

**2017年前三季度业绩 26%增长，受益于各板块齐发力**

2017.10.25

唐爱金(分析师)	冯俊曦(研究助理)
电话: 020-88836115	020-88836115
邮箱: tangajj@gzgzhs.com.cn	Fengjx@gzgzhs.com.cn
执业编号: A1310516100001	

**强烈推荐**

现价:	58.30
目标价:	75.75
股价空间:	30%

**医药生物行业**
**事件:**

2017年10月25日，公司发布三季度业绩报告：2017年前三季度公司实现营业收入70.24亿元，同比增长24.56%；实现归母净利润2.90亿元，同比增长26.03%。其中，2017年Q3公司实现营收25.82亿元，同比增长31.98%，实现归母净利润0.98亿元，同比增长18.67%。

**点评:**

● **“药品+器械+工业”各板块运营良好,17年前三季度营收同比增长24.56%:**  
 2017年前三季度公司实现营收70.24亿元，同比增长24.56%（2017年Q3营收同比增长31.98%）。按照药品流通、器械流通、医药工业各板块的营收占比进行测算，药品批发、药品零售、器械流通同比增长分别为20%-22%、35%-40%、35%-40%，流通业务增速持续高于行业，各板块业务运营良好。

● **2017年前三季度整体毛利率约9.41%，整体毛利率持续稳步上升:**  
 2017年前三季度公司整体毛利率约为9.41%，与2016年同期相比提升了0.18个点，2017年Q3整体毛利率约9.3%，与2016年Q3相比提升了0.29个点，整体毛利率的提升主要得益于药品零售、器械流通、医药工业等高毛利率板块销售集中放量。

● **2017第三季度销售费用和资产减值同比略有增长，不碍业绩持续高增长:**  
 2017年Q3公司销售费用和资产减值略有增长，销售费用从2016年Q3的3476万元增长到5402万元，资产减值从2016年Q3的302万元增长到2017年Q3的968万元。其中，销售费用增长是零售等业务扩张需求所致，未来零售业务规模扩大会抵消短期费用影响；资产减值增长是由于应收账款账龄增长所致，公司多数业务来源于三甲医院，基本不会形成坏账，短期资产减值仅是会计记账方式所致，不影响未来公司业绩持续高增长。

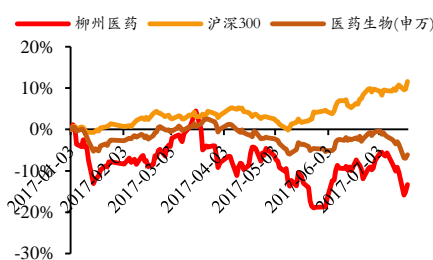
● **未来看好“药品+器械+工业”各板块持续释放业绩，驱动公司高成长:**  
 在药品流通方面，供应链延伸和两票制持续推进，利好药品流通增速稳定；器械流通方面，公司通过与润达的合作，有望在2018年迅速切入广西20-30亿的IVD流通市场；医药工业方面，中药饮片产能当前仍没达到产能瓶颈（产能至少1.5-2亿以上），借助公司成熟的终端渠道，其销售有望持续高增长。因此，基于当前“药品+器械+工业”各项业务，我们看好各业务版块持续释放业务，驱动公司高成长。

● **盈利预测与估值:**  
 以公司现有业务情况，我们测算公司17-19年EPS分别为2.26、3.03、3.99元，对应25、19、15倍PE，维持“强烈推荐”评级。

● **风险提示:** 公司项目落地低于预期；国家政策变化风险；市场竞争加剧。

主要财务指标	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入	7559.40	9217.02	11500.75	14107.52
同比(%)	16.16%	21.93%	24.78%	22.67%
归属母公司净利润	321.01	418.58	559.91	737.99
同比(%)	54.05%	30.39%	33.76%	31.81%
每股收益(元)	1.73	2.26	3.03	3.99
P/E	25.85	25.77	19.27	14.62
P/B	2.60	3.07	2.75	2.39
EV/EBITDA	-1.37	16.51	12.59	9.55

敬请参阅最后一页重要声明

**行业指数走势**

**股价表现**

涨跌(%)	1M	3M	6M
柳州医药	-6.45	-9.47	-2.21
医药生物	4.95	8.24	12.03
沪深300	-4.14	-4.38	-0.93

