

柳州医药（603368）

公司研究/深度报告

流通份额显著提升，上下游渠道布局突破天花板

深度研究报告/医药

2017 年 12 月 26 日

报告摘要：

● 核心：两票制和新标执行带来的配送份额提升，将显著提升流通业绩增速

柳州医药是广西医药流通市占率第一的企业，医药批发占收入90%以上，在广西市占率约30%。流通板块核心增长因素在于今年两票制的逐步执行与新旧标的切换将带来的行业整合加快和企业配送份额的提升；与全国性流通企业相比，柳州医药纯销占比大，能更快适应新政策，抢占对手市场，市占率有望提升至40%以上。同时，公司在流通领域的上下游产业链延伸增强了上下游的粘性，供需稳定形成良性循环，公司流通配送获得长期稳定增长，共同推动业绩由20%以内的自然增速至25%以上增速。

● 打开省内天花板：携手润达医疗延伸至耗材配送领域，具备独有资源优势

在新业务延伸方面最大亮点就是与润达合作成立柳润，切入广西超过30亿的IVD流通市场。柳州医药拥有丰富的终端医院资源和完善的物流配送平台，而润达作为全国性IVD服务企业，有稳定的供应商和丰富推广经验，加之润达有着与国药联合成立国润布局上海IVD流通市场的成功经验，强强联合使得柳润具备对手无法比拟的上中下游优势，市占率3年内有望突破10%，打破省内药品配送领域天花板。

● 工业：借助柳药的配送和客户资源优势，工业有望迅速放量，业绩弹性大

公司15年设立了了中药饮片企业仙莱中药，饮片由于不受零加成和降低药占比等政策影响需求旺盛，加之仙莱中药逐步释放产能，依托母公司柳州医药的配送系统和终端医疗资源，目前已经盈利，有潜力成为地区饮片市占率第一的企业。同时，公司借助医科大资源成立仙晟制药，有望明年起逐步放量贡献业绩。

● 零售：DTP 布局加速，门店扩张带动零售高速增长

公司旗下桂中大药房作为广西规模最大的连锁药店，通过自建和并购迅速扩张门店，上半年已达227家，门店扩张带动零售业绩增速超过36%；同时，桂中通过在医院周边药店增设DTP品种专柜，并加强与相关供应商的合作，进一步丰富DTP药店品种，顺应处方外流趋势，还为批发拓宽了渠道。

● 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 17-19 年 EPS 分别为 2.16、2.73、3.41 元；对应 PE 分别为 23X、18X 和 14X，维持“强烈推荐”评级。

● 风险提示

医院供应链延伸服务项目推进低于预期；两票制执行进度不及预期。

盈利预测与财务指标

项目/年度	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入（百万元）	7,559	9,177	10,804	12,987
增长率（%）	16.2%	21.4%	17.7%	20.2%
归属母公司股东净利润（百万元）	321	400	506	631
增长率（%）	54.1%	24.5%	26.6%	24.7%
每股收益（元）	2.26	2.16	2.73	3.41
PE（现价）	21.5	22.5	17.8	14.3
PB	2.2	2.5	2.2	1.9

资料来源：公司公告、民生证券研究院

强烈推荐 维持评级

当前股价： 48.59 元

交易数据 2017-12-25

近 12 个月最高/最低（元）	81.26/45.88
总股本（百万股）	185
流通股本（百万股）	146
流通股比例（%）	79%
总市值（亿元）	90
流通市值（亿元）	71

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

分析师：蔡明子

执业证号： S0100517120001
电话： 021-60876731
邮箱： caimingzi@mszq.com

相关研究

1. 柳州医药（603368）：受益广西新标及两票制，Q3 营收大幅提升 20171026
2. 柳州医药（603368）：上下游产业链布局加快，经营业绩稳健增长 20170822

目录

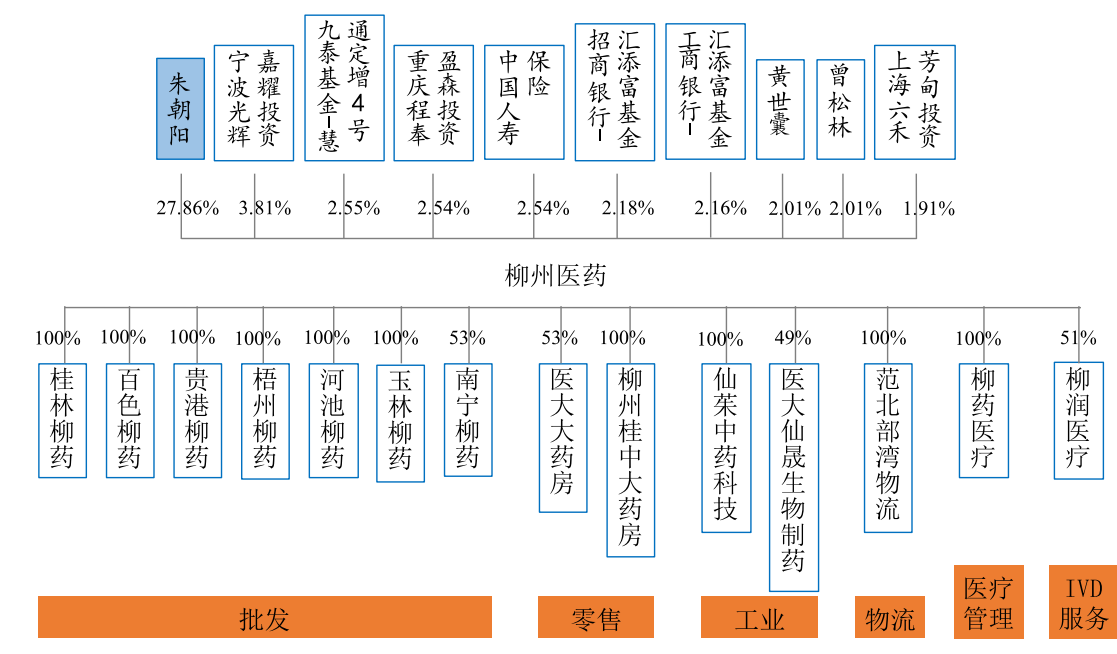
一、公司概况：深度布局广西流通市场，工商零售协同并进.....	3
1.药械配送为核心，股权较为集中.....	3
2.规模优势显现，公司业绩快速增长.....	4
3.发债拓宽融资渠道+设立并购基金，为未来业务拓展奠定基础.....	7
二、流通：两票制和新标执行带来的配送份额提升，将显著提升板块业绩增速.....	8
1.广西省流通格局分散，存在较大整合机会.....	9
2.两票制+新标切换带来广西市场行业整合，公司集中度显著提升.....	11
3.2017年新标切换，公司配送份额将显著提升.....	13
4.上下游延伸供应链，突破传统流通增长瓶颈.....	16
三、携手润达医疗延伸至耗材配送领域，打开省内天花板.....	20
1.广西 IVD 流通市场格局较分散，公司布局 IVD 有下游医院渠道优势.....	20
2.润达助力，强强联合有望打造广西 IVD 流通企业.....	21
3.柳润有望复制国药+润达的模式获取广西 IVD 流通市场较大份额.....	23
四、工业：借助柳药的配送和客户资源优势，工业有望迅速放量，业绩弹性大.....	25
1.中药饮片不受零加成等政策影响，行业增长势头强劲.....	25
2.广西仙莱中药扩大产能，目前已经实现盈利，明年有望放量.....	26
3.借助医科大资源成立仙晟制药，培育新的利润增长点.....	28
五、DTP 布局加速，门店扩张带动零售高速增长.....	29
1.广西连锁药店业态多元化，集中度将提升.....	29
2.DTP+网上药店新渠道助力零售收入增长.....	29
六、盈利预测与投资建议.....	31
七、风险提示.....	32
插图目录.....	34
表格目录.....	34

一、公司概况：深度布局广西流通市场，工商零售协同并进

1. 药械配送为核心，股权较为集中

柳州医药是广西医药流通市占率第一的企业，前身可追溯到 1953 年成立的柳州医药批发站，经过六十多年来在广西医药流通领域的深耕细作，已逐步形成以药械配送业务为核心，供应链管理服务和连锁零售业务为支撑，药品生产、第三方物流、医药电子商务等新业务为补充的综合性医药业务体系。公司于 2014 年 12 月 4 日在上海证券交易所上市，截止至 2017 年 12 月 25 日，总市值达到 89.92 亿元。2016 年，公司以 75.51 亿收入位列国内药品流通企业收入排名的第 23 位。

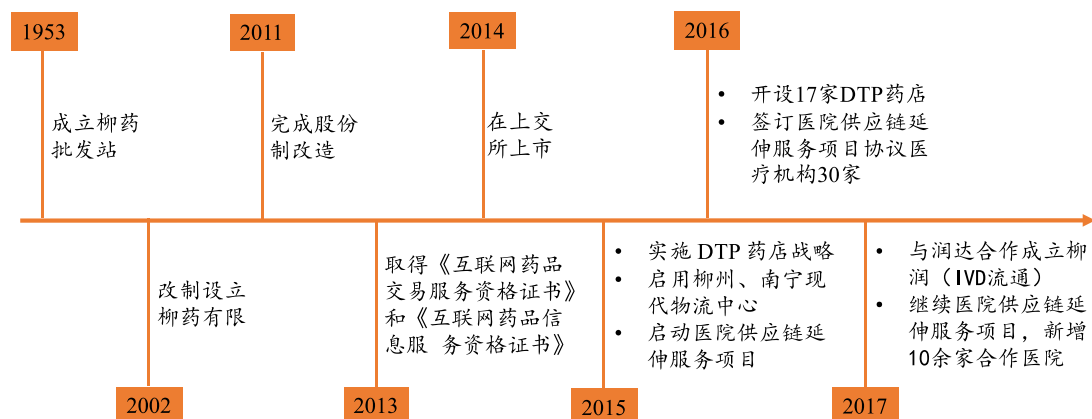
图 1：柳州医药股权结构



资料来源：公司公告，民生证券研究院

董事长朱朝阳是公司的实际控制人，持有公司 27.86% 的股份。朱朝阳自 1986 年起便进入柳药批发站工作，至今已有 30 多年，对医药流通产业具有深刻认识，从业经验丰富。目前柳州医药通过控股或参股 14 家公司，涵盖药械配送、工业（中药饮片、制剂）、零售药店、物流、医疗管理等业务，已初步实现医药流通领域的全产业链布局。同时，各子公司依托母公司的信息系统和现代物流技术，已经全面覆盖广西区内 14 个地级市的销售配送网络，并形成规模以上医院、商业调拨、零售连锁、第三终端齐头并进的医药商业业务体系，具备了“深层次、广覆盖、高质量”的营销渠道网络和终端直接覆盖能力。

图 2：柳州医药主要发展历程

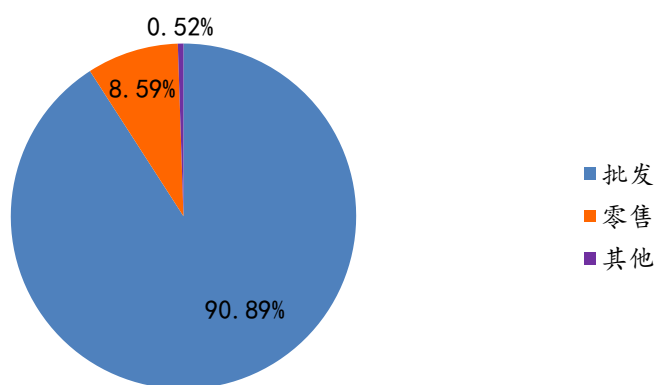


资料来源：公司公告，民生证券研究院

2. 规模优势显现，公司业绩快速增长

公司的业务板块中, 批发为核心, 2017H1 年批发业务收入 40.38 亿元, 占总营收的 90.89%; 除此外, 零售业务 2017H1 收入达到 3.81 亿元, 占比 8.59%; 工业和 IVD 流通业务近几年才开始布局, 目前占比较小, 随着工业和器械耗材流通业务的深入开展, 其占比会逐步提高。广西地区二三级医院的覆盖面广而深是公司医药流通业务的核心竞争力, 目前公司已经与广西区内 100% 的三级医院、90% 以上的二级医院建立了良好的合作关系, 2017H1 医院销售业务收入 33.58 亿元, 同比增长 21%, 增速稳健; 第三终端及调拨业务合计 6.8 亿规模, 在两票制和广西新标背景下, 调拨业务将逐渐被医院和第三终端直拨替代, 第三终端业务规模和占比将提升。

图 3：2017 年上半年公司收入结构

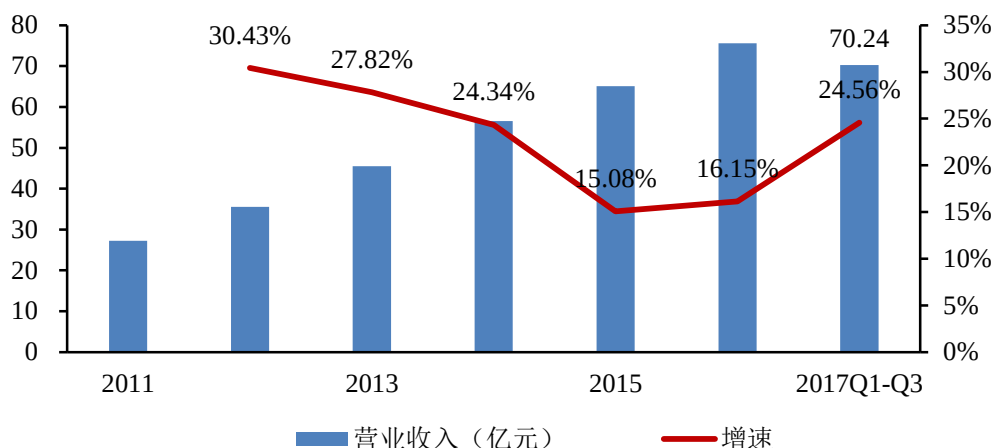


资料来源：公司公告，民生证券研究院

深耕广西带来的规模效应推动公司收入快速增长, 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 16.15%.; 2017 年前三季度营业收入为 70.24 亿元, 同比增长 24.56%。公司今年业绩提速的主要原因是

