

柳州医药（603368）

公司研究/简评报告

受益广西新标及两票制，Q3 营收大幅提升

简评报告/医药

2017 年 10 月 26 日

一、事件概述

10 月 26 日，公司发布 2017 年三季报：前三季度营收、归母净利润、扣非净利润分别为 70.24 亿、2.90 亿、2.89 亿，同比增长 24.56%、26.03%、26.67%，EPS 为 1.69 元，符合我们的预期。销售费用、管理费用、财务费用分别为 1.37 亿、1.07 亿、514 万，同比增长 23.52%、7.23%、139.18%。

二、分析与判断

➤ 受益广西新标执行及两票制，医院份额提升带动收入高增长

单季度看，第三季度公司实现营收 25.82 亿，同比增长 31.98%；归母净利润 0.98 亿，同比增长 18.67%，公司历史季度收入增速在 20% 上下，三季度增速明显提升，毛利率也提升 0.3pct 至 9.30%，我们分析主要原因是配送终端覆盖的扩大和零售业务扩张所致，其中配送终端覆盖面扩大得益于广西省药品新标执行以及两票制实施，公司配送市场份额提高。在核心业务医院销售板块，公司已与广西区内 100% 的三级医院、90% 以上的二级医院建立稳定合作，上半年已实现收入 33.6 亿，同比增长 21%，全年增速将加快。零售端高增长也带动了整体增速的提升，公司旗下桂中大药房作为广西连锁药店的龙头，通过自建和并购迅速扩张门店，上半年新增直营门店 32 家，总数达到 227 家，上半年营收增速 37%，预计前三季度增速或超过 40%。

➤ 计提资产减值损失与财务费用增加导致净利润增速下滑，均为暂时影响

医院覆盖面的提升、业务规模的扩大在另一方面也使得公司应收账款计提的坏账损失增加，Q1-Q3 公司资产减值损失达到 1926 万元，同比增加 37.55%，同时财务费用同比增加 139.18%，达到 514 万元，主要是银行贷款利息增加所致。两者是导致净利润增速低于历史同期的主要原因。预计随着年底应收账款的清账以及理财收益增加，利润增速将有所恢复。此外，公司经营现金流净额为-9.5 亿元（+107%），主要是业务规模扩大导致支付货款及税费增加所致；投资现金流净额为-1.19 亿（+32.75%），主要是由于医大仙晟厂房、南宁中药煎煮中心等项目在建及医院供应链延伸项目购置增加所致。主要财务数据和指标变化表明公司经营稳健，各项目推进顺利。

➤ 上下游产业链深度拓展，竞争优势逐渐凸显

在与上游供应商合作方面，公司与生产企业的合作数量和深度进一步扩大，目前上游供应商超过 2000 家，经营品种超过 2 万个，保证公司在新一轮招标中较高的品种满足率；在下游供应链延伸方面，公司已与区内 41 家中高端医疗机构签订医院供应链延伸服务项目协议，未来有望扩张到自治区内 15-20 家三甲医院和 30-50 家二甲医院。

三、盈利预测与投资建议

公司区域聚焦优势明显，医院终端份额不断提升，预计 17-19 年 EPS 分别为 2.29、2.90、3.53 元；对应 PE 分别为 26X、20X 和 17X，维持“强烈推荐”评级。

四、风险提示：

门店扩张低于预期；医院供应链延伸服务项目推进低于预期。

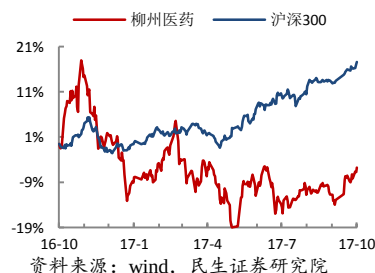
强烈推荐 维持评级

合理估值： 69.23—74.76 元

交易数据 2017-10-25

收盘价（元）	58.30
近 12 个月最高/最低（元）	95.06/50.16
总股本（百万股）	185
流通股本（百万股）	75
流通股比例（%）	40%
总市值（亿元）	108
流通市值（亿元）	43

该股与沪深 300 走势比较



分析师：肖汉山

执业证号： S0100517080005

电话： 021-60876722

邮箱： xiaohanshan@mszq.com

研究助理：蔡明子

执业证号： S0100116010026

电话： 021-60876731

邮箱： caimingzi@mszq.com

相关研究

1. 柳州医药（603368）：上下游产业链布局加快，经营业绩稳健增长 20170822

盈利预测与财务指标

项目/年度	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入 (百万元)	7,559	9,194	11,204	13,594
增长率 (%)	16.2%	21.6%	21.9%	21.3%
归属母公司股东净利润 (百万元)	321	424	537	654
增长率 (%)	54.1%	32.1%	26.7%	21.7%
每股收益 (元)	2.26	2.29	2.90	3.53
PE (现价)	25.9	25.5	20.1	16.5
PB	2.6	3.0	2.6	2.2

