

柳州医药 (603368)

证券研究报告

2018年02月11日

创新业务开拓市场新空间，区域龙头业绩高增长

业绩略超预期，销售网络布局渐完善

公司发布 2017 年业绩快报，2017 年公司实现营收 94.43 亿元，同比增长 24.92%，归母净利润 4.02 亿元，同比增长 25.22%；扣非后归母净利润 4.02 亿元，同比增长 26.38%，略超市场预期。从公司 2017 年公司营收情况来看，2017 年 Q1-Q2 营收增速 20.62%，2017 年 Q3-Q4 营收增速为 28.33%，下半年收入增速明显快与上半年收入增速。作为广西省内医药商业龙头企业，公司在广西省的市场占有率约为 27%（根据商务部 2016 年药品流通行业分析报告测算），在广西区域拥有较为稳固的行业地位，物流配送与销售网络覆盖了南宁、柳州、桂林等 14 个地级市，与广西省内 100%三级医院与 90%的二级医院拥有良好的合作关系；同时公司加大了第三终端的销售网络建设投入，未来将拥有更加完善的“纯销+分销”网络。

“供应链管理+DTP 药房”开拓新的市场空间

启动医院供应链延伸服务后，公司与医疗机构的合作更加紧密，客户黏性进一步增强。通过为医疗机构提供供应链管理、药房自动化管理等服务，加强与医疗机构的紧密关系，以此来获得医疗机构的优先配送权，在开拓新市场的基础上，同时巩固与现有纯销业务的合作医疗机构的关系，提高配送份额。2017 年公司已与 50 家医疗机构签订了供应链延伸项目协议，较 2016 年增加 20 余家。目前公司拥有 270 家左右零售门店，DTP 药房 30 余家，公司与当地医院拥有良好合作关系，更利于其承接处方药外流带来的行业发展机遇，开展 DTP 药房业务，保障零售板块业务的高增长。

上下游延伸完善产业布局，产品结构优化提升盈利能力

作为医药批发企业，公司积极向上游工业端，下游零售端进行产业延伸。工业方面，公司与广西医科大学合作成立医大仙晟，借助医科大研发与渠道资源，积极发展饮片业务，零售端公司药店规模持续扩大，零售业务收入持续提高，2017 年上半年零售业务实现收入 3.8 亿元，同比增长 37%。公司不断优化代理品种结构，医疗器械、中药饮片等高毛利率品种销售规模不断扩大，产品结构进一步优化带动公司整体盈利能力的提升，同时提高对上游供应商议价能力。未来两票制等政策的推行或将淘汰一部分中小流通企业，公司有望受益行业的整合，提升市场份额。

估值与评级

根据业绩快报，我们调整盈利预测，公司供应链管理效果明显，医院纯销增速较快，17-19 净利润由原来的 4.03/4.98/6.28 亿元，调整为 4.02/5.11/6.23 亿元，EPS 分别为 2.17/2.76/3.37 元，公司医院纯销与药品零售市场空间大，增长较快，产业链延伸与高毛率产品占比的提升，将带动公司整体业绩的向上，目前行业平均估值为 22 倍，给予公司 2018 年 20 倍 PE。近期大盘震荡，公司股价顺势调整，投资评级由“增持”上调至“买入”，目标价由 93.39 元调整至 55.2 元。

风险提示：供应链管理项目进展不及预期，DTP 药房业务开展不及预计，政策执行力度不及预期

财务数据和估值	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	6,507.66	7,559.40	9,449.24	11,102.86	13,212.41
增长率(%)	15.07	16.16	25.00	17.50	19.00
EBITDA(百万元)	307.19	398.73	477.85	612.29	752.82
净利润(百万元)	208.38	321.01	402.27	511.11	623.63
增长率(%)	22.72	54.05	25.31	27.06	22.01
EPS(元/股)	1.13	1.73	2.17	2.76	3.37
市盈率(P/E)	38.47	24.97	19.93	15.69	12.86
市净率(P/B)	6.03	2.51	2.28	2.08	1.88
市销率(P/S)	1.23	1.06	0.85	0.72	0.61
EV/EBITDA	33.52	24.98	12.54	9.90	7.64