配送终端覆盖的扩大和零售业务扩张、工业板块产能利用率提升所致，其中配送终端覆盖面扩大得益于广西药品新标执行以及两票制实施，相应地，公司配送市场份额相应提高（第二部分会详细分析）。

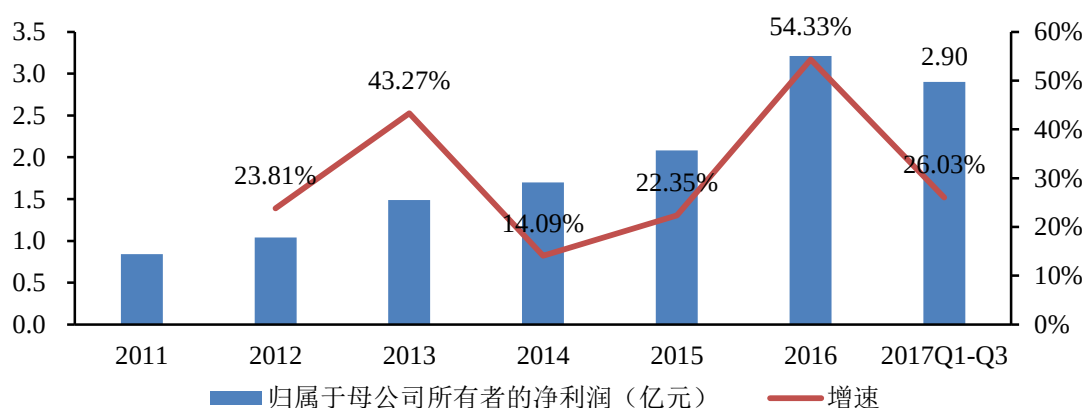
图 4：柳州医药营业收入稳步增长



资料来源：公司公告，民生证券研究院

公司归母净利润由 2011 年的 0.84 亿元增长到 2016 年的 3.21 亿元，年复合增长率达到 30.75%，其中 2016 年净利润同比增长 54.33%；2017 年前三季度归母净利润为 2.90 亿元，同比增长 26.03%。我们分析净利润增速低于去年同期 45.43% 的原因主要有三个：1) 规模扩大带来公司应收账款计提的坏账损失同比增加 37.55% 至 1926 万元；2) 合作医院数量增加，应收账款相应增加；3) 新标执行期间，公司预计给下游医院账期有所延长。这些因素只是公司在快速发展期的暂时性因素，预计随着年底应收账款的清账以及理财收益增加，利润增速将有所恢复。

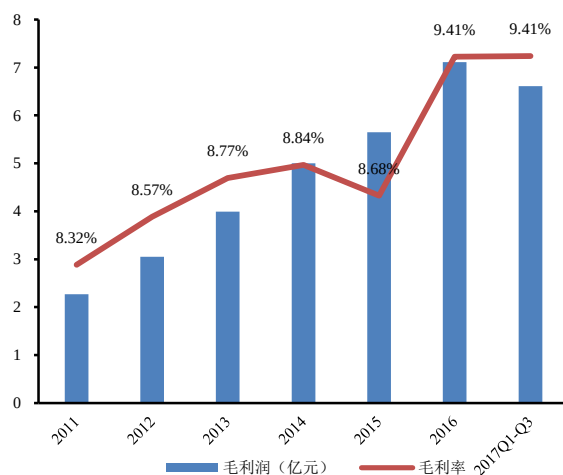
图 5：柳州医药归母净利润稳定增长



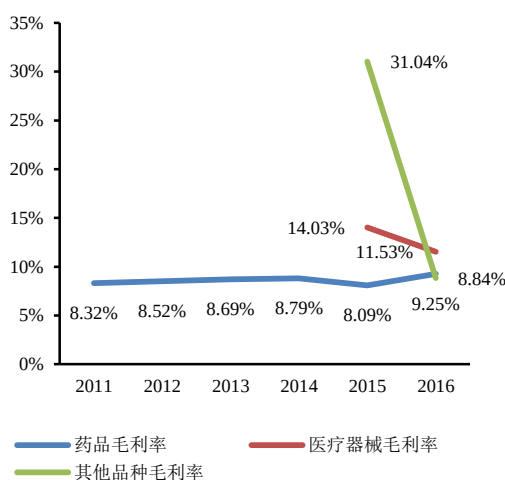
资料来源：公司公告，民生证券研究院

毛利润和毛利率来看，2016 年公司毛利润为 7.11 亿元，同比增长 25.84%，毛利率达到 9.41%，较前 5 年有明显增长；2017 年前三季度毛利润为 6.61 亿元，同比增长 29.86%，毛利

率 9.41%，再次印证市占率提升和零售、工业等高毛利板块快速增长带来的业绩稳健提升。分板块来看，2016 年药品流通业务、器械耗材流通业务、其他业务的毛利率分别为 9.25%、11.53%、8.84%。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)，配送毛利提高；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；其他品种业务毛利率降低主要原因是产品结构的调整所致。未来随着规模效应和器械、工业板块贡献业绩，毛利率还有较大提升空间。

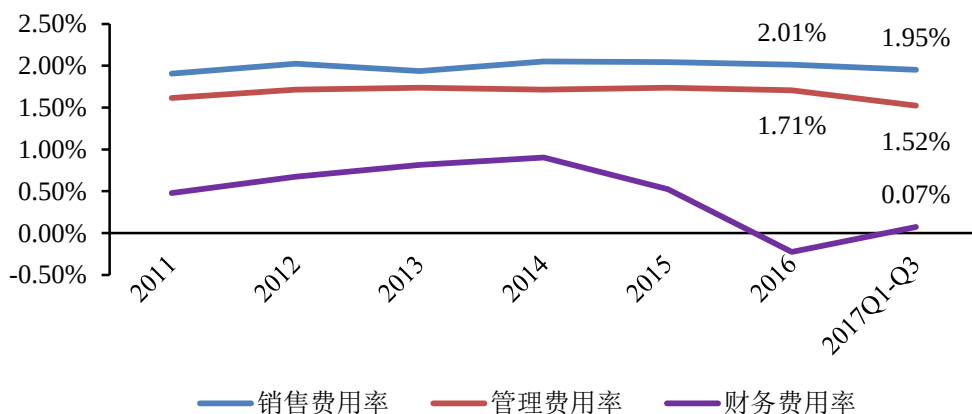
图 6：柳州医药毛利率稳步增长


资料来源：公司公告，民生证券研究院

图 7：柳州医药主要业务毛利率


资料来源：公司公告，民生证券研究院

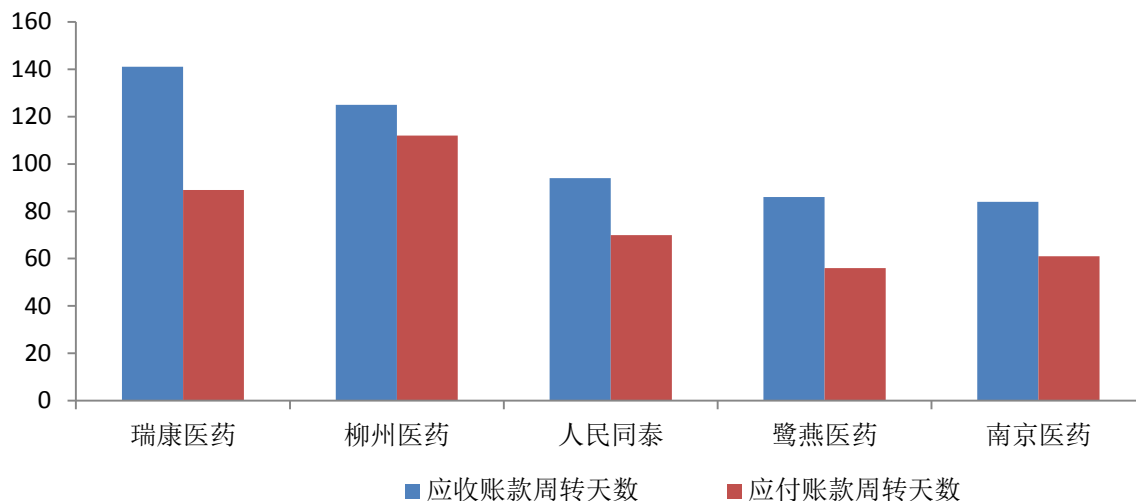
医药流通业是微利行业，所以费用控制能力就显得尤为重要。得益于业务的规模效应和配送业务优化，2017 年前三季度销售费用率和管理费用率进一步下降。其中，销售费用率从 2016 年的 2.01% 下降到 2017 年前三季度的 1.95%；管理费用率从 2016 年的 1.71% 下降到 1.52%。财务费用率在 2015 年定增偿还银行贷款后实现快速下降。预计未来随着业务不断扩大，规模效应将得以继续保持，公司的费用率有望持续保持稳中有降。

图 8：柳州医药三费控制情况


资料来源：公司公告，民生证券研究院

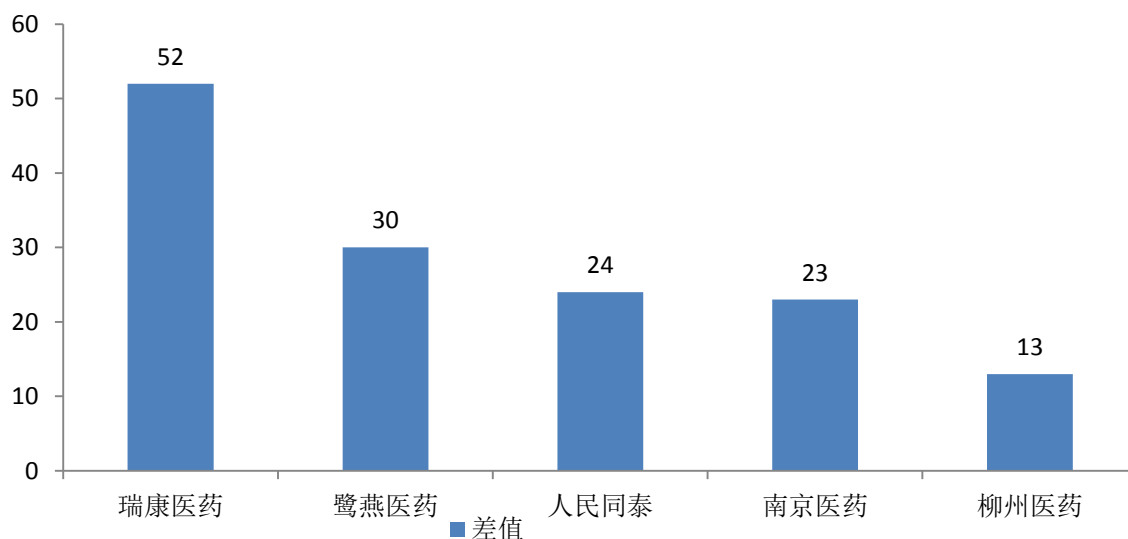
从应收账款与应付账款周转天数的差值来看，柳州医药 2016 年应收账款与应付账款周转天数的差值为 13 天，在几大地方性流通企业中差值最小，说明公司在规模扩大的同时对资金占用较少；总之，公司收入的快速增长并没有带来较明显的资金压力，财务状况良好。

图 9：2016 年应收与应付账款周转天数同业比较（天）



资料来源：公司公告，民生证券研究院

图 10：2016 年应收与应付周转天数差值

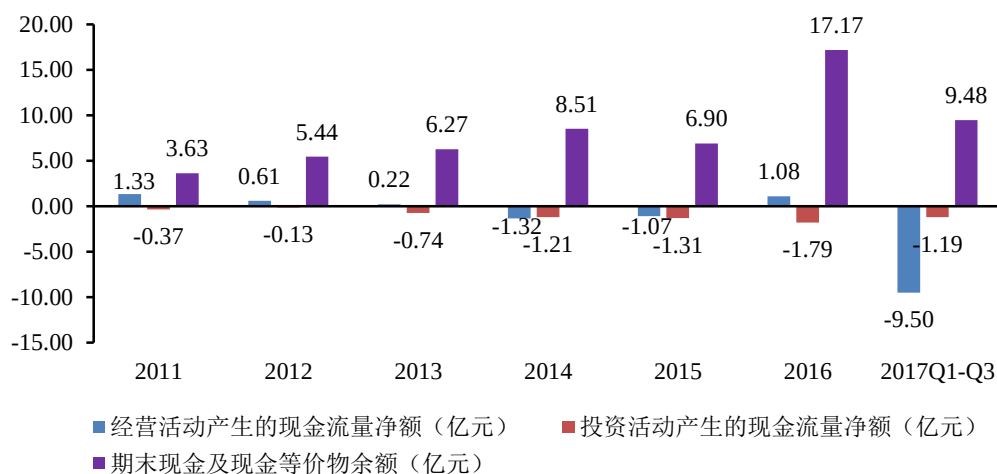


资料来源：公司公告，民生证券研究院

3. 发债拓宽融资渠道+设立并购基金，为未来业务拓展奠定基础

公司规模的扩张和产业链的延伸也伴随着投资现金流的快速增长，从近年来公司经营和投资或送净现金流情况来看，近 3 年来公司的投资活动产生的现金流逐渐增加；经营活动方面除了 2016 年出现现金流入，其他时间均是逆向流出。

