

柳州医药 (603368.SH)

批发业务受益于广西省新一轮招标, 供应链延伸服务、DTP 药房是新的收入增长点

买入 (首次)

2017年3月28日

证券分析师 全铭

执业资格证书号码: S0600517010002

quanm@dwzq.com.cn

010-66573557

证券分析师 焦德智

执业资格证书号码: S0600516120001

jiaodzh@dwzq.com.cn

投资要点

一、事件: 近日, 我们对柳州医药进行了调研跟踪。

二、我们的观点:

1、零售业务快速增长, 批发业务稳健发力, 继续保持广西省医药物流龙头地位, 盈利情况优秀。

2016年公司实现营业收入75.59亿元, 同比增长16.16%; 归属于上市公司所有者的净利润为3.21亿元, 同比增长54.05%; 归属于上市公司股东的扣除非经常性损益的净利润3.18亿元, 同比增长55.23%。净利润增长较快, 主要是由于公司营业收入稳定增长, 同时公司非公开募集资金部分用于偿还银行贷款, 财务费用降低所致。

拆分来看, 批发业务实现收入69.32亿, 同比增长14.90%。毛利率7.81%, 同比增长0.72pp。毛利率提高, 主要是由于2016年底广西开始执行新一轮招标, 公司品类有所升级。

零售业务实现收入6.15亿, 同比增长31.46%。毛利率31.46%, 同比减少1.75pp。零售毛利率降低较多, 主要是网上药店和DTP药房毛利率较低, 拉低了整体毛利水平。

2、药品批发业务受益于广西省新一轮招标, 供应链延伸服务是新的收入增长点。

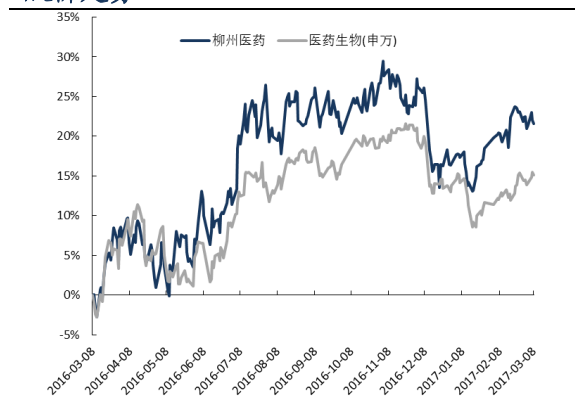
广西省2016年12月开始实行新一轮招标, 目前公司勾标情况良好, 新增一级代理商1000多家。按照目前公司的营业收入, 在广西省的市占率27%左右, 我们预计新一轮招标将使得公司市占率进一步提升。

供应链管理是公司重要创新业务之一, 也是2016年非公开发行重要的募投项目。根据非公开发行项目书, 公司总投资额10.35亿, 拟与15-20家三甲医院、30-50家二甲医院建设供应链管理平

台。三年预计可新增营业收入25亿, 新增税后利润1.07亿元。

目前, 公司已签订协议合作供应链服务的机构达30家, 其中包括广西中医药大学附属瑞康医院、柳州市工人医院、柳州市妇幼保健院等合作项目。我们估计, 17年预计可带来营业收入6亿左右。

