

# 柳州医药(603368)

## 业绩持续高速增长，受益新标收入端增速显著改善

增持(维持)

2017年08月21日

证券分析师 全铭

执业证书编号: S0600517010002  
010-66573567

[quanm@dwzq.com.cn](mailto:quanm@dwzq.com.cn)

证券分析师 焦德智

执业证书编号: S0600516120001  
[jiaodzh@dwzq.com.cn](mailto:jiaodzh@dwzq.com.cn)

盈利预测与估值	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	7559	9364	11276	13037
同比(%)	16.2%	23.9%	20.4%	15.6%
净利润(百万元)	321	416	504	585
同比(%)	54.1%	29.5%	21.3%	16.0%
ROE(%)	10.1%	11.8%	12.9%	13.5%
每股收益(元)	1.73	2.25	2.72	3.16
P/E	32	25	20	18
P/B	3.2	2.9	2.6	2.4

### 投资要点

#### 一、事件：公司发布2017年半年报

8月21日，公司发布2017年半年报，公司上半年实现营业收入44.43亿元，同比增长20.62%；实现归属母公司股东的净利润1.92亿，同比增长30.15%；实现扣非后归母净利润1.92亿，同比减少30.86%。

#### 二、我们的观点：

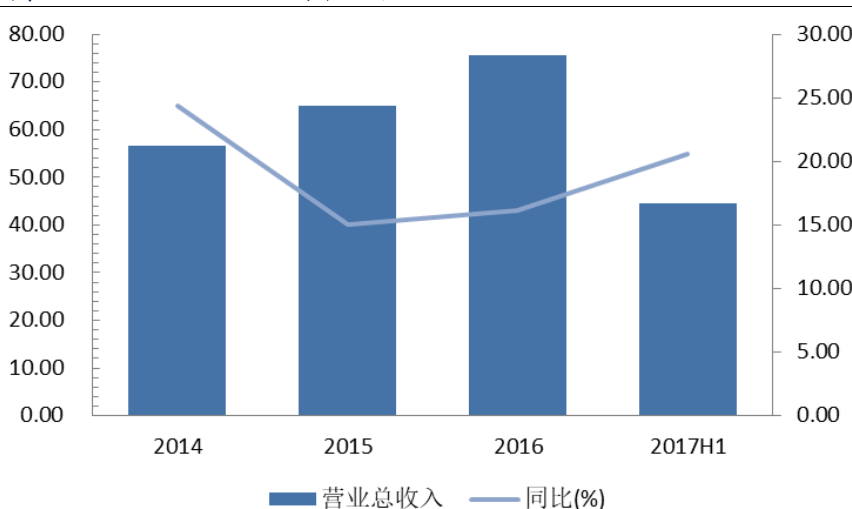
##### 1) 业绩持续高速增长，受益新标收入端增速显著改善。

受益于广西省新标，公司收入增速改善明显。

- 拆分业务来看，药品批发实现收入40.38亿(+23.37%)，药品零售实现收入3.81亿(+36.79%)。
- 拆分品类来看，药品实现收入43.05亿(+19.77%)，医疗器械实现收入1.14亿(+28.64%)。
- 拆分渠道来看，纯销渠道实现收入32.58亿(+21.16%)，调拨渠道实现收入10.85亿(+19.03%)。

