



分析师：魏贇

Tel: 021-53686159

E-mail: weiyun@shzq.com

SAC 证书编号：S0870513090001

研究助理：金鑫

Tel: 021-53686163

E-mail: jinxin1@shzq.com

SAC 证书编号：S0870116070016

基本数据 (2017Q2)

报告日股价 (元)	55.38
12mth A 股价格区间 (元)	50.16-95.69
总股本 (百万股)	185.05
无限售 A 股/总股本	40%
流通市值 (亿元)	41.31
每股净资产 (元)	17.74
PBR (X)	3.12
DPS (Y2016, 元)	10 转 3 派 7.00

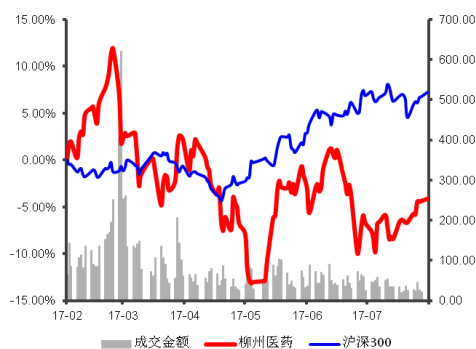
主要股东 (2017Q2)

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-CT33

首次报告日期：2017 年 03 月 22 日

相关报告：

《柳州医药 (603368) 2017 年一季报点评：业绩增速符合预期 携手润达拓展体外诊断集成业务》

——2017 年 04 月 19 日

业绩保持较快增速 供应链延伸服务持续推进

■ 公司动态事项

8月22日，公司发布2017年中报。

■ 事项点评

收入维持较快增速，与公司签订供应链延伸服务的机构数同比翻倍

公司2017年H1实现营业收入44.43亿元，同比增长20.62%，与第一季度收入增速持平。其中，医院销售业务实现收入33.58亿元，同比增长21.16%，公司上半年继续推进医院供应链延伸服务项目，截至2017年6月底，公司已签订项目协议的医疗机构达41家，同比增长141.2%。公司积极开展医院供应链延伸服务，一方面可以强化与医疗机构之间的合作关系，进而扩大市场份额，另一方面可以在供应链延伸服务的基础上同步开展器械（耗材）智能化管理、医院信息系统研发等业务，体现了公司多元化、多层次的综合性现代医药物流服务能力。我们认为，随着与公司签订项目协议的医疗机构数量增加，公司不断提升与医疗机构之间的服务、合作关系，长期来看为公司提升市场份额打好基础，公司有望维持较快的医院销售业务收入增速。

利润增速高于收入增速，毛利率水平小幅上升

公司2017年H1实现归母净利润1.92亿元，同比增长30.15%，利润增速高于收入增速，主要原因是销售毛利率小幅提升、销售费用率、管理费用率小幅下降等因素。公司2017年H1销售毛利率为9.47%，同比上升0.43pp，我们认为，随着广西省新标执行、公司推进供应链延伸服务等，公司将进一步强化广西省药械流通龙头的市场地位，进而提高公司对上游的议价能力，叠加公司持续发展DTP业务、中药饮片业务、与润达医疗共同推进检验试剂业务等因素，毛利率水平有望保持甚至继续提升。

公司2017年H1期间费用率为3.43%，同比下降0.18pp，其中销售费用率、管理费用率、财务费用率分别为1.88%、1.53%、0.02%，同比分别下降0.19pp、下降0.23pp、上升0.24pp。

药品零售业务增速较快，继续加码 DTP 业务、中药饮片业务

公司2017年H1药品零售业务实现收入3.81亿元，同比增长36.79%。截至2017年6月底，公司全资子公司桂中大药房拥有直营药店227家（+25.4%），医保门店比例为45.4%（+14.4pp），门店数、医保门店比例均较快提升。此外，公司加快区域DTP布局，DTP药店数量达25家（+66.7%），同时加强与供应商的合作，进一步丰富DTP

《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

药店品种，满足患者的个性化用药和自费药品需求。

中药饮片业务方面，子公司仙莱中药已生产加工中药材品种350余个，通过公司和桂中大药房的销售渠道和客户资源，加快仙莱产品在医疗机构、连锁药店的推广，仙莱中药2017年H1实现净利润147.07万元，较上年同期已明显改善，逐步实现盈利。

我们认为，随着公司直营药店数量、医保门店比例不断提高，药品零售业务收入将保持较高增速，同时公司加快DTP业务布局、中医药产业布局等因素，有望提高药品零售业务的盈利能力，为公司业绩增长提供推动力。