**基本资料**

总市值(亿元)	108
总股本(亿股)	1.85
流通股比例	40.5%
资产负债率	52.46%
大股东	朱朝阳
大股东持股比例	27.86%

**相关报告**

- 广证恒生-柳州医药(603368)-17年H1业绩30%高增长，受益业务规模扩张+毛利率提升-2017.07.19
- 广证恒生-柳州医药(603368)-深度报告-“药品+器械+工业”集中释放业绩，驱动公司高成长-2017.6.8
- 广证恒生-柳州医药(603368)-深度报告-内生增长强劲的区域性医药流通龙头-2017.4.25
- 广证恒生-业绩点评-柳州医药(603368)-17年Q1业绩31%高增长，受益流通业务扩大+毛利率提升-2017.04.17
- 广证恒生-公告点评-柳州医药(603368)-公司债核准发行，进一步拓宽融资渠道利好业务扩展-2017.04.11
- 广证恒生-医药流通专题报告-从美国三巨头发展路径解析流通整合致胜三策略-2017.02.07

证券研究报告



附录：公司财务预测表

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2016	2017E	2018E	2019E	会计年度	2016	2017E	2018E	2019E
<b>流动资产</b>	5696.43	6694.22	7749.56	9169.79	<b>营业收入</b>	7559.40	9217.02	11500.75	14107.52
现金	1717.35	2028.52	1820.39	1977.07	营业成本	6848.28	8346.55	10364.18	12646.90
应收账款	2903.15	3425.49	4345.53	5286.77	营业税金及附加	27.78	31.34	39.10	47.97
其它应收款	20.31	42.35	41.87	58.09	营业费用	152.18	173.28	216.21	265.22
预付账款	129.44	140.97	185.47	219.96	管理费用	129.42	140.10	174.81	214.43
存货	860.72	989.70	1265.78	1522.10	财务费用	-17.01	-6.04	-3.68	-4.86
其他	65.45	67.19	90.51	105.80	资产减值损失	16.33	1.84	2.30	2.82
<b>非流动资产</b>	582.50	613.89	732.11	834.93	公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00
长期投资	0.00	0.00	0.00	0.00	投资净收益	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产	368.56	408.68	480.81	554.97	<b>营业利润</b>	402.40	529.95	707.82	935.04
无形资产	102.02	121.59	149.67	181.90	营业外收入	5.04	6.20	5.62	5.91
其他	111.92	83.62	101.63	98.06	营业外支出	1.84	2.51	2.17	2.34
<b>资产总计</b>	6278.93	7308.11	8481.67	10004.71	<b>利润总额</b>	405.61	533.64	711.27	938.62
<b>流动负债</b>	2980.20	3661.56	4378.96	5261.20	所得税	62.04	82.44	109.88	144.52
短期借款	263.00	472.06	367.53	419.80	<b>净利润</b>	343.57	451.21	601.39	794.09
应付账款	2303.81	2790.12	3475.59	4234.37	少数股东损益	22.56	32.63	41.49	56.10
其他	413.39	399.38	535.85	607.04	<b>归属母公司净利润</b>	321.01	418.58	559.91	737.99
<b>非流动负债</b>	60.99	57.25	60.05	59.43	EBITDA	414.87	564.58	751.90	986.17
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	EPS ( 摊薄 )	1.73	2.26	3.03	3.99
其他	60.99	57.25	60.05	59.43					
<b>负债合计</b>	3041.19	3718.81	4439.02	5320.64					
少数股东权益	47.72	80.34	121.83	177.93					
股本	142.35	185.05	185.05	185.05					
资本公积	2189.30	2146.59	2118.83	2091.08					
留存收益	858.38	1177.31	1616.94	2230.02					
归属母公司股东权益	3190.02	3508.96	3920.82	4506.15					
<b>负债和股东权益</b>	6278.93	7308.11	8481.67	10004.71					