图 11: 经营、投资活动产生的现金流量净额



资料来源: 公司公告, 民生证券研究院

具体来看, 2015 年、2016 年和 2017 年 1-9 月, 公司经营活动产生的现金流量净额分别为-1.07 亿元、1.08 亿元和-9.50 亿元。2017 年 1-9 月经营活动现金流量净额较 2016 年同期减少 10.58 亿元, 主要是业务规模扩大导致支付货款及税费增加所致。

从投资活动产生的历史现金流来看, 2015 年、2016 年和 2017 年 1-9 月, 公司投资活动产生的现金流量净额分别为-1.31 亿元、-1.79 亿元和 -1.19 亿元。投资活动出现持续负现金流的主要原因是固定资产投入增加 (医大仙晟厂房、南宁中药煎煮中心项目在建) 和对外投资设立子公司 (广西仙莱中药)。

为了解决投资规模扩大可能带来的现金流紧张问题, 公司通过发行债券拓宽了融资渠道。2017 年 4 月 11 日, 证监会批准公司公开发行面值总额不超过 10 亿元公司债券。本次发行的募集资金拟用于满足公司中长期资金需求, 优化公司债务结构, 补充公司流动资金。

同时, 公司在 2016 年底设立了健康产业并购基金为公司储备并购项目池, 推动公司积极稳健地并购整合及进行外延式扩张。并购基金中公司以自有资金出资人民币 1 亿元, 与深圳天源汇通(有限合伙)、浙银信和、创杰投资(有限合伙)共同设立, 基金募集总额不超过 7.52 亿元。目前, 并购基金有效运作并已正在培育优质标的, 为未来企业业务领域拓展奠定基础。

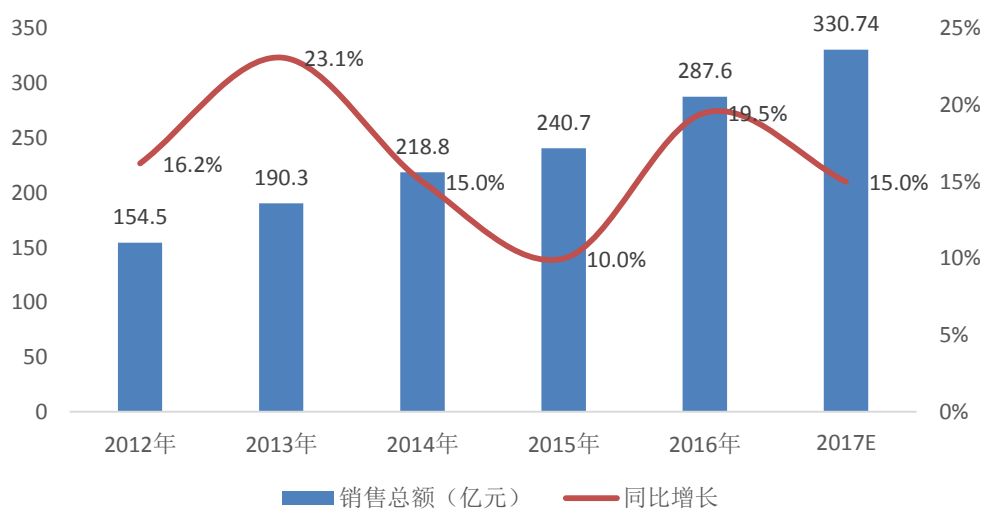
除了以上 2 种融资渠道, 柳州医药也将依靠子公司业务放量形成新营收新利润增长点, 加快回收前期固定资产和设立子公司的资金投入。柳州医药与国润医疗合资成立柳润, 抢占广西 IVD 器材流通市场份额; 仙莱中药和医大仙晟等子公司扩大中药饮片产能, 营收及利润有望快速增长。零售上的创新模式: DTP+网上药店, 极大可能会缩短营收资金回收周期, 实现营收资金的流入。

二、流通: 两票制和新标执行带来的配送份额提升, 将显著提升板块业绩增速

1. 广西省流通格局分散，存在较大整合机会

2016 年，全国七大类医药商品销售总额达到 18393 亿元，同比增长 10.4%，其中西南地区占比 13%，在全国六大区域中位列第四（其他华东 37%，中南 24%，华北 16%，东北 5%，西北 4.6%）。作为西南地区最具发展潜力的广西省医药流通市场销售规模迅速扩大，2016 年已达到 287.6 亿规模，同比增长 19.5%，未来仍有较大提升空间，按照 15% 的增速计算，2017 年预计达到 330 亿元。

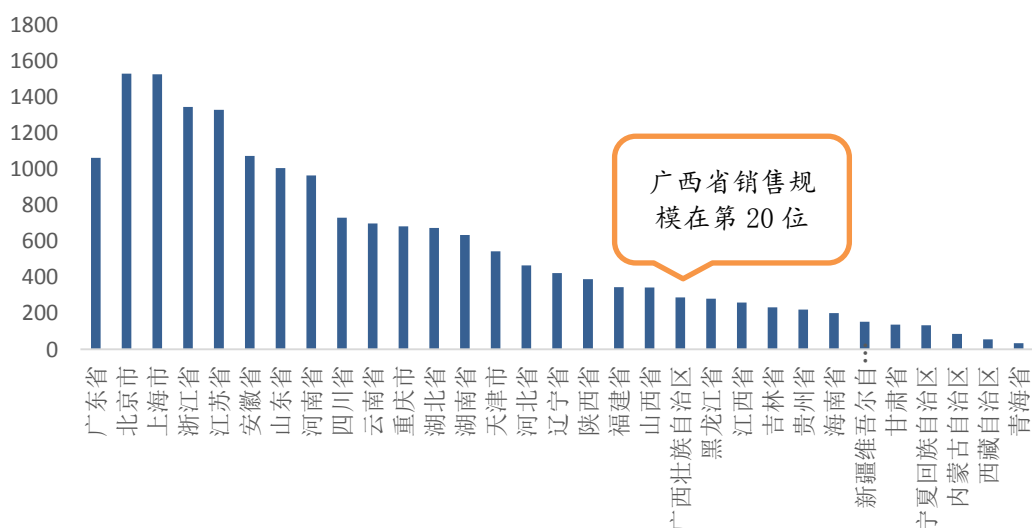
图 12：2012-2017 年广西药品流通行业销售情况及预测



资料来源：中商产业数据库，民生证券研究院

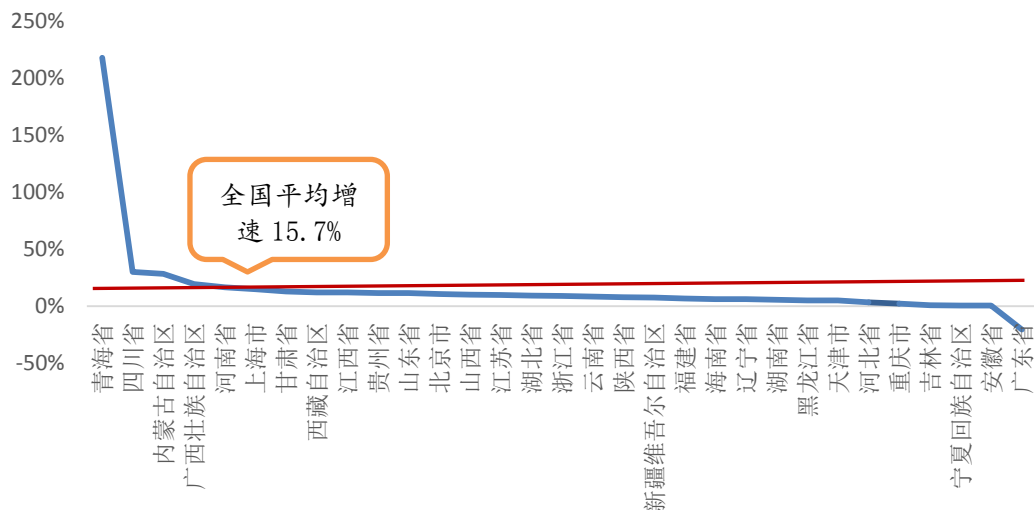
2016 年，广西省医药流通市场销售规模 288 亿，在全国 31 个省市中排第 20 位，销售总额增速为 19.5%，位列 15 位，接近全国的平均增速 15.7%。广西省销售总额虽排名比较靠后，但增速高于全国平均水平，未来提升空间较大。

图 13：2016 年全国各省份医药流通市场销售规模



资料来源：商务部，民生证券研究院

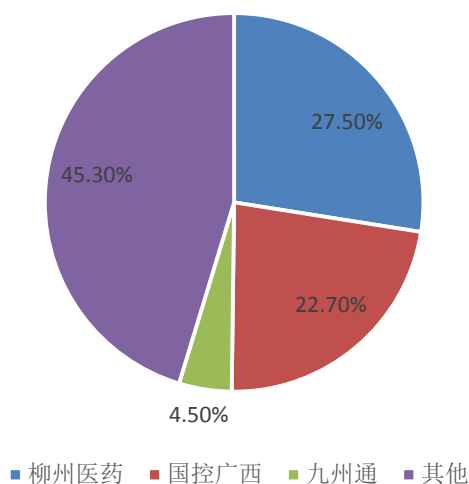
图 14：2016 年全国各省份医药流通市场销售增速



资料来源：商务部，民生证券研究院

根据商务部数据显示，医药流通行业 2016 年广西省企业总数为 16641 家，其中批发企业 336 家，零售企业数 16305 家。在众多流通企业中，前三位分别是柳州医药、国控广西和九州通，三者在广西省的合计市占率约为 55%。因此，除这三大企业外，广西省药品流通存在小而散的格局，亟待整合。

图 15：2016 年广西省医药流通企业市占率情况



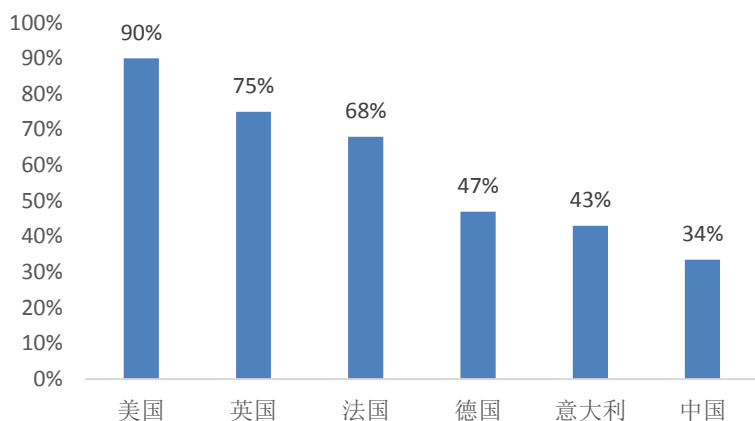
资料来源：商务部，民生证券研究院

在 2015 年广西省入围商务部百强（收入规模在 11.5 亿元以上）医药流通企业中仅有柳州医药和国控广西，相比较而言浙江省入围 14 家，山东省 9 家，广东省 7 家，福建省 7 家，

云南省 5 家，因此柳州医药在广西省的竞争压力相对较小。

纵观欧美发达国家，这些国家的医药流通呈现寡头垄断格局，且合计企业数量偏少，美国前三大企业集中度高达 90%，我国医药流通行业在两票制等政策推动下，未来也有较大的整合空间。

图 16：2015 年各国医药流通前三企业市占率



资料来源：智研咨询，民生证券研究院

2. 两票制+新标切换带来广西市场行业整合，公司集中度显著提升

根据广西卫计委发布的数据，截至 2017 年 12 月 11 日，广西省五个试点城市 201 家医院、596 家基层医疗卫生机构已率先执行两票制，总体进展顺利。2018 年 1 月 1 日起，所有设区市全面实行“两票制”。两票制的执行将有利于流通行业整合，柳州医药凭借企业配送能力、资金周转能力、供应链服务能力、医院合作能力强的优势，将在激烈的竞争中胜出。

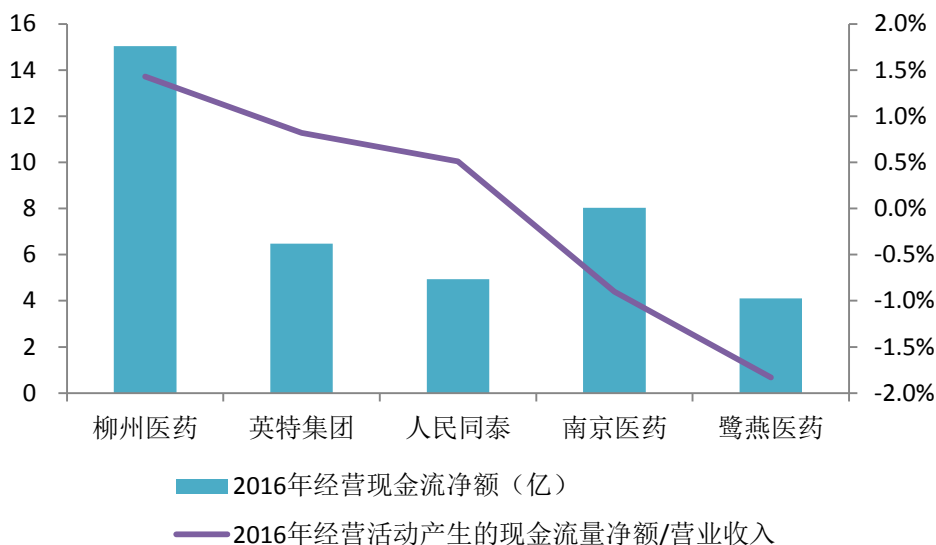
表 1：广西 2017 年两票制相关政策梳理

时间	发布部门	具体政策
2017.5.19	广西卫计委	发布《关于印发广西壮族自治区公立医疗机构药品集中采购“两票制”实施方案（试行）的通知》，确定分两步推行“两票制”。
2017.9.1	广西卫计委	2017 年 9 月 1 日起，在柳州、玉林、桂林、白色、防城港市率先试点实施“两票制”，鼓励其他医疗机构在药品采购中推行“两票制”。
2017.12.11	广西卫计委	广西省五个试点城市 201 家医院，596 家基层医疗卫生机构已率先执行两票制，工作进展顺利。2018 年 1 月 1 日起，其它所有设区市全面实行“两票制”。

