谨慎增持 ——维持

日期：2018 年 02 月 08 日
行业：医药商业

业绩维持较快增长 持续拓展供应链延伸服务

分析师： 魏赟
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（2017Q3）

报告日股价（元）	40.51
12mth A 股价格区间（元）	40.04-84.85
总股本（百万股）	185.05
无限售 A 股/总股本	79%
流通市值（亿元）	59.25
每股净资产（元）	18.26
PBR（X）	2.22
DPS（Y2016，元）	10 转 3 派 7.00

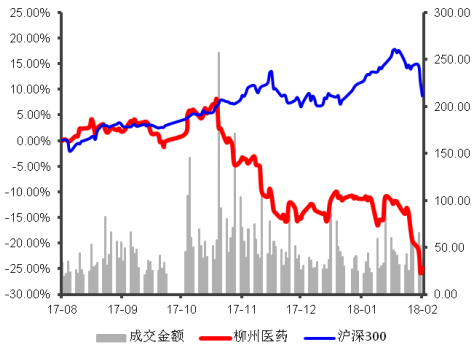
主要股东（2017Q3）

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：JX18-CT03
首次报告日期：

相关报告：
《柳州医药（603368）2017 年中报点评：业绩保持较快增速 供应链延伸服务持续推进》
——2017 年 08 月 22 日

■ 公司动态事项

2月8日，公司发布2017年度业绩快报。

■ 事项点评

业绩基本符合预期，下半年收入增速高于上半年

公司2017年实现营业收入94.43亿元，同比增长24.92%，略超预期，其中2017年Q4实现营业收入24.19亿元，同比增长25.97%。分季度来看，2017年Q1-Q4营业收入分别同比增长19.72%、21.48%、31.98%、25.97%，下半年收入端增速高于上半年。公司2017年实现归母净利润4.02亿元，同比增长25.22%，基本符合预期，其中2017年Q4实现归母净利润1.12亿元，同比增长23.16%。分季度来看，2017年Q1-Q4归母净利润分别同比增长31.03%、29.48%、18.67%、23.16%，第三季度利润增速低于收入增速的主要原因是第三季度资产减值损失、财务费用同比有所增长。

持续拓展医院供应链延伸服务，2018 年受益于“两票制”有望提高市场份额

公司持续拓展医院供应链延伸服务，截至2017年12月21日，公司已与50家医疗机构签订现代医药物流延伸服务项目战略合作协议，包括2017年Q4新增的河池市人民医院（2017年11月）、桂林市中医医院（2017年11月）、广西省龙潭医院（2017年12月）等。公司通过对医疗机构提供供应链管理、院内物流管理、药房自动化管理等服务获得医疗机构的优先配送权，一方面巩固公司与规模以上医疗机构的合作关系、提高客户粘性，另一方面有望维持较快的医院销售业务收入增速，逐步提高合作医院的配送份额。

广西省于2016年底开始执行新标，带动省内医药流通企业市场格局洗牌，公司作为广西省医药流通龙头企业（根据商务部数据，2016年公司收入规模占广西省医药流通市场规模的26.3%），拥有全面辐射省内14个地级市的物流配送网络，凭借覆盖广西全省的物流网络、客户粘性高等竞争优势，有望在本轮行业洗牌中占据更多的市场份额。此外，广西省自2017年9月起在柳州等公立医院改革试点城市率先实施“两票制”，2018年1月起全省全面实行，“两票制”背景下，中小型医药流通企业面临被市场淘汰的风险，龙头企业有望受益于存量市场整合，提高市场份额。

■ 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

《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

《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

■ 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、2.68元，以2月7日收盘价40.51元计算，动态PE分别为18.22倍和15.14倍。同类型可比上市公司17年市盈率中位值为23.53倍，公司市盈率低于行业平均水平。我们认为，公司持续拓展医院供应链延伸服务，合作医疗机构数已达50家，有利于公司保持医院销售业务的较快增速，凭借覆盖全省的物流网络、客户粘性高等竞争优势有望逐步提高市场份额。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	411.41	495.29	580.86
年增长率	54.05%	28.16%	20.39%	17.28%
每股收益（元）	1.73	2.22	2.68	3.14
PER（X）	23.35	18.22	15.14	12.91

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）

指标	2016A	2017E	2018E	2019E
货币资金	1,717	1,999	2,029	2,223
存货	861	895	1,189	1,228
应收账款及票据	2,986	3,450	4,137	4,648
其他	133	100	182	150
流动资产合计	5,696	6,443	7,537	8,249
长期股权投资	0	0	0	0
固定资产	369	476	614	755
在建工程	2	2	2	2
无形资产	102	99	97	94
其他	109	53	53	63
非流动资产合计	583	631	767	914
资产总计	6,279	7,074	8,304	9,164
短期借款	263	371	500	533
应付账款及票据	2,622	2,917	3,614	3,964
其他	96	85	89	100
流动负债合计	2,980	3,373	4,203	4,597
长期借款和应付债券	0	0	0	0
其他	61	57	60	59
非流动负债合计	61	57	60	59
负债合计	3,041	3,430	4,263	4,656
少数股东权益	48	68	103	144
股东权益合计	3,238	3,601	3,998	4,465
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）

指标	2016A	2017E	2018E	2019E
净利润	344	411	495	581
折旧和摊销	19	14	20	27
营运资本变动	(273)	(163)	(354)	(160)
经营活动现金流	108	294	206	503
资本支出	(18)	(118)	(156)	(165)
投资收益	0	0	0	0
投资活动现金流	(179)	(84)	(162)	(173)
股权融资	30	43	0	0
负债变化	0	0	0	0
股息支出	(100)	(115)	(139)	(163)
融资活动现金流	1,098	71	(13)	(135)
净现金流	1,027	281	31	194

数据来源：WIND 上海证券研究所

利润表（单位：百万元）

指标	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入	7,559	9,084	10,679	12,352
营业成本	6,848	8,216	9,634	11,112
营业税金及附加	28	20	27	35
营业费用	152	171	201	238
管理费用	129	139	163	196
财务费用	(17)	3	9	13
资产减值损失	16	16	20	24
投资收益	0	0	0	0
公允价值变动损益	0	0	0	0
营业利润	402	520	626	734
营业外收支净额	3	0	0	0
利润总额	406	520	626	734
所得税	62	80	96	112
净利润	344	440	530	622
少数股东损益	23	29	35	41
归属母公司股东净利润	321	411	495	581

财务比率分析

指标	2016A	2017E	2018E	2019E
总收入增长率	16.16%	20.17%	17.56%	15.66%
EBITDA 增长率	29.80%	34.52%	22.17%	18.22%
EBIT 增长率	29.43%	35.57%	21.50%	17.71%
净利润增长率	54.05%	28.16%	20.39%	17.28%
毛利率	22.02%	28.27%	28.50%	29.06%
EBITDA/总收入	5.27%	5.90%	6.14%	6.27%
EBIT/总收入	5.10%	5.75%	5.94%	6.05%
净利润率	4.25%	4.53%	4.64%	4.70%
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
速动比率	1.62	1.64	1.51	1.53
总资产回报率（ROA）	5.47%	6.22%	6.38%	6.78%
净资产收益率（ROE）	10.06%	11.64%	12.71%	13.44%
EV/营业收入	1.6	1.3	1.0	0.8
EV/EBITDA	25.0	16.1	13.4	11.2
PE	23.4	18.2	15.1	12.9
PB	2.3	2.1	1.9	1.7

分析师承诺

魏赟 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。