

日期: 2018年08月21日

行业: 医药商业



# 深耕广西区域市场 纯销业务持续较快增长

分析师: 金鑫

Tel: 021-53686163

E-mail: jinxin1@shzq.com

SAC 证书编号: S0870518030001

## 基本数据 (2018Q2)

报告日股价 (元)	30.16
12mth A 股价格区间 (元)	30.16-58.3
总股本 (百万股)	259.07
无限售 A 股/总股本	79%
流通市值 (亿元)	61.75
每股净资产 (元)	13.99
PBR (X)	2.16
DPS (Y2017, 元)	10 转 4 派 6.60

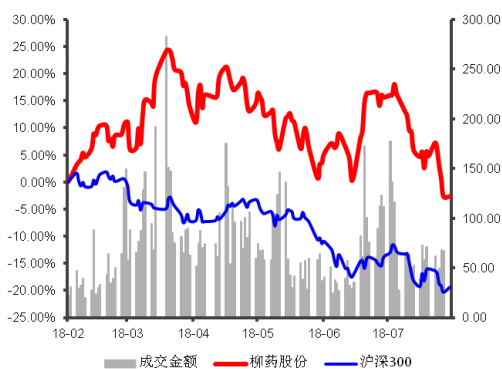
## 主要股东 (2018Q2)

朱朝阳	27.86%
宁波光辉嘉耀投资管理合伙企业(有限合伙)	3.81%
中国人寿保险(集团)公司-传统-普通保险产品	3.09%

## 收入结构 (2017Y)

批发	90.28%
零售	9.20%
工业	0.51%

## 最近 6 个月股票与沪深 300 比较



## 相关报告:

《柳州医药 (603368) 2017 年度报告点评: 业绩基本符合预期, 有望持续受益于政策红利》

——2018 年 03 月 21 日

《柳州医药 (603368) 2017 年业绩快报点评: 业绩维持较快增长, 持续拓展供应链延伸服务》

——2018 年 02 月 08 日

## ■ 公司动态事项

公司发布2018年半年度报告。

## ■ 事项点评

### 医院销售业务持续较快增长, 布局第三终端业务

公司2018年上半年实现营业收入55.16亿元, 同比增长24.16%, 收入端同比增速较上年同期提升3.54个百分点; 实现归母净利润2.56亿元, 同比增长33.25%。分季度来看, 公司2018Q2实现营业收入28.05亿元, 同比增长23.06%; 实现归母净利润1.42亿元, 同比增长31.68%。公司2018年上半年销售毛利率为10.23%, 同比提升0.76个百分点, 我们预计受纯销业务比例提高、高毛利的零售业务和创新业务收入增速较高等因素影响。公司2018年上半年期间费用率为4.07%, 同比提高0.64个百分点, 其中销售费用率、管理费用率、财务费用率分别为2.00%、1.69%、0.38%, 同比分别提高0.12个百分点、0.16个百分点、0.36个百分点。

分业务来看, 公司医院销售业务2018年上半年实现收入42.06亿元, 同比增长25.90%, 公司持续拓展医院供应链延伸服务项目, 2018年上半年新增桂东人民医院、玉林市第一人民医院等8家合作医疗机构, 截至2018年6月底, 已签订项目协议的医疗机构达59家, 带动公司医院销售业务较快增长。公司凭借与区域内二级以上医院的高覆盖率、全面覆盖广西省14个地级市的销售配送网络等竞争优势, “两票制”背景下享受行业集中度提升带来的政策红利, 医院销售业务在批发业务占比持续增长。此外, 公司强化区域子公司建设, 逐步将原有各区域市场业务转由区域子公司承接, 随着分级诊疗和基层医疗保障体系不断完善, 第三终端基层医疗机构发展逐步加快。

