

# 柳州医药 (603368)

## 经营质量优异的稳健型地区商业龙头

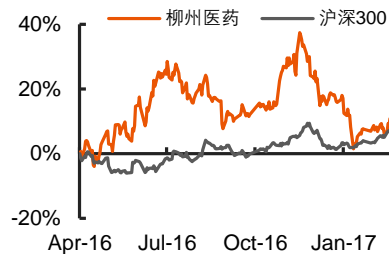
### 推荐 (首次)

现价: 75.92 元

#### 主要数据

行业	生物医药
公司网址	www.lzyy.cn
大股东/持股	朱朝阳/27.86%
实际控制人/持股	朱朝阳/%
总股本(百万股)	142
流通 A 股(百万股)	57
流通 B/H 股(百万股)	0
总市值 (亿元)	108.10
流通 A 股市值(亿元)	43.58
每股净资产(元)	22.41
资产负债率(%)	48.40

#### 行情走势图



#### 证券分析师

**叶寅** 投资咨询资格编号  
S1060514100001  
021-22662299  
YEYIN757@PINGAN.COM.CN

**魏巍** 投资咨询资格编号  
S1060514110001  
021-20632019  
WEIWEI093@PINGAN.COM.CN

#### 研究助理

**张熙** 一般从业资格编号  
S1060117020002  
021-20632019  
ZHANGXI218@PINGAN.COM.CN

请通过合法途径获取本公司研究报告, 如经由未经许可的渠道获得研究报告, 请慎重使用并注意阅读研究报告尾页的声明内容。

### 投资要点

#### ■ 广西药品流通行业龙头, 多方位发展业务

公司在广西省医药流通行业市场占有率约为 27%, 是省内市场份额最大的药品流通商。公司经营质量优异, 毛利率、净利率及收入增速均高于可比公司。公司聚焦于广西省内市场, 通过供应链延伸、打造医疗器械耗材平台、设立药品生产企业、发展 DTP 药店等项目, 提升公司市场份额, 从单一药品配送企业向综合性医药服务商转型。我们认为公司作为广西省龙头企业, 对下游客户资源把控力强, 在整个产业链中具有卡位优势, 业务延伸具有较大空间。

#### ■ 新标执行及“两票制”推广有望带来公司市场份额提高

公司在省内的市场份额虽然已达到 27%, 但从配送品规数量来看, 仍有较大提高空间。公司配送医疗机构集中采购药品主要来自四个目录:《县及县以上药品集中采购目录》《自行采购目录》《直接议价谈判目录》和《基本药物集中采购目录》, 2011 年招标后, 公司前三个目录可配送比例在 50% 左右, 基本药物集中采购目录的范围尚有 9 个地市没有完全覆盖或没有覆盖, 有较大提升空间。

2015 年, 广西省启动了新一轮招标, 并于 2016 年底开始执行, 新标的执行叠加“两票制”的影响将有望带来两个方面的变化: 一是公司配送品种的增加; 二是配送区域的扩大。公司凭借多年的市场资源, 有望在新一轮招标中获得更多配送品种, 建议关注接下来的一季报和半年报收入增长。

#### ■ 新建地市级子公司做深做透边缘市场

公司 2014 年以后新设了 5 个地市级子公司, 利于做深做透当地业务, 且公司从 2015 年开始重点开发梧州、百色、钦州、北海、防城港、贵港及贺州等销售收入不高的区域, 我们认为凭借公司在当地便捷的物流网络以及在省内主流药品配送市场积累的多年经验, 在边缘地区后续业绩增量值得期待。

#### ■ 供应链延伸服务增强客户粘度, 提升单个客户份额

公司 2015 年非公开发行募资, 拟用 10.3 亿元在区内 15-20 家三甲医院

	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	6508	7559	8914	10438	12175
YoY(%)	15.1	16.2	17.9	17.1	16.6
净利润(百万元)	208	321	398	467	549
YoY(%)	22.7	54.1	24.1	17.3	17.4
毛利率(%)	8.7	9.4	9.4	9.5	9.5
净利率(%)	3.2	4.2	4.5	4.5	4.5
ROE(%)	16.6	10.6	11.7	12.0	12.4
EPS(摊薄/元)	1.46	2.26	2.80	3.28	3.86
P/E(倍)	51.9	33.7	27.1	23.1	19.7
P/B(倍)	8.1	3.4	3.0	2.7	2.4

和 30-50 家二甲医院实施医院供应链延伸服务项目。目前，公司已与 30 家医院达成合作协议并逐步推行后续工作，其中包括 16 家三甲医院。公司通过与医院合建供应链延伸项目，巩固客户关系，有望进一步提高在单个客户处的份额。

■ **成立合资公司打造器械耗材服务平台**

公司与润达医疗合作成立柳润医疗科技公司，在省内推广医院检验科耗材打包项目。广西省 IVD 市场规模约 20 亿元，以当地小规模代理商为主。合资公司凭借柳州医药在医院的渠道优势和润达医疗丰富的检验科外包服务经验，有望在一两年内获取可观市场份额。

■ **向上游生产扩张，完善产业链布局**

公司积极向上游生产扩张，南宁中药饮片基地已经投产，仙茱中药科技有限公司也已经开始生产经营，今年有望贡献业绩；与广西医科大学合作成立医大仙晟制药公司目前正在建设中，预计明后年投入运营。公司工业板块业绩释放值得期待。

■ **给予“推荐”评级**

公司为广西省药品流通行业龙头，经营质量优异，毛利率、净利率及收入增速均高于可比公司及行业增速；公司深入挖掘现有市场并积极横向拓展产品业务，业绩增长稳健；PEG 远小于可比公司；我们预计公司 2017 年、2018 年、2019 年 EPS 分别为 2.80 元、3.28 元、3.86 元，对应 PE 分别为 27X、23X、20X，首次覆盖，给予“推荐”评级。

■ **风险提示：柳润业务推广不及预期，DTP 药房增速不及预期。**

# 正文目录

<b>一、省内药品流通行业龙头，经营稳健</b>	<b>5</b>
<b>二、广西行业格局：市场集中度高，柳药国控两家独大</b>	<b>6</b>
2.1 公司与国控是省内最大的两家药品流通企业	6
2.2 公司市场份额逐年提高	7
2.3 广西消费市场分为三个梯队，公司巩固第一二梯队市场，延伸第三梯队市场	8
<b>三、公司业务根基扎实，增长可期</b>	<b>8</b>
3.1 批发业务：医院纯销占比 81%，业务范围覆盖全省	8
3.2 零售业务：DTP 业务拉动总体业绩高速增长	10
<b>四、多方位发展业务，创新致胜</b>	<b>12</b>
4.1 新标及“两票制”执行有望带来公司市场份额提高	12
4.2 新建子公司做深做透边缘市场	13
4.3 供应链延伸服务增强客户粘度，提升单个客户份额	14
4.4 成立合资公司打造器械耗材服务平台	15
4.5 向上游生产扩张，完善产业链布局	15
<b>五、地区龙头中的佼佼者，给予“推荐”评级</b>	<b>15</b>
5.1 业绩增速远超可比公司，PEG 具吸引力	15
5.2 盈利预测	16

