

日期: 2017年04月19日

行业: 医药商业



业绩增速符合预期 携手润达拓展体外诊断集成业务

分析师: 魏贇

Tel: 021-53686159

E-mail: weiyun@shzq.com

执业证书编号: S0870513090001

研究助理: 金鑫

Tel: 021-53686163

E-mail: jinxin1@shzq.com

执业证书编号: S0870116070016

基本数据 (2017Q1)

报告日股价 (元)	77.59
12mth A 股价格区间 (元)	67.41-95.69
总股本 (百万股)	142.35
无限售 A 股/总股本	40%
流通市值 (亿元)	42.51
每股净资产 (元)	23.00
PBR (X)	3.22
DPS (Y2016, 元)	无

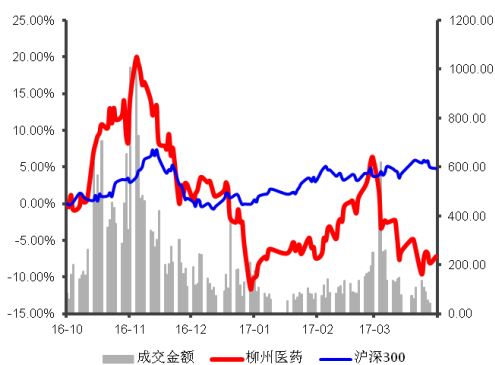
主要股东 (2017Q1)

朱朝阳	27.86%
宁波光辉嘉耀投资管理合伙企业(有限合伙)	3.81%
九泰基金-中信证券-九泰基金-慧通定增4号资产管理计划	2.55%

收入结构 (2016Y)

批发	91.8%
零售	8.1%

最近 6 个月股票与沪深 300 比较



报告编号: WY17-CT09

首次报告日期:

相关报告:

■ 公司动态事项

4月18日, 公司发布2017年一季度报告。

■ 事项点评

业绩增速符合预期, 期间费用率小幅下降

公司2017年第一季度实现营业收入21.64亿元, 同比增长19.72%, 实现归母净利润8,372.29万元, 同比增长31.03%, 业绩增速符合我们预期, 利润增速高于收入增速, 主要原因是期间费用率同比小幅下降。我们认为, 广西省自2016年12月开始执行新一轮药品集中采购, 带动药械配送行业洗牌, 公司的竞争优势在于: 1) 为广西省内医疗机构提供供应链延伸服务, 受下游医疗机构青睐, 占据更多的配送份额; 2) 同一品种一家医疗机构原则上只能由一家配送商进行配送, 公司是广西省药械流通龙头器械, 配送能力强, 具有区域竞争优势。所以, 我们认为在广西省新一轮药品集中采购执行的大背景下, 公司有望占据更多的市场份额, 带动公司业绩稳健增长。

公司2017年第一季度销售毛利率为9.31%, 同比上升0.18pp, 期间费用率为3.42%, 同比下降0.51pp, 其中销售费用率为1.88%, 同比上升0.35pp, 管理费用率为1.52%, 同比下降0.29pp, 财务费用率为0.02%, 同比上升0.13pp。

医院供应链延伸项目稳步推进

2017年第一季度, 公司与桂林市第二人民医院、广西省南溪山医院等两家三甲医院签订《战略合作协议》, 公司为医疗机构提供院内供应链管理等服务, 同时公司对医疗机构享有优先配送权, 实现双赢。根据公司2015年定增预案披露, 拟在广西15-20家三甲医院、30-50家二甲医院实施医院供应链延伸服务, 项目募集资金达10.35亿元, 建设期3年, 项目达产后可新增营业收入25亿元, 新增净利润1.07亿元。公司自2014年末启动医院供应链延伸服务项目一期, 目前公司与30家广西医疗机构签订医院供应链延伸服务项目协议。

我们认为, 公司进一步强化与医院等医疗机构的合作, 以医院为主的医疗机构可以优化信息化管理水平、提高运营效率, 公司可以占据更多的终端配送份额, 形成双赢格局。

牵手润达医疗, 拓展体外诊断集成业务, 培育新的利润增长点

2017年3月, 公司公告披露与润达医疗签署《合资经营协议》, 拟共同投资设立广西柳润医疗科技有限公司, 打造为体外诊断集成业务的优势平台, 注册资本为1亿元, 公司占51%股权。公司与润达医疗共同投

《柳州医药(603368)2016年年报点评:收入增速符合预期 医院供应链服务驱动毛利率水平增长》

——2017年03月22日

资设立子公司,公司拥有较强的区域配送能力和营销网络覆盖,润达医疗在体外诊断领域集成服务上具有丰富的管理经验,发挥各自的竞争优势共同拓展体外诊断集成业务,有利于公司拓展业务范围,培养新的利润增长点。

