

深度报告——《医药流通》公司篇之柳药股份

深耕广西、全产业链发展

证券分析师：杜佐远 证券投资咨询执业证书编码：S1190517110001
证券分析师：蔡明子 证券投资咨询执业证书编码：S1190518050001
2018年8月7日

概要



投资建议： 买入！

.....



基本情况： 广西医药商业龙头，工商零售全产业链布局

.....



流通板块： 两票制+新标执行+供应链管理，推动“份额+增速”提升

.....



IVD板块： 携手润达医疗延伸至耗材配送领域，打开省内天花板

.....



工业板块： 借助配送和客户资源优势，有望迅速放量，弹性大

.....



零售板块： DTP加速布局，收购优质零售药店资产，门店扩张带动高增长

.....



盈利预测与投资建议： 买入——具业绩和估值吸引力！

.....

 投资建议：买入

投资要点

流通行业观点：短期小拐点，估值够低；中长期有逻辑

流通板块短期逻辑：1) 利率水平从18Q3起企稳、有望逐步下降；2) 零加成、两票制的负面影响18Q3起逐步减弱，现金流压力有望逐步改善，而两票制对纯销的正面影响更加显现。**中长期逻辑：**1) 行业政策进一步推动小企业被收购兼并/逐步退出，龙头公司份额长期提升；2) 随着一致性评价开展，通过一致性评价的药品质量理论上处于同一水平，对药品尤其是普药和普通专科仿制药营销要求&必要性下降，中长期来看，商业公司有望承担更多的销售职能（类似于美国），以获取更强的议价能力，提升毛利率。**目前A股流通板块上市公司18年估值处于12-20倍区间，大部分在15倍左右，估值足够低。**

柳药股份观点：优质广西商业龙头，批零一体、工商联动打开中长期成长空间

柳药是广西医药商业龙头，市占率20%，业务涵盖医院纯销、第三终端、商业调拨、器械、IVD集采、零售药店、工业（中药饮片、普药）等，产业链齐全。公司在广西深耕细作，已与广西区内100%三级医院、90%以上二级医院建立良好的合作关系，并通过医院供应链管理项目换取区内15-20家三甲医院和30-50家二甲医院的药械优先或独家配送权，下游医院资源的广泛、扎实、稳定是公司的核心竞争力。不仅保证公司在两票制推行和新标切换时能够较其他对手更快抢占市场份额，更重要的是，还能助力公司药店、IVD流通、中药饮片等工业板块迅速释放业绩。批零一体、工商联动的协同效应使得公司业绩保持25%-30%增长，业务结构优化更能带来净利率提升、现金流压力减缓，是商业板块被低估和忽视的优质成长股。

市场分歧&我们的观点

1. 市场认为柳药经营现金流为负，担心经营能否持续稳定，我们认为流通是资金密集型行业，现金流承压是公立医院零差率后行业普遍存在的问题，柳药17年现金流-3.3亿主要是由于下游医院回款账期的延长使公司应收账款大幅增长，公司已经采取增加短期借款来缓解压力。另外，公立医院回款无法收回可能性很低，整体风险可控。

2. 市场认为柳药深耕广西，存在天花板，但公司业务对应的广西市场规模每年也有10%的增速，加上市占率稳步提升，空间仍然足够大；且公司通过产业链延伸，药店、IVD流通和中药饮片等工业带来新的强劲增长点，还成立并购基金用于工业项目培育收购，中长期还有望走出广西。因此，中期不会触碰天花板。

投资建议：深耕广西，全产业链发展，具业绩&估值吸引力，买入！

公司终端资源丰富，流通市占率提升和高毛利业务占比提升带来整体业绩提速，预计18-20 EPS 2.00、2.50、3.04元；归母净利润5.18、6.48、7.86亿元，对应PE 16X、13X和11X，历史经营稳健优异，未来仍能保持较快增长的区域医药商业龙头，同时积极向上游工业扩张，零售药店、中药饮片板块高速发展，具备业绩和估值吸引力，一年期合理估值45~50元（19PE18~20X），一年期空间39%~54%，维持“买入”评级。

风险提示：经营现金流改善时间和幅度需观察。

柳药各核心板块要点概括

流通板块：两票制+新标执行+供应链管理，推动“份额+增速”提升

柳药流通市占率约20%，流通板块核心增长因素在于18年新标在广西二级及以上医院的全面执行，预计17年新标的执行带来的行业整合和配送份额的提升；与全国性流通企业相比，柳药股份纯销占比大，能更快适应新政策，抢占对手市场，未来市占率有望提升至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，利润增速有望提升至25%-30%以上。

IVD板块：携手润达医疗延伸至耗材配送领域，打开省内天花板

在新业务延伸方面最大亮点之一就是与润达合作成立柳润，切入广西超过20亿的IVD流通市场。柳药股份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5%，打破省内药品配送领域天花板。

工业板块：借助配送和客户资源优势，有望迅速放量，弹性大

公司15年设立了中药饮片企业仙茱中药，饮片由于不受零加成和降低药占比等政策影响需求旺盛，加之仙茱中药逐步释放产能，依托母公司柳药股份的配送系统和终端医疗资源，目前已经盈利，且已经是当地饮片龙头企业。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；公司参与设立的健康产业并购基金已实施对广西万通制药的收购，增强工业板块竞争力。**预计18年中药饮片收入1亿元，净利润1000万元，2022年有望突破5亿收入，贡献约0.75亿净利润。**

零售板块：DTP加速布局，收购优质零售药店资产，门店扩张带动高增长

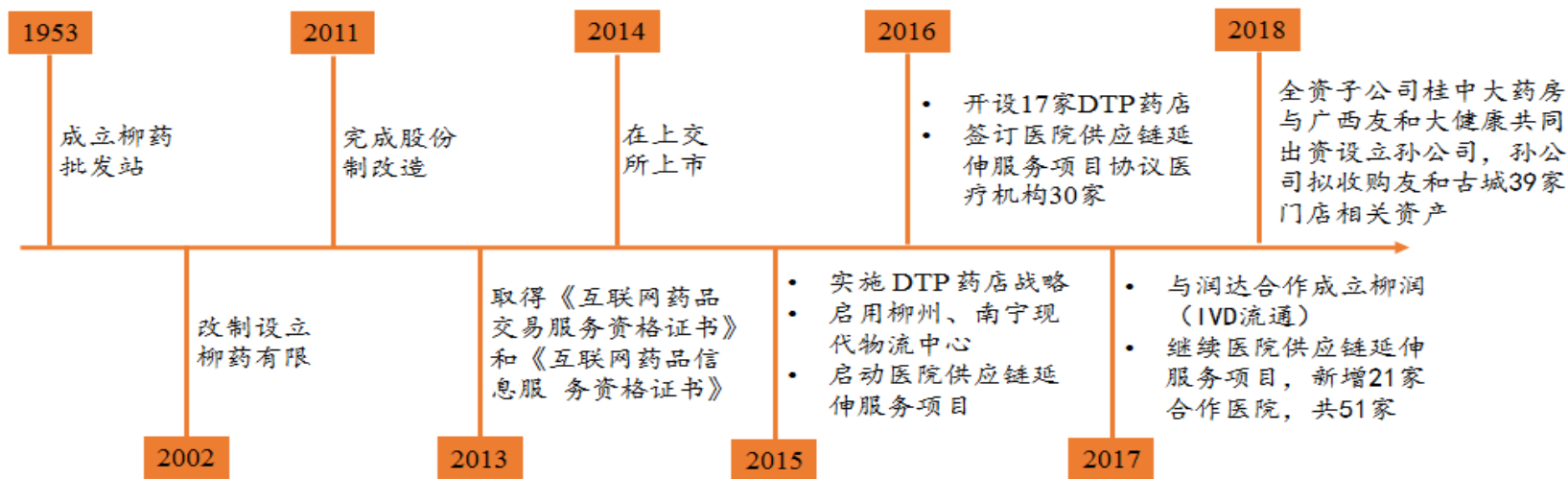
公司旗下桂中大药房作为广西规模最大的连锁药店，通过自建和并购迅速扩张门店，目前直营门店数已达305家，门店扩张带动零售业绩增速超过40%，2018年收购友和古城优质门店，盈利能力进一步增强；同时，桂中通过在医院周边药店增设DTP品种专柜，并加强与相关供应商的合作，进一步丰富DTP药店品种，顺应处方外流趋势，还为流通业务拓宽了渠道。**2017年零售板块收入8.68亿元，净利润2918万，净利率3.36%，预计2021年零售板块有望突破30亿收入，贡献约1.5亿净利润。**

● 公司概况：广西医药商业龙头，工商零售全产业链布局

1.深耕广西，流通为核心，全产业链覆盖

- ▶ 柳药股份是广西医药流通的龙头，市占率约20%，经过六十多年的发展，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。
- ▶ 董事长朱朝阳是公司的实际控制人，直接持有公司 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。

