

**1.01 倍 PS 收购友和古城 39 家门店资产，强化药品零售业务**

2018.06.03

唐爱金(分析师)	冯俊曦(研究助理)
电话: 020-88836115	020-88836115
邮箱: tangajj@gzgzhs.com.cn	Fengjx@gzgzhs.com.cn
执业编号: A1310516100001	

**事件:**

2018年6月3日,公司发布公告:全资子公司桂中大药房与友和大健康共同出资设立孙公司广西新友和古城大药房(桂中大药房占注册资本65%),孙公司成立后拟以1.05亿元收购友和古城39家门店相关资产。

**点评:**
**● 1.01 倍 PS 收购零售药店优质资产,未来盈利能力存在较大提升空间:**

孙公司拟以1.05亿元收购友和古城39家门店资产,对应1.01倍PS,整体收购价格合理。收购标的友和古城大药房的地理位置(39家门店均位于广西省南宁市主城区)、医保资质(37家门店具备市医保资格,29家门店具备区医保资格)等优势保证门店销售,2017年营收约1.04亿元,单店营收267.29万/年(广西地区康全医药单店营收约136万/年,大参林约150-160万/年,国大药房约200万/年,一心堂约220-230万/年,老百姓和桂中大药房约300万以上/年),门店销售能力属于广西市场领先水平。39家药房门店目前均处于正常运营状态,2017年实现净利润约45.32万元,净利率仅约为0.43%。我们认为:通过输送成熟管理经验和管理人员、导入中药饮片等高毛利品种,未来收购标的盈利能力存在较大的提升空间(药店上市公司平均净利率超过6%)。

**● 收购友和古城大药房强化公司零售业务,看好零售板块持续高增长:**

柳州医药通过全资子公司桂中大药房,以“DTP药房+社区药房”的方式布局广西医药零售市场,2017年已布局270家门店,实现营收8.68亿元,同比增长41.10%,收购友和古城大药房有利于与公司现有零售药房业务形成协同效应,预计未来三年门店有望超500家,充分发挥公司批零一体化优势,优先享受处方外流的行业红利,我们看好公司零售业务持续高增长。

**● “药品批发+药品零售+器械批发+医药工业”全方位布局广西 500 亿大健康产业,未来成长确定且无天花板限制:**

公司是唯一一家以“药品批发+药品零售+器械批发+医药工业”的方式,全面布局广西超500亿大健康产业的上市公司,2017年整体营收仅94.47亿元,竞争格局十分良好,5年内尚无天花板限制。其中,药品批发业务受益于两票制执行,2017年实现销售71.15亿元,市占率超30%,广西仅柳药和国药两大巨头,我们看好公司未来3年市占率提升至50%,批发业务稳定20%以上增速;器械业务以“配送平台+柳润合作”两种方式布局,当前增速超50%,成长爆发力极强;医药工业仙菜中药投产顺利,2017年实现近5000万销售,未来翻番增长可期,品种保持20%以上毛利率,有利于提升公司整体毛利率。

**● 盈利预测与估值:**

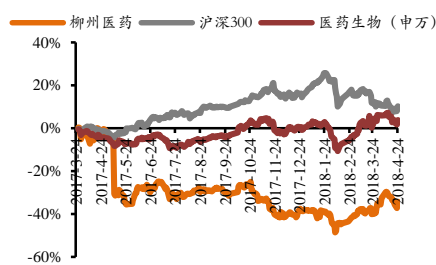
以公司现有业务情况,我们测算公司18-20年EPS分别为2.02、2.63、3.36元,对应16、13、10倍PE,维持“强烈推荐”评级。

**● 风险提示:公司项目落地低于预期;国家政策变化风险;市场竞争加剧。**

主要财务指标	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入	9446.98	11912.34	14835.33	18105.60
同比(%)	24.97%	26.10%	24.54%	22.04%
归属母公司净利润	401.38	523.89	680.26	869.72
同比(%)	25.04%	30.52%	29.85%	27.85%
每股收益(元)	1.55	2.02	2.63	3.36
P/E	15.16	16.26	12.52	9.79
P/B	1.74	2.19	1.98	1.73
EV/EBITDA	0.43	11.36	9.33	7.35

**强烈推荐**

现价:	32.89
目标价:	50.00
股价空间:	52%

**医药生物行业**
**行业指数走势**

**股价表现**

涨跌(%)	1M	3M	6M
柳州医药	9.70	7.42	-11.42
医药生物	3.63	0.86	1.32
沪深300	-1.57	-12.45	-2.93

