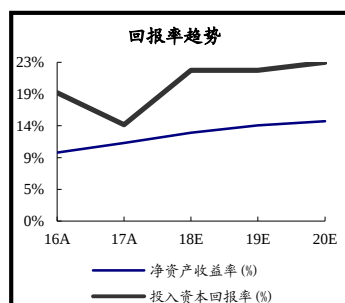
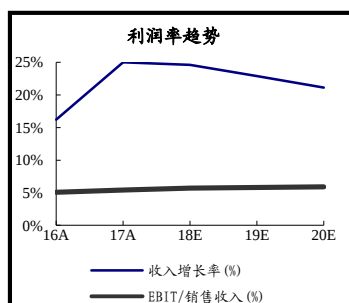
30.72-58.30

市值 (百万)

9,321

财务预测 (单位: 百万元)

损益表	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入	7,559	9,447	11,773	14,473	17,526
营业成本	6,848	8,539	10,613	13,007	15,715
税金及附加	28	35	44	56	74
销售费用	152	193	247	321	405
管理费用	129	157	201	250	305
EBIT	385	511	668	838	1,027
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资收益	0	8	4	6	5
财务费用	-17	14	13	15	23
营业利润	402	507	659	829	1,009
所得税	62	77	101	126	154
少数股东损益	23	26	41	51	51
净利润	321	401	518	651	793
资产负债表					
货币资金、交易性金融资产	1,717	1,074	2,000	2,500	2,800
其他流动资产	3	390	0	0	0
长期投资	52	75	75	75	75
固定资产合计	371	516	601	695	776
无形资产及其他资产	143	158	163	167	170
资产合计	6,279	7,554	8,610	10,607	12,442
流动负债	2,980	3,926	4,446	5,763	6,766
非流动负债	61	60	6	62	62
股东权益	3,190	3,492	3,987	4,614	5,384
投入资本(IC)	1,731	3,043	2,548	3,195	3,721
现金流量表					
NOPLAT	326	433	566	710	870
折旧与摊销	19	35	27	36	40
流动资金增量	-292	-761	17	-551	-441
资本支出	-127	-190	-117	-135	-124
自由现金流	-73	-482	494	60	346
经营现金流	43	-321	1,172	220	498
投资现金流	-179	-555	-113	-129	-119
融资现金流	1,098	244	-132	410	-79
现金流净增加额	961	-632	926	500	300
财务指标					
成长性					
收入增长率	16.2%	25.0%	24.6%	22.9%	21.1%
EBIT 增长率	29.4%	32.7%	30.7%	25.4%	22.5%
净利润增长率	54.1%	25.0%	29.1%	25.6%	21.8%
利润率					
毛利率	9.4%	9.6%	9.9%	10.1%	10.3%
EBIT 率	5.1%	5.4%	5.7%	5.8%	5.9%
净利润率	4.2%	4.2%	4.4%	4.5%	4.5%
收益率					
净资产收益率(ROE)	10.1%	11.5%	13.0%	14.1%	14.7%
总资产收益率(ROA)	5.1%	5.3%	6.0%	6.1%	6.4%
投入资本回报率(ROIC)	18.9%	14.2%	22.2%	22.2%	23.4%
运营能力					
存货周转天数	41	42	42	42	42
应收账款周转天数	127	129	128	129	128
总资产周转天数	256	267	251	242	240
净利润现金含量	0.13	-0.80	2.26	0.34	0.63
资本支出/收入	2%	2%	1%	1%	1%
偿债能力					
资产负债率	48.4%	52.8%	52.3%	54.9%	54.9%
净负债率	-45.6%	-12.9%	-37.1%	-32.8%	-33.8%
估值比率					
PE	15.4	16.6	18.0	14.3	11.8
PB	1.6	1.9	2.3	2.0	1.7
EV/EBITDA	9.1	11.4	11.3	8.9	7.0
P/S	0.7	0.7	0.8	0.6	0.5
股息率	0.3%	0.3%	0.3%	0.3%	0.3%



本公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格

分析师声明

作者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，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

本报告仅供国泰君安证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发放，概不构成任何广告。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌。过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

本公司利用信息隔离墙控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此，投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许范围内使用，并注明出处为“国泰君安证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息或进而交易本报告中提及的证券。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议，本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

评级说明

	评级	说明
1. 投资建议的比较标准 投资评级分为股票评级和行业评级。 以报告发布后的 12 个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数涨跌幅为基准。	增持	相对沪深 300 指数涨幅 15%以上
	谨慎增持	相对沪深 300 指数涨幅介于 5%~15%之间
	中性	相对沪深 300 指数涨幅介于 -5%~5%
	减持	相对沪深 300 指数下跌 5%以上
2. 投资建议的评级标准 报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅。	增持	明显强于沪深 300 指数
	中性	基本与沪深 300 指数持平
	减持	明显弱于沪深 300 指数

国泰君安证券研究所

	上海	深圳	北京
地址	上海市浦东新区银城中路 168 号上海银行大厦 29 层	深圳市福田区益田路 6009 号新世界商务中心 34 层	北京市西城区金融大街 28 号盈泰中心 2 号楼 10 层
邮编	200120	518026	100140
电话	(021) 38676666	(0755) 23976888	(010) 59312799
E-mail:	gtjaresearch@gtjas.com		