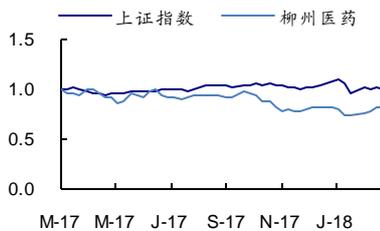


证券研究报告—动态报告
医药保健
医疗器械与服务
柳州医药(603368)
买入
2017 年年报点评

(维持评级)

2018 年 03 月 20 日

一年该股与上证综指走势比较

股票数据

总股本/流通(百万股)	185/103
总市值/流通(百万元)	8,844/4,899
上证综指/深圳成指	3,279/11,068
12 个月最高/最低(元)	65.27/39.80

相关研究报告:

 《柳州医药-603368-好风凭借力》——
 2018-01-10

证券分析师: 江维娜

电话: 021-60933157

E-MAIL: jiangw n@guosen.com.cn

证券投资咨询执业资格证书编号: S0980515060001

联系人: 朱寒青

电话: 0755-81981837

E-MAIL: zhuhanqing@guosen.com.cn

独立性声明:

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道, 分析逻辑基于本人的职业理解, 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。

财报点评
业绩稳健, 估值低谷
● 业绩稳健增长, 基本符合预期

2017 年公司营收 96.46 亿元 (+24.97%), 归母净利润 4.01 亿 (+25.04%), 扣非归母净利润 4.02 亿 (26.19%), 基本符合预期。受益于 2017 年新标, 进一步提升市场份额, 柳州以外其他地区收入增长 27.64%。公司毛利率提升 0.2pp, 费用率基本稳定。

● 继续加强渠道布局, 发展配送网络, 提升市场份额

上游供应商及经营品种翻倍, 品种满足率提升; 下游覆盖当地 100%三甲医院和 90%二甲医院, 截止报告期末已签订 51 家医院供应链延伸项目增强客户黏性, 院端销售收入增长 27.13%。继续加强公司区域基层网络建设和覆盖, 为未来县乡基层市场的拓展奠定基础。开展药品第三方物流业务, 由传统批发企业向现代物流服务型企转型。

● 零售、器械、IVD 业务高速发展, 提高盈利能力

零售业务实现 41.10%高增速, 药店数目增加至 270 家 (医保门店 157 家), 医保资质比例大幅提升, 2018 年计划自建+并购共新建 100 家, DTP 药店新建 10 家。器械配送业务借助现有医院供应链网络实现 52.03%的高增长, 且毛利率提升 2.11pp, 品规数较 2016 年增长 4 倍。与润达合作设立子公司共同推进检验试剂业务, 未来将提供业绩增量。

● 中药全产业链布局, 培育业绩新增长点

仙莱中药子公司已实现盈利, 未来有望继续放量; 仙晟药品生产项目待 GMP 认证, 有望年内投产; 产业并购基金投资万通医药从事中成药生产。建设国医馆中医问诊带动中药销量, 并发展配套中药煎煮中心业务, 继续拓展市场。

● 风险提示

行业政策风险, 供应链延伸、中药饮片生产及器械流通合作业务不达预期。

● 投资建议: 维持“买入”评级

我们预计公司将在行业政策红利下进一步提升市场份额, 巩固区域龙头地位, 维持 25%左右 CARG, 而中药饮片、医药器械配送等新业务将培育业绩增长点并提高盈利能力。暂不考虑分红, 预测 2018-2020 年收入 117.58/144.58/177.09 亿元, 增速 25%/23%/23%; 归母净利润 5.07/6.36/7.94 亿元, 增速 26%/25%/25%。当前股价对应 PE 分别为 17/14/11x, PEG 仅 0.69。公司调拨业务比例少, 增速高于行业, 理应享有较高估值, 按照 PEG=1, 给予 2018 年 25 倍 PE, 合理估值 68.50 元, 股价上涨空间 43%, 维持“买入”评级。

盈利预测和财务指标

	2016	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入(百万元)	7,559	9,447	11,758	14,458	17,709
(+/-%)	16.2%	25.0%	24.5%	23.0%	22.5%
净利润(百万元)	321	401	507	636	794
(+/-%)	54.1%	25.0%	26.4%	25.3%	24.9%
摊薄每股收益(元)	1.73	2.17	2.74	3.44	4.29
EBIT Margin	5.1%	5.5%	5.7%	5.9%	6.1%
净资产收益率(ROE)	10.1%	11.5%	13.2%	14.8%	16.4%
市盈率(PE)	27.5	22.0	17.4	13.9	11.1
EV/EBITDA	29.1	23.2	20.0	17.3	15.4
市净率(PB)	2.8	2.5	2.30	2.06	1.83

