



内生增长强劲的区域性医药流通龙头

2017.04.24

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

● 战略层面：战略布局领先，市场竞争优势明显

根据我们之前发布的医药流通专题报告《从美国三巨头发展路径解析流通整合致胜三策略》，医药流通企业大致经历“初期快速发展”、“竞争整合”、“增值服务”三大发展阶段。根据当前公司在供应链搭建、药品流通、器械流通、增值服务的布局，我们认为柳州医药有别于大部分企业，正从“竞争整合期”过渡到“增值服务期”，战略布局领先同行。

● 政策层面：医药流通产业政策总体利好公司发展

通过对当前影响显著的“两票制”、“零加成”政策分析，我们认为：政策层面利好柳州医药。其中，“两票制”的推行引发更多品种的区域代理级别提升（从二级提升至一级代理商）。受益于此，公司药品批发毛利率已从2015年的6.49%提升至2016年的7.70%；“药品零加成”削弱医院在药品上的利润空间，倒逼医院发展利润空间较大的器械耗材业务，利好公司器械耗材流通业务发展（IVD流通业务与润达合作）。

● 经营层面：药品流通、器械流通、中药饮片三轮驱动稳增长

1) **药品流通业务**：在药品批发业务方面，公司与上下游长期合作，上游供应商超2000家，经营品种超2万个，同时配送及时性深得医院认可。近期，公司大力推行药品供应链延伸项目，预计服务能力有望再次得到提升。鉴于公司“品规齐全”、“配送及时”、“服务优质”三大优势，新标执行后公司在医院终端的配送份额有望提升；在药品零售方面，公司“医院周边药店+社区药店”的差异化布局，更好地承接处方药外流，目前单店盈利能力领先行业，战略布局效果显著。未来，随着毛利率较高的社区药房逐步发展、药店成熟管理模式和经营规模销售能有效降低经营费用，我们认为：零售药店的利润水平持续下滑可能性较小。

2) **器械流通业务**：按照我们的测算，广西器械流通的规模达130亿元，目前市场集中度极低，公司市占率不足2%。为快速切入该领域，公司与润达合作开发广西20-30亿元IVD流通市场。借助润达的产品和服务优势，配合公司丰富的终端资源，我们认为公司有望抢先布局广西IVD流通市场。

3) **中药饮片业务**：2016年子公司仙莱中药（3200吨/年设计产能）获得GMP认证，2017年逐步投产。如按照每吨产能对应5万元营收的行业均值进行估算，中药饮片3200吨产能达产后，有望产生至少1.5亿元营收。

● 盈利预测与估值：

以公司现有业务情况，我们测算公司17-19年EPS分别为2.94、3.88、5.15元，对应26、19、15倍PE，维持“强烈推荐”评级。

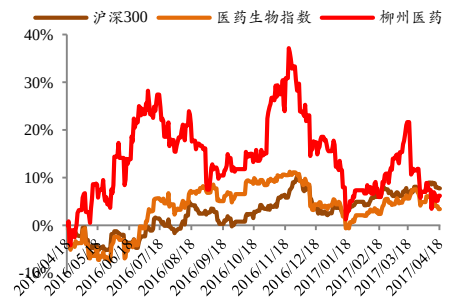
● 风险提示：行业政策性风险；供应链延伸项目不达预期；器械流通合作不达预期；药店经营情况不达预期；中药饮片投产不达预期。

主要财务指标	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入	7559.40	9190.73	11417.53	14127.64
同比(%)	16.16%	21.58%	24.23%	23.74%
归属母公司净利润	321.01	417.84	552.45	733.68
同比(%)	54.05%	30.16%	32.22%	32.81%
每股收益(元)	2.26	2.94	3.88	5.15
P/E	33.26	25.55	19.33	14.55
P/B	3.35	3.08	2.73	2.36
EV/EBITDA	-2.19	16.41	12.60	9.49

强烈推荐

现价：	75.00
目标价：	94.08
股价空间：	25%

行业指数走势



股价表现

涨跌(%)	1M	3M	6M
柳州医药	-12.69	3.61	-7.65
医药生物	-2.10	3.50	-5.28
沪深300	0.99	4.62	5.27

基本资料

总市值(亿元)	108
总股本(亿股)	1.42
流通股比例	40.22%
资产负债率	48.43%
大股东	朱朝阳
大股东持股比例	27.86%

相关报告

- 广证恒生-业绩点评-柳州医药（603368）-17年Q1业绩31%高增长，受益流通业务扩大+毛利率提升-2017.04.17
- 广证恒生-公告点评-柳州医药（603368）-公司债核准发行，进一步拓宽融资渠道利好业务扩展-2017.04.11
- 广证恒生-业绩点评-柳州医药（603368）-2016年业绩54%高增长，受益医药流通业务进一步扩大-2017.03.22
- 广证恒生-公告点评-柳州医药（603368）-与南溪山医院签订协议，供应链延伸项目稳步推进-2017.02.16
- 广证恒生-医药流通专题报告-从美国三巨头发展路径解析流通整合致胜三策略-2017.02.07



目录

目录	2
图表目录	3
1.柳州医药：内生增长强劲的医药流通区域性龙头	4
1.1 单一配送起家，正逐步转型现代医药物流服务供应商	4
1.2 董事长勤勉务实，带领公司实现医药流通的全产业链布局	4
1.3 流通业务扩大+财务费用减少，16 年业绩实现 54%高增长	5
2.战略层面：战略布局领先，市场竞争优势明显	6
2.1 医药流通企业经历“初期快速发展”、“竞争整合”、“增值服务”三大阶段	6
2.2 柳药广西供应链系统完善、药品流通上下游合作、快速切入器械耗材流通	7
3.政策层面：医药流通产业政策利好公司	9
4.经营层面：药品流通、器械流通、中药饮片三轮驱动稳增长	10
4.1 药品流通：内生增长强劲，市场优势明显	10
4.1.1 药品流通业务内生增速高于行业，彰显强大竞争力	10
4.1.2 公司深耕广西市场多年，药品流通具市场优势	11
4.2 药品批发：新标段提升终端配送品种，利好业务扩大	11
4.2.1 2010 年老标段执行提升“配送比例”和“配送范围”	11
4.2.2 当前新标段执行，有望增加医院终端配送品种种类	13
4.3 药品零售：差异化布局零售药店，享处方外流红利	14
4.4 器械流通：强强联合，有望实现弯道超车	17
4.4.1 广西器械流通市场达 132 亿规模，目前市场集中度极低	17
4.4.2 推进器械供应配送平台，大力发展器械和耗材业务	17
4.4.3 联手 IVD 龙头润达医疗，抢先布局广西 IVD 市场	18
4.5 中药饮片投产在即，带来业绩新增量	20
5.盈利预测与投资建议	20
6.风险提示	21



图表目录

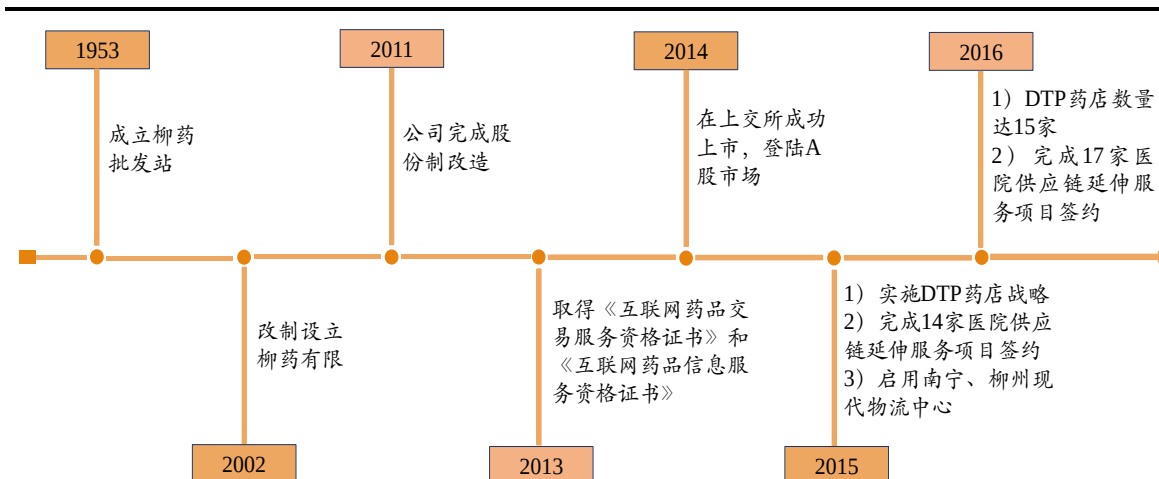
图表 1.	柳州医药逐步转为综合性现代医药物流服务提供商.....	4
图表 2.	柳州医药初步实现医药流通领域的全产业链布局.....	4
图表 3.	16 年实现营收 75.59 亿元，同比增长 16%	5
图表 4.	16 年实现收入 3.21 亿元，同比增长 54%	5
图表 5.	2016 年医疗器械收入占比增加.....	5
图表 6.	得益于药品区域代理级别提高，药品流通业务毛利率逐步提升.....	6
图表 7.	医药流通企业一般经历“初期快速发展”、“竞争整合”、“增值服务”三阶段.....	7
图表 8.	以柳州和南宁为配送核心，布局辐射全广西区域的供应链配送系统.....	8
图表 9.	品种供应能力和终端覆盖能力强，药品流通业务布局成熟.....	8
图表 10.	联手润达成立广西柳润，快速切入广西 IVD 流通市场.....	9
图表 11.	供应链延伸项目有利于实现“企业-医院-患者”的一体化供应链延伸服务.....	9
图表 12.	品种的区域代理级别提升，利好药品配送业务毛利率提升.....	10
图表 13.	近 5 年公司 22.61% 的年复合增长高于行业平均增速	11
图表 14.	2016 年公司药品批发业务市占率约为 28.55%	11
图表 15.	10 年标段后《县及县以上药品集中采购目录》配送比例和范围均提升.....	12
图表 16.	10 年标段后《自行采购目录》的配送比例和配送范围均提升.....	12
图表 17.	《基本药物集中采购目录》的配送范围拓宽至广西多个城市区域.....	13
图表 18.	10 年标段后《直接议价谈判目录》配送点击率提升至较高水平.....	13
图表 19.	供应链延伸项目顺利推进，目前已签约 17 家三甲医院.....	14
图表 20.	品种齐全、配送及时、配送服务出色三大优势利好公司终端配送品种的提升.....	14
图表 21.	2016 年桂中大药房拥有 195 家直营药店.....	15
图表 22.	2016 年公司药品零售实现营收 6.15 亿元，同比增长 31.46%	15
图表 23.	2016 年零售业务毛利率约为 26.14%，未来利润水平下滑可能性小.....	16
图表 24.	广西零售市场竞争激烈，桂中大药房目前销售规模领先.....	16
图表 25.	广西器械流通市场规模超 130 亿，柳药市占率不足 2%	17
图表 26.	2016 年器械流通业务营收达 1.92 亿元，同比增长 29.73%	17
图表 27.	柳州医药与润达医疗优势互补，协同效应明显.....	18
图表 28.	柳州医药充分覆盖广西地区规模以上医院终端资源.....	18
图表 29.	与润达合作的 IVD 知名品牌数据日益增加	19
图表 30.	润达医疗提供全方面专业服务	19
图表 31.	中药饮片两条生产线设计年产能合计 3200 吨/年.....	20
图表 32.	中药饮片 1 吨产能约对应 5 万元营收.....	20
图表 33.	柳州医药业绩高增长，PEG 显著低于同行可比公司（数据截止于 2017.4.19）	21