资料来源：公司公告，民生证券研究院

在两票制下，许多小流通公司寻求被并购，这也将利于份额较大企业的集中度提升。2014-2015 年国内医药流通企业开始并购加速，地方性的小规模并购也较为频繁，对企业的综合实力是一种考验。同时，医药流通公司除配送外，还将承担为上下游融资的功能，在两票制执行后，份额大的企业上下游覆盖率将继续扩大，充沛现金流是流通企业持续发展的保障。以经营活动净现金流/营收的指标为例，柳州医药现金流指标在几家区域流通企业中能力最强。

图 17: 国内区域医药流通企业经营现金流指标比较



资料来源: wind, 民生证券研究院

虽然两票制对柳药、国药一致、九州通长期看是集中度提升的利好因素，但从短期看，国药、上药、九州通这类全国性流通企业都是在部分区域内开展纯销业务，其他地区则采取分销方式，跨省调拨业务在两票制后受到限制，因此短期受两票制影响较大。而地区性企业在省内布局广泛，因此能够快速抢占对手份额，集中度提升和业绩增速将快于全国性流通商。

由于两票制在广西执行期不长，暂时难以比较广西前三大企业收入增速的差异，我们从福建省两票制推行时当地前三大企业鹭燕医药（规模、收入结构与柳药接近）、福建同春（南京医药、片仔癀合资公司）以及福建九州通的业绩增速来验证上述观点。

福建两票制自 2012 年开始执行，当地竞争格局与广西极为相似，地区性企业鹭燕医药+若干全国性流通企业。两票制后福建采取分区域配送，且不允许跨区配送。可以看到，鹭燕医药在 2012 年的销售规模出现爆发性增长，达到 54.2%，远高于行业及其他公司的增速，而福建同春甚至出现了负增长的情况，九州通在福建的市场份额也有所下降。

表 2: 福建地区主要商业公司销售情况变化: 2010-2015 年

年度	鹭燕医药 销售额 (万元)	市场份 额占比	销售 额增 速	福建同春 销售额 (万元)	市场份 额占比	销售 额增 速	福建九州通 销售额 (万元)	市场份 额占比	销售 额增 速
2010	260,272	16.5%	-	268,605	17.0%	-	103,782	6.6%	-
2011	293,515	16.2%	12.8%	277,135	15.3%	3.2%	113,528	6.3%	9.4%
2012	452,551	21.3%	54.2%	257,307	12.1%	-7.2%	124,756	5.9%	9.9%
2013	510,396	20.6%	12.8%	305,369	12.3%	18.7%	139,453	5.6%	11.8%
2014	592,457	18.8%	16.1%	367,884	11.7%	20.5%	154,213	4.9%	10.6%
2015	658,564	20.3%	11.2%	428,095	13.2%	16.4%	176,813	5.5%	14.7%

资料来源: 商务部, 公司公告, 民生证券研究院

虽然长期来看，全国性大型商业公司仍可通过新设或收购等方式在空白区域布局，依托

自身资源优势实现恢复增长；但可以明确的是，地方性市占率较大的企业依托本地纯销网络广泛的优势，在短时间内能够更快的适应两票制。加之下文要分析的新标切换对柳州医药区内配送份额有显著的提升作用，公司将成为行业整合政策红利的最大受益者。

3.2017 年新标切换，公司配送份额将显著提升

广西新旧标切换也带来了集中度和业绩提升契机。在国家医药改革的大背景下，广西于 2016 年举行了新一轮全区招标，已于 2017 年全面切换新标，旧标段为 2010 年标段。参考此次招标的政策导向、相关省份新标执行以及 2010 年广西省招标政策的影响，我们可以判断新标段的执行，将会给市面上的品种和企业带来洗牌，也会给广西医药流通格局带来新的变化。

表 3：广西 2017 年新标切换相关政策梳理

时间	部门	具体政策
2016.8.15	广西卫计委	集中采购药品分类：国家谈判药品、自治区招标目录药品、定点生产药品、自治区直接挂网采购目录药品、
2016.8.15	广西卫计委	2016 年第四季度，自治区药械集中采购平台进行新旧集中采购入围药品目录更换。
2016.8.15	广西卫计委	药品可由入围生产企业直接配送或委托经审核合格的药品生产经营企业（配送企业）配送到指定医疗卫生机构。药品配送关系的确定由医疗卫生机构自主在药械采购平台上勾选。

资料来源：公司公告，民生证券研究院

在新标切换背景下，工业企业点击的配送企业会发生新的变化。药品由入围生产企业决定选择配送企业配送，最终由医疗卫生机构在选定企业中勾选，广西柳药深耕广西多年，配送能力毋庸置疑。另外，考虑到医院的强势地位，多少会影响药企决定用哪家配送商配送，再考虑到柳州医药与广西医科大的深度合作及企业实力，在此次勾选配送企业中柳州医药占有很大优势。

下面我们以福建新标切换对鹭燕医药的影响和广西省 2010 年新标切换对柳药的影响为例，对新标切换将对柳州医药业绩带来显著提升的观点进行佐证。

例一：福建新标切换带动鹭燕医药业绩大幅增长

福建在招标制度上，最新的一期招标（九、十标）于 2014 年出台政策，2016 年 3 月开始进入执行期，新标规定：全省基本药物由 11 家企业负责配送，非基本药物由福建省各地区选取不超过 10 家的医药商业企业负责各地区药品配送，同一品种在一个中标区域内最多只能委托 1 家配送企业。根据福建商务厅的数据，本次招标一共有 160 家流通企业参加招标，预计新标执行完后最多只剩约 90 家，大部分市场份额会集中到排名靠前的企业手中。而早在 2014 年鹭燕就已入选福建省医疗机构药品集中采购之 10 家全省公立医疗机构基本药物配送企业，且得分排名第一。

表 4：福建省药品招标政策新旧标对比

	旧标（七、八标）	新标（九、十标）
执行时间	2010 年 7 标进入执行期，2012 年 8 标进入执行期	2016 年 3 月开始执行，2017 年 5 月执行到位。

核心内容

分片区配送模式，中标药品分别委托 176 家医药流通企业配送，其中福州地区和泉州地区接受委托配送的医药流通企业均超过 28。

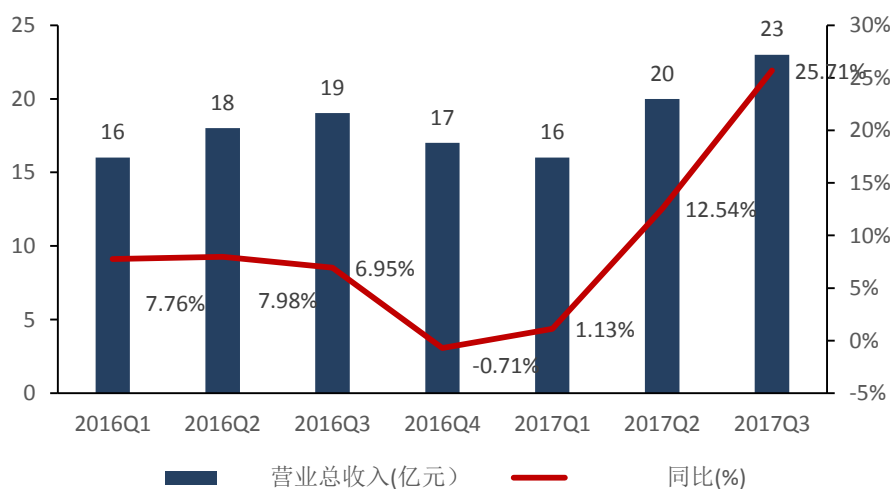
取消了分片区配送模式，实行全省统一配送。全省基本药物由 11 家企业负责配送，非基本药物由福建省各地区选取不超过 10 家的流通企业负责配送，同一品种在一个中标区域内最多只能委托 1 家配送企业。

特点	医药流通企业集中度较低, 较为分散。	医药流通企业集中度提升明显。
配送费用	基本药物与非基本药物配送均为中标价的 5%-8%。	基本药物配送费为中标价的 3%-5%，非基本药物仍为 5%-8%。其中非基本药物销售额仅占鹭燕医药总销售额的 4%-7%。
配送企业	从 220 家减少到约 170 家	从 170 家减少到 60 多家

资料来源：公司公告，民生证券研究院

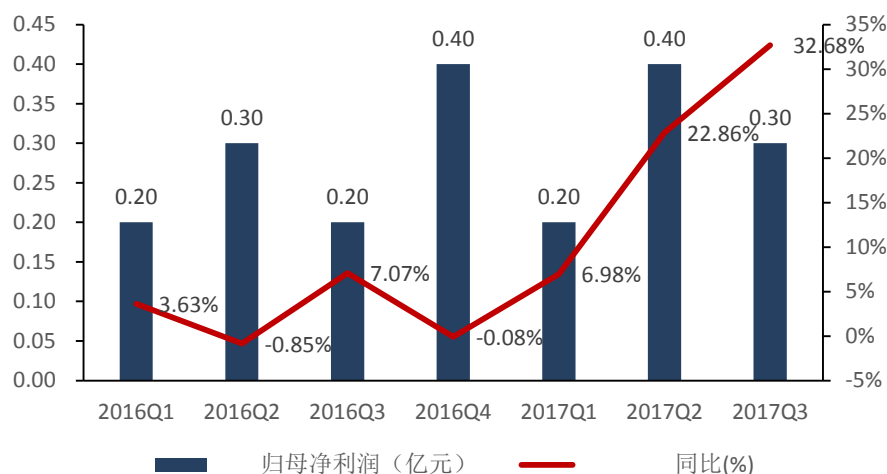
新标切换已于 2017 年 5 月执行到位,从已经公开的福建省九个地区的确标数据来看,鹭燕及福建省内各地区子公司获得的委托配送品规数占当地确标总条数的合计比例从之前的 30%提升至 40%以上,部分地区在当地占比超过 50%,在福建省处于第一的地位(第二名国药市占率约 22%)。市占率的提升在公司今年 3 季度的业绩上有明显的体现:在旧标执行的 2013-2016 年,福建竞争格局保持稳定,因此公司收入增长趋缓,2015-2016 增速为 5%,利润也是个位百分数增长。而在 5 月新标全面执行后,公司 Q3 收入增速迅速提升至 26%,净利润增速更是从 Q2 的 21%提升至 Q3 的 133%(剔除去年同期疫苗配送影响后增速超 25%)。

图 18: 鹭燕医药 17Q3 收入增速迅速提升



资料来源：公司财务报表，民生证券研究院

图 19: 鹭燕医药 17Q3 利润增速迅速提升



资料来源：公司财务报表，民生证券研究院

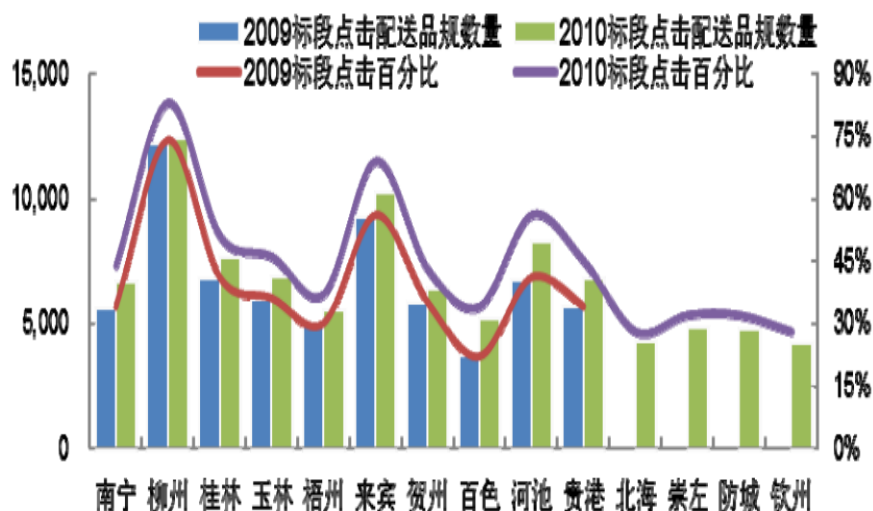
可以看出，两票制环境下药品集中采购限定将会愈加严格，门槛的提高使得中标配送企业配送份额显著增加，柳药和鹭燕作为当地配送市占率第一的企业，将享受集中度提升带来的业绩高速增长。