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

注: 摊薄每股收益按最新总股本计算

受益于新标执行和业务多元化，营收、利润增长稳定。

2017年新标执行及“两票制”政策驱动下，公司通过销售网络拓展，市场份额提升，销售规模持续扩大。其中，其他地区较2016年增长27.64%，柳州地区较去年增长16.74%。

图 1: 2011-2017 柳州医药营业收入



资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

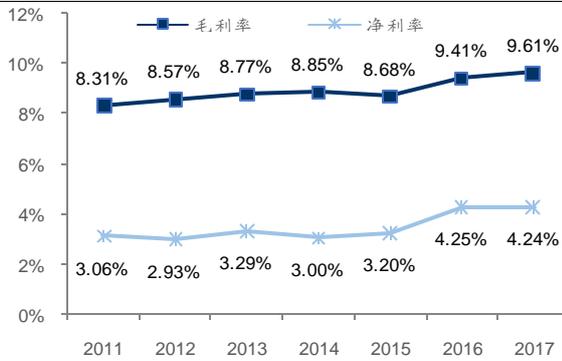
图 2: 2011-2017 柳州医药归母净利润



资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

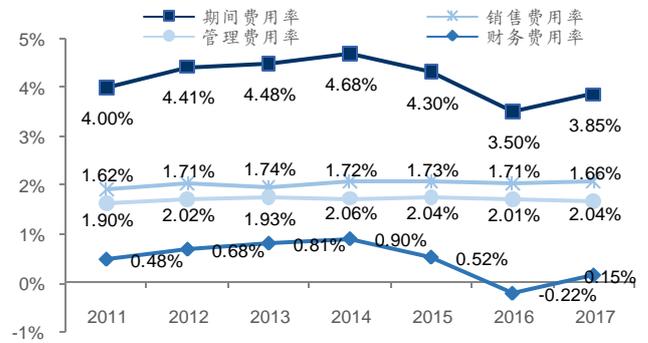
毛利率持续提升，费用率基本稳定，利润率显著高于同行业。毛利率从9.41%上升到9.61%，提高0.2pp，净利润率基本维持稳定4.24%，远高于医药流通行业平均毛利率7.0%，净利润率1.8%。费用率方面，销售费用略降，管理费用略升，财务费用略提升（定增效益逐渐削弱）。

图 3: 2011-2017 柳州医药毛利率与净利率



资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

图 4: 2011-2017 柳州医药费用率



资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

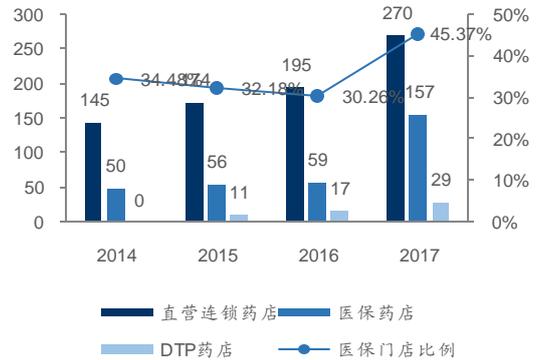
零售药店门店数稳步增长，DTP药房继续推进。桂中大药房直营门店数量和营收均保持增长，截至2017年底，已拥有270家直营药店，其中医保药店157家，占比45%，医保药店占比已有大幅提升，零售收入也随之大幅增长41%。预计随着广西医保政策逐步放开，桂中大药房医保药店占比有望进一步提升，同时拉动营收增长。2018年，公司将通过自建或收购方式加快空白区域设店，重点完善院边店，计划全年新开药店100家，并通过优化经营品种结构、加强信息系统建设和优化门店管理、创新员工激励机制等方式提升门店盈利能力。此外，继续推进DTP药店建设，迎接处方外流，计划年内新开DTP药店不少于10家。

