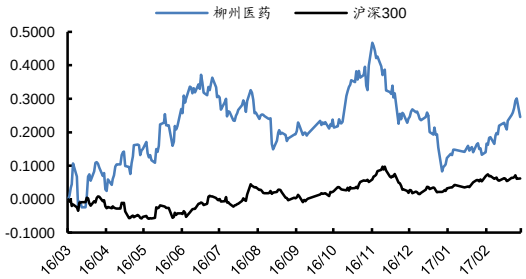
2017 年 03 月 21 日 公司研究 评级：买入（维持）

研究所
证券分析师： 谭倩 S0350512090002
0755-83473923 tanq@ghzq.com.cn
联系人 ： 盛丽华
021-68591551 shenglh@ghzq.com.cn

业绩稳步增长，新业务布局逐渐落地

——柳州医药（603368）事件点评

最近一年走势



相对沪深 300 表现

表现	1M	3M	12M
柳州医药	9.3	0.5	26.6
沪深 300	-1.0	3.3	6.2

市场数据	2017/03/21
当前价格（元）	81.26
52 周价格区间（元）	62.87 - 97.00
总市值（百万）	11567.20
流通市值（百万）	4663.02
总股本（万股）	14234.80
流通股（万股）	5738.39
日均成交额（百万）	148.84
近一月换手（%）	62.01

相关报告

《柳州医药（603368）半年报点评：？深耕广西区域的流通龙头，期待新业务发展》——2016-08-19

合规声明

国海证券股份有限公司持有该股票未超过该公司已发行股份的 1%。

事件：

近日，公司发布 2016 年年度报告：公司 2016 年实现营收 75.59 亿，同比增长 16.16%；实现归属于上市公司股东的净利润 3.21 亿，同比增长 54.05%。业绩符合预期。

投资要点：

- **基层市场覆盖率持续扩大，业绩稳步增长。**分季度来看，公司前四季度营收同比增速分别为 22.22%，12.75%，12.87%，17.65%；归属母公司股东净利润同比增速分别为 55.62%，37.06%,40.68%,79.22%，主要得益于营收的稳步增长和财务费用的大幅降低。公司主营业务以药械的批发与零售业务为主，2016 年批发业务占全年收入比重为 91.70%，实现营收 69.32 亿元，同比增长 14.90%，毛利率为 7.81%，比上年增加 0.72 个百分点；零售业务占全年收入比重为 8.14%，实现营收 6.15 亿元，同比增长 31.46%，毛利率为 26.14%，比上年减少 1.75 个百分点。分产品来看，药品收入占比为 96.35%，实现营收 72.84 亿元，同比增长 16.53%，毛利率为 16.53%，比上年增加 1.16 个百分点；医疗器械收入占比为 2.54%，实现营收 1.7 亿元，同比增长 29.49%，毛利率为 11.53%，比上年减少 2.50 个百分点。整体来看，公司业绩增长稳健，医院销售业务为公司批发业务的核心，具有高毛利率的零售业务去年保持快速增长，公司全资控股子公司——桂中大药房直营门店数量和营业收入均快速增长，有望持续为公司贡献整体业绩增速。

- **医院供应链延伸服务推动市场份额、客户粘性继续提升。**2016 年公司在广西省的医药流通市场份额约为 27%，广西区域最大的竞争对手国药一致市场份额约为 20%，两票制、营改增流通领域整合预计将至少在区内释放出 40%的市场份额，而公司在区内的先发优势明显。且自 2014 年起，公司陆续在区内 15-20 家三甲医院和 30-50 家二甲医院开展医院供应链延伸服务，截至报告期末已与 30 家医疗机构签订项目协议，其中包括 17 家三甲医院。与医疗机构合作的加深也有利于巩固其与上游供应商的合作关系，保障公司经营品种的齐全和药械供应的稳定充足。目前，广西省新标已于 2017 年 1 月切换，借本轮新标切换的契机，公司有望凭借与医疗机构的高粘性及先发优势获得区内整体更高的市场份额，整体批发业务增速预计将保持在 15%以上。

- **连锁药店＋DTP 业务逐渐落地，零售业务快速增长。**2016 年公司药品零售业务收入为 61,505.83 万元，同比增长 31.46%，主要得益于连锁药店

布局优化和 DTP 业务持续发展。报告期内，公司全资子公司桂中大药房新增北海、百色两个业务区域，截至 2016 年末已拥有 195 家直营店，其中医保药店 59 家、DTP 药店 17 家。公司通过在医院内部及周边开展便民药店的方式，满足医院病人的个性化用药和自费药品需求，形成与医疗机构药品经营的良性互补机制。目前，与广西医大的合作 DTP 药房可实现 300 万元/月的收入，预计成熟后每年有望贡献 1-2 亿元收入。作为广西区内批零一体化的稀缺标的，在医药分开、处方外流大趋势下公司未来两到三年内药品零售业务有望继续保持 30%以上增速。