1.柳州医药：内生增长强劲的医药流通区域性龙头

1.1 单一配送起家，正逐步转型现代医药物流服务供应商

公司深耕细作于广西长达 60 多年，对广西地区的医药流通业务拥有透彻的理解和丰富的经验，已形成“以规模以上医院销售业务为核心，药店和第三终端业务为两翼，商业调拨等业务为补充”的业务体系，并于 2014 年成功登陆 A 股市场。未来公司有望借助资本市场的优势，进一步推进“从传统的单一配送商转变至现代综合性医药物流服务供应商”的战略转型。

图表1. 柳州医药逐步转为综合性现代医药物流服务提供商

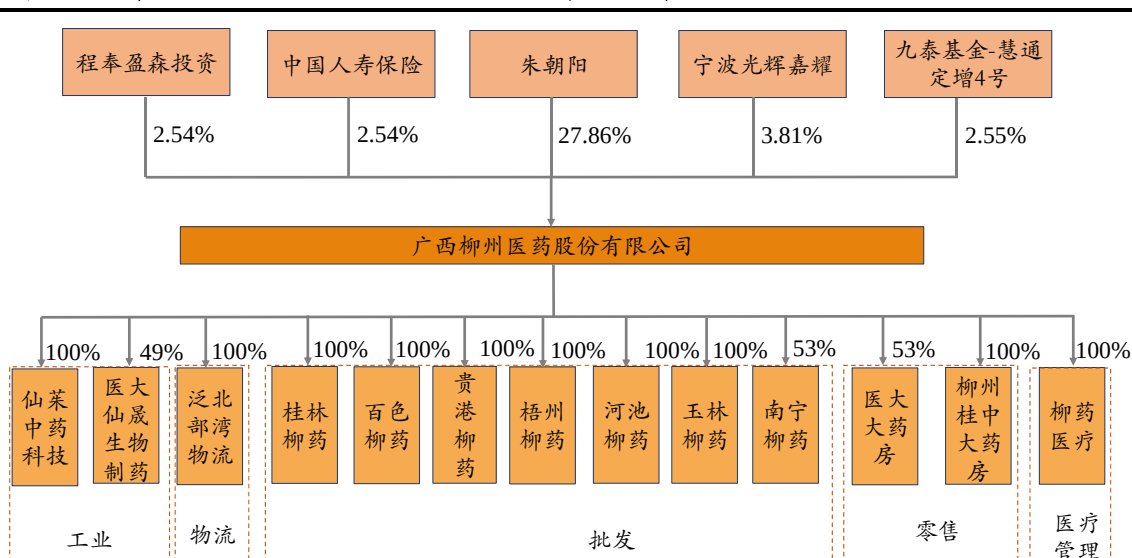


资料来源：公司公告、WIND、公司官网、广证恒生

1.2 董事长勤勉务实，带领公司实现医药流通的全产业链布局

朱朝阳先生持有公司 27.86% 的股份，是公司的实际控制人。自 1986 年起，朱朝阳先生便进入柳药批发站工作，至今已有 30 多年，从业经验丰富，对医药流通具备深刻的产业认识。朱朝阳先生于 2002 年开始任公司董事长，以勤勉务实的作风带领团队砥砺前行，目前柳州医药通过控股或参股 13 家公司，已初步实现医药流通领域的全产业链布局。

图表2. 柳州医药初步实现医药流通领域的全产业链布局

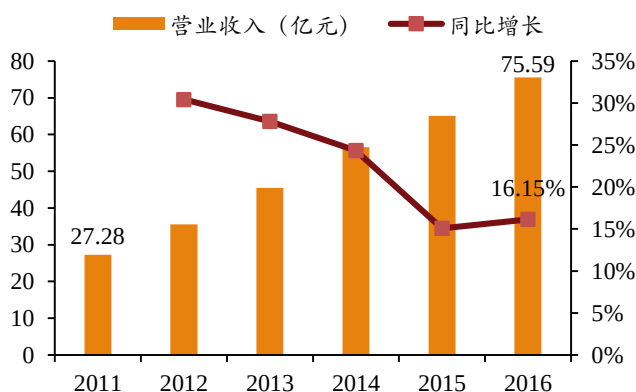


资料来源：公司公告、WIND、广证恒生

1.3 流通业务扩大+财务费用减少，16 年业绩实现 54% 高增长

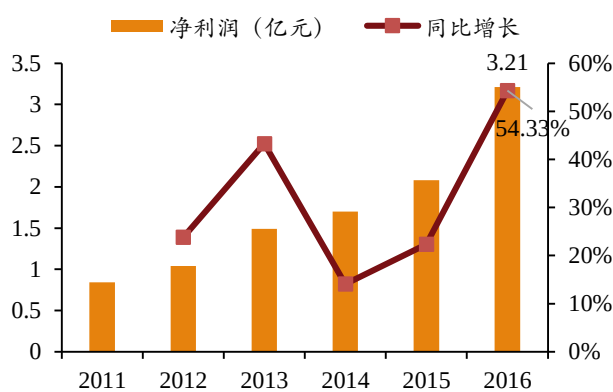
公司营业收入从 2011 年的 27.28 亿元增长到 2016 年的 75.59 亿元，年复合增长为 22.61%，其中 2016 年营业收入同比增长 16.55%，净利润从 2011 年的 0.84 亿元增长到 2016 年的 3.21 亿元，年复合增长为 30.75%，其中 2016 年净利润同比增长 54.33%。2016 年公司业绩高速增长的原因是：1) 受益于医药流通业务进一步扩大（药品流通营收同比增长 16.53%，器械流通营收同比增长 29.49%）；2) 非公开发行股票募集资金，偿还银行贷款，财务费用降低。

图表3. 16 年实现营收 75.59 亿元，同比增长 16%



资料来源：公司公告、WIND、广证恒生

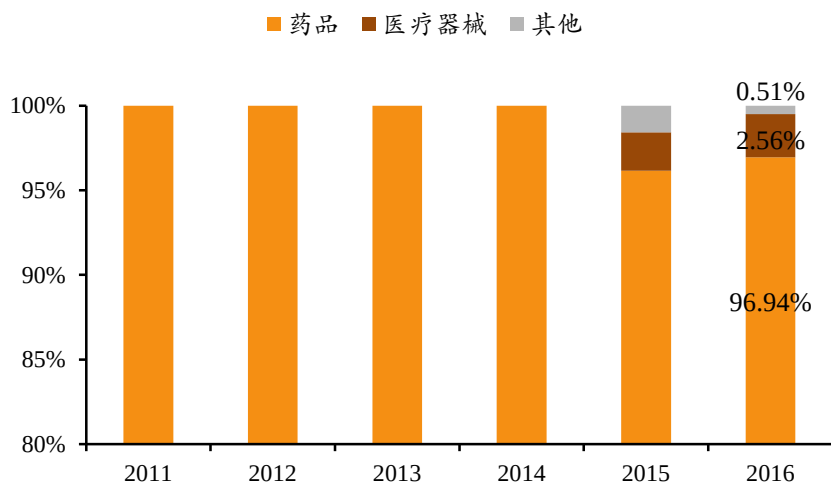
图表4. 16 年实现收入 3.21 亿元，同比增长 54%



资料来源：公司公告、WIND、广证恒生

收入构成分析, 2016 年药品流通业务、器械耗材流通业务、其他业务的营收占比分别为 96.94%、2.56%、0.51%，目前药品流通业务是公司营收的主要来源，随着器械耗材流通业务的发展，其占比会逐步提高。

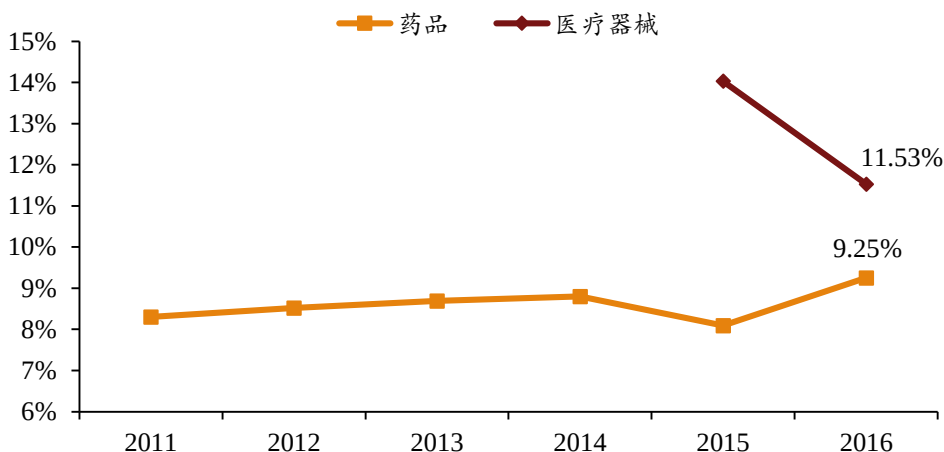
图表5. 2016 年医疗器械收入占比增加



资料来源：公司公告、WIND、广证恒生

盈利能力分析, 2016 年药品流通业务、器械耗材流通业务的毛利率分别为 9.25%、11.53%。药品流通业务毛利率的逐步提升，主要原因是公司药品区域代理级别的提高（二级代理商提高为一级代理商）；器械耗材流通业务毛利率的下降，主要原因是商业调拨业务占比提高。