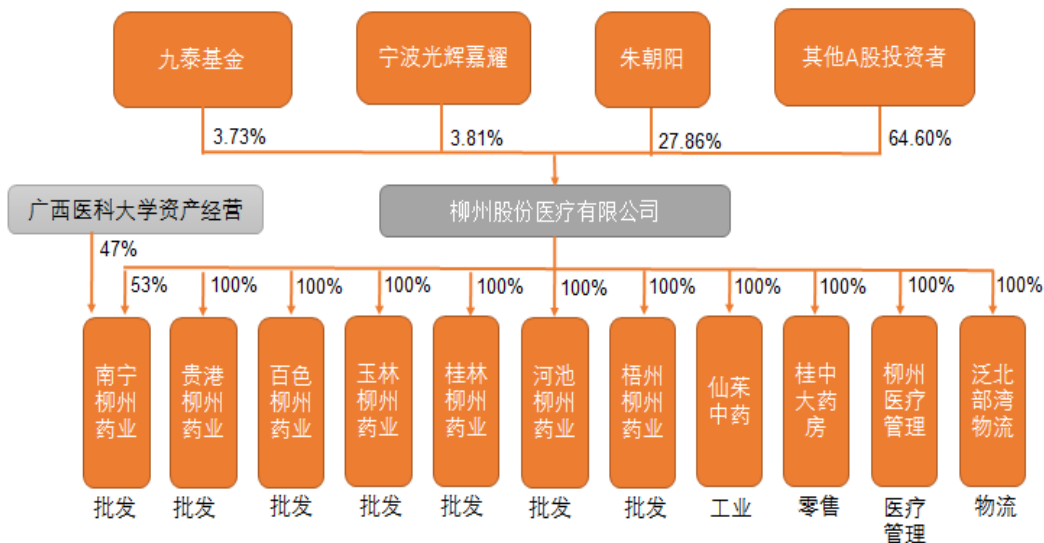
## 图表目录

图表 1	公司股权结构图.....	5
图表 2	公司收入及增速.....	5
图表 3	2015 年公司业务分地区收入.....	5
图表 4	公司财务费用率显著下降.....	6
图表 5	公司净利润增速较高（单位:百万元）.....	6
图表 6	广西省内药品批发市场格局.....	7
图表 7	国药控股在广西的子公司.....	7
图表 8	广西医药流通市场规模稳健增长.....	7
图表 9	公司在省内市场占有率逐年提高.....	7
图表 10	广西消费市场按城市分为三个梯队.....	8
图表 11	公司批发业务以医院纯销为主（单位：百万元）.....	9
图表 12	三种业务模式增速.....	9
图表 13	公司批发业务毛利率变化.....	9
图表 14	三种业务模式毛利率.....	9
图表 15	公司物流网络辐射全省.....	10
图表 16	公司零售业务持续增长.....	11
图表 17	公司药店数量持续增加.....	11
图表 18	公司 DTP 药房数量增加.....	11
图表 19	公司零售业务毛利率降低.....	11
图表 20	广西省主要连锁药店情况.....	12
图表 21	公司上一标段配送品规有限.....	12
图表 22	公司上一标段基本药物集中采购目录可配送区域.....	13
图表 23	子公司地域分布.....	13
图表 24	供应链延伸项目主要的 20 家合作医院.....	14
图表 25	公司收入增速高于可比公司和行业增速.....	16
图表 26	公司 PEG 显著低于可比公司.....	16
图表 27	主要业务及毛利率预测.....	17

## 一、省内药品流通行业龙头，经营稳健

公司前身是 1953 年设立的广西柳州医药批发站，经过多年耕耘，目前已是广西境内最大的医药流通企业。公司在全国百强医药流通企业中排名 24，也是广西唯一一家入选全国 50 强的企业。公司业务收入主要来自药品批发和零售，药品和饮片生产企业即将投产。实际控制人为朱朝阳，持股比例 27.86%。

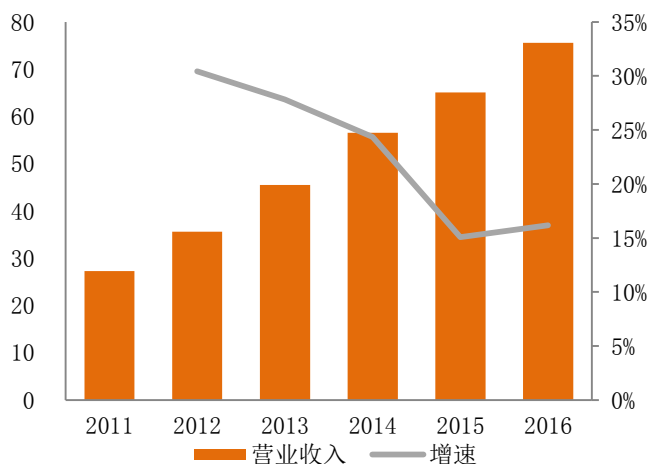
图表1 公司股权结构图



资料来源：公司公告，平安证券研究所

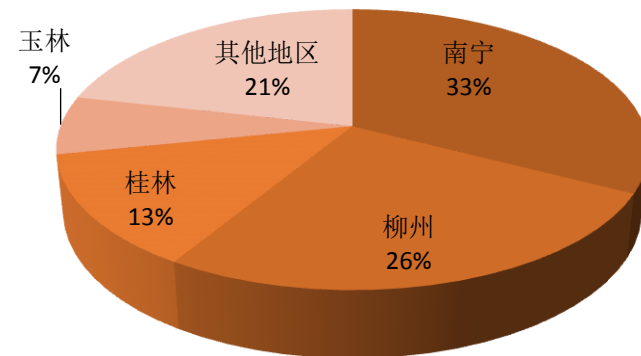
2016 年，公司营业收入为 75.6 亿元，近两年收入增速维持在 15%左右，2015 年约 80%的收入来自南宁、柳州、桂林和玉林四个市。

图表2 公司收入及增速



资料来源：wind，平安证券研究所

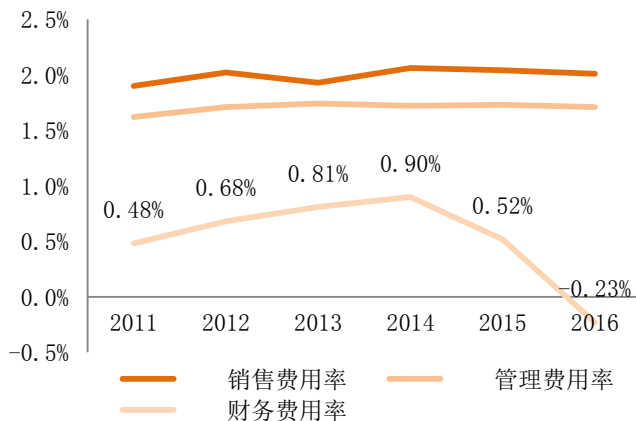
图表3 2015 年公司业务分地区收入



资料来源：wind，平安证券研究所

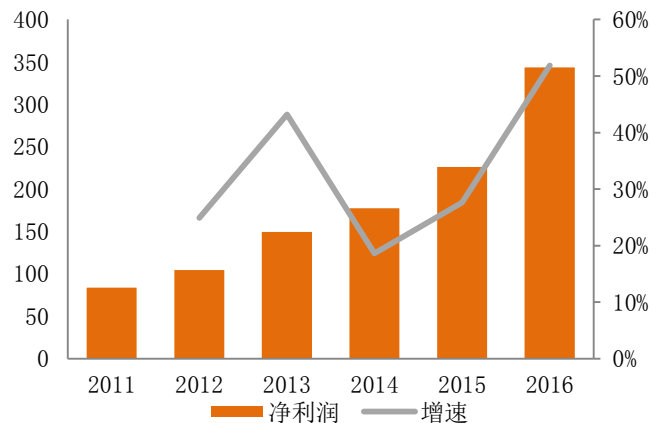
公司销售费用率和管理费用率维持稳定，首次发行募资部分用于偿还银行贷款，因此财务费用率在 2015 年和 2016 年明显下降。公司 2016 年净利润增速为 52%，扣除财务费用的影响，净利润增速约为 30%。