图：柳药股份主要发展历程

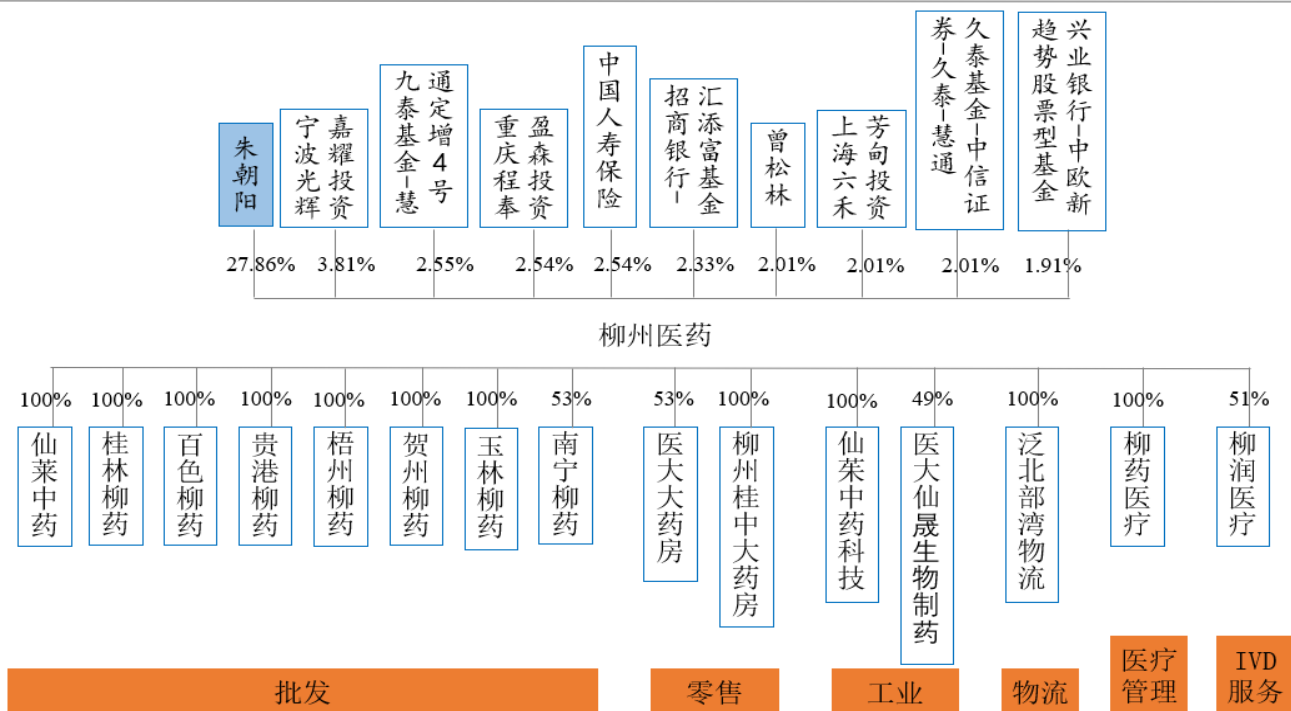


资料来源：公司公告，太平洋证券研究院

1.深耕广西，流通为核心，全产业链覆盖

- 工业-流通-物流-零售全覆盖：柳药有14家控股或参股的子公司，业务涵盖药械配送、工业（中药饮片、制剂）、零售药店、物流、医疗管理等，初步实现了医药流通领域的全产业链布局。
- 公司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。

图：柳药股份股权结构及子公司情况

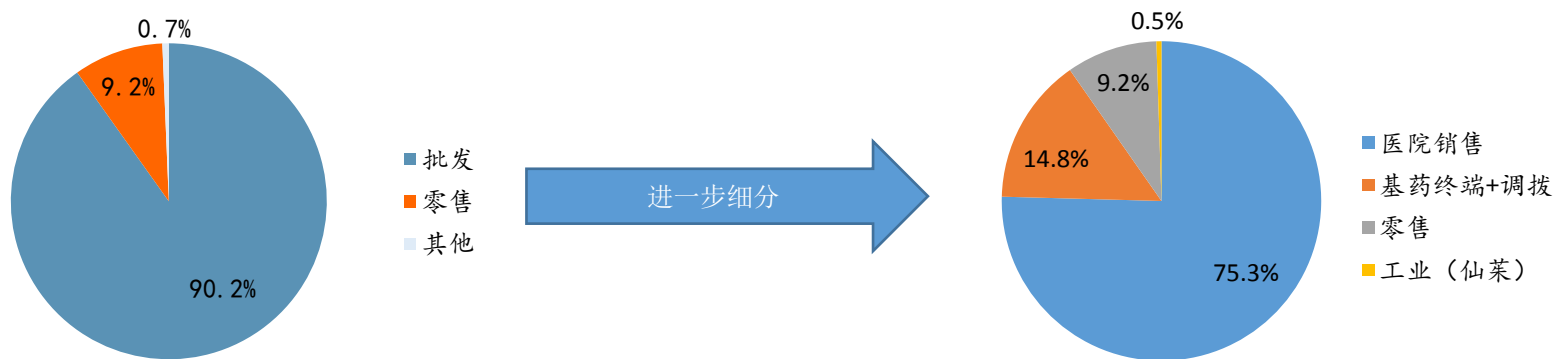


资料来源：公司公告，太平洋证券研究院

2.快速增长，中短期不会触及天花板

- 公司的业务板块中，**批发业务为核心业务**。2017年批发业务收入85.17亿元，占总营收的90.16%；除此外，零售业务2017年收入达到8.68亿元，占比9.19%；工业和IVD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。
- 下游医院的广覆盖和稳定合作是公司业绩稳定增长的基础，深度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，2017年医院销售业务收入71.15亿元，同比增长27.12%，增速稳健；第三终端及调拨业务合计14.02亿规模（17H1为6.8亿，下半年稍多），在两票制和广西换标背景下，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：2017年公司收入结构

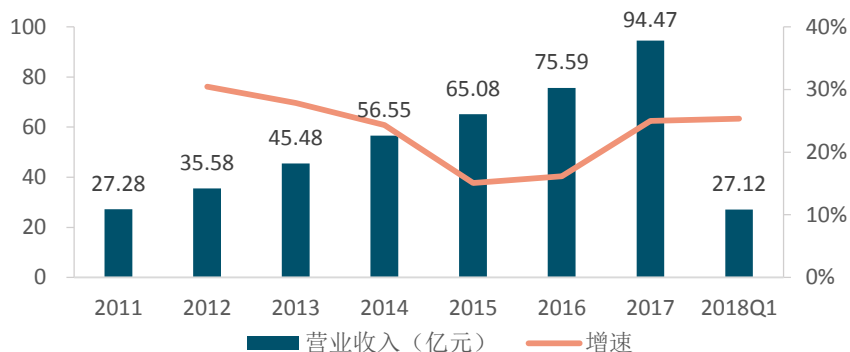


资料来源：公司公司，太平洋证券研究院

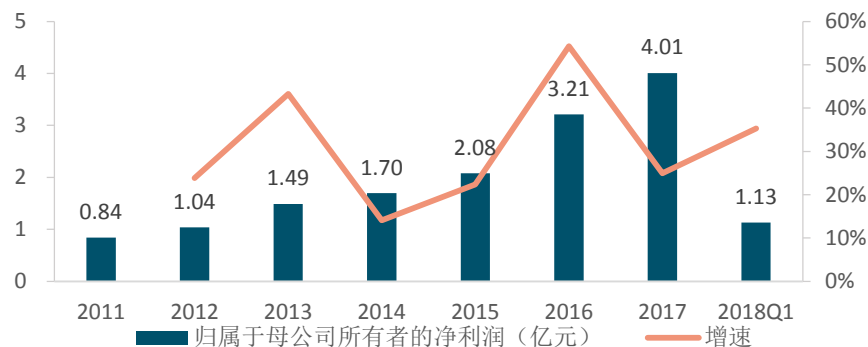
2.快速增长，中短期不会触及天花板

► **业绩及经营情况：终端覆盖面提升带动业绩增长，高毛利业务占比提升改善盈利能力。**2017年收入94.47亿元（+24.98%），净利润4.01亿元（+25.04%）。18Q1公司收入27.11亿元（+25.32%）；毛利率9.63%（+0.31%），主要原因是：1）新标执行和“两票制”实施提高公司配送终端覆盖面；2）高毛利的零售、器械等业务增速较快，收入占比不断扩大导致。2017年药品、医疗器械和其他业务毛利率分别提升0.10%、2.11%、2.37%。

