

受益供应链延伸, 市占率、盈利能力同步提升

投资要点

- **事件:** 公司发布2017年一季报, 2017Q1实现收入21.6亿元(+19.7%)、归母净利润8372万元(+31%)、扣非后归母净利润8450万元(+35.7%)。
- **收入规模和盈利能力同步提升。** 1) 公司2017Q1收入增速及毛利率表现均高于行业水平: 医药流通行业增速约10%, 公司收入增速为19.7%; 医药流通毛利率水平约6-8%, 公司为9.3%(+0.18pp)。我们认为公司的高增长主要得缘于供应链延伸项目中的优先配送权在广西省的新一轮标期切换中得到体现, 在提升医院市场份额的同时增强议价能力。2) 从单季度来看, 公司2016Q4扣除财务费用后内生增长为50%, 2017Q1内生增长为35%, 连续两个季度的高增长趋势验证了新标切换对公司的业绩影响, 预计公司全年业绩增速维持35%左右。
- **已签订供应链延伸项目协议医疗机构达30余家, 将借新标切换契机进一步扩大市场份额。** 1) 公司着力打造供应链延伸服务, 拟在广西15-20家三甲医院和30-50家二甲医院实施供应链延伸项目, 目前已签订项目协议医疗机构达30家, 合作的医疗机构也按照计划逐步实施项目相关建设; 2) 医院供应链延伸服务项目的推进将提升公司与医疗机构的粘性, 广西省新标已于2017年全面切换, 并在2016Q4-2017Q1有良好的业绩体现, 公司未来有望凭借与医疗机构的高粘性获得更高的市场份额; 广西医药流通市场竞争格局良好, 公司与国药一致市占率均在30%左右, 随着两票制的执行及公司供应链延伸项目的推进, 我们认为公司未来3-5年市占率有望达到50%以上。
- **产业链延伸酝酿长期增长点, DTP药房、中药饮片、器械/耗材将逐渐释放业绩。** 公司在广西省内医疗资源丰富, 业务延展能力极强: 子公司南宁柳药47%的少数股权为广西医科大持有; 已与30余家医院签订供应链延伸项目, 未来或将扩展至50家。基于良好的医院合作关系, 公司积极推进围绕医院市场的产业链延伸。1) 加快DTP业务, 布局处方外流。截至2016年末, 桂中大药房已拥有DTP药房17家。除在原有DTP药店外, 还逐步将医院周边药店纳入DTP业务发展。2) 仙莱中药已着手生产经营工作, 产品通过公司营销网络渠道逐步在医疗机构、零售药店铺开。此外, 公司与广西医科大学制药厂共同设立的医大仙晟已取得工商营业执照, 并在南宁市经济技术开发区取得生产建设用地, 项目已完成规划设计并奠基开工。3) 广西省器械耗材市场分散, 公司携手润达医疗, 设立子公司整合IVD流通市场。我们认为公司进行纵向、横向全产业链延伸将丰富公司产品线, 后续有望借助其供应链平台快速放量, 盈利能力将提升。
- **盈利预测与投资建议。** 预计17-19年EPS为3.03元、3.84元、4.84元, 对应PE分别为24倍、19倍、15倍。看好供应链延伸业务为公司带来的医院配送份额增量, 产业链延伸酝酿新增长点, 按照PEG=1, 给予2017年35倍估值, 目标价106.05元, 维持“买入”评级。
- **风险提示:** 区域竞争或加剧的风险, 新业务推进或不及预期风险。

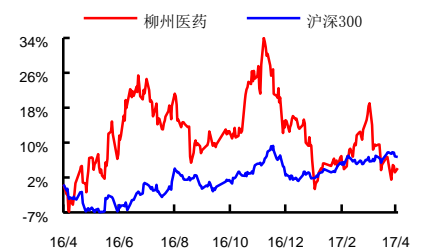
指标/年度	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	7559.40	9306.98	11099.18	13247.37
增长率	16.16%	23.12%	19.26%	19.35%
归属母公司净利润(百万元)	321.01	431.60	546.52	688.70
增长率	54.05%	34.45%	26.63%	26.02%
每股收益EPS(元)	2.26	3.03	3.84	4.84
净资产收益率ROE	10.61%	12.95%	14.71%	16.42%
PE	33	24	19	15
PB	3.26	2.96	2.65	2.35