现金流量表					主要财务比率				
单位:百万元					会计年度				
会计年度	2016	2017E	2018E	2019E	2016	2017E	2018E	2019E	
<b>经营活动现金流</b>	108.39	274.94	199.60	409.92	<b>成长能力</b>				
净利润	343.57	418.58	559.91	737.99	营业收入增长率	16.16%	21.93%	24.78%	22.67%
折旧摊销	19.24	36.98	44.30	52.42	营业利润增长率	52.49%	31.70%	33.56%	32.10%
财务费用	-17.01	-6.04	-3.68	-4.86	归属于母公司净利润增长率	54.05%	30.39%	33.76%	31.81%
投资损失	0.00	0.00	0.00	0.00	<b>获利能力</b>				
营运资金变动	-277.06	-212.39	-440.75	-433.34	毛利率	9.41%	9.44%	9.88%	10.35%
其它	39.64	37.82	39.82	57.71	净利率	4.54%	4.90%	5.23%	5.63%
<b>投资活动现金流</b>	-178.99	-79.23	-158.84	-157.71	ROE	13.96%	12.26%	14.67%	16.91%
资本支出	-127.33	-78.50	-110.13	-124.58	ROIC	9.69%	11.19%	13.93%	16.01%
长期投资	51.72	25.86	-12.93	6.46	<b>偿债能力</b>				
其他	-103.38	-26.58	-35.78	-39.59	资产负债率	48.43%	50.89%	52.34%	53.18%
<b>筹资活动现金流</b>	1097.56	115.46	-248.89	-95.54	净负债比率	8.65%	12.69%	8.28%	7.89%
短期借款	-418.12	209.06	-104.53	52.27	流动比率	191.14%	182.82%	176.97%	174.29%
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	速动比率	162.26%	155.79%	148.07%	145.36%
普通股增加	29.85	42.70	0.00	0.00	<b>营运能力</b>				
资本公积金增加	1595.42	-42.70	-27.76	-27.76	总资产周转率	142.85%	135.67%	145.67%	152.63%
其他	-109.59	-93.60	-116.60	-120.05	应收账款周转率	288.47%	291.28%	295.99%	292.92%
<b>现金净增加额</b>	1026.96	311.17	-208.13	156.67	应付账款周转率	320.18%	327.71%	330.82%	328.07%

每股指标 (元)				
每股收益(最新摊薄)	1.73	2.26	3.03	3.99
每股经营现金流(最新摊薄)	76.14%	148.58%	107.86%	221.52%
每股净资产(最新摊薄)	2241.00%	1896.22%	2118.79%	2435.10%
<b>估值比率</b>				
P/E	25.85	25.77	19.27	14.62
P/B	2.60	3.07	2.75	2.39
EV/EBITDA	(1.37)	16.51	12.59	9.55

数据来源：港澳资讯，公司公告，广证恒生

**广证恒生：**

地 址：广州市天河区珠江西路 5 号广州国际金融中心 4 楼  
电 话：020-88836132, 020-88836133  
邮 编：510623

**股票评级标准：**

强烈推荐：6 个月内相对强于市场表现 15% 以上；  
谨慎推荐：6 个月内相对强于市场表现 5%—15%；  
中 性：6 个月内相对市场表现在-5%—5%之间波动；  
回 避：6 个月内相对弱于市场表现 5% 以上。

**分析师承诺：**

本报告作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰、准确地反映了作者的研究观点。在作者所知情的范围内，公司与所评价或推荐的证券不存在利害关系。

**重要声明及风险提示：**

我公司具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供广州广证恒生证券研究所有限公司的客户使用。

本报告中的信息均来源于已公开的资料，我公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，不保证该信息未经任何更新，也不保证我公司做出的任何建议不会发生任何变更。在任何情况下，报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或询价。在任何情况下，我公司不就本报告中的任何内容对任何投资做出任何形式的担保。我公司已根据法律法规要求与控股股东（广州证券股份有限公司）各部门及分支机构之间建立合理必要的信息隔离墙制度，有效隔离内幕信息和敏感信息。在此前提下，投资者阅读本报告时，我公司及其关联机构可能已经持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，或者可能正在为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。法律法规政策许可的情况下，我公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。我公司的关联机构或个人可能在本报告公开前已经通过其他渠道独立使用或了解其中的信息。本报告版权归广州广证恒生证券研究所有限公司所有。未获得广州广证恒生证券研究所有限公司事先书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“广州广证恒生证券研究所有限公司”，且不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。

市场有风险，投资需谨慎。