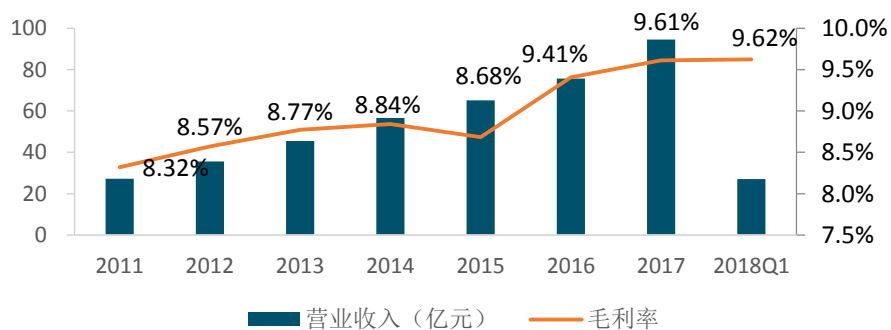
图：2011-2018Q1营业收入及增速



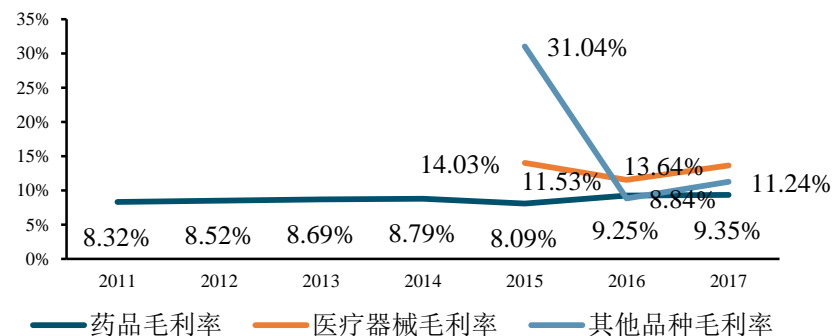
图：2011-2018Q1归母净利润及增速



图：2011-2017毛利率变化



图：2011-2017柳药股份主要业务毛利率变化

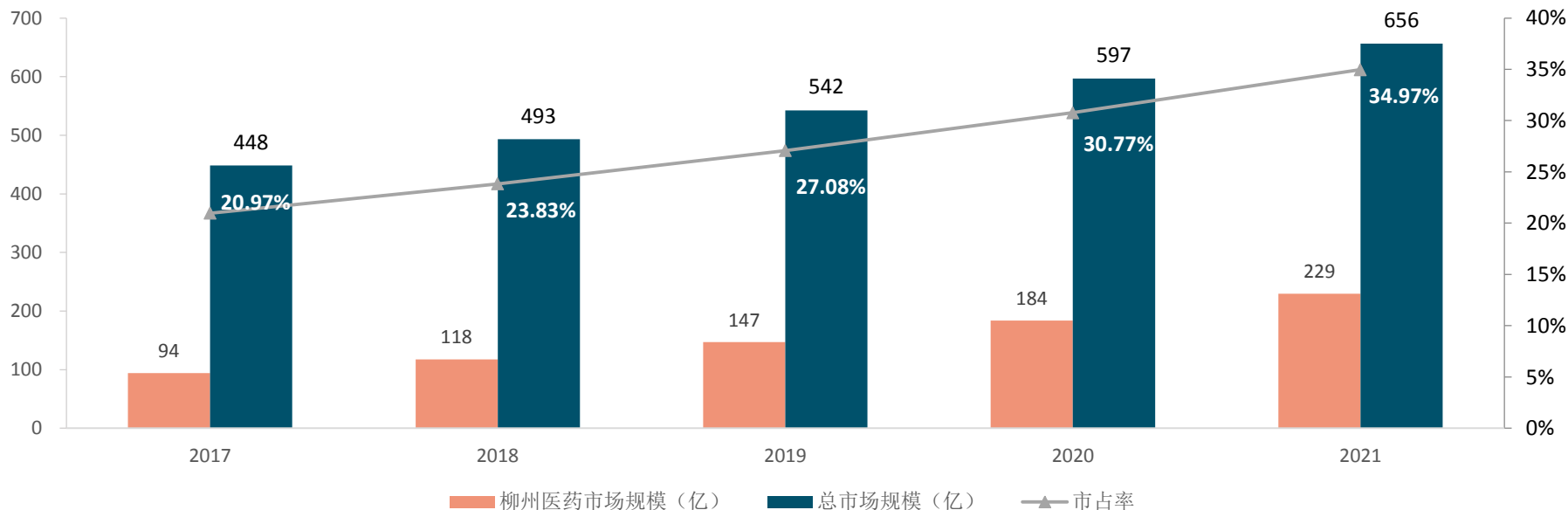


资料来源：wind，太平洋证券研究院

2.快速增长，中短期不会触及天花板

- 与行业共同成长，中短期不会触及天花板。根据我们大致推算，目前公司布局业务对应广西总市场规模约450亿（不含税，含税约520亿），根据商务部流通行业每年有8%-10%的增速来预计，3-4年后广西预计超过650亿规模，而公司目前市占率20%出头，未来每年预计保持20%~25%的收入增速，到2021年预计体量超过200亿，也仅有35%的市占率，因此中短期内不会触碰天花板，未来市场空间广阔。

图：未来公司及广西总市场空间预测



资料来源：公司公告，市场调研，太平洋证券研究院

2.快速增长，中短期不会触及天花板

➤ 具体各业务的市场空间预测如下图：

图：未来公司各业务市场空间预测

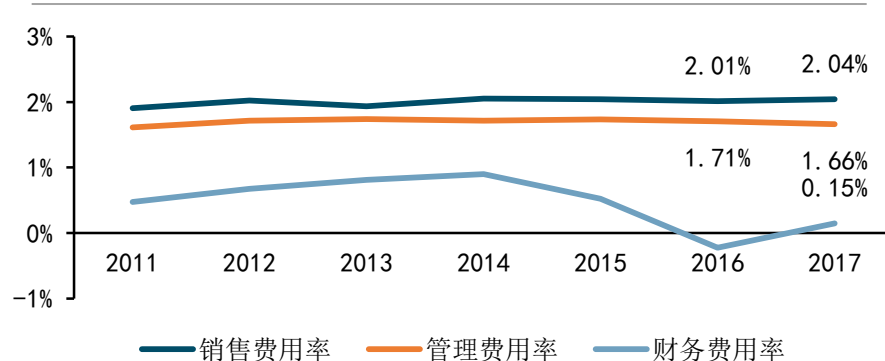
业务	17年广西规模 (亿, 含税)	17年公司收入 (亿, 不含税)	目前市占率	目标市占率	18年预期	19年预期	目前净利率
医院纯销	260-270	71.15	30%	50%	预计将慢一点， 因为17年基数高	预计与18年增速 相近	4%左右
基药终端	50	5.2 (估计值)	12%				
器械	60-70	2.9	4%		参考国润，有望 高速增长	参考国润，有望 高速增长	
IVD	20-30	-	-	20-30%	0.3-0.4亿		
零售	100	8.68	10%	30%	新收购并表，预 计增速50%左右	20亿	4% (不含返点)
中药饮片	30	0.4	不到2%	保持第一	产能释放，预计 收入突破1亿	1.5	17年10%，满产预计能 到15%
总体	520亿，每年增速 10%，2021年760亿	94.47	20%	40%以上	收入增速25%左 右，利润增速 30%左右	收入增速20%- 25%，利润增速 25%-30%	业务结构优化带来净利 率持续提升

资料来源：公司公告，市场调研，太平洋证券研究院。在计算市占率时，我们统一了口径，均为含税收入计算得出。

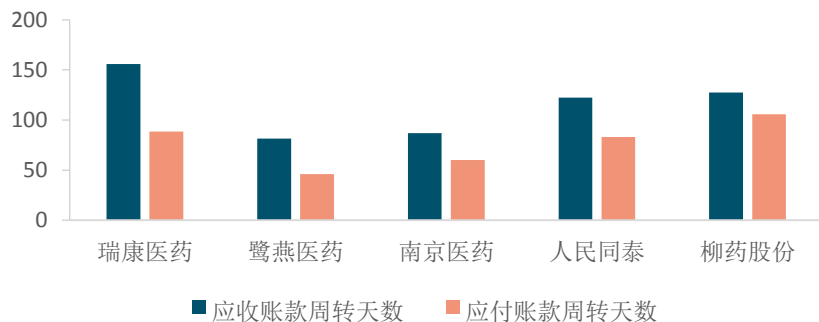
2.快速增长，中短期不会触及天花板

- **业绩及经营情况：费用控制稳中有降，营运能力同比占优。**2017销售费用率2.04%（+0.03%），管理费用率1.66%（-0.05%），财务费用率0.15%（+0.37%）。费用控制得益于规模效应，其流动比率近几年保持平稳，公司收入的快速增长并没有带来较明显的资金压力和偿债能力的下降，财务状况良好。

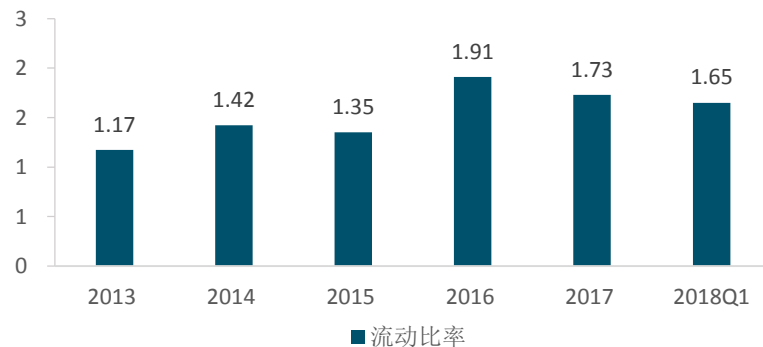
图：2011-2017三费控制



图：2017应收与应付账款周转天数同业比较（天）



图：公司流动比率历年变化

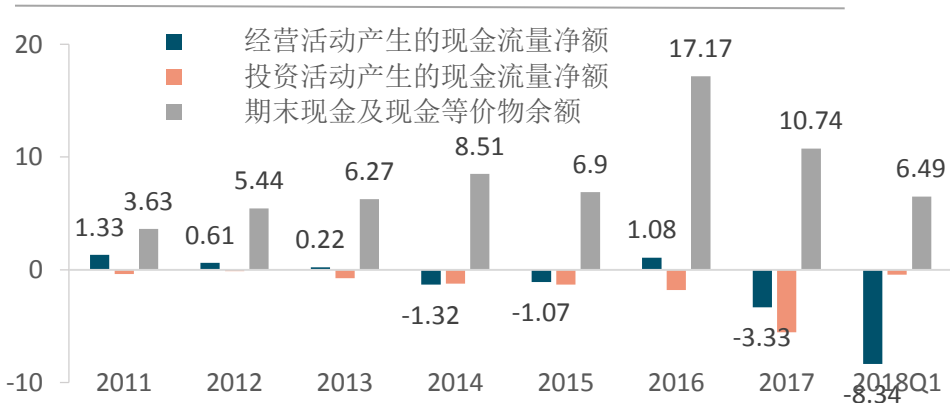


资料来源：wind，太平洋证券研究院

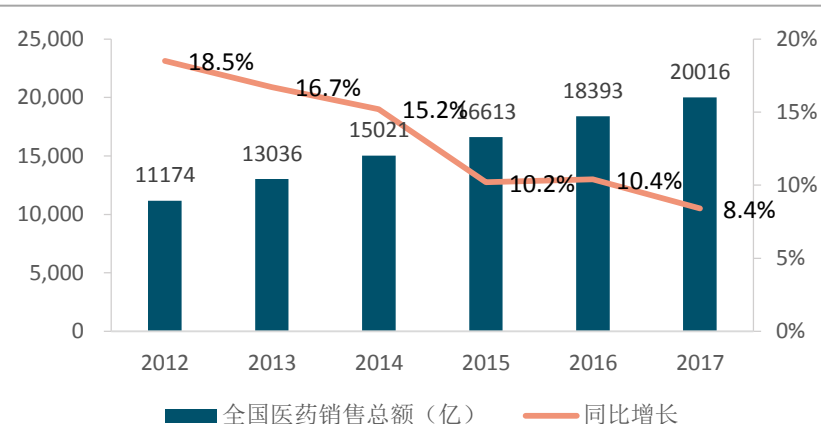
3.发债拓宽融资渠道+设立并购基金，缓解现金流紧张

- 近年来，由于公立医院零差率执行，医院回款周期延长，加上公司规模的扩张和产业链的延伸带来经营现金流净流出，以及投资现金流增加（购买理财+固定资产投入），现金流压力增加。不仅公司，其他流通企业也是如此，医院回款延长使得行业整体增速降低且资金紧张。
- 为了解决现金流紧张问题，2017年公司发行公司债券拓宽了融资渠道，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。除了以上2种融资渠道，柳药股份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。
- 公司整体的融资成本不高，接近4.35%的水平，接近基准利率，整体资金运营效率较高。