图表4 公司财务费用率显著下降



资料来源: wind, 平安证券研究所

图表5 公司净利润增速较高 (单位:百万元)



资料来源: wind, 平安证券研究所

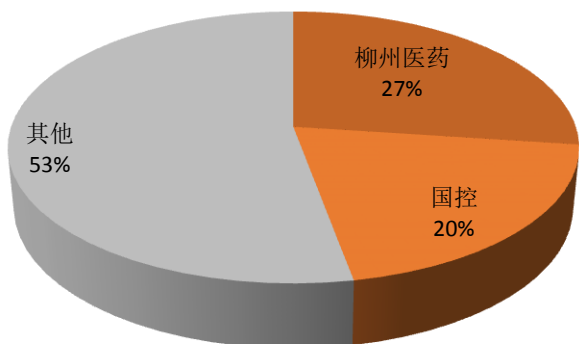
## 二、 广西行业格局：市场集中度高，柳药国控两家独大

### 2.1 公司与国控是省内最大的两家药品流通企业

广西地区的药品合格配送商一共有 258 家，其中国药控股是公司最大的竞争对手，国控在广西省内有包括国控广西、国控柳州、国控北海、国控桂林、国控贵港、国控玉林、国控百色及国控梧州在内的有 8 家分销公司，100%覆盖了省内二甲以上医院，2015 年国控广西收入 34.6 亿元，净利润 1 亿元。

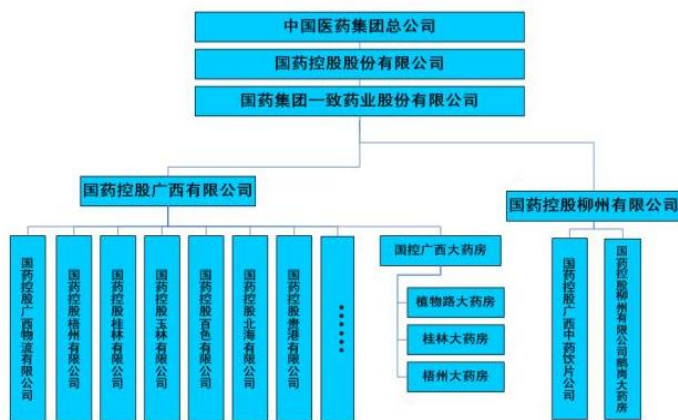
公司是省内最大的药品流通商，2015 年市场占有率为 27%，国药位居第二，据草根调研数据，国药在广西省约占 20% 市场份额。

图表6 广西省内药品批发市场格局



资料来源：药品流通行业运行统计分析报告，草根调研数据，平安证券研究所

图表7 国药控股在广西的子公司

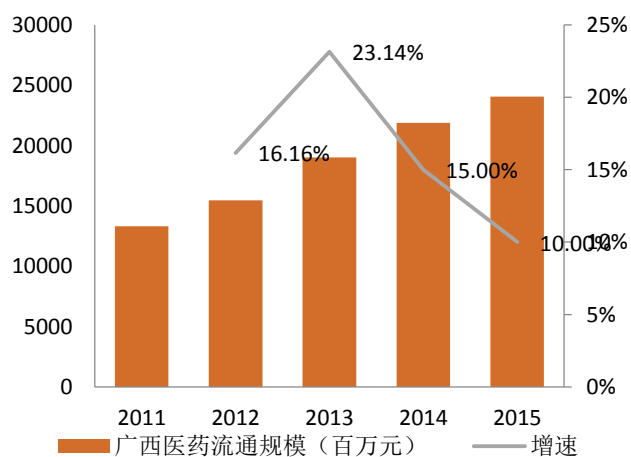


资料来源：公司官网，平安证券研究所

## 2.2 公司市场份额逐年提高

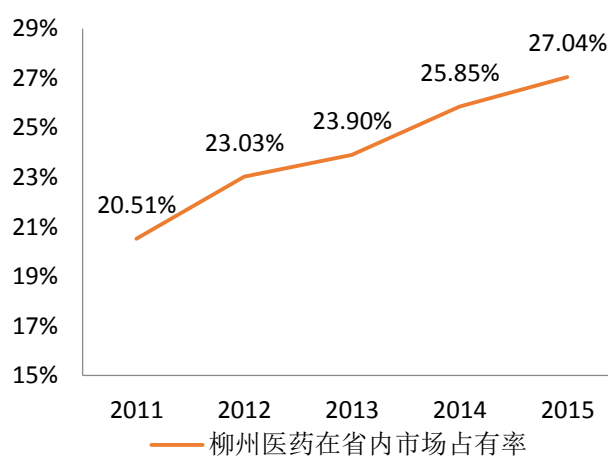
2015年，广西省药品流通市场规模为240亿元，全国排名第21位，占全国药品流通行业总规模的比例为1.45%，增速为10%；公司在省内的市场占有率逐年提高，从2011年的21%提高到2015年的27%。

