

柳州医药（603368）

公司研究/简评报告

纯销业务稳步增长，一季报业绩超预期

— 柳州医药 2018 年一季度报告点评

简评报告/医药

2018 年 04 月 25 日

一、事件概述

2018 年 4 月 24 日，公司发布 2018 年第一季度报告：公司实现营收、归母净利润、扣非净利润 27.12 亿、1.13 亿、1.13 亿，同比增长 25.32%、35.27%、33.96%。EPS 为 0.61 元，同比增长 3.39%，超过市场预期。销售费用、管理费用、财务费用分别为 0.52 亿、0.42 亿、788.78 万元，同比增长 27.64%、27.68%、2278.89%。

二、分析与判断

➤ “两票制+新标”全面铺开，批发业务稳步增长

2018 年 Q1 公司纯销业务增速超过 20%，调拨业务小幅下降，第三终端稳中有增。公司纯销业务的增长主要受益于：1）“两票制”带来的行业集中度的提升。公司深耕广西市场多年，渠道完善，省内认可度高，市占率将近 30%，“两票制”政策下，可快速拓展终端市场。2）2018 年 Q1 省内新标切换已基本完成，结合供应链延伸项目为公司带来的优先配送权，医院端药品配送业务可快速实现放量，增厚公司业绩。未来公司将进一步向基层终端拓展，预计全年批发业务增速不低于 20%。

➤ 零售业务快速发展，批零一体化优势明显

2018 年 Q1 公司零售业务增速接近 50%，增长明显。公司零售业务的高速增长主要是由于：1）公司快速展店，保障业绩高速增长。几年间，桂中大药房数量快速增加，现已拥有 270 家直营药店（+75 家），其中包括 157 家医保药店（+98 家），30 余家 DTP 药房，2018 年仍将计划新建药店约 100 家。2）公司 DTP 药房借助批零一体化优势可有效承接处方外流，同时，医保药店以及可比店的经营管理完善，也将显著提升零售端业绩。我们预计 2018 年零售端增速不低于 40%。

➤ 其他业务盈利能力逐步显现，或成未来新增长点

1）器械：2018 年 Q1 公司器械业务收入达到 80%，远超市场预期。平台化配送模式以及 SPV 耗材管理系统盈利能力凸显，且合规性良好，预计 2018 年器械板块增速约为 40%。2）饮片：随着配方颗粒逐步被饮片取代，省内饮片市场空间广阔，且公司目前产能充足，下游渠道畅通，预计 2018 年饮片收入可超 1 亿元。3）仙莱中药 2017 年已实现盈利，18 年业绩有望进一步提升。医大仙晟有望下半年通过 GMP 认证，未来进一步增厚公司业绩。4）并购基金收购万通制药，中药独家品种丰富，为公司丰富自身产业链奠定基础。

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 18-20 年 EPS 分别为 2.82、3.56、4.51 元，对应 PE 分别为 18X、14X 和 11X。公司估值低于行业估值，且业绩有望超预期，维持“强烈推荐”评级。

四、风险提示：

省内市场竞争日趋激烈；零售端拓展不及预期；饮片销售不及预期。

盈利预测与财务指标

项目/年度	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入（百万元）	9,447	11,429	13,743	16,342
增长率（%）	25.0%	21.0%	20.2%	18.9%
归属母公司股东净利润（百万元）	401	523	659	834
增长率（%）	25.0%	30.2%	26.1%	26.5%
每股收益（元）	2.17	2.82	3.56	4.51
PE（现价）	23.6	18.1	14.3	11.3
PB	2.7	2.4	2.0	1.7

资料来源：公司公告、民生证券研究院

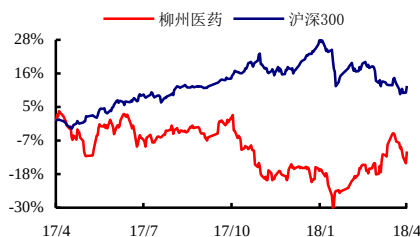
强烈推荐 维持评级

当前价格（元）： 51.11 元

交易数据 2018-4-24

近 12 个月最高/最低	77.49/40.04
总股本（百万股）	185
流通股本（百万股）	146
流通股比例（%）	79.03
总市值（亿元）	95
流通市值（亿元）	75

