

证券研究报告—深度报告

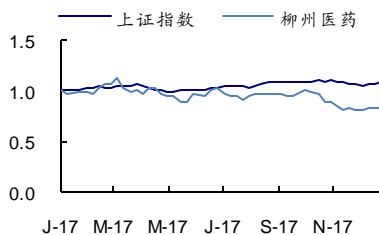
医药保健

医疗器械与服务

柳州医药(603368)
买入

合理估值: 68.75 元 昨收盘: 48.08 元 (首次评级)

2018年01月10日

一年该股与上证综指走势比较

股票数据

总股本/流通(百万股)	185/103
总市值/流通(百万元)	8,897/4,929
上证综指/深圳成指	3,414/11,447
12个月最高/最低(元)	65.27/44.25

证券分析师: 江维娜

电话: 021-60933157

E-MAIL: jiangwn@guosen.com.cn

证券投资咨询执业资格证书编号: S0980515060001

证券分析师: 谢长雁

电话: 0755-82133263

E-MAIL: xiecy@guosen.com.cn

证券投资咨询执业资格证书编号: S0980517100003

联系人: 朱寒青

电话: 0755-81981837

E-MAIL: zhuhanning@guosen.com.cn

独立性声明:

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道, 分析逻辑基于本人的职业理解, 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。

深度报告

好风凭借力

● 广西医药流通龙头, 受益于新标和两票制政策春风

广西药品流通市场约 300 亿规模, 公司占比 26% 左右, 位列第一, 虽柳州市占率高, 但二三线城市仍有提升空间。2018 年起两票制将从部分城市试点转为全面实行, 有利于行业集中度提升, 而公司纯销占比高, 受负面影响较少。2016 年新标从 2017H2 开始执行, 参照过往新标影响, 预计市场份额将进一步向龙头集中, 2017Q3 公司收入增速已有明显提升, 规模效应使利润增速超过营收增速。

● 渠道布局全面, 资金运营能力强, 资产回报率

公司上游议价能力强, 应付周期较长, 可抵消两票制下营收账期拉长的影响。下游覆盖当地 100% 三甲医院和 90% 二甲医院并通过供应链延伸项目增强医院客户黏性。资产运营能力强, 现金周期较短, 资产回报率 ROA 及 ROIC、ROE 对比同业公司均位于前列。

● 零售业务: 依托批发优势, 积极推进 DTP 药房

广西医药零售市场约 58 亿规模, 当地竞争激烈, 公司占比约 10%, 位列第一。依托批发规模优势, 公司积极迎接处方药外流, 布局院边店和 DTP 药房。此外, 广西医保药店资质正逐渐放开, 也将拉动营收增长。

● 业务多元化: 器械、IVD、中药饮片驱动稳增长

2016 年广西器械市场约 40-60 亿, 公司仅占 3% 左右, 低基数上有望实现高增长, 提升公司整体盈利能力。公司与润达合作, 有望复制润达模式, 凭借现有的配送网络、医院资源以及资金实力, 在器械耗材配送市场迅速扩张。工业方面布局上游中药饮片, 未来有望释放产能, 带来增量。

● 风险提示

行业政策风险, 供应链延伸、中药饮片生产及器械流通合作业务不达预期。

● 投资建议: 广西医药流通龙头, 首次覆盖, 给予“买入”评级

我们预计公司将在行业政策红利下进一步提升市场份额, 巩固区域龙头地位, 维持 20% 以上营收增速, 而中药饮片、医药器械配送等新业务的迅速发展将提供业绩弹性。预测 2017-2019 年收入 94.78/116.84/141.91 亿元, 增速 25%/23%/22%; 归母净利润 4.05/5.09/6.31 亿元, 增速 26%/26%/24%。当前股价对应 PE 分别为 22/18/14x, PEG 仅 0.69。公司受两票制负面影响较少, 增速高于行业, 理应享有较高估值, 按照 PEG=1, 给予 2018 年 25 倍 PE, 合理估值 68.75 元, 股价上涨空间 43%, 给予“买入”评级。

盈利预测和财务指标

	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	6,508	7,559	9,478	11,684	14,191
(+/-%)	15.1%	16.2%	25.4%	23.3%	21.5%
净利润(百万元)	208	321	405	509	631
(+/-%)	22.7%	54.1%	26.3%	25.5%	24.0%
摊薄每股收益(元)	1.13	1.73	2.19	2.75	3.41
EBITMargin	4.6%	5.1%	5.4%	5.5%	5.6%
净资产收益率(ROE)	15.7%	10.1%	11.7%	13.3%	14.8%
市盈率(PE)	42.7	27.7	21.9	17.5	14.1
EV/EBITDA	37.6	29.3	22.2	19.0	16.4
市净率(PB)	6.7	2.8	2.56	2.32	2.08

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测注: 摊薄每股收益按最新总股本计算

投资摘要

估值与投资建议

柳州医药是地方性医药批发龙头的优质代表，深耕广西并一直受到市场关注。公司在各个地方性医药批发龙头中优点明显：竞争格局好、内生成长为主、ROA 等财务指标优异；与优点相对应，市场也有部分观点认为公司布局不广、天花板明显、且同样受制于渠道下沉、两票制整合过程中应收账款账期延长、现金流恶化的影响，因此虽然公司并没有如部分医药批发公司一样因两票制阵痛而损害成长性，但是近一年仍然随整体医药批发板块回调明显，当前估值极具吸引力。

医药批发与医药零售同样具有规模优势一旦确立，格局极难撼动，龙头企业强者恒强的特点。柳州医药在广西遥遥领先于竞争对手并且差距正在不断扩大，未来通过规模提升、工商协同、批零协同、创新业务等方式有望实现稳健可预期的营收高增长及净利润率、毛利润率的逐渐改善。

我们认为：受益于两票制和新一轮招标的政策契机，公司有望进一步提升广西地区市场份额，保持较高的增速。随着高利润器械、IVD 流通业务的开展和中药饮片业务的逐渐放量，新业务也将带来业绩弹性。公司资金运转能力较强，ROA 同比较高，有息资产负债率较低。目前公司估值水平相比同类公司较低，2018PEG 仅 0.69。我们预测 2017-2019 年营收 94.78/116.84/141.91 亿元，增速 25%/23%/22%；归母净利润 4.05/5.09/6.31 亿元，增速 26%/26%/24%。当前股价对应 PE 分别为 22/18/14x。考虑到公司是医药流通区域龙头，受益于两票制和新标，未来三年复合增长约 25%。目前市场认为两票制后批发行业龙头增速下滑，下调全行业估值，但实际柳药受到负面冲击较小，保持稳定且较高的增速，理应享有更高的估值，按照 PEG=1，给予 2018 年 25 倍 PE，对应合理估值 68.75 元，相比较 2018/01/09 收盘价 48.08 元，存在 43% 上涨空间，首次覆盖，给予“买入”评级。

核心假设或逻辑

- 第一，“两票制”利于提高行业集中度，利好龙头企业。柳药医院纯销占比较高，调拨业务受负面影响较小；
- 第二，新一轮药品招标及医院供应链延伸等项目逐步实施带来更多产品在医院端覆盖和业务增量；
- 第三，器械配送及 IVD 与润达的合作未来有望扩大规模，提高盈利能力；
- 第四，中药饮片业务凭借销售渠道、客户资源和配送物流上的优势可以加速在医疗机构、连锁药店的推广，实现放量。

与市场预期的差异之处

- 第一，市场认为两票制后行业龙头增速下滑，全行业进入调整，因此对批发行业整体较悲观，给予较低估值，但我们认为，地方性流通龙头实际受影响较小，尤其是以纯销为主的柳药，几乎没有受到两票制负面冲击，保持稳定且较高的增速，应该享有更高的估值；
- 第二，市场认为批发行业 ROA 较低，难以覆盖利率成本，我们经过分析认为，柳药资金运营能力强，上游议价能力较强，ROA 在行业中偏高，资产负债率低，资金方面优势较大，盈利能力高于同行。并且行业较低的 ROA 绝对值同时意味着效率提升带来的较小改善可较大幅度地提升利润率；

第三，市场认为区域市场空间有限，公司未来发展天花板低，我们经过分析认为，公司在二三线城市市占率仍低，在区域市场在政策利好情况下，仍有较大的增长空间；

第四，市场认为公司外延增长有限，我们认为公司新业务拓展有极大潜力，如工业端的中药饮片业务有望凭借已有的零售渠道和批发资源迅速放量，器械及IVD领域的合作刚刚起步，未来值得密切关注；

第五，市场认为公司应收账款期不断延长，现金流同样受到影响。我们认为公司对上游议价能力同样出色，应付账期可大幅抵消应收影响。

股价变化的催化因素

批发业务集中度提升、市占率提升；零售业务规模扩大；中药饮片、器械批发业务的快速上量。

核心假设或逻辑的主要风险

第一，省内批发业务集中度提升、市场份额增加不达预期；

第二，IVD、中药饮片等新业务发展不达预期。

内容目录

柳州医药：深耕广西的区域流通龙头	7
广西区域龙头，盈利能力超过同行	7
资金运营能力强，有助扩张	10
区域流通企业横向比较，柳药综合实力强	12
批发业务：受益于政策和布局，稳健增长	13
政策契机：两票制+新标促进业绩增长	13
物流网络完善，渠道覆盖全面	15
提升医院终端客户粘附度	16
零售业务：依托批发优势，积极推进 DTP 药房	18
业务多元化：器械、IVD、中药饮片三轮驱动	20
开展器械配送业务，转型综合性医药现代物流服务供应商	20
牵手润达医疗，扩张广西 IVD 流通	20
产业链延伸，中药饮片有望放量	21
盈利预测	22
核心假设	22
各项业务空间探讨	23
估值与投资建议	24
附表：财务预测与估值	26
国信证券投资评级	27
分析师承诺	27
风险提示	27
证券投资咨询业务的说明	27

图表目录

图 1: 柳州医药发展历程	7
图 2: 柳州医药股东及子公司架构	8
图 3: 2016 年广西医药流通市场格局	8
图 4: 2011-2016 年柳药批发业务占广西医药流通比例	8
图 5: 2011-2016 柳州医药各地区收入及增速	9
图 6: 2011-2017Q3 柳州医药营业收入	9
图 7: 2011-2017Q3 柳州医药归母净利润	9
图 8: 2011-2017Q3 柳州医药毛利率与净利率	10
图 9: 2011-2017Q3 柳州医药费用率	10
图 10: 2011-2016 年柳州医药的各业务占比及增长	10
图 11: 2011-2016 年柳州医药的各业务毛利率	10
图 12: 柳州医药有息资产负债率	11
图 13: 柳州医药偿债能力	11
图 14: 柳州医药资金周转情况 (单位: 天)	11
图 15: 2011 年新标执行后 5 年周期内柳州医药营收增速超过行业增速	15
图 16: 柳州医药 2016Q2-2017Q3 营收增速加快	15
图 17: 柳州医药分季度毛利率净利率	15
图 18: 柳州医药物流覆盖网络	16
图 19: 柳州医药纯销占收入比重维持在 75%左右	16
图 20: 部分医药流通公司纯销业务占比概况	16
图 21: 医院供应链延伸项目的内涵	17
图 22: 2014-2017H1 桂中大药房门店数量	19
图 23: 2011-2016 年广西柳药零售收入逐年增长	19
图 24: 2014-2016 年柳州医药器械收入增速较快	20
图 25: 润达医疗营收情况 (单位: 亿元)	21
图 26: 润达医疗毛利润率情况	21
图 27: 国药润达 2015-2016 营收及净利润情况	21
图 28: 柳州医药当前 PE 处于历史底部 (数据截止 2017/01/09)	25
表 1: 柳州医药在全国批发企业排名逐年上升	7
表 2: 同类公司负债率及偿债能力指标对比	11
表 3: 可比公司 2016 年周转指标对比	12
表 4: 可比公司 2016 年 ROE、ROA、ROIC 情况	12
表 5: 柳州医药与国药广西对比	12
表 6: 地方流通公司运营横向比较	13
表 7: 广西省“两票制”政策梳理	13
表 8: 2015 年广西地区医疗卫生机构药品集中采购招标、配送商选择进展	14
表 9: 部分与公司签订供应链延伸协议的医院及进展情况	17
表 10: 2016 年广西零售市场主要企业	19
表 11: 柳州医药盈利预测 (单位: 百万元)	23

