



内生增长动力强、被低估的区域流通龙头

投资要点

- **推荐逻辑:** 1) 广西医药流通竞争格局良好, 在“两票制”+“广西省新标切换”+“30 余家医院供应链延伸项目”的共同作用下, 公司市占率迎来进一步提升的契机, 在此背景下预计 2017 年业绩增速约 35%。2) 公司把握广西省核心医疗资源, 产业链延伸能力极强, 目前布局的 DTP 药房、中药饮片、IVD 流通业务有望于 2018 年放量, 存在往医疗服务进行产业链延伸的预期, 进一步打开成长空间。
- **公司为医疗资源把握能力极强的区域医药流通龙头。** 1) 与广西医科大从股权、业务等多方面建立紧密的合作关系, 广西医科大学资产经营有限公司持有公司子公司南宁柳药 47% 股权。广西医科大为广西省医疗事业资源输出中心, 有望为公司导流更多客户资源, 与公司的医药流通业务形成协同, 亦有助于实现产、学、研一体化, 在产业链上下游的延伸中获得突破。2) 开展医院供应链延伸项目, 拟签订协议的三甲医院占市场总三甲医院比约 50%、二甲医院占市场总二甲医院比约 35%。公司目前已签订 30 余家医院, 其中约 20 家为三甲医院。与医院的深度合作亦将为公司业务拓展带来机遇。
- **流通业务: 政策契机+供应链延伸加速业绩增长。** 1) 广西医药流通主要参与者为公司和国控广西, 二者合计市占率 40% 左右, 我们预计广西省的相关政策有望在 2017 年年内落地, 在“两票制”的促进作用下, 两家龙头公司的市占率有望达到 80% 以上, 公司前期通过供应链延伸服务增强客户粘性, 市占率有望达到 60% 以上。2) 2017 年广西省全面切换新标。新标段内医药流通行业的格局将发生变化, 公司通过供应链延伸项目取得 30 余个医院的优先配送权, 品种点击配送率有所提升。基于良好的前期业务布局, 在新标切换的契机下, 业绩步入了新的高速成长周期, 我们预计公司未来 3 年收入端增速维持在 18-20%, 毛利率相对旧标期提升约 1 个百分点。
- **产业链延伸: 深度挖掘渠道价值, 打开成长天花板。** 随着全国性医改的铺开, 我们认为 2017 年将是广西省的医改政策落地大年, 随着医药分家、降低药占比等政策的推进, 医院面临控费压力, 公司将迎来业务升级与产业链延伸方面的转型契机。我们预计公司在产业链延伸方面将在 2018 年实现放量的业务有 DTP 药房、中药饮片、IVD 流通, 我们对公司在广西省的成长空间进行了测算, 假设保持当前业务趋势, 预计公司在 2025 年可实现的理论利润空间为 33 亿元。且公司还于 2015 年成立了医疗管理子公司, 存在往医疗服务进行产业链延伸的预期, 进一步打开成长空间。
- **盈利预测与投资建议。** 预计公司未来三年归母净利润将保持 30% 左右的复合增长率, 由于公司为民营体制, 区域医疗资源丰富, 未来产业链延伸能力极强, 内生增速相对同业更快, 我们认为给予其 2018 年 25 倍 PE 较为合理, 合理股价将为 74.5 元, 维持“买入”评级。

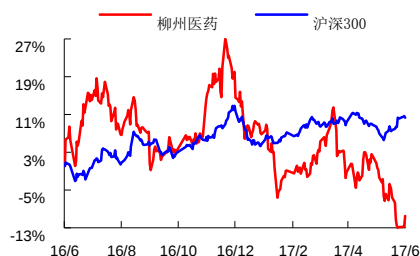
指标/年度	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入 (百万元)	7559.40	9329.91	11394.26	13884.40
增长率	16.16%	23.42%	22.13%	21.85%
归属母公司净利润 (百万元)	321.01	425.45	552.08	708.93
增长率	54.05%	32.53%	29.76%	28.41%
每股收益 EPS (元)	1.73	2.30	2.98	3.83
净资产收益率 ROE	10.61%	12.79%	14.85%	16.82%
PE	30	22	17	13
PB	2.95	2.68	2.40	2.12

数据来源: Wind, 西南证券

西南证券研究发展中心

分析师: 朱国广
执业证号: S1250513070001
电话: 021-68413530
邮箱: zhugg@swsc.com.cn
联系人: 张肖星
电话: 021-68415020
邮箱: zxxing@swsc.com.cn

相对指数表现



数据来源: 聚源数据

基础数据

总股本(亿股)	1.85
流通 A 股(亿股)	0.75
52 周内股价区间(元)	50.16-95.69
总市值(亿元)	95.43
总资产(亿元)	65.38
每股净资产(元)	23.00

相关研究

1. 柳州医药 (603368): 受益供应链延伸, 市占率、盈利能力同步提升 (2017-04-17)
2. 柳州医药 (603368): 业绩超预期, 将借供应链延伸扩大市场份额 (2017-03-21)
3. 柳州医药 (603368): 牵手润达医疗, 进军 IVD 流通市场 (2017-03-03)
4. 柳州医药 (603368): 费用减少贡献高增长, 供应链延伸提升客户粘性 (2016-10-27)
5. 柳州医药 (603368): 业绩高增长, 产业链延伸 (2016-08-18)
6. 柳州医药 (603368): 致力于产业链延伸的区域医药流通龙头 (2016-06-21)

投资要件

关键假设

1) 借广西省新标切换的契机和器械/耗材业务的放量，公司的批发业务收入增速远高于行业增速（广西医药流通市场行业增速 10-12%），毛利率均逐年提升；2) 公司加速 DTP 业务布局，随着处方外流，零售业务维持高速增长；3) 中药饮片于 2017 年开始逐步放量，毛利率与行业保持一致；4) 期间费用率维持 2016 年的水平。

我们区别于市场的观点

对于药品流通领域的天花板认识：市场普遍认为公司为区域型医药流通商，目前在广西药品流通市场市占率接近 30%，已无进一步提升空间。我们则认为目前广西入围商务部百强（收入规模在 11.5 亿元以上）的流通企业仅有公司和国药控股，按照商务部统计口径，二者合计市占率约 41.5%，相对其它省份来看竞争格局良好。且“两票制”为医药流通行业带来整合契机，参考海外市场格局，我们认为两家龙头公司的市占率有望达到 80% 以上，公司通过对广西医科大及广西省 30 余家医院供应链延伸的绑定，市占率有望达到 60% 以上，未来 3-5 年内传统业务尚无天花板。

对于广西省医药市场的天花板认识：市场普遍认为公司专注广西市场，存在区域天花板。我们对公司现已布局的业务在广西省的成长空间进行了测算，假设保持当前业务趋势，预计公司在 2025 年可实现的理论利润空间为 33 亿元。且公司牵手广西医科大，还于 2015 年成立了医疗管理子公司，存在往医疗服务进行产业链延伸的预期，医疗服务市场前景广阔，将进一步打开成长空间。

股价上涨的催化因素

广西省两票制政策出台、广西新标切换后业绩加速、广西省医药分家相关政策出台。

估值和目标价格

预计 17-19 年 EPS 为 2.30 元、2.98 元、3.83 元，归母净利润增速维持在 30% 左右。由于公司业务处于扩张期，现金流尚不稳定，因此我们采用相对估值法对公司价值进行评估。

选取 9 家医药商业上市公司作为可比公司。2018 年 9 家医药商业上市公司的 PE 均值为 22 倍，由于公司为民营体制，且区域医疗资源丰富，未来产业链延伸能力极强，内生增速相对同业更快，我们认为给予其 2018 年 25 倍 PE 较为合理，合理股价将为 74.5 元，维持“买入”评级。

投资风险

“两票制”、“医药分家”政策出台及推进速度或不及预期；广西省医药流通行业增速下滑的风险；新业务拓展或不及预期风险；与广西医科大合作不及预期风险。

目 录

1 公司概况：深耕广西市场的民营医药流通龙头	1
1.1 民营体制，员工持股比例高	1
1.2 当前核心业务为医疗流通，业绩增速远超行业	2
2 同业对比：医疗资源把握能力强，盈利能力为业内翘楚	3
2.1 牵手广西医科大，深度绑定核心医疗资源	3
2.2 全面覆盖广西市场，纯销业务占比高	5
2.3 资金周转能力强，体现出在区域市场的强话语权	6
3 流通业务：政策契机+供应链延伸加速业绩增长	8
3.1 广西医药流通格局良好，“两票制”将进一步提升行业集中度	8
3.2 打造供应链延伸项目，加强客户粘性	10
3.3 2017 为广西新标切换之年，前期布局迎来加速放量契机	11
4 产业链延伸：深度挖掘渠道价值，打开成长天花板	15
4.1 2017 为广西医改大年，公司迎来产业链延伸的转型契机	15
4.2 DTP 药房：承接处方外流，为零售业务的新增长点	16
4.3 中药饮片：整合广西市场，有望借渠道优势快速放量	19
4.4 牵手润达医疗，进军 IVD 流通	21
5 盈利预测与估值	23
5.1 未来 3 年盈利预测	23
5.2 相对估值	24
5.3 绝对估值	25
6 风险提示	26

图 目 录

图 1：柳州医药发展历程	1
图 2：柳州医药股权结构及子公司分布	1
图 3：柳州医药 2016 主营业务构成	2
图 4：柳州医药 2016 毛利构成	2
图 5：柳州医药 2011-2017Q1 营业收入及增速	2
图 6：柳州医药 2011-2017Q1 归母净利润及增速	2
图 7：柳州医药毛利率和净利率变化趋势	3
图 8：柳州医药期间费用率变化趋势	3
图 9：柳州医药与广西医科大合作事项	5
图 10：柳州医药营销网络	5
图 11：公司纯销占收入比重维持在 75%左右	6
图 12：部分医药流通公司纯销业务占比概况	6
图 13：医药流通上市公司 2016 年药品批发业务毛利率	6
图 14：医药流通上市 2016 年应收账款周转天数（天）	7
图 15：医药流通上市 2016 年应付账款周转天数（天）	7
图 16：医药流通上市应付账款/应收账款	7
图 17：广西省医药流通市场规模及增速	8
图 18：部分省份入围商务部百强流通企业的个数	8
图 19：广西 2015 年市场竞争概况	8
图 20：“两票制”国家方案的内涵	9
图 21：公司医院供应链延伸项目的内涵	10
图 22：广西省 2011 年 3 月起执行的《县及县以上竞价、限价入围产品》获点击配送情况	12
图 23：广西省 2011 年 3 月起执行的《自行采购目录》获点击配送情况	12
图 24：新标的执行初期，公司收入增速都与行业增速拉开显著差距，经历约 5 年周期后与行业趋同	13
图 25：公司 2016Q4-2017Q1 收入呈现明显加速迹象	14
图 26：公司 2016Q4-2017Q1 盈利能力呈现明显加速迹象	14
图 27：2016Q4-2017Q1 利润增速呈现明显加速迹象	14
图 28：2016Q4-2017Q1 EBIT 增速呈现明显加速迹象	14
图 29：流通商对医院的服务内容将随着医院诉求丰富	15
图 30：公司在产业链延伸方面的布局	15
图 31：国内实体药店终端销售额及增速	16
图 32：IMS 主要渠道销售额增长率（2013-2015）	16
图 33：处方药成为零售药店增长的重要驱动因素	16
图 34：我国现有的医药流通及支付体系	17
图 35：理想 DTP 模式下的医药流通及支付体系	17
图 36：公司零售业务收入及增速	18
图 37：公司零售业务毛利率	18
图 38：公司零售门店及医保门店数（家）	18
图 39：上海医药 DTP 药房门店数（家）	19

图 40：上海医药 DTP 药房平均单店收入.....	19
图 41：国内中药饮片行业收入及增速	20
图 42：国内中药饮片行业利润及增速	20
图 43：公司在中药饮片产业链中的优势	21
图 44：医院诊断产业链各环节增值额相对终端诊断价格占比	21
图 45：IVD 综合服务商业务模式	22
图 46：国控润达收入概况	23
图 47：国控润达净利润概况	23

表 目 录

表 1：广西医科大附属医院概况	3
表 2：国内外医药批发市场竞争概况	10
表 3：部分与公司签订供应链延伸协议的医院（红色为广西医科大附属医院）	11
表 4：医院诉求随医改进程发生变化	15
表 5：国内 DTP 药房和普通药房的区别.....	17
表 6：柳州医药分业务拆分表	23
表 7：可比公司估值表	24
表 8：公司在 2025 年之前的理论成长空间预估（广西市场）	25
表 9：绝对估值关键假设	25
表 10：绝对估值估值结果	25
附表：财务预测与估值	27