■ 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，维持“谨慎增持”评级

预计17、18年实现EPS为2.22、2.67元，以8月21日收盘价55.38元计算，动态PE分别为24.97倍和20.77倍。同类型可比上市公司17年市盈率中位值为24.85倍，公司市盈率略高于行业平均水平。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，有利于公司医院销售业务的收入增速、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	9,084.15	10,679.38	12,352.10
年增长率	16.16%	20.17%	17.56%	15.66%
归属于母公司的净利润	321.01	410.49	493.40	578.90
年增长率	54.05%	27.87%	20.20%	17.33%
每股收益 (元)	1.73	2.22	2.67	3.13
PER (X)	31.92	24.97	20.77	17.70

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)

资产负债表 (单位: 百万元)					利润表 (单位: 百万元)				
指标	2016A	2017E	2018E	2019E	指标	2016A	2017E	2018E	2019E
货币资金	1,717	1,999	2,029	2,223	营业收入	7,559	9,084	10,679	12,352
存货	861	895	1,189	1,228	营业成本	6,848	8,216	9,634	11,112
应收账款及票据	2,986	3,450	4,137	4,648	营业税金及附加	28	20	27	35
其他	133	100	182	150	营业费用	152	171	201	238
流动资产合计	5,696	6,443	7,537	8,249	管理费用	129	139	163	196
长期股权投资	0	0	0	0	财务费用	(17)	3	9	13
固定资产	369	476	614	755	资产减值损失	16	16	20	24
在建工程	2	2	2	2	投资收益	0	0	0	0
无形资产	102	99	97	94	公允价值变动损益	0	0	0	0
其他	109	53	53	63	营业利润	402	520	626	734
非流动资产合计	583	631	767	914	营业外收支净额	3	0	0	0
资产总计	6,279	7,074	8,304	9,164	利润总额	406	520	626	734
短期借款	263	371	500	533	所得税	62	80	96	112
应付账款及票据	2,622	2,917	3,614	3,964	净利润	344	440	530	622
其他	96	85	89	100	少数股东损益	23	29	35	41
流动负债合计	2,980	3,373	4,203	4,597	归属母公司股东净利润	321	411	495	581
长期借款和应付债券	0	0	0	0	财务比率分析				
其他	61	57	60	59	指标	2016A	2017E	2018E	2019E
非流动负债合计	61	57	60	59	总收入增长率	16.16%	20.17%	17.56%	15.66%
负债合计	3,041	3,430	4,263	4,656	EBITDA 增长率	29.80%	34.52%	22.17%	18.22%
少数股东权益	48	68	103	144	EBIT 增长率	29.43%	35.57%	21.50%	17.71%
股东权益合计	3,238	3,601	3,998	4,465	净利润增长率	54.05%	28.16%	20.39%	17.28%
负债和股东权益总计	6,279	7,031	8,261	9,121					
现金流量表 (单位: 百万元)					毛利率	22.02%	28.27%	28.50%	29.06%
指标	2016A	2017E	2018E	2019E	EBITDA/总收入	5.27%	5.90%	6.14%	6.27%
净利润	344	411	495	581	EBIT/总收入	5.10%	5.75%	5.94%	6.05%
折旧和摊销	19	14	20	27	净利润率	4.25%	4.53%	4.64%	4.70%
营运资本变动	(273)	(163)	(354)	(160)					
经营活动现金流	108	294	206	503	资产负债率	48.43%	48.79%	51.60%	51.05%
					流动比率	1.91	1.91	1.79	1.79
资本支出	(18)	(118)	(156)	(165)	速动比率	1.62	1.64	1.51	1.53
投资收益	0	0	0	0					
投资活动现金流	(179)	(84)	(162)	(173)	总资产回报率 (ROA)	5.47%	6.22%	6.38%	6.78%
股权融资	30	43	0	0	净资产收益率 (ROE)	10.06%	11.64%	12.71%	13.44%
负债变化	0	0	0	0					
股息支出	(100)	(115)	(139)	(163)	EV/营业收入	1.6	1.3	1.0	0.8
融资活动现金流	1,098	71	(13)	(135)	EV/EBITDA	25.0	16.1	13.4	11.2
净现金流	1,027	281	31	194	PE	31.9	24.9	20.7	17.6
					PB	3.2	2.9	2.6	2.4

数据来源: 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 $\pm 10\%$ 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 $\pm 5\%$
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。