例二：广西省 2010 年标段显著提升了公司的配送份额

2010 年标段重点目录医药工业企业委托柳药配送情况如下：

(1)《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。

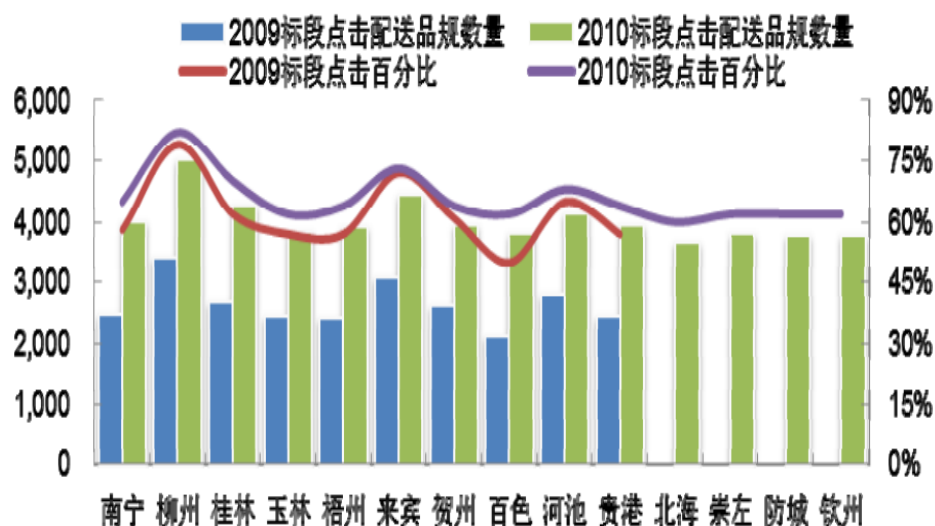
图 20：公司《县及县以上竞价、限价入围产品》获点击配送情况



资料来源：柳州医药招股说明书，民生证券研究院

(2)《自行采购目录》：该目录自 2011 年 3 月 1 日执行，中标品规数为 6,177 个，点击商业配送不受限制。2010 年标段《自行采购目录》所涉及的医药工业企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 21：公司《自行采购目录产品》获点击配送情况



资料来源：柳州医药招股说明书，民生证券研究院

综上，在当前广西的药品流通市场格局下，两票制的执行与新旧标的切换将更加利于行业整合和提升企业配送份额，柳州医药优势凸显，假设广西前 3 大企业市占率从 55% 提升至 80%，则柳药的市占率从当前的 27.5% 有望提升至 40%。

4. 上下游延伸供应链，突破传统流通增长瓶颈

虽然公司在流通板块市占率还有很大的提升空间，受到广西市场规模的限制，单一的批发配送难以获得长期快速发展。为此，公司在产业链延伸方面采取了很多举措，其中就包括流通领域的上下游产业链延伸：上游与供应商加强合作保证药械品规多且供应稳定，下游与医院签订协议深度绑定，实现双赢。

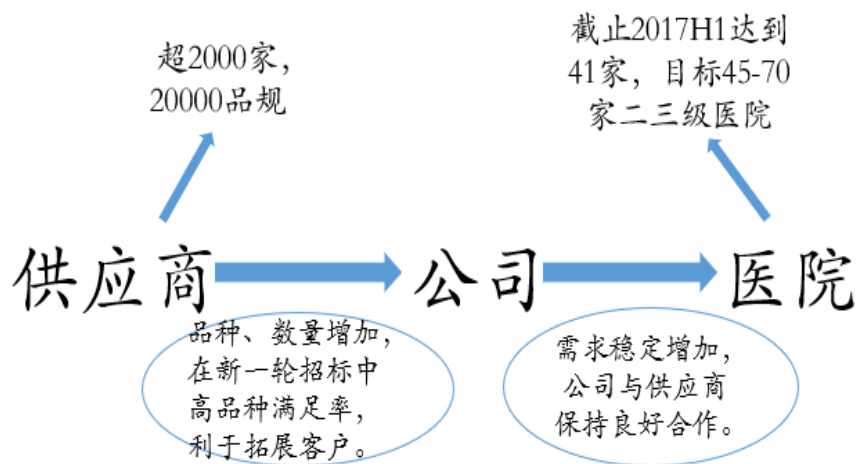
（1）上游供应商合作：覆盖率提升，保证品种高中标率

柳州医药凭借较高的终端覆盖率和配送能力，以及对上游供应商提供的个性化、规范化服务，获得上游客户的信赖，吸引越来越多的上游供应商直接与公司建立战略合作关系，公司获得配送权的能力持续提升。截至 2016 年，公司拥有上游供应商超过 2000 家，已与大部分全国医药工业百强企业，以及辉瑞、罗氏及拜耳等国际知名外资、合资制药企业建立良好的业务合作关系，并成为越来越多医药工业企业在广西自治区内的产品独家代理商。目前，公司经营品规达到 20,000 余个，基本覆盖了医院的常用药品和新特用药。同时公司不断加大基本药物目录品种、医疗器械耗材品种的采购，长期保持与静丙、白蛋白等高值、紧缺品种生产企业的合作，确保药品供应的持续、稳定，是广西地区经营品规最齐全的流通企业之一。

供应商数量和经营品种的不断增长也成为公司重要的竞争优势，极大地推动下游客户资

源的开发，获得下游客户的认可。

图 22： 供应链延伸的成果及良性循环



资料来源：民生证券研究院整理

（2）下游医院合作：供应链延伸项目深度绑定，获得配送优先、独占权

在与下游的医院合作中，公司与中高端医疗机构的合作关系更深入、更多样，通过医院供应链延伸服务项目进一步巩固与中高端医疗机构的合作，促进业务发展。在公司 2015 年的定增中，募集资金就主要用于医院供应链延伸服务项目。该项目计划投资 103,500.00 万元，建设期 3 年，拟在广西壮族自治区内 15-20 家三甲医院和 30-50 家二甲医院实施。目前进展顺利，截至 2017H1 已签订项目协议的医疗机构已达 41 家，较年初增加了 11 家。

表 5：通过供应链建设获得医院优先或独家配送权

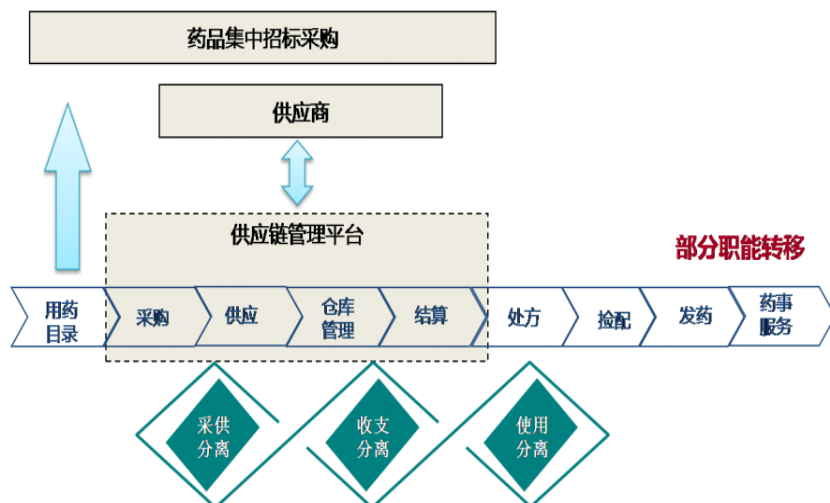
合作时间	对象	医院等级	合作年限	配送服务
20171127	桂林市中医医院	三级甲等中医医院	5 年	进一步加强药品、医疗器械、中药饮片等方面的业务合作
20171122	河池市人民医院	三级甲等综合性医院	5 年	进一步加强药品、医疗器械、中药饮片等方面的业务合作
20171018	南宁市第四人民医院	三级专科医院	5 年	柳药在同等条件下对医院的药品享有 优先配送权 和院内自费药房的 优先经营权
20170905	桂林市人民医院	三级甲等综合性医院	5 年	柳药在同等条件下对医院的药品享有 优先配送权
20170809	柳州市中医医院	三级甲等综合性中医医院	5 年	逐步提升双方药品供应战略合作伙伴关系
20170301	桂林市第二人民医院	三级甲等综合性医院	5 年	柳药在同等条件下对医院的药械享有 优先配送权
20170215	广西壮族自治区南溪山医院	三级甲等综合性医院	5 年	柳药在同等条件下对医院的药械享有 优先配送权
20161230	广西医科大学第二附属医院	三级综合性医院	5 年	医院 所有药品 由柳药配送
20160927	柳州市妇幼保健院	三级甲等妇幼保健专科医院	5 年	柳药在同等条件下对医院的药品享有 优先配送权 和院内自费药房的 优先经营权

20160425	柳州市柳铁中心医院	三级甲等综合医院	5 年	柳药在同等条件下对医院的药械享有 优先配送权
20160418	柳州市工人医院	三级甲等综合医院	5 年	柳药在同等条件下对医院的药品享有 优先配送权 和院内自费药房的 优先经营权
20160116	广西中医药大学附属瑞康医院	三级甲等综合性中西医结合医院	5 年	柳药在同等条件下对医院的药品享有 优先配送权
20151127	南宁市第三人民医院	三级心血管病专科医院	5 年	公司享有 优先配送权
20151101	大化瑶族自治县人民医院	二级乙等综合性医院	5 年	公司在大化瑶族自治县人民医院享有 优先配送的权利
20150814	柳江县人民医院	二级甲等综合性医院	5 年	公司对柳江县人民医院使用药品实行 唯一配送模式

资料来源：公司公告，民生证券研究院

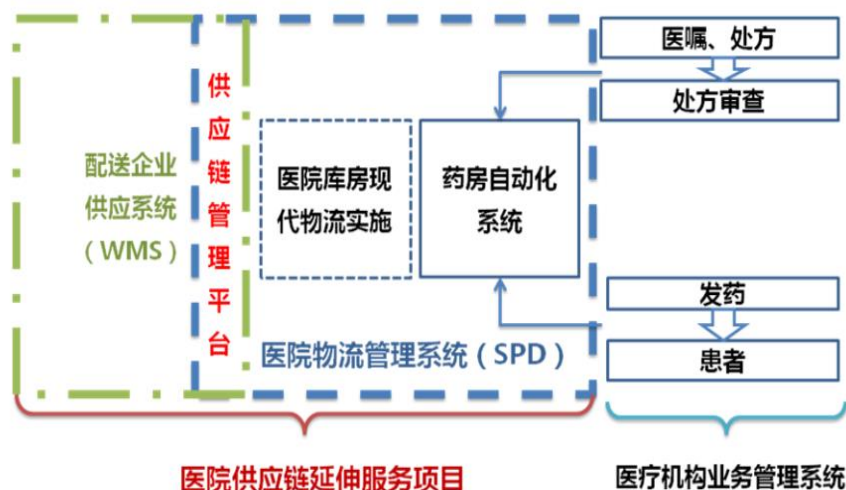
供应链延伸项目中，公司通过构建从药品、器械供应商到医院的供应链管理平台，将现代物流信息系统（WMS）与医院业务管理系统（HIS）对接，实现工业企业、流通企业与医院三方的物流信息共享，同时将现代物流系统和设施设备引入医院，协助医院开发、实施符合医院需求的医院内部物流管理系统（SPD），并通过对医院药房（包括门诊药房、急诊药房、住院药房、静脉配置中心等）的自动化改造，引入药房自动化管理软件和设备，优化医院药械收发作业模式，实现流通企业对医院库存的动态管理并最终实现其零库存管理，将企业与医院间的物资流、信息流、资金流统一起来，实现企业到医院再到患者现代化、规范化、信息化的一体化供应链延伸服务。

图 23： 公司角度看供应链项目



资料来源：公司公告，民生证券研究院

图 24： 医院角度看供应链项目



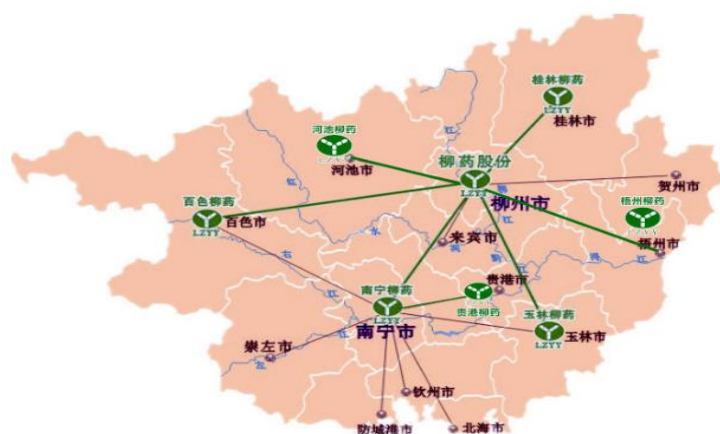
资料来源：公司公告，民生证券研究院

公司以供应链延伸服务为契机，同步开展器械（耗材）智能化管理、医院信息系统研发、移动医疗平台合作、零库存管理、便民药店合作等业务，进一步密切公司与规模以上医疗机构的合作关系，一方面有利于稳固与医疗机构的合作关系，另一方面医院终端客户的高覆盖，反过来促进公司与供应商的合作，保障品种供应，实现互利共赢。更加重要的是，公司通过与医院的战略合作，获取了合作医院药品及（或）器械的独家、优先配送权，打开了市场份额和业绩增速的提升空间。2017H1，公司医院销售业务实现销售 335,843.54 万元，同比增长 21.16%。