图 5: 2011-2017 年柳药零售收入逐年增长



资料来源:公司公告、国信证券经济研究所整理

图 6: 2014-2017 桂中大药房门店数量

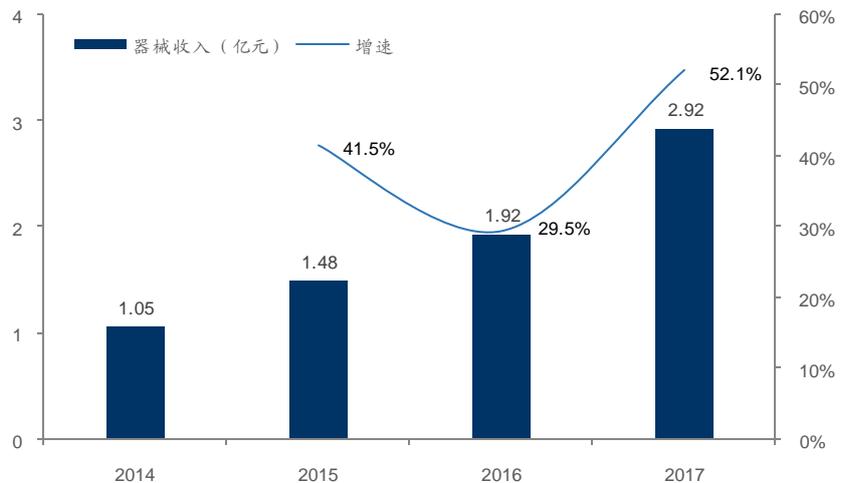


资料来源:公司公告、国信证券经济研究所整理

业务多元化, 中药饮片、器械、IVD 驱动业绩增长。

- ▶ 仙莱中药子公司开始实现盈利,2017 年实现收入 4814 万,净利润 475 万,未来有望快速放量;仙晟药品生产项目已完成厂房建设和设施设备安装,待 GMP 认证,有望年内投产;产业并购基金投资万通医药从事中成药生产,主要产品有万通炎康片、复方金钱草颗粒等国家中药保护品种,实现全产业链布局。建设仙莱国医馆,开展中医连锁门诊业务,目前已在柳州、南宁设立有中医门诊部并正式营业,带动中药销量;广西首个智能化中药煎煮中心——仙莱中药智能化煎煮中心一期已建设完工并投入使用,提供中药代煎煮服务并发展配套中药煎煮中心业务,继续拓展市场。
- ▶ 器械耗材配送借助现有医院供应链网络实现 52.03% 的高增长,收入达 2.92 亿元,且毛利率提升 2.11pp。医疗器械品种达 15000 多个品规,较 2016 年增长近 4 倍,合作供应商 1600 多家。
- ▶ 与润达合作设立子公司共同推进 IVD 检验试剂业务,未来将提供业绩增量。

图 7: 2014-2017 年柳州医药器械收入增速较快



资料来源:公司公告、国信证券经济研究所整理

表 1: 柳州医药盈利预测 (单位: 百万元)

年份	2014	2015	2016	2017	2018E	2019E	2020E	备注
营业总收入	5655	6508	7559	9447	11758	14458	17709	
YOY	24.35%	15.07%	16.16%	24.97%	24.46%	22.97%	22.48%	
毛利润	501	565	711	908	1149	1448	1808	
YOY	18.64%	27.62%	51.86%	27.66%	26.58%	25.97%	24.87%	
毛利率	8.85%	8.68%	9.41%	9.61%	9.77%	10.01%	10.21%	
批发	5271	6033	6932	8517	10452	12619	15196	
YOY		14.46%	14.90%	22.86%	22.71%	20.73%	20.42%	
毛利润	383	428	541	666	821	993	1197	
毛利率	7.26%	7.09%	7.81%	7.82%	7.85%	7.87%	7.88%	
药品批发	5174	5896	6756	8253	10069	12083	14499	
YOY		13.95%	14.59%	22.17%	22.00%	20.00%	20.00%	药品批发产业会保持稳定增长, 受益于新标增速加快
毛利润	374	415	524	640	780	936	1124	
毛利率	7.23%	7.04%	7.75%	7.75%	7.75%	7.75%	7.75%	
医疗器械配送	97	138	177	264	383	536	697	
YOY		41.51%	29.49%	49.36%	45.00%	40.00%	30.00%	2015-2017 年器械约占总收入的 2.28%、2.55%、3.10%。 器械配送基数小, 增速快
毛利润	9	13	18	26	40	56	73	
毛利率	9.00%	9.20%	10.00%	10.00%	10.50%	10.50%	10.50%	配送业务毛利率大约在 10%左右
药品零售	381	468	615	868	1172	1547	1980	
YOY	13.22%	27.80%	22.68%	41.10%	35.00%	32.00%	28.00%	桂中大药房 2017 年增加近 100 家, 2018-2019 预计增速保持在 30%左右
毛利润	115	130	161	228	305	402	515	
毛利率	30.14%	27.89%	26.14%	26.24%	26.00%	26.00%	26.00%	毛利率基本稳定, 随 DTP 药增多而略降
中药饮片生产			3	48	120	265	477	
YOY				1326.25%	150.00%	120.00%	80.00%	中药饮片基数小, 未来两年迅速放量
毛利润			1	9	21	48	86	
毛利率			18%	18%	17.80%	18.00%	18.00%	随产能利用率提高, 毛利率略有提升
其他	3	7	9	10	14	29	57	
YOY		120.26%	31.33%	10.00%	50.00%	100.00%	100.00%	其他包含仙晟随着 2018 年建成开始生产及柳润 IVD 配送业务, 基数小, 增速快
销售费用率	1.65%	1.89%	2.17%	2.04%	2.04%	2.04%	2.04%	随业务扩大, 销售费用率略提升
管理费用率	1.38%	1.61%	1.84%	1.66%	1.66%	1.66%	1.66%	假设管理费用率不变
财务费用率	0.73%	0.48%	-0.24%	0.15%	0.49%	0.60%	0.70%	定增对财务费用的影响逐渐减小
所得税率	17.64%	15.60%	15.30%	15.22%	15.22%	15.22%	15.22%	
归母净利润	170	208	321	405	507	636	794	
YOY	18.64%	27.62%	51.86%	26.31%	26.41%	25.27%	24.94%	