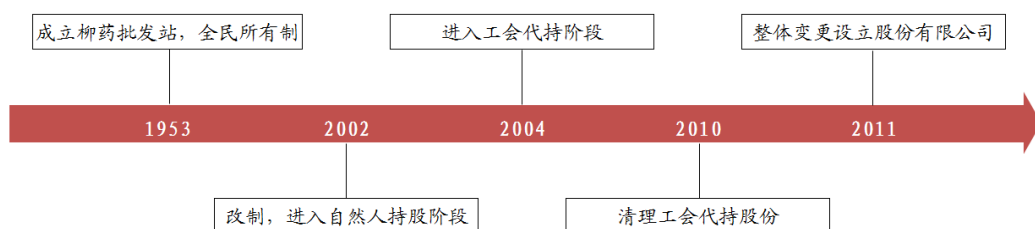
1 公司概况：深耕广西市场的民营医药流通龙头

1.1 民营体制，员工持股比例高

广西柳州医药股份有限公司是专注广西市场，以医院销售为主、零售药店和第三终端并重发展的区域性医药流通企业。目前已在广西壮族自治区内 14 个地级市建立了健全的销售网络和售后服务体系，为广西规模最大的医药流通企业。

公司前身为 1953 年成立的柳药批发站，曾是广西药监局直属的国营单位，经济性质为全民所有制，2002 年现任董事长朱朝阳等人发起改制，经历了工会代持阶段，2011 年整体变更设立股份公司，2014 年年底登陆 A 股市场。

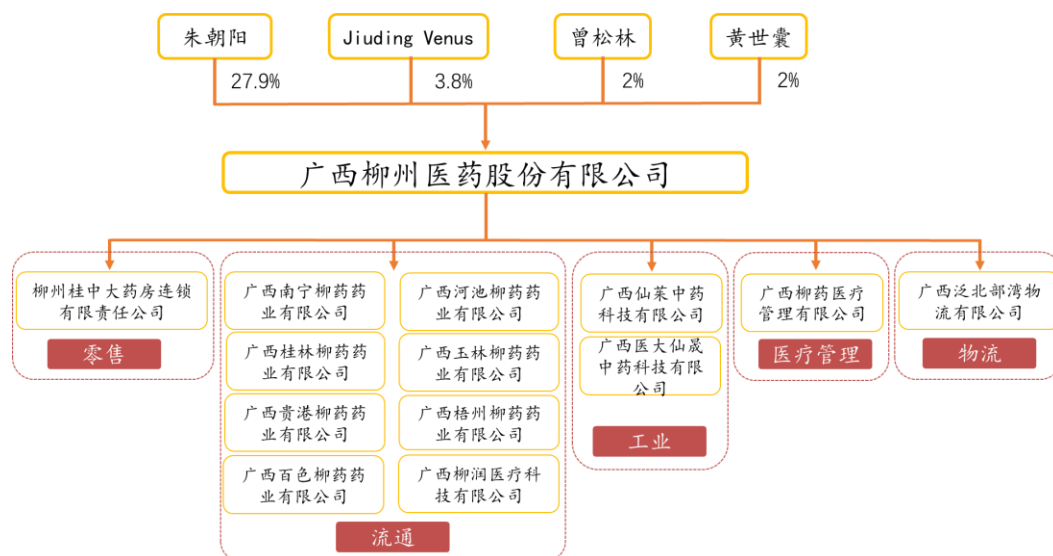
图 1：柳州医药发展历程



数据来源：公司公告，西南证券整理

公司董事长兼总经理——朱朝阳先生为公司实际控制人，直接持有公司 27.9% 的股份。公司员工持股比例高，曾松林、黄世囊等员工合计持有股份约 15%。目前柳州医药旗下共有 13 家子公司/参股公司，子公司业务涵盖流通、零售、物流、工业、医疗管理业务范围，在广西省内的大多数重点地市均设有子公司。

图 2：柳州医药股权结构及子公司分布

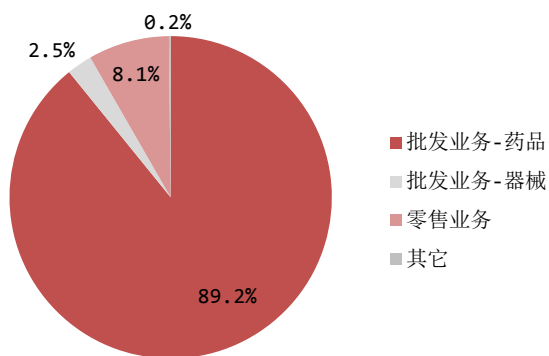


数据来源：公司公告，西南证券整理

1.2 当前核心业务为医疗流通，业绩增速远超行业

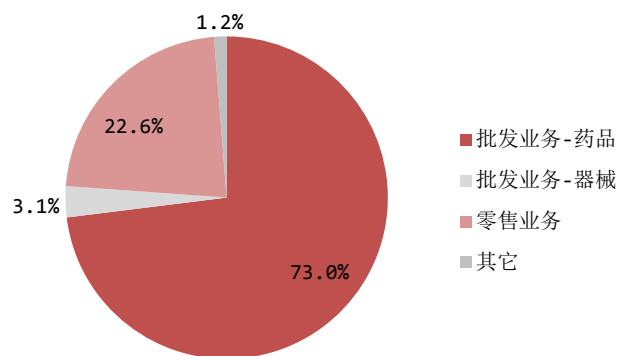
现阶段公司核心业务为医药流通，其中批发业务贡献了 91.7%的收入和 76.1%的利润，其次为零售业务，贡献了 8.1%的收入和 22.6%的利润。目前器械流通与中药饮片的盈利贡献尚不突出。

图 3：柳州医药 2016 主营业务构成



数据来源：公司公告，西南证券整理

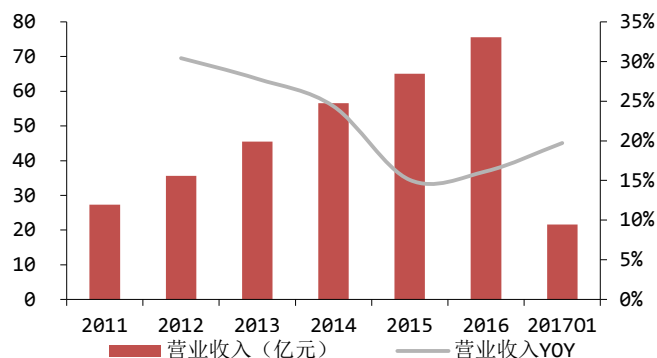
图 4：柳州医药 2016 毛利构成



数据来源：公司公告，西南证券整理

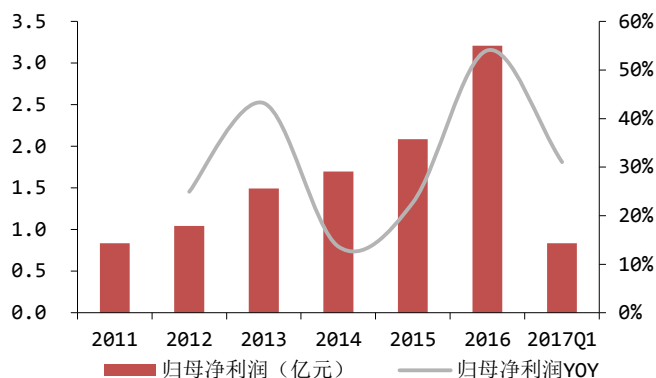
2011-2016 年期间，公司营业收入复合增速为 22.6%，归母净利润复合增速为 30.9%，明显高于行业增速（2011-2016 广西省行业增速约 10-15%）。2014 年以来，受医保控费影响，医药流通整体行业增速下滑，但公司在医院供应链延伸服务项目中增强了终端粘性，2015-2017 年增速逐年加快，且 2017 年迎来了广西省新一轮医院招标采购的契机，2017Q1 收入端实现了 19.7%的高增长。

图 5：柳州医药 2011-2017Q1 营业收入及增速



数据来源：公司公告，西南证券整理

图 6：柳州医药 2011-2017Q1 归母净利润及增速



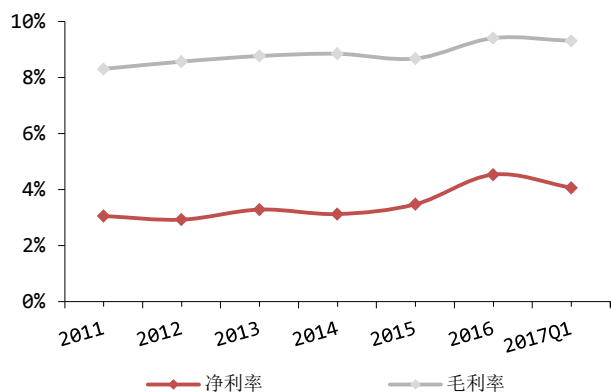
数据来源：公司公告，西南证券整理

利润增速高于收入增速源于公司盈利能力的不断提升：

- **毛利率不断提升**：公司正在重点培育附加值较高的零售、器械流通、中药饮片业务；同时，随着规模效应体现，上游议价能力加强，代理级别亦有所提升。

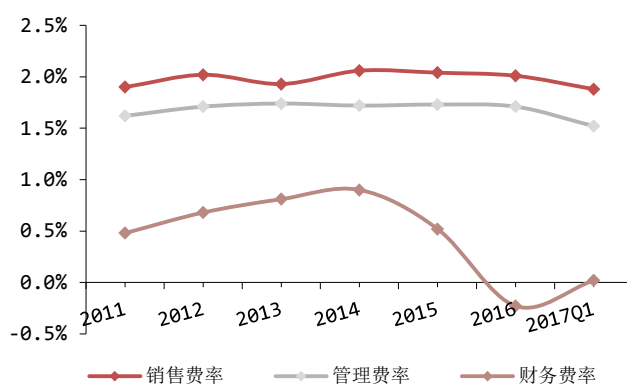
- **期间费用率降低:**公司上市后资本结构改善,2016年2月募集资金16.5亿元,2016年财务费用同比减少5088万元;随着规模效应体现,销售、管理费用率均有所下滑。

图 7：柳州医药毛利率和净利率变化趋势



数据来源：公司公告，西南证券整理

图 8：柳州医药期间费用率变化趋势



数据来源：公司公告，西南证券整理

2 同业对比：医疗资源把握能力强，盈利能力为业内翘楚

2.1 牵手广西医科大，深度绑定核心医疗资源

与其它医药流通企业相比，公司最大竞争优势在于其对区域医疗资源的把握能力极强，深度绑定了广西高等医学教育、医学科学研究和医疗卫生服务事业的中心——广西医科大。

广西医科大是全国建校较早的 22 所医学院校之一，为广西省 5 所医学院校中唯一一所有一类本科专业的院校。附属医院中有 14 家为三甲医院，在广西省三甲医院中的占比为 1/3（据卫计委统计，截止 2015 年年底广西省三甲医院总数为 42 家）；2 家正在过渡为“三级甲等”综合医院。

此外，广西医科大现有 111 个实践教学基地，其中临床教学基地 41 个，15 个校外研究生培养基地，1 个医学人文技能培训基地，与广西省大部分医疗机构均有合作关系，为广西省的医疗资源输出中心。

表 1：广西医科大大部分附属医院概况

	医院等级	医院概况
广西医科大第一附属医院	广西省首家、最大的三甲医院	有临床科室 46 个，病区 68 个，医技科室 17 个，开放床位 2750 张。年门诊量 330 万余人次，住院病人 10 万余人次，年手术 5 万余台次
广西医科大第二附属医院	17 年 1 月 1 日开始运营，三甲标准	开设 23 个临床科室，30 个专科门诊，目前开放床位 800 余张，拟开放床位 1500 余张
南宁市第二人民医院	三甲医院	共设 3 个院区：院本部、五象医院、江南区人民医院（在建），院本部编制床位 1160 张，五象医院编制床位 365 张。设有 46 个医疗专业科室，6 个医疗中心。其中，医院的南宁生殖医疗中心是广西首家生殖医学机构

	医院等级	医院概况
柳州市工人医院	三甲医院	由 3 个院区（总院、南院和西院）和 4 个社区卫生服务中心组成；有临床科室 41 个，病区 55 个，医技科室 13 个，职能科室 32 个，开放床位 1998 张，西院（三级骨科医院）拥有 500 多张住院床位，预计 2016 年底完成建设并投入使用。根据柳州市政府规划，总院将整体搬迁至柳州市柳南区，新院区将规划建设 1500 张床位，预计 2018 年年底完成建设并投入使用。2015 年门诊量 160 万余人次，住院病人 7.7 万余人次，手术 5 万余台次
玉林市第一人民医院	三甲医院	设有医技科室 14 个、临床科室 26 个、护理单元 40 个，2013 年，门急诊诊疗 1099518 人次，编制床位数 1105 张，住院病人 50249 人次，全年共完成手术 21103 台
梧州工人医院	三甲医院	设有 13 个职能科室、29 个临床科室、8 个医技科室
贵港市人民医院	三甲医院	开放病床 1400 张，20 余个临床科室，6 个医技科室
北海市人民医院	三甲医院	设有 29 个临床科室，11 个医技科室，编制床位 1050 张，实际开放床位 1212 张。2015 年门急诊量 103.02 万人次，年住院手术量 14716 例
广西医科大学附属肿瘤医院	广西省最大的肿瘤三甲医院	实际开放床位 1100 张，是广西肿瘤防治研究中心、肿瘤人才培训中心和肿瘤医学信息中心
广西医科大学附属口腔医院	广西省最大的口腔三甲医院	现有医技科室 17 个、住院病区 3 个、综合分门诊部 2 个，口腔综合治疗椅 170 张，开放病床 100 张，2016 年门诊量 23 万余人次，住院病人 2200 余人次，为广西口腔医学教学、科研、医疗、保健中心
南宁市第一人民医院	三甲医院	现有编制床位 1140 张。下设一个分院（琅东医院），一个社区卫生服务机构（南湖社区卫生服务中心）临床、医技科室 55 个，其中自治区临床重点专科 4 个，市重点学科 2 个，院内重点专科 4 个，拥有一个疾病诊疗中心和两个医学研究所。职能科室 17 个
广西壮族自治区民族医院	三甲医院	设有 60 个临床医技门诊科室，编制病床 1199 张，2015 年门诊量 92 万人次，年住院病人 4.7 万人次
钦州市第一人民医院	三甲医院	开设 73 个临床、医技科室。现编制病床 1355 张；年门诊量 105 万人次，年住院病人 5 万人次，年住院手术 1.5 万多例
南宁市第四人民医院	三甲医院	设艾滋病科、结核病科、肝病科等 21 个临床科室，10 个医技科室