（3）配送网络不断健全，形成广西全覆盖

目前，公司以柳州、南宁两个核心城市作为物流配送中心，以玉林、桂林、百色等主干城市作为配送节点，形成覆盖 200 公里自送半径并延伸至 400 公里的配送能力，建立起全面辐射自治区 14 个地级市的高效物流配送网络。

图 25： 公司配送网络覆盖全广西



资料来源：公司官网，民生证券研究院

三、携手润达医疗延伸至耗材配送领域，打开省内天花板

1. 广西 IVD 流通市场格局较分散，公司布局 IVD 有下游医院渠道优势

中国 IVD 流通行业目前市场集中度较低，Top10 的市占率约 10%，并且大多数 IVD 流通企业仅仅形成了区域性竞争优势，能够提供全国范围内综合服务和跨区域服务的 IVD 流通企业屈指可数，行业处于待整合状态。而 IVD 流通企业较长的应收账款周期（3-9 个月）和较大的运营资金压力，促使小企业更愿意通过整合获得较大份额企业的资金支持，未来市场的发展趋势主要体现为兼并收购。

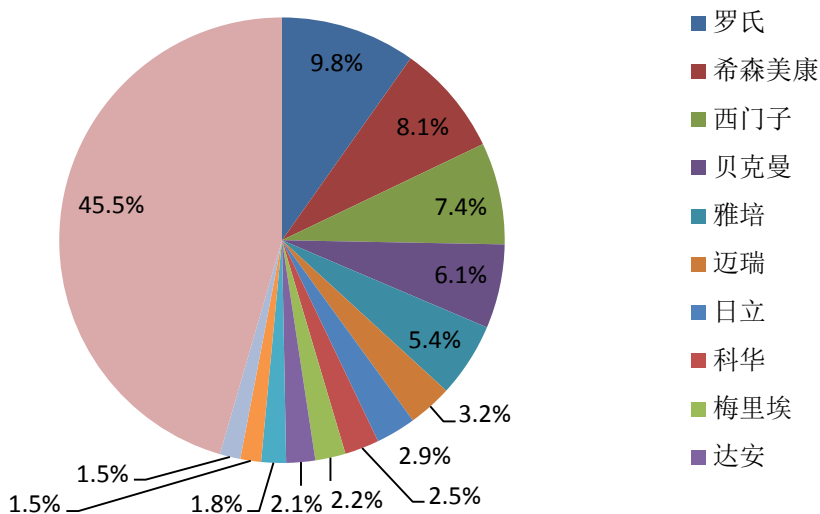
表 6：主要企业业务区域及业务模式

企业	业务区域	业务模式
威士达医疗	北京、天津、上海、南京、杭州、广州、福州、昆明、成都、长沙、武汉	流通
执信医疗	山东	流通
海尔施	江苏、浙江、上海	服务+流通
广州宝迪科技	广东	服务+流通
合富医疗	除新疆、西藏外大陆地区	服务+流通
赛里斯	湖北、湖南、江苏	服务+流通
润达医疗	华东及黑龙江，正拓展至华北、华中、 华南 、华西地区	服务+流通
迪安诊断	全国大部分地区	服务+流通

资料来源：中国产业信息网，民生证券研究院

从广西省 IVD 器材流通市场来看，目前全省 IVD 市场规模约 30 亿元。与全国竞争格局一样，资源将集中于少数企业手中。这其中，柳药作为广西医药分销市占率第一的企业，在全区有十分成熟的关键配送点格局，其中三级医院覆盖率达 100%，二级医院覆盖率超 90%，积累了充分的医院终端资源。公司向 IVD 流通领域延伸布局，有着医院渠道基本全覆盖及根基牢固的王牌，有能力在 IVD 渠道整合中取胜。但是，柳药前期专注药品配送，对于 IVD 领域相对经验不足，因此寻求一个专注于 IVD 集成业务服务的合作伙伴将事半功倍。

图 26：中国 IVD 市场分散，外资占据过半市场份额



资料来源：中国产业信息网，民生证券研究院

2. 润达助力，强强联合有望打造广西 IVD 流通企业

为了尽快切入广西省约 30 亿元的 IVD 流通市场，柳州医药和全国性 IVD 流通企业润达医疗于 2017 年 3 月 2 日签署了合资经营协议，以共同投资方式成立广西柳润医疗科技有限公司，其中公司以自有资金出资 5100 万元，占柳润医疗注册资本的 51%，润达医疗出资 4900 万元，占比 49%。

图 27：柳润医疗的股权结构



资料来源：公司公告，民生证券研究院

润达医疗深耕国内 IVD 流通市场多年，为下游医疗机构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。公司的优势主要有以下方面：

1) 目前润达与上游 IVD 供应商建立了稳定的供应关系，合作方包括强生、雅培、积水等 15 个品牌。

表 7：合作品牌逐年递增

时间	数量	品牌
2003	1	强生
2004	2	强生、雅培
2005	3	强生、雅培、积水
2006	5	强生、雅培、积水、伯乐、碧迪
2007	8	强生、雅培、积水、伯乐、碧迪、思塔高、普莱默斯、Drew
2008	10	强生、雅培、积水、伯乐、碧迪、思塔高、普莱默斯、Drew、希森美康、拜耳
2009	9	强生、雅培、积水、伯乐、碧迪、思塔高、普莱默斯、Drew、希森美康
2010	11	强生、雅培、积水、伯乐、碧迪、思塔高、普莱默斯、希森美康、西门子、科宝、赛默飞世尔
2011	12	强生、雅培、积水、伯乐、碧迪、思塔高、普莱默斯、希森美康、西门子、科宝、赛默飞世尔、Binding Site
2012	12	强生、雅培、积水、伯乐、碧迪、思塔高、普莱默斯、希森美康、西门子、科宝、赛默飞世尔、Binding Site
2013	13	强生、雅培、积水、碧迪、思塔高、希森美康、西门子、赛默飞世尔、Binding Site、迈瑞、凯杰、生物梅里埃
2014	15	强生、雅培、积水、伯乐、碧迪、思塔高、希森美康、西门子、赛默飞世尔、Binding Site、迈瑞、凯杰、生物梅里埃、索灵、微点、博慧斯

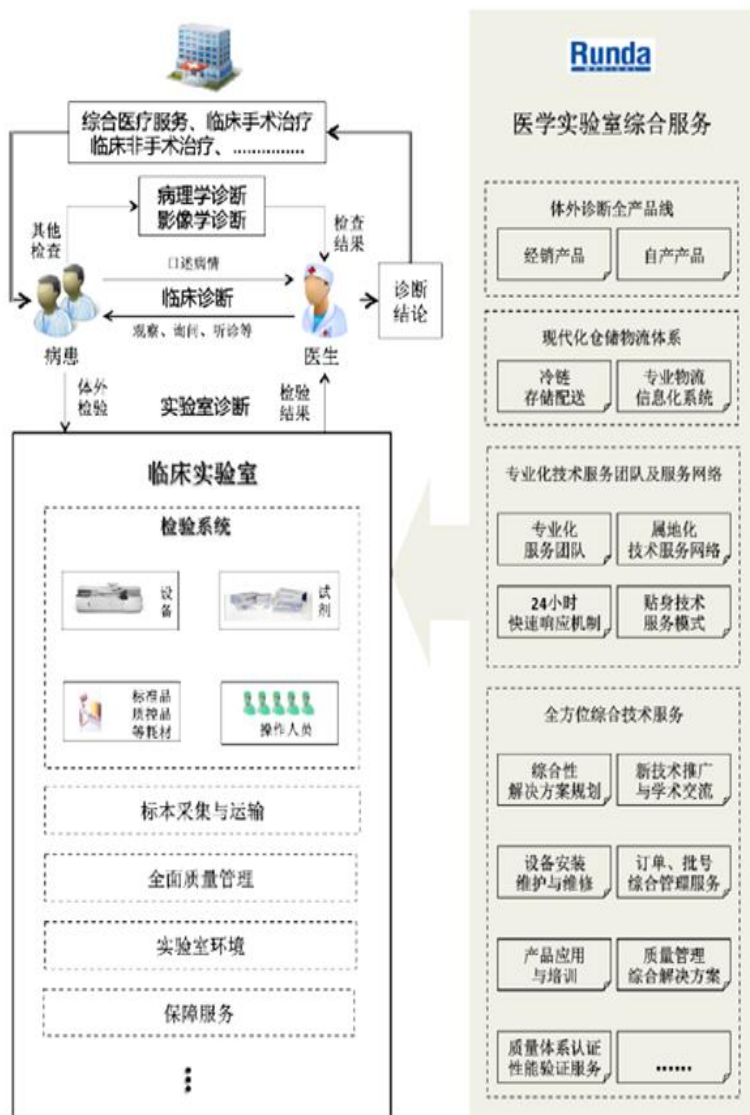
资料来源：公司公告，民生证券研究院

2) 经过 10 多年的发展，润达在管理团队、服务网络和客户资源以及自主品牌研发方面形成优势主要团队成员来自强生、贝克曼等知名公司，具有丰富的 IVD 产品经销经验。

3) 目前公司的服务网点涵盖了华东大部分地区和全国部分经济发达省市，累计了大量优质客户资源，服务网络兼备广度和深度。

更为重要的一点是，润达有着与国药联合成立国润布局上海 IVD 流通市场的成功经验（后文将详细分析），因此，柳润一方面借助润达上游 IVD 稳固的供应商和丰富的实验室集约化服务推广运营，另一方面依托柳药深耕广西多年拥有的医院客户，有足够实力在 IVD 渠道整合中取得优势地位。

图 28：润达医疗的“产品+服务”模式



资料来源：公司公告，民生证券研究院

3. 柳润有望复制国药+润达的模式获取广西 IVD 流通市场较大份额

2015年8月润达医疗与国控器械合资成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，持有国润 51%的股权，润达医疗公司出资 288 万元，占 49% 的股权。

图 29：国润股权结构

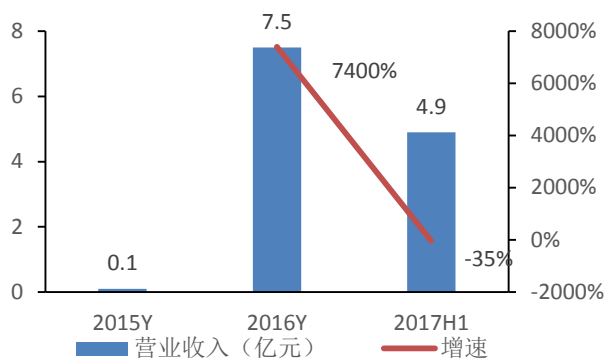


资料来源：公司公告，民生证券研究院

国控拥有 251 个配送网点和来自 12341 家分级医院的优质客户资源，加之合作方润达的专业增值服务优势以及拥有多达 4000 规格的产品品类优势，二者助力合资公司国润迅速打入上海市竞争激烈的 IVD 流通市场。

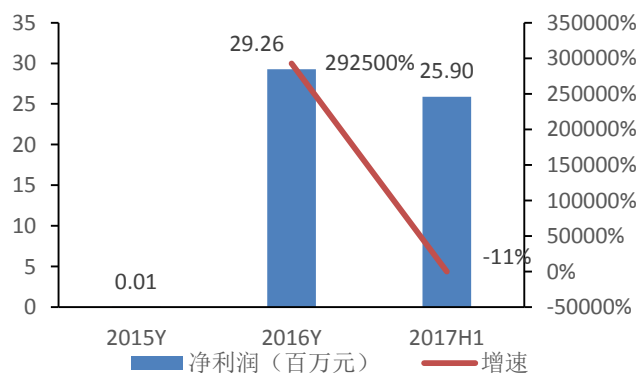
短短 2 年时间，国润的营业收入从 2015 年的 870 万元增长至 2017 年上半年的近 5 亿元，净利润也由 2015 年底的 1 万元上涨至 2017 年上半年的 2590 万元。

图 30：国润营业收入指标



资料来源：公司公告，民生证券研究院

图 31：国润净利润指标



资料来源：公司公告，民生证券研究院

除了基本的财务指标，市场份额的不断扩大也说明了国润模式的成功。2015 年底，国润成功签约上海长征医院、上海儿童医院中心等三甲医院，这对 2016 年业务的迅速增长奠定基础，也对后续业务推广起了良好的示范效应。估计上海市 IVD 市场规模约 78 亿元，基于国润公布的营业收入数据，国润在上海 IVD 市场的占有率从 2015 年的 1% 提高到 2016 年的 10%。

国润的成功为柳州医药打入广西 IVD 流通市场提供了成功经验，国润迅速扩大的市占率说明

了公司与三甲医院的订单会有示范效应，有效促使后续营收的迅速增长，因此柳润也可以先布局三甲大医院合作，再考虑签约二甲医院。除此以外，合资双方优势的互补性也是国润成功的一大关键。柳药与国药有类似背景，都是地区性医药分销商，拥有丰富的终端医院资源和完善的物流配送平台。这些都与合作方润达的智慧供应链平台等优势形成协同效应，合资公司更易取得成功。

参考国润在上海 10% 的市占率，假设柳润在广西 IVD 流通领域未来 3 年达到 10% 的市占率，广西的 IVD 流通市场未来 3 年规模约 46 亿元，则至少对应约 4.6 亿收入规模。参考国润 2017 上半年 5% 的净利润率，我们预计柳润 2018-2020 年的净利润分别为 500 万、1400 万、2300 万元，并表后给柳药贡献分别为 255 万、714 万、1173 万元。