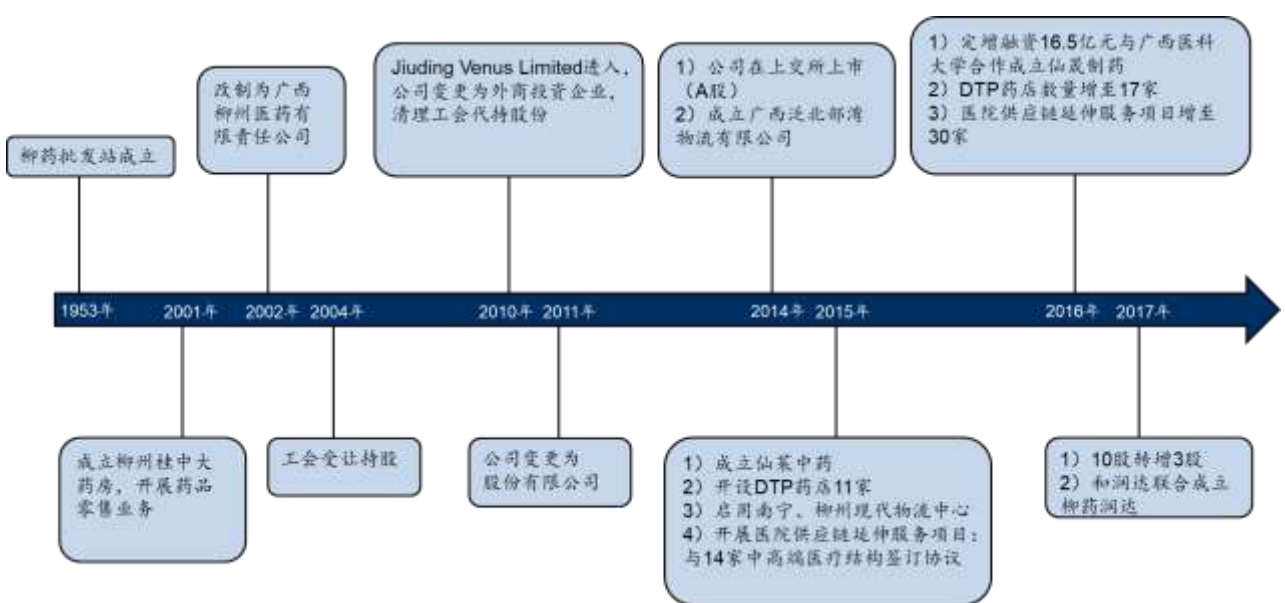
表 12: 各项业务未来潜在空间测算.....	24
表 13: 地方流通公司财务指标横向比较.....	24
表 14: 可比公司估值.....	25

柳州医药：深耕广西的区域流通龙头

广西区域龙头，盈利能力超过同行

历史根基深厚，排名不断提升。柳州医药是区域性医药流通企业，目前主要从事药品、医疗器械等医药产品的批发和零售业务，经营业务覆盖全区。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“以医院纯销业务为核心，第三终端和药店零售业务为两翼，商业调拨等业务为补充”的综合性医药商业业务体系。公司目前已是广西地区唯一进入全国医药流通企业排名前 50 的地方企业，排名 23 位。公司前身可追溯到 1953 年成立的柳药批发站，曾是广西药监局直属的国营单位。2002 年现任董事长朱朝阳公司发起改制，变更为有限责任公司，经历了工会代持股份阶段，于 2011 年变更为股份有限公司，并于 2014 年于上交所上市。

图 1：柳州医药发展历程



资料来源：公司招股书、公司公告、国信证券经济研究所整理

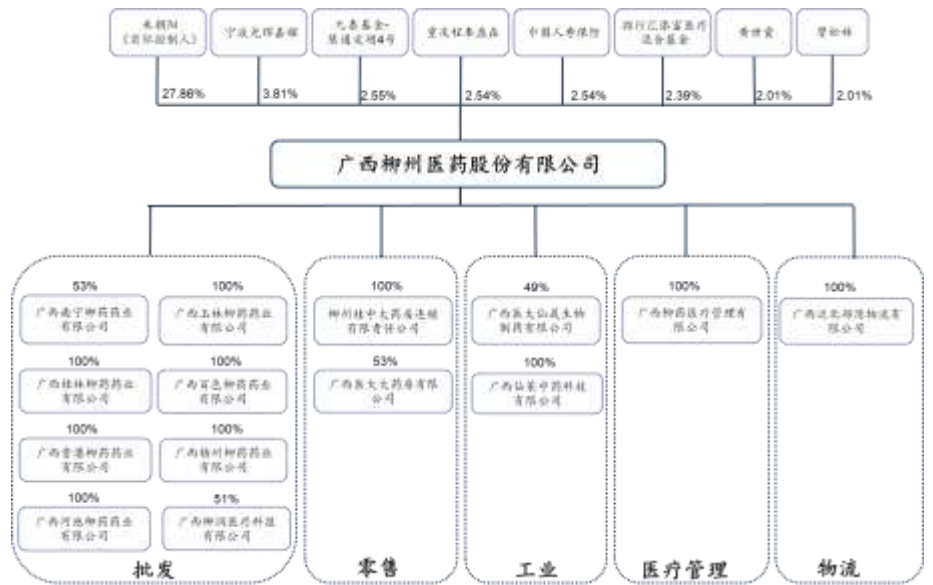
表 1：柳州医药在全国批发企业排名逐年上升

	2010 年	2011 年	2012 年	2013 年	2014 年	2015 年	2016 年
营业收入 (亿)	21.66	27.28	35.58	45.48	56.52	65.01	75.51
全国排名	41 名	30 名	29 名	25 名	24 名	24 名	23 名

资料来源：商务部、公司招股书、公司公告、国信证券经济研究所整理

管理层经营丰富，员工持股激励充分。公司董事长及实际控制人朱朝阳先生持有公司 27.86% 的股权。朱朝阳在公司三十多年，参与公司的改制与发展上市。2015 年员工持股计划覆盖 98 名员工，大部分核心高管及部分员工持有公司股份。目前旗下共有 14 家子公司/参股公司，业务涵盖批发、零售、物流、医疗管理、医药工业。

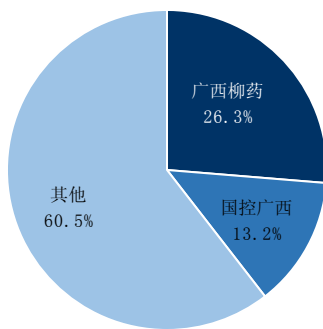
图 2: 柳州医药股东及子公司架构



资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

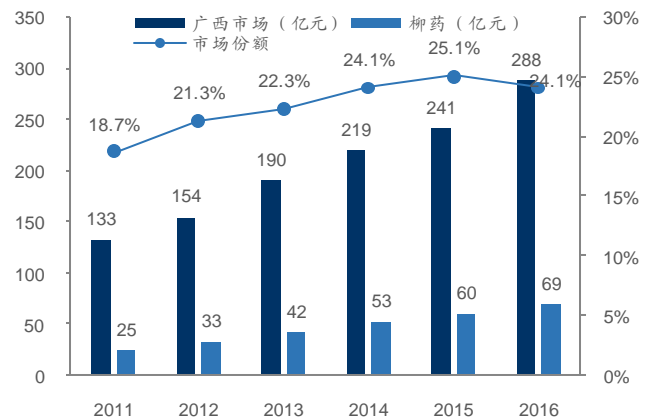
广西省占率第一，份额不断上升。截止 2017 年 3 月，广西地区共有批发企业 336 家，公司是广西地区医药流通两大龙头企业之一，另一个是国药控股广西有限公司，竞争格局较好。根据商务部统计数据，2016 年广西医药流通领域市场总额为 287.6 亿元，而广西柳药和国控广西的营收分别为 75.5 亿元和 38.1 亿元，合计占据 40% 以上的市场份额。2011~2015 年，柳药增速始终高于市场增速（见图 15），市场份额不断扩大，由 18.7% 上升至 25.1%（注：商务部流通数据为规模以上企业直报，因此会有企业浮动，导致 2016 年广西市场增速骤升，从而计算出公司份额下降，我们草根调研发现实际份额还是提升的）。

图 3: 2016 年广西医药流通市场格局



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理注：数据口径为公司营业总收入

图 4: 2011-2016 年柳药批发业务占广西医药流通比例

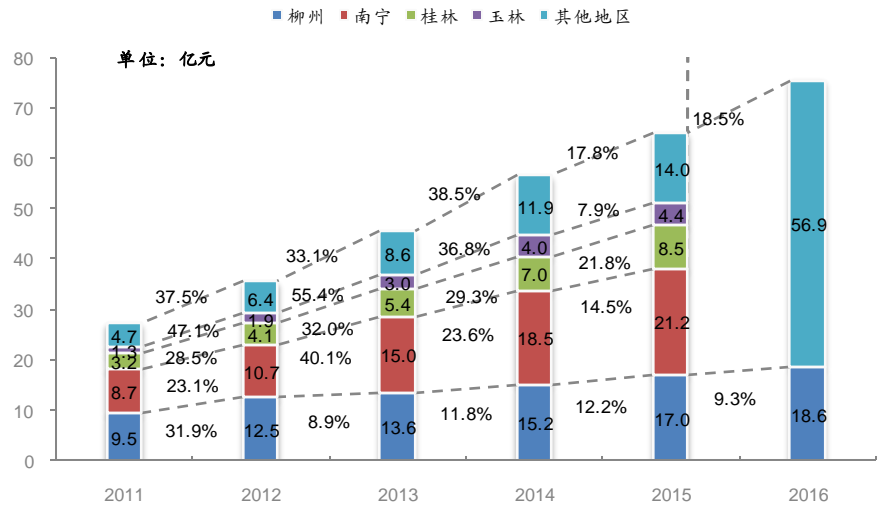


资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

柳州市占率虽高，渠道下沉仍有潜力。从各地区分布来看，营收主要集中在柳州、南宁、桂林、玉林等大城市。公司在柳州大本营市占率最高，达 60% 以上，因此增速也略放缓，但在其他地区增速高于柳州。在二三线城市市占率还较低，这些地区的中小型批发公司较多，在两票制整合的影响下，公司有望迅速提高