图：经营、投资活动产生的现金流量净额



图：全国医药销售总额逐年增长

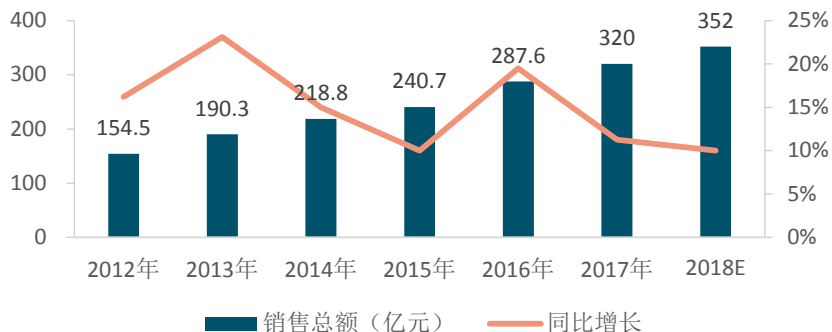


资料来源：公司公司，太平洋证券研究院

● 流通板块：“两票制+新标执行+供应链管理”，推动“份额+增速”提升

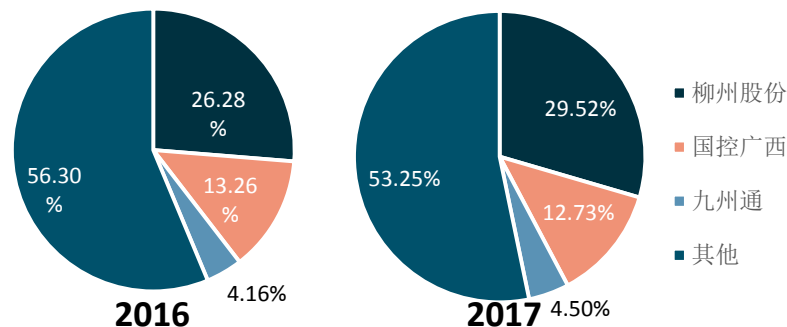
1. 广西省流通格局分散，存在较大整合机会

图：2012-2017年广西药品流通行业销售情况及预测



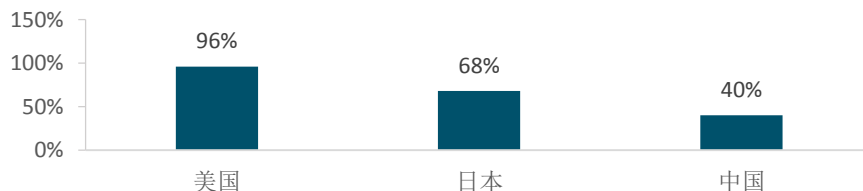
资料来源：中商产业数据库，太平洋证券研究院

图：近两年广西医药流通企业市占率情况



资料来源：商务部，太平洋证券研究院

图：2016年各国医药流通前三名企业市占率



资料来源：智研咨询，太平洋证券研究院

- 广西医药流通市场在西南地区最具发展潜力，销售规模扩张迅猛，2017年已达到320亿规模，同比增长11.2%，未来仍有较大提升空间，按照10%的增速计算，2020年预计达到426亿元。
- 2016年广西省医药流通企业16641家，前三位分别是柳药股份、国控广西和九州通，三者2017年合计市占率46.75%。因此，除这三大企业外，广西药品流通存在小而散的局面，亟待整合，而柳药股份作为区域性龙头企业在广西医药流通市场有更快提升空间，2017年比2016年市占率提升3.24%，相比九州通提升0.34%，国控广西则下降0.53%。
- 欧美发达国家医药流通呈现寡头垄断格局，且流通企业数量少，美国前三大企业集中度高达96%，我国医药流通行业在两票制等政策推动下，并结合自身特点，有望呈现“全国性龙头+区域龙头”的竞争格局，广西省流通存在较大整合空间。柳药作为广西省最具竞争力的民营流通企业，有望最受益。

2.两票制助推行业整合，公司营收提速

图：广西2017年以来两票制相关政策梳理

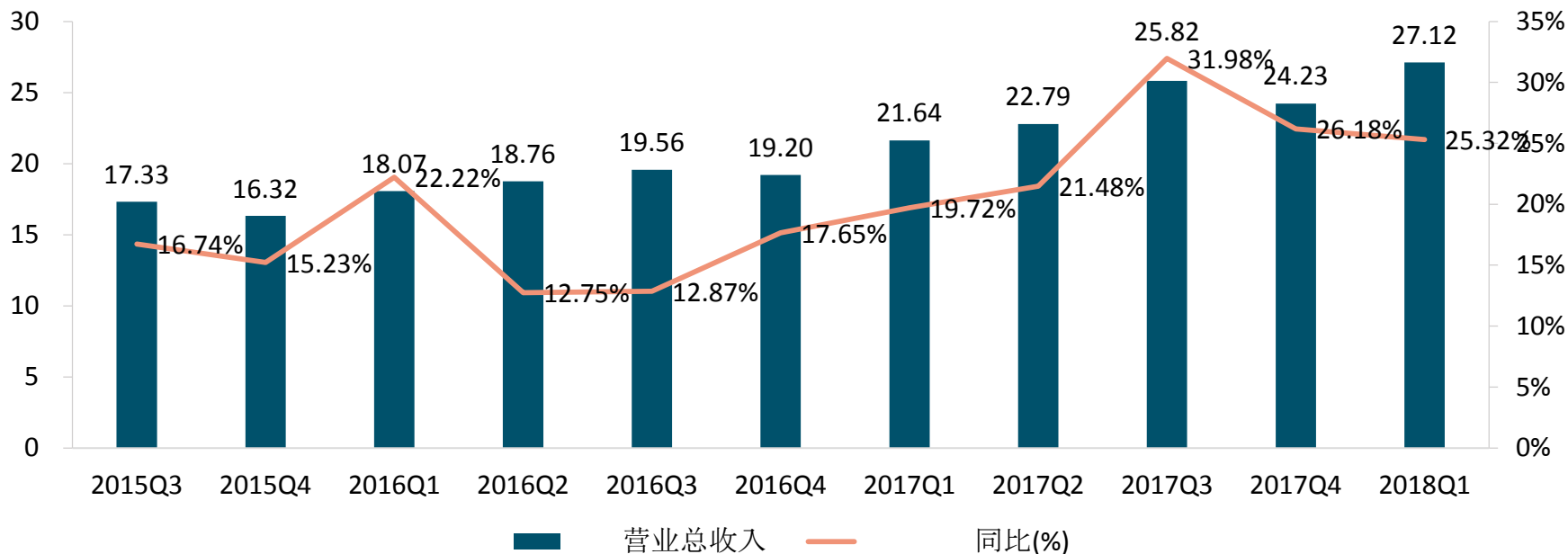
时间	发布部门	具体政策
2017.5.19	广西卫计委	发布《关于印发广西壮族自治区公立医疗机构药品集中采购“两票制”实施方案（试行）的通知，确定分两步推行“两票制”。
2017.9.1	广西卫计委	2017年9月1日起，在柳州、玉林、桂林、白色、防城港市率先试点实施“两票制”，鼓励其他医疗机构在药品采购中推行“两票制”。
2017.12.11	广西卫计委	广西省五个试点城市201家医院，596家基层医疗卫生机构已率先执行两票制，工作进展顺利。 2018年1月1日起，其它所有设区市全面实行“两票制”。
2018.1.29	广西卫计委	境外药品的国内总代理或直接从境外生产企业进口药品的代理商（在全国范围内仅限1家总代理），可视同生产企业。

资料来源：太平洋证券研究院整理

- 2015年开始，受两票制和医保控费医院回款周期拉长的影响，小的流通企业生存空间被压缩，行业份额被大型流通企业抢占，国内医药流通企业开并购加速，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。
- 经历前期过渡和试点期，2018年1月1日起，广西所有地区的二级以上医院全面实行两票制。医院票务工作处理负担增加，对流通企业税票处理能力和效率要求提高。1月底，广西卫计委、医改办多部门调整两票制实施方案，将“**境内外药品的国内总代理.....可视同为生产企业**”，改为“**境外药品的国内总代理...可视同为生产企业**”（向国家版看齐），这将使厂家绕过总代直接向商业公司开票，行业进一步洗牌。
- 总之，两票制的执行将有利于流通行业整合，柳药股份凭借企业配送能力、资金周转能力、供应链服务能力、下游医院深度绑定的优势，将在激烈的竞争中胜出。

2.两票制助推行业整合，公司营收提速

图：柳药股份历年季度收入及增速



资料来源：智研咨询，太平洋证券研究院

➤ 2017年5月，两票制在广西5个地级市开始执行，柳药股份在17Q3的收入随之明显提速，从Q2的21.48%提升至31.98%，之后也一直处于高增速区间，随着18年初以来广西所有地区全面执行两票制，柳药18Q1增速达到25%，全年有望维持在25%-30%以上，作为区域性医药流通企业，其市场竞争力有望进一步提升。

3.2017年新标切换，公司配送份额将显著提升

图：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，太平洋证券研究院

- 广西新旧标切换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。

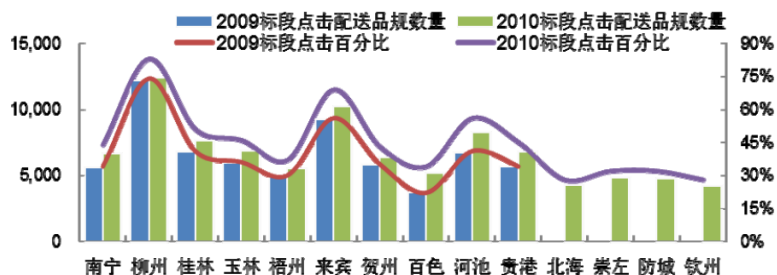
图：广西药品招标政策新旧标对比

	旧标	新标
执行时间	2011年3月开始执行	2016年9月开始执行
核心内容	同一中标品种（同生产企业、同通用名、同剂型、同规格）在一个区域的配送商 不能超过4家 （捆绑的调节水、电解质及酸碱平衡药不能超过8家）；同一品种（《自行采购目录》品种除外），同一家医疗机构只能由一家配送商进行配送。	同一品种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分别重新确定最多 不超过6个配送商 （调节水、电解质及酸碱平衡的基础输液最多不超过12家，生产商直接配送不占名额）； 同一品种一家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，医疗卫生机构可在生产商选定的1-6家。
配送企业	328家	264家