数据来源: Wind, 西南证券

西南证券研究发展中心

分析师: 朱国广
执业证号: S1250513070001
电话: 021-68413530
邮箱: zhugg@swsc.com.cn
联系人: 张肖星
电话: 021-68415020
邮箱: zxxing@swsc.com.cn

相对指数表现



数据来源: 聚源数据

基础数据

总股本(亿股)	1.42
流通A股(亿股)	0.57
52周内股价区间(元)	67.41-95.69
总市值(亿元)	105.45
总资产(亿元)	62.79
每股净资产(元)	22.41

相关研究

1. 柳州医药(603368): 业绩超预期, 将借供应链延伸扩大市场份额 (2017-03-21)
2. 柳州医药(603368): 牵手润达医疗, 进军IVD流通市场 (2017-03-03)
3. 柳州医药(603368): 费用减少贡献高速增长, 供应链延伸提升客户粘性 (2016-10-27)
4. 柳州医药(603368): 业绩高速增长, 产业链延伸 (2016-08-18)
5. 柳州医药(603368): 致力于产业链延伸的区域医药流通龙头 (2016-06-21)

附表：财务预测与估值

利润表 (百万元)					现金流量表 (百万元)				
	2016A	2017E	2018E	2019E		2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入	7559.40	9306.98	11099.18	13247.37	净利润	343.57	461.93	584.93	737.10
营业成本	6848.28	8377.23	9952.65	11829.52	折旧与摊销	19.24	44.21	60.47	93.94
营业税金及附加	27.78	22.47	28.19	34.99	财务费用	-17.01	-8.20	-7.30	-3.65
销售费用	152.18	187.37	223.45	266.69	资产减值损失	16.33	15.00	15.00	15.00
管理费用	129.42	159.34	190.03	226.80	经营营运资本变动	-302.66	-268.95	-338.06	-359.15
财务费用	-17.01	-8.20	-7.30	-3.65	其他	48.90	-15.00	-15.00	-15.00
资产减值损失	16.33	15.00	15.00	15.00	经营活动现金流净额	108.39	229.00	300.04	468.25
投资收益	0.00	0.00	0.00	0.00	资本支出	-94.79	-30.00	-430.00	-430.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	其他	-84.21	0.00	0.00	0.00
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	-178.99	-30.00	-430.00	-430.00
营业利润	402.40	553.77	697.18	878.02	短期借款	-418.12	-63.00	0.00	76.43
其他非经营损益	3.21	2.17	2.85	2.68	长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
利润总额	405.61	555.94	700.03	880.70	股权融资	1625.27	0.00	0.00	0.00
所得税	62.04	94.00	115.10	143.60	支付股利	-85.41	-131.57	-176.90	-224.01
净利润	343.57	461.93	584.93	737.10	其他	-24.18	8.20	7.30	3.65
少数股东损益	22.56	30.33	38.41	48.40	筹资活动现金流净额	1097.56	-186.38	-169.60	-143.92
归属母公司股东净利润	321.01	431.60	546.52	688.70	现金流量净额	1026.96	12.62	-299.56	-105.68
资产负债表 (百万元)					财务分析指标				
	2016A	2017E	2018E	2019E		2016A	2017E	2018E	2019E
货币资金	1717.35	1729.97	1430.41	1324.74	成长能力				
应收和预付款项	3115.18	3666.57	4430.93	5290.46	销售收入增长率	16.16%	23.12%	19.26%	19.35%
存货	860.72	1052.89	1250.89	1486.79	营业利润增长率	52.49%	37.62%	25.90%	25.94%
其他流动资产	3.18	3.91	4.66	5.57	净利润增长率	51.86%	34.45%	26.63%	26.02%
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA 增长率	30.22%	45.76%	27.22%	29.05%
投资性房地产	0.24	0.24	0.24	0.24	获利能力				
固定资产和在建工程	371.05	360.84	734.38	1074.45	毛利率	9.41%	9.99%	10.33%	10.70%
无形资产和开发支出	102.02	99.75	97.47	95.20	三费率	3.50%	3.64%	3.66%	3.70%
其他非流动资产	109.19	107.45	105.72	103.98	净利率	4.54%	4.96%	5.27%	5.56%
资产总计	6278.93	7021.63	8054.72	9381.42	ROE	10.61%	12.95%	14.71%	16.42%
短期借款	263.00	200.00	200.00	276.43	ROA	5.47%	6.58%	7.26%	7.86%
应付和预收款项	2694.27	3164.50	3784.29	4515.18	ROIC	14.86%	17.02%	17.35%	17.33%
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA/销售收入	5.35%	6.34%	6.76%	7.31%
其他负债	83.91	89.03	94.31	100.59	营运能力				
负债合计	3041.19	3453.53	4078.60	4892.20	总资产周转率	1.43	1.40	1.47	1.52
股本	142.35	142.35	142.35	142.35	固定资产周转率	29.31	25.55	22.78	17.29
资本公积	2189.30	2189.30	2189.30	2189.30	应收账款周转率	2.88	2.96	2.96	2.94
留存收益	858.38	1158.40	1528.02	1992.72	存货周转率	8.99	8.76	8.64	8.64
归属母公司股东权益	3190.02	3490.05	3859.67	4324.36	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	109.59%	—	—	—
少数股东权益	47.72	78.05	116.46	164.86	资本结构				
股东权益合计	3237.74	3568.10	3976.13	4489.22	资产负债率	48.43%	49.18%	50.64%	52.15%
负债和股东权益合计	6278.93	7021.63	8054.72	9381.42	带息债务/总负债	8.65%	5.79%	4.90%	5.65%
					流动比率	1.91	1.90	1.77	1.68
					速动比率	1.62	1.59	1.46	1.37
					股利支付率	26.61%	30.49%	32.37%	32.53%
业绩和估值指标									
	2016A	2017E	2018E	2019E					
EBITDA	404.64	589.79	750.34	968.31	每股指标				
PE	32.85	24.43	19.30	15.31	每股收益	2.26	3.03	3.84	4.84
PB	3.26	2.96	2.65	2.35	每股净资产	22.75	25.07	27.93	31.54
PS	1.39	1.13	0.95	0.80	每股经营现金	0.76	1.61	2.11	3.29
EV/EBITDA	22.24	15.13	12.29	9.71	每股股利	0.60	0.92	1.24	1.57
股息率	0.81%	1.25%	1.68%	2.12%					