数据来源：广西医科大官网，各医院官网，西南证券整理

公司与广西医科大从股权、业务等多方面均建立了紧密的合作关系：

- 2014 年 7 月 3 日，公司与广西医科大签订《战略合作框架协议》。就公司向广西医科大学资产经营有限公司转让南宁柳药 47% 股权，在药品研发、生产，药品流通及医疗健康服务领域等方面开展合作，在教育、培训、人才等方面开展全方位战略合作。南宁柳药 47% 股权的转让价格为 930.6 万元。
- 2016 年，公司投资 2882 万元与广西医科大制药厂设立广西医大仙晟中药科技有限公司，公司占注册资本 49%，广西医科大制药厂占注册资本 51%，医大仙晟未来主营业务为医药制造。

图 9：柳州医药与广西医科大合作事项



数据来源：公司公告，西南证券整理

我们认为：与广西医科大建立的深度合作关系将对公司发展带来以下促进作用：

- 广西医科大附属医院资源、合作医院丰富，有望为公司导流更多客户资源，与公司的医药流通业务形成协同；
- 广西医科大为广西医疗市场的主要资源输出方，公司与广西医科大的牵手将有望实现产、学、研一体化，在产业链上下游的延伸中获得突破。

2.2 全面覆盖广西市场，纯销业务占比高

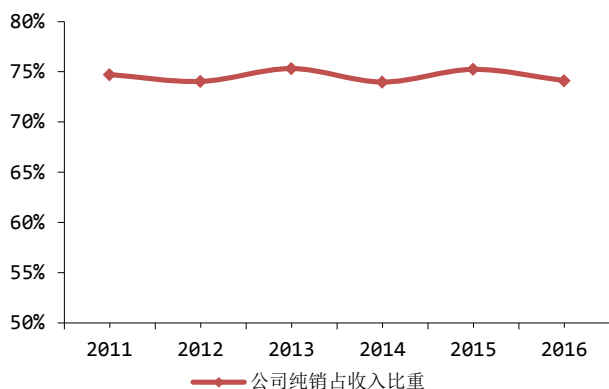
公司对广西市场形成全面覆盖。以核心城市柳州和南宁基地作为物流配送中心，以主干城市玉林、桂林等作为配送节点，已形成覆盖 200 公里自送半径并延伸至 400 公里的配送能力。在广西省内的大多数重点地市均设有子公司，子公司作为独立的企业法人，实施独立核算、当地纳税，可更好地服务于区域市场。

图 10：柳州医药营销网络

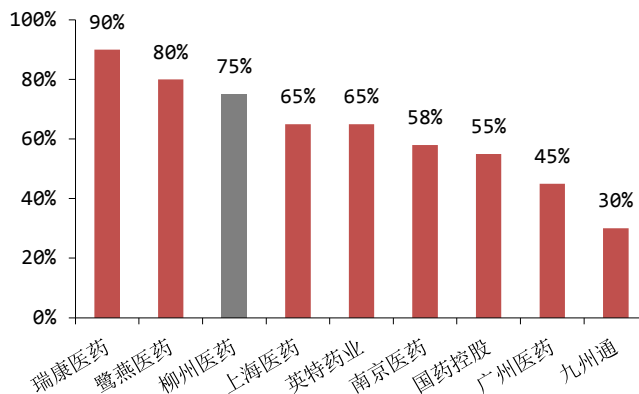


数据来源：公司官网，西南证券整理

公司业务以医院纯销为主，纯销占收入比重在 75% 左右，在医药流通上市公司中处于较高水平。医院终端具有医疗中心的地位，占药品销售的比重约 70%，市场影响力大、药品需求量大、采购金额高、毛利率高。我们认为高纯销比例体现出在医院市场的高竞争力。

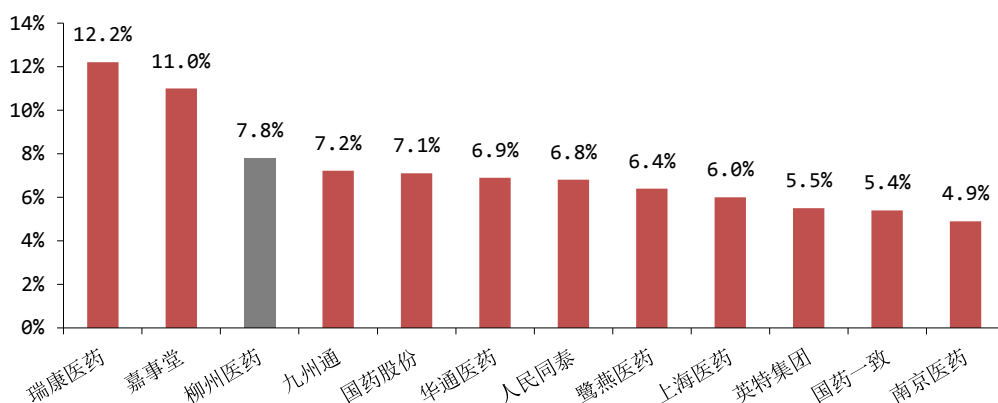
图 11：公司纯销占收入比重维持在 75% 左右


数据来源：公司公告，西南证券整理

图 12：部分医药流通公司纯销业务占比概况


数据来源：西南证券整理

在高纯销比例的带动下，公司的毛利率在国内医药流通上市公司中名列前茅，在药品批发业务中仅次于瑞康医药（有代理业态）和嘉事堂（有器械业态）。

图 13：医药流通上市公司 2016 年药品批发业务毛利率


数据来源：公司公告，西南证券整理（备注：嘉事堂含器械业务）

2.3 资金周转能力强，体现出在区域市场的强话语权

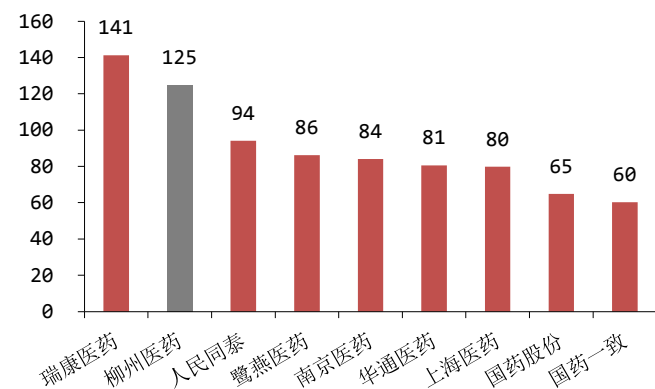
在我国目前的医疗体制下，下游医院在产业链中长期处于强势地位，对医药流通企业财务状况方面的影响集中体现在医院客户应收账款账期较长。一般来说，医药流通公司主要通过负债解决占款问题，负债结构、负债成本可体现出医药流通公司的资金运营能力。

由于各省份的财政政策、医保支付周期等差异较大，各地医药流通商面临的应收账款占款压力也各不相同。广西省医院付款周期相对较长，公司的应收账款周转天数较长，2016 年周转天数为 125 天，仅次于瑞康医药。但从应付账款的周转情况来看，公司应付账款周转天数为医药流通上市公司中最长，应付账款占应收账款的比例接近 80%，仅次于华通医药、

国药一致（零售业务占比大）、上海医药（工业、零售业务占比大），可见公司应收账款的占款接近 80%由应付账款冲抵，体现出公司较强的资金周转能力。

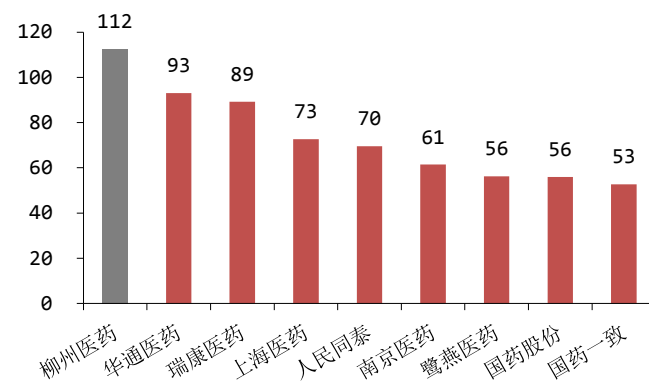
我们认为公司较强的资金周转能力源于其在区域市场的强话语权，为规模效应的体现。

图 14：医药流通上市 2016 年应收账款周转天数（天）



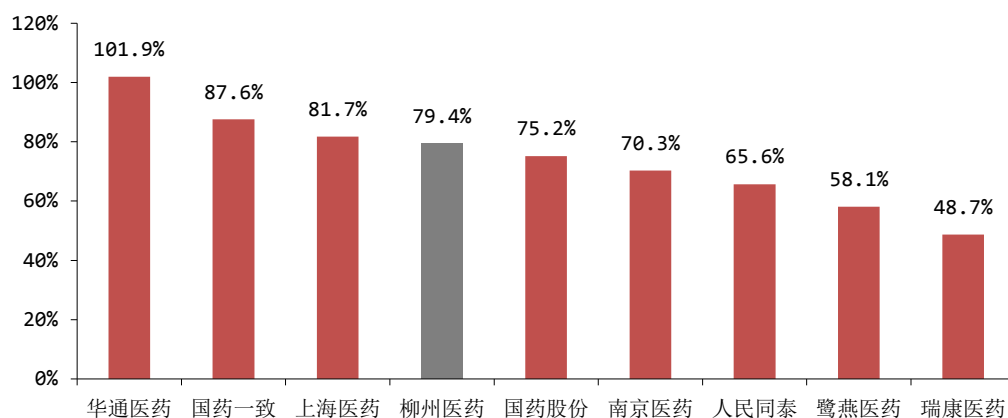
数据来源：公司公告，西南证券整理

图 15：医药流通上市 2016 年应付账款周转天数（天）



数据来源：公司公告，西南证券整理

图 16：医药流通上市应付账款/应收账款



数据来源：公司公告，西南证券整理

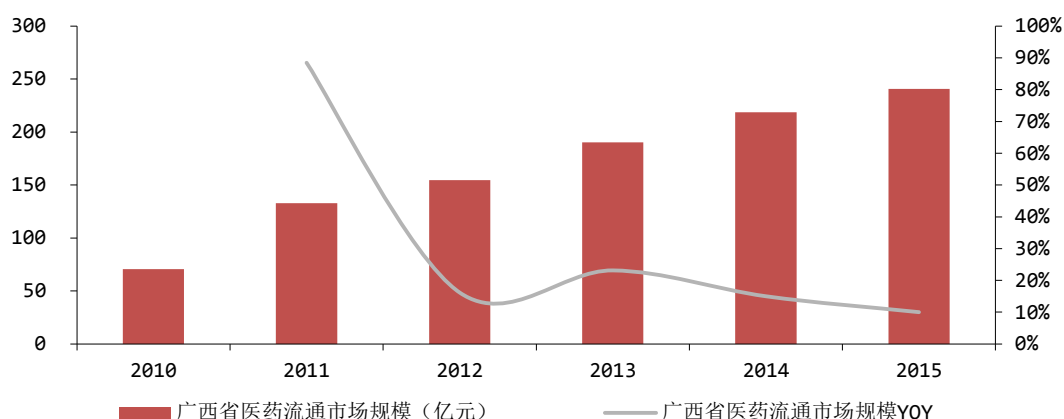
3 流通业务：政策契机+供应链延伸加速业绩增长

3.1 广西医药流通格局良好，“两票制”将进一步提升行业集中度

3.1.1 广西医药流通主要参与者为公司和国控广西，二者合计市占率 40%左右

据商务部统计，2015 年广西省医药流通市场销售规模约 240 亿元（由于商务部统计为规模以上企业，而广西市场过于分散，我们估计实际流通市场规模接近 300 亿元），增速与医药工业整体保持一致。