**基本资料**

总市值(亿元)	85.21
总股本(亿股)	2.59
流通股比例	79.15%
资产负债率	55.44%
大股东	朱朝阳
大股东持股比例	27.86%

**相关报告**

广证恒生-柳州医药(603368)-业绩点评-受益于“工业+批发+零售”各业务齐发力,2017年业绩增25.22%-2018.2.7

广证恒生-柳州医药(603368)-业绩点评-2017年前三季度业绩26%增长,受益于各板块齐发力-2017.10.25

广证恒生-柳州医药(603368)-17年H1业绩30%高增长,受益业务规模扩张+毛利率提升-2017.07.19

广证恒生-柳州医药(603368)-深度报告-“药品+器械+工业”集中释放业绩,驱动公司高成长-2017.6.8

广证恒生-柳州医药(603368)-深度报告-内生增长强劲的区域性医药流通龙头-2017.4.25



附录：公司财务预测表

单位：百万元

资产负债表					利润表				
会计年度	2017	2018E	2019E	2020E	会计年度	2017	2018E	2019E	2020E
流动资产	6785.49	8072.86	9730.98	11475.82	营业收入	9446.98	11912.34	14835.33	18105.60
现金	1073.74	1395.54	1234.64	1315.09	营业成本	8539.16	10730.45	13313.11	16178.16
应收账款	3793.36	4679.10	5892.12	7151.37	营业税金及附加	34.66	25.02	31.15	38.02
其它应收款	52.88	49.34	72.24	81.58	营业费用	192.72	228.72	284.84	347.63
预付账款	169.90	208.16	261.58	315.86	管理费用	156.54	184.64	229.95	280.64
存货	1125.78	1381.66	1734.68	2095.55	财务费用	14.33	29.78	51.92	81.48
其他	569.83	359.05	535.71	516.36	资产减值损失	12.64	59.56	74.18	90.53
非流动资产	768.55	879.12	1031.00	1185.14	公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00
长期投资	0.00	0.00	0.00	0.00	投资净收益	7.87	5.72	5.72	5.72
固定资产	427.51	562.34	691.17	818.83	营业利润	506.67	659.89	855.90	1094.88
无形资产	101.14	128.41	159.14	194.99	营业外收入	0.92	0.00	0.00	0.00
其他	239.91	188.37	180.69	171.31	营业外支出	3.17	0.00	0.00	0.00
资产总计	7554.05	8951.98	10761.98	12660.95	利润总额	504.43	659.89	855.90	1094.88
流动负债	3925.71	4885.30	6236.78	7471.84	所得税	76.76	100.44	130.27	166.64
短期借款	623.67	707.14	1090.91	1214.11	净利润	427.67	559.46	725.63	928.24
应付账款	2714.50	3510.45	4293.73	5255.21	少数股东损益	26.29	35.56	45.36	58.52
其他	587.54	667.71	852.14	1002.52	归属母公司净利润	401.38	523.89	680.26	869.72
非流动负债	59.82	60.91	60.57	60.43	EBITDA	539.89	699.62	915.09	1176.25
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	EPS (摊薄)	1.55	2.02	2.63	3.36
其他	59.82	60.91	60.57	60.43					
负债合计	3985.53	4946.21	6297.35	7532.27	主要财务比率				
少数股东权益	76.76	112.32	157.69	216.20	会计年度	2017	2018E	2019E	2020E
股本	185.05	259.00	259.00	259.00	成长能力				
资本公积	2146.59	2072.57	1981.92	1891.27	营业收入增长率	24.97%	26.10%	24.54%	22.04%
留存收益	1160.11	1561.87	2066.02	2762.21	营业利润增长率	25.91%	30.24%	29.70%	27.92%
归属母公司股东权益	3491.76	3893.44	4306.94	4912.48	归属于母公司净利润增长率	25.04%	30.52%	29.85%	27.85%
负债和股东权益	7554.05	8951.98	10761.98	12660.95	获利能力				
					毛利率	9.61%	9.92%	10.26%	10.65%
					净利率	4.53%	4.70%	4.89%	5.13%
					ROE	11.79%	13.83%	16.06%	18.13%
					ROIC	10.38%	12.11%	13.52%	15.39%
					偿债能力				
					资产负债率	52.76%	55.25%	58.51%	59.49%
					净负债比率	15.65%	14.30%	17.32%	16.12%
					流动比率	172.85%	165.25%	156.03%	153.59%
					速动比率	144.17%	136.97%	128.21%	125.54%
					营运能力				
					总资产周转率	136.59%	144.34%	150.51%	154.60%
					应收账款周转率	282.15%	281.20%	280.67%	277.62%
					应付账款周转率	340.32%	344.76%	341.18%	338.85%
					每股指标 (元)				
					每股收益 (最新摊薄)	154.97%	202.28%	262.65%	335.80%
					每股经营现金流 (最新摊薄)	-179.73%	207.92%	-10.82%	198.05%
					每股净资产 (最新摊薄)	1886.90%	1503.26%	1662.91%	1896.71%
					估值比率				
					P/E	15.16	16.26	12.52	9.79
					P/B	1.74	2.19	1.98	1.73
					EV/EBITDA	0.43	11.36	9.33	7.35

数据来源：港澳资讯、Wind、广证恒生

**广证恒生：**

地址：广州市天河区珠江西路5号广州国际金融中心4楼

电话：020-88836132, 020-88836133

邮编：510623

**股票评级标准：**

强烈推荐：6个月内相对强于市场表现15%以上；

谨慎推荐：6个月内相对强于市场表现5%—15%；

中性：6个月内相对市场表现在-5%—5%之间波动；

回避：6个月内相对弱于市场表现5%以上。

**分析师承诺：**

本报告作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰、准确地反映了作者的研究观点。在作者所知情的范围内，公司与所评价或推荐的证券不存在利害关系。

**重要声明及风险提示：**

我公司具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供广州广证恒生证券研究所有限公司的客户使用。

本报告中的信息均来源于已公开的资料，我公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，不保证该信息未经任何更新，也不保证我公司做出的任何建议不会发生任何变更。在任何情况下，报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或询价。在任何情况下，我公司不就本报告中的任何内容对任何投资做出任何形式的担保。我公司已根据法律法规要求与控股股东（广州证券股份有限公司）各部门及分支机构之间建立合理必要的信息隔离墙制度，有效隔离内幕信息和敏感信息。在此前提下，投资者阅读本报告时，我公司及其关联机构可能已经持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，或者可能正在为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。法律法规政策许可的情况下，我公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。我公司的关联机构或个人可能在本报告公开前已经通过其他渠道独立使用或了解其中的信息。本报告版权归广州广证恒生证券研究所有限公司所有。未获得广州广证恒生证券研究所有限公司事先书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“广州广证恒生证券研究所有限公司”，且不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。

市场有风险，投资需谨慎。