图表6. 得益于药品区域代理级别提高，药品流通业务毛利率逐步提升



资料来源：公司公告、WIND、广证恒生

2. 战略层面：战略布局领先，市场竞争优势明显

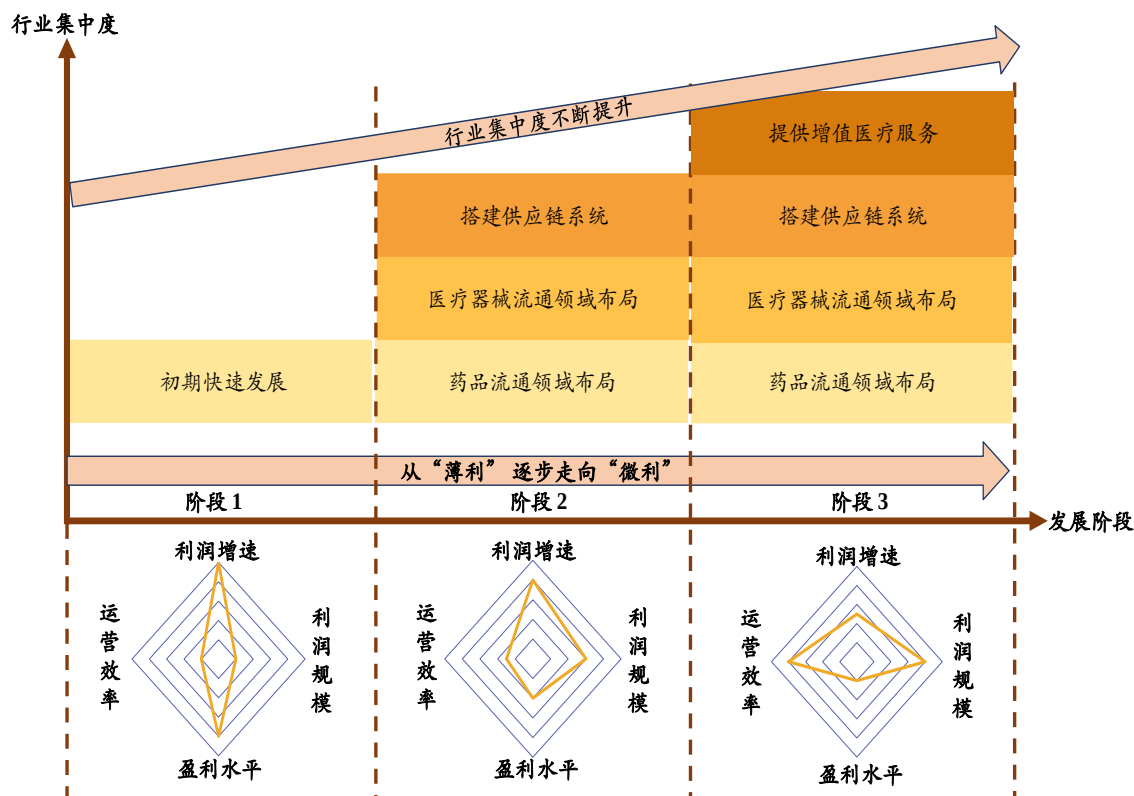
2.1 医药流通企业经历“初期快速发展”、“竞争整合”、“增值服务”

三大阶段

为适应行业集中度不断提高和竞争不断加剧的发展趋势，医药流通企业大致经历“初期快速发展”、“竞争整合”、“增值服务”三大发展阶段。

- **初期快速发展（发展阶段1）：**鉴于行业发展初期需求较大，各类品种参差不齐的流通企业依靠行业高增速，推动企业业绩增长，该阶段行业集中度较低，竞争相对缓和。
- **竞争整合期（发展阶段2）：**医药流通行业的增速逐步放缓，大部分中小流通企业盈利情况逐步变差，行业面临重新洗牌，龙头企业通过竞争和整合提升其市场份额，继续获得业绩增长，行业集中度逐步提高。
- **增值服务期（发展阶段3）：**行业完成一轮整合后，优秀的医药流通企业继续通过医疗增值服务，深挖顾客需求，继续提高企业在终端客户的市场份额，获得业绩增长新动力。

图表7. 医药流通企业一般经历“初期快速发展”、“竞争整合”、“增值服务”三阶段



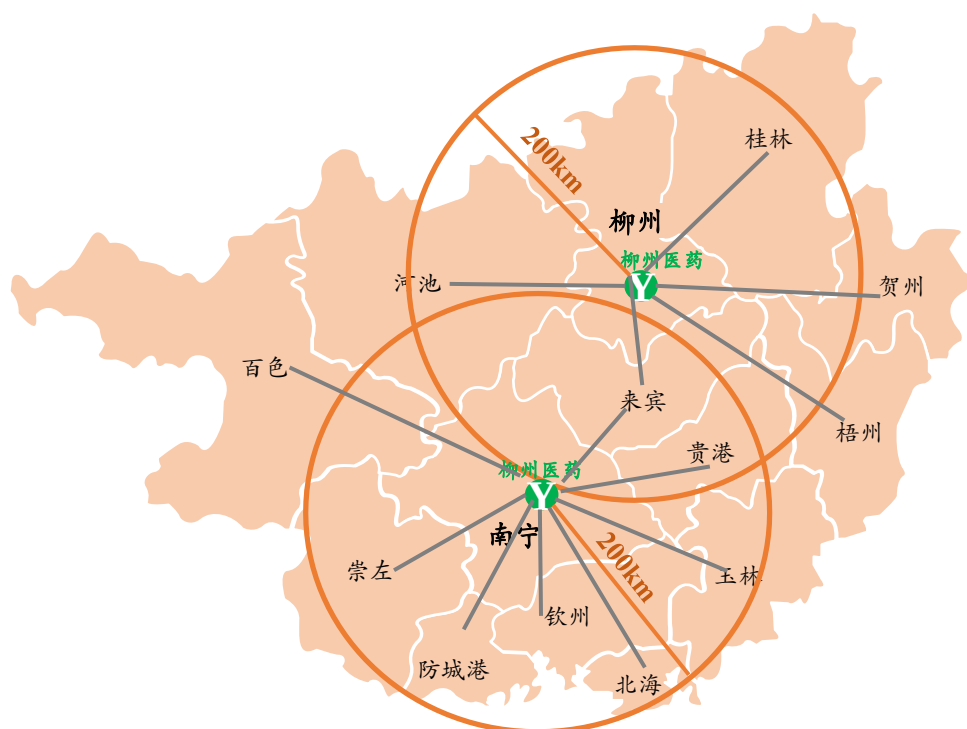
资料来源：公司公告、WIND、公司官网、广证恒生

2.2 柳药广西供应链系统完善、药品流通上下游合作、快速切入器械耗材流通

综合柳州医药在“供应链系统”、“药品流通”、“器械耗材流通”、“增值服务”四方面的布局情况，我们认为：公司从竞争整合阶段（阶段2）逐步过渡到增值服务阶段（阶段3），战略布局层面领先于广西地区同行竞争对手，利好公司抢占广西地区更大的市场份额。

- **供应链系统布局充分，配送网络辐射全广西：**由于200公里为医药物流最佳配送半径（超出200公里医药配送的成本相对较高），公司以柳州和南宁为配送中心，桂林和玉林为重要节点，布局供应链配送网络，合理辐射200公里以内的各个周边城市区域，目前物流配送网络已实现广西14个地级市的高度覆盖。

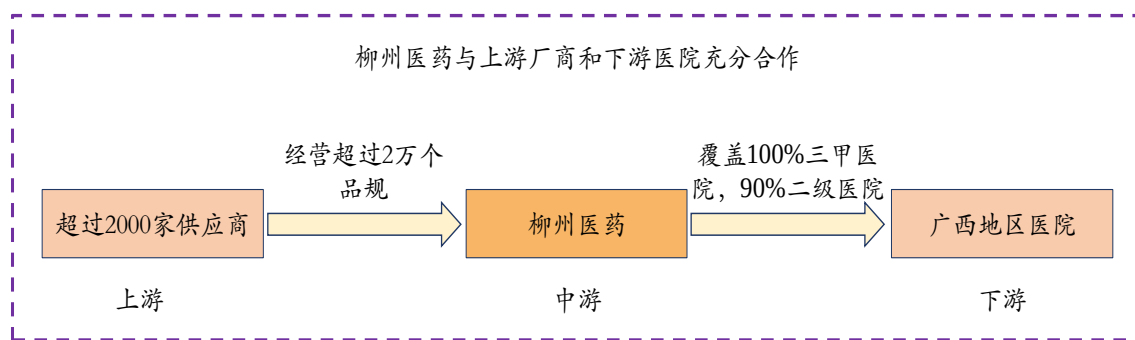
图表8. 以柳州和南宁为配送核心，布局辐射全广西区域的供应链配送系统



资料来源：公司公告、广证恒生

- **与上下游充分合作，药品流通业务布局成熟：**药品流通业务方面，上游端公司与罗氏、拜尔等 2000 多家供应商合作，营业品规超过 2 万个，保证了药品品种供应齐全；下游端与广西地区 100% 的三级医院和 90% 的二级医院保持长期合作，实现终端客户高覆盖率。

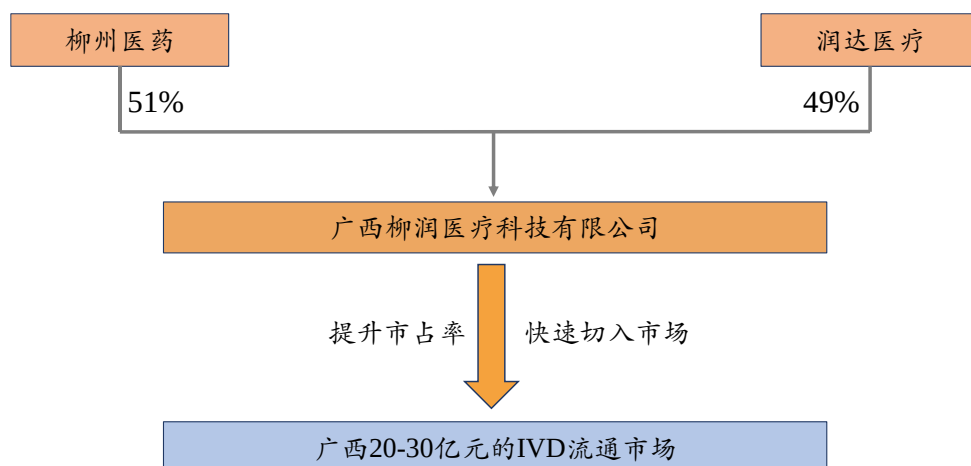
图表9. 公司的品种供应能力和终端覆盖能力强，药品流通业务布局成熟



资料来源：公司公告、广证恒生

- **器械耗材配送联手润达，快速切入广西 IVD 市场：**为迅速布局广西器械耗材流通市场，公司以合作形式与 IVD 龙头润达联手，成立广西柳润（柳州医药出资 51%），快速切入并共同开拓广西 IVD 流通市场（具体合作模式后文将详细说明）。