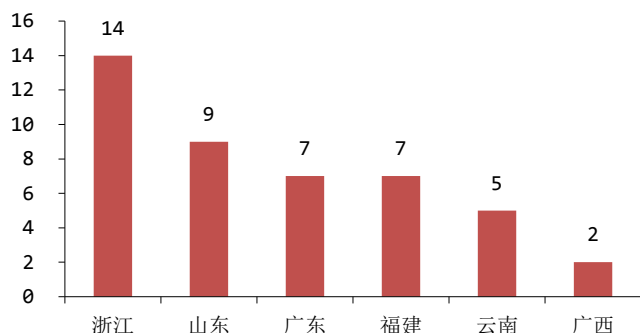
图 17：广西省医药流通市场规模及增速



数据来源：商务部，西南证券整理

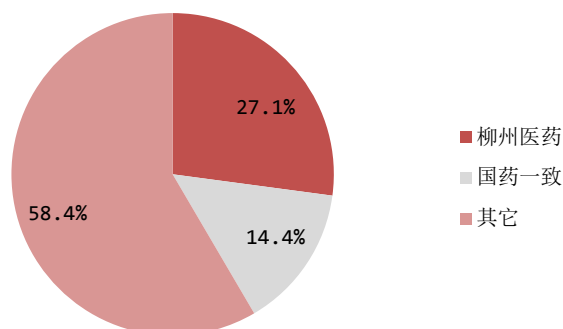
目前广西入围商务部百强（收入规模在 11.5 亿元以上）的流通企业仅有公司和国药控股，相对其它省份来看竞争格局良好。主要市场参与者为柳州医药和国控广西（国药控股孙公司），按照商务部的统计口径，二者合计市占率约 41.5%。

图 18：部分省份入围商务部百强流通企业的个数



数据来源：商务部，西南证券整理

图 19：广西 2015 年市场竞争概况



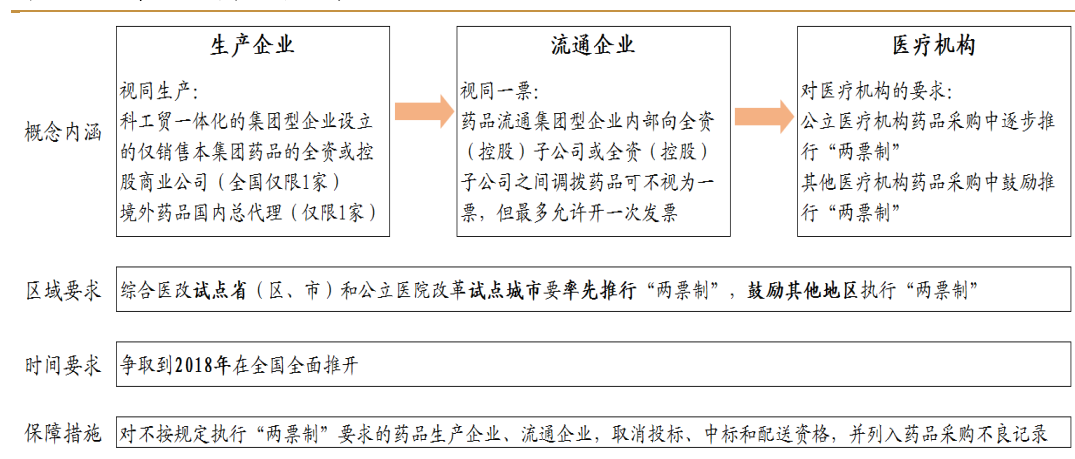
数据来源：商务部，西南证券整理

3.1.2 广西省“两票制”出台在即，龙头公司集中度将进一步提升

国务院医改办会同国家卫计委等 8 部门于 2017 年 1 月 9 日联合印发《关于在公立医疗机构药品采购中推行“两票制”的实施意见（试行）》，国家层面的“两票制”实施方案已落地。

“两票制”国家方案对两票制的内涵及相关概念进行了界定：指药品生产企业到流通企业开一次发票，流通企业到医疗机构开一次发票。并明确了实施两票制采购的医疗机构范围、区域要求和时间要求。

图 20：“两票制”国家方案的内涵



数据来源：西南证券

目前在全国范围内已有广东、陕西等 10 余个省份提出两票制相关方案，我们预计广西省的相关政策有望在 2017 年年内落地。

两票制对医药流通企业的终端配送能力、资金周转能力、供应链延伸能力提出了较高要求。

- 一方面考验配送企业在区域市场的分销网络及配送能力，“两票制”前，商业企业的功能为配送、垫资、过票；“两票制”后，“过票”功能受到打击，终端配送能力为流通商存活之根本，无配送能力、终端覆盖面狭窄的小商业公司将被淘汰。
- 另一方面，两票制下医药商业公司直面下游回款压力，资金少、融资难的小商业公司将难以背负资金压力而淘汰。
- 降低占款成本的可行方式是提高医疗机构的存货周转。根据库存持有成本计算方式测算，我国公立医疗机构药品库存周转数每增加 1 次，流通成本可降低 0.44%；回款时间每缩短 1 天，流通成本约降低 0.15%，因此，通过供应链延伸参与医疗机构的存货周转为降低占款成本的可行方式，可提供供应链延伸服务的流通商具备竞争优势。

我们认为“两票制”为医药流通行业带来整合契机，物流覆盖广、上下游粘性大、并购执行力强、运营效率高的流通企业机会更为显著。参考海外市场格局，区域市场中龙头公司市占率约 70-90%。我们认为在“两票制”的促进作用下，广西省两家龙头公司的市占率有望达到 80% 以上，公司将显著受益，基于公司在广西省强大的资源，市占率有望达到 60% 以上。

表 2：国内外医药批发市场竞争概况

	批发企业数	市场份额
美国	70	90%+（前 3 家）
日本	2300	70%+（前 30 家）
德国	10	60~70%（前 3 家）
英国	20	80%+（前 3 家）
中国	13500	47%（前 10 家）

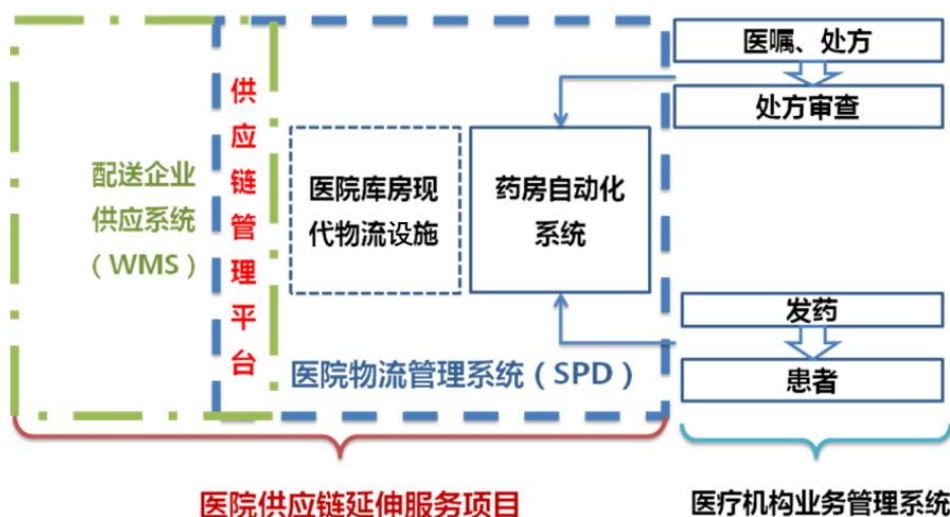
数据来源：西南证券整理

3.2 打造供应链延伸项目，加强客户粘性

公司于 2015 年起推出医院供应链延伸项目，为医院提供增值服务，服务内容主要包括：

- **为医院节约存货占款成本：**为医院搭建现代物流信息系统（WMS）与医院业务管理系统（HIS）对接的平台，统一医院的采购渠道，优化医院的库存管理能力。
- **为医院节约药库管理成本：**承担医院药库管理工作，将医院院内物流由“供应商——药库——药房——科室”压缩至“供应商——药房——科室”。
- **提高医院药房收发效率：**对医院药房（包括门诊药房、急诊药房、住院药房、静脉配置中心等）进行自动化改造，引入药房自动化管理软件和设备，节约药房收发效率。

图 21：公司医院供应链延伸项目的内涵



数据来源：公司公告，西南证券整理

根据 2016 年的定增方案，公司拟在广西省内 15-20 家三甲医院和 30-50 家二甲医院实施供应链延伸项目，截止 2015 年年底，广西省共有三甲医院 42 家、二甲医院 149 家。若按照公司规划建设，则签订协议的三甲医院占市场总三甲医院比约 50%、二甲医院占市场总二甲医院比约 35%。

截止 2016 年 12 月 31 日，公司已签订 30 余家医院供应链延伸协议，其中，约 20 家为三甲医院。从业务执行的进度来看，医院对公司的供应链延伸服务接受程度高，且公司与广西医科大深度合作，广西医科大在广西省医疗资源丰富，或将为公司导入合作医院，我们预计公司的签约目标有望在 2017 年年内完成。

表 3：部分与公司签订供应链延伸协议的医院（红色为广西医科大附属医院）

签约时间	合作医院	医院类型
2015.10.15	来宾市人民医院	三级综合
2015.10.15	桂林医学院第二附属医院	综合
2015.11.1	瑶族自治县人民医院	二级乙等
2015.11.26	南宁市第三人民医院	三级专科
2015.3.16	桂林医学附属医院	三级甲等
2015.3.16	广西壮族自治区人民医院	三级甲等
2015.7.27	南宁市第一人民医院	三级甲等
2015.7.27	南宁市第二人民医院	三级甲等
2015.7.27	广西科技大学第一附属医院	三级甲等
2015.8.20	玉林市中医院	三级甲等
2015.8.3	柳州市人民医院	三级甲等
2015.8.31	广西壮族自治区脑科医院	三级甲等
2015.9.21	广西中医药大学第一附属医院	三级甲等
2016.1.18	柳江县人民医院	二级甲等
2016.1.18	广西中医药大学附属瑞康医院	三级甲等
2016.12.31	广西医科大学第二附属医院	三级甲等
2016.4.19	柳州市工人医院	三级甲等
2016.4.26	柳州市柳铁中心医院	三级甲等
2016.9.28	柳州市妇幼保健院	三级甲等
2017.2.16	广西壮族自治区南溪山医院	三级甲等
2017.3.2	桂林市第二人民医院	三级甲等

数据来源：公司公告，西南证券整理

从已公告的项目合作协议来看，公司在项目合作医院享有药械优先配送权，根据公司 2016 年的定增方案测算，预计供应链延伸项目完成后，将为公司带来 25 亿元的收入增量。

我们认为：公司供应链延伸服务为对医院客户提供的增值服务，将进一步增强客户粘性，一方面将进一步提升公司在药品配送领域的市占率；另一方面也为公司围绕医院周边展开的 DTP 药房、中药饮片、器械流通等延展业务打下坚实的客户基础。

3.3 2017 为广西新标切换之年，前期布局迎来加速放量契机

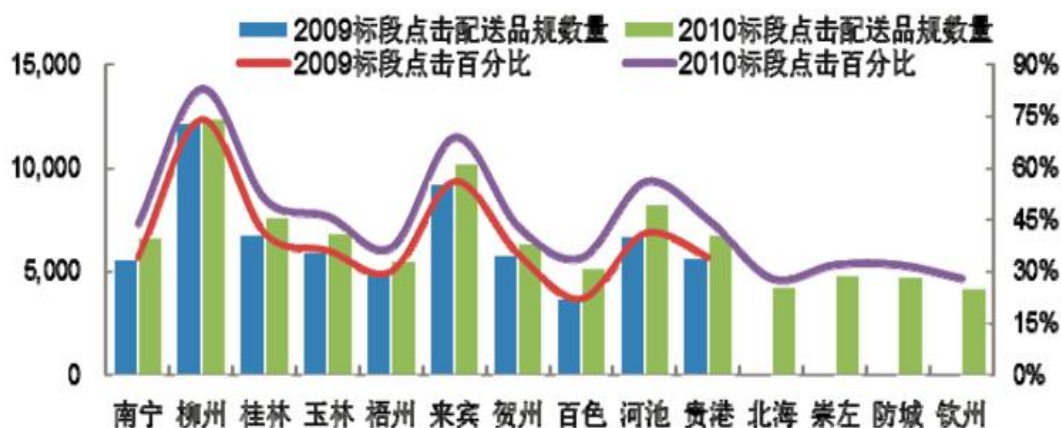
目前，药品在国内大多数省份的销售均需通过省级医院市场统一招标。各省级招标采购开展周期较长，广西地区旧标为 2010 年标段，2016 年举行新一轮全区招标，已于 2017 年全面切换新标。

新标段内，不仅市场上的品种会迎来洗牌契机，医药流通行业的格局也会发生变化：上游工业企业点击配送企业会发生一定变化，包括变更配送商、变更独家配送权及调整配送区域，从而影响公司药品配送区域、配送范围、品种满足率、品种结构及配送费率等。因此，新标段的执行将对流通公司的营业收入、毛利率产生直接影响。以广西省 2010 年标段给公司带来的影响为例：

广西省 2010 年标段主要涉及《县及县以上药品集中采购目录》和《自行采购目录》。

《县及县以上药品集中采购目录》：2011 年 3 月 1 日期执行，中标数为 14877 个品规，每个品规可点击选择 4 家配送企业。相对上一标段，公司点击配送比率由 41%提高至 45%。其中柳州由 74%提高至 83%、南宁由 34%提高至 44%、桂林由 41%提高至 51%、玉林由 36%提高至 51%，另外新增北海、崇左、防城港、钦州四个地市。