表 8：柳润未来业绩预测

	2017	2018	2019	2020
广西 IVD 流通规模(亿元)	30	34.5	40	45.6
增速	15%	15%	15%	15%
市占率	—	3%	7%	10%
柳润收入	—	1.04	2.80	4.56
柳润净利润(亿元)	—	0.05	0.14	0.23
柳润并表收入(亿元)	—	0.53	1.43	2.33
柳润并表净利润(亿元)	—	0.03	0.07	0.12

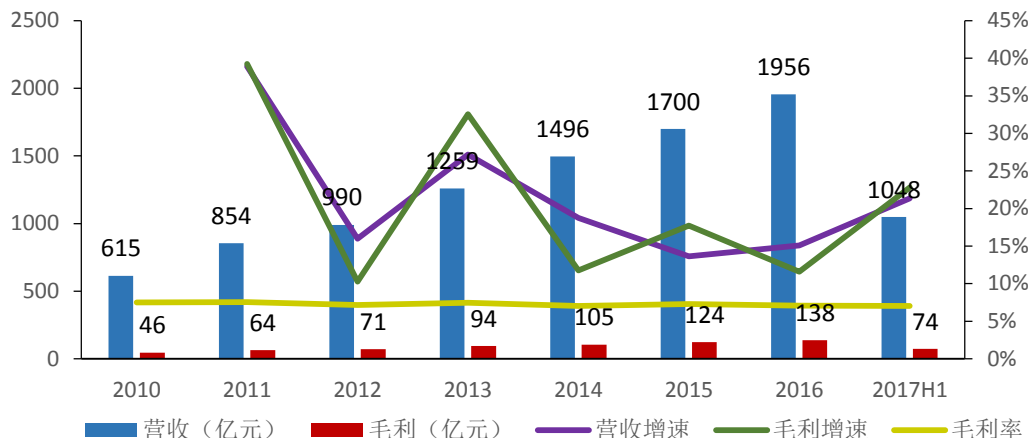
资料来源：公司公告，民生证券研究院

四、工业：借助柳药的配送和客户资源优势，工业有望迅速放量，业绩弹性大

1. 中药饮片不受零加成等政策影响，行业增长势头强劲

近年来我国中药饮片行业市场规模不断扩大，销售收入从 2010 年的 615 亿元增长至 2016 年的 1956 亿元，2010 年-2016 年复合增速高达 21.27%，预计未来能够维持 15% 左右年增速，到 2018 年规模近 2600 亿。行业毛利润同样保持 20.10% 高复合增速；毛利率始终稳定，保持在 8% 左右。

图 32：全国中药饮片行业营收及毛利（亿元）



资料来源：工信部，民生证券研究院

中药饮片行业的高速发展主要得益于医改政策的驱动：1) 2017 年 9 月公立医院全面实行药品零加成，但中药饮片不受零加成限制，医院有动力逐渐加大饮片使用量；2) 公立医院药占比将降到 30% 以下，中药饮片同样不在受限范围内，使用占比将提升；3) 国家对辅助用药和中药注射剂限制趋严，中药饮片有替代效应。此外，国家对于中医药产业的支持力度加大、饮片行业禁止外资进入壁垒高等因素也将加速行业发展。

与此同时，国内饮片行业极为分散，2015 年从事中药饮片加工的生产企业就达到 1006 家，但行业规模第一的康美药业市占率仅为 2%，集中度很低，行业内企业呈金字塔分布。广西省内约有 40 余家饮片企业，格局分散。近年来，政府强制要求中药饮片生产企业进行 GMP 认证，同时鼓励中药企业进行兼并重组，部分规模小、竞争力较弱、管理不规范的生产企业将逐步被市场所淘汰。随着行业的不断发展和优势企业竞争力的提升，中药饮片行业集中度也将逐步提高。

表 9：行业重大兼并收购

公司名称	被并购公司名称	并购时间	并购金额	持股比例	目标公司主营业务
香雪制药	湖北天齐	2016 年	3.57 亿	55%	中药饮片
中国中药	天江药业	2015 年	87.36 亿	87.30%	中药配方颗粒
佐力药业	百草中药	2015 年	1.3 亿	51.01%	中药饮片
香雪制药	沪谿药业	2013 年	4.48 亿	70%	中药饮片
红日药业	康仁堂	2011 年	3.63 亿	36.20%	中药配方颗粒

资料来源：中国产业信息网，民生证券研究院

2. 广西仙莱中药扩大产能，目前已经实现盈利，明年有望放量

2015 年 10 月柳州医药全额出资成立广西仙莱中药科技有限公司，其主营业务是中药饮片的加工及销售。自成立以来，仙莱中药已经依靠自身及母公司柳州医药累计了上中下游优势。2017 年上半年仙莱中药实现营收约 1800 万元，净利润 147 万元，已经开始盈利并且净利率达到 8%。

(一) 上游优势：产能释放+零加成带来规模优势

仙莱中药目前已有的两条生产线：中药饮片和毒性中药饮片，如果产能利用率达到 100% 即可生产 3200 吨中药饮片。此外，零加成推行以来市场对中药饮片的需求增大，促使企业扩大中药饮片产量和新品种开发，公司目前已生产加工中药材品种 350 余个。

表 10：仙莱中药生产线

生产线名称	设计年产能
中药饮片	3000 吨/年
毒性中药饮片	200 吨/年

资料来源：公司公告，民生证券研究院

2015 年中药饮片全国总产量为 335 万吨，营收总额 1700 亿元，由此测算出 1 吨产能对应 5 万元营收，并且假设净利润率稳定在 8% 左右，则在产能利用率达到 100% 时，仙莱中药营收能够达到 1.6 亿元，净利润 1280 万。因此，仙莱中药给公司带来的业绩弹性将逐步加大，对公司毛利率和净利率的提升作用也将更加明显。

表 11：产能敏感性分析

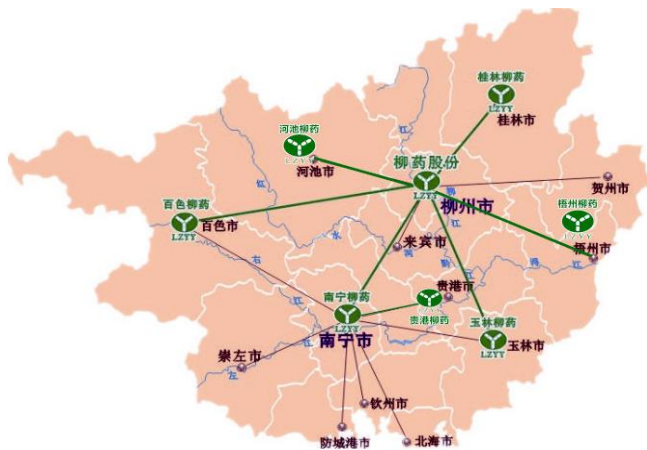
产能利用率	营收（百万元）	净利润（百万元）
60%	96	8
70%	112	9
80%	128	10
90%	144	12
100%	160	13

资料来源：民生证券研究院整理

（二）中游优势：依托柳药配送体系发挥协同效应

目前柳药以柳州、南宁两个核心城市作为物流配送中心，以玉林、桂林、百色等主干城市作为配送节点，形成覆盖 200 公里自送半径并延伸至 400 公里的配送能力，建立起全面辐射自治区 14 个地级市的高效物流配送网络。仙莱中药可以充分利用母公司的配送体系，充分发挥工商业协同效应。

图 33：柳药服务网络



资料来源：公司公告，民生证券研究院

(三)下游优势：丰富的医院和零售终端资源

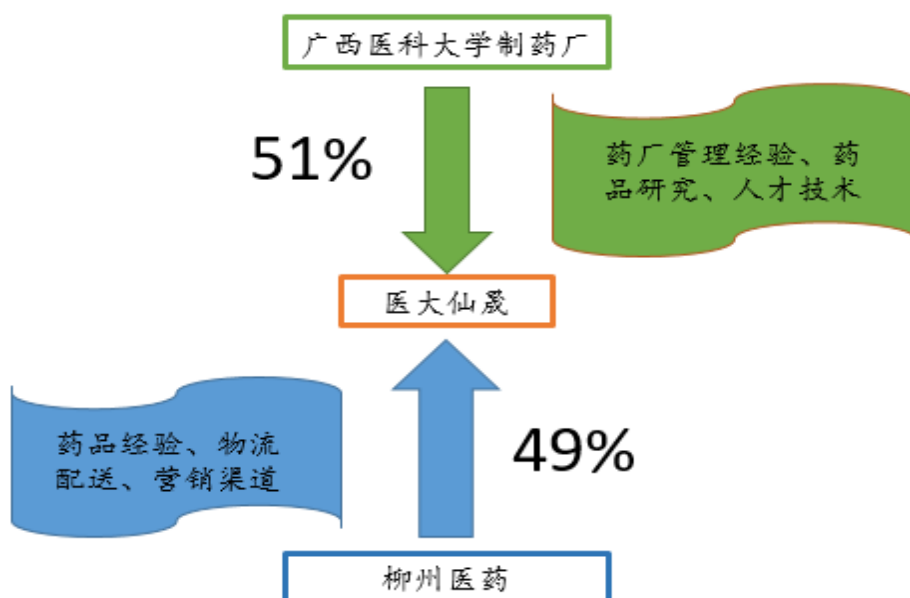
仙莱中药与母公司柳药共享医院终端和零售资源。柳药已覆盖广西地区 100%的三级医院和 90%的二级医院，实现全省医院终端资源全覆盖。同时，柳药积极开展与广西地区各医院的供应链延伸服务合作，2017H1 已经与广西 41 家医疗机构签订长达 3-5 年的战略合作协议，获得医院药械配送的优先或独家经营权。再者，柳药也在积极开拓零售端资源，至 2017 年上半年已布局 227 家直营药店，其中医保药店 103 家，DTP 药店 25 家，子公司桂中大药房下设的仙莱国医馆已在柳州设立首个中医门诊部并营业——零售的加速布局也给中药饮片销售开拓了新的渠道。这一竞争优势是广西其他饮片企业无法比拟的，仙莱中药极有可能成为广西饮片领头企业。

3.借助医科大资源成立仙晟制药，培育新的利润增长点

2016 年柳州医药与广西医科大学制药厂共同投资成立广西医大仙晟生物制药有限公司，其中柳药出资 2882 万元，占注册资本 49%；广西医科大学制药厂出资 3000 万元，占目标公司注册资本的 51%。

广西医科大制药厂作为广西医科大学的附属制药厂，在技术、科研、人力方面均有优势，依靠雄厚的大学资源和众多专业技术人员，已经成功研发出 40 多种药品及保健品。加之柳药在广西地区高度覆盖的流通布局和高效率的配送网络，二者合资成立的仙晟制药必然会成为柳药业务开拓的有效途径和新利润增长点。

图 34：仙晟制药投资方的资源优势



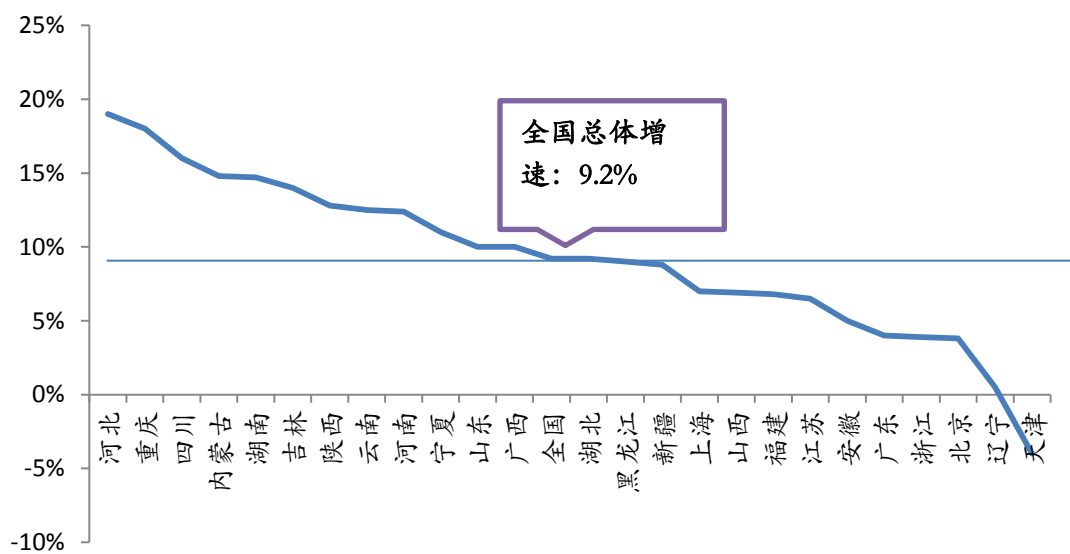
资料来源：公司公告，民生证券研究院

五、DTP 布局加速，门店扩张带动零售高速增长

1. 广西连锁药店业态多元化，集中度将提升

2016 年广西地区零售药店市场增速约为 10%，在国内各省市中排第十二位，高出全国平均水平约 0.8pct（国内 25 省市零售药店总体增速 9.2%）。相比 GDP 排名，零售药店行业增速排名更靠前，主要原因是广西地区人口密度和流动性大，需求旺盛，且享受国家西部大开发 15% 税收优惠，因此市场增速较快。