目前，公司配送体系覆盖区内各主要城市，区内100%的三级医院和90%以上的二级医院。DTP药店数量达25家，覆盖南宁、柳州、桂林等9个地区。

图表1：2014-2017H1公司营业收入变化



数据来源：wind、东吴证券研究所

### 股价走势



### 市场数据

收盘价(元)	55.38
一年最低/最高价	48.55/73.91
市净率(倍)	3.12
流通A股市值(亿元)	41.31

### 基础数据

每股净资产(元)	17.74
资本负债率(%)	49.92
总股本(亿股)	1.85
流通A股(亿股)	0.75

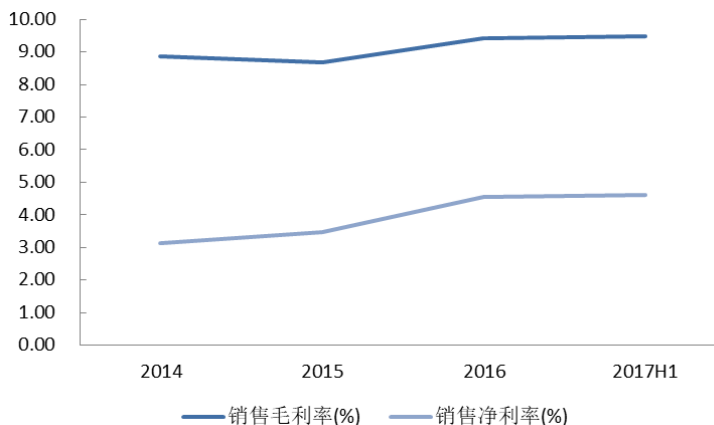
### 相关研究

1、柳州医药：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-20170330

## 2) 毛利率、净利率持续提升，经营效率持续高效。

公司毛利率 9.47% (+0.43pp)，销售净利率 4.62% (+0.32pp)，公司经营效率持续高效。

图表 2: 2014-2017H1 毛利率、净利率变化



数据来源: wind 资讯, 东吴证券研究所

## 3) 短期受益于广西省新一轮招标，长期看好公司供应链延伸服务能力和医疗器械整合能力。

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 2016 年公司的营业收入，在广西省的市占率 27% 左右，2017 年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 41 家中高端医疗机构签订医院供应链延伸服务项目协议并逐步实施合作项目。

器械整合方面，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。

## 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 2.25 元、2.72 元和 3.16 元，对应 PE 分别为 25 倍、20 倍和 18 倍。我们认为公司受益于广西省新一轮招标，盈利增长点多，对公司维持“增持”评级。

## 四、风险提示：

行业政策变化风险、药品降价的风险。

柳州医药三大财务预测表 (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
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)	1.73	2.25	2.72	3.16
其他	7	7	7	7					
负债合计	2909	3246	3837	4343	<b>主要财务比率</b>	<b>2016</b>	<b>2017E</b>	<b>2018E</b>	<b>2019E</b>
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%
<b>现金流量表</b>	<b>2016</b>	<b>2017E</b>	<b>2018E</b>	<b>2019E</b>	净利率	4.5%	4.8%	4.8%	4.8%
经营活动现金流	110	194	262	401	ROE	10.1%	11.8%	12.9%	13.5%
净利润	344	445	540	626	ROIC	22.0%	21.8%	23.5%	24.3%
折旧摊销	19	61	61	52	资产负债率	47.3%	47.5%	48.9%	49.1%
财务费用	7	-28	-35	-41	净负债比率	8.1%	0.0%	0.0%	0.0%
投资损失	0	0	0	0	流动比率	1.9	2.0	1.9	2.0
营运资金变动	1288	163	500	558	速动比率	1.6	1.6	1.6	1.6
其它	-1548	-448	-803	-795	总资产周转率	1.2	1.4	1.4	1.5
投资活动现金流	-179	3	3	3	应收帐款周转率	2.5	2.6	2.6	2.7
资本支出	0	0	0	0	应付帐款周转率	2.9	2.9	2.9	2.9
其他	-179	3	3	3	每股经营现金	0.77	1.36	1.84	2.82
筹资活动现金流	1098	-332	-82	-96	每股净资产	22.41	24.65	27.37	30.52
短期借款	0	-263	0	0	P/E	32	25	20	18
长期借款	0	-69	-82	-96	P/B	3.2	2.9	2.6	2.4
其他	1098	0	0	0	EV/EBITDA	16.3	11.7	9.7	8.2
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 个月内,行业指数相对强于大盘 5%以上;

中性: 预期未来 6 个月内,行业指数相对大盘-5%与 5%;

减持: 预期未来 6 个月内,行业指数相对弱于大盘 5%以上。

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>