图表8 广西医药流通市场规模稳健增长



资料来源：药品流通行业运行统计分析报告，平安证券研究所

图表9 公司在省内市场占有率逐年提高



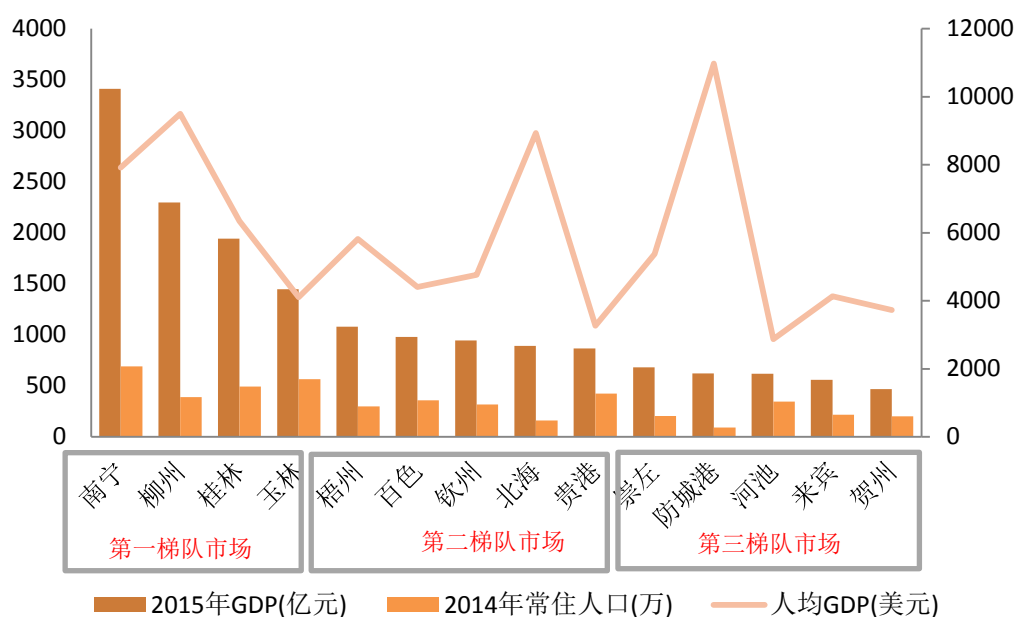
资料来源：药品流通行业运行统计分析报告，平安证券研究所

## 2.3 广西消费市场分为三个梯队，公司巩固第一二梯队市场，延伸第三梯队市场

GDP 和人均 GDP 跟消费能力密切相关，在我国尚未实现免费医疗的情况下，GDP 和人均 GDP 越高的城市，医疗的消费量越大，因此按照 GDP 分类，南宁等四个城市可以算作省内医疗消费的第一梯队市场，合计 GDP 占省内 GDP 的 54%；梧州等五个城市是第二梯队市场，合计 GDP 占省内 GDP 的 28%；崇左等五个城市是第三梯队市场，合计 GDP 占省内 GDP 的 18%。

目前公司 80%的收入来自 GDP 占比为 54%的第一梯队市场，剩下 GDP 占比为 46%的城市只有公司 20%的市场份额，随着公司重点深入到二三线城市，有望支撑公司业务进一步增长。2014 年和 2015 年，公司在桂林、百色、贵港、河池、梧州新设了 5 个地级市子公司，建议重点关注这些公司未来的业绩体现。

图表10 广西消费市场按城市分为三个梯队



资料来源：公司公告，平安证券研究所

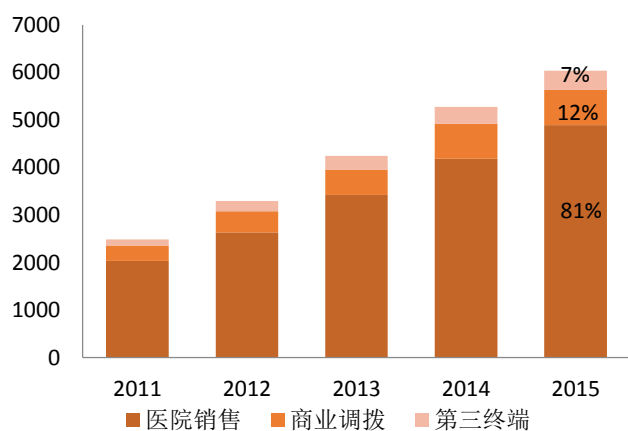
## 三、公司业务根基扎实，增长可期

### 3.1 批发业务：医院纯销占比 81%，业务范围覆盖全省

2016 年公司的批发业务收入为 69.3 亿元，增速为 14.9%，其中医院纯销占比为 81%，与 2015 年持平。公司纯销业务覆盖了广西 100%的三级医院和 90%的二级医院；其次是商业调拨和第三终端。2016 年医院销售收入增速为 14.5%，商业调拨和第三终端合计增速为 16.4%。

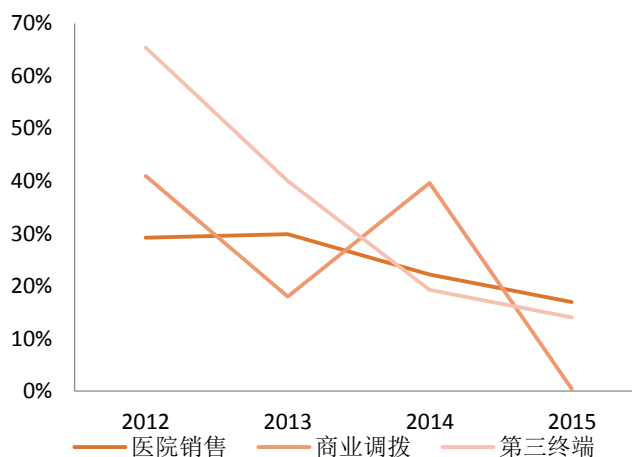


图表11 公司批发业务以医院纯销为主（单位：百万元）



资料来源：公司公告，平安证券研究所

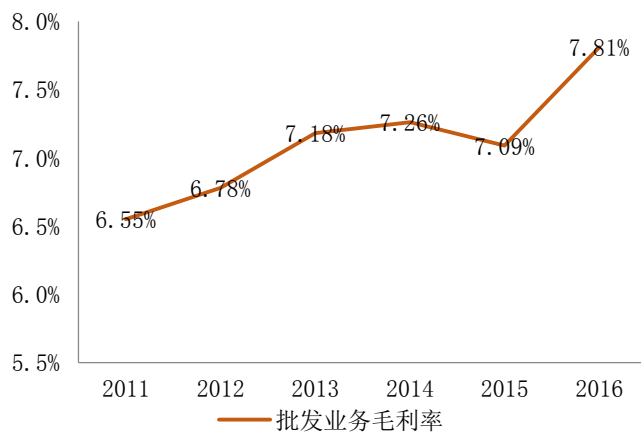
图表12 三种业务模式增速



资料来源：公司公告，平安证券研究所

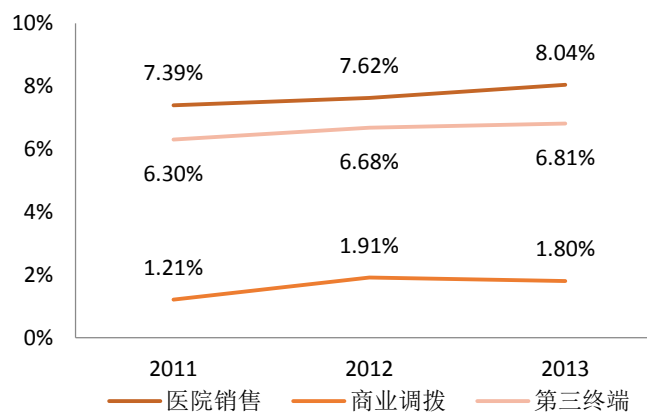
公司的批发业务毛利率在 2014 年以前逐年上升，2015 年由于行业整体受到降药价的影响，毛利率下降了 0.17 个百分点，2016 年借两票制和执行新标契机，公司获得一级代理品种增多，毛利率相应提高；分业务看，医院纯销的毛利率最高，能达到 8%左右，商业调拨毛利率最低，不到 2%。