资料来源：公司公告，太平洋证券研究院

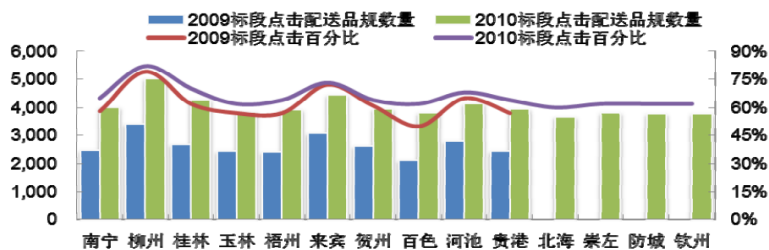
3.2017年新标切换，公司配送份额将显著提升

图：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：柳药股份招股说明书，太平洋证券研究院

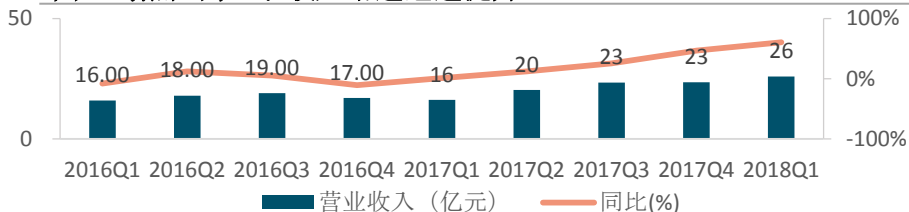
图：公司《自行采购目录产品》获点击配送情况



资料来源：柳药股份招股说明书，太平洋证券研究院

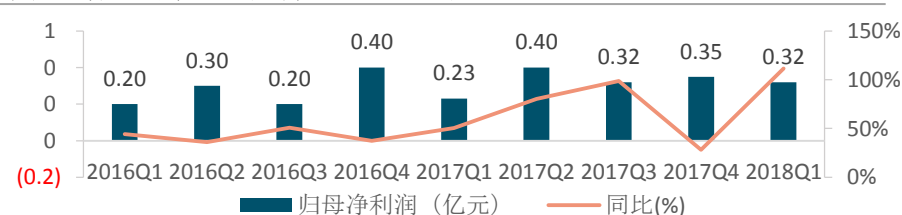
- 从上图可以看出，在2010年换标之后，公司在北海等4个区域有了零的突破，原有配送区域的品规数量及点击百分比都有了明显提升。分析原因：药品由入围生产企业决定选择配送企业配送，最终由医疗卫生机构在选定企业中勾选，柳药深耕广西多年，配送能力毋庸置疑。另外，考虑到医院的强势地位，多少会影响药企决定用哪家配送商配送，再考虑到柳药股份与广西医科大的深度合作及企业实力，因此在换标中，柳药股份占有很大优势。我们认为，17年的新标执行将复制此前的影响：公司配送范围和配送品种的提升，将加速业务增长，且这种增长会迅速的体现在公司收入利润端，基本没有滞后性。
- 换标对于流通龙头企业业绩提速可以在鹭燕医药（福建龙头，与柳药可比性极强）得到佐证：17年5月福建执行新标，公司的Q3收入增速迅速提升至26%，净利润增速更是从Q2的13%提升至Q3的25.73%。

图：鹭燕医药17Q3收入增速迅速提升



资料来源：公司公告，太平洋证券研究院

图：鹭燕医药17Q3利润增速迅速提升

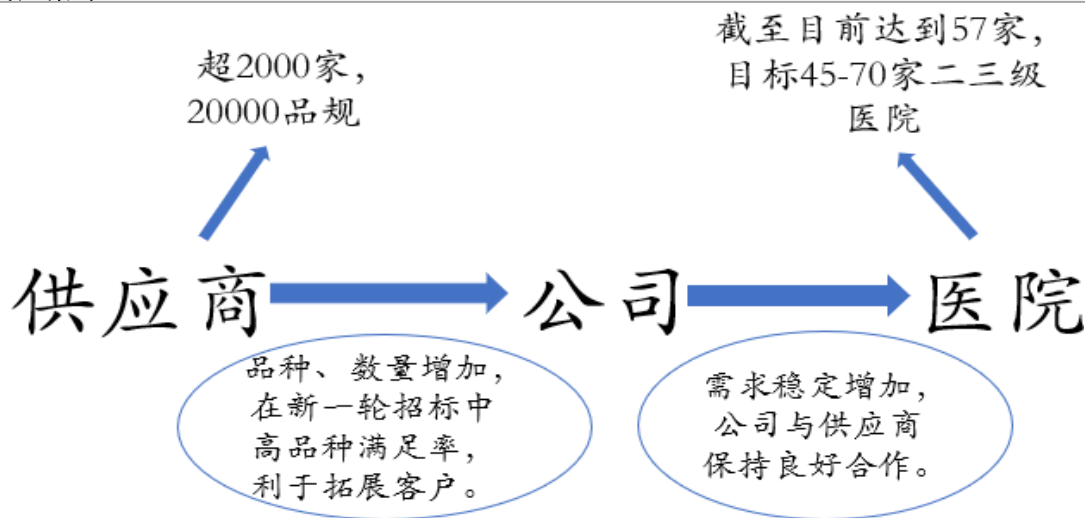


资料来源：公司公告，太平洋证券研究院

4.上下游延伸供应链，突破传统流通增长瓶颈

- **上游供应商合作：覆盖率提升，保证品种高中标率。**截至2017年，公司拥有上游供应商超过4200家，已与大部分全国、国际知名外资、合资制药企业建立良好业务合作关系，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40,000余个，基本覆盖了医院的常用药品和新特用药。

图：供应链延伸的成果及良性循环



资料来源：太平洋证券研究院整理

- **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。目前进展顺利，截至目前已签订项目协议的医疗机构已达57家，较年初增加了17家，其中有27家是三甲医院。公司募投项目资金需求压力不大，57家供应链管理项目投了4亿多（平均每家医院700万），其中17年投了3亿，18年预计再投1亿多的资金，基本能完成供应链项目投资。

4.上下游延伸供应链，突破传统流通增长瓶颈

图：通过供应链建设获得医院优先或独家配送权

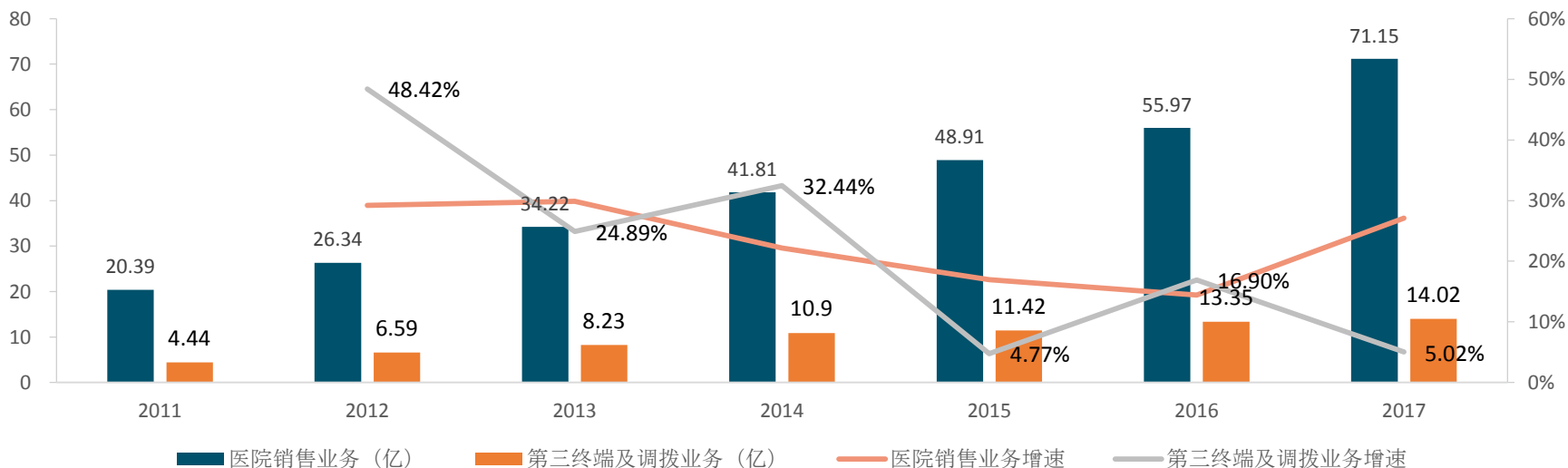
合作时间	对象	医院等级	合作年限	配送服务
20180528	玉林市第一人民医院	三级甲等医院	5年	柳药在同类药械、同等价格的情况下，享有优先配送权
20180228	广西壮族自治区桂东人民医院	三级乙等医院	5年	柳药在同类药械、同等价格的情况下，享有优先配送权
20171219	广西壮族自治区龙潭医学院	三级甲等医院	5年	柳药在同等条件下对医院的药品享有优先配送权
20171127	桂林市中医医院	三级甲等中医医院	5年	进一步加强药品、医疗器械、中药饮片等方面的业务合作
20171122	河池市人民医院	三级甲等综合性医院	5年	进一步加强药品、医疗器械、中药饮片等方面的业务合作
20171018	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，太平洋证券研究院