DTP业务有望享受政策红利

零售业务方面,公司2016年零售业务实现收入为6.15亿元,同比增长31.46%。截至2016年底,公司全资子公司桂中大药房拥有195家直营药店,其中医保门店59家;此外,桂中大药房已17家DTP药店。根据广西省卫计委2月份召开的2017年全区卫生和计划生育工作会议,2017年广西省将实现城市公立医院综合改革全覆盖,全面取消药品加成,全年全区公立医院医疗费用平均增长幅度控制在10%以下。我们认为,在取消药品加成和控制药占比的大背景下,部分处方药销售将从院内药房转向DTP药房,公司积极布局DTP业务,有望承接部分处方药销售,推动零售业务较快增长。

■ 风险提示

两票制等行业政策风险;医院供应链延伸项目进展不及预期导致毛利率下降的风险;DTP业务增速不及预期的风险

■ 投资建议

未来六个月内,维持“谨慎增持”评级

预计17、18年实现EPS为3.04、3.67元,以4月18日收盘价77.59元计算,动态PE分别为25.54倍和21.12倍。同类型可比上市公司17年市盈率中位值为27.43倍,公司市盈率略低于行业平均水平。我们认为:1)公司医院供应链延伸服务项目的进展符合预期,随着公司进一步强化与医疗机构的合作,有利于公司批发业务的收入增速、毛利率水平稳健提高;2)公司零售业务增速较快,DTP业务布局不断加码,配合公司刚投产的中药饮片生产加工项目,有利于零售业务优化产品结构,提高盈利能力;3)公司牵手润达医疗,拓展体外诊断集成业务,有望培育公司新的利润增长点。未来六个月,维持“谨慎增持”评级。

■ 数据预测与估值:

至12月31日(¥.百万元)	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入	7,559.40	8,772.20	10,182.58	11,785.75
年增长率	16.16%	16.04%	16.08%	15.74%
归属于母公司的净利润	321.01	432.43	522.98	599.36
年增长率	54.05%	34.71%	20.94%	14.61%
每股收益(元)	2.26	3.04	3.67	4.21
PER(X)	32.85	24.39	20.16	17.59

注:有关指标按当年股本摊薄

■ 附表

附表 1 损益简表及预测 (单位: 百万元人民币)

指标名称	2016A	2017E	2018E	2019E
一、营业总收入	7,559.40	8,772.20	10,182.58	11,785.75
二、营业总成本	7,156.99	8,259.83	9,566.14	11,078.84
营业成本	6,848.28	7,903.96	9,144.62	10,575.78
营业税金及附加	27.78	19.68	25.72	33.17
销售费用	152.18	178.69	206.79	238.90
管理费用	129.42	151.06	175.44	202.60
财务费用	-17.01	-8.77	-5.09	5.89
资产减值损失	16.33	15.22	18.67	22.50
三、其他经营收益	0.00	0.00	0.00	0.00
公允价值变动净收益	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	0.00	0.00	0.00	0.00
四、营业利润	402.40	512.37	616.44	706.91
加: 营业外收入	5.04	5.55	6.10	6.71
减: 营业外支出	1.84	2.02	2.22	2.44
五、利润总额	405.61	515.90	620.32	711.17
减: 所得税	62.04	83.47	97.34	111.81
六、净利润	343.57	432.43	522.98	599.36
减: 少数股东损益	22.56	0.00	0.00	0.00
归属于母公司所有者的净利润	321.01	432.43	522.98	599.36
七、摊薄每股收益 (元)	2.26	3.04	3.67	4.21

资料来源: Wind 上海证券研究所

分析师承诺

魏贇 金鑫

本人以勤勉尽责的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师的研究观点。此外，本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接相关。

公司业务资格说明

本公司具备证券投资咨询业务资格。

投资评级体系与评级定义

股票投资评级：

分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据公司基本面及（或）估值预期以报告日起6个月内公司股价相对于同期市场基准沪深300指数表现的看法。

投资评级	定义
增持	股价表现将强于基准指数 20%以上
谨慎增持	股价表现将强于基准指数 10%以上
中性	股价表现将介于基准指数±10%之间
减持	股价表现将弱于基准指数 10%以上

行业投资评级：

分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据行业历史基本面及（或）估值对所研究行业以报告日起 12 个月内的基本面和行业指数相对于同期市场基准沪深 300 指数表现的看法。

投资评级	定义
增持	行业基本面看好，行业指数将强于基准指数 5%
中性	行业基本面稳定，行业指数将介于基准指数±5%
减持	行业基本面看淡，行业指数将弱于基准指数 5%

投资评级说明：

不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准，投资者应区分不同机构在相同评级名称下的定义差异。本评级体系采用的是相对评级体系。投资者买卖证券的决定取决于个人的实际情况。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，投资者不应以分析师的投资评级取代个人的分析与判断。

免责条款

本报告中的信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性及完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对任何人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。

在法律允许的情况下，我公司或其关联机构可能会持有报告中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或财务顾问服务。

本报告仅向特定客户传送，版权归上海证券有限责任公司所有。未获得上海证券有限责任公司事先书面授权，任何机构和个人均不得对本报告进行任何形式的发布、复制、引用或转载。

上海证券有限责任公司对于上述投资评级体系与评级定义和免责条款具有修改权和最终解释权。