股价走势



市场数据

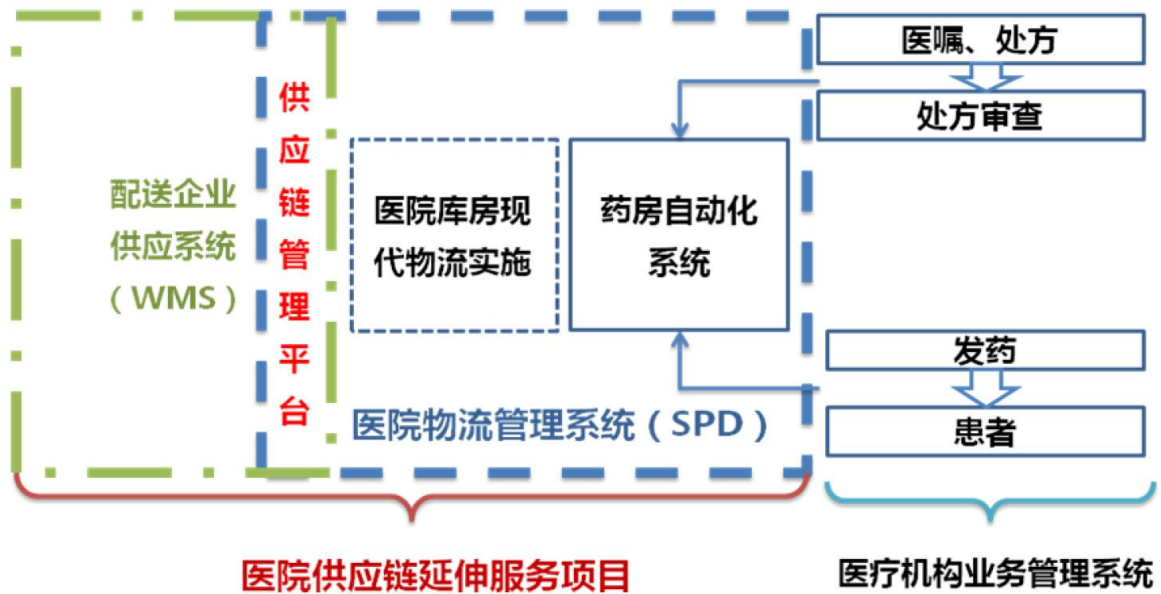
收盘价(元)	78.00
一年最低价/最高价	63.40/97.00
市净率	3.5
流通A股市值(亿元)	45

基础数据

每股净资产(元)	22.41
资本负债率(%)	48.83
总股本(亿股)	1.24
流通A股(亿股)	0.57

相关报告

图表 1: 医院供应链延伸服务示意图



资料来源: 公司非公开发行预案、东吴证券研究所

3、零售业务快速增长, DTP 药房及网上药店进展均超预期。

公司零售业务同比增长 31.46%, 主要是由于网上药店及 DTP 药房快速增长。目前, 桂中大药房目前有 195 家直营药店, 其中医保药店 59 家, DTP 药店 17 家。其中, DTP 药房实现收入 1.9 亿, 同比增长 50%。网上药店实现收入 2800 万, 同比增长 70%。

4、器械耗材配送及中药饮片是未来的发展引擎。

公司医疗器械配送 2016 年收入 1.92 亿, 同比增长 29.49%。2016 年公司已与润达医疗共同投资设立广西柳润医疗科技有限公司, 利用公司供应链管理优势推进检验试剂业务。目前, 广西省 IVD 市场约 20 亿, 整体器械市场 60-70 亿, 未来公司将从 IVD 起步, 逐渐布局扩大器械配送份额。

公司的南宁中药饮片生产加工基地已于 2016 年完成建设并通过 GMP 认证并投产。预计 17 年公司将加紧建设中药煎煮中心, 同时在桂中大药房开设国医馆门诊。器械耗材配送及中药饮片是未来的重要发展引擎。

三、盈利预测与投资建议

我们预计 2017-2019 年公司营业收入为 93.64 亿元、112.76 亿元和 130.37 亿元, 归属母公司净利润为 4.16 亿元、5.04 亿元和 5.85 亿元。对应 EPS 分别为 2.92 元、3.54 元和 4.11 元。我们认为公司受益于广西省新一轮招标, 盈利增长点多。因此我们首次覆盖, 给予公司“买入”评级。

四、风险提示

行业政策变化风险、药品降价的风险。

柳州医药 (603368) 主要财务数据及估值 (百万元)