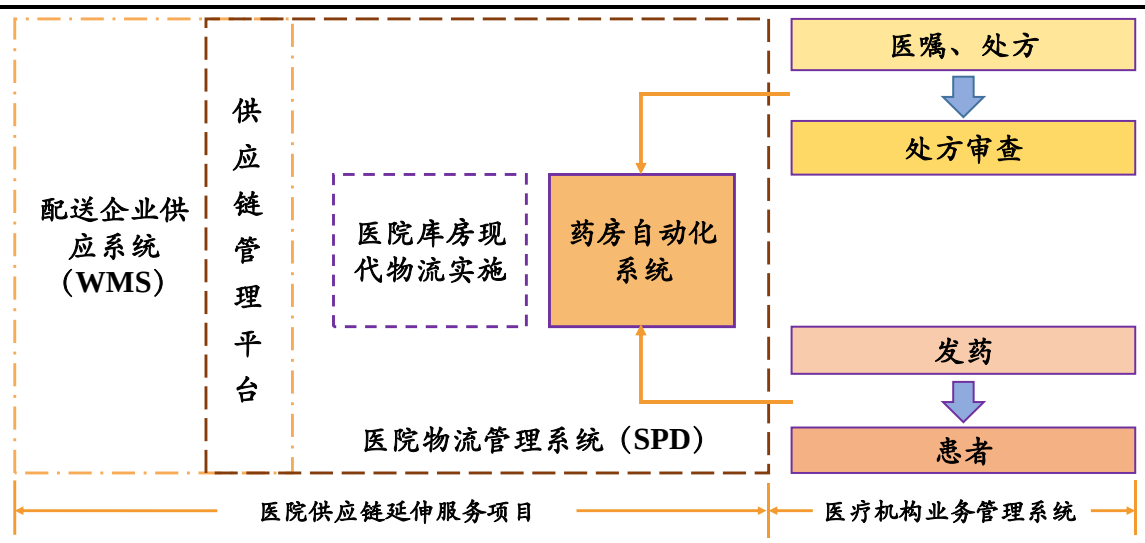
图表10. 联手润达成立广西柳润，快速切入广西 IVD 流通市场



资料来源：公司公告、广证恒生

- **前瞻性布局医院增值服务，推进医院供应链延伸：**公司通过定增募集资金，计划与 15-20 家三甲医院、30-50 家二甲医院合作，开展医院供应链服务延伸计划。该项目通过对接现代物流信息系统和医院业务管理系统，在工业企业、流通企业、医院之间共享物流信息，并将物流系统和设备引入医院，对医院内部配送等进行管理，最终实现“企业-医院-患者”的一体化供应链延伸服务。

图表11. 供应链延伸项目有利于实现“企业-医院-患者”的一体化供应链延伸服务



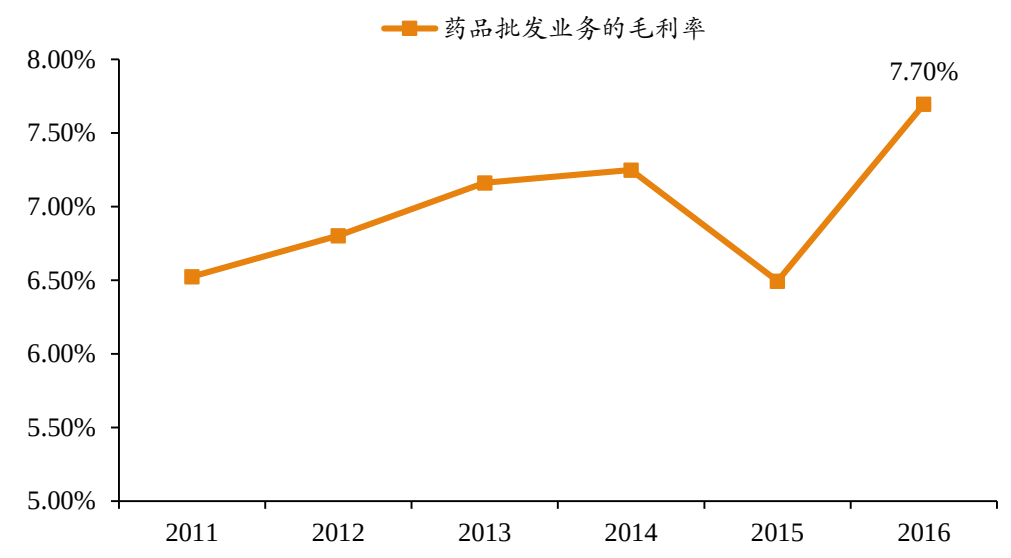
资料来源：公司公告、WIND、广证恒生

3.政策层面：医药流通产业政策利好公司

当前“两票制”、“药品零加成”等产业政策对整个医药行业产生显著的影响，通过对政策逐一分析，我们认为：“两票制”有利于公司药品配送毛利率提升，“药品零加成”推动公司器械流通业务扩张，政策层面利好柳州医药的发展。

- **两票制利好公司药品流通毛利率提升：**2016 年公司药品批发业务的毛利率为 7.70%，与 2015 年相比提升了 1.2 个百分点，主要是区域代理商级别的提升。未来“两票制”的推进和落地，有望引发更多品种的区域代理级别提升（从二级代理商提升至一级代理商），利好药品配送毛利率的提升。

图表12. 品种的区域代理级别提升，利好药品配送业务毛利率提升



资料来源：公司公告、WIND、广证恒生

- **药品零加成利好公司器械业务扩张：**“药品零加成”的推行削弱了医院药品的利润空间，倒逼医院积极且规范化的发展目前仍存在利润加成空间的器械耗材业务。公司凭借着丰富的医院终端资源，结合润达医疗强大的产品及服务支持，有望迅速扩张器械业务。

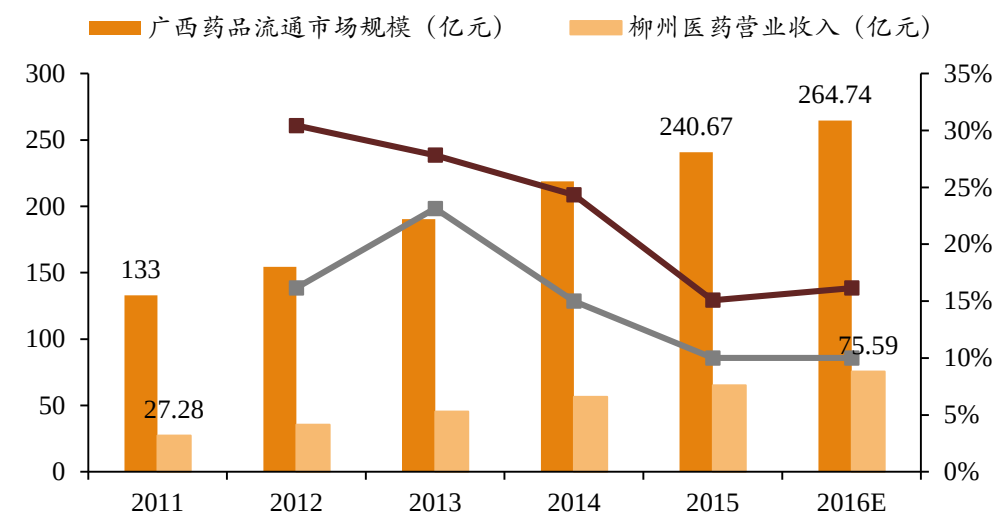
4.经营层面：药品流通、器械流通、中药饮片三轮驱动稳增长

4.1 药品流通：内生增长强劲，市场优势明显

4.1.1 药品流通业务内生增速高于行业，彰显强大竞争力

广西药品流通行业的市场规模从 2011 年的 133 亿元增长至 2015 年 240.67 亿元，年复合增长率达 12.59%。2016 年按照 10% 的行业增速进行估算，广西药品流通行业的市场规模约为 264.74 亿元。柳州医药在省内市场蓬勃发展的环境下，其销售规模也逐年扩大，营业收入从 2011 年的 27.28 亿元增长到 2016 年的 72.84 亿元，年复合增长高达 22.61%，公司营收增速高于行业。我们认为：公司凭借内生发展，通过不断抢占竞争对手的市场份额，获得高于行业均值的营收增速，是公司强大行业竞争力的重要体现。

图表13. 近5年公司年复合增长率22.61%，高于行业平均增速

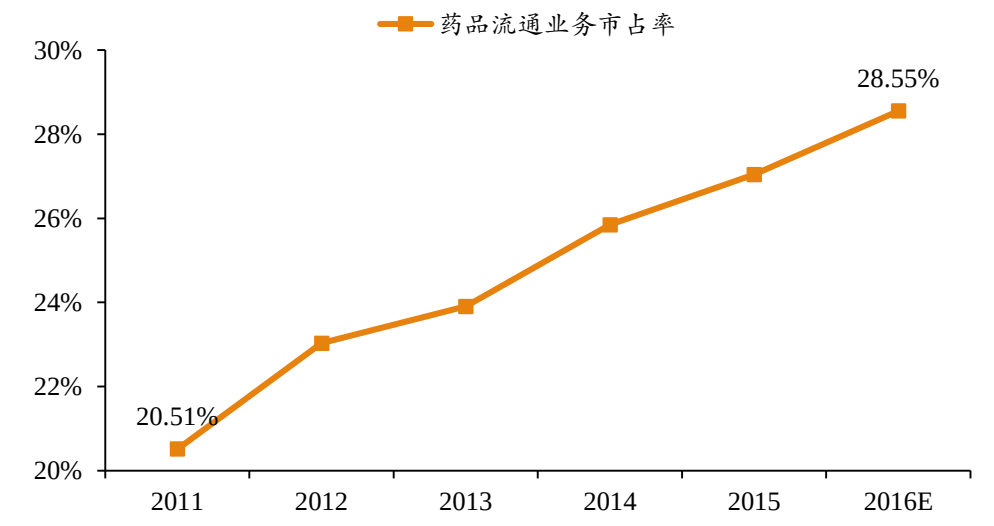


资料来源：商务部、公司公告、WIND、广证恒生

4.1.2 公司深耕广西市场多年，药品流通具备市场优势

在医药流通企业“数量多、规模小、分布散”的广西市场，柳州医药经过多年的精耕细作，已发展成为当地的区域性龙头，在广西市场根基深厚。药品批发业务的市占率从2011年20.51%逐渐上升至2016年的28.55%，目前已形成一定的市场份额优势。

图表14. 2016年公司药品批发业务市占率约为28.55%



资料来源：商务部、公司公告、WIND、广证恒生

4.2 药品批发：新标段提升终端配送品种，利好业务扩大

通过对比老标段与新标段执行所带来的变化，我们认为：新老标段执行给公司带来的利好各不相同，老标段执行的利好主要体现在“上游企业点击配送比例提升”和“配送区域范围提升”；而目前新标段执行的利好主要体现在“配送品种的提升”。

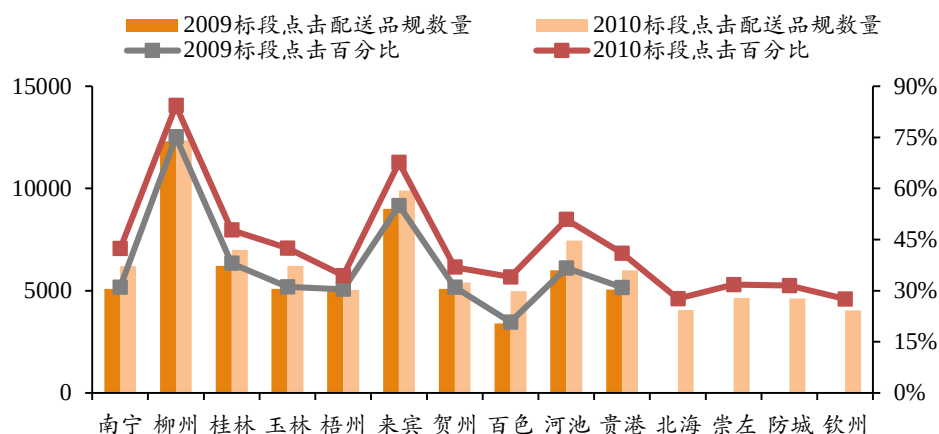
4.2.1 2010年老标段执行提升“配送比例”和“配送范围”