市场份额。

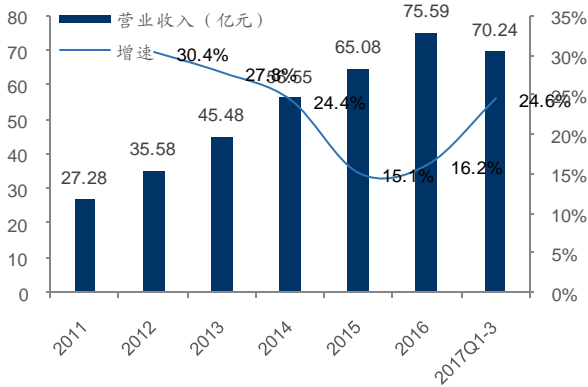
图 5: 2011-2016 柳州医药各地区收入及增速



资料来源:公司公告、国信证券经济研究所整理注:2016年起公司仅披露柳州和其他地区合计收入

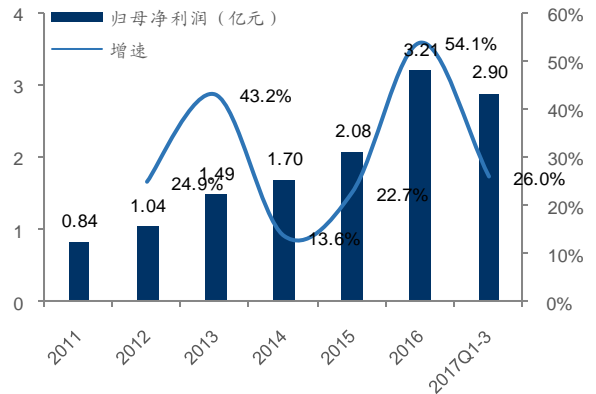
营收利润增长稳定, 远超同行业水平。公司在 2011-2016 年间实现了快速稳步的发展, 营业收入由 2011 年的 27.3 亿元上升到 2016 年的 75.6 亿元, 五年复合增长率为 22.61%; 归母净利润由 2011 年的 8353 万元上升到 2016 年的 3.2 亿元, 五年复合增长率为 30.9%, 远高于同期广西流通行业平均水平 (CAGR 16.68%)。

图 6: 2011-2017Q3 柳州医药营业收入



资料来源:Wind、国信证券经济研究所整理

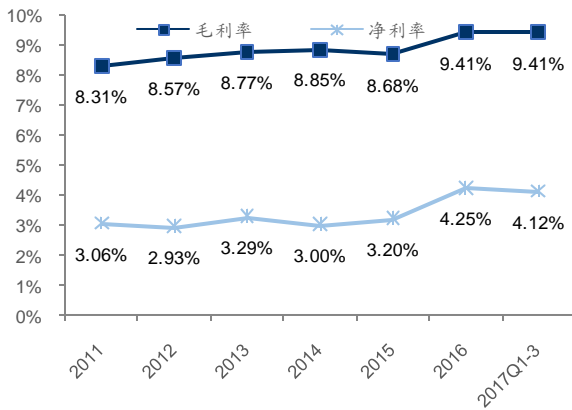
图 7: 2011-2017Q3 柳州医药归母净利润



资料来源:Wind、国信证券经济研究所整理

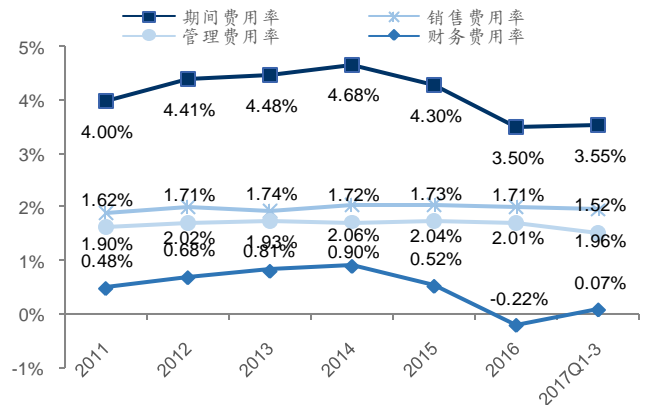
费用率稳中有降, 利润率显著高于同行业。公司在 2011-2016 年利润率水平平稳增长, 毛利率从 8.31% 上升到 9.41%; 归母净利润率从 3.06% 上升到 4.25%。根据商务部医药流通企业 2016 年统计数据, 医药流通行业平均毛利率为 7.0%, 净利润率为 1.8%, 柳州医药无论从毛利率还是净利率都大幅领先行业水平。费用率方面稳中有降, 其中管理费用和销售费用基本稳定, 2017 前三季度销售费用率有较大下降。2016 年定增募资 16.25 亿, 用于建设医院供应链管理项目和补充流动资金, 存款利息增加使 2015、2016 两年财务费用率下降明显。

图 8: 2011-2017Q3 柳州医药毛利率与净利率



资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

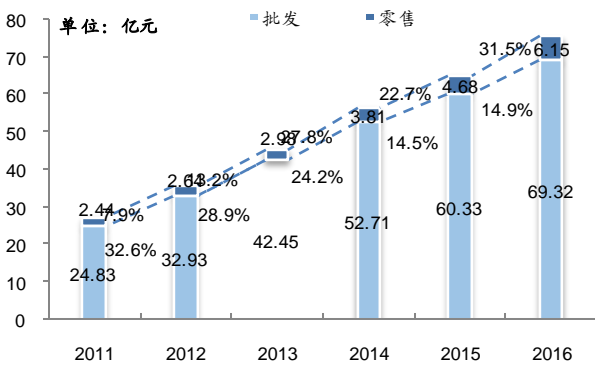
图 9: 2011-2017Q3 柳州医药费用率



资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

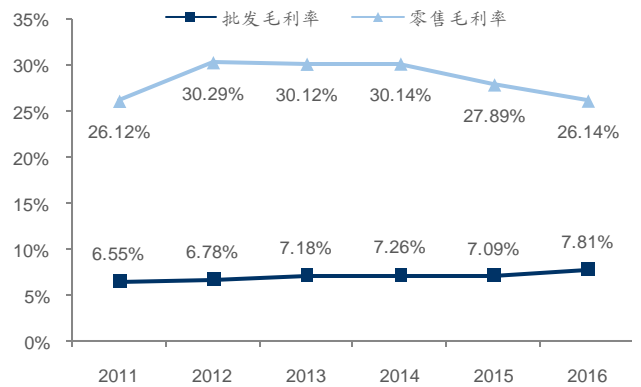
毛利率提高一方面是由于药品区域代理级别提高, 批发业务毛利率有所提升, 如 2016 年提升 0.72pp。另一方面, 毛利较高的零售业务占比 2013-2016 年从 6.56% 逐年提高到 8.14%。

图 10: 2011-2016 年柳州医药的各业务占比及增长



资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

图 11: 2011-2016 年柳州医药的各业务毛利率



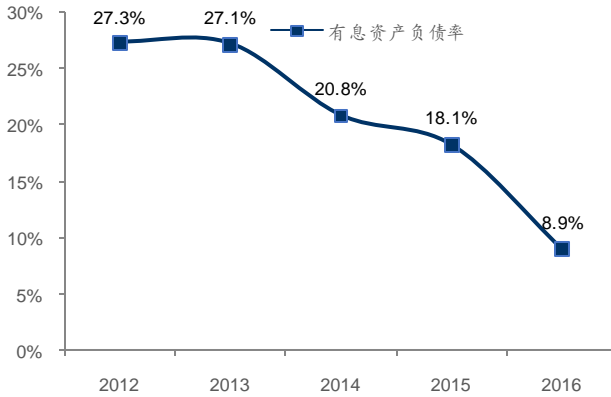
资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

资金运营能力强, 有助扩张

药品流通企业是资金密集型, 在经营规模持续扩大、信贷融资趋紧及债务融资成本高企的背景下, 拥有充足的资金或较强的融资能力非常重要。医药流通商面对下游医院客户应收账款占款压力, 资金运营能力将直接影响经济效益, 值得关注, 下面我们通过数据分析柳州医药的资金运营。

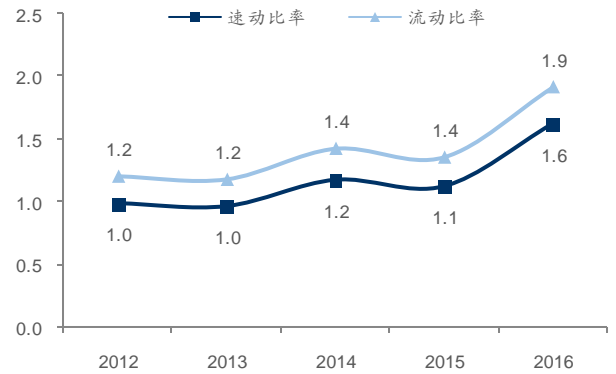
有息资产负债率较低, 偿债能力强, 融资空间大。2016 年公司定增募集 17 亿资金, 用于偿还银行贷款, 有息资产负债率大幅下降, 从 18.1% 下降到 8.9%, 远低于同类公司平均水平 (20.4%), 未来仍有较大的融资空间。2011 年至 2016 年, 柳州医药流动负债占据总负债的比例一直维持在 95% 以上, 速动比率和流动比率基本保持稳定在 1.1 和 1.4, 基本处于行业中等水平, 16 年定增后更大提升, 速动比例为 1.6、流动比率为 1.9。资金优势和较强的短期偿债能力, 有利于公司未来业务扩张。

图 12: 柳州医药有息资产负债率



资料来源:公司年报、国信证券经济研究所整理

图 13: 柳州医药偿债能力



资料来源:公司年报、国信证券经济研究所整理

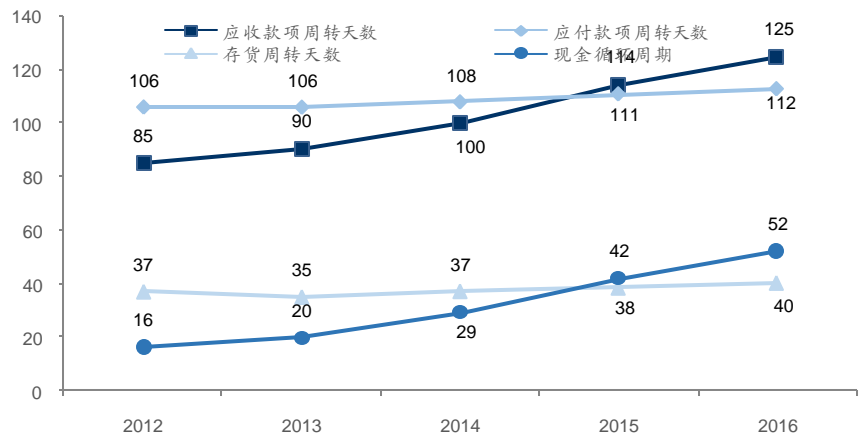
表 2: 同类公司负债率及偿债能力指标对比

项目	柳州医药	瑞康医药	南京医药	华通医药	鹭燕医药	人民同泰	嘉事堂	上海医药	国药股份	国药一致	湖北菜全 国流通龙 头	平均
有息资产负债率	8.9%	16.5%	17.0%	15.6%	32.8%	17.0%	25.7%	19.7%	12.0%	18.6%	40.3%	20.4%
速动比率	1.6	1.4	0.9	1.1	1.1	1.2	1.2	1.1	1.5	1.1	0.9	1.2
流动比率	1.9	1.6	1.2	1.5	1.4	1.4	1.4	1.5	1.9	1.5	1.3	1.5

资料来源:各公司年报、国信证券经济研究所整理(注:以上公司仅做列示,不做推荐)

现金周转较快, 应付周期长, 上游议价能力较强。流通行业周转率数据十分重要, 分析发现虽然相比其他地方性流通企业, 公司应收账款期较长, 但应付账期也相应较长(注意: 不同公司的应收、应付周期差异也与地域差异有关, 各省的财政政策、医保支付周期不同)。公司与上游供应商合作紧密, 品种和价格优势不断扩大。截至 2016 年, 公司拥有超过 2000 家上游供应商并成为越来越多医药工业企业在广西的独家代理商, 议价能力进一步提升。从金额上来看, 历年应付金额和应收金额规模基本一致, 通过上游较强的议价能力, 抵消了下游医院付款周期长的负面因素。综合来看, 柳药现金周转天数 52 天, 在行业中偏低, 体现了公司资金运营管理的优势。

