

## 业绩快报超预期，分销、零售和工业均顺利拓展

### ——柳药股份(603368.SH) 2019年中报快报点评

公司简报

#### ◆事件:

公司发布2019年中报业绩快报，19H1实现营收72.0亿元，同比增30.5%，扣非归母净利润3.5亿元，同比增37.2%。业绩超我们和市场预期。

#### ◆点评:

营收和扣非净利润增长逐季加速，分销、零售和工业均顺利拓展。单季度来看，公司19Q2实现营收38.1亿元，同比增35.9%，相比19Q1(+24.9%)明显提速，主要是公司通过供应链增值服务和分销网络拓展提升竞争力，推动广西医药流通市场份额进一步向公司集中；另外零售业务受益于DTP门店扩张以及处方外流进展提速以及友和古城并表实现大幅增长；工业板块也在仙莱中药放量以及万通制药并表的驱动下快速增长。公司19Q2实现扣非净利润1.95亿元，同比增长37.7%，相比19Q1(+36.6%)继续提速，高于收入增长，说明公司整体盈利能力仍有提升。

可转债有望助力增长，股票激励增强信心。前期公司公告将发行可转债募集资金总额不超过10亿元，用于南宁中药饮片产能扩建、连锁药店扩展、玉林物流项目建设和补流，此举有望继续助力公司业务成长，也在一定程度上改善短期负债情况。另外，公司19Q2已完成限制性股票激励首次授予，激励对象包括两位副总经理及198位中层和核心骨干，激励股票数合计为278.3万股，占总股本1.07%。对应考核要求为19~21年营收相对18年分别增长18%/35%/50%。股票激励计划有望进一步激发员工动力，帮助公司实现高成长。

#### ◆业绩超预期，分销、零售和工业均顺利拓展，维持“买入”评级

考虑公司业绩快报超预期，略上调19~21年EPS预测为2.66/3.19/3.72元(原为2.60/3.15/3.72元)，现价对应19~21年PE为13x/11x/9x。公司业绩持续保持高增长，分销、零售和工业均顺利拓展，未来可转债若能顺利募集，还将继续推动各项业务成长。当前公司估值仍较低，维持“买入”评级。

#### ◆风险提示:

1) 带量采购降价风险；2) 万通药业、友和古城整合不达预期风险。

#### 业绩预测和估值指标

指标	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	9,447	11,715	14,670	17,283	19,635
营业收入增长率	24.97%	24.00%	25.23%	17.82%	13.60%
净利润(百万元)	401	528	690	825	963
净利润增长率	25.04%	31.59%	30.62%	19.63%	16.69%
EPS(元)	1.55	2.04	2.66	3.19	3.72
ROE(归属母公司)(摊薄)	11.50%	13.73%	14.59%	15.12%	15.68%
P/E	23	17	13	11	9
P/B	2.6	2.4	1.9	1.7	1.5

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测, 股价时间为2019年07月19日

#### 买入(维持)

当前价: 35.04元

#### 分析师

林小伟 (执业证书编号: S0930517110003)  
021-52523871  
[linxiaowei@ebsec.com](mailto:linxiaowei@ebsec.com)

梁东旭 (执业证书编号: S0930517120003)  
0755-23915357  
[liangdongxu@ebsec.com](mailto:liangdongxu@ebsec.com)