根据2010年老标段对于《县及县以上药品集中采购目录》、《自行采购目录》、《基本药物集中采购目录》、《直接议价谈判目录》四个目录的执行情况，该标段执行之后，公司在配送比例和配送范围上均得到

提升，总体上有利于公司在广西药品流通市场市占率的提升。

- 《县及县以上药品集中采购目录》：从配送比例上分析，公司的总体配送比率由 41%提升至 45%。其中，柳州（由 74%提升至 83%）、南宁（由 34%提升至 44%）、桂林（由 41%提升至 51%）、玉林（由 36 提升至 51%）等业务量较大的城市的配送比率均得到较大提升；从配送范围上分析，公司新增了北海、崇左、防城、钦州四个城市，实现广西 14 个城市全覆盖。

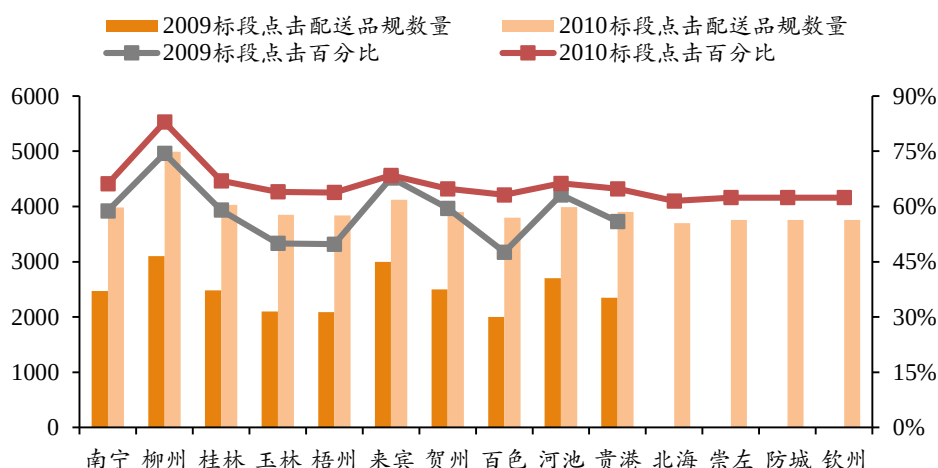
图表15. 10 年标段后《县及县以上药品集中采购目录》配送比例和范围均提升



资料来源：公司公告、广证恒生

- 《自行采购目录》：2011 年执行新标段后，从配送比例上分析，公司在广西各个城市的总体配送比例提升至约为 60%；从配送范围上分析，公司新增了北海、崇左、防城、钦州四个可配送区域。

图表16. 10 年标段后《自行采购目录》的配送比例和配送范围均提升



资料来源：公司公告、广证恒生

- 《基本药物集中采购目录》：2010 年标段执行后，公司结合当地回款情况和医疗水平（即暂时不开拓回款能力差的部分基层地区），合理拓宽了《基本药物集中采购目录》的配送范围，全面覆盖桂林、玉林、贵港、贺州、钦州等城市，部分覆盖南宁、百色、河池、柳州、崇左等城市。

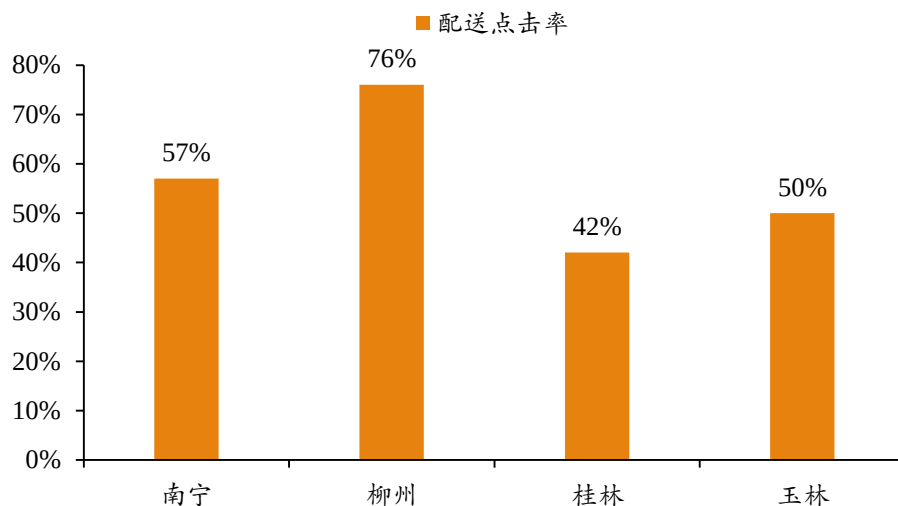
图表17. 《基本药物集中采购目录》的配送范围拓宽至广西多个城市区域

城市	配送区域（橙色、灰色分别代表当前已配送区域、目前没配送区域）												
桂林市	全市范围内均可配送（包括秀峰、叠彩、象山、七星、雁山、阳朔等17个区域）												
南宁市	兴宁区	横县	江南区	青秀区	西乡塘	邕宁区	良庆区	武鸣县	宾阳县	上林县	隆安县	马山县	城北区
百色市	凌云县	乐业县	右江区	田阳县	田东县	平果县	德保县	靖西县	那坡县	西林县	田林县	隆林县	
河池市	宜州区	凤山县	罗城县	金城江	南丹县	天峨县	东兰县	巴马县	都安县	大化县	环江县		
柳州市	柳城县	鹿寨县	融安县	融水县	城中区	鱼峰区	柳南区	柳北区	柳江县	三江县	郊区		
梧州市	万秀区	蝶山区	岑溪市	苍梧县	长洲区	藤县	蒙山县	龙圩区					
崇左市	宁明县	江州区	凭祥市	扶绥县	大新县	天等县	龙州县						
玉林市	玉州区	北流市	兴业县	容县	陆川县	博白县							
来宾市	兴宾区	合山市	象州县	武宣县	忻城县	金秀县							
贵港市	港北区	港南区	桂平市	平南县	覃塘区								
贺州市	八步区	昭平县	钟山县	富川县	平桂区								
钦州市	钦南区	钦北区	灵山县	浦北区									
防城湾	港口区	防城区	东兴市	上思县									
北海市	海城区	银海区	铁山港	合浦县									

资料来源：公司公告、广证恒生

- 《直接议价谈判目录》：2010年标段执行后，公司在《直接议价谈判目录》的点击配送比例得到提升。目录的5大品种舒血宁针剂、紫杉醇针剂、果糖注射液、奥美拉唑钠针剂合计470个品规当中，医药工业企业点击公司配送的品规数达233个，点击率近50%。其中，在南宁、柳州、桂林、玉林的点击率分别达57%、76%、42%、50%。

图表18. 10年标段后《直接议价谈判目录》配送点击率提升至较高水平



资料来源：公司公告、广证恒生

4.2.2 当前新标段执行，有望增加医院终端配送品种种类

一般而言，医院是否勾选流通企业进行药品配送，主要取决于“流通企业可配送品规”、“药品配送及时性”、“流通企业配送服务能力”三大因素。经过多年在广西药品流通市场的深耕细作，公司已与大量上游企业合作，结合多年药品配送经验，可配送品规数量和药品配送及时性在广西区域均属于领先水平。

近期，公司大力推行药品供应链延伸服务项目。目前公司已顺利和17家三甲医院签订合作协议（目前一共签约30家医院），鉴于三甲医院的示范效应，后续二甲医院合作项目的顺利推行将是大概率事件。因此，公司的服务能力将再次得到较大提升。

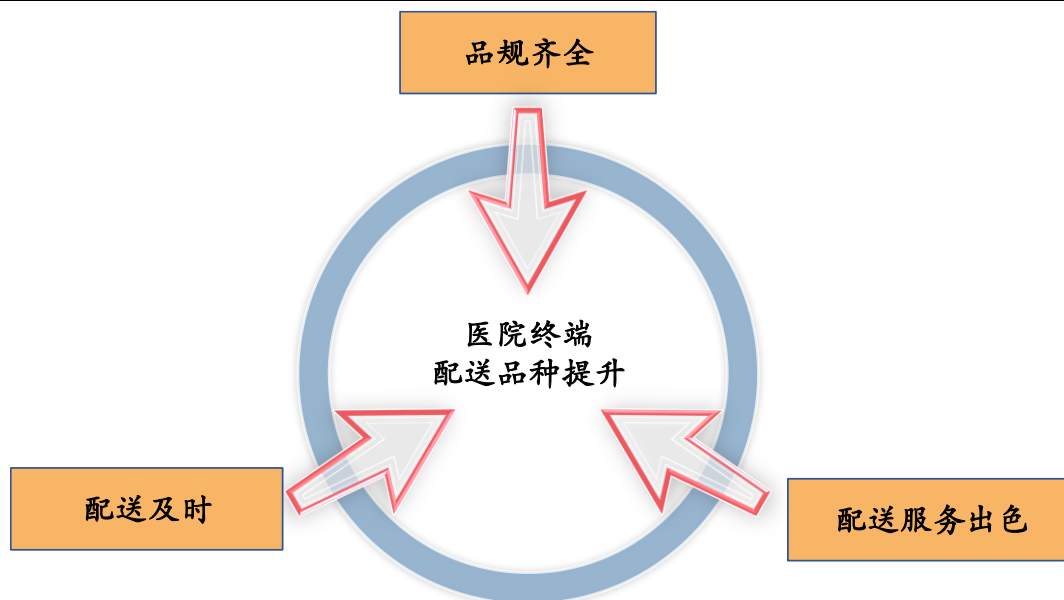
图表19. 供应链延伸项目顺利推进，目前已签约 17 家三甲医院

时间	合作对象	医院等级	三甲医院累计合作数量
2015.03	桂林医学院附属医院	三级甲等	1
2015.03	广西壮族自治区人民医院	三级甲等	2
2015.07	广西科技大学第一附属医院	三级甲等	3
2015.07	南宁市第一人民医院	三级甲等	4
2015.07	南宁市第二人民医院	三级甲等	5
2015.08	柳州市人民医院	三级甲等	6
2015.08	玉林市中医院	三级甲等	7
2015.09	广西壮族自治区脑科医院	三级甲等	8
2015.09	广西中医药大学第一附属医院	三级甲等	9
2015.01	桂林市医学院第二附属医院	三级甲等	10
2016.01	广西中医药大学附属瑞康医院	三级甲等	11
2016.04	柳州市工人医院	三级甲等	12
2016.04	柳州市柳铁中心医院	三级甲等	13
2016.09	柳州市妇幼保健院	三级甲等	14
2016.12	广西医科大学第二附属医院	三级综合医院	15
2017.02	广西壮族自治区南溪山医院	三级甲等	16
2017.03	桂林市第二人民医院	三级甲等	17
公司规划			20