该股与沪深 300 走势比较



资料来源：wind，民生证券研究院

分析师：肖汉山

执业证号： S0100517080005

电话： 021-60876722

邮箱： xiaohanshan@mszq.com

研究助理：袁中平

执业证号： S0100117120030

电话： 021-60876703

邮箱： yuanzhongping@mszq.com

相关研究

1. 柳州医药（603368）：一季报超市场预期，纯销零售快速增长 20180409
2. 柳州医药（603368）深度报告：流通份额显著提升，上下游渠道布局突破天花板 20171226
3. 柳州医药（603368）：受益广西新标及两票制，Q3 营收大幅提升 20171026

公司财务报表数据预测汇总

利润表 (百万元)	2017	2018E	2019E	2020E
营业总收入	9,447	11,429	13,743	16,342
营业成本	8,539	10,243	12,297	14,543
营业税金及附加	35	56	41	82
销售费用	193	243	320	391
管理费用	157	206	240	261
EBIT	524	681	844	1,065
财务费用	14	11	(2)	(6)
资产减值损失	13	0	0	0
投资收益	8	0	1	2
营业利润	507	670	848	1,074
营业外收支	(2)	5	3	2
利润总额	504	674	850	1,076
所得税	77	105	132	167
净利润	428	570	719	909
归属于母公司净利润	401	523	659	834
EBITDA	559	718	883	1,105

资产负债表 (百万元)	2017	2018E	2019E	2020E
货币资金	1074	1967	2234	2614
应收账款及票据	3973	4185	5107	6163
预付款项	170	164	197	233
存货	1126	1179	1449	1753
其他流动资产	390	390	390	390
流动资产合计	6785	7947	9452	11242
长期股权投资	0	0	0	0
固定资产	428	430	445	458
无形资产	101	117	135	151
非流动资产合计	769	732	753	765
资产合计	7554	8679	10205	12007
短期借款	624	624	624	624
应付账款及票据	3006	3637	4400	5244
其他流动负债	0	0	0	0
流动负债合计	3926	4481	5288	6181
长期借款	0	0	0	0
其他长期负债	60	60	60	60
非流动负债合计	60	60	60	60
负债合计	3986	4541	5348	6241
股本	185	185	185	185
少数股东权益	77	124	184	259
股东权益合计	3569	4138	4857	5766
负债和股东权益合计	7554	8679	10205	12007

主要财务指标	2017	2018E	2019E	2020E
成长能力				
营业收入增长率	25.0%	21.0%	20.2%	18.9%
EBIT 增长率	30.4%	29.9%	24.0%	26.2%
净利润增长率	25.0%	30.2%	26.1%	26.5%
盈利能力				
毛利率	9.6%	10.4%	10.5%	11.0%
净利润率	4.2%	4.6%	4.8%	5.1%
总资产收益率 ROA	5.3%	6.0%	6.5%	6.9%
净资产收益率 ROE	11.5%	13.0%	14.1%	15.1%
偿债能力				
流动比率	1.7	1.8	1.8	1.8
速动比率	1.4	1.5	1.5	1.5
现金比率	0.3	0.4	0.4	0.4
资产负债率	52.8%	52.3%	52.4%	52.0%
经营效率				
应收账款周转天数	129.4	130.0	132.0	134.0
存货周转天数	42.5	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	2.2	2.8	3.6	4.5
每股净资产	18.9	21.7	25.3	29.8
每股经营现金流	(1.8)	5.0	1.9	2.5
每股股利	0.0	0.0	0.0	0.0
估值分析				
PE	23.6	18.1	14.3	11.3
PB	2.7	2.4	2.0	1.7
EV/EBITDA	16.1	11.3	8.9	6.8
股息收益率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%

现金流量表 (百万元)	2017	2018E	2019E	2020E
净利润	428	570	719	909
折旧和摊销	48	37	38	40
营运资金变动	(817)	287	(431)	(518)
经营活动现金流	(333)	916	350	454
资本开支	190	(5)	54	47
投资	(23)	(1)	(3)	(3)
投资活动现金流	(555)	4	(55)	(48)
股权募资	10	0	0	0
债务募资	361	0	0	0
筹资活动现金流	244	(27)	(27)	(27)
现金净流量	(644)	893	267	380

资料来源：公司公告、民生证券研究院

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。

袁中平，研究助理，香港理工大学化学学士，新加坡国立大学化学硕士，新加坡管理大学金融硕士，2017年11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。