图表13 公司批发业务毛利率变化



资料来源：公司公告，平安证券研究所

图表14 三种业务模式毛利率



资料来源：公司公告，平安证券研究所

**公司物流：**以南宁和柳州为配送中心，辐射全省。公司在柳州、南宁有物流配送中心，以玉林、桂林、百色作为物流配送节点，形成了覆盖 200 公里，延伸 400 公里的配送能力，公司物流中心辐射整个广西省。2015 年，公司对南宁和柳州物流中心进行了升级改建，提高了物流中心的信息化水平和运营能力，为公司业务提升奠定基础。

图表15 公司物流网络辐射全省



资料来源：公司公告，平安证券研究所

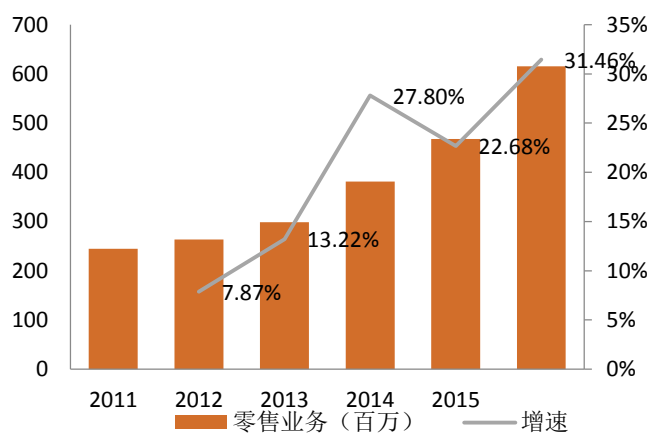
广西省内已基本覆盖完全，新设子公司做深做透当地市场。2012 年以前通过柳州母公司覆盖全省，2012 和 2013 年先后设立了南宁和玉林子公司，2014 年在三个地级市新设子公司，2015 年在两个地级市新设子公司。截止目前，在全省 14 个地级市中，公司在 8 个市具有当地子公司，覆盖了省内 GDP 排名靠前的所有地级市。在尚无子公司直接覆盖的贺州、来宾以及南部的几个城市，由于经济较落后，市场规模不大，均由就近公司间接辐射，主要客户也均有覆盖。

### 3.2 零售业务： DTP 业务拉动总体业绩高速增长

公司的零售业务来自全资子公司桂中大药房连锁有限公司，桂中大药房在全国药品零售企业中排名第 35 位，2016 年零售业务收入为 6.15 亿元，同比增长 31.5%，主要是由于 DTP 药房的快速增长。2016 年公司有 195 家药品零售门店，其中 56 家为医保门店，医保门店占比 32%，相比于其他几家药店上市公司的医保门店占比为 50%以上，公司这一数值较低，这是因为广西省之前审批通过医保门店的数量较少。

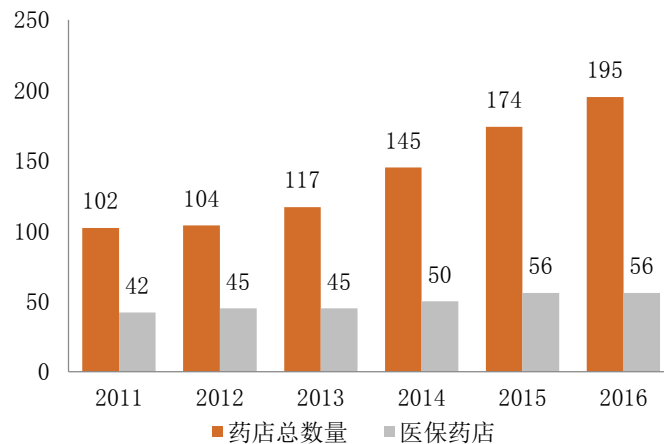
2015 年，国务院和人社部分别发布文件要求取消“基本医疗保险定点零售药店资格审查”的地方审批。取消审批后，地方不再设定医保药店名额限制，理论上满足条件的药店都可以拿到医保资质。推测广西省也会顺应政策大势，逐步放开医保门店的数量，公司医保门店占比有望在近几年内上升。

图表16 公司零售业务持续增长



资料来源：公司公告，平安证券研究所

图表17 公司药店数量持续增长

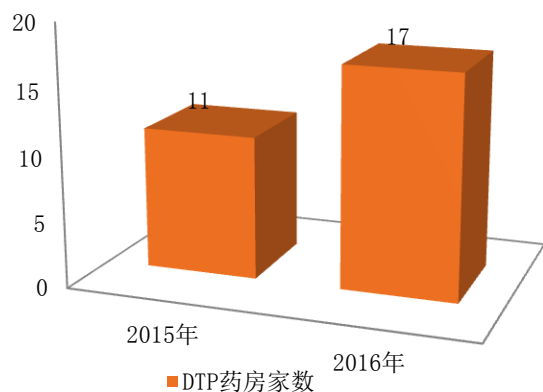


资料来源：公司公告，平安证券研究所

公司 2015 年开始设立 DTP 药房，当年成立了 11 家，2016 年增加到 17 家，预计收入超过 2 亿元。公司 DTP 药房目前正处于高速增长期，且广西省从 2017 年开始大规模实施公立医院药品零加成，是处方外流的有力推动因素，公司的 DTP 药房都是设立在医院周边的院边店，承接的处方外流也将带来收入增长。

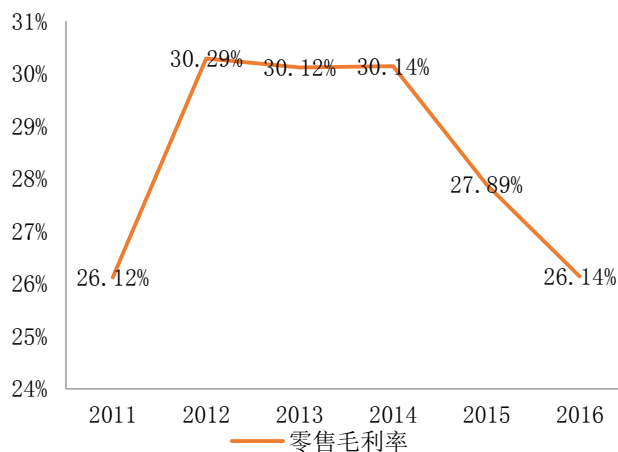
由于 DTP 业务毛利率低于传统零售业务，所以拉低了零售业务整体毛利率。

图表18 公司 DTP 药房数量增加



资料来源：公司公告，平安证券研究所

图表19 公司零售业务毛利率降低



资料来源：公司公告，平安证券研究所

2015 年，广西省药品零售市场规模为 88 亿元，竞争激烈，外来企业主要有老百姓、一心堂、大参林，省内企业主要是桂中大药房和广西一心，除了广西大参林未披露销售收入以外，其他几家企业在省内的市场规模相当。

图表20 广西省主要连锁药店情况

企业	门店数量				覆盖城市数量	收入 (单位: 亿元)		
	2013	2014	2015	2016		2013	2014	2015
广西老百姓	69	87	114		12 个地市		4	4.02
广西大参林		160	184	拟三年新增 288 家	13 个地市			
广西一心医药集团有限责任 公司	241 ( 直营 125, 加盟 265 )	434 ( 直营 159, 加盟 275 )					4.5	
桂中大药房	117	145	174		13 个地市		3.81	4.68
一心堂		254		334	13 个地市	2.13	2.79	5.12
广西省药店		15540	15519	15586	14 个地市			88.08