- **布局上游医药工业，产业链延伸驱动盈利能力提升。**报告期内公司中药饮品生产加工项目已完成建设，于 2016 年 6 月通过 GMP 认证。全资子公司仙茱中药已投入运作。此外，公司与广西医科大共同设立广西医大仙晟生物制药有限公司，共建现代化医药生产基地，目前已取得工商营业执照、完成规划设计并奠基开工。后续有望继续纵向向上游医药工业领域延伸，借助其产业链平台，公司盈利能力将有进一步提升的预期。

- **财务指标基本稳健。**成长能力方面，公司去年实现营收 75.59 亿，同比增长 16.16%; 实现归属于上市公司股东的净利润 3.21 亿，同比增长 54.05%; 经营活动产生的现金流量净额为 1.08 亿元，比上年同期增长 201.06%，公司 2016 年度获得快速增长。销售费用和管理费用分别增长 14.51%和 14.64%，与营业收入增速相匹配，远低于零售业务增速 31.46%，主要原因是公司销售规模的扩大，成本费用相应增加。财务费用比去年下降 150.21%，主要系公司部分非公开发行股票募集资金用于偿还银行贷款及存款利息收入增加所致。

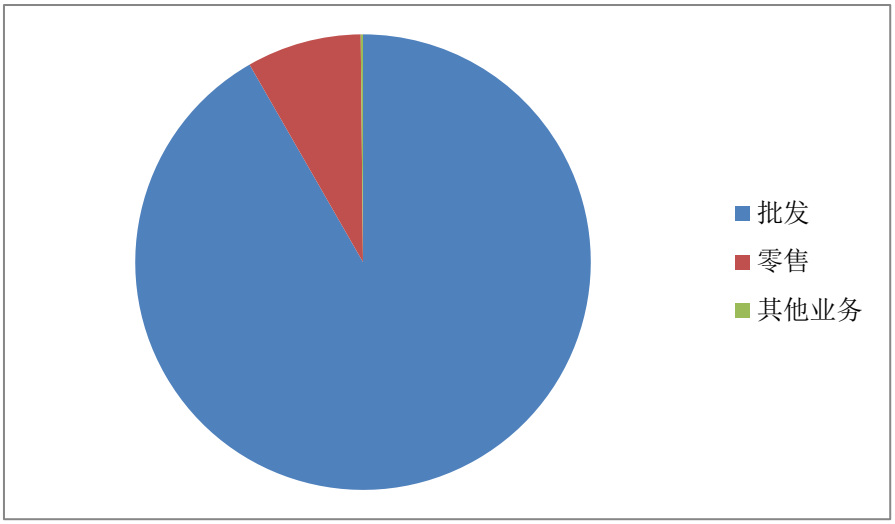
- **盈利预测和投资评级：**作为广西区内医药商业的第一龙头，在两票制、营改增等流通领域大政变革催化下，强者更强的趋势显著，预计未来在区内的市场份额将接近 50%，且 DTP 等新的业务布局已稳步落地，业绩贡献略超预期，因此我们持续看好公司未来区内市占率提升和批零一体化的发展潜力。预计公司 2017-2019 年 EPS 为 2.91、3.63、4.54 元，对应市盈率 27.90、22.42、17.92 倍，**首次覆盖，给予“买入”评级。**

- **风险提示：**1）招标进度不及预期，2）流通领域整合力度不及预期，3）新业务业绩贡献不及预期。

预测指标	2016	2017E	2018E	2019E
主营收入（百万元）	7559	8699	10193	12138
增长率(%)	16%	15%	17%	19%
净利润（百万元）	321	415	516	646
增长率(%)	54%	29%	24%	25%
摊薄每股收益（元）	2.26	2.91	3.63	4.54
ROE(%)	9.91%	11.27%	12.21%	13.15%