### 零售业务持续高速增长, 持续推进 DTP 业务

公司药品零售业务2018年上半年实现收入5.69亿元, 同比增长49.21%, 主要受益于: 1) 直营门店数量同比高增长, 公司2018年上半年新开门店达80家, 新增防城港市布局, 已完成在全区14个核心城市的药店覆盖, 全资子公司桂中大药房收购友和古城旗下39家门店, 强化在南宁区域市场的布局, 截至2018年6月底, 桂中大药房拥有350家直营药店, 同比增长54.2%, 其中医保药店164家, 同比增长59.2%, 医保门店比例为46.9%, 同比上升1.5个百分点; 2) 公司持续推动DTP药店、医院院边药店发展, 截至2018年6月底, DTP药店数量达25家, 覆盖南宁、柳州、桂林等9个地区。

### 积极拓展创新业务, 培育新的业绩增长点

公司器械业务2018年上半年实现收入2.16亿元, 同比增长

89.36%，公司以医院供应链延伸服务项目为契机，加快公司器械、耗材配送服务平台的推广应用，把医疗器械、耗材智能化管理引入医疗机构。

公司工业板块2018年上半年实现收入4,853.81万元，同比增长174.24%，全资子公司仙莱中药科技饮片生产加工产能大幅提升，已能生产加工中药材品种近600个，通过公司和桂中大药房的销售渠道和客户资源，强化仙莱产品在医疗机构、连锁药店及其他终端市场的推广，仙莱中药科技2018H1实现净利润765.86万元，同比增长420.7%。

## ■ 风险提示

两票制等行业政策风险；医院供应链延伸项目进展不及预期的风险；DTP业务增速不及预期的风险

## ■ 投资建议

未来六个月，维持“谨慎增持”评级

结合2018年半年报我们调整公司18、19年EPS至1.98、2.46元，以8月20日收盘价30.16元计算，动态PE分别为15.24倍和12.27倍。我们认为，公司持续拓展医院供应链延伸服务，合作医疗机构数已达59家，有利于公司保持医院销售业务的较快增速，受益于广西省新标执行、“两票制”执行等因素有望逐步提高市场份额；此外，公司持续推进DTP业务，有望保持零售业务较高毛利率水平的同时维持零售业务较快增速，带动公司整体业绩增长。未来六个月，维持“谨慎增持”评级。

## ■ 数据预测与估值：

至12月31日(¥.百万元)	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入	9,446.98	11,533.27	13,865.62	16,369.18
年增长率	24.97%	22.08%	20.22%	18.06%
归属于母公司的净利润	401.38	512.84	636.79	785.96
年增长率	25.04%	27.77%	24.17%	23.43%
每股收益(元)	1.55	1.98	2.46	3.03
PER(X)	19.47	15.24	12.27	9.94

注：有关指标按最新股本摊薄

## ■ 附表

## ■ 附表 1 损益简表及预测 (单位: 百万元人民币)

资产负债表 (单位: 百万元)

指标	2017A	2018E	2019E	2020E
货币资金	1,074	1,269	1,525	1,801
存货	1,126	1,184	1,625	1,698
应收账款及票据	4,026	5,595	6,362	7,599
其他	560	287	427	463
流动资产合计	6,785	8,335	9,939	11,561
长期股权投资	0	0	0	0
固定资产	428	407	386	365
在建工程	88	88	88	88
无形资产	101	99	96	93
其他	152	98	103	97
非流动资产合计	769	692	673	643
资产总计	7,554	9,027	10,612	12,204
短期借款	624	1,157	1,475	1,898
应付账款及票据	3,211	3,696	4,436	4,987
其他	91	93	107	106
流动负债合计	3,926	4,946	6,018	6,991
长期借款和应付债券	0	0	0	0
其他	60	61	61	60
非流动负债合计	60	61	61	60
负债合计	3,986	5,007	6,078	7,051
少数股东权益	77	110	152	204
股东权益合计	3,569	4,020	4,534	5,153
负债和股东权益总计	7,554	9,027	10,612	12,204

现金流量表 (单位: 百万元)