4.上下游延伸供应链，突破传统流通增长瓶颈

- 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。2017年末，公司医院销售业务实现销售71.15亿元，同比增长27.13%。同时，公司17年ROE12%，公司供应链建设的资本支出大部分已经在2017年消化完毕，未来ROE还将提升。通过多个因素（供应链管理+新标段+两票制）的叠加影响，流通规模效应进一步增强。

图：医院销售和第三方终端及调拨业务历年收入和增速



资料来源：公司公告，太平洋证券研究院

 **IVD板块：复制国润模式，优势互补
突破省内天花板**

1. 润达助力，强强联合有望打造广西IVD流通企业

图：柳润医疗的股权结构

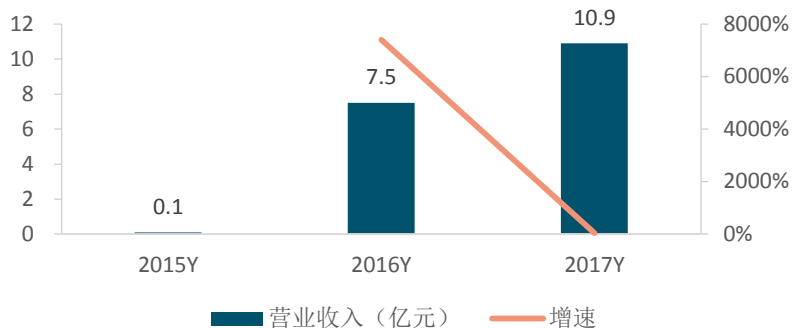


资料来源：公司公告，太平洋证券研究院

- 为了突破省内流通行业的天花板瓶颈，公司近年开始向IVD流通领域延伸布局，在切入方式上，公司采取了与润达医疗强强联合成立子公司的形式，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%。
- 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。
 - 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，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。

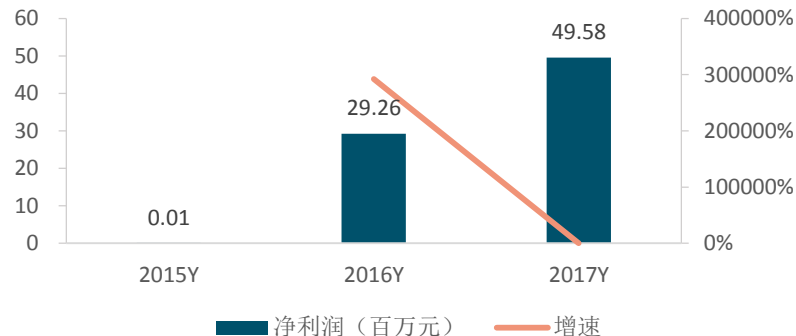
2. 有望复制国药+润达模式，获取广西IVD流通市场份额

图：国润营业收入指标



资料来源：公司公告，太平洋证券研究院

图：国润净利润指标



资料来源：公司公告，太平洋证券研究院

- 2015年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，短短2年时间，国润的营业收入增长至近11亿元，净利润上涨至4958万元。
- 保守估计，假设柳润在广西IVD流通领域未来3年达到5%的市占率，未来3年市场规模约46亿元，则至少对应约2.3亿收入规模。参考国润2017年4.5%的净利润率，我们预计柳润2018-2020年的净利润分别为468万、1260万、2052万元，并表后给柳药贡献分别为79万、275万、523万元。

图：柳润未来业绩预测

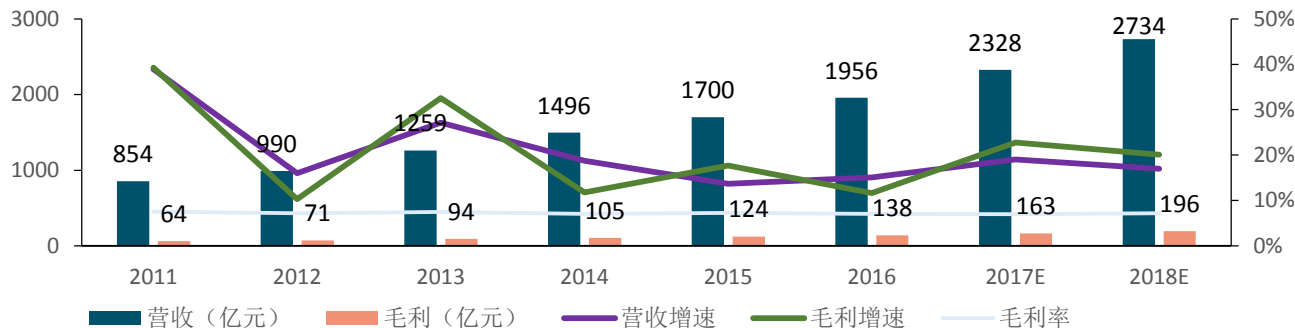
	2017E	2018E	2019E	2020E
广西IVD流通规模 (亿元)	30	34.5	40	45.6
增速	15%	15%	15%	15%
市占率	0.03%	1%	3%	5%
柳润收入 (万元)	90.0	3450.0	12000.0	22800.0
柳润净利润 (万元)	0.0	155.3	540.0	1026.0
柳润并表净利润 (万元)	0.0	79.2	275.4	523.3

资料来源：公司官网，太平洋证券研究院

● 工业板块：借助配送和客户资源优势，有望迅速放量，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

图：全国中药饮片行业营收及毛利（亿元）



资料来源：工信部，太平洋证券研究院

图：中药饮片相关政府政策

年份	条例	内容
2002年	《外商投资产业指导目录》	明确禁止外商投资“传统中药饮片炮制技术的应用及中成药秘方产品的生产”，并且禁止出口“中药饮片炮制技术”。
2004年	《关于推进中药饮片等类别药品监督实施GMP工作通知》	从2008年1月1日开始，所有的中药饮片生产企业必须在符合GMP条件下进行生产。
2009年	《关于扶持和促进中医药事业发展的若干意见》	鼓励优势资源整合，建设现代中药产业制造基地、物流基地，打造一批知名中药生产、流通企业。

资料来源：中国产业信息网，太平洋证券研究院

- 得益于医改政策的驱动，近年来我国中药饮片行业高速发展，市场规模不断扩大，销售收入2010年-2016年复合增速高达21.27%，2017上半年中药饮片行业收入达1047.9亿元，同比增长21.33%，预计未来能够维持15%-18%年增速，到2018年规模近2734亿，预计广西省中药饮片的规模应该在30亿左右。
- 与此同时，国内饮片行业极为分散，行业内企业呈金字塔分布。近年来，政府禁止外资进入中药饮片行业，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，行业整合加快。公司在中药饮片加工基地新投资建设的广西首个智能化中药煎煮中心一期已建设完工并投入使用，并且与广西医科大制药厂合资建设的医大仙晟药品生产项目也有序推进，已完成厂房建设和设施设备安装，正在着手准备GMP认证。同时公司参与设立的产业并购基金已实施对万通制药的收购，产业链布局进一步加快，未来将逐步形成新的利润增长点。

2.仙茱中药扩大饮片产能，已实现盈利，18年有望放量增长

2015年柳药股份全额出资成立广西仙茱中药，从事中药饮片的加工及销售。自成立以来，仙茱中药已经依靠自身及母公司柳药股份累计了上中下游优势，与母公司柳药共享医院终端和零售资源。**2017年仙茱中药收入4813.79万元、净利润475.04万元，预计18年收入1亿元，净利润1000万元。**

- **上游优势：产能释放+零加成带来规模优势。**仙茱中药目前已有的两条生产线：中药饮片和毒性中药饮片，中药饮片2018年净利率有望达到12%。经测算1吨产能对应5万元营收，并且假设净利率率稳定在8%左右，则在产能利用率达到100%时，仙茱中药即可生产3200吨中药饮片，营收能够达到1.6亿元，净利润1280万。而公司2018年1-5月已达到4000万收入，预计整年能达到1.4亿以上，而当公司成长到5亿规模时净利率能到15%，净利润达到7500万，从而带来现金流的巨大改善。

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：太平洋证券研究院整理

- **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，建立起高效物流配送网络。仙茱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：柳药服务网络

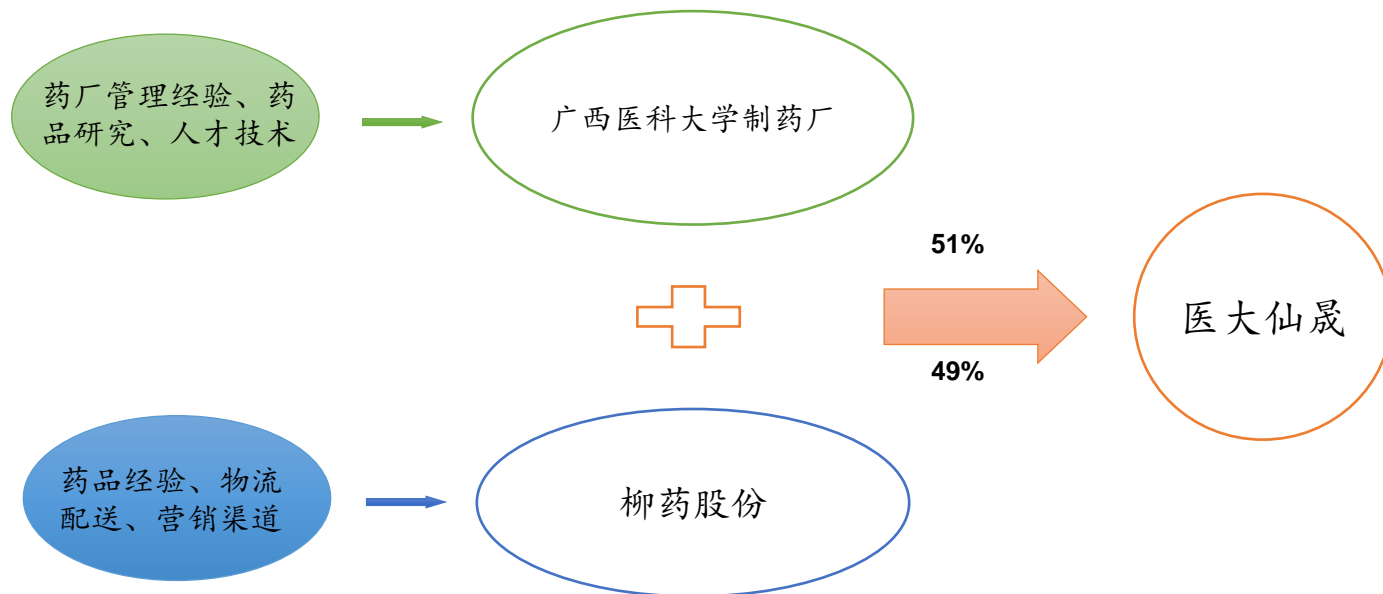


资料来源：太平洋证券研究院整理

- **下游优势：丰富的医院和零售终端资源。**柳药在2017年末已经与广西51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货独家优先经营权。同时它也在积极开拓零售端资源，至2017年已布局270家直营药店，其中医保药店157家，DTP药店29家，仙茱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