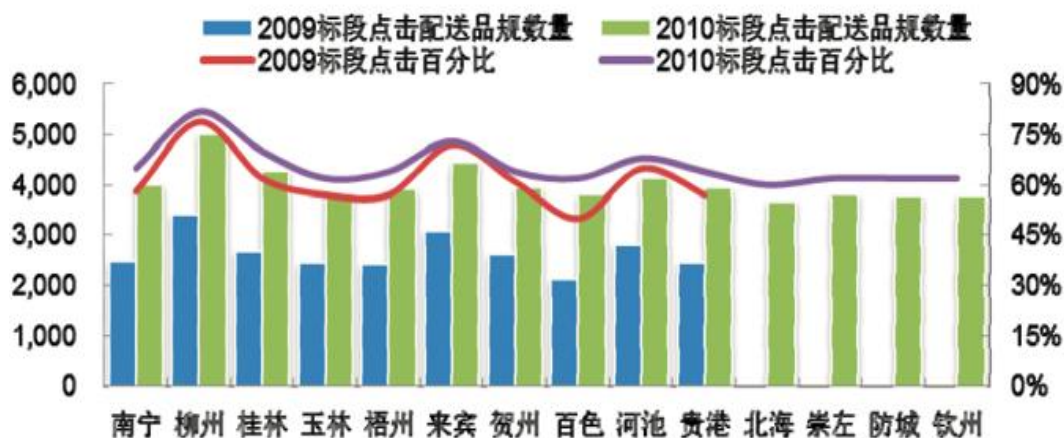
图 22：广西省 2011 年 3 月起执行的《县及县以上竞价、限价入围产品》获点击配送情况



数据来源：公司公告，西南证券整理

《自行采购目录》：2011 年 3 月 1 日起执行，中标品规数为 6117 个，点击商业配送不受限制，所涉及的医药工业委托公司配送情况与《县及县以上药品集中采购目录》基本一致。

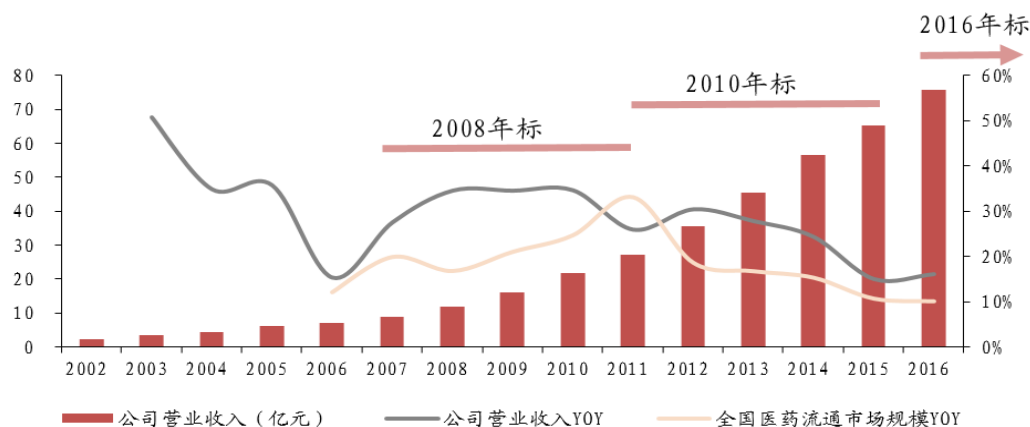
图 23：广西省 2011 年 3 月起执行的《自行采购目录》获点击配送情况



数据来源：商务部，西南证券整理

公司在新标段执行后收入增速显著高于行业，可见点击配送率的变化对公司业绩影响巨大。此外，从历史标段来看，公司的前期布局在新标段切换期内均迎来了业绩放量的契机：2002-2010 年是公司对广西市场完善覆盖面的阶段，在 2008 年标段和 2010 年的标段的初始阶段，公司收入增速都与行业增速拉开显著的差距，经历 5 年左右的周期后逐渐和行业趋同。

图 24：新标的执行初期，公司收入增速都与行业增速拉开显著差距，经历约 5 年周期后与行业趋同



数据来源：公司公告，商务部，西南证券整理

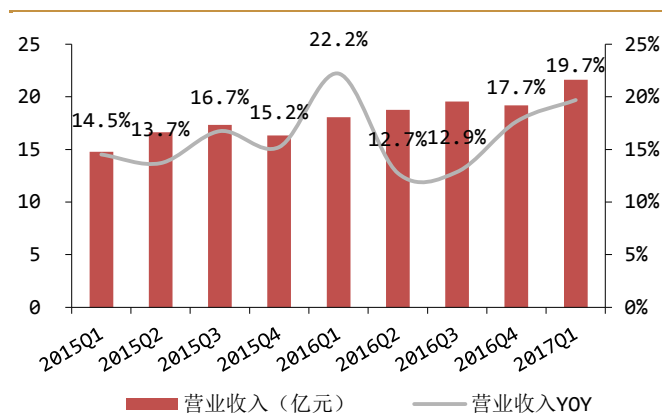
公司在 2016 年标段切换前，着重做了以下几方面的布局：

- **继续加强广西市场覆盖面。**2012-2015 年在南宁、玉林、桂林、百色、贵港、河池、梧州等广西省重点城市新设子公司，子公司作为独立的企业法人，实施独立核算、当地纳税，可更好地掌握当地市场资源。
- **加强医院合作关系。**通过医院供应链延伸协议加强医院合作关系，牵手广西医科大拓展医院延展业务。
- **继续提高点击配送率。**据我们草根调研，2016 年的新标中，公司在常用品种、大品种的点击配送率已接近 100%。
- **提升代理级别。**公司在近年加大了与生产企业的合作，先后与辉瑞、罗氏、诺和诺德、阿斯利康、拜耳等大型制药企业（或其代理商）签订年度代理或分销协议。

因此，我们认为，此轮新标切换后，公司业绩亦将迎来新一轮的快速增长周期。广西省 2016 年招标于 2016 年 10 月完成，2016Q4-2017Q1 公司的业绩已体现出明显的加速趋势。

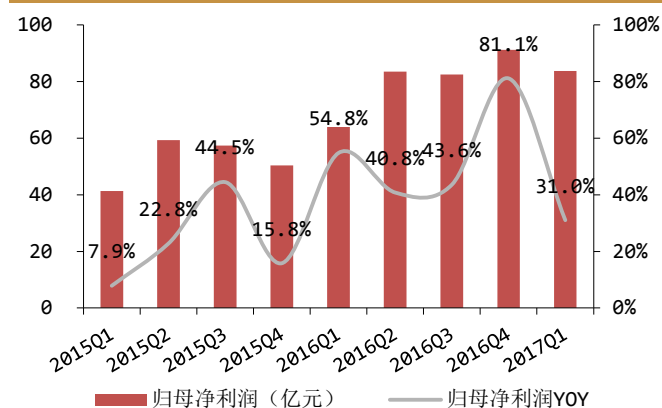
- **收入方面：**公司收入增速从 2016Q4 体现出明显的加速迹象，2016Q4 增速已有前两个季度加速至 17.7%，2017Q1 接近 20%，超越行业约 10 个百分点；
- **盈利能力方面：**2016Q4-2017Q1 毛利率水平分别同比增加 1.93 个百分点、0.18 个百分点（我们认为 Q4 数据较为重要，主要原因为体现议价能力的上游返点主要于年底兑现）。由于定增募集资金影响，2016 年全年财务费用较低，在此基础上，2017Q1 净利率仍同比提升 0.28 个百分点。
- **利润方面：**由于定增募集资金影响，2016 年全年财务费用较低，我们重点关注 EBIT 项目，2016Q4-2017Q1 公司 EBIT 增速体现出明显加速迹象。

图 25：公司 2016Q4-2017Q1 收入呈现明显加速迹象



数据来源：公司公告，西南证券整理

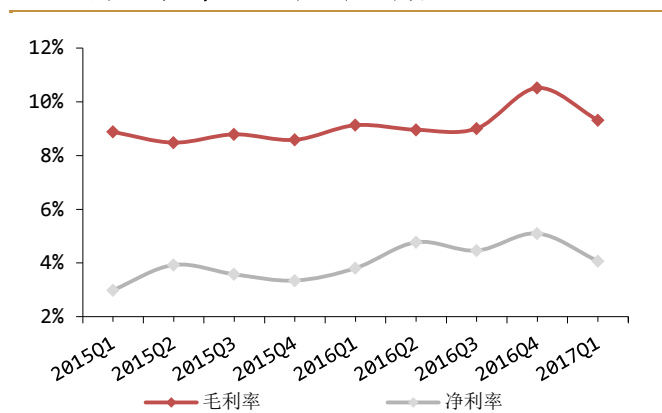
图 27：2016Q4-2017Q1 利润增速呈现明显加速迹象（受定增募集资金影响，2016 年全年财务费用较低，体现增速较快）



数据来源：公司公告，西南证券整理

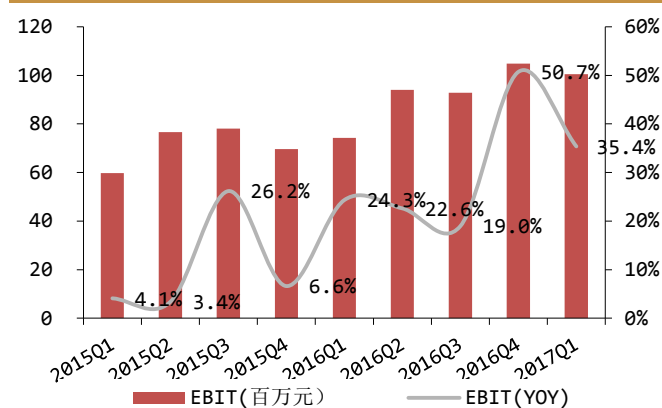
综合来看，我们认为：基于良好的前期业务布局，在新标切换的契机下，公司业绩步入了新的高速成长周期，我们预计公司未来 3 年收入端增速维持在 18-20%，毛利率相对旧标期提升约 1 个百分点。

图 26：公司 2016Q4-2017Q1 盈利能力呈现明显加速迹象（受定增募集资金影响，2016 年全年财务费用较低）



数据来源：公司公告，西南证券整理

图 28：2016Q4-2017Q1 EBIT 增速呈现明显加速迹象



数据来源：公司公告，西南证券整理

4 产业链延伸：深度挖掘渠道价值，打开成长天花板

4.1 2017 为广西医改大年，公司迎来产业链延伸的转型契机

广西省作为非医改试点省份，医改相关政策的落地略晚于福建、安徽等医改试点省份。2017 年两会的政府工作报告中明确提出“2017 年全面推开公立医院综合改革，全部取消药品加成”。随着全国性医改的铺开，我们认为 2017 年将是广西省的医改政策落地大年。

对医院来说：短期来看，取消药品加成、降低药占比等带来控费压力，需要上游提供“高附加值”服务；长期来看，医疗服务走向“市场化”，其上游的竞争将是服务质量的竞争。

表 4：医院诉求随医改进程发生变化

	短期	长期
政策演进	医保控费、控制药占比、取消药品加成	分级诊疗、医药分家
公立医院诉求	追求以降低成本为主的效率提升	运营模式市场化

数据来源：西南证券

流通商的角色也将发生较大变化。过去，流通商对医院的功能主要体现为配送、垫资；现在，随着医保控费的进行，医院面临经营压力，部分流通商借机通过集中采购、供应链延伸的模式参与医院议价、承担部分医院成本，以获取更大的市场份额；未来，随着医药分家、分级诊疗的发酵，我们认为流通商将迎来科室共建、第三方服务、承接医院非核心业务等业务契机。

图 29：流通商对医院的服务内容将随着医院诉求丰富

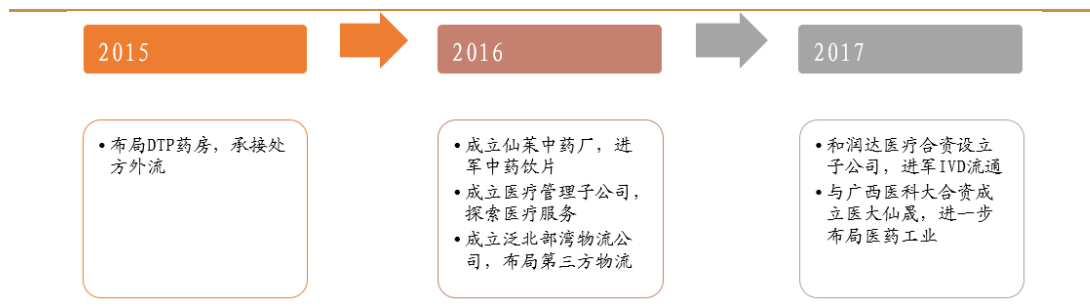


数据来源：西南证券

因此，我们认为：随着广西省医改的推进，公司将迎来业务升级与产业链延伸方面的转型契机。

公司在产业链延伸方面早有布局，2015 年即在现有零售业务的基础上布局 DTP 药房，承接处方外流，2016 年以来又陆续布局了中药饮片、IVD 流通、第三方物流等延展业务，此外，公司还于 2016 年成立了医疗管理子公司，探索医疗服务。