#### 市场数据

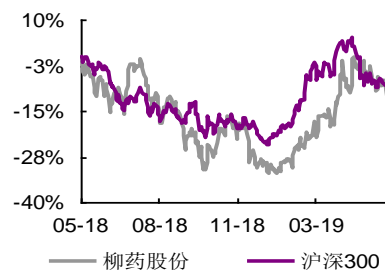
总股本(亿股): 2.59

总市值(亿元): 90.78

一年最低/最高(元): 24.34/36.70

近3月换手率: 50.85%

#### 股价表现(一年)



#### 收益表现

%	一个月	三个月	十二个月
相对	7.70	12.52	-9.51
绝对	7.16	4.94	-0.49

资料来源: Wind

#### 相关研报

分销持续领跑地位稳固，零售工业助净利率提升——柳药股份(603368.SH) 2019年一季报点评

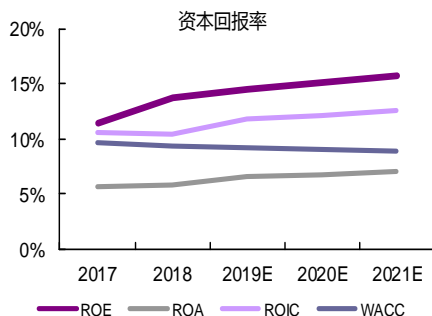
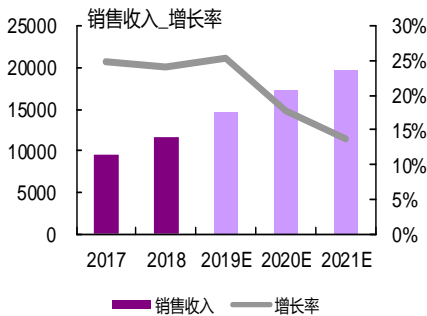
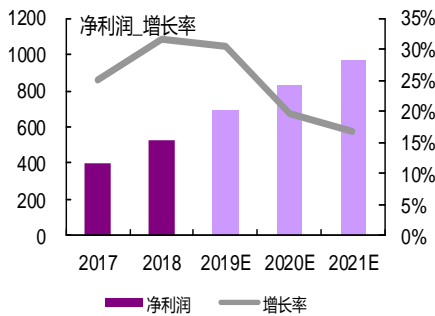
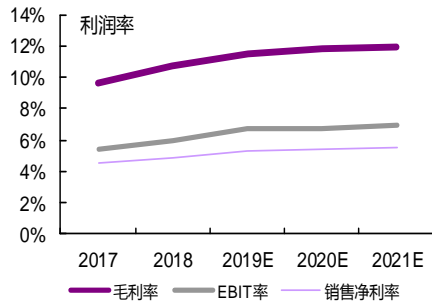
.....2019-04-30

分销核心竞争力持续提升，零售和工业发力成新利润增长点——柳药股份(603368.SH) 2018年年报点评

.....2019-03-31

业绩基本符合预期，高毛利业务驱动利润高速增长——柳药股份(603368.SH) 2018年业绩快报点评

.....2019-02-20



利润表 (百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
<b>营业收入</b>	<b>9,447</b>	<b>11,715</b>	<b>14,670</b>	<b>17,283</b>	<b>19,635</b>
营业成本	8,539	10,454	12,977	15,238	17,287
折旧和摊销	35	54	48	50	53
营业税费	35	32	39	47	53
销售费用	193	281	359	467	540
管理费用	157	231	286	337	373
财务费用	14	63	72	71	70
公允价值变动损益	0	0	0	0	0
投资收益	8	26	0	0	0
<b>营业利润</b>	<b>507</b>	<b>666</b>	<b>916</b>	<b>1,100</b>	<b>1,284</b>
<b>利润总额</b>	<b>504</b>	<b>665</b>	<b>916</b>	<b>1,099</b>	<b>1,283</b>
少数股东损益	26	40	89	109	128
<b>归属母公司净利润</b>	<b>401</b>	<b>528</b>	<b>690</b>	<b>825</b>	<b>963</b>

资产负债表 (百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
<b>总资产</b>	<b>7,554</b>	<b>9,773</b>	<b>11,912</b>	<b>13,711</b>	<b>15,333</b>
流动资产	6,785	8,025	10,117	11,917	13,538
货币资金	1,074	1,241	1,614	1,901	2,160
交易型金融资产	0	0	0	0	0
应收帐款	3,793	5,027	6,290	7,411	8,419
应收票据	180	129	161	190	216
其他应收款	53	59	96	113	128
存货	1,126	1,263	1,568	1,841	2,089
可供出售投资	75	75	75	75	75
持有到期金融资产	0	0	0	0	0
长期投资	0	0	0	0	0
固定资产	428	586	604	610	612
无形资产	101	142	135	128	122
<b>总负债</b>	<b>3,986</b>	<b>5,726</b>	<b>6,894</b>	<b>7,855</b>	<b>8,666</b>
无息负债	3,362	3,972	4,742	5,451	6,094
有息负债	624	1,754	2,152	2,404	2,572
<b>股东权益</b>	<b>3,569</b>	<b>4,047</b>	<b>5,018</b>	<b>5,855</b>	<b>6,667</b>
股本	185	259	259	259	259
公积金	2,274	2,244	2,244	2,244	2,244
未分配利润	1,033	1,394	1,924	2,554	3,284
少数股东权益	77	201	289	398	526