资料来源：公司公告、WIND、广证恒生

综合公司目前“品规齐全”、“配送及时”、“配送服务出色”三大优势，我们认为：在执行新标段后，公司在医院终端配送品种种类和配送份额的提升是大概率事件。

图表20. 品规齐全、配送及时、配送服务出色三大优势利好公司终端配送品种的提升



资料来源：公司公告、广证恒生

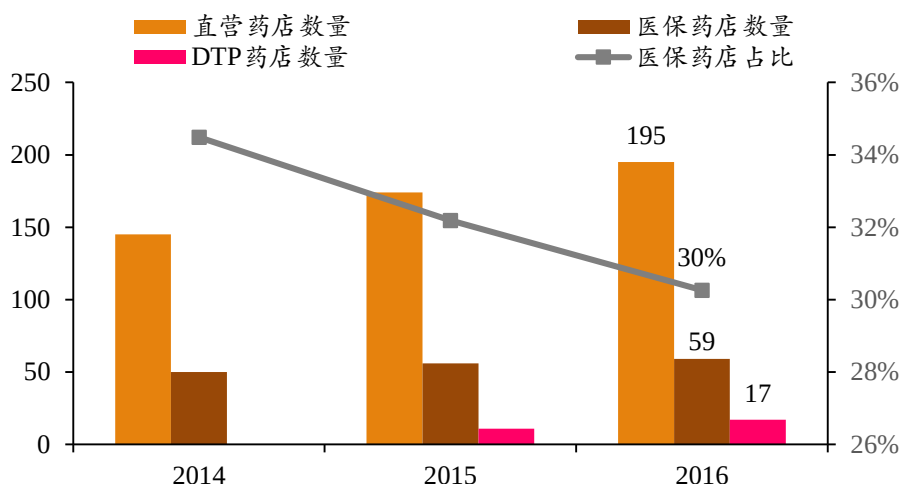
4.3 药品零售：差异化布局零售药店，享处方外流红利

公司充分认识处方药外流带来的增长红利，采取“医院周边药店+社区药店”的模式进行差异化布局，以更好承接处方药外流。

从药店门店数量上分析，至 2016 年公司全资子公司桂中大药房已拥有 195 家直营药店，其中医保药

店 59 家，DTP 药房 17 家。目前桂中大药房医保药店占比仅为 30%（其他药店上市公司医保门店占比约 50%以上），主要是以往广西地区审批通过医药门店总体数量偏少所致。2015 年人社部发布《关于完善基本医疗保险定点医药机构协议管理的指导意见》，取消基本医疗保险定点零售药店资格审查，预计广西逐步放开对医保门店数量限制，桂中大药房医保药店占比有望逐步提升。

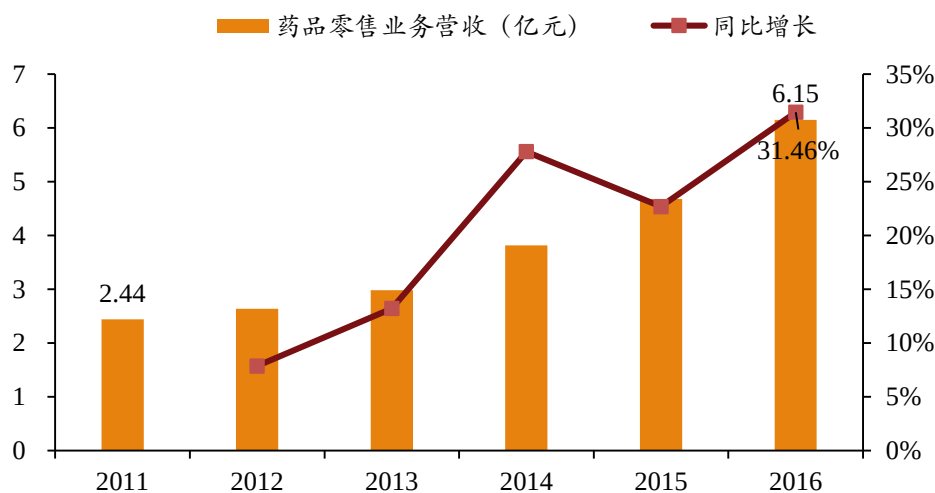
图表21. 2016 年桂中大药房拥有 195 家直营药店



资料来源：公司公告、WIND、广证恒生

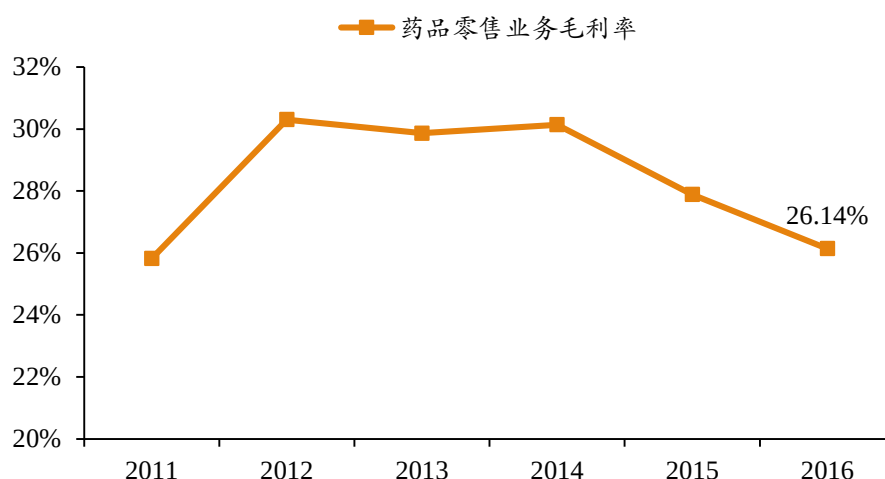
从营业收入上分析，药品零售的营业收入从 2011 年的 2.44 亿元增长到 2016 年的 6.15 亿元，年复合增长约为 20.28%。其中，2016 年药品零售业务同比增长高达 31.46%，主要得益于 DTP 药房的快速崛起。

图表22. 2016 年公司药品零售实现营收 6.15 亿元，同比增长 31.46%



资料来源：公司公告、WIND、广证恒生

从盈利能力上分析，2016 年药品零售业务的毛利率约为 26.14%，与 2015 年相比同期下降 1.75 个百分点，主要是网上药店和处方药业务增加所致。鉴于毛利率较高的社区药房逐步发展、药店成熟管理模式和经营规模销售能有效降低经营费用，我们认为：未来公司零售药店的利润水平大幅下滑可能性较小。

图表23. 2016 年零售业务毛利率约为 26.14%，未来利润水平下滑可能性小


资料来源：公司公告、WIND、广证恒生

从竞争格局上分析，综合广西地区桂中大药房、老百姓、一心堂、大森林、国大药房、一心医药、康全医药等大型药店的销售情况，桂中大药房的单店盈利能力偏强，主要得益于公司合理布局院边药店，有效承接外流处方。

图表24. 广西零售市场竞争激烈，桂中大药房目前销售规模领先

药店名称	广西地区门店数量	覆盖地区	销售规模	单店盈利
桂中大药房	2016 年 195 家直营店	柳州、来宾、桂林、河池、 南宁、钦州等	6.15 亿元（2016 年）	315 万元
老百姓	2015 年 114 家门店	梧州、南宁、贵港、河池、 柳州、桂林等	4.02 亿元（2015 年）	353 万元
一心堂	2016 年 334 家直营店	柳州、桂林、百色、钦州、 贵港、来宾等	7.59 亿元（2016 年）	227 万元
大参林	2016 年底 304 家门店	柳州、桂林、玉林、梧州、 北海等 13 个地级市	4.92 亿元（2016 年）	162 万元
国大药房	至少约 100 家门店	柳州、南宁、来宾、梧州、 贺州等	至少 2 亿元	200 万元以上
一心医药	2014 年 159 家直营店， 275 家加盟店	南宁、崇左、百色、钦州、 柳州、来宾等	约 3 亿元以上	69 万元以上
康全医药	2015 年 73 家直营店，103 家加盟店	南宁、崇左、百色、河池、 桂林、钦州	约 2.5 亿元（2015 年）	136 万元

资料来源：公司公告、广证恒生（标橙色底色的数据为公开资料整理数据，其余数据是公司公告披露数据）

鉴于处方药外流趋势明显（尤其是新特药）、公司在产业链的资源优势、DTP 药房的布局优势，加上公司重点发展医院周边药店的差异化战略，与医疗机构在药品经营上形成良性互补效应，我们认为公司零售业务能维持高速增长。

- **处方药（特别是新特药）外流趋势明显：**在药价谈判和招标降价的压力之下，高价的新特药在院内市场推广受阻的情况将日益明显，院边药房等院外渠道有望成为新的推广渠道。公司合理布局院边药房，适时承接外流的处方，受益明显。
- **充分利用丰富的上游厂商资源：**目前公司在上游端的供应厂商已超过 2000 家，经营品种超过 2 万个。公司有能力将丰富的上游资源有效对接到零售渠道，以保证零售渠道供应品种的齐全。
- **院边药房的购药便利性明显：**在零售药房布局上，公司不仅仅发展社区连锁药店，还充分考虑到

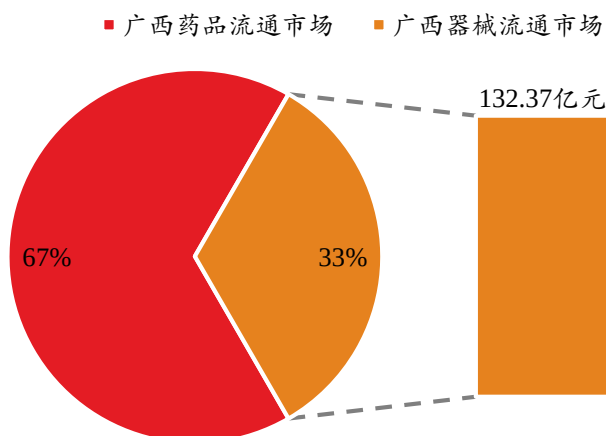
患者购药的便利性，适时布局院边药房，率先承接外流的处方。

4.4 器械流通：强强联合，有望实现弯道超车

4.4.1 广西器械流通市场达 132 亿规模，目前市场集中度极低

2016 年广西药品流通领域的市场规模为 264.74 亿元，按照药品流通和器械流通 2:1 的市场规模比例进行估算，广西器械流通领域的市场规模约为 132.37 亿。目前广西器械流通市场的集中度极低，2016 年柳州医药器械流通业务的营收规模仅为 1.92 亿元，市占率不足 2%。