资料来源: 招股书, 行业资料, 平安证券研究所

## 四、 多方位发展业务, 创新致胜

### 4.1 新标及“两票制”执行有望带来公司市场份额提高

公司在省内的市场份额虽然已达到 27%, 但从配送品规数量来看, 仍有较大提高空间。公司配送医疗机构集中采购药品主要来自四个目录:《县及县以上药品集中采购目录》《自行采购目录》《直接议价谈判目录》和《基本药物集中采购目录》, 2009 年招标后, 公司前三个目录可配送比例在 50% 左右, 基本药物集中采购目录的范围尚有 9 个地市没有完全覆盖或没有覆盖, 各个目录的配送都有较大提升空间。

2015 年, 广西省启动了新一轮招标, 并于 2016 年底开始执行, 新标的执行叠加“两票制”的影响将有望带来两个方面的变化: 一是公司配送品种的增加; 二是配送区域的扩大。

公司凭借多年的市场资源, 有望在新一轮招标中获得更多品规的配送市场, 建议关注接下来的一季报和半年报收入增长。

图表21 公司上一标段配送品规有限

药品采购目录	2009 年		2011 年		备注
	中标数	公司可配送比例	中标数	公司可配送比例	
县及县以上药品集中 采购目录	16383	41%	14877	45%	每个品规可选择四家配送企业
自行采购目录	4291	约 40%	6117	约 60%	每个品规配送商不受数量限制
直接议价谈判目录			470	50%	每个品种只能一家配送

资料来源: 公司招股书, 平安证券研究所

图表22 公司上一标段基本药物集中采购目录可配送区域

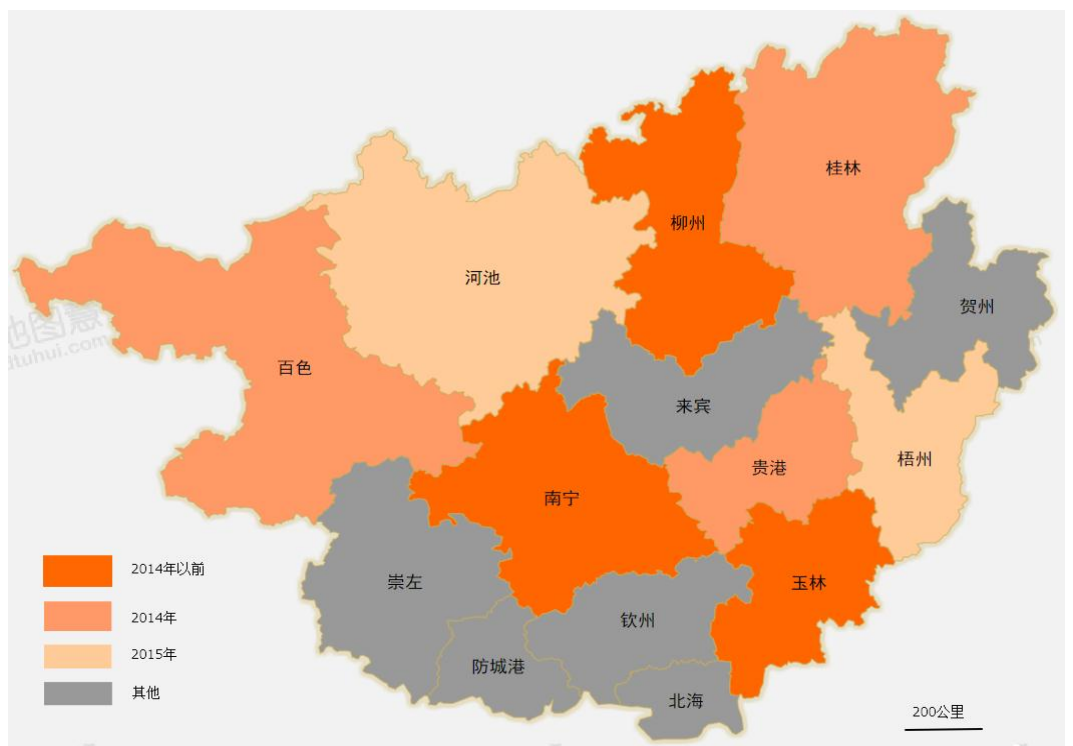
可配送城市	配送区县数量占比	配送区域
桂林	100%	全市范围
玉林	100%	全市范围
贺州	100%	全市范围
贵港	100%	全市范围
钦州	100%	全市范围
柳州	80%	柳城、鹿寨、融水、融安
河池	27%	宜州、罗城、凤山
百色	20%	凌云、乐业
崇左	20%	宁明县
南宁	17%	兴宁区、横县
不能配送区域		
防城港、北海、梧州、来宾		

资料来源：公司招股书，平安证券研究所

#### 4.2 新建子公司做深做透边缘市场

公司 2014 年以后新设了 5 个地级市子公司，利于做深做透当地业务，且公司从 2015 年开始重点开发梧州、百色、钦州、北海、防城港、贵港及贺州等销售收入不高的区域，我们认为凭借公司在当地便捷的物流网络以及在省内主流药品配送市场积累的多年经验，在边缘地区后续业绩增量值得期待。

图表23 子公司地域分布



资料来源：公司公告，平安证券研究所

### 4.3 供应链延伸服务增强客户粘度，提升单个客户份额

公司 2015 年非公开发行募资，拟将 10.3 亿元用于“医院供应链延伸服务项目一期”，建设期 3 年，在广西壮族自治区内 15-20 家三甲医院和 30-50 家二甲医院实施。公司通过该项目进一步巩固与中高端医疗机构的合作，促进业务发展。

截止 2016 年年报统计日，公司已与 30 家医院达成合作协议并逐步推行后续工作，其中包括 16 家三甲医院。公司通过与医院合建供应链延伸项目，巩固客户关系，有望进一步提高单个客户的份额。

图表24 供应链延伸项目主要的 20 家合作医院

医院地址	公告时间	签署主体	合作医院	医院等级	进展状况
桂林市(4家)	2015-3	柳州医药	桂林医学院附属医院	三甲	已完成供应链管理平台和药库智能化建设，其余项目有序推进
	2015-10	柳州医药	桂林医学院第二附属医院	三甲	已完成药房智能化建设，其余项目有序推进
	2017-2	柳州医药	广西壮族自治区南溪山医院	三甲	签署合作协议
	2017-3	柳州医药	桂林市第二人民医院	三甲	签署合作协议
南宁市(5家)	2015-3	南宁柳药	广西壮族自治区人民医院	三甲	已实施门诊药房智能化建设和药库智能化建设，其余项目有序推进
	2015-7	南宁柳药	南宁市第一人民医院	三甲	药库供应链管理平台和药库智能化建设处于试运行阶段，其余项目有序推进
	2015-7	南宁柳药	南宁市第二人民医院	三甲	已完成药库智能化建设，其余项目有序推进
	2015-9	南宁柳药	广西中医药大学第一附属医院	三甲	实施地为新院区，目前正在装修施工
	2015-11	南宁柳药	南宁市第三人民医院	二甲	已实施门诊药房智能化建设，其余项目有序推进
柳州市(7家)	2015-7	柳州医药	广西科技大学第一附属医院	三甲	已完成供应链管理平台和药库智能化建设，其余项目有序推进
	2015-8	柳州医药	柳州市人民医院	三甲	正在搭建药库供应链管理平台和药库智能化建设，其余项目有序推进
	2015-9	柳州医药	广西壮族自治区脑科医院	三甲	已完成药库供应链管理平台和药库智能化建设，其余项目有序推进
	2016-1	柳州医药	柳江县人民医院	二甲	已完成供应链管理平台和药库智能化建设，其余项目有序推进
	2016-4	柳州医药	柳州市工人医院	三甲	正在进行信息系统对接沟通，等待院方新院区建设
	2016-4	柳州医药	柳州市柳铁中心医院	三甲	正在实施药库智能化建设，搭建供应链管理平台和药库智能化建设，其余项目有序推进