现金流量表 (百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
<b>经营活动现金流</b>	<b>-333</b>	<b>22</b>	<b>-34</b>	<b>265</b>	<b>507</b>
净利润	401	528	690	825	963
折旧摊销	35	54	48	50	53
净营运资金增加	1,355	716	1,273	1,089	977
其他	-2,125	-1,277	-2,045	-1,700	-1,487
<b>投资活动产生现金流</b>	<b>-555</b>	<b>-649</b>	<b>-91</b>	<b>-50</b>	<b>-50</b>
净资本支出	-190	-272	-60	-50	-50
长期投资变化	0	0	0	0	0
其他资产变化	-365	-377	-31	0	0
<b>融资活动现金流</b>	<b>244</b>	<b>700</b>	<b>442</b>	<b>73</b>	<b>-198</b>
股本变化	43	74	0	0	0
债务净变化	361	1,130	399	252	167
无息负债变化	584	610	770	709	643
<b>净现金流</b>	<b>-644</b>	<b>74</b>	<b>317</b>	<b>287</b>	<b>259</b>

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测

关键指标	2017	2018	2019E	2020E	2021E
<b>成长能力 (%YoY)</b>					
收入增长率	24.97%	24.00%	25.23%	17.82%	13.60%
净利润增长率	25.04%	31.59%	30.62%	19.63%	16.69%
EBITDA 增长率	35.05%	38.34%	36.97%	18.00%	15.18%
EBIT 增长率	32.66%	37.22%	40.82%	18.58%	15.61%
<b>估值指标</b>					
PE	23	17	13	11	9
PB	3	2	2	2	1
EV/EBITDA	13	14	11	9	8
EV/EBIT	14	15	11	10	9
EV/NOPLAT	16	18	13	11	10
EV/Sales	1	1	1	1	1
EV/IC	2	2	2	1	1
<b>盈利能力 (%)</b>					
毛利率	9.61%	10.76%	11.54%	11.84%	11.96%
EBITDA 率	5.78%	6.45%	7.06%	7.07%	7.17%
EBIT 率	5.41%	5.99%	6.73%	6.78%	6.90%
税前净利润率	5.34%	5.67%	6.24%	6.36%	6.53%
税后净利润率 (归属母公司)	4.25%	4.51%	4.70%	4.78%	4.90%
ROA	5.66%	5.81%	6.54%	6.81%	7.11%
ROE (归属母公司) (摊薄)	11.50%	13.73%	14.59%	15.12%	15.68%
经营性 ROIC	10.62%	10.39%	11.84%	12.17%	12.56%
<b>偿债能力</b>					
流动比率	1.73	1.53	1.63	1.69	1.72
速动比率	1.44	1.29	1.38	1.43	1.45
归属母公司权益/有息债务	5.60	2.19	2.20	2.27	2.39
有形资产/有息债务	11.86	5.00	5.07	5.29	5.57
<b>每股指标(按最新预测年度股本计算历史数据)</b>					
EPS	1.55	2.04	2.66	3.19	3.72
每股红利	0.66	0.62	0.75	0.90	1.05
每股经营现金流	-1.28	0.09	-0.13	1.02	1.96
每股自由现金流(FCFF)	-4.11	-1.23	-1.64	-0.27	0.79
每股净资产	13.48	14.85	18.25	21.07	23.71
每股销售收入	36.46	45.22	56.62	66.71	75.79

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测

## 行业及公司评级体系

评级	说明
买入	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15% 以上；
增持	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5% 至 15%；
中性	未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差 -5% 至 5%；
减持	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5% 至 15%；
卖出	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15% 以上；
无评级	因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。

**基准指数说明：**A 股主板基准为沪深 300 指数；中小盘基准为中小板指；创业板基准为创业板指；新三板基准为新三板指数；港股基准指数为恒生指数。

## 分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

## 分析师声明

本报告署名分析师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，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证，本研究报告中任何关于发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。研究人员获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究人员保证他们报酬的任何一部分不与、不与，也将不会与本报告中的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

## 特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）创建于 1996 年，系由中国光大（集团）总公司投资控股的全国性综合类股份制证券公司，是中国证监会批准的首批三家创新试点公司之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可，本公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。此外，本公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整且不予通知。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表述的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

不同时期，本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理子公司、自营部门以及其他投资业务板块可能会独立做出与本报告的意見或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在做出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅向特定客户传送。本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、复制、转载、刊登、发表、篡改或引用。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失，本公司保留追究一切法律责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

光大证券股份有限公司 2019 版权所有。

## 联系我们

上海	北京	深圳
静安区南京西路 1266 号恒隆广场 1 号写字楼 48 层	西城区月坛北街 2 号月坛大厦东配楼 2 层 复兴门外大街 6 号光大大厦 17 层	福田区深南大道 6011 号 NEO 绿景纪元大厦 A 座 17 楼