图 14: 柳州医药资金周转情况(单位: 天)



资料来源:公司年报、国信证券经济研究所整理

表 3: 可比公司 2016 年周转指标对比

项目	柳州医药	瑞康医药	南京医药	华通医药	鹭燕医药	人民同泰	嘉事堂	上海医药	国药股份	国药一致	湖北某全国流通龙头	平均
应收款项周转天数	125	141	84	81	86	94	119	77	65	60	49	89
应付款项周转天数	112	89	61	93	56	70	72	73	56	53	44	71
存货周转天数	40	37	33	55	37	37	39	53	34	32	58	41.4
现金循环周期(天)	52	89	56	42	67	61	86	57	43	40	64	59.8
应付账款/应收账款	79%	49%	70%	102%	58%	66%	53%	82%	75%	88%	82%	73%

资料来源:各公司年报、国信证券经济研究所整理(注:以上公司仅做列示,不做推荐)

资产回报率高, 盈利能力强。批发行业往往被认为是 ROA、ROE、ROIC 较低的行业,在利率上调环境下对二级市场吸引力较低,但我们发现柳药 ROA6.49%、ROE10.06%, ROIC10.96%, 表现较佳,且均高于行业平均水平。

表 4: 可比公司 2016 年 ROE、ROA、ROIC 情况

公司	柳州医药	瑞康医药	南京医药	华通医药	鹭燕医药	人民同泰	嘉事堂	上海医药	国药一致	湖北某全国流通龙头
ROE	10.06%	8.65%	6.86%	7.25%	8.43%	13.63%	11.26%	10.11%	14.04%	7.77%
ROA	6.49%	5.51%	1.80%	3.99%	3.37%	4.97%	6.18%	4.88%	7.42%	2.54%
ROIC	10.96%	7.91%	3.70%	5.92%	4.84%	9.41%	6.49%	6.91%	11.59%	3.54%

资料来源:WIND、国信证券经济研究所整理(注:以上公司仅做列示,不做推荐)

区域流通企业横向比较, 柳药综合实力强

与国药广西相比, 民营企业更具活力。国药控股广西是全国性商业企业,通过并购、重组等方式进入广西市场,SKU 品种数量较多;柳州医药自建,在广西经营六十余年,民营企业在决策等方面较为迅速灵活,激励机制等也使企业更有活力。

表 5: 柳州医药与国药广西对比

	柳州医药	国药广西
子公司分布	柳州市、桂林市、玉林市、百色市、梧州市、南宁市、河池市	柳州市、桂林市、玉林市、百色市、梧州市、北海市
广西市场占比	预计 26%	预计 13%
物流配送	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;有第三方物流资质	南宁已建一级物流中心,广西其他区域建立中,构成阶梯式物流配送网络,物流中心广西规模最大,拥有第三方物流资质(两广地区首家)
品种数量(SKU)	2 万	20 万(国药一致批发业务)
终端覆盖	广西地区 100%三甲医院、90%二甲医院	一级以上医院 1660 家,基层医疗客户 3348 家,零售终端客户 1447 家
进入时间方式	自建,经营六十多年	通过并购重组等方式,2004 年进入广西成立分公司
管理	民企,决策较快、灵活	国企

资料来源:公司公告、国信证券经济研究所整理

各地方性流通公司对比, 柳州医药综合实力强。同行业公司对比,柳药现金周转较快,资产负债率较低。更详尽的数据分析见后文表 13。

表 6: 地方流通公司运营横向比较

	柳州医药	人民同泰	南京医药	鹭燕医药	华通医药	瑞康医药	嘉事堂
2016 营收 (亿)	75.59	90.06	266.2	69.83	12.58	156.2	109.7
主要覆盖省份	广西	黑龙江	江苏	福建	浙江绍兴	山东	北京
供应商数量	2000 多家	3000 多家	N/A	3000 余家	1000 余家	5092 家	N/A
品规数量	20000 多种	13000 多种	N/A	46000 余种	10000 多	9000 余种	超过 27000 个
终端覆盖情况	广西地区 100% 三甲医院、90% 二甲医院	黑龙江省内三级以上医院 95%、二级以上医院 90%	覆盖苏皖闽鄂等地及云川部分地区近 70 个城市	福建省内三级医院 100%、二级医院 100%、基层医疗机构 90.48%	主要面向市县级医疗机构、城市社区和农村乡镇基层医疗机构、个体诊所及零售药店等终端客户	山东省规模以上医院 98%、基层医疗机构 96%	北京地区规模以上的医院、基层医疗覆盖率均超过 95%
物流中心	2 个 (柳州、南宁)	哈药中心 (东三省最大)	20 个 (主要中心 13 个)		有	2 个	5 个 (北、上、广、皖、川)
配送服务	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			物流配送网络辐射全省, 能配送至省内各级医疗机构	配送的医疗机构及社区服务站、社区医疗点近 900 家		
存货周期	40	37	33	37	55	37	39
应收周期	125	94	84	86	81	141	119
应付周期	112	70	61	56	93	89	72
现金周转期	52	61	56	67	42	89	86
资产负债率	48.43%	65.74%	78.02%	60.75%	47.62%	52.08%	60.22%
有息资产负债率	8.9%	17.0%	17.0%	32.8%	15.6%	16.5%	25.7%

资料来源:公司公告、国信证券经济研究所整理 (注:以上公司仅做列示, 不做推荐)

批发业务: 受益于政策和布局, 稳健增长

政策契机: 两票制+新标促进业绩增长

两票制促进批发行业整合, 有利于各地龙头。 广西省两票制于 2017 年 9 月 1 日开始在柳州、玉林、桂林、百色、防城港市率先试点执行, 截至 2017 年 12 月 11 日, 在广西省五个试点城市中, 201 家医院, 596 家基层医疗卫生机构已率先执行两票制。2018 年 1 月 1 日将在全省全面执行两票制, 不再设过渡期。根据广西药械采购中心的通知, “两票制”非试点城市选配必须在 12 月 31 日前完成, 同一品种 (同生产企业、同通用名、同剂型、同规格) 在每个非试点城市分别选至少一家配送商。另外, 《广西深化医药卫生体制改革“十三五”规划》也提出广西 **2020 年形成 1 家年销售额超过 100 亿元以上的大型药品流通企业, 药品批发百强企业年销售占批发市场总额的 90% 以上**。目前广西仅有柳药和国药广西进入全国批发百强企业。两票制促进各地批发行业整合, 进一步提升集中度, 这有利于区域龙头提高份额。

表 7: 广西省“两票制”政策梳理

时间	具体内容
2017.5.19	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》, “两票制”分两步进行
2017.9.1	2017 年 9 月 1 日起, 柳州市、玉林市、桂林市、百色市、防城港市率先启动实施“两票制”。
2017.12.11	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。
2018.1.1	2018 年 1 月 1 日起, 其它所有公立医疗机构 (包括基层医疗卫生机构) 全面推行“两票制”。

资料来源:广西卫计委、国信证券经济研究所整理

商业调拨比例较小, 较少受到两票制负面冲击。 两票制对调拨业务影响较大, 但一方面柳药本身医院纯销比例较高, 占收入的 75% 左右, 在医药流通上市公司中处于较高水平 (见图 18、19), 商业调拨约占 10%。另一方面一般批发企

业也都会提前半年左右布局为两票制做准备。综合考虑，我们认为两票制对于柳药的负面冲击相对较少。

新标落实有望带来业绩放量。公司在省内的市场份额已经达到 24%，但从配送的数量规模来看还有很大的发展空间。2015 年，广西省启动了新一轮的招标，2016 年底开始执行，2017 年全面切换新标。新标执行对于市场品种和配送企业都带来洗牌契机，上游工业企业可能会变更配送商、变更独家配送权、调整配送区域等，从而影响流通公司的营业收入和毛利率。

广西 2015 年新一轮招标采购工作公布了 1-15 批共计 258 家合格配送商，招标原则是：同一品种（同生产企业、同通用名、同剂型、同规格）在每个设区市的所有公立医院（县及县以上医疗卫生机构）和基层医疗卫生机构**原则上只能由一家配送商进行配送**，如配送不达要求，医疗卫生机构可分别选择最多不超过 6 个配送商（基础输液最多不超过 12 家，生产商直接配送不占名额）中自行更换。配送关系确定后，原则上不允许随意变更，特殊原因除外。

表 8：2015 年广西地区医疗卫生机构药品集中采购招标、配送商选择进展

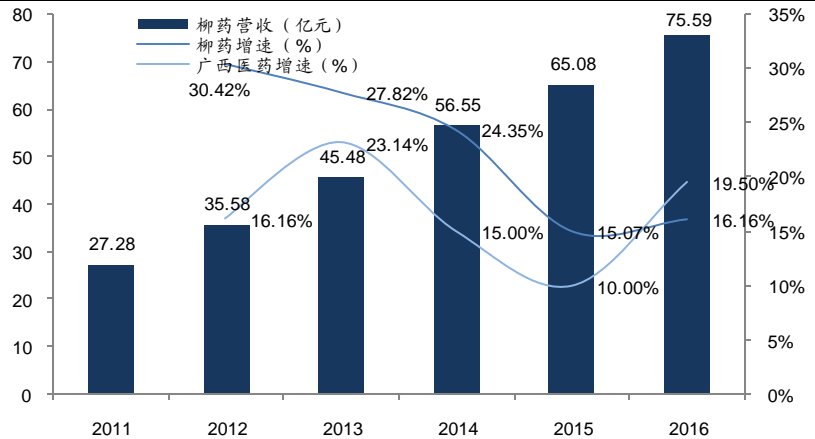
时间	内容
2014.12.30	药品配送商报名开始
2015.3.4	公布第一批 105 家合格药品配送商名单
2015.09.01	参与集中采购招标报名，进行企业及产品信息维护
2015.10.30	公告药品集中采购
2015.11.6	招标采购目录药品材料递交审核及申报确认
2015.11.29	招标采购目录药品网上报价
2015.11.30	招标采购目录药品开标解密
2015.11.30	公布直接挂网目录品种（第一批）
2015.12.23	公布集中采购经济技术标评审结果
2016.1.29	招标采购商务标评审议价（人机对话议价）
2016.3.10	招标采购药品第一批面对面约谈
2016.3.21	公示招标采购药品入围结果
2016.5.5	公布直接挂网目录品种（第二批）
2016.6.25	公布直接挂网目录品种（第三批）
2016.9.2	广西招标采购药品入围品种和直接挂网采购药品目录品种选配送开始
2016.9.5	公布第一至十五批合格药品配送商名单，共 258 家

资料来源：广西药械集中采购网、国信证券经济研究所整理

从上述规定可以看出，每个品种生产商可选择六家配送商，而医院端原则上只能选择一家配送商。两票制之后，生产商和医院端之间只能有一家配送商，因此医院端的选择对于配送企业更为重要。地方性龙头一般有区位优势，和医院端关系更为密切，能够较好地把握住终端，从而提升自己的配送业务覆盖率。柳药在广西三甲医院覆盖率 100%，二甲医院覆盖率 90%，通过增加 SKU 和供应链延伸项目进一步提升医院终端粘附度，有较大优势。

从历史标段来看，公司的前期布局在新标切换期内迎来了业绩放量的契机。以广西省 2010 年标段给公司带来的影响为例：2011 年 3 月 1 日期执行的新标段，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。2010 年标段的新标执行后公司的收入增速和行业拉开差距，5 年标期效应期内 CARG 为 24%（注：商务部流通数据为规模以上企业直报，因此会有企业浮动，导致 2016 年广西地区行业增速骤升）。