数据来源: Wind, 西南证券

分析师承诺

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，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，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获取任何形式的补偿。

投资评级说明

公司评级	买入：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 20%以上
	增持：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 10%与 20%之间
	中性：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-10%与 10%之间
	回避：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-10%以下
行业评级	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上
	跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间
	弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数-5%以下

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

本报告仅供本公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本公司或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或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、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。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告版权为西南证券所有，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。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

西南证券研究发展中心

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路166号中国保险大厦15楼

邮编：200120

北京

地址：北京市西城区金融大街35号国际企业大厦B座16楼

邮编：100033

重庆

地址：重庆市江北区桥北苑8号西南证券大厦3楼

邮编：400023

深圳

地址：深圳市福田区深南大道6023号创建大厦4楼

邮编：518040

西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	张方毅	机构销售	021-68413959	15821376156	zfyi@swsc.com.cn
	邵亚杰	机构销售	02168416206	15067116612	syj@swsc.com.cn
	郎珈艺	机构销售	021-68416921	18801762801	langjiayi@swsc.com.cn
	黄丽娟	机构销售	021-68411030	15900516330	hlj@swsc.com.cn
	欧阳倩威	机构销售	021-68416206	15601822016	oyqw@swsc.com.cn
北京	赵佳	地区销售总监	010-57631179	18611796242	zjia@swsc.com.cn
	王雨珩	机构销售	010-88091748	18811181031	wyheng@swsc.com.cn
	徐也	机构销售	010-57758595	18612694479	xye@swsc.com.cn
	任骁	机构销售	010-57758566	18682101747	rxiao@swsc.com.cn
广深	张婷	地区销售总监	0755-26673231	13530267171	zhangt@swsc.com.cn
	刘宁	机构销售	0755-26676257	18688956684	liun@swsc.com.cn
	刘予鑫	机构销售	0755-26833581	13720220576	lyxin@swsc.com.cn
	熊亮	机构销售	0755-26820395	18666824496	xl@swsc.com.cn
	刘雨阳	机构销售	0755-26892550	18665911353	liuyuy@swsc.com.cn