图表25. 广西器械流通市场规模超 130 亿，柳药市占率不足 2%

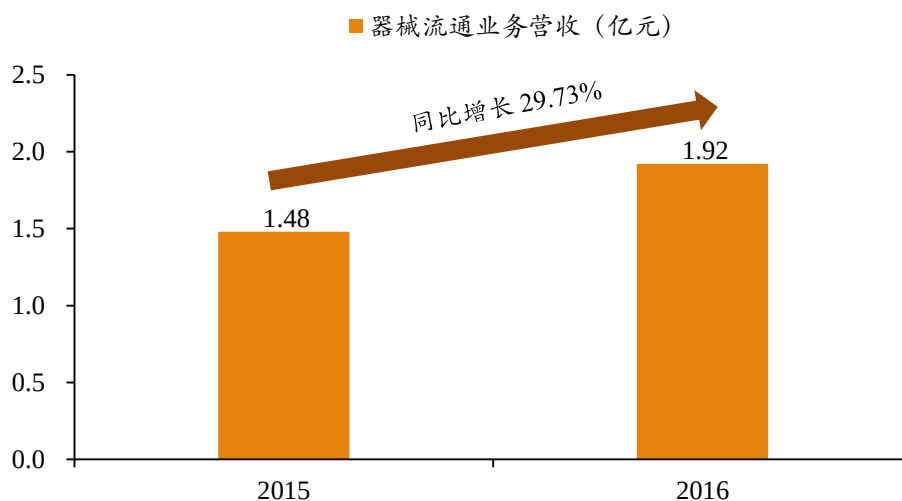


资料来源：商务部、公司公告、WIND、广证恒生

4.4.2 推进器械供应配送平台，大力发展器械和耗材业务

之前在受限于仓储等方面的情况下，公司器械耗材业务仍实现高速增长，营业收入从 2015 年的 1.48 亿元增长到 2016 年的 1.92 亿元，同比增长高达 29.73%。为解决仓储等方面对器械耗材配送业务的发展限制，公司大力推进器械供应配送平台项目。随着公司器械供应配送平台项目的推进，保守估计该项目投产后实现年均营业收入 5 亿元，实现净利润 4563.45 万元。

图表26. 2016 年器械流通业务营收达 1.92 亿元，同比增长 29.73%

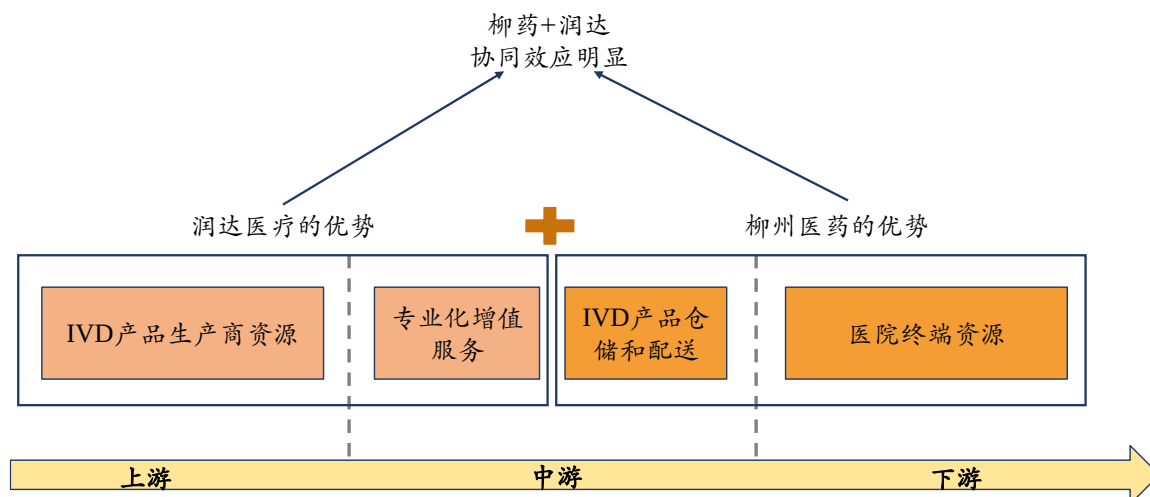


资料来源：公司公告、WIND、广证恒生

4.4.3 联手 IVD 龙头润达医疗，抢先布局广西 IVD 市场

公司与润达医疗通过共同投资设立广西柳润的方式（柳药占广西柳润 51%的注册资本），加强双方在医学检验产品的集约化供应和集成服务业务的合作，共同拓展广西约 20-30 亿规模的 IVD 市场。我们认为：柳药和润达双方的合作充分发挥各自优势，协同效应明显，有望抢先布局广西集中度极低的 IVD 器械耗材流通市场。

图表27. 柳州医药与润达医疗优势互补，协同效应明显

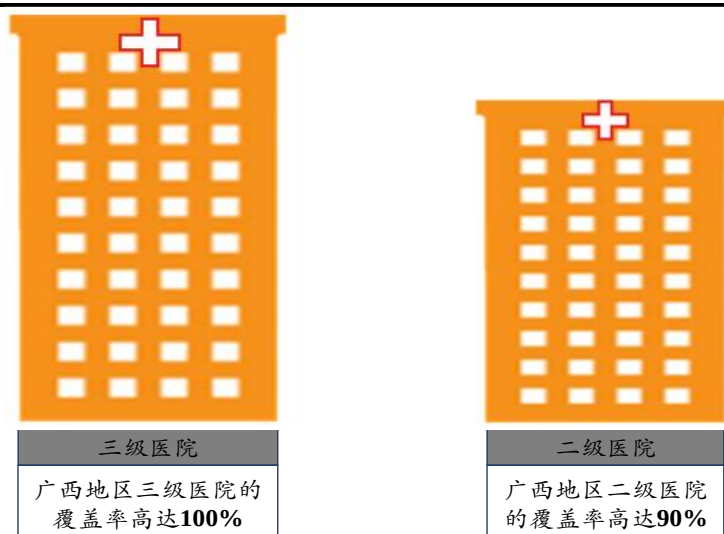


资料来源：公司公告、广证恒生

■ 柳州医药的优势：

- 1) **物流配送平台完善**：柳州医药在广西地区深耕多年，对南宁等关键配送节点的布局已十分成熟。通过定增资金的利用，公司对现成的物流中心、综合服务楼和倒班楼进行完善（包括完善立体配送货架、输送设备、配送系统等），可快速且充分地满足器械耗材配送业务的需求。
- 2) **终端医院资源丰富**：柳州医药作为广西区域性流通龙头，凭借着出色的药品流通业务积累了充分的医院终端资源。公司对规模以上医院（三级和二级医院）的覆盖率极高，三级医院和二级医院的覆盖率分别高达 100%和 90%以上。对广西地区终端资源的极高覆盖，将有利于器械耗材配送业务的开拓。

图表28. 柳州医药充分覆盖广西地区规模以上医院终端资源

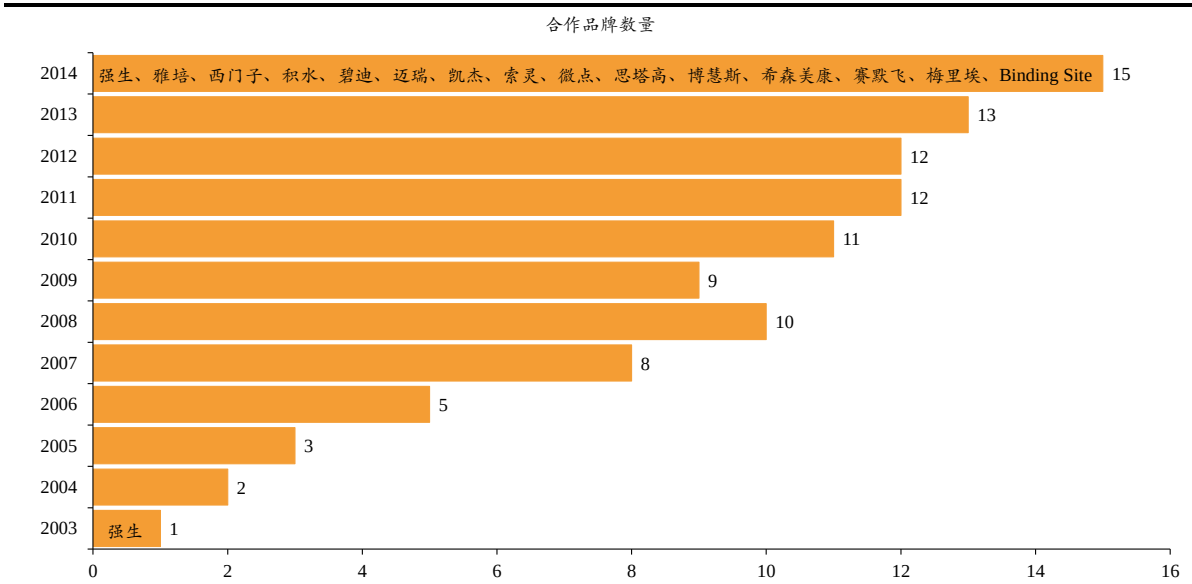


资料来源：公司公告、广证恒生

■ 润达医疗的优势：

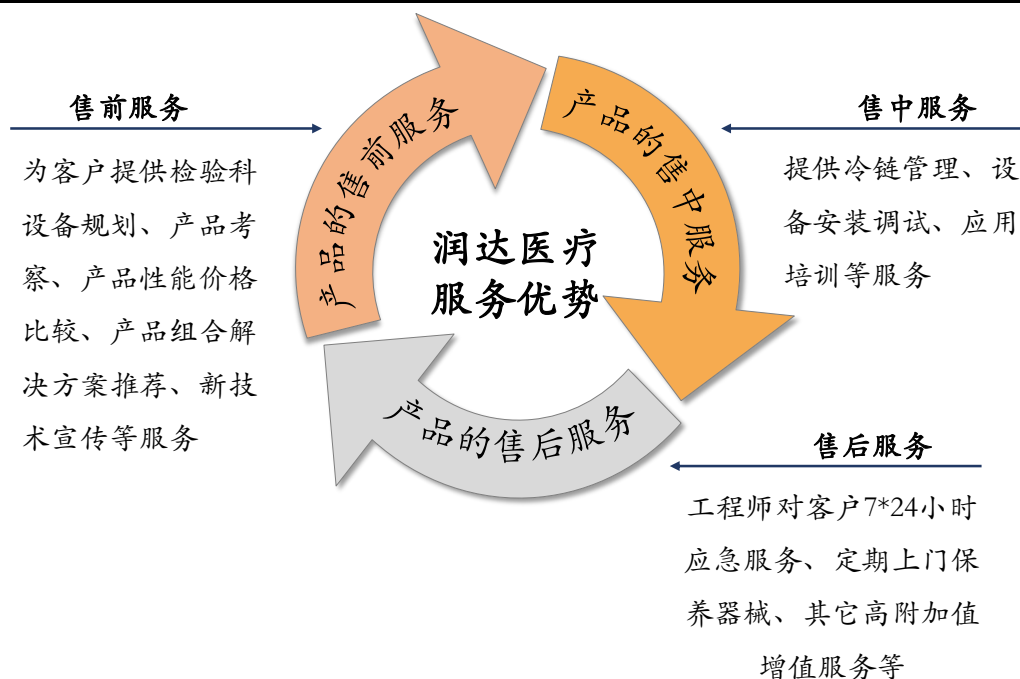
- 1) **产品供应齐全**：润达医疗深耕 IVD 行业多年，不断加强与大量知名品牌的合作，目前已与西门子、强生、雅培等超过 15 个知名品牌合作，IVD 产品体系覆盖超过 13 个产品品种，4000 个品种规格，能充分满足国内二级以上医院的产品需求。