					推进
	2016-9	柳州医药	柳州市妇幼保健院	三甲	正在与院方进行沟通,开展方案设计,等待院方新院建设
玉林市(1家)	2015-8	柳州医药	玉林市中医院	三甲	正在实施药库智能化建设,其余项目有序推进
来宾市(1家)	2015-10	柳州医药	来宾市人民医院	三级	已完成供应链管理平台搭建和药库智能化建设,其余项目有序推进
河池市(1家)	2016-1	柳州医药	大化瑶族自治县人民医院	一甲	已完成供应链管理平台搭建和药库智能化建设,其余项目有序推进
崇左市(1家)	2016-1	南宁柳药	广西中医药大学瑞康附属医院	三甲	已完成门诊药房智能化建设,其余项目有序推进

资料来源:公司公告,平安证券研究所

#### 4.4 成立合资公司打造器械耗材服务平台

公司与润达医疗合作成立柳润医疗科技公司,在省内推广医院检验科耗材打包项目。广西省 IVD 市场规模约 20 亿元,以当地小规模代理商为主。合资公司凭借柳州医药在医院的渠道优势和润达医疗丰富的检验科外包服务经验,预计两到三年内公司能取得 40% 市场份额,实现每年约 8 亿元收入。

#### 4.5 向上游生产扩张,完善产业链布局

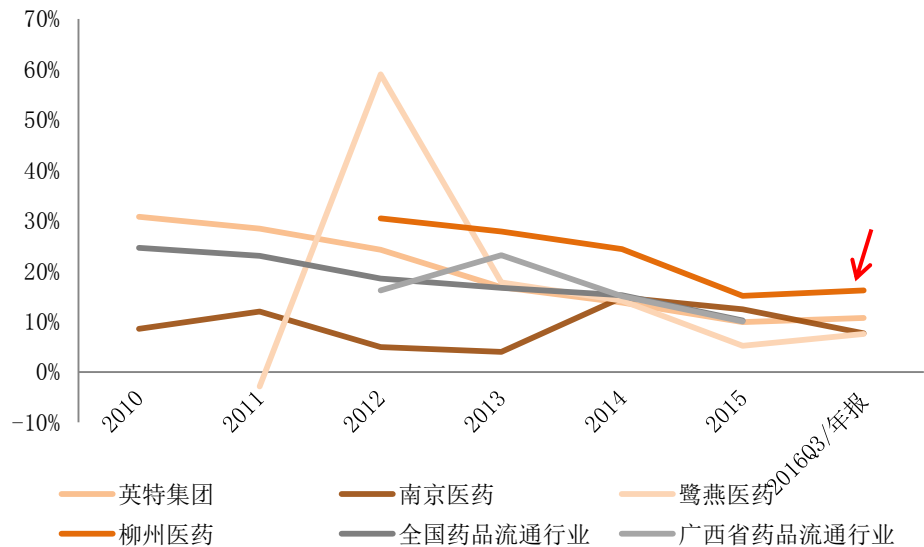
公司积极向上游生产扩张,南宁中药饮片基地已经投产,仙荣中药科技有限公司也已经开始生产经营,今年有望贡献业绩,我们预计三年内该公司可达到年均 0.5-1 亿元收入;与广西医科大学合作成立医大仙晟制药公司目前正在建设中,预计明后年投入运营。公司工业板块业绩释放值得期待。

## 五、地区龙头中的佼佼者,给予“推荐”评级

### 5.1 业绩增速远超可比公司,PEG 具吸引力

公司与英特集团、南京医药、鹭燕医药都是近几年靠内生增长的地区药品流通行业龙头,公司的收入增速持续高于行业和可比公司,体现出了公司精心耕耘广西市场的成果。

图表25 公司收入增速高于可比公司和行业增速



资料来源：公司公告，平安证券研究所

公司毛利率、净利率和扣非净利润增速均高于可比公司，PEG 为 0.61，远小于可比公司平均值 4.41，具有吸引力。

图表26 公司 PEG 显著低于可比公司

证券简称	总市值	流通市 值	市盈率 PE			毛利率	净利润 率	扣非净利润增 速	PEG
			TTM	17E	18E				
鹭燕医药	60.97	60.97	50.83	--	--	7.41%	1.52%	11.31%	4.49
英特集团	49.79	49.79	68.04	--	--	5.38%	1.03%	9.34%	7.29
南京医药	70.18	70.18	38.93	32.94	25.80	5.88%	0.89%	26.61%	1.46
平均	60.31	60.31				6.22%	1.15%	15.75%	4.41
柳州医药	108.10	108.10	33.67	26.31	21.30	9.41%	4.54%	55.23%	0.61

资料来源：wind，平安证券研究所

注：鹭燕医药、英特集团的毛利率、净利润率和扣非净利润率来自各公司2016年三季度；南京医药和柳州医药的毛利率、净利润率和扣非净利润率来自各公司2016年年报。

## 5.2 盈利预测

主要假设如下：

- 1、在广西省新标执行及两票制的推动下，公司 2017 年的市场份额提高；
- 2、公司基层业务开展顺利，业务量有明显提高；
- 3、公司批发业务一级代理品种 2017 年有明显增加；
- 4、柳润的 IVD 业务进展顺利，三年内达到 8 亿元/年的销售收入；
- 5、中药饮片项目 2017 年产生收入，三年内达到 0.5-1 亿元/年的收入；
- 6、DTP 药房增速达 40%以上。



图表27 主要业务及毛利率预测

单位：百万元	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
批发	6033	6932	8111	9474	11067
增速	14%	15%	17%	17%	17%
医院销售	4891	5603	6556	7670	8974
增速	17%	15%	17%	17%	17%
调拨+第三终端	1142	1329	1555	1804	2093
增速	5%	16%	17%	16%	16%
零售	468	615	800	959	1103
增速	23%	31%	30%	20%	15%
毛利率	8.7%	9.4%	9.4%	9.5%	9.5%
批发	7.1%	7.8%	7.8%	7.9%	8.0%
零售	27.9%	26.1%	25.5%	25.0%	25.0%
其他	--	17.5%	17.5%	17.5%	17.5%