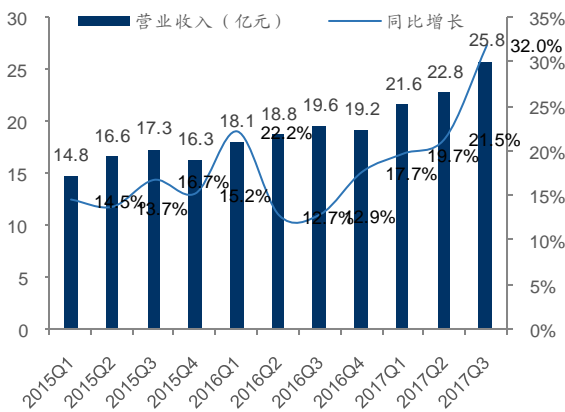
图 15: 2011 年新标执行后 5 年周期内柳州医药营收增速超过行业增速



资料来源:Wind、商务部、国信证券经济研究所整理

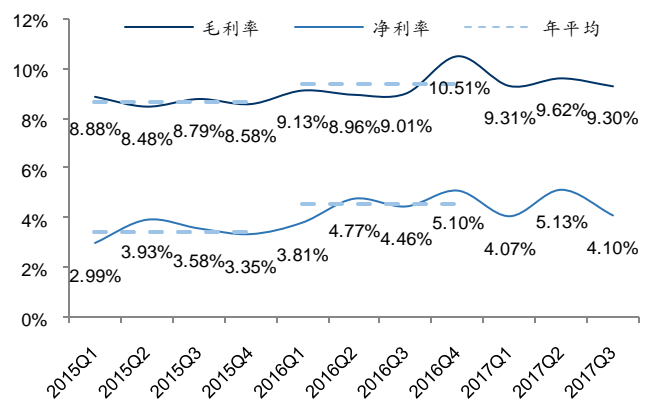
政策红利下，公司正走向收获期。新标和两票制的执行，有望给公司带来配送品种的增加和配送区域的拓广，公司业绩亦有望迎来新一轮的快速增长。目前，广西省新的药品招标已完成，配送商的重新匹配从 2017 年下半年陆续执行。在政策推行过程中，公司与上游工业企业协商的配送权增强，代理级别提升，公司收入和盈利能力提升。收入从 2016Q4 的同比增速 17.7% 提高到 2017Q3 的 32.0%，而分季度均比前一年同期加快。在盈利能力方面，除 2017Q3 财务费用上升导致同比净利率略下降以外，2016-2017 各季度毛利率、净利率同比均增加。综合来看，基于良好的前期业务布局和新标切换的契机，我们预计公司在未来三年的营收增速将维持在 20% 以上。

图 16: 柳州医药 2016Q2-2017Q3 营收增速加快



资料来源:公司公告、国信证券经济研究所整理

图 17: 柳州医药分季度毛利率净利率



资料来源:公司公告、国信证券经济研究所整理

物流网络完善，渠道覆盖全面

公司拥有广西地区完善的医药物流网络。公司在南宁、玉林、桂林、百色、贵港、河池、梧州等地设立子公司，并在柳州、南宁这两个核心城市建立物流配送中心，以玉林、桂林、百色等主干城市作为配送节点，销售配送网络和售后服务体系覆盖广西省内 14 个地级市，自送半径 200 公里，配送能力延伸至 400 公里。

图 18: 柳州医药物流覆盖网络



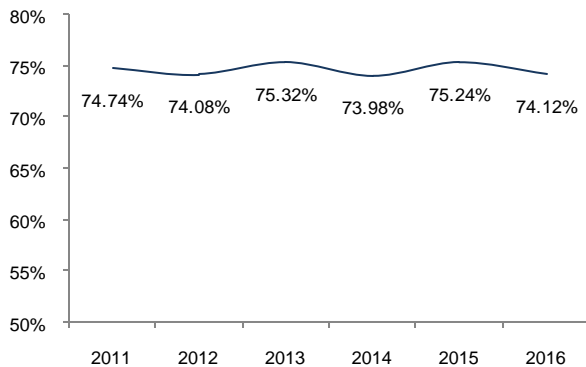
资料来源: 公司官网、国信证券经济研究所整理

战略先行，区域渠道全覆盖。在区域布局上，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。在渠道布局上，广西省内有 63 家三甲医院，218 家二级医院，公司逐步与区内 100% 的三甲医院和 90% 以上的二甲医院通过供应链延伸服务建立良好的合作关系，基本实现了自治区内中、高端医院的全覆盖。在上下游关系链上，医院终端的全覆盖反过来可以促进公司与供应商的合作。

提升医院终端客户粘附度

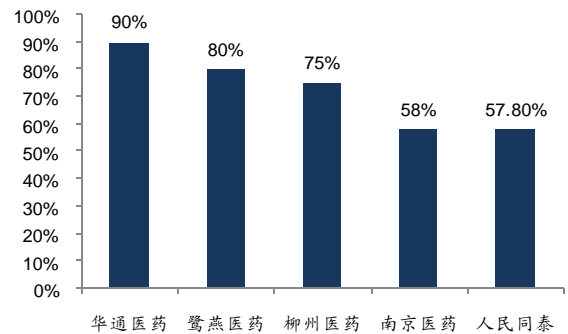
公司业务以医院纯销为主，纯销收入比重占 75% 左右，在医药流通上市公司中处于较高水平。医院终端具有医疗中心的地位，现占药品销售收入的 70%，市场影响力大，药品需求量大。纯销业务毛利率也高于商业调拨和第三终端。公司通过增加品规数量、打造供应链延伸项目来提升客户粘附度。

图 19: 柳州医药纯销占收入比重维持在 75% 左右



资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

图 20: 部分医药流通公司纯销业务占比概况



资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

1. 增加 SKU

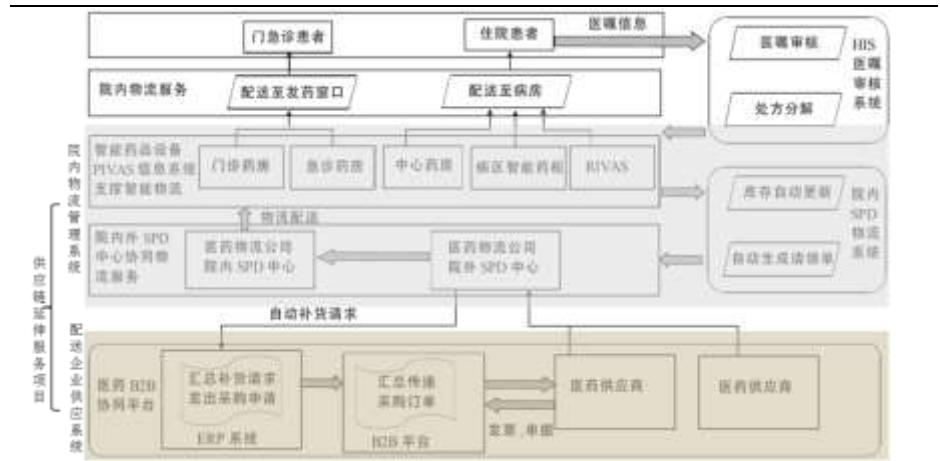
供应商数量持续增长，经营品种不断丰富。公司不断加深与上游医药工业企业的合作，先后与辉瑞、罗氏、诺和诺德、阿斯利康、拜耳等大型制药企业（或

其代理商) 签订年度代理或分销协议, 扩大公司在代理级别、代理品种上的优势。截至 2016 年, 公司拥有上游供应商超过 2000 家, 经营品规达到 2 万余个, 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, 成为区内同类企业中经营品规最齐全且供应充足稳定的少数企业之一。对于批发公司而言, 供应商数量和经营品种数量增加有利于进一步对接下游客户, 因此公司不断提升经营品规, 从表 6 可见, 公司 SKU 数量虽在区域流通企业中排名靠前, 但与鹭燕医药 46000 余种相比还有一定差距, 我们认为随着公司在中药饮片、医疗器械业务上进一步拓展, 品规数量有望较快提升。

2. 打造供应链延伸项目, 增强客户黏性

公司 2015 年定增募投资金, 主要用于医院供应链延伸服务项目, 该项目计划投资 10.35 亿元, 建设期 3 年, 拟与广西 15-20 家三甲医院和 30-50 家二甲医院签订战略合作协议, 协助医院建设内部物流管理系统 (SPD), 并对医院药房进行自动化改造, 实现企业与医院间的物流、信息流、资金流无缝对接。供应链延伸服务项目主要是为医院搭建现代物流信息系统, 并与医院业务管理系统 (HIS) 对接, 统一医院的采购渠道, 优化管理能力。项目建成后可大幅缩减医院的药库管理成本, 借用供应商的库房实现云管理, 同时在平台上实现医院内部信息传递、提升药品发放的效率。

图 21: 医院供应链延伸项目的内涵



资料来源: 卫生经济研究、国信证券经济研究所整理

截止 2017 年底, 该项目进展顺利, 已与区内 41 家高端医疗机构签订医院供应链延伸服务项目协议并逐步推进, 较年初增加 11 家, 并已有 3 家完成。从 2015 年底至今签订的协议中都附加了优先配送甚至独家配送的条款, 绑定下游。

表 9: 部分与公司签订供应链延伸协议的医院及进展情况

签约时间	合作医院	医院类型	配送服务	进展情况
2015.3.16	桂林医学附属医院	三级甲等		项目已完成
2015.3.16	广西壮族自治区人民医院	三级甲等		已完成药房智能化、药库智能化及静脉配置中心智能化建设, 搭建药库供应链管理平, 正在上线两个科室的病区智能化管理, 向全院零库存过渡。
2015.7.27	广西科技大学第一附属医院	三级甲等		项目已完成
2015.7.27	南宁市第一人民医院	三级甲等		已完成药库智能化、零库存管理及药房智能化建设, 搭建药库供应链管理平, 其余项目有序推进。
2015.7.27	南宁市第二人民医院	三级甲等		已完成药库智能化建设, 搭建药库供应链管理平, 其余项目有序推进。
2015.8.3	柳州市人民医院	三级甲等		已完成中心药房智能化建设, 搭建药库供应链管理平, 其余