图 30：公司在产业链延伸方面的布局



数据来源：公司公告，西南证券整理

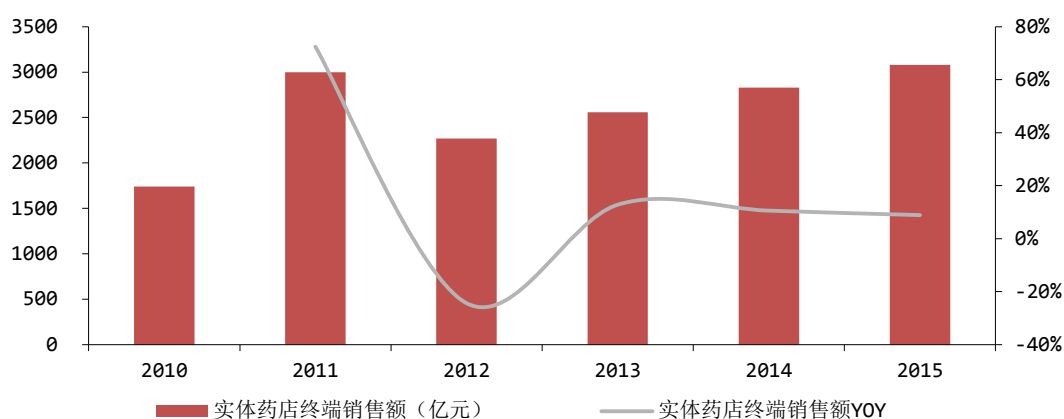
4.2 DTP 药房：承接处方外流，为零售业务的新增长点

4.2.1 行业背景：处方外流为零售行业未来最大增长点

医改致力于破除“以药养医”，降低药占比成为政策导向的重中之重。随着全国医改的推开，广西省药占比相关政策或将出台，处方外流亦将获得来自医院的推动力。从医改试点省份的经验来看，目前尚处于政策推动前期，医院更倾向于通过“可控渠道”实现其处方的外流，流通商与医院存在牢固的供应链关系，如上海医药、国药控股、华润医药等药品流通商均已参与到处方外流的洪流中。

从 CFDA 的统计数据来看，国内零售市场已经连续几年维持 10% 以下左右的增速，我们认为该增速主要是 OTC 产品为主驱动的增长。

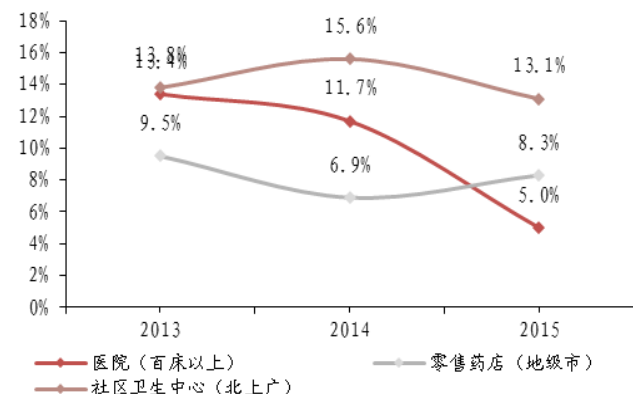
图 31：国内实体药店终端销售额及增速



数据来源：CFDA，西南证券整理

从 IMS 的统计数据来看，在具备代表性的区域里（如百床以上医院、地级市零售药房、一线省市社区），2015 年一系列医改政策的影响下，医院增速显著减慢，而社区和零售药店仍维持相对较高增长。根据 IMS 对零售药店增长驱动因素的分析，处方药对零售药店增长贡献 43%，已成为零售药店增长的重要驱动因素。

图 32：IMS 主要渠道销售额增长率（2013-2015）



数据来源：IMS，西南证券整理

图 33：处方药成为零售药店增长的重要驱动因素



数据来源：IMS，西南证券整理

我们认为：终端格局的变动为院外终端的崛起提供了契机，随着处方外流和医药分家的推进，对处方外流的把握成为医药零售行业的未来竞争关键之一。

4.2.2 DTP 模式已打通处方药产业链，为处方外流的理想承接者

DTP 在中国是一个比较新的概念，意为“高值药品直送”，是美国为了应对分销业务毛利率不断下降的现象而诞生的一种新式药品营销模式。近几年来，DTP 业务已经悄然在一些药房运作开来，DTP 药房的产品结构、服务内容、客户结构、地理位置等都与普通药房存在较大差别。尤其是产品结构，主要以高端新特的处方药为主。

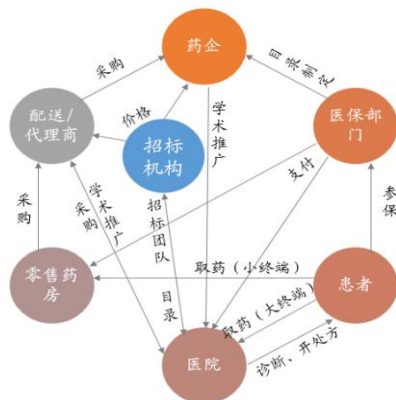
表 5：国内 DTP 药房和普通药房的区别

	DTP 药房	普通药房
产品	高端新特药：集中在抗肿瘤、艾滋病、罕见病、神经系统疾病等领域，处方药附加值高	OTC 及少部分处方药，附加值较低
服务	服务属性更突出，提供一对一药事服务、健康管理、患者俱乐部服务等	交易属性更突出
客户	客户多来自于医院推荐，粘性大； 吸引客户的因素主要是产品品种	客户多为自发，粘性较小； 吸引客户的因素主要是距离、促销
选址	多为靠近医院的“院边店”，分布密度小，通常一个店可辐射一个区域	多为辐射社区的“社区店”，分布密集

数据来源：西南证券

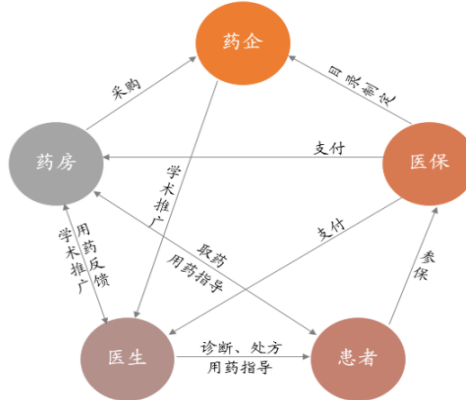
在 DTP 模式下，药企将产品直接授权给药房做经销代理，省却代理商，患者在拿到医院处方后就可以在药房买到药物并获得专业的用药指导。此时患者取药的终端已经变成了药房，药品放量也不再走医院招标，省却了中间环节，已经实现了医药分家。更重要的是，这个模式运作下来，药房将医院和上游药企的关系都打通了。我们认为 DTP 模式是实现承接处方外流的可行路径。

图 34：我国现有的医药流通及支付体系



数据来源：西南证券

图 35：理想 DTP 模式下的医药流通及支付体系

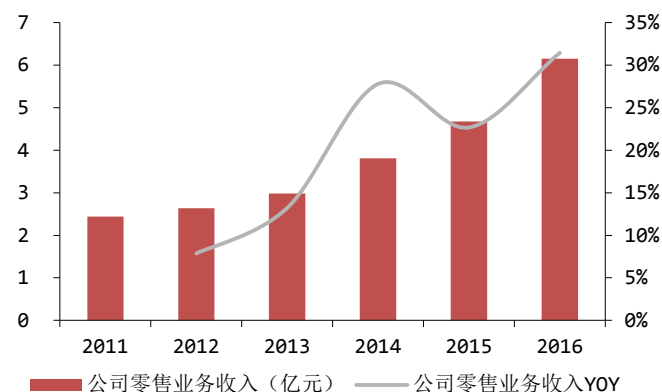


数据来源：西南证券

4.2.3 DTP 药房为公司在零售领域的最大看点

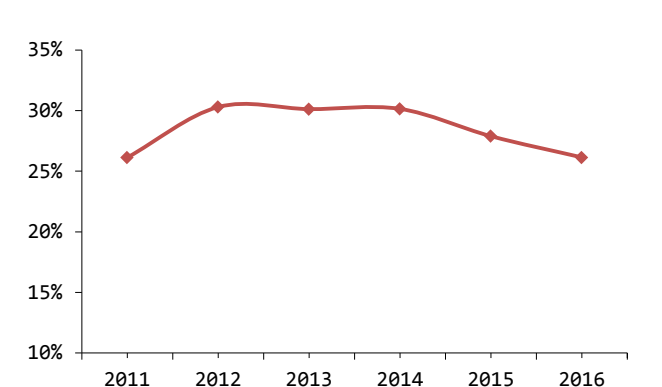
公司药品零售业务的主要载体为全资子公司桂中大药房，于 2015 年开始布局 DTP 业务。由于 DTP 业务的快速放量，公司零售业务保持远高于行业的增速，2016 年，DTP 业务占零售业务比重约 30%。但由于 DTP 业务相对普通零售药品来说具备“低毛利率、高毛利（DTP 产品单价高，因此毛利高）”属性，公司零售业务的毛利率被结构性拉低。

图 36：公司零售业务收入及增速



数据来源：公司公告，西南证券整理

图 37：公司零售业务毛利率



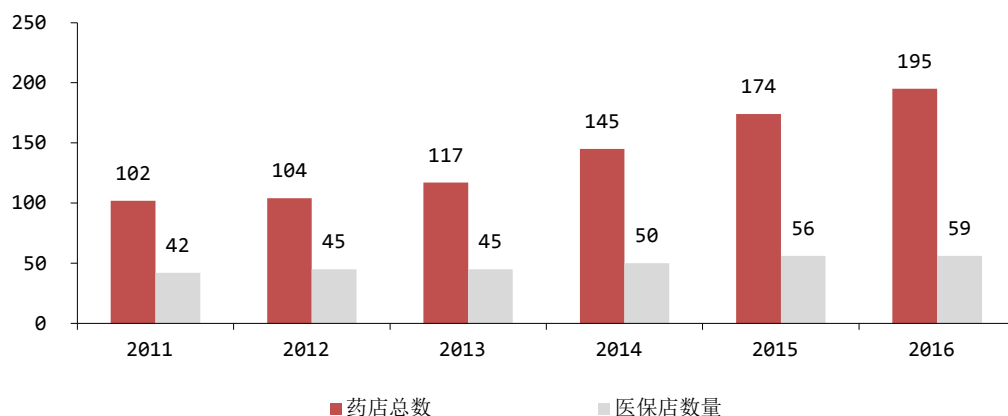
数据来源：公司公告，西南证券整理

公司传统零售药店的销售重心仍在 OTC 品种，桂中大药房在 2015 年全国医药零售行业中营业收入规模排名第 35，具备规模优势。公司在 OTC 领域的未来增长点主要来自于两个方面：

- **门店数量不断扩张。**近年来公司在继续扩大门店数量，我们预计公司 OTC 门店数量的增速维持在 10% 以上。
- **医保店数量的扩大。**截止 2016 年，公司共有 59 家医保店，广西省的零售药店医保需经过统一招标，而近 3 年来已未有大规模招标，我们预计在未来 1-2 年内或将出台新一轮招标，公司医保店数量有望进一步扩大。

综合来看，我们预计公司 OTC 领域的零售业务增速维持在 15% 以上。

图 38：公司零售门店及医保门店数（家）



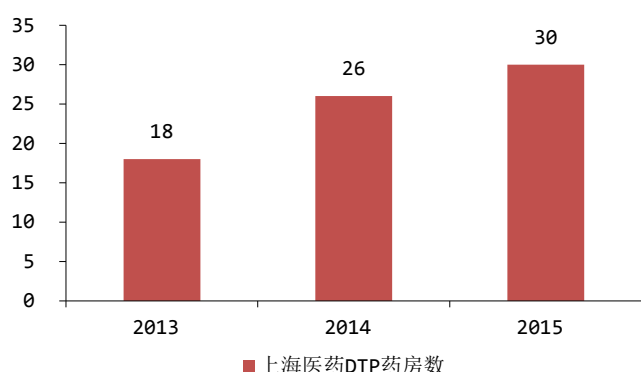
数据来源：公司公告，西南证券整理

DTP 药房为公司零售板块中最具看点的业务。DTP 药房的竞争考验的是公司“软实力”，即资源之争，拥有医院资源、库存物流能力突出及药事服务能力强的 DTP 药房更容易脱颖而出。因此，公司的 DTP 业务应运而生。

公司于 2015 年展开 DTP 业务，2015 年年底 DTP 药房数量为 11 家，2016 年年底为 17 家，发展速度为业内领先。2016 年年报中提出，除在原有 DTP 药店外，还逐步将医院周边药店纳入 DTP 业务发展，预计 2017 年还将新增近 10 家 DTP 门店。