资料来源：wind，天风证券研究所

投资评级

行业	医药生物/医药商业
6 个月评级	买入（调高评级）
当前价格	43.32 元
目标价格	55.2 元

基本数据

A 股总股本(百万股)	185.05
流通 A 股股本(百万股)	102.51
A 股总市值(百万元)	8,016.47
流通 A 股市值(百万元)	4,440.79
每股净资产(元)	18.27
资产负债率(%)	52.46
一年内最高/最低(元)	85.66/39.80

作者

郑薇 分析师
SAC 执业证书编号：S1110517110003
zhengwei@tfzq.com

杨烨辉 分析师
SAC 执业证书编号：S1110516080003
yangyehui@tfzq.com

李扬 联系人
lyang@tfzq.com

股价走势



资料来源：贝格数据

相关报告

- 1 《柳州医药-公司点评:业绩基本符合预期，净利高增长驱动因素将持续存在》 2017-03-21
- 2 《柳州医药-首次覆盖报告:省内份额存在提升空间，供应链+品种驱动业绩增长》 2017-03-09



财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
货币资金	723.91	1,717.35	2,011.66	1,986.59	2,333.91
应收账款	2,380.21	2,923.46	3,126.16	3,630.93	4,410.01
预付账款	88.41	129.44	107.19	181.01	169.20
存货	662.44	860.72	964.56	1,196.71	1,350.40
其他	39.83	65.45	4.53	97.88	34.24
流动资产合计	3,894.79	5,696.43	6,214.09	7,093.12	8,297.76
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产	147.25	368.56	384.95	420.98	455.81
在建工程	149.73	2.49	37.49	70.49	72.30
无形资产	83.71	102.02	99.29	96.56	93.83
其他	29.50	109.43	87.54	82.15	84.10
非流动资产合计	410.19	582.50	609.27	670.18	706.04
资产总计	4,304.98	6,278.93	6,823.36	7,763.31	9,003.80
短期借款	681.12	263.00	0.00	0.00	0.00
应付账款	2,029.14	2,326.74	2,970.99	3,294.94	4,169.95
其他	172.17	390.46	211.12	451.26	350.87
流动负债合计	2,882.42	2,980.20	3,182.11	3,746.20	4,520.82
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	61.92	60.99	57.25	60.05	59.43
非流动负债合计	61.92	60.99	57.25	60.05	59.43
负债合计	2,944.35	3,041.19	3,239.36	3,806.25	4,580.25
少数股东权益	31.49	47.72	73.09	110.32	153.15
股本	112.50	142.35	185.09	185.09	185.09
资本公积	593.87	2,189.30	2,189.30	2,189.30	2,189.30
留存收益	1,216.65	3,047.67	3,325.82	3,661.65	4,085.32
其他	(593.87)	(2,189.30)	(2,189.30)	(2,189.30)	(2,189.30)
股东权益合计	1,360.64	3,237.74	3,584.00	3,957.05	4,423.55
负债和股东权益总	4,304.98	6,278.93	6,823.36	7,763.31	9,003.80

现金流量表(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
净利润	226.24	343.57	402.27	511.11	623.63
折旧摊销	12.99	19.24	11.34	13.69	16.10
财务费用	35.01	7.37	(37.78)	(42.71)	(46.15)
投资损失	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
营运资金变动	(374.75)	(272.86)	259.71	(331.82)	(85.28)
其它	(6.74)	11.06	26.71	37.86	43.80
经营活动现金流	(107.25)	108.39	662.25	188.14	552.10
资本支出	130.36	106.65	63.73	77.20	50.62
长期投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	(261.22)	(285.65)	(123.73)	(157.20)	(100.62)
投资活动现金流	(130.85)	(178.99)	(60.00)	(80.00)	(50.00)
债权融资	681.12	263.00	0.00	0.00	0.00
股权融资	(33.87)	1,642.28	80.52	42.71	46.15
其他	(569.39)	(807.71)	(388.46)	(175.92)	(200.93)
筹资活动现金流	77.86	1,097.56	(307.94)	(133.21)	(154.78)
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
现金净增加额	(160.24)	1,026.96	294.31	(25.07)	347.32