				项目有序推进。
2015.8.20	玉林市中医院	三级甲等		已完成药库智能化建设, 搭建药库供应链管理平
2015.8.31	广西壮族自治区脑科医院	三级甲等		已完成药库智能化建设, 搭建药库供应链管理平
2015.9.21	广西中医药大学第一附属医院	三级甲等		已完成药库智能化、药房智能化建设, 搭建药库供应链管理平
2015.10.15	来宾市人民医院	三级综合		已完成药库智能化建设、电子标签应用、供应链管理平
2015.10.15	桂林医学院第二附属医院	二级甲等		项目已完成
2015.11.26	南宁市第三人民医院	三级专科	公司享有 优先配送权	已完成门诊药房智能化建设, 搭建供应链管理平
2016.1.18	柳江县人民医院	二级甲等	公司对医院使用药品实行 唯一配送模式	已完成药库智能化、药房智能化建设和供应链管理平
2016.1.18	大化瑶族自治县人民医院	二级乙等	公司享有 优先配送权	已完成药库智能化建设、电子标签应用、供应链管理平
2016.1.18	广西中医药大学附属瑞康医院	三级甲等	柳药在同等条件下对医院的药品享有 优先配送权	已完成门诊药房智能化、药库智能化建设, 其余项目有序推进。
2016.4.19	柳州市工人医院	三级甲等	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	已完成药房智能化建设、静脉配置中心智能化建设, 其余项目有序推进。
2016.4.26	柳州市柳铁中心医院	三级甲等	柳药在同等条件下对医院的药械享有 优先配送权	已完成药库智能化、门诊药房智能化建设, 搭建药库供应链管理平
2016.9.28	柳州市妇幼保健院	三级甲等	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	已完成药库智能化、药房智能化、阴凉库及冷库建设, 搭建药库供应链管理平
2016.12.31	广西医科大学第二附属医院	三级甲等	医院 所有药品由柳药配送	已完成药库智能化、门诊药房智能化建设, 实现药库零库存管理, 其余项目有序推进。
2017.2.16	广西壮族自治区南溪山医院	三级甲等	柳药在同等条件下对医院的药械享有 优先配送权	已完成门诊药房智能化建设, 搭建药库供应链管理平
2017.3.2	桂林市第二人民医院	三级甲等	柳药在同等条件下对医院的药械享有 优先配送权	已完成药库供应链管理平
2017.8.10	柳州市中医医院	三级甲等	逐步提升双方药品供应战略合作伙伴关系	已完成中药房建设, 其余项目有序推进。
2017.9.6	桂林市人民医院	三级甲等	柳药在同等条件下对医院的药品享有 优先配送权	正在实施门诊药房智能化管理建设, 其余项目有序推进。
2017.10.18	南宁市第四人民医院	三级专科	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	正在搭建药库供应链管理平
2017.11.22	河池市人民医院	三级甲等	进一步加强药品、医疗器械、中药饮片等方面的业务合作	正在进行项目前期沟通及方案设计
2017.11.27	桂林市中医医院	三级甲等	进一步加强药品、医疗器械、中药饮片等方面的业务合作	正在进行项目前期沟通及方案设计
2017.12.20	广西壮族自治区龙潭医院	三级甲等	享有药品(包括中药饮片)的 优先配送权	正在进行项目前期沟通及方案设计

资料来源:公司公告, 国信证券经济研究所整理

零售业务: 依托批发优势, 积极推进 DTP 药房

广西市场城市集中度高, 桂中大药房营收规模最大。广西市场规模 58 亿左右。桂中大药房营收规模是最大的一家, 市占比在 10% 左右。除此之外有一心堂、老百姓、大参林、健之佳等周边强势企业在此扩张, 营收规模都在 4 亿左右, 竞争较为激烈。广西医药零售的主战场主要为: 南宁、柳州、桂林、玉林、梧州五大区域, 尤其是桂柳南。南宁作为广西的首府, 人口、经济、大型医疗机构等资源聚集优势突出, 占据整个广西医药市场 30% 的份额。这个比例与社会消费品总结构大体匹配, 前五大城市市场规模占了全广西市场约 70% 的份额。

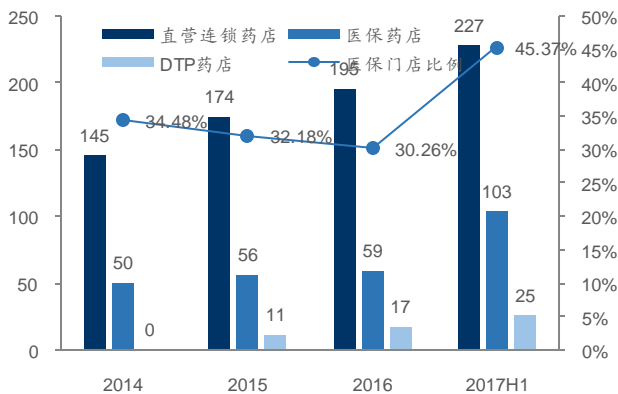
表 10: 2016 年广西零售市场主要企业

公司	门店	营收(亿)	覆盖地区
桂中大药房	195 (59 家医保, 17 家 DTP)	6.84 亿	柳州、来宾、桂林、河池、南宁、钦州等
大参林	304 家	4.92 亿	柳州、桂林、玉林、梧州、北海等 13 个地级市
一心堂	334 家	近 4.0 亿	柳州、桂林、白色、钦州、贵港、来宾等
老百姓	115 家 (2015)	4.0 亿 (2015)	南宁、柳州、河池、玉林、贵港、梧州、北海等
国大药房	72 家直营店, 8 家加盟店 (2016 年 4 月)	约 2 亿 (根据单店销售估算)	柳州、南宁、来宾、梧州、贺州等
康全医药	100 多家直营店, 200 多家加盟店	约 2.5 亿 (2015)	柳州、南宁、崇左、百色、河池、桂林、钦州
广西一心医药	159 家直营店, 275 家加盟店 (2014)	2.18 亿	柳州、南宁、崇左、百色、钦州、来宾等
广西宝和堂药业	30 家直营店, 75 家加盟店 (2015)	近 2 亿 (2015)	11 市 30 个县
健之佳	48 家 (其中南宁 43 家)	0.54 亿	南宁等

资料来源:公司公告、各公司官网、商务部、国信证券经济研究所整理

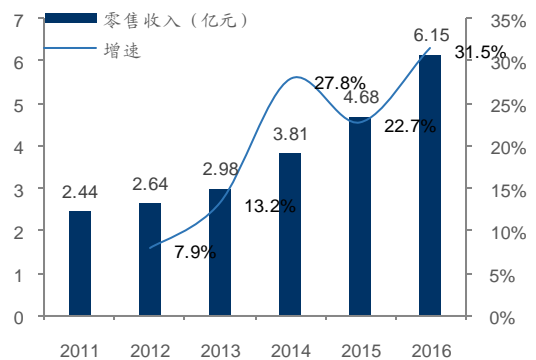
门店数稳步增长, 医保资质放开有助拉动营收。桂中大药房直营门店数量和营收均保持增长, 截至 2017 上半年, 已拥有 227 家直营药店, 其中医保药店 103 家, 占比 45%, 医保药店占比已有大幅提升。过去几年广西地区审批通过医保门店总体数量偏少, 广西医保门店占比约 25%。公司 2017H1 医保门店数量和比例已有大幅提升, 预计随着政策逐步放开, 桂中大药房医保药店占比有望进一步提升, 同时拉动营收。

图 22: 2014-2017H1 桂中大药房门店数量



资料来源:公司公告、国信证券经济研究所整理

图 23: 2011-2016 年广西柳州零售收入逐年增长



资料来源:公司公告、国信证券经济研究所整理

多重政策推动处方药外流, 有上游批发资源的公司具优势。药占比、零加成等政策共同促使处方从医院端流出, 而药店医保资质由“审批制+协议制”转变为“协议制”也放开了支付端。我们在此前的连锁零售药店行业报告中也测算过, 短期看处方药外流有千亿空间。公司全资子公司桂中大药房可以依托母公司在批发业务上的规模优势, 充分利用其对上游供应商的议价能力, 统一药品采购, 有效降低成本。

积极推进 DTP 业务, 迎接处方药外流。DTP 是承接处方药外流新特药的天然途径, 有上游批发资源的药店有巨大优势。DTP(Direct to Patient)模式, 即制药企业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。DTP 药房将药企和药房的联系更加紧密, 对于高价自费药和新特药领域有独特的连接优势。桂中大药房从 2015 年起布局 DTP 药店, 截止 2016 年底 DTP 药店数量达 25 家, 覆盖南宁、柳州、桂林等 9 个地区, 并在医院周边药店增设 DTP 品种专柜, 安排专职销售人员, 将原有设立在医疗机构附近的传统药店纳入 DTP 药店体系发展。目前处方药外流还处于初期, 现象还不太明显, 不过在药占比政策推动下, 我们估计

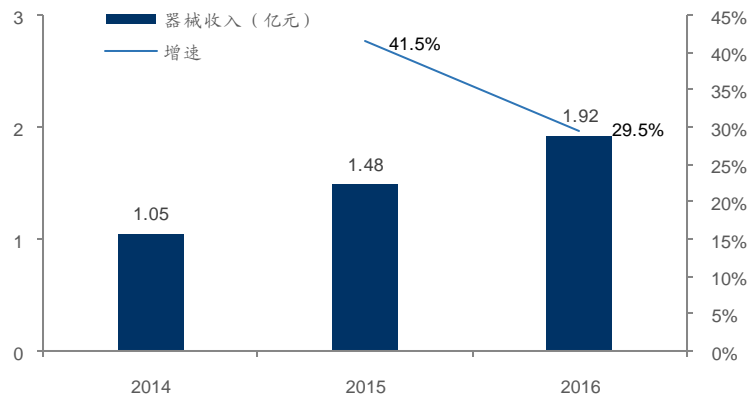
仍有慢病专科用药会外流到零售端。

业务多元化：器械、IVD、中药饮片三轮驱动

开展器械配送业务，转型综合性医药现代物流服务供应商

公司从 2015 年开始医疗器械配送业务，2015、2016 两年的营收分别为 1.48 亿、1.96 亿，增速 29.5%。2016 年广西药品配送规模约为 290 亿，器械耗材配送总规模估计在 40-60 亿元。柳药的器械配送占市场份额仅为 3%左右，远低于其在药品配送领域的份额，未来有较大的拓展空间。医疗器械配送毛利率目前 11.5%左右，略高于药品配送毛利率 9.3%。随着两票制逐渐淘汰中小代理公司，柳药凭借现有的配送网络、医院资源以及资金实力，有望在器械耗材配送市场迅速扩张，逐步实现由传统单一的配送商向综合性医药现代物流服务供应商的转型。

图 24：2014-2016 年柳州医药器械收入增速较快

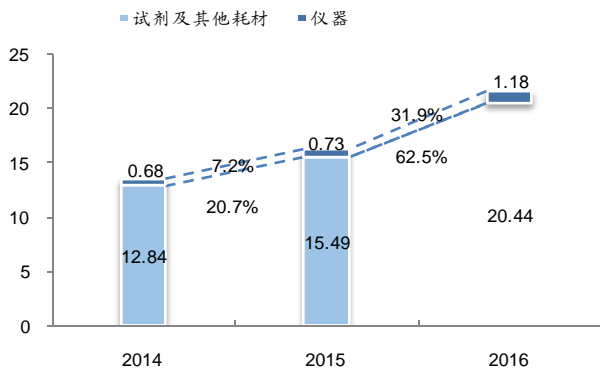


资料来源:公司公告、国信证券经济研究所整理

牵手润达医疗，扩张广西 IVD 流通

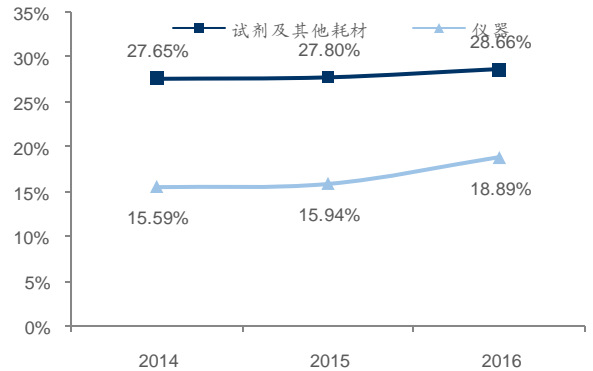
公司于 2017 年 3 月公告与润达医疗合资设立广西柳润医疗科技有限公司，公司以自有资金出资 5100 万元，持股比例 51%，润达持股比例 49%，目前合资公司已经注册完毕，意味着公司将切入 IVD 流通领域。润达医疗本身器械流通业务增长迅速，公司营收从 2012 年 7.7 亿元增长至 2016 年 21.6 亿，CAGR29.39%，16 年仪器毛利率 18.89%，试剂毛利率 28.66%，均远高于柳药毛利率。

图 25: 润达医疗营收情况 (单位: 亿元)