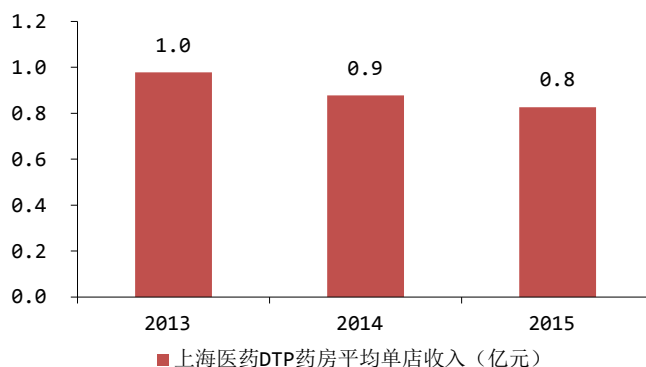
DTP 药房的发展空间可参照上海医药，上海医药目前拥有国内最大的 DTP 业务。其 DTP 业务启动时间较早，在国内市场相对较为成熟，单店收入规模约 1 亿元。由于上海医药近年来仍在不断扩张新店，仍有大部分处于成长初期的门店，我们估计成熟单店的收入规模在 1-2 亿元。因此，在仅考虑新特药流出的背景下，公司目前 17 家店的成长空间约 25 亿元，未来新门店的拓展将带来更大的空间，而目前由于刚起步，公司 DTP 业务的体量仅约 2 亿元，预计未来 3 年增速保持在 50% 以上。

图 39：上海医药 DTP 药房门店数（家）



数据来源：公司公告，西南证券整理

图 40：上海医药 DTP 药房平均单店收入



数据来源：公司公告，西南证券整理

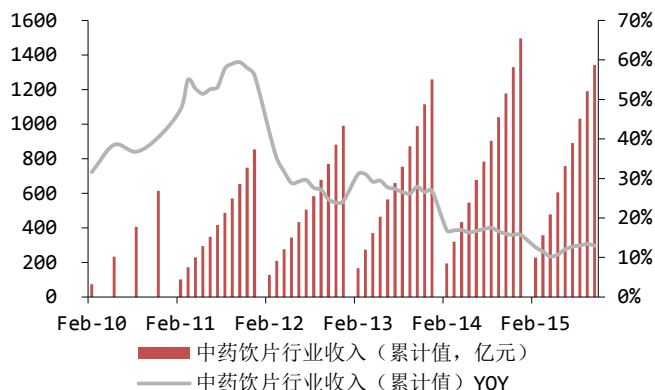
4.3 中药饮片：整合广西市场，有望借渠道优势快速放量

4.3.1 中药饮片为政策避风港，广西省销往医院、零售端的规模约 20 亿元

中药饮片是中药材经过按中医药理论、中药炮制方法，经过加工炮制后的，可直接用于中医临床的中药。

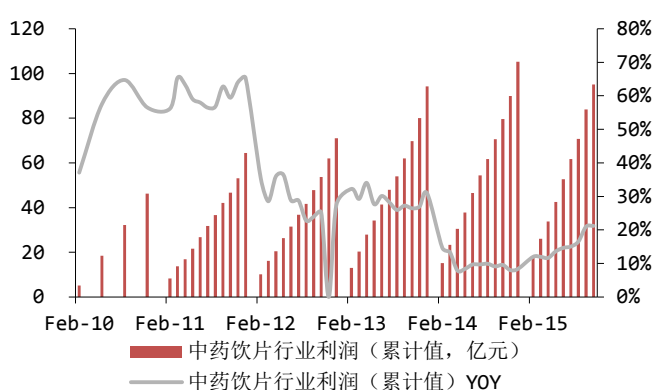
中药饮片为增速较快的医药细分领域，近年来行业收入增速维持在 15% 左右，利润增速维持在 20% 左右。近年来医改政策频出，化学药、中成药面临较大价格压力，中药饮片作为政策避风港，不纳入药品集中采购目录、保留药品加成、不计入公立医院药占比、医保政策支持（除少部分名贵药材，大部分为医保可报销），成长动力依然充足。

图 41：国内中药饮片行业收入及增速



数据来源：wind，西南证券整理

图 42：国内中药饮片行业利润及增速



数据来源：wind，西南证券整理

一般来说，中药饮片占医药制造业的比例约 6-8%，我们估计 2016 年广西省医药制造业收入规模约 400 亿元（2014 年统计局数据为 334 亿元，近年行业增速约 10%），则其中药饮片市场规模约 30 亿元。

中药饮片的需求方主要在药厂（占比 40%，是生产中成药的原料）、医院（占比 40%，直接销往患者）和零售市场（占比 20%，直接销往患者）。我们估计销往医院和零售市场的规模约 20 亿元。

4.3.2 公司地处道地药材之乡，中药饮片业务有望借渠道优势快速放量

目前，广西省的中药饮片市场分布较为分散，有中药饮片生产许可的企业约 40 家（数据来源：广西中医药大学学报），但目前尚未形成省内龙头。

公司建设南宁中药饮片加工基地，已于 2016 年通过 GMP。同时公司还设立广西仙莱中药科技有限公司，利用资源、渠道优势，开拓中药饮片市场。

我们认为：公司在中药饮片领域具备如下优势：

- **品种优势：**对本地的道地药材，公司坐拥地理优势，可自行炮制，广西的中药材资源总量排名全国第二，目前全国常用的中药饮片约 500 味，广西省道地药材中药饮片约 50 味（数据来源：《广西道地药材》邓家刚主编）。同时，公司作为区域流通商，上游合作资源丰富，可从合作方采购高质量的外地道地药材。
- **技术优势：**公司与广西医科大有药品研发、生产方面的合作关系，同时，合作医院拥有丰富的中医医师资源，广西医科大与合作医院均可为公司输出技术，为公司的中药饮片质量背书。
- **渠道优势：**公司与下游医院合作紧密，同时自有药店数量近 200 家，产品放量具备天然的渠道优势。此外，基于紧密的医院合作关系，具备发展康美药业“智慧药房”的潜力。

图 43：公司在中药饮片产业链中的优势



数据来源：公司公告，西南证券整理

目前公司中药饮片业务处于放量初期，预计 2017 年盈亏平衡，2018 年开始贡献利润。

4.4 牵手润达医疗，进军 IVD 流通

4.4.1 广西 IVD 流通市场约 25 亿元，市场格局分散

一般医院检验科收入占医院总收入 8-12%，药品收入占医院总收入 40%，2015 年广西药品市场规模约 300 亿，其中医院市场（含城市和县级等级医院）占比超 70%，约 210 亿元，则 2015 年体外诊断医院终端市场规模达 50 亿元，IVD 流通商的市场规模约 25 亿元。且随着门诊量的增加和检验项目的增多，我们预计 IVD 流通市场空间还在以 15%左右的速度增加。

图 44：医院诊断产业链各环节增值额相对终端诊断价格占比

	上游原材料	IVD生产商	IVD流通商	医院	患者
生化诊断	3%	7%	20%	70%	诊断项目价格
化学发光（进口）	2%	25%	28%	45%	
化学发光（国产）	2%	18%	25%	55%	

数据来源：西南证券

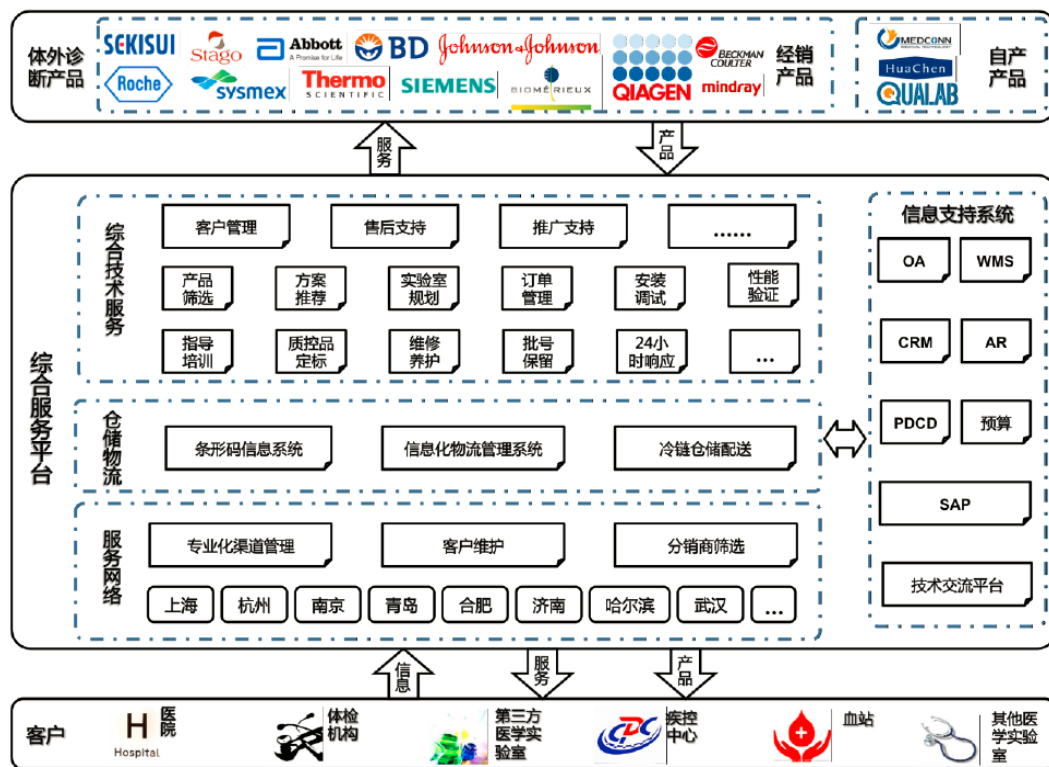
目前广西省 IVD 流通领域市场较为分散，行业处于待整合状态。

4.4.2 公司携手润达医疗，复制“国控润达”合作模式

公司于 2017 年 3 月公告与润达医疗合资设立广西柳润医疗科技有限公司，目标公司注册资本为 1 亿元，公司以自有资金出资 5100 万元（占注册资本的 51%），目前合资公司已经注册完毕。此次合资公司的成立意味着公司将切入 IVD 流通领域。

润达医疗为国内 IVD 流通领域龙头，提供医学检验产品及综合服务为主营业务的集约化供应及集成服务，与上游 IVD 生产企业建立了稳固的供应关系，形成了标准化的医学实验室服务体系，该业务模式在当前医疗机构控费的背景下发展迅速。对上游，IVD 综合服务在提升产业链整体运作效率的附加价值方面倍受青睐，为上游制造企业建立一种具备经济效益的服务渠道，协助其进入市场，以提升市场占有率。对下游，IVD 综合服务通过附加服务增强客户粘性，如存货管理、品牌多样化，提供整体的专业服务，使各医院采购对象由多元化转为集中化，品种由杂乱转为统一，产品质量由参次不齐到标准化，检验技术信息由零星化转为系统化，从而为医院节省巨大的成本。

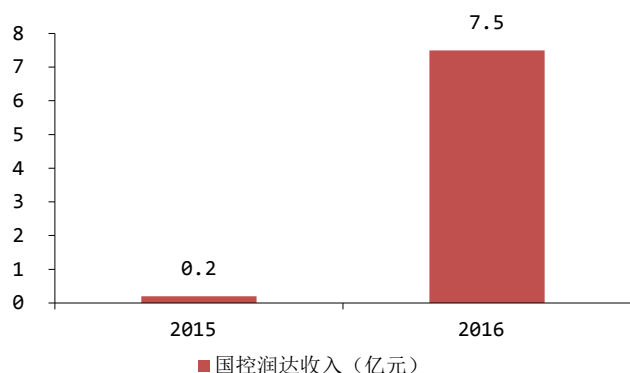
图 45：IVD 综合服务商业模式



数据来源：润达医疗，西南证券整理

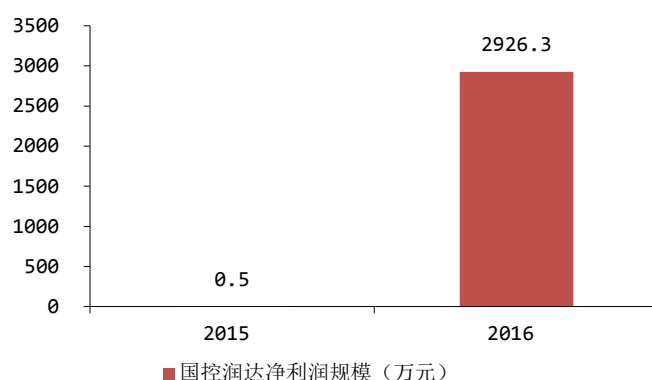
公司与润达医疗的合作在润达医疗早有先例：润达医疗 2015 年 7 月公告与国控器械合资设立国药控股润达医疗器械发展（上海）有限公司，其中国控器械出资 300 万元，持有 51% 的股权，润达医疗公司出资 288 万元，持有 49% 的股权。国控润达于 2015 年 8 月 17 日成立，在国控器械的渠道资源和润达医疗的业务模式共同催动下，国控润达业务放量迅速，成立当年即实现盈亏平衡，2016 年实现营业收入 7.5 亿元、净利润 2926 万元。

图 46：国控润达收入概况



数据来源：润达医疗，西南证券整理

图 47：国控润达净利润概况



数据来源：润达医疗，西南证券整理

公司为广西省医药流通龙头，已通过供应链延伸服务与医院建立了良好的合作关系。合资公司有望复制国控润达的发展，依托润达医疗的上游渠道资源、专业服务体系和柳州医药的医院渠道资源，成为广西 IVD 流通领域龙头。