利润表(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入	6,507.66	7,559.40	9,449.24	11,102.86	13,212.41
营业成本	5,942.88	6,848.28	8,542.12	9,992.58	11,891.17
营业税金及附加	10.79	27.78	48.19	55.51	59.46
营业费用	132.90	152.18	194.65	228.72	270.85
管理费用	112.89	129.42	181.43	210.95	237.82
财务费用	33.87	(17.01)	(37.78)	(42.71)	(46.15)
资产减值损失	10.44	16.33	16.35	16.50	16.39
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	0.00	0.00	0.00	(0.00)	(0.00)
营业利润	263.88	402.40	504.29	641.31	782.86
营业外收入	7.36	5.04	4.71	6.00	5.25
营业外支出	3.18	1.84	3.91	2.97	2.91
利润总额	268.06	405.61	505.09	644.33	785.21
所得税	41.82	62.04	76.12	95.36	117.78
净利润	226.24	343.57	428.97	548.97	667.43
少数股东损益	17.86	22.56	26.71	37.86	43.80
归属于母公司净利润	208.38	321.01	402.27	511.11	623.63
每股收益(元)	1.13	1.73	2.17	2.76	3.37

主要财务比率	2015	2016	2017E	2018E	2019E
成长能力					
营业收入	15.07%	16.16%	25.00%	17.50%	19.00%
营业利润	19.83%	52.49%	25.32%	27.17%	22.07%
归属于母公司净利润	22.72%	54.05%	25.31%	27.06%	22.01%
获利能力					
毛利率	8.68%	9.41%	9.60%	10.00%	10.00%
净利率	3.20%	4.25%	4.26%	4.60%	4.72%
ROE	15.68%	10.06%	11.46%	13.29%	14.60%
ROIC	29.49%	25.34%	23.67%	34.35%	33.16%
偿债能力					
资产负债率	68.39%	48.43%	47.47%	49.03%	50.87%
净负债率	73.11%	47.54%	29.60%	31.03%	41.14%
流动比率	1.35	1.91	1.95	1.89	1.84
速动比率	1.12	1.62	1.65	1.57	1.54
营运能力					
应收账款周转率	3.07	2.85	3.12	3.29	3.29
存货周转率	10.29	9.93	10.35	10.27	10.37
总资产周转率	1.62	1.43	1.44	1.52	1.58
每股指标(元)					
每股收益	1.13	1.73	2.17	2.76	3.37
每股经营现金流	-0.58	0.59	3.58	1.02	2.98
每股净资产	7.18	17.24	18.97	20.78	23.07
估值比率					
市盈率	38.47	24.97	19.93	15.69	12.86
市净率	6.03	2.51	2.28	2.08	1.88
EV/EBITDA	33.52	24.98	12.54	9.90	7.64
EV/EBIT	34.58	25.84	12.84	10.12	7.81

资料来源：公司公告，天风证券研究所

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们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，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	武汉	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号	湖北武汉市武昌区中南路 99 号保利广场 A 座 37 楼	上海市浦东新区兰花路 333 号 333 世纪大厦 20 楼	深圳市福田区益田路 4068 号卓越时代广场 36 楼
邮编：100031	邮编：430071	邮编：201204	邮编：518017
邮箱：research@tfzq.com	电话：(8627)-87618889	电话：(8621)-68815388	电话：(86755)-82566970
	传真：(8627)-87618863	传真：(8621)-68812910	传真：(86755)-23913441
	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com