资料来源：公司公告、民生证券研究院

公司财务报表数据预测汇总

利润表 (百万元)	2016	2017E	2018E	2019E
营业总收入	7,559	9,194	11,204	13,594
营业成本	6,848	8,288	10,078	12,225
营业税金及附加	28	29	36	44
销售费用	152	189	227	273
管理费用	129	159	194	235
EBIT	402	528	669	818
财务费用	(17)	(14)	(19)	(22)
资产减值损失	16	0	0	0
投资收益	0	0	0	0
营业利润	402	542	689	840
营业外收支	3	5	5	4
利润总额	406	547	693	844
所得税	62	85	107	131
净利润	344	462	586	713
归属于母公司净利润	321	424	537	654
EBITDA	421	561	703	853

资产负债表 (百万元)	2016	2017E	2018E	2019E
货币资金	1717	2047	2234	2475
应收账款及票据	2965	3330	4119	5072
预付款项	129	133	161	196
存货	861	954	1187	1474
其他流动资产	3	3	3	3
流动资产合计	5696	6517	7766	9295
长期股权投资	0	0	0	0
固定资产	369	371	386	399
无形资产	102	118	136	152
非流动资产合计	583	568	593	610
资产合计	6279	7085	8359	9904
短期借款	263	263	263	263
应付账款及票据	2599	2943	3606	4408
其他流动负债	0	0	0	0
流动负债合计	2980	3323	4011	4843
长期借款	0	0	0	0
其他长期负债	61	61	61	61
非流动负债合计	61	61	61	61
负债合计	3041	3384	4072	4904
股本	142	185	185	185
少数股东权益	48	86	135	194
股东权益合计	3238	3701	4287	5000
负债和股东权益合计	6279	7085	8359	9904

资料来源：公司公告、民生证券研究院

主要财务指标	2016	2017E	2018E	2019E
成长能力				
营业收入增长率	16.2%	21.6%	21.9%	21.3%
EBIT 增长率	30.3%	31.5%	26.7%	22.2%
净利润增长率	54.1%	32.1%	26.7%	21.7%
盈利能力				
毛利率	9.4%	9.9%	10.1%	10.1%
净利率	4.2%	4.6%	4.8%	4.8%
总资产收益率 ROA	5.1%	6.0%	6.4%	6.6%
净资产收益率 ROE	10.1%	11.7%	12.9%	13.6%
偿债能力				
流动比率	1.9	2.0	1.9	1.9
速动比率	1.6	1.7	1.6	1.6
现金比率	0.6	0.6	0.6	0.5
资产负债率	48.4%	47.8%	48.7%	49.5%
经营效率				
应收账款周转天数	126.5	130.0	132.0	134.0
存货周转天数	40.6	42.0	43.0	44.0
总资产周转率	1.4	1.4	1.5	1.5
每股指标 (元)				
每股收益	2.3	2.3	2.9	3.5
每股净资产	22.4	19.5	22.4	25.9
每股经营现金流	0.8	1.9	1.4	1.6
每股股利	0.0	0.0	0.0	0.0
估值分析				
PE	25.9	25.5	20.1	16.5
PB	2.6	3.0	2.6	2.2
EV/EBITDA	22.2	16.1	12.5	10.1
股息收益率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%

现金流量表 (百万元)	2016	2017E	2018E	2019E
净利润	344	462	586	713
折旧和摊销	36	33	34	35
营运资金变动	(276)	(148)	(374)	(455)
经营活动现金流	108	354	252	301
资本开支	127	12	52	45
投资	(52)	(1)	(3)	(3)
投资活动现金流	(179)	(13)	(54)	(48)
股权募资	1,625	1	0	0
债务募资	(418)	0	0	0
筹资活动现金流	1,098	(11)	(11)	(11)
现金净流量	1,027	330	186	242

分析师与研究助理简介

肖汉山，分析师，毕业于中国科学院遗传与发育生物学研究所，先后就职于华泰证券、天风证券，2017年7月加入民生证券。

蔡明子，研究助理，澳门科技大学金融硕士，2015年9月加入民生证券。

分析师承诺

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数涨跌幅为基准。	强烈推荐	相对沪深 300 指数涨幅 20%以上
	谨慎推荐	相对沪深 300 指数涨幅介于 10%~20%之间
	中性	相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10%之间
	回避	相对沪深 300 指数下跌 10%以上
行业评级标准		
以报告发布日后的 12 个月内行业指数的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数涨跌幅为基准。	推荐	相对沪深 300 指数涨幅 5%以上
	中性	相对沪深 300 指数涨幅介于-5%~5%之间
	回避	相对沪深 300 指数下跌 5%以上

民生证券研究院：

北京：北京市东城区建国门内大街28号民生金融中心A座17层； 100005

上海：上海市浦东新区世纪大道1168号东方金融广场B座2101； 200122

深圳：深圳市福田区深南大道 7888 号东海国际中心 A 座 28 层； 525000

免责声明

本报告仅供民生证券股份有限公司（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。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。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，在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、推测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。本公司也不对因客户使用本报告而导致的任何可能的损失负任何责任。

本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。

本公司在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或参与本报告所提及的公司的金融交易，亦可向有关公司提供或获取服务。本公司的一位或多位董事、高级职员或/和员工可能担任本报告所提及的公司的董事。

本公司及公司员工在当地法律允许的条件下可以向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务以及顾问、咨询业务在内的服务或业务支持。本公司可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。

未经本公司事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播本报告。本公司版权所有并保留一切权利。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。