资产负债表	2016	2017E	2018E	2019E	利润表	2016	2017E	2018E	2019E
流动资产	5581	6343	7434	8498	营业收入	7559	9364	11276	13037
现金	1602	1466	1648	1956	营业成本	6848	8483	10215	11811
应收账款	2965	3650	4316	4894	营业税金及附加	28	21	25	29
其它应收款	20	57	36	72	营业费用	152	189	227	262
预付账款	129	140	185	191	管理费用	129	160	193	223
存货	861	1026	1246	1381	财务费用	-17	-25	-33	-38
其他	3	3	3	3	资产减值损失	16	16	16	16
非流动资产	566	488	411	342	公允价值变动收益	0	0	0	0
长期投资	0	0	0	0	投资净收益	0	0	0	0
固定资产	369	314	256	199	营业利润	402	520	632	733
无形资产	102	91	79	68	营业外损益	3	3	3	3
其他	95	84	75	75	利润总额	406	523	635	736
资产总计	6147	6832	7845	8840	所得税	62	79	95	110
流动负债	2902	3239	3830	4336	净利润	344	445	540	626
短期借款	263	0	0	0	少数股东损益	23	29	35	41
应付账款	2599	3189	3780	4278	归属母公司净利润	321	416	504	585
其他	41	49	50	58	EBITDA	406	557	661	748
非流动负债	7	7	7	7	EPS (元)	2.26	2.92	3.54	4.11
长期借款	0	0	0	0					
其他	7	7	7	7					
负债合计	2909	3246	3837	4343	主要财务比率				
少数股东权益	48	77	112	153	营业收入	16.2%	23.9%	20.4%	15.6%
归属母公司股东权益	3190	3509	3896	4344	营业利润	52.5%	29.3%	21.4%	16.0%
负债和股东权益	6147	6832	7845	8840	归属母公司净利润	54.1%	29.5%	21.3%	16.0%
					毛利率	9.4%	9.4%	9.4%	9.4%
					净利率	4.5%	4.8%	4.8%	4.8%
现金流量表					ROE	10.1%	11.8%	12.9%	13.5%
经营活动现金流	110	194	262	401	ROIC	22.0%	21.8%	23.5%	24.3%
净利润	344	445	540	626	资产负债率	47.3%	47.5%	48.9%	49.1%
折旧摊销	19	61	61	52	净负债比率	8.1%	0.0%	0.0%	0.0%
财务费用	7	-28	-35	-41	流动比率	1.9	2.0	1.9	2.0
投资损失	0	0	0	0	速动比率	1.6	1.6	1.6	1.6
营运资金变动	1288	163	500	558	总资产周转率	1.2	1.4	1.4	1.5
其它	-1548	-448	-803	-795	应收帐款周转率	2.5	2.6	2.6	2.7
投资活动现金流	-179	3	3	3	应付帐款周转率	2.9	2.9	2.9	2.9
资本支出	0	0	0	0	每股收益	2.3	2.9	3.5	4.1
长期投资	0	0	0	0	每股经营现金	0.8	1.4	1.8	2.8
其他	-179	3	3	3	每股净资产	22.7	25.2	28.2	31.6
筹资活动现金流	1098	-332	-82	-96	P/E	35	27	22	19
短期借款	0	-263	0	0	P/B	3.5	3.2	2.9	2.6
长期借款	0	-69	-82	-96	EV/EBITDA	24.2	17.5	14.6	12.5
其他	1098	0	0	0					
现金净增加额	1029	-136	182	308					

数据来源: wind 资讯, 东吴证券研究所

免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（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客户。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，本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下，东吴证券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并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发、转载，需征得东吴证券研究所同意，并注明出处为东吴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东吴证券投资评级标准：

公司投资评级：

买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15% 以上；

增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5% 与 15% 之间；

中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -5% 与 5% 之间；

减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -15% 与 -5% 之间；

卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 -15% 以下。

行业投资评级：

增持：预期未来 6 个月行业指数涨跌幅相对大盘在 5% 以上；

中性：预期未来 6 个月行业指数涨跌幅相对大盘介于 -5% 与 5% 之间；

减持：预期未来 6 个月行业指数涨跌幅相对大盘在 -5% 以下。

东吴证券研究所

苏州工业园区星阳街 5 号

邮政编码：215021

传真：（0512）62938527

公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>