图：仙晟制药投资方的资源优势



资料来源：公司公告，太平洋证券研究院

- 2016年柳药股份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。

4. 并购基金项目逐步推进，收购万通制药新增长

图：柳药投资设立健康产业并购基金情况报告

设立方	设立时间	并购基金规模	出资结构和出资进度	设立目的	项目进展
柳药股份、天源汇通、浙银信和创杰投资	2016年12月9日	总规模为不超过人民币75,210万元	天源汇通作为普通合伙人拟认购出资额不超过110万元，浙银信和作为普通合伙人拟认购出资额不超过100万元，柳药股份拟作为中间级有限合伙人以自有资金认购出资额不超过10,000万元，创杰投资作为劣后级有限合伙人拟认购出资额不超过15,000万元，后续将寻找合适的优先级有限投资人认缴剩余金额。并购基金的出资采取认缴出资制，出资资金视投资项目资金需要逐步到位。	进一步推进广西柳药股份股份有限公司（以下简称“公司”）战略地位，提升公司的行业地位，拓展上下游医药产业领域，在更大范围内寻求对公司具有重大意义的并购及投资标的，同时借助专业管理机构放大公司的投资能力，分享快速发展的并购投资市场的回报	2017年1月4日，柳药天源首期出资38,997万元已募集到位，其中公司完成出资5,171.60万元。截止2017年12月1日，根据《共青城柳药天源投资管理合伙企业（有限合伙）合伙协议》的约定，柳药天源第二期出资17,500万元已募集到位，其中公司完成出资2,333万元。

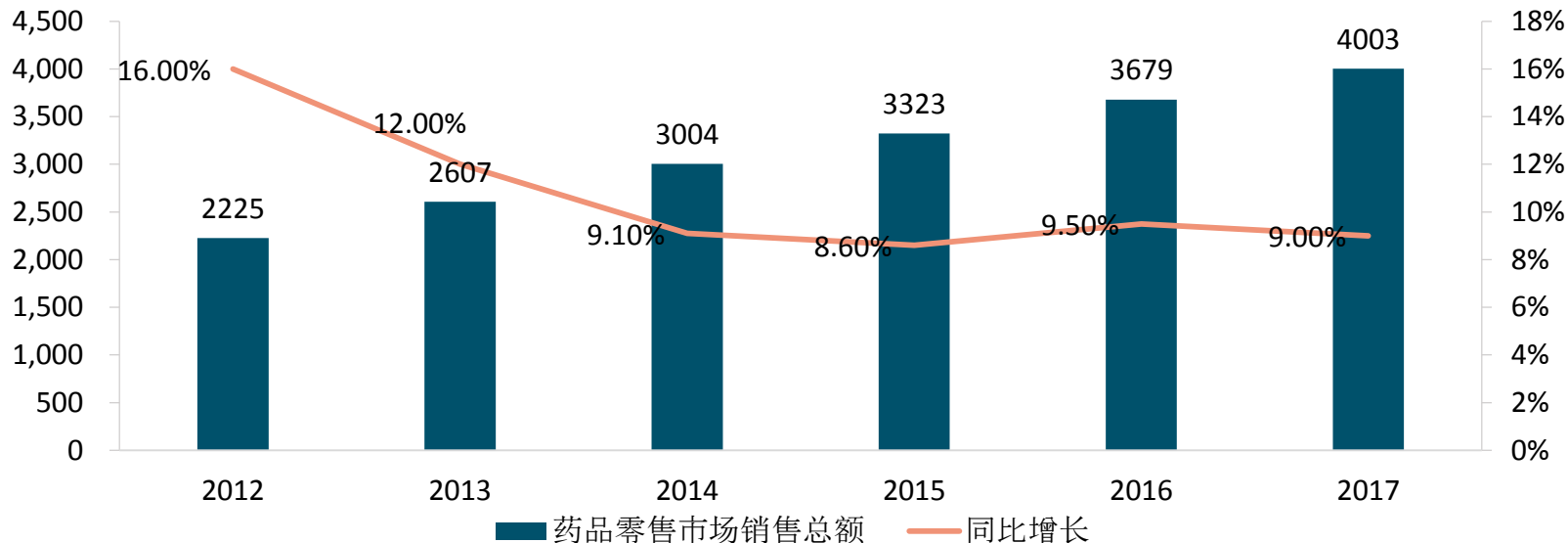
资料来源：公司公告，太平洋证券研究院

- 公司参与设立的健康产业并购基金已实施对广西万通制药的收购，万通制药是一家从事中成药生产的高新技术企业，市场在广州上海广西，主要产品有万通炎康片、复方金钱草颗粒等国家中药保护品种，2016年实现销售收入10366万元，有中成药独家品种。此次收购使得公司的产业链布局进一步加快，未来或成新的盈利增长点。

● 零售板块：DTP加速布局，收购优质零售药店资产，门店扩张带动高增长

1.广西连锁药店业态多元化，集中度将提升

图：全国药品零售市场销售总额及增速

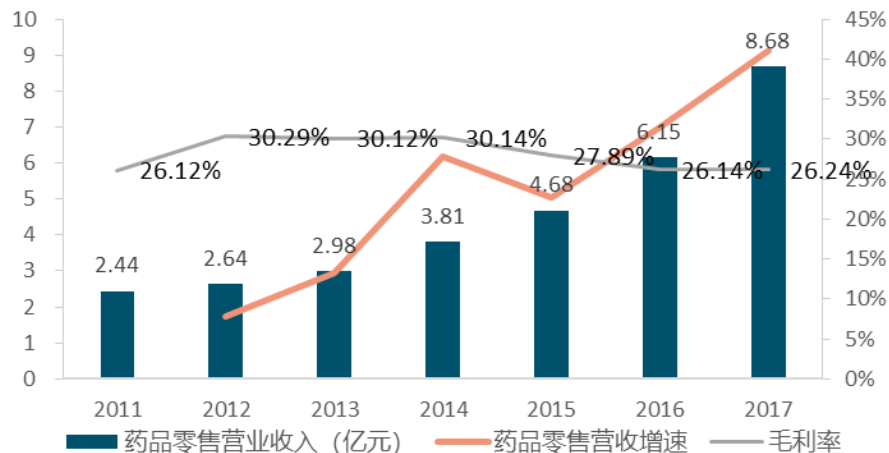


资料来源：商务部，太平洋证券研究院

- 2017年全国零售药店市场增速约为9%，增速比2016年略放缓，医保控费、医药电商兴起和市场趋于饱和带来的激烈竞争导致零售药店利润率下降，单体药店的生存空间收到挤压，相对而言，连锁药店体量大，资本雄厚，议价能力强，抗风险能力整体优于单体药店，同时，两票制的推进将进一步淘汰议价能力较弱、营业成本较高小型单体药店，大型连锁药店有望开始新一轮的整合扩张，行业的集中度将不断上升。
- 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、一杆称大药房）、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。

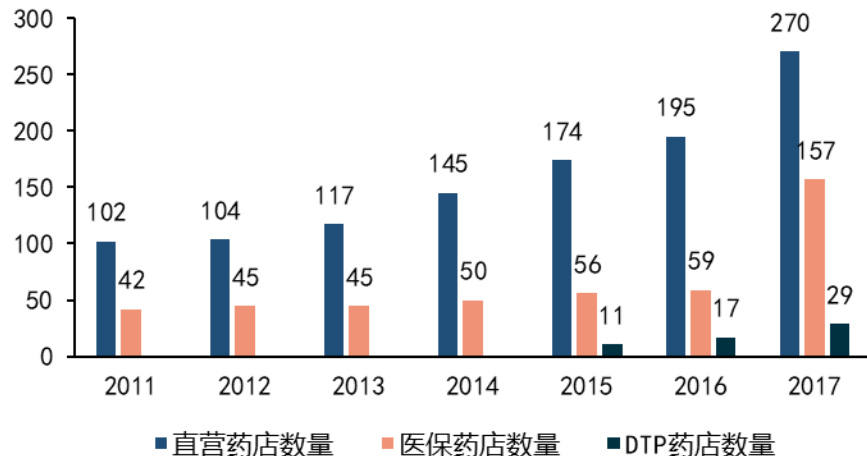
2. DTP+网上药店新渠道助力零售收入增长

图：柳药股份零售收入、增速和毛利率



资料来源：公司公告，太平洋证券研究院

图：桂中大药房布局迅速

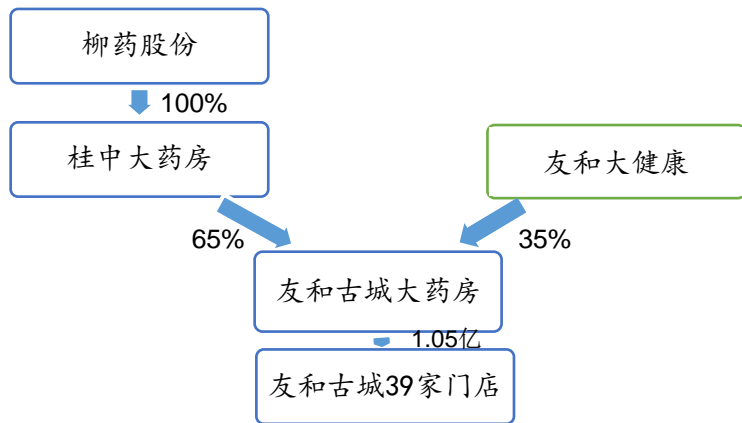


资料来源：公司公告，太平洋证券研究院

- 公司零售板块主要由全资子公司桂中大药房承载，桂中是广西规模最大的连锁药店，2017年底已布局270家门店，2015年至2017年新增了96家门店，伴随着规模的扩张，2017年零售收入增长至8.68亿元，净利润2918万，净利率3.36%，收入年复合增长19.85%，增速呈上升趋势。
- 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药房从2015年的11家增加至2017年的29家（+18家），预计今年底接近40家，覆盖南宁、柳州、桂林等9个地区。目前零售业务板块里面接近50%的收入是来自DTP和院边店，50%是来自社会化药房。公司在二甲及以上的医院以及大的社区服务中心附近将继续发挥批零一体化优势大力布局DTP，2018年DTP占比预计将达到50-60%。
- 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。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。