图 35：全国 25 省市零售药店增速



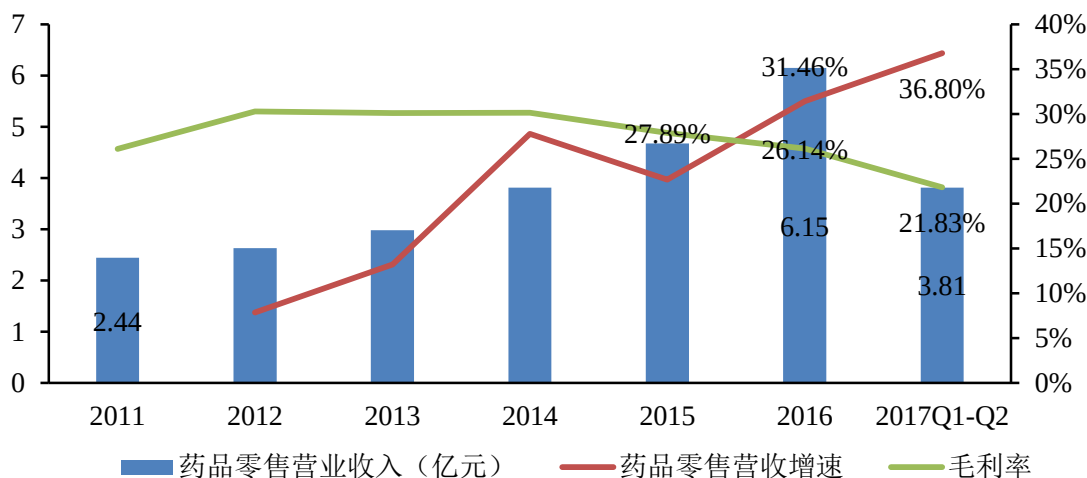
资料来源：新康界，民生证券研究院

目前广西地区实际运营的药店有 12000 家左右，其中一心堂、大参林、桂中大药房、老百姓和国药控股门店数约占据地区门店总数的 11%，集中度较低。众多连锁药店在广西已形成多种业态：平价药品超市（老百姓、开心人、梧州百姓）、医药批发超市（太华、德州、东龙）、药店+诊所（老百姓、一杆秤大药房）、社区店连锁药店等。与全国药店行业并购整合态势一样，我们预计广西地区大型连锁药店也将通过自建和并购提升市场份额，最终获得规模优势。

2. DTP+网上药店新渠道助力零售收入增长

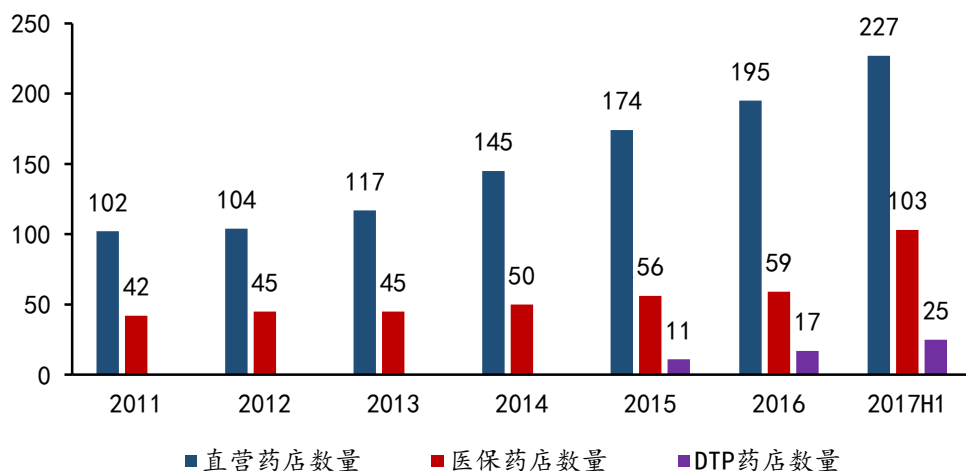
公司的零售板块主要由全资子公司桂中大药房承载，桂中是广西门店数量仅次于大参林（约 320 家）的连锁药店，2017H1 门店数达到 227 家。2015 年至 2017H1 桂中大药房新增了 53 家门店，伴随着规模的扩张，零售收入也由 2011 年的 2.44 亿元增长至 2016 年的 6.15 亿元，年复合增长约为 20.30%，增速呈上升趋势。从毛利率来看，2016 年与 2017H1 的零售毛利率低于 2015 年，我们分析主要原因是 2015 年公司大力布局 DTP 药房和处方药业务（顺应处方外流），DTP 药房从 2015 年的 11 家增加至 2017H1 的 25 家（+14 家），通常 DTP 药房毛利率低于普通药店，因此对零售毛利率产生结构性影响。

图 36：柳州医药零售收入和毛利率



资料来源：公司公告，民生证券研究院

图 37：桂中大药房布局迅速



资料来源：公司公告，民生证券研究院

在 DTP 药店方面，近年桂中大药房进一步拓展 DTP 药店业务，加快区域布局，DTP 药店数量在 2017H1 达 25 家，覆盖南宁、柳州、桂林等 9 个地区。桂中大药房通过在医院周边药店增设 DTP 品种专柜，将其纳入 DTP 药店体系发展；在医院内部及周边开设便民药店；加强与相关供应商的合作，进一步丰富 DTP 药店品种等方式，满足患者的个性化用药和自费药品需求。

在线上渠道搭建方面，桂中大药房于 2013 成为区内首家获得网上药店经营资质的企业，不断加强自营网上药店平台和电商团队建设。

在网上药店品种方面，进一步优化品种结构，加强与供应商的合作，突出专营品种优势，提高网上药店的特色品种销售占比，从而实现电商业务的快速增长。此外，桂中大药房不断

提升药店专业化服务水平，积极开展移动 APP 平台搭建，充分利用线下药店优势，实施线上与线下一体化营销，积极推广和开展“网订店取”、“网订店送”等新型零售模式，大大提升消费和服务便利性，促进线下零售业务的发展。

2017H1 网上药店业务销售较去年同期增长 31.86%，零售业务逐步形成以线下药店为核心，网上药店为补充，互联网技术与传统零售药店相融合的零售模式。

图 38：桂中大药房网上药店商城



资料来源：桂中大药房网上商城，民生证券研究院

六、盈利预测与投资建议

根据上文对各个业务板块的分析，我们可以对公司收入进行拆分和预测：

表 12：柳州医药业务拆分及预测

(百万元)	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
收入	6,508	7,559	9177	10804	12987
yoy		16.2%	21.4%	22.0%	20.2%
营业成本	5,943	6848	8214	9759	11720
毛利率	8.7%	9.4%	10.5%	9.7%	9.8%
药品批发	6,033	6,932	7833	8930	10270
yoy		14.5%	14.9%	13%	15%
零售	468	615	923	1199	1571
yoy		22.7%	31.5%	50%	31%
其他	7	12	421	674	1146

资料来源：公司公告，民生证券研究院

公司区域聚焦优势明显，医院终端份额不断提升，预计 17-19 年 EPS 分别为 2.16、2.73、3.41 元；对应归母净利润分别为 4.0、5.06、6.31 亿元，对应 PE 分别为 23X、18X 和 14X，目前

流通板块整体估值 29 倍，公司具备业绩和估值吸引力，维持“**强烈推荐**”评级。

七、风险提示

医院供应链延伸服务项目推进低于预期；两票制执行进度不及预期。

公司财务报表数据预测汇总

利润表 (百万元)	2016	2017E	2018E	2019E
营业总收入	7,559	9,177	10,804	12,987
营业成本	6,848	8,214	9,759	11,720
营业税金及附加	28	45	32	65
销售费用	152	239	221	221
管理费用	129	184	162	195
EBIT	402	497	629	786
财务费用	(17)	(14)	(19)	(22)
资产减值损失	16	0	0	0
投资收益	0	0	1	2
营业利润	402	511	648	811
营业外收支	3	5	5	4
利润总额	406	516	653	815
所得税	62	80	101	126
净利润	344	436	552	688
归属于母公司净利润	321	400	506	631
EBITDA	421	529	662	822

资产负债表 (百万元)	2016	2017E	2018E	2019E
货币资金	1717	2010	2246	2499
应收账款及票据	2965	3324	3972	4846
预付款项	129	131	156	188
存货	861	945	1150	1413
其他流动资产	3	3	3	3
流动资产合计	5696	6464	7586	9020
长期股权投资	0	0	0	0
固定资产	369	371	386	399
无形资产	102	118	136	152
非流动资产合计	583	568	593	610
资产合计	6279	7031	8180	9629
短期借款	263	263	263	263
应付账款及票据	2599	2916	3492	4226
其他流动负债	0	0	0	0
流动负债合计	2980	3296	3892	4654
长期借款	0	0	0	0
其他长期负债	61	61	61	61
非流动负债合计	61	61	61	61
负债合计	3041	3357	3953	4715
股本	142	185	185	185
少数股东权益	48	84	130	187
股东权益合计	3238	3674	4226	4914
负债和股东权益合计	6279	7031	8180	9629

主要财务指标	2016	2017E	2018E	2019E
成长能力				
营业收入增长率	16.2%	21.4%	17.7%	20.2%
EBIT 增长率	30.3%	23.6%	26.6%	25.1%
净利润增长率	54.1%	24.5%	26.6%	24.7%
盈利能力				
毛利率	9.4%	10.5%	9.7%	9.8%
净利率	4.2%	4.4%	4.7%	4.9%
总资产收益率 ROA	5.1%	5.7%	6.2%	6.6%
净资产收益率 ROE	10.1%	11.1%	12.4%	13.4%
偿债能力				
流动比率	1.9	2.0	1.9	1.9
速动比率	1.6	1.7	1.7	1.6
现金比率	0.6	0.6	0.6	0.5
资产负债率	48.4%	47.7%	48.3%	49.0%
经营效率				
应收账款周转天数	126.5	130.0	132.0	134.0
存货周转天数	40.6	42.0	43.0	44.0
总资产周转率	1.4	1.4	1.4	1.5
每股指标 (元)				
每股收益	2.3	2.2	2.7	3.4
每股净资产	22.4	19.4	22.1	25.5
每股经营现金流	0.8	1.7	1.6	1.7
每股股利	0.0	0.0	0.0	0.0
估值分析				
PE	21.5	22.5	17.8	14.3
PB	2.2	2.5	2.2	1.9
EV/EBITDA	17.9	13.7	10.6	8.2
股息收益率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%

现金流量表 (百万元)	2016	2017E	2018E	2019E
净利润	344	436	552	688
折旧和摊销	36	33	34	35
营运资金变动	(276)	(159)	(290)	(419)
经营活动现金流	108	316	301	310
资本开支	127	12	52	45
投资	(52)	(1)	(3)	(3)
投资活动现金流	(179)	(13)	(53)	(46)
股权募资	1,625	1	0	0
债务募资	(418)	0	0	0
筹资活动现金流	1,098	(11)	(11)	(11)
现金净流量	1,027	292	236	253

资料来源：公司公告、民生证券研究院

插图目录

图 1: 柳州医药股权结构	3
图 2: 柳州医药主要发展历程	4
图 3: 2017 年上半年公司收入结构	4
图 4: 柳州医药营业收入稳步增长	5
图 5: 柳州医药归母净利润稳定增长	5
图 6: 柳州医药毛利率稳步增长	6
图 7: 柳州医药主要业务毛利率	6
图 8: 柳州医药三费控制情况	6
图 9: 2016 年应收与应付账款周转天数同业比较（天）	7
图 10: 2016 年应收与应付周转天数差值	7
图 11: 经营、投资活动产生的现金流量净额	8
图 12: 2012-2017 年广西药品流通行业销售情况及预测	9
图 13: 2016 年全国各省份医药流通市场销售规模	9
图 14: 2016 年全国各省份医药流通市场销售增速	10
图 15: 2016 年广西省医药流通企业市占率情况	10
图 16: 2015 年各国医药流通前三名企业市占率	11
图 17: 国内区域医药流通企业经营现金流指标比较	12
图 18: 鹭燕医药 17Q3 收入增速迅速提升	14
图 19: 鹭燕医药 17Q3 利润增速迅速提升	14
图 20: 公司《县及县以上竞价、限价入围产品》获点击配送情况	15
图 21: 公司《自行采购目录产品》获点击配送情况	16
图 22: 供应链延伸的成果及良性循环	17
图 23: 公司角度看供应链项目	18
图 24: 医院角度看供应链项目	18
图 25: 公司配送网络覆盖全广西	19
图 26: 中国 IVD 市场分散，外资占据过半市场份额	20
图 27: 柳润医疗的股权结构	21
图 28: 润达医疗的“产品+服务”模式	22
图 29: 国润股权结构	24
图 30: 国润营业收入指标	24
图 31: 国润净利润指标	24
图 32: 全国中药饮片行业营收及毛利（亿元）	26
图 33: 柳药服务网络	27
图 34: 仙晟制药投资方的资源优势	28
图 35: 全国 25 省市零售药店增速	29
图 36: 柳州医药零售收入和毛利率	30
图 37: 桂中大药房布局迅速	30
图 38: 桂中大药房网上药店商城	31

表格目录

表 1: 广西 2017 年两票制相关政策梳理	11
表 2: 福建地区主要商业公司销售情况变化：2010-2015 年	12
表 3: 广西 2017 年新标切换相关政策梳理	13
表 4: 福建省药品招标政策新旧标对比	13
表 5: 通过供应链建设获得医院优先或度假配送权	17
表 6: 主要企业业务区域及业务模式	20
表 7: 合作品牌逐年递增	21
表 8: 柳润未来业绩预测	25
表 9: 行业重大兼并收购	26

表 10：仙茱中药生产线	27
表 11：产能敏感性分析.....	27
表 12：单个门店每年营收和净利润水平.....	31

分析师简介

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。

蔡明子，分析师，澳门科技大学金融硕士，2015年9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。