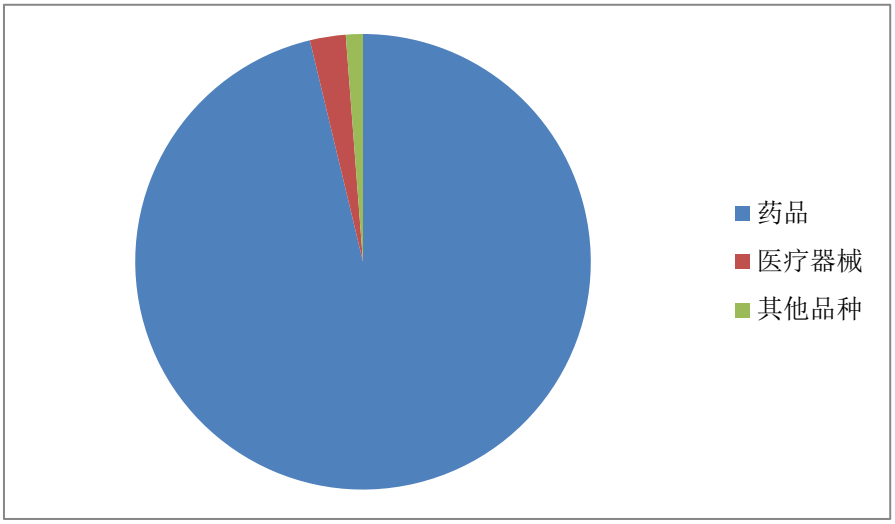
资料来源：公司数据、国海证券研究所

图 1：2016 年柳州医药主营业务分行业销售情况



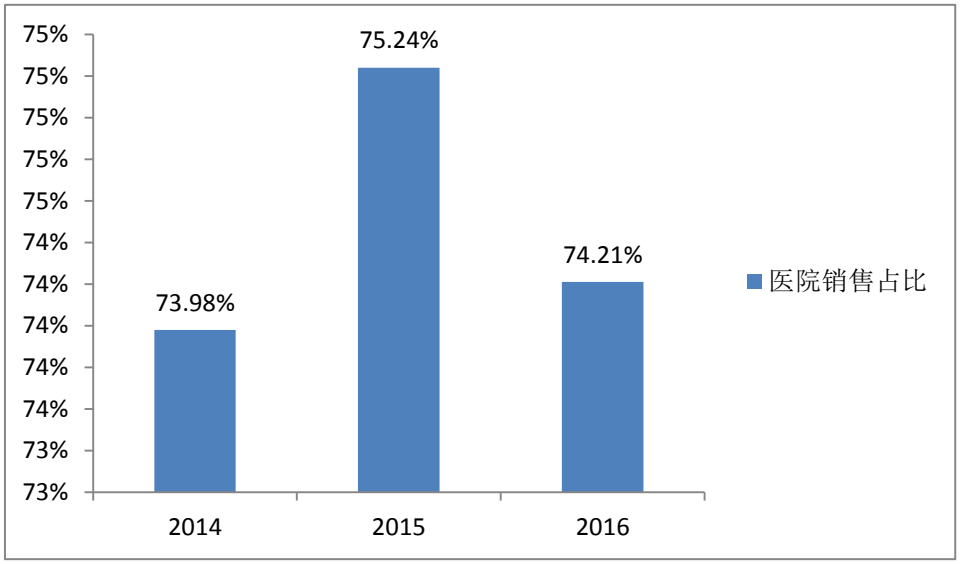
数据来源：柳州医药 2016 年度报告，国海证券研究所整理

图 2：2016 年柳州医药主营业务分产品销售情况



数据来源：柳州医药 2016 年度报告，国海证券研究所整理

图 3：2014、2015、2016 年柳州医药的医院销售业务占主营业务比重



数据来源：柳州医药 2016 年度报告，国海证券研究所整理

表 1：柳州医药盈利预测表

证券代码:	603368.SH		股价:	81.26	投资评级:	买入		日期:	2017/03/21
财务指标	**2016**	**2017E**	**2018E**	**2019E**	**每股指标与估值**	**2016**	**2017E**	**2018E**	**2019E**
盈利能力					**每股指标**				
ROE	10%	11%	12%	13%	EPS	2.26	2.91	3.63	4.54
毛利率	9%	10%	10%	11%	BVPS	22.41	25.30	28.89	33.38
期间费率	4%	4%	4%	4%	**估值**				
销售净利率	4%	5%	5%	5%	P/E	36.03	27.90	22.42	17.92
成长能力					P/B	3.63	3.21	2.81	2.43
收入增长率	16%	15%	17%	19%	P/S	1.53	1.33	1.13	0.95
利润增长率	54%	29%	24%	25%					
营运能力					**利润表（百万元）**	**2016**	**2017E**	**2018E**	**2019E**
总资产周转率	1.20	1.22	1.24	1.27	**营业收入**	**7559**	**8699**	**10193**	**12138**
应收账款周转率	2.53	2.53	2.53	2.53	营业成本	6848	7825	9135	10838
存货周转率	7.96	7.96	7.96	7.96	营业税金及附加	28	32	37	45
偿债能力					销售费用	152	174	204	243
资产负债率	48%	48%	48%	49%	管理费用	129	148	173	206
流动比	1.91	1.94	1.97	1.98	财务费用	(17)	5	3	2
速动比	1.62	1.65	1.67	1.68	其他费用/（-收入）	(16)	0	0	0
					营业利润	**402**	**516**	**640**	**804**
资产负债表（百万元）	**2016**	**2017E**	**2018E**	**2019E**	营业外净收支	3	8	12	12
现金及现金等价物	1717	2002	2322	2692	**利润总额**	**406**	**524**	**652**	**816**
应收款项	2986	3436	4026	4794	所得税费用	62	80	100	125
存货净额	861	987	1153	1368	**净利润**	344	444	552	691
其他流动资产	133	153	179	213	少数股东损益	23	29	36	45
流动资产合计	**5696**	**6579**	**7680**	**9067**	**归属于母公司净利润**	**321**	**415**	**516**	**646**
固定资产	369	332	299	269					
在建工程	2	2	2	2	**现金流量表（百万元）**	**2016**	**2017E**	**2018E**	**2019E**
无形资产及其他	102	102	104	106	**经营活动现金流**	**108**	**308**	**353**	**413**
长期股权投资	0	0	0	0	净利润	344	444	552	691
资产总计	**6279**	**7124**	**8195**	**9553**	少数股东权益	23	29	36	45
短期借款	263	283	303	323	折旧摊销	13	47	43	40
应付款项	2599	2981	3481	4130	公允价值变动	0	0	0	0
预收帐款	18	21	24	29	营运资金变动	(271)	(982)	(1285)	(1670)
其他流动负债	101	101	101	101	**投资活动现金流**	**(179)**	**37**	**33**	**30**
流动负债合计	**2980**	**3386**	**3909**	**4582**	资本支出	(74)	37	33	30
长期借款及应付债券	0	0	0	0	长期投资	0	0	0	0
其他长期负债	61	61	61	61	其他	(105)	0	0	0