资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

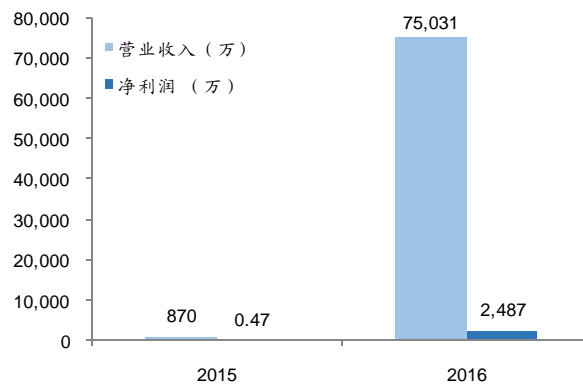
图 26: 润达医疗毛利润率情况



资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

润达国药合作先例具有借鉴意义。2015 年润达医疗携手国药控股，建立国药控股润达医疗器械发展(上海)有限公司，联营后新签约医院数量快速上升，国药润达营收增长迅速。国药润达结合了润达医药在体外综合诊断行业长期积累的产品与服务经验和国药控股在上海的物流网点、终端覆盖能力，形成较大规模效应。从 2015 年到 2016 年，国药润达的营收由 870 万迅速增长到 7.5 亿。净利润由 4700 元增长到 2487 万。之后国药润达成立子公司国药医疗供应链服务(上海)有限公司，国药占股 85%，润达占 15%，专门扩展体外诊断供应链，进一步提高分销能力。柳润模式结合公司现有配送网络、医院资源以及资金实力，有望在检测试剂配送市场迅速扩张，未来 3-5 年将持续快速增长，成为广西地区 IVD 流通龙头。

图 27: 国药润达 2015-2016 营收及净利润情况



资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

产业链延伸，中药饮片有望放量

公司于 2015 年设立了子公司广西仙莱中药科技有限公司，主要负责中药饮片的生产。2016 年仙莱中药建成并通过 GMP 认证，已生产加工中药材品种 350 余种，2017H1 实现盈利 147 万元。目前在全力扩大产能，预计能达到每年 3000 万吨的产能。2016 年全国中药饮片行业销售收入 1922 亿元，在医药工业中占比最低(6.5%)，但增速却最快(13.1%)，高于医药经济整体增速，我们估计广西全区的中药饮片市场大约有 30 亿的规模。凭借柳药和桂中大药房在销售渠道、客户资源和配送物流上的优势可以加速在医疗机构、连锁药店的推广，实现放量。

此外，公司积极发展中医药配套产业，已建设完成中药煎煮中心，计划为客户
提供中药代煎服务。同时桂中大药房下设广西仙莱国医馆有限公司，开展中医
连锁门诊业务，目前仙莱国医馆已在柳州设立首个中医门诊部并正式营业。未
来公司中医药产业将逐渐覆盖中医诊疗保健、中药材生产、煎煮配送、销售推
广等各个环节。

盈利预测

核心假设

公司业务可拆分为药品批发、药品零售、医疗器械和即将实现营收的中药饮片
四个主要部分。

- 1) 药品批发: 为公司最为主要的业务, 作为广西地区的龙头企业, 在“两票制”
以及广西新标之下, 我们预测 2017-2019 收入增速分别为 24%、22%、20%;
- 2) 药品零售业务: 随着门店数量的稳步增加, 医保门店资质放开以及 DTP 药
店增多, 将会保持较高增速, 我们预测 2017-2019 收入增速分别为 32%、
30%、28%;
- 3) 医疗器械配送业务: 由于基数较小, 有望借着公司良好的物流销售渠道实现
快速增长, 我们预测 2017-2019 收入增速分别为 30%、28%、25%, 配送
业务毛利率略高于药品批发, 在 10%左右;
- 4) 工业之中药饮片业务: 广西具有适宜中草药生长的独特气候条件, 加之南宁
中药饮片加工基地竣工并投入生产, 仙莱中药有限公司的产品通过公司营销
网络渠道逐步在医疗机构、零售药店铺开, 预计未来公司在中药饮片方面会
迅速放量, 我们预测 2018-2019 收入增速分别为 100%、80%; 毛利率方面
也随产能利用情况略有提升, 达 18%左右。

表 11: 柳州医药盈利预测 (单位: 百万元)

年份	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E	备注
营业总收入	5655	6508	7559	9478	11684	14191	
YOY	24.35%	15.07%	16.16%	25.38%	23.27%	21.46%	
毛利润	501	565	711	894	1116	1376	
YOY	18.64%	27.62%	51.86%	25.78%	24.79%	23.28%	
毛利率	8.85%	8.68%	9.41%	9.44%	9.55%	9.70%	
批发	5271	6033	6932	8607	10514	12631	
YOY		14.46%	14.90%	24.15%	22.16%	20.14%	
毛利润	383	428	541	672	821	987	
毛利率	7.26%	7.09%	7.81%	7.81%	7.81%	7.82%	
药品批发	5174	5896	6756	8377	10220	12264	
YOY		13.95%	14.59%	24.00%	22.00%	20.00%	药品批发产业会保持稳定增长, 受益于新标增速加快
毛利润	374	415	524	649	792	950	
毛利率	7.23%	7.04%	7.75%	7.75%	7.75%	7.75%	
医疗器械配送	97	138	177	230	294	368	
YOY		41.51%	29.49%	30.00%	28.00%	25.00%	器械配送基数小, 增速快
毛利润	9	13	18	23	29	37	
毛利率	9.00%	9.20%	10.00%	10.00%	10.00%	10.00%	配送业务毛利率大约在 10%左右
药品零售	381	468	615	812	1055	1351	
YOY	13.22%	27.80%	22.68%	32.00%	30.00%	28.00%	桂中大药房 2017 年增加近 100 家, 2018-2019 预计增速保持在 30%左右
毛利润	115	130	161	212	274	351	
毛利率	30.14%	27.89%	26.14%	26.10%	26.00%	26.00%	毛利率基本稳定
中药饮片生产			3	50	100	180	
YOY					100.00%	80.00%	中药饮片基数小, 未来两年逐渐放量
毛利润			1	9	18	32	
毛利率			18%	17.46%	17.80%	18.00%	随产能利用率提高, 毛利率略有提升
其他	3	7	9	10	14	29	
YOY		120.26%	31.33%	10.00%	50.00%	100.00%	其他包含仙晟随着 2018 年建成开始生产
销售费用率	1.69%	1.70%	1.68%	1.63%	1.60%	1.58%	2017 前三季度销售费用率 1.52%, 明显下降
管理费用率	2.06%	2.04%	2.01%	1.98%	1.98%	1.98%	2017 前三季度管理费用率 1.96%, 略降
财务费用率	0.90%	0.52%	-0.22%	0.00%	0.10%	0.20%	定增对财务费用的影响逐渐减小
所得税率	17.64%	15.60%	15.30%	15.00%	15.00%	15.00%	
归母净利润	170	208	321	405	509	631	
YOY	18.64%	27.62%	51.86%	26.31%	25.51%	24.04%	

资料来源: Wind、公司公告、国信证券经济研究所整理预测

各项业务空间探讨

- 1) 药品批发: 2017 年柳药市占率在 26% 左右, 估计随着两票制整合流通企业, 增速维持在 20% 以上, 高于 10% 的行业增速。我们预计市占率可以达到 50% 左右, 根据增速测算, 大约需要 7 年, 即 2024 年左右达到市占率翻倍, 之后维持稳定的行业增速。
- 2) 药品零售业务: 商务部数据显示 2016 年广西医药零售规模 58 亿, 估计目前柳药市占率 10% 左右, 为广西第一。预计零售净利率长期将达到行业水平 5%~6%, 未来达到 40% 市占率。
- 3) 医疗器械配送及 IVD 业务: 器械配送业务净利率略高于药品批发, 假设未来净利率提升到 4% 左右, 市占率 40%。
- 4) 工业中药饮片业务: 2016 年广西省中药饮片市场约 30 亿, 广西地区行业增速 13% 左右, 净利润率约 10%, 假设未来达到 20% 占比。

我们按照主营批发业务的增速和占比, 估算 2024 年的潜在空间 (注: 实际各项业务增速及市占率并不相同)。如下表, 2024 年公司收入潜在空间有 553 亿,

净利润 26 亿，即仍有 2017 年收入利润的 6 倍左右空间。

表 12: 各项业务未来潜在空间测算

	2016 年广 西市场规 模 (亿元)	2016 年公 司市占率	估计未来 公司市占 率	广西地区 行业复合 增速	2024 年市 场规模 (亿元)	公司收入 (亿元)	净利率	公司净利 润 (亿元)	备注:
药品流通	300	24~26%	50%	10%	643	322	4%	12.9	两票制促使行业集中度提升,假设公司市占比达到 50%
药品零售	58	7~10%	40%	12%	144	57	5%	2.9	2016 广西省医药零售增速 19.5%, 高于全国平均增速 10.9%。假设未来零售增速 12%
器械配送	135	2~3%	40%	12%	334	134	5%	6.7	
IVD 流通	25		40%	12%	62	25	6%	1.5	
中药饮片	30		20%	13%	80	16	10%	1.6	广西地区中药饮片行业增速 13% 左右。行业净利润率在 10-15%。假设公司净利润率 10%
合计	548				1263	553		25.5	

资料来源:公司公告、国信证券经济研究所整理预测

估值与投资建议

同业比较: 柳药盈利能力强, 资金运转快, 估值偏低。下表对比了各地方流通公司经营数据。在营运能力方面, 柳州医药的销售净利率最高, 远高于行业平均水平, 主要得益于企业较高的毛利率和相对较低的期间费用率; 在资金方面, 柳州医药资产速动比率最高, 短期偿债能力强, 而资产负债率在同业普遍偏高的情况下属于较低水平 48%, 仅略高于华通医药, 在回款较慢的医药流通行业显示出较强资金实力。2018 年的 PE 为 18 倍, PEG 仅 0.69, 估值较低, 综合实力较好。