指标	2017A	2018E	2019E	2020E
净利润	428	513	637	786
折旧和摊销	35	24	24	24
营运资本变动	(1,219)	(846)	(586)	(788)
经营活动现金流	(333)	(248)	161	131
资本支出	1	0	0	0
投资收益	8	0	0	0
投资活动现金流	(555)	33	(14)	(2)
股权融资	43	74	0	0
负债变化	0	0	0	0
股息支出	(122)	(144)	(178)	(220)
融资活动现金流	244	410	110	146
净现金流	(644)	195	257	275

数据来源: WIND 上海证券研究所

利润表 (单位: 百万元)

指标	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入	9,447	11,533	13,866	16,369
营业成本	8,539	10,376	12,434	14,634
营业税金及附加	35	35	48	55
营业费用	193	234	281	333
管理费用	157	196	234	275
财务费用	14	28	44	58
资产减值损失	13	20	24	26
投资收益	8	0	0	0
公允价值变动损益	0	0	0	0
营业利润	507	645	800	988
营业外收支净额	(2)	0	0	0
利润总额	504	645	800	988
所得税	77	98	122	150
净利润	428	546	678	837
少数股东损益	26	34	42	51
归属母公司股东净利润	401	513	637	786

财务比率分析

指标	2017A	2018E	2019E	2020E
总收入增长率	24.97%	22.08%	20.22%	18.06%
EBITDA 增长率	36.52%	27.79%	24.77%	23.18%
EBIT 增长率	34.70%	29.47%	25.64%	23.82%
净利润增长率	25.04%	27.77%	24.17%	23.43%
毛利率	9.61%	10.03%	10.33%	10.60%
EBITDA/总收入	5.76%	6.03%	6.26%	6.53%
EBIT/总收入	5.50%	5.83%	6.09%	6.39%
净利润率	4.25%	4.45%	4.59%	4.80%
资产负债率	52.76%	55.47%	57.27%	57.78%
流动比率	1.73	1.69	1.65	1.65
速动比率	1.44	1.45	1.38	1.41
总资产回报率 (ROA)	5.66%	6.05%	6.39%	6.86%
净资产收益率 (ROE)	11.50%	13.12%	14.53%	15.88%
EV/营业收入	1.3	0.9	0.7	0.6
EV/EBITDA	15.3	11.1	9.0	7.5
PE	19.5	15.2	12.3	9.9
PB	2.2	2.0	1.8	1.6

## 分析师承诺

金鑫

本人以勤勉尽责的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师的研究观点。此外，本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接相关。

## 公司业务资格说明

本公司具备证券投资咨询业务资格。

## 投资评级体系与评级定义

股票投资评级：

分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据公司基本面及（或）估值预期以报告日起6个月内公司股价相对于同期市场基准沪深300指数表现的看法。

投资评级	定义
增持	股价表现将强于基准指数 20%以上
谨慎增持	股价表现将强于基准指数 10%以上
中性	股价表现将介于基准指数 $\pm 10\%$ 之间
减持	股价表现将弱于基准指数 10%以上

行业投资评级：

分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据行业历史基本面及（或）估值对所研究行业以报告日起 12 个月内的基本面和行业指数相对于同期市场基准沪深 300 指数表现的看法。

投资评级	定义
增持	行业基本面看好，行业指数将强于基准指数 5%
中性	行业基本面稳定，行业指数将介于基准指数 $\pm 5\%$
减持	行业基本面看淡，行业指数将弱于基准指数 5%

投资评级说明：

不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准，投资者应区分不同机构在相同评级名称下的定义差异。本评级体系采用的是相对评级体系。投资者买卖证券的决定取决于个人的实际情况。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，投资者不应以分析师的投资评级取代个人的分析与判断。

## 免责条款

本报告中的信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性及完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对任何人使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

在法律允许的情况下，我公司或其关联机构可能会持有报告中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或财务顾问服务。

本报告仅向特定客户传送，版权归上海证券有限责任公司所有。未获得上海证券有限责任公司事先书面授权，任何机构和个人均不得对本报告进行任何形式的发布、复制、引用或转载。

上海证券有限责任公司对于上述投资评级体系与评级定义和免责条款具有修改权和最终解释权。