长期负债合计	**61**	**61**	**61**	**61**	**筹资活动现金流**	**356**	**16**	**15**	**14**
负债合计	**3041**	**3447**	**3970**	**4643**	债务融资	(418)	20	20	20
股本	142	142	142	142	权益融资	1625	0	0	0
股东权益	3238	3678	4225	4910	其它	(851)	(4)	(5)	(6)
负债和股东权益总计	**6279**	**7124**	**8195**	**9553**	**现金净增加额**	**285**	**361**	**401**	**457**

资料来源：公司数据、国海证券研究所

【医药组介绍】

谭倩，6 年行业研究经验，研究所副所长、首席分析师、电力设备新能源组长、环保公用事业组长、主管行业公司研究，对内创新业务。

水晶球分析师公用事业行业公募机构榜单 2016 年第三名、2014 年第五名，2013 年第四名。

【分析师承诺】

谭倩，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，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了本人的研究观点。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收到任何形式的补偿。

【国海证券投资评级标准】

行业投资评级

推荐：行业基本面向好，行业指数领先沪深 300 指数;
中性：行业基本面稳定，行业指数跟随沪深 300 指数;
回避：行业基本面向淡，行业指数落后沪深 300 指数。

股票投资评级

买入：相对沪深 300 指数涨幅 20%以上;
增持：相对沪深 300 指数涨幅介于 10%～20%之间;
中性：相对沪深 300 指数涨幅介于-10%～10%之间;
卖出：相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

【免责声明】

本报告仅供国海证券股份有限公司（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客户。客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。

本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告中的信息均来源于公开资料及合法获得的相关内部外部报告资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，不保证其中的信息已做最新变更，也不保证相关的建议不会发生任何变更。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、价值及投资收入可能会波动。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。报告中的内容和意见仅供参考，在任何情况下，本报告中所表达的意见并不构成对所述证券买卖的出价和征价。本公司及其本公司员工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。本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、财务顾问或者金融产品等服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。

【风险提示】

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告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，投资者务必向本公司或其他专业人士咨询并谨慎决策。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。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。

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。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议。

任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。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。

【郑重声明】

本报告版权归国海证券所有。未经本公司的明确书面特别授权或协议约定，除法律规定的情况外，任何人不得对本报告的任何内容进行发布、复制、编辑、改编、转载、播放、展示或以其他任何方式非法使用本报告的部分或者全部内容，否则均构成对本公司版权的侵害，本公司有权依法追究其法律责任。