图表29. 与润达合作的 IVD 知名品牌数据日益增加



- 2) **专业服务能力**：在 IVD 产品的集约化供应上，润达医疗擅长于提供行业领先的全方位专业技术服务（售前+售中+售后）。其中，售前服务包括为客户提供检验科设备规划、产品考察、产品性能价格比较、产品组合解决方案推荐等；售中服务包括提供冷链管理、设备安装调试、应用培训等；售后服务包括工程师 7*24 小时应急服务、定期上门保养器械、其它高附加值增值服务等。

图表30. 润达医疗提供全方面专业服务



资料来源：公司公告、广证恒生

4.5 中药饮片投产在即，带来业绩新增量

2015 年公司出资 2000 万元设立首个生产类子公司广西仙莱中药，主要进行各类中药饮片（包括毒性中药饮片）的加工。仙莱中药有中药饮片和毒性中药饮片两条生产线，其中中药饮片的设计年产能 3000 吨/年，代表品种包括广山药、广金钱草、两面针等；毒性中药饮片的设计年产能为 200 吨/年，主要包括半夏、狼毒等品种。2016 年 7 月，仙莱中药收到广西食药监局颁发的《药品 GMP 证书》，预计 2017 年逐步投产。

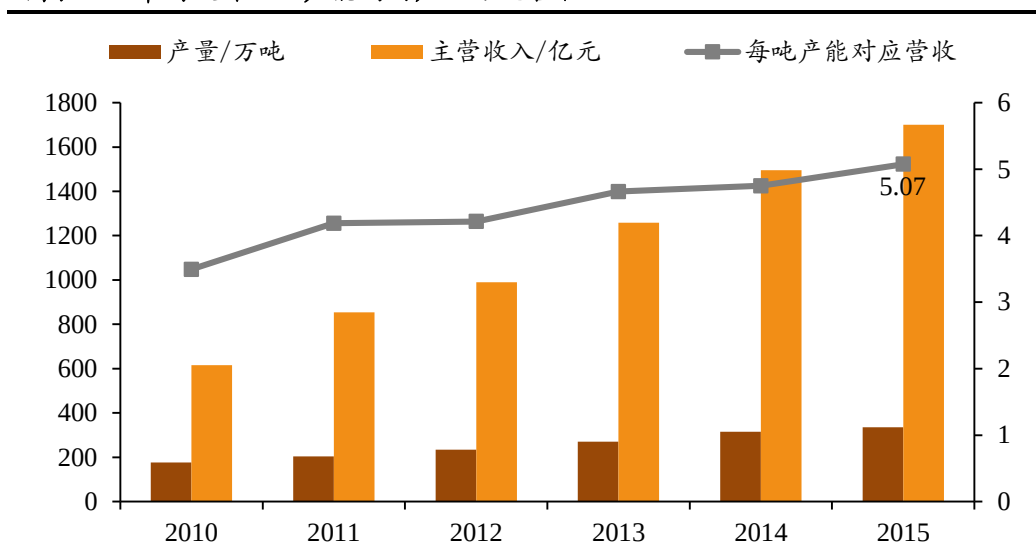
图表31. 中药饮片两条生产线设计年产能合计 3200 吨/年

生产线名称	设计年产能	代表品种
中药饮片	3000 吨/年	广金钱草、广山药、两面针、黄芪、地龙等品种
毒性中药饮片	200 吨/年	狼毒、半夏等品种

资料来源：公司公告、广证恒生

鉴于公司丰富的终端渠道（医院和药店）和质量过硬的中药饮片，预计未来中药饮片不存在产品销路问题。按照每吨产能对应 5 万元营业收入的行业均值进行估算，保守估计中药饮片 3200 吨产能达产后将产生至少 1.5 亿元营业收入。

图表32. 中药饮片 1 吨产能约对应 5 万元营收



资料来源：国家统计局、工信部、广证恒生

5. 盈利预测与投资建议

按照我们的测算，公司 2017-2019 年对应 EPS 分别为 2.94、3.88、5.15 元，当前股价（75.00 元/股）对应 26 倍、19 倍、15 倍 PE。按照 2017 年 2.94 元的 EPS，考虑到公司是医药流通行业内生增长强劲的稀缺标的（未来三年复合增长约 32%），企业运营风险较低，应享受合理的估值溢价，给予 32 倍 PE（行业均值 28.81 倍 PE），对应目标股价 94.08 元，相比较 2017/4/24 收盘价 75.00 元/股，存在 25% 上涨空间，维持公司“强烈推荐”评级。



图表33. 柳州医药业绩高增长，PEG 显著低于同行可比公司（数据截止于 2017.4.19）

公司	市值 (亿元)	流通市值 (亿元)	市盈率			PEG		
			17E	18E	19E	17E	18E	19E
柳州医药	111	45	25.55	19.33	14.55	0.84	0.64	0.47
瑞康医药	256	117	27.04	19.81	14.24	0.67	0.54	0.36
南京医药	66	51	30.16	23.71	19.61	18.28	0.87	0.72
国药一致	304	251	25.63	21.74	17.70	--	1.22	0.77
九州通	326	323	37.42	39.03	22.81	1.54	1.35	0.85
人民同泰	79	79	27.39	22.03	18.16	0.98	0.91	0.85
嘉事堂	103	102	42.14	33.4	25.88	--	0.77	0.89
上海医药	592	592	17.61	15.4	13.51	--	1.07	0.96
国药股份	162	94	23.09	19.88	17.96	0.33	1.23	3.10
平均	--	--	28.81	24.38	18.73	--	--	--

资料来源：WIND、港澳资讯、广证恒生

6. 风险提示

行业政策性风险；供应链延伸项目不达预期；器械流通合作不达预期；药店经营情况不达预期；中药饮片投产不达预期。



附录：公司财务预测表

资产负债表					利润表				
会计年度	2016	2017E	2018E	2019E	会计年度	2016	2017E	2018E	2019E
流动资产	5696.43	6628.34	7689.81	9165.76	营业收入	7559.40	9190.73	11417.53	14127.64
现金	1717.35	1981.53	1810.63	1971.21	营业成本	6848.28	8281.40	10238.47	12603.81
应收账款	2903.15	3415.72	4314.08	5294.31	营业税金及附加	27.78	31.25	38.82	48.03
其它应收款	20.31	42.23	41.57	58.18	营业费用	152.18	183.81	229.49	283.64
预付账款	129.44	139.87	183.22	219.21	管理费用	129.42	156.24	195.24	241.21
存货	860.72	981.98	1250.43	1516.91	财务费用	-17.01	-5.69	-3.25	-4.74
其他	65.45	67.01	89.88	105.95	资产减值损失	16.33	14.71	20.42	26.13
非流动资产	582.50	612.29	727.08	836.51	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	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产	368.56	407.63	477.29	555.92	营业利润	402.40	529.00	698.35	929.55
无形资产	102.02	121.24	148.56	182.17	营业外收入	5.04	6.20	5.62	5.91
其他	111.92	83.42	101.22	98.42	营业外支出	1.84	2.51	2.17	2.34
资产总计	6278.93	7240.63	8416.89	10002.27	利润总额	405.61	532.70	701.80	933.13
流动负债	2980.20	3637.58	4331.53	5245.53	所得税	62.04	82.29	108.42	143.68
短期借款	263.00	472.06	367.53	419.80	净利润	343.57	450.41	593.38	789.45
应付账款	2303.81	2768.34	3433.43	4219.95	少数股东损益	22.56	32.57	40.93	55.77
其他	413.39	397.18	530.57	605.79	归属母公司净利润	321.01	417.84	552.45	733.68
非流动负债	60.99	57.25	60.05	59.43	EBITDA	414.87	563.94	742.67	980.69
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	EPS（摊薄）	2.26	2.94	3.88	5.15
其他	60.99	57.25	60.05	59.43					
负债合计	3041.19	3694.83	4391.59	5304.96					
少数股东权益	47.72	80.29	121.22	176.99					
股本	142.35	142.35	142.35	142.35					
资本公积	2189.30	2146.59	2125.24	2103.89					
留存收益	858.38	1176.57	1636.49	2274.09					
归属母公司股东权益	3190.02	3465.51	3904.08	4520.32					
负债和股东权益	6278.93	7240.63	8416.89	10002.27					

现金流量表					主要财务比率				
会计年度	2016	2017E	2018E	2019E	会计年度	2016	2017E	2018E	2019E
经营活动现金流	108.39	269.42	199.58	385.02	成长能力				
净利润	343.57	417.84	552.45	733.68	营业收入增长率	16.16%	21.58%	24.23%	23.74%
折旧摊销	19.24	36.93	44.12	52.30	营业利润增长率	52.49%	31.46%	32.01%	33.11%
财务费用	-17.01	-5.69	-3.25	-4.74	归属于母公司净利润增长率	54.05%	30.16%	32.22%	32.81%
投资损失	0.00	0.00	0.00	0.00	获利能力				
营运资金变动	-277.06	-217.42	-433.01	-453.60	毛利率	9.41%	9.89%	10.33%	10.79%
其它	39.64	37.76	39.27	57.38	净利率	4.54%	4.90%	5.20%	5.59%
投资活动现金流	-178.99	-77.64	-155.33	-164.01	ROE	13.96%	12.32%	14.59%	16.82%
资本支出	-127.33	-77.26	-107.38	-129.52	ROIC	9.69%	11.30%	13.80%	15.88%
长期投资	51.72	25.86	-12.93	6.46	偿债能力				
其他	-103.38	-26.23	-35.02	-40.96	资产负债率	48.43%	51.03%	52.18%	53.04%
筹资活动现金流	1097.56	72.40	-215.15	-60.43	净负债比率	8.65%	12.78%	8.37%	7.91%
短期借款	-418.12	209.06	-104.53	52.27	流动比率	191.14%	182.22%	177.53%	174.73%
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	速动比率	162.26%	155.22%	148.66%	145.82%
普通股增加	29.85	0.00	0.00	0.00	营运能力				
资本公积金增加	1595.42	-42.70	-21.35	-21.35	总资产周转率	142.85%	135.96%	145.84%	153.40%
其他	-109.59	-93.95	-89.27	-91.34	应收账款周转率	288.47%	290.90%	295.42%	294.07%
现金净增加额	1026.96	264.19	-170.90	160.58	应付账款周转率	320.18%	326.54%	330.18%	329.37%

每股指标（元）					估值比率				
每股收益(最新摊薄)	225.51%	293.53%	388.10%	515.41%	P/E	33.26	25.55	19.33	14.55
每股经营现金流(最新摊薄)	76.14%	189.27%	140.21%	270.48%	P/B	3.35	3.08	2.73	2.36
每股净资产(最新摊薄)	2241.00%	2434.53%	2742.63%	3175.54%	EV/EBITDA	(2.19)	16.41	12.60	9.49

数据来源：港澳资讯，公司公告，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。