资料来源：wind，平安证券研究所

**风险提示：**柳润业务推广不及预期，DTP 药房增速不及预期。

资产负债表单位：百万元

会计年度	2016A	2017E	2018E	2019E
<b>流动资产</b>	5696	6076	7329	8169
现金	1717	1716	1873	2209
应收账款	2923	3316	3998	4529
其他应收款	62	37	90	52
预付账款	129	108	181	149
存货	861	896	1183	1228
其他流动资产	864	899	1186	1231
<b>非流动资产</b>	583	571	601	612
长期投资	0	0	0	0
固定资产	369	382	396	409
无形资产	102	109	116	122
其他非流动资产	112	80	90	81
<b>资产总计</b>	6279	6647	7930	8781
<b>流动负债</b>	2980	2950	3723	3996
短期借款	263	0	0	0
应付账款	2304	2697	3182	3657
其他流动负债	413	254	542	339
<b>非流动负债</b>	61	61	61	61
长期借款	0	0	0	0
其他非流动负债	61	61	61	61
<b>负债合计</b>	3041	3012	3784	4058
少数股东权益	48	73	103	138
股本	142	142	142	142
资本公积	2189	2163	2176	2170
留存收益	858	1257	1724	2273
<b>归属母公司股东权益</b>	3190	3563	4043	4585
<b>负债和股东权益</b>	6279	6647	7930	8781

现金流量表单位：百万元

会计年度	2016A	2017E	2018E	2019E
<b>经营活动现金流</b>	108	280	165	341
净利润	344	398	467	549
折旧摊销	19	10	11	12
财务费用	7	-24	-24	-26
投资损失	0	0	0	0
营运资金变动	-273	-130	-319	-229
其他经营现金流	11	25	30	35
<b>投资活动现金流</b>	-179	-16	-45	-26
资本支出	-18	-42	-32	-32
长期投资	0	0	0	0
其他投资现金流	-161	26	-13	6
<b>筹资活动现金流</b>	1098	-265	37	20
短期借款	-418	-263	0	0
长期借款	0	0	0	0
普通股增加	30	0	0	0
资本公积增加	1595	-26	13	-6
其他筹资现金流	-110	24	24	26
<b>现金净增加额</b>	1027	-1	157	336

利润表单位：百万元

会计年度	2016A	2017E	2018E	2019E
<b>营业收入</b>	7559	8914	10438	12175
营业成本	6848	8074	9450	11018
营业税金及附加	28	27	31	37
营业费用	152	178	209	243
管理费用	129	152	177	207
财务费用	-17	-24	-24	-26
资产减值损失	16	10	10	10
公允价值变动收益	0	0	0	0
投资净收益	0	0	0	0
<b>营业利润</b>	402	498	584	686
营业外收入	5	3	3	3
营业外支出	2	2	2	2
<b>利润总额</b>	406	499	585	687
所得税	62	75	88	103
<b>净利润</b>	344	424	497	584
少数股东损益	23	25	30	35
<b>归属母公司净利润</b>	321	398	467	549
EBITDA	399	484	571	672
EPS (元)	2.26	2.80	3.28	3.86

主要财务比率

会计年度	2016A	2017E	2018E	2019E
<b>成长能力</b>	-	-	-	-
营业收入(%)	16.2	17.9	17.1	16.6
营业利润(%)	52.5	23.7	17.4	17.4
归属于母公司净利润(%)	54.1	24.1	17.3	17.4
<b>获利能力</b>				
毛利率(%)	9.4	9.4	9.5	9.5
净利率(%)	4.2	4.5	4.5	4.5
ROE(%)	10.6	11.7	12.0	12.4
ROIC(%)	25.3	24.1	25.7	25.5
<b>偿债能力</b>				
资产负债率(%)	48.4	45.3	47.7	46.2
净负债比率(%)	47.5	29.2	31.2	40.5
流动比率	1.91	2.06	1.97	2.04
速动比率	1.62	1.76	1.65	1.74
<b>营运能力</b>				
总资产周转率	1.43	1.38	1.43	1.46
应收账款周转率	2.9	2.9	2.9	2.9
应付账款周转率	3.5	3.6	3.6	3.6
<b>每股指标(元)</b>				
每股收益(最新摊薄)	2.26	2.80	3.28	3.86
每股经营现金流(最新摊薄)	0.76	1.97	1.16	2.40
每股净资产(最新摊薄)	22.41	25.03	28.40	32.21
<b>估值比率</b>				
P/E	33.7	27.1	23.1	19.7
P/B	3.4	3.0	2.7	2.4
EV/EBITDA	25.0	18.8	15.7	12.9

## 平安证券综合研究所投资评级：

### 股票投资评级：

- 强烈推荐（预计 6 个月内，股价表现强于沪深 300 指数 20%以上）
- 推 荐（预计 6 个月内，股价表现强于沪深 300 指数 10%至 20%之间）
- 中 性（预计 6 个月内，股价表现相对沪深 300 指数在±10%之间）
- 回 避（预计 6 个月内，股价表现弱于沪深 300 指数 10%以上）

### 行业投资评级：

- 强于大市（预计 6 个月内，行业指数表现强于沪深 300 指数 5%以上）
- 中 性（预计 6 个月内，行业指数表现相对沪深 300 指数在±5%之间）
- 弱于大市（预计 6 个月内，行业指数表现弱于沪深 300 指数 5%以上）

### 公司声明及风险提示：

负责撰写此报告的分析师(一人或多人)就本研究报告确认：本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格。本公司研究报告是针对与公司签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本公司研究报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。未经书面授权刊载或者转发的，本公司将采取维权措施追究其侵权责任。

证券市场是一个风险无时不在的市场。您在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。请您务必对此有清醒的认识，认真考虑是否进行证券交易。市场有风险，投资需谨慎。

### 免责条款：

此报告旨在发给平安证券股份有限公司（以下简称“平安证券”）的特定客户及其他专业人士。未经平安证券事先书面明文批准，不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容及其复印本予任何其它人。

此报告所载资料的来源及观点的出处皆被平安证券认为可靠，但平安证券不能担保其准确性或完整性，报告中的信息或所表达观点不构成所述证券买卖的出价或询价，报告内容仅供参考。平安证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负上任何责任，除非法律法规有明确规定。客户并不能仅依靠此报告而取代行使独立判断。

平安证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。报告所载资料、意见及推测仅反映分析员于发出此报告日期当日的判断，可随时更改。此报告所指的证券价格、价值及收入可跌可升。为免生疑问，此报告所载观点并不代表平安证券的立场。

平安证券在法律许可的情况下可能参与此报告所提及的发行商的投资银行业务或投资其发行的证券。

平安证券股份有限公司 2017 版权所有。保留一切权利。

## 中国平安 PINGAN

### 平安证券综合研究所

电话：4008866338

#### 深圳

深圳福田区中心区金田路 4036 号荣  
超大厦 16 楼  
邮编：518048  
传真：( 0755 ) 82449257

#### 上海

上海市陆家嘴环路 1333 号平安金融  
大厦 25 楼  
邮编：200120  
传真：( 021 ) 33830395

#### 北京

北京市西城区金融大街甲 9 号金融街  
中心北楼 15 层  
邮编：100033