5 盈利预测与估值

5.1 未来 3 年盈利预测

假设 1：借广西省新标切换的契机和器械/耗材业务的放量，公司的批发业务收入增速远高于行业增速（广西医药流通市场行业增速 10-12%），毛利率均逐年提升；

假设 2：公司加速 DTP 业务布局，随着处方外流，零售业务维持高速增长；

假设 3：中药饮片于 2017 年开始逐步放量，毛利率与行业保持一致。

假设 4：期间费用率维持 2016 年的水平。

表 6：柳州医药分业务拆分表

百万元	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
合计					
营业收入	6508	7559	9330	11394	13884
yoy		16.16%	23.42%	22.13%	21.85%
营业成本	5943	6848	8409	10233	12422
毛利率	8.68%	9.41%	9.87%	10.20%	10.53%
批发					
收入	6033	6932	8388	10066	12079
yoy		14.90%	21.00%	20.00%	20.00%
成本	5606	6391	7717	9250	11088
毛利率	7.09%	7.81%	8.00%	8.10%	8.20%
零售					
收入	468	615	892	1249	1686

百万元	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
yoy		31.46%	45.00%	40.00%	35.00%
成本	337	454	660	930	1256
毛利率	27.89%	26.14%	26.00%	25.50%	25.50%
其它					
收入	6	12	50	80	120
yoy		86.34%	315.29%	60.00%	50.00%
成本	0	3	33	52	78
毛利率		76.86%	35.00%	35.00%	35.00%

数据来源：公司公告，西南证券

预计 17-19 年 EPS 为 2.30 元、2.98 元、3.83 元，归母净利润增速维持在 30% 左右。

5.2 相对估值

由于公司业务处于扩张期，现金流尚不稳定，因此我们采用相对估值法对公司价值进行评估。

我们选 9 家医药商业上市公司作为可比公司。2018 年 9 家医药商业上市公司的 PE 均值为 22 倍，由于公司为民营体制，且区域医疗资源丰富，未来产业链延伸能力极强，内生增速相对同业更快，我们认为给予其 2018 年 25 倍 PE 较为合理，2017 年合理股价将为 74.5 元，维持“买入”评级。

表 7：可比公司估值表

代码	简称	股价（元）	每股收益（元）				市盈率			
			16A	17E	18E	19E	16A	17E	18E	19E
行业均值							41.53	27.49	21.59	17.50
002589.SZ	瑞康医药	15.26	0.39	0.67	0.96	1.32	38.87	22.86	15.88	11.55
000028.SZ	国药一致	74.71	2.77	3.05	3.68	4.35	26.97	24.50	20.30	17.17
002462.SZ	嘉事堂	37.32	0.89	1.22	1.55	1.98	41.93	30.59	24.08	18.85
600998.SH	九州通	19.60	0.53	0.69	0.88	1.12	36.98	28.41	22.27	17.50
601607.SH	上海医药	25.41	1.19	1.36	1.56	1.79	21.35	18.68	16.29	14.20
600511.SH	国药股份	34.48	0.72	1.63	1.96	2.22	47.89	21.15	17.59	15.53
600713.SH	南京医药	6.64	0.15	0.22	0.28	0.34	44.27	30.18	23.71	19.53
603108.SH	润达医疗	17.90	0.36	0.73	0.95	1.12	49.72	24.52	18.84	15.98
603716.SH	塞力斯	88.77	1.35	1.91	2.51	3.26	65.76	46.48	35.37	27.23

数据来源：wind，西南证券

我们对公司在广西省的成长空间进行了测算，假设保持当前业务趋势，预计公司在 2025 年可实现的理论利润空间为 33 亿元。且公司还于 2015 年成立了医疗管理子公司，存在往医疗服务进行产业链延伸的预期，进一步打开成长空间。

表 8：公司在 2025 年之前的理论成长空间预估（广西市场）

	2016 年市场规模 (亿元)	行业复合增速	2025 年市场规模 (亿元)	公司市占率	公司收入 (亿元)	净利率	公司利润 (亿元)
药品流通	300	8%	600	60%	360	4%	14
DTP 药房	80	12%	222	60%	133	5%	7
中药饮片	20	15%	70	40%	28	20%	6
IVD 流通	25	12%	69	40%	28	6%	2
IVD 外其他器械	135	12%	374	20%	75	6%	4
合计					624		33

数据来源：西南证券

5.3 绝对估值

我们对公司绝对估值的关键假设如下：

表 9：绝对估值关键假设

假设项目	假设值
预测期年数	3
过渡期年数	5
过渡期增长率	20.00%
永续期增长率	3.00%
无风险利率 Rf	3.50%
市场组合报酬率 Rm	11.02%
无杠杆 β	0.61
有杠杆 β	0.62
债务资本比重 Wd	50.00%
债务资本成本 Kd	5.00%
有效税率 Tx	25.00%

数据来源：西南证券

绝对估值估值结果如下：

表 10：绝对估值估值结果

估值结果	每股价值（元）
FCFF	17.83
FCFE	26.36
DDM	53.45
APV	11.34

数据来源：西南证券

由于公司业务处于扩张期，现金流尚不稳定，盈利预测基期现金流较小，各绝对估值模型的估值结果差异较大，我们采用相对估值法对公司价值进行评估。

6 风险提示

- **“两票制”、“医药分家”政策出台及推进速度或不及预期：**尽管我们认为公司将受益于“两票制”、“医药分家”等政策，但仍存在政策出台及推进进度不及预期的风险。
- **广西省医药流通行业增速下滑的风险：**尽管我们认为广西省药品降价幅度温和，医药流通行业增速维持全国平均水平（10%），但仍存在降价幅度超预期，导致行业增速下滑的风险。
- **新业务拓展或不及预期风险：**尽管我们认为公司在广西省医疗资源丰富，产业链延伸潜力大，但由于公司传统业务为医药流通，仍存在由于经验不足而导致新业务拓展不及预期的风险。
- **与广西医科大合作不及预期风险：**我们认为与广西医科大的合作是公司的核心竞争力之一，但仍存在合作推进不及预期的风险。

附表：财务预测与估值

利润表（百万元）	2016A	2017E	2018E	2019E	现金流量表（百万元）	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入	7559.40	9329.91	11394.26	13884.40	净利润	343.57	455.35	590.88	758.75
营业成本	6848.28	8409.49	10232.56	12422.12	折旧与摊销	19.24	44.21	60.47	93.94
营业税金及附加	27.78	22.53	28.94	36.67	财务费用	-17.01	-8.15	-6.98	-1.44
销售费用	152.18	186.60	227.89	274.91	资产减值损失	16.33	15.00	15.00	15.00
管理费用	129.42	158.61	192.56	233.26	经营营运资本变动	-302.66	-270.09	-383.11	-414.64
财务费用	-17.01	-8.15	-6.98	-1.44	其他	48.90	-15.00	-15.00	-15.00
资产减值损失	16.33	15.00	15.00	15.00	经营活动现金流净额	108.39	221.32	261.27	436.61
投资收益	0.00	0.00	0.00	0.00	资本支出	-94.79	-30.00	-430.00	-430.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	其他	-84.21	0.00	0.00	0.00
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	-178.99	-30.00	-430.00	-430.00
营业利润	402.40	545.84	704.30	903.88	短期借款	-418.12	-63.00	0.00	220.57
其他非经营损益	3.21	2.17	2.85	2.68	长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
利润总额	405.61	548.01	707.15	906.57	股权融资	1625.27	0.00	0.00	0.00
所得税	62.04	92.66	116.27	147.82	支付股利	-85.41	-131.57	-174.38	-226.28
净利润	343.57	455.35	590.88	758.75	其他	-24.18	8.15	6.98	1.44
少数股东损益	22.56	29.90	38.80	49.82	筹资活动现金流净额	1097.56	-186.42	-167.40	-4.28
归属母公司股东净利润	321.01	425.45	552.08	708.93	现金流量净额	1026.96	4.89	-336.14	2.33
资产负债表（百万元）	2016A	2017E	2018E	2019E	财务分析指标	2016A	2017E	2018E	2019E
货币资金	1717.35	1722.24	1386.11	1388.44	成长能力				
应收和预付款项	3115.18	3675.81	4549.01	5545.29	销售收入增长率	16.16%	23.42%	22.13%	21.85%
存货	860.72	1056.94	1286.07	1561.27	营业利润增长率	52.49%	35.65%	29.03%	28.34%
其他流动资产	3.18	3.92	4.79	5.84	净利润增长率	51.86%	32.53%	29.76%	28.41%
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA 增长率	30.22%	43.81%	30.23%	31.49%
投资性房地产	0.24	0.24	0.24	0.24	获利能力				
固定资产和在建工程	371.05	360.84	734.38	1074.45	毛利率	9.41%	9.87%	10.20%	10.53%
无形资产和开发支出	102.02	99.75	97.47	95.20	三费率	3.50%	3.61%	3.63%	3.65%
其他非流动资产	109.19	107.45	105.72	103.98	净利率	4.54%	4.88%	5.19%	5.46%
资产总计	6278.93	7027.20	8163.79	9774.70	ROE	10.61%	12.79%	14.85%	16.82%
短期借款	263.00	200.00	200.00	420.57	ROA	5.47%	6.48%	7.24%	7.76%
应付和预收款项	2694.27	3176.55	3890.54	4741.08	ROIC	14.86%	16.77%	17.33%	17.39%
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA/销售收入	5.35%	6.24%	6.65%	7.18%
其他负债	83.91	89.14	95.24	102.57	营运能力				
负债合计	3041.19	3465.69	4185.78	5264.22	总资产周转率	1.43	1.40	1.50	1.55
股本	142.35	185.05	185.05	185.05	固定资产周转率	29.31	25.61	23.39	18.12
资本公积	2189.30	2146.59	2146.59	2146.59	应收账款周转率	2.88	2.96	2.99	2.96
留存收益	858.38	1152.25	1529.95	2012.60	存货周转率	8.99	8.77	8.73	8.73
归属母公司股东权益	3190.02	3483.90	3861.60	4344.24	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	109.59%	—	—	—
少数股东权益	47.72	77.62	116.41	166.24	资本结构				
股东权益合计	3237.74	3561.51	3978.01	4510.48	资产负债率	48.43%	49.32%	51.27%	53.86%
负债和股东权益合计	6278.93	7027.20	8163.79	9774.70	带息债务/总负债	8.65%	5.77%	4.78%	7.99%
					流动比率	1.91	1.90	1.75	1.63
					速动比率	1.62	1.59	1.44	1.33
					股利支付率	26.61%	30.93%	31.59%	31.92%
					每股指标				
					每股收益	1.73	2.30	2.98	3.83
					每股净资产	17.50	19.25	21.50	24.37
					每股经营现金	0.59	1.20	1.41	2.36
					每股股利	0.46	0.71	0.94	1.22
业绩和估值指标	2016A	2017E	2018E	2019E					
EBITDA	404.64	581.90	757.79	996.39					
PE	29.73	22.43	17.29	13.46					
PB	2.95	2.68	2.40	2.12					
PS	1.26	1.02	0.84	0.69					
EV/EBITDA	14.32	13.62	10.91	8.51					
股息率	0.89%	1.38%	1.83%	2.37%					

数据来源：Wind，西南证券

分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接获取任何形式的补偿。

投资评级说明

公司评级

买入：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 20%以上
增持：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 10%与 20%之间
中性：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-10%与 10%之间
回避：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-10%以下

行业评级

强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上
跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间
弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数-5%以下

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

本报告仅供本公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本公司或关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，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。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。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，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告版权为西南证券所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

西南证券研究发展中心

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路 166 号中国保险大厦 15 楼

邮编：200120

北京

地址：北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 B 座 16 楼

邮编：100033

重庆

地址：重庆市江北区桥北苑 8 号西南证券大厦 3 楼

邮编：400023

深圳

地址：深圳市福田区深南大道 6023 号创建大厦 4 楼

邮编：518040

西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	张方毅	机构销售	021-68413959	15821376156	zfyi@swsc.com.cn
	邵亚杰	机构销售	02168416206	15067116612	syj@swsc.com.cn
	郎珈艺	机构销售	021-68416921	18801762801	langjiayi@swsc.com.cn
	黄丽娟	机构销售	021-68411030	15900516330	hlj@swsc.com.cn
	欧阳倩威	机构销售	021-68416206	15601822016	oyqw@swsc.com.cn
北京	赵佳	地区销售总监	010-57631179	18611796242	zjia@swsc.com.cn
	王雨珩	机构销售	010-88091748	18811181031	wyheng@swsc.com.cn
	徐也	机构销售	010-57758595	18612694479	xye@swsc.com.cn
	任骁	机构销售	010-57758566	18682101747	rxiao@swsc.com.cn
广深	张婷	地区销售总监	0755-26673231	13530267171	zhangt@swsc.com.cn
	刘宁	机构销售	0755-26676257	18688956684	liun@swsc.com.cn
	王湘杰	机构销售	0755-26671517	13480920685	wxj@swsc.com.cn
	熊亮	机构销售	0755-26820395	18666824496	xl@swsc.com.cn
	刘雨阳	机构销售	0755-26892550	18665911353	liuyuy@swsc.com.cn
	刘予鑫(广州)	机构销售	0755-26833581	13720220576	lyxin@swsc.com.cn