

柳州医药 (603368)

证券研究报告

2018年04月09日

一季报业绩预告靓丽，区域龙头稳健成长

2018年一季度持续高增长，销售规模持续扩大

公司发布2018年一季度业绩预告，2018年一季度公司实现营收27.12亿元，同比增长25.32%；归母净利润1.13亿元，同比增长35.27%；扣非归母净利润1.13亿元，同比增长33.96%；加权平均净资产收益率为3.19%，同比提升0.6个百分点。2018年一季度，公司销售规模不断扩大，业绩继续保持较高增长。根据公司2017年年报数据，作为广西省内流通领域的龙头企业，公司超过90%以上业务为药品批发，其中医院纯销比重超过80%，在“两票制”等政策环境下，公司低毛利的调拨业务减少，纯销业务规模的增加将带动公司整体毛利率的提升。

医院供应链项目管理推行顺利，提升公司竞争优势

广西省内二三级医院纯销是公司收入的主要来源。自2014年末启动医院供应链管理项目以来，已经签约的合作医院达51家（2017年年报数据）。供应链项目的启动一方面有助于公司加强与医院之间的合作黏性，助力批发业务的稳健发展，加快分销网络的建设；另一方面，随着纯销业务规模的扩大，公司对上游供应商的议价能力与选择能力提升，在代理品种与代理级别的评定上更具优势。

上下游协同效应明显，拓展新的市场空间

从产业链角度看，公司上下游协同效应明显，有利拓展新的市场空间。上游仙茺中药科技目前已经投产，销量持续扩大，开始实现盈利；下游零售端公司拥有270家桂中大药房直营店，药店销售规模进一步扩大，依靠与省内大部分医院的良好合作关系，公司DTP业务推动顺利，院边药房数量不断增加，零售板块2018年Q1保持了较快增速。整体来看，2018年Q1公司销售规模的稳定增长，既有供应链管理保障的主营业务的稳定增长，同时也有零售药店与工业端较快的增长。

品种结构优化，助力业务规模的提升

在传统经营品种基础上，公司积极进行品种优化，增加了医疗器械与中药饮片等品类的销售，带动销售规模的提升。借助医院与桂中大药房的渠道资源与客户资源，公司器械与中药饮片等其他品类的销售实现均实现了较快的增长。

估值与评级

预计公司2018-2020年净利润分别为5.2/6.3/7.6亿元，对应PE为26X/22X/18X，看好公司作为广西省区域龙头企业价值，以及纯销业务的稳定增长，零售与工业板块的稳步推进，维持“买入评级”。

风险提示：政策风险，供应链管理项目推行不及预期，零售板块DTP药房的市场推行不及预期，应收账款导致的资金周转问题等风险

财务数据和估值	2016	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入(百万元)	7,559.40	9,446.98	11,142.72	13,285.46	15,676.84
增长率(%)	16.16	24.97	17.95	19.23	18.00
EBITDA(百万元)	398.73	544.34	690.24	821.28	995.01
净利润(百万元)	321.01	401.38	515.21	631.76	763.62
增长率(%)	54.05	25.04	28.36	22.62	20.87
EPS(元/股)	1.73	2.17	1.99	2.44	2.95
市盈率(P/E)	30.24	24.19	26.38	21.51	17.80
市净率(P/B)	3.04	2.78	3.43	3.04	2.65
市销率(P/S)	1.28	1.03	1.22	1.02	0.87
EV/EBITDA	24.98	15.31	17.02	14.77	11.51

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（维持评级）
当前价格	52.46元
目标价格	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)	9,707.85
流通A股市值(百万元)	5,377.74
每股净资产(元)	18.87
资产负债率(%)	52.76
一年内最高/最低(元)	78.51/39.80

作者

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

- 《柳州医药-年报点评报告:产业链延伸培育增长新空间，驱动业绩稳定增长》2018-03-20
- 《柳州医药-公司点评:创新业务开拓市场新空间，区域龙头业绩高增长》2018-02-11
- 《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