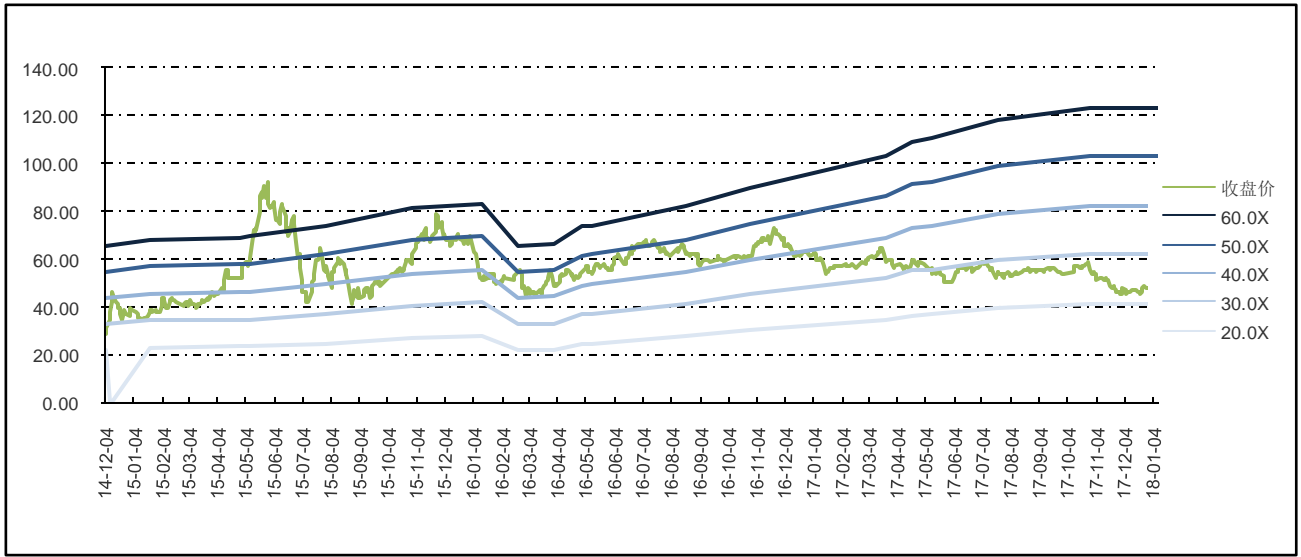
表 13: 地方流通公司财务指标横向比较

指标	柳州医药	南京医药	瑞康医药	鹭燕医药	人民同泰	华通医药	嘉事堂	备注
营业总收入 (亿)	75.59	267.21	156.19	69.83	90.06	12.58	109.72	
销售净利率	4.55%	0.89%	4.32%	1.67%	2.49%	3.17%	3.74%	柳州医药营收规模位于同行业中游水平; 净利率毛利率都名列前茅; 期间费用率也是行业内最低
销售毛利率	9.41%	5.88%	15.67%	7.59%	10.02%	11.43%	10.91%	
销售费用率 (%)	2.01%	2.15%	5.97%	2.02%	1.12%	3.68%	3.74%	
管理费用率 (%)	1.71%	1.39%	2.72%	2.08%	4.70%	3.50%	1.17%	
财务费用率 (%)	-0.23%	0.82%	0.54%	0.94%	0.02%	-0.12%	0.73%	
速动比率	1.62	0.92	1.37	1.06	1.18	1.13	1.17	柳州医药速动比率最高, 短期偿债能力强, 且负债率位于同行业较低水平
资产负债率 (%)	48.43%	78.02%	52.08%	60.75%	65.74%	47.62%	60.22%	
实控人控制股权 (%)	27.86%	26.94%	24.13%	35.21%	74.82%	26.25%	16.72%	
前三年营收复合增速 (%)	18.46%	12.56%	38.13%	8.15%	41.52%	6.26%	45.74%	未来三年增速处于地方龙头较高水平
前三年利润复合增速 (%)	29.03%	67.04%	60.25%	2.18%	226.30%	-4.02%	19.67%	
未来三年营收复合增速 (%)	23.36%	7.64%	34.99%	9.92%	12.66%	0.00%	26.44%	
未来三年净利复合增速 (%)	25.29%	31.12%	44.35%	18.66%	23.12%	58.40%	26.58%	
当前股价 (2018/1/9)	48.08	6.36	13.54	29.96	12.24	10.55	28	相比于同行业区域流通企业, 柳州医药的估值较低
市盈率 (2018)	17.48	18.86	14.67	23.56	21.00	20.69	19.34	
总市值 (亿)	89	57	204	38	71	22	70	
PEG (2018)	0.69	0.61	0.33	1.26	0.91	0.35	0.73	

资料来源:Wind、国信证券经济研究所整理、除柳州医药外为 Wind 一致预期 (注: 以上公司仅做列示, 不做推荐)

纵向比较: 估值处于历史底部, 股价性价比凸显。自公司 2014 年上市以来, 柳州医药 PE 平均值为 40.56, 最大值为 79.58, 最小值为 22.08。当前估值处于公司历史估值底部, 性价比凸显。

图 28: 柳州医药当前 PE 处于历史底部 (数据截止 2017/01/09)



资料来源:Wind、国信证券经济研究所整理

柳州医药业绩增长稳定，估值偏低，首次覆盖，给予“买入”评级。我们预测公司 2017-2019 年收入 94.78/116.84/141.91 亿元，增速 25%/23%/22%；归母净利润 4.05/5.09/6.31 亿元，增速 26%/26%/24%。当前股价对应 PE 分别为 22/18/14x。两票制在长期提升批发行业集中度的同时也在短期内对调拨业务有冲击，由于纯销和调拨占比不同，各公司所受影响也有差异，目前市场将批发类估值全线调低，我们认为有失偏颇，实际短中期如柳州医药为代表的部分批发公司调拨比例低，增长更明显，这类公司基于稳定且较高的增速，应该享有更高的估值。考虑到公司是医药流通区域龙头，受益于两票制和新标，未来三年复合增长约 25%，按照 PEG=1，给予 2018 年 25 倍 PE，对应合理估值 68.75 元，相比较 2018/01/09 收盘价 48.08 元/股，存在 43% 上涨空间，给予公司“买入”评级。

表 14: 可比公司估值

公司	市值 (亿元)	股价(元) 2018-01-09	EPS			PE			2018 PEG	CARG	ROE	ROA	ROIC
			2017	2018	2019	2017	2018	2019					
柳州医药	89	48.08	2.19	2.75	3.41	21.95	17.48	14.10	0.69	25.29%	10.06%	6.49%	10.96%
瑞康医药	204	13.54	0.67	0.92	1.18	20.15	14.67	11.47	0.28	51.49%	8.65%	5.51%	7.91%
南京医药	57	6.36	0.26	0.34	0.42	24.51	18.86	15.00	0.77	24.54%	6.86%	1.80%	3.70%
华通医药	22	10.55	0.33	0.51	0.76	31.97	20.69	13.88	0.40	52.26%	7.25%	3.99%	5.92%
鹭燕医药	38	29.96	1.08	1.27	1.51	27.83	23.56	19.90	1.31	18.05%	8.43%	3.37%	4.84%
人民同泰	71	12.24	0.46	0.58	0.72	26.78	21.00	16.94	0.73	28.92%	13.63%	4.97%	9.41%
嘉事堂	70	28.00	1.14	1.45	1.81	24.56	19.34	15.51	3.24	5.96%	11.26%	6.18%	6.49%

资料来源:Wind、公司公告、国信证券经济研究所整理注:除柳州医药外为 Wind 一致预期(注:以上公司仅做列示,不做推荐)

附表：财务预测与估值

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2016	2017E	2018E	2019E		2016	2017E	2018E	2019E
现金及现金等价物	1717	911	852	825	营业收入	7559	9478	11684	14191
应收款项	2986	4103	4962	5987	营业成本	6848	8586	10581	12835
存货净额	861	1152	1419	1686	营业税金及附加	28	35	43	53
其他流动资产	133	171	210	255	销售费用	152	190	231	280
流动资产合计	5696	6336	7443	8754	管理费用	129	159	191	228
固定资产	371	459	581	731	财务费用	(17)	(27)	(21)	(17)
无形资产及其他	102	98	94	90	投资收益	0	0	0	0
投资性房地产	109	109	109	109	资产减值及公允价值变动	(16)	(26)	(17)	(17)
长期股权投资	0	0	0	0	其他收入	(0)	0	0	0
资产总计	6279	7002	8227	9685	营业利润	402	510	640	795
短期借款及交易性金融负债	263	0	54	119	营业外净收支	3	3	3	3
应付款项	2599	3248	4003	4883	利润总额	406	512	643	798
其他流动负债	119	152	187	227	所得税费用	62	78	98	122
流动负债合计	2980	3400	4244	5228	少数股东损益	23	28	36	44
长期借款及应付债券	0	0	0	0	归属于母公司净利润	321	405	509	631
其他长期负债	61	61	61	61					
长期负债合计	61	61	61	61	现金流量表 (百万元)				
负债合计	3041	3461	4305	5289	净利润	321	405	509	631
少数股东权益	48	68	93	124	资产减值准备	6	3	4	6
股东权益	3190	3474	3830	4272	折旧摊销	13	47	57	70
负债和股东权益总计	6279	7002	8227	9685	公允价值变动损失	16	26	17	17
					财务费用	(17)	(27)	(21)	(17)
关键财务与估值指标					营运资本变动	(367)	(760)	(373)	(412)
每股收益	2.26	2.19	2.75	3.41	其它	10	17	21	25
每股红利	0.68	0.66	0.83	1.02	经营活动现金流	(1)	(262)	236	337
每股净资产	22.41	18.78	20.70	23.09	资本开支	(74)	(160)	(197)	(239)
ROIC	12%	12%	14%	16%	其它投资现金流	0	0	0	0
ROE	10%	12%	13%	15%	投资活动现金流	(74)	(160)	(197)	(239)
毛利率	9%	9%	9%	10%	权益性融资	1625	0	0	0
EBIT Margin	5%	5%	5%	6%	负债净变化	0	0	0	0
EBITDA Margin	5%	6%	6%	6%	支付股利、利息	(97)	(122)	(153)	(189)
收入增长	16%	25%	23%	21%	其它融资现金流	(363)	(263)	54	64
净利润增长率	54%	26%	26%	24%	融资活动现金流	1069	(385)	(98)	(125)
资产负债率	49%	50%	53%	56%	现金净变动	993	(806)	(59)	(27)
息率	1.4%	1.8%	2.2%	2.8%	货币资金的期初余额	724	1717	911	852
P/E	21.3	21.9	17.5	14.1	货币资金的期末余额	1717	911	852	825
P/B	2.1	2.6	2.3	2.1	企业自由现金流	(88)	(442)	28	92
EV/EBITDA	23.8	22.2	19.0	16.4	权益自由现金流	(451)	(682)	100	171

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

国信证券投资评级

类别	级别	定义
股票 投资评级	买入	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	预计 6 个月内，股价表现介于市场指数±10%之间
	卖出	预计 6 个月内，股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	超配	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	预计 6 个月内，行业指数表现介于市场指数±10%之间
	低配	预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 10%以上

分析师承诺

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，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。

风险提示

本报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有，仅供我公司客户使用。未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。

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。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。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，我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。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。

证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券机构销售团队

华北区 (机构销售一部)	华东区 (机构销售二部)	华南区 (机构销售三部)	海外销售交易部
李文英 13910793700 liwying@guosen.com.cn	张欣慰 18701930016 zhangxinw@guosen.com.cn	邵燕芳 13480668226 shaoyf@guosen.com.cn	赵冰童 13693633573 zhaobt@guosen.com.cn
许婧 18600319171 xujing1@guosen.com.cn	梁轶聪 18601679992 liangyc@guosen.com.cn	颜小燕 13590436977 yanxy@guosen.com.cn	梁佳 13602596740 liangjia@guosen.com.cn
王玮 15901057831 wangwei3@guosen.com.cn	吴国 15800476582 wuguo@guosen.com.cn	刘紫微 13828854899 liuziw@guosen.com.cn	陈俊儒 13760329487 chenjunru@guosen.com.cn
王艺汀 18311410580 wangyt@guosen.com.cn	金锐 13764958911 jinrui@guosen.com.cn	赵晓曦 15999667170 zhaoxxi@guosen.com.cn	邓怡秋 15986625526 dengyiq@guosen.com.cn
陈雪庆 18911132721 chenxueq@guosen.com.cn	倪婧 18616741177 nijing@guosen.com.cn	简洁 15823925035 jianjie1@guosen.com.cn	
杨云崧 18610043360 yangys@guosen.com.cn	林若 15618987024 linruo@guosen.com.cn	牛恒 17888837219 niuhen@guosen.com.cn	
赵海英 13810917275 zhaohy@guosen.com.cn	张南威 13918188254 zhangnw@guosen.com.cn	王灿 13247504850 wangcan@guosen.com.cn	
詹云 15281619128 zhanyun@guosen.com.cn	周鑫 18621315175 zhouxin@guosen.com.cn	欧子炜 18682182659 ouzw@guosen.com.cn	
边祎维 13521850202 bianyw@guosen.com.cn	丛明浩 13162040999 congminghao@guosen.com.cn		
	李杨 17301786715 liyong10@guosen.com.cn		