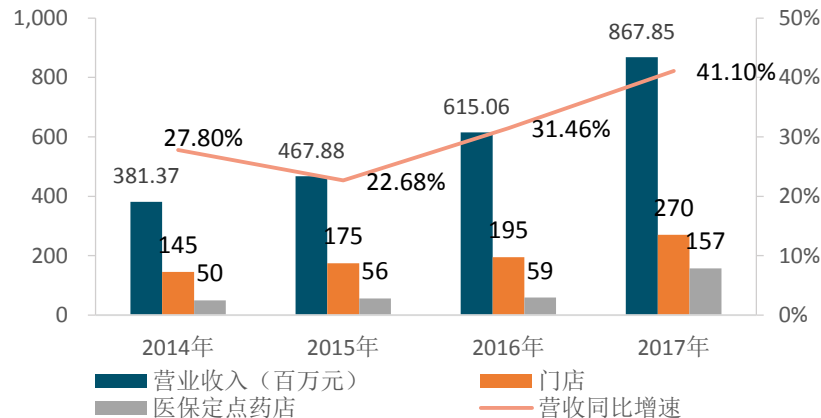
3. 收购友和古城门店强化零售，盈利能力提升潜能巨大

图：收购友和古城股权结构图



资料来源：公司公告，太平洋证券研究院

图：桂中大药房历年营收及门店数



资料来源：公司公告，太平洋证券研究院

- 2018年6月3日，公司发布公告：全资子公司桂中大药房与友和大健康共同出资设立孙公司广西新友和古城大药房（桂中大药房占注册资本65%），孙公司成立后拟以1.05亿元收购友和古城39家门店相关资产。
- 收购友和古城大药房有利于与公司进一步强化零售药房业务布局，加快区域布局，与批发业务协同并进，提升竞争能力，公司零售业务有望持续高增长。2018年预计零售业务板块增长在+40%以上，不算收购友和古城项目公司自建形式公司拟新增的门店数量大概在100家，以后每年门店数量新增150家（自建）左右，预计2020年达到800-1000家，提升一倍以上。
- 与此同时，收购标的友和古城大药房的地理位置优越，大多数门店均具备医保资格，品牌认可度高，属于零售药店优质资产，2017年营收约1.04亿元，单店营收约267.29万/年，门店销售能力属于广西市场领先水平，2018年预期收入1.5亿。39家药房门店目前均处于正常运营状态，2017年实现营业收入为10,424.12万元，净利润约45.32万元，后期将有较大提升空间。
- 18年经过整合，预计友和古城在19年将有20%-30%左右的增长，净利率水平经过集采、品种梳理、管理输入，预计19年友和古城的净利率水平会逐渐接近桂中大药房，在2020年预计有望跟桂中达到同等或接近水平。

盈利预测与投资建议

盈利预测及投资建议

图：柳药股份业务拆分及预测

	2015A	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
营业总收入	6,508	7,559	9,447	11,577	13,971	16,799
	15%	16%	25%	23%	21%	20%
1、药品	6,508	7,284	9,017	10,918	12,959	15,268
yoy	15%	12%	24%	21%	19%	18%
1) 批发	6,040	6,669	8,149	9,616	11,059	12,607
yoy	15%	10%	22%	18%	15%	14%
2) 零售	468	615	868	1,302	1,901	2,661
yoy	23%	31%	41%	50%	46%	40%
2、医疗器械	148	192	292	453	702	1,067
yoy		29%	52%	55%	55%	52%
3、其他（工业、IVD流通）	109	83	137	206	309	464
yoy	3532%	-23%	65%	50%	50%	50%
1) 中药饮片		3	48	100	150	225
yoy			1505%	108%	50%	50%
2) IVD流通				35	88	175
yoy					150%	100%
净利润	226	344	428	543	679	825
净利率	3.48%	4.54%	4.53%	4.69%	4.86%	4.91%
yoy	28%	52%	24%	27%	25%	21%
归母净利润	208	321	401	518	648	786
yoy	23%	54%	25%	29%	25%	21%
EPS	0.80	1.24	1.55	2.00	2.50	3.04
PE	40	26	21	16	13	11

资料来源：公司公告，太平洋证券研究院

- 公司终端资源丰富，流通市占率提升和高毛利业务占比提升带来整体业绩提速，预计18-20 EPS 2.00、2.50、3.04元；归母净利润5.18、6.48、7.86亿元，对应PE 16X、13X和11X，历史经营稳健优异，未来仍能保持较快增长的区域医药商业龙头，同时积极向上游工业扩张，零售药店、中药饮片板块高速发展，具备业绩和估值吸引力，一年期合理估值45~50元（19PE18~20X），一年期空间39%~54%，维持“买入”评级。

附：医药流通上市公司估值表

表：医药流通上市公司估值表

股票代码	公司简称	股价/元	总市值	EPS (元)				P/E				PB	EV2/EBITDA	ROE	PEG	Growth	投资评级
		2018/8/6	亿元	17A	18E	19E	20E	17A	18E	19E	20E			17A	18PE/19~20G	19~20	
603368	柳药股份	32.43	84	1.55	2.00	2.50	3.04	21	16	13	11	2	16	11%	0.70	23%	买入
600998	九州通	15.11	284	0.77	0.75	0.95	1.21	20	20	16	12	2	14	8%	0.75	27%	暂无评级
601607	上海医药	20.86	593	1.24	1.42	1.60	1.84	17	15	13	11	2	10	10%	1.04	14%	暂无评级
002589	瑞康医药	11.17	168	0.67	0.88	1.15	1.50	17	13	10	7	2	11	13%	0.41	31%	暂无评级
600511	国药股份	24.32	187	1.49	1.69	1.92	2.19	16	14	13	11	2	8	14%	1.03	14%	暂无评级
000028	国药一致	41.30	177	2.47	2.79	3.21	3.77	17	15	13	11	2	10	11%	0.91	16%	暂无评级
600056	中国医药	16.65	178	1.22	1.47	1.78	2.18	14	11	9	8	2	8	17%	0.52	22%	暂无评级
002462	嘉事堂	19.15	48	1.05	1.33	1.65	2.10	18	14	12	9	2	9	12%	0.56	26%	暂无评级
平均值			215					17	15	12	10	2	11	12%	0.74	22%	

资料来源：wind，太平洋证券研究院

太平洋医药团队介绍

杜佐远：太平洋医药行业首席分析师，8年以上医药卖方、买方研究和投资经验。浙江大学制药工程学士，上海财经大学金融学硕士。曾任职国信证券医药分析师4-5年、诺安基金医药研究&投资3年，2017年10月加入太平洋证券。前瞻、深入、靠谱，善于底部挖掘成长大牛股和拐点型公司&细分板块投资机会，伴随公司中长期成长。

蔡明子：太平洋医药行业分析师，3年医药行业研究经验。澳门科技大学金融硕士，曾任职民生证券医药分析师，2018年4月加入太平洋证券，重点覆盖医疗服务、零售药店、商业批发等板块，深入产业链调研，研究深入扎实。

苑建：太平洋医药行业分析师，2年医药行业研究经验。香港理工大学药学博士，曾任职渤海证券医药分析师，2017年11月加入太平洋证券，重点覆盖创新药、新型疫苗等板块，研究深入扎实。

彭波：太平洋医药行业分析师，2年医药行业研究经验。华南理工大学生物医学工程硕士。曾任职前海联合基金医药&化工分析师，2017年12月加入太平洋证券，重点覆盖医疗器械、创新药、原料药等板块，研究兼具深度和广度。

王斌：太平洋医药行业分析师，2年医药行业研究经验。北京大学药物化学专业博士。曾任职渤海证券医药行业分析师，2018年4月加入太平洋证券，重点覆盖创新药、仿制药等板块，研究深入扎实。

云天洋：太平洋医药行业助理分析师，英国拉夫堡大学金融硕士，2018年6月加入太平洋证券，重点覆盖医疗服务等板块，具备较为丰富的医疗产业资源，同时协同组内成员开展工作。

投资评级说明

投资评级说明

■ 行业评级

看好：我们预计未来6个月内，行业整体回报高于市场整体水平5%以上；

中性：我们预计未来6个月内，行业整体回报介于市场整体水平-5%与5%之间；

看淡：我们预计未来6个月内，行业整体回报低于市场整体水平5%以下。

■ 公司评级

买入：我们预计未来6个月内，个股相对大盘涨幅在15%以上；

增持：我们预计未来6个月内，个股相对大盘涨幅介于5%与15%之间；

持有：我们预计未来6个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与5%之间；

减持：我们预计未来6个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与-15%之间；

卖出：我们预计未来6个月内，个股相对大盘涨幅低于-15%。

重要声明



研究院/机构业务部

中国北京 100044

北京市西城区北展北街九号

华远·企业号D座

电话: (8610)88321761/88321717

传真: (8610) 88321566

重要声明

太平洋证券股份有限公司具有证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号 13480000。

本报告信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有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。本报告版权归太平洋证券股份有限公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。任何人使用本报告，视为同意以上声明。