财务预测摘要

资产负债表(百万元)						利润表(百万元)					
	2016	2017	2018E	2019E	2020E		2016	2017	2018E	2019E	2020E
货币资金	1,717.35	1,073.74	1,822.40	1,492.45	2,231.81	营业收入	7,559.40	9,446.98	11,142.72	13,285.46	15,676.84
应收账款	2,923.46	3,846.24	3,837.83	4,758.47	5,385.16	营业成本	6,848.28	8,539.16	9,917.02	11,824.06	13,952.39
预付账款	129.44	169.90	140.43	246.45	214.29	营业税金及附加	27.78	34.66	56.83	66.43	70.55
存货	860.72	1,125.78	1,081.80	1,589.07	1,525.96	营业费用	152.18	192.72	267.43	318.85	360.57
其他	65.45	569.83	215.88	329.54	384.27	管理费用	129.42	156.54	222.85	268.37	316.67
流动资产合计	5,696.43	6,785.49	7,098.35	8,415.99	9,741.49	财务费用	(17.01)	14.33	5.63	(9.32)	(10.47)
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	资产减值损失	16.33	12.64	15.00	16.50	14.71
固定资产	368.56	427.51	465.42	508.23	540.98	公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
在建工程	2.49	88.27	88.96	101.38	90.83	投资净收益	0.00	7.87	2.62	2.62	2.62
无形资产	102.02	101.14	98.51	95.88	93.25	其他	0.00	(17.61)	(5.24)	(5.24)	(5.24)
其他	109.43	151.64	131.07	122.05	114.00	营业利润	402.40	506.67	660.58	803.20	975.05
非流动资产合计	582.50	768.55	783.97	827.54	839.06	营业外收入	5.04	0.92	1.00	6.00	2.64
资产总计	6,278.93	7,554.05	7,882.31	9,243.53	10,580.54	营业外支出	1.84	3.17	3.00	2.67	2.94
短期借款	263.00	623.67	0.00	0.00	0.00	利润总额	405.61	504.43	658.58	806.53	974.75
应付账款	2,326.74	2,919.79	3,403.95	3,988.43	4,684.09	所得税	62.04	76.76	105.37	130.66	157.91
其他	390.46	382.25	347.32	565.19	498.84	净利润	343.57	427.67	553.21	675.88	816.84
流动负债合计	2,980.20	3,925.71	3,751.27	4,553.62	5,182.93	少数股东损益	22.56	26.29	38.00	44.12	53.21
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	归属于母公司净利润	321.01	401.38	515.21	631.76	763.62
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	每股收益(元)	1.73	2.17	1.99	2.44	2.95
其他	60.99	59.82	60.91	60.57	60.43						
非流动负债合计	60.99	59.82	60.91	60.57	60.43						
负债合计	3,041.19	3,985.53	3,812.18	4,614.19	5,243.36						
少数股东权益	47.72	76.76	112.86	156.25	208.28	主要财务比率	2016	2017	2018E	2019E	2020E
股本	142.35	185.05	259.05	259.05	259.05	成长能力					
资本公积	2,189.30	2,146.59	2,146.59	2,146.59	2,146.59	营业收入	16.16%	24.97%	17.95%	19.23%	18.00%
留存收益	3,047.67	3,306.71	3,698.21	4,214.05	4,869.85	营业利润	52.49%	25.91%	30.38%	21.59%	21.40%
其他	(2,189.30)	(2,146.59)	(2,146.59)	(2,146.59)	(2,146.59)	归属于母公司净利润	54.05%	25.04%	28.36%	22.62%	20.87%
股东权益合计	3,237.74	3,568.52	4,070.13	4,629.34	5,337.18	获利能力					
负债和股东权益总	6,278.93	7,554.05	7,882.31	9,243.53	10,580.54	毛利率	9.41%	9.61%	11.00%	11.00%	11.00%
						净利率	4.25%	4.25%	4.62%	4.76%	4.87%
						ROE	10.06%	11.50%	13.02%	14.12%	14.89%
						ROIC	25.34%	26.39%	18.86%	31.43%	26.81%
						偿债能力					
						资产负债率	48.43%	52.76%	48.36%	49.92%	49.56%
						净负债率	47.54%	29.73%	56.22%	42.98%	58.49%
						流动比率	1.91	1.73	1.89	1.85	1.88
						速动比率	1.62	1.44	1.60	1.50	1.59
						营运能力					
						应收账款周转率	2.85	2.79	2.90	3.09	3.09
						存货周转率	9.93	9.51	10.09	9.95	10.07
						总资产周转率	1.43	1.37	1.44	1.55	1.58
						每股指标(元)					
						每股收益	1.73	2.17	1.99	2.44	2.95
						每股经营现金流	0.59	-1.80	8.04	-0.78	4.78
						每股净资产	17.24	18.87	15.28	17.27	19.80
						估值比率					
						市盈率	30.24	24.19	26.38	21.51	17.80
						市净率	3.04	2.78	3.43	3.04	2.65
						EV/EBITDA	24.98	15.31	17.02	14.77	11.51
						EV/EBIT	25.84	16.05	17.64	15.28	11.87

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 5033 号平安金融中心 71 楼
邮编：100031	邮编：430071	邮编：201204	邮编：518000
邮箱：research@tfzq.com	电话：(8627)-87618889	电话：(8621)-68815388	电话：(86755)-23915663
	传真：(8627)-87618863	传真：(8621)-68812910	传真：(86755)-82571995
	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com