资料来源: Wind、公司公告、国信证券经济研究所整理预测

附表：财务预测与估值

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2017	2018E	2019E	2020E		2017	2018E	2019E	2020E
现金及现金等价物	1074	1336	1643	2013	营业收入	9447	11758	14458	17709
应收款项	4026	5154	6338	7763	营业成本	8539	10609	13011	15902
存货净额	1126	1423	1744	2088	营业税金及附加	35	44	53	66
其他流动资产	560	697	857	1049	销售费用	193	242	295	361
流动资产合计	6785	8610	10582	12913	管理费用	157	198	243	296
固定资产	516	679	880	1126	财务费用	14	17	46	74
无形资产及其他	101	97	93	89	投资收益	8	0	0	0
投资性房地产	152	152	152	152	资产减值及公允价值变动	(13)	(13)	(14)	(14)
长期股权投资	0	0	0	0	其他收入	2	0	0	0
资产总计	7554	9538	11707	14280	营业利润	507	636	797	996
短期借款及交易性金融负债	624	1453	2229	3102	营业外净收支	(2)	3	3	3
应付款项	3006	3717	4557	5568	利润总额	504	638	800	999
其他流动负债	296	364	446	546	所得税费用	77	98	122	153
流动负债合计	3926	5534	7232	9215	少数股东损益	26	33	42	52
长期借款及应付债券	0	0	0	0	归属于母公司净利润	401	507	636	794
其他长期负债	60	60	60	60					
长期负债合计	60	60	60	60	现金流量表 (百万元)				
负债合计	3986	5594	7292	9275	净利润	401	507	636	794
少数股东权益	77	100	129	165	资产减值准备	(4)	6	5	6
股东权益	3492	3845	4287	4839	折旧摊销	25	57	75	94
负债和股东权益总计	7554	9538	11707	14280	公允价值变动损失	13	13	14	14
					财务费用	14	17	46	74
关键财务与估值指标					营运资本变动	(1195)	(777)	(739)	(844)
每股收益	2.17	2.74	3.44	4.29	其它	22	17	24	30
每股红利	0.68	0.83	1.05	1.31	经营活动现金流	(738)	(176)	15	94
每股净资产	18.87	20.78	23.17	26.16	资本开支	(151)	(236)	(290)	(356)
ROIC	12%	12%	12%	13%	其它投资现金流	0	0	0	0
ROE	11%	13%	15%	16%	投资活动现金流	(151)	(236)	(290)	(356)
毛利率	10%	10%	10%	10%	权益性融资	10	0	0	0
EBIT Margin	6%	6%	6%	6%	负债净变化	0	0	0	0
EBITDA Margin	6%	6%	6%	7%	支付股利、利息	(126)	(154)	(193)	(242)
收入增长	25%	24%	23%	22%	其它融资现金流	488	829	776	873
净利润增长率	25%	26%	25%	25%	融资活动现金流	245	675	583	632
资产负债率	54%	60%	63%	66%	现金净变动	(644)	263	307	369
息率	1.4%	1.7%	2.2%	2.7%	货币资金的期初余额	1717	1074	1336	1643
P/E	22.0	17.4	13.9	11.1	货币资金的期末余额	1074	1336	1643	2013
P/B	2.5	2.3	2.1	1.8	企业自由现金流	(876)	(392)	(229)	(188)
EV/EBITDA	23.4	20.0	17.3	15.4	权益自由现金流	(389)	423	509	623

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

国信证券投资评级

类别	级别	定义
股票 投资评级	买入	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	预计 6 个月内，股价表现介于市场指数±10%之间
	卖出	预计 6 个月内，股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	超配	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	预计 6 个月内，行业指数表现介于市场指数±10%之间
	低配	预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 10%以上

分析师承诺

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，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。

风险提示

本报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有，仅供我公司客户使用。未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司或关联机构可能会持有本报告中所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业务服务。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。

证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市罗湖区红岭中路 1012 号国信证券大厦 18 层

邮编：518001 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 楼

邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层

邮编：100032