

公司深度
柳药股份 (603368)
医药生物 | 医药商业
低估值高增长，广西医药商业龙头

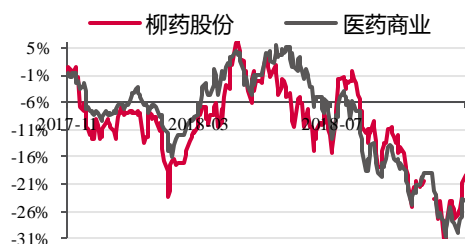
2018年11月05日

评级 推荐

评级变动 维持

合理区间 37.35-39.84 元
交易数据

当前价格(元)	29.67
52周价格区间(元)	24.77-55.36
总市值(百万)	7554.58
流通市值(百万)	5970.51
总股本(万股)	25907.34
流通股(万股)	20475.00

涨跌幅比较


%	1M	3M	12M
柳药股份	1.09	-9.78	-18.38
医药商业	-6.26	-10.79	-21.13

陈博
分析师

 执业证书编号: S0530517080001
 chenbo@cfzq.com

0731-84403422

相关报告

- 《柳药股份：柳药股份(603368.SH)2018年三季度报点评：业绩符合预期，三大业务板块呈现良好发展态势》 2018-11-01
- 《柳药股份：柳药股份(603368.SH)2018年中报点评：业绩持续高增长，加快药店布局》 2018-08-22
- 《柳州医药：柳州医药(603368)调研点评：纯销业务快速增长，零售、饮片业务大有可为》 2018-04-16

预测指标	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
主营收入(百万元)	7559.40	9446.98	11610.34	13932.41	16718.89
净利润(百万元)	321.01	401.38	514.70	646.02	779.40
每股收益(元)	1.24	1.55	1.99	2.49	3.01
每股净资产(元)	12.31	13.48	15.13	16.82	18.92
P/E	23.95	19.15	14.93	11.90	9.86
P/B	2.41	2.20	1.96	1.76	1.57

资料来源：贝格数据，财富证券

投资要点：

➤ **“批发+零售”双轮驱动商业板块高增长。**公司为广西医药商业龙头企业，凭借“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，在行业整合之际，调整批发业务结构，医院销售业务快速增长，毛利率提升，持续扩大市场份额，同时通过供应链延伸业务增加医院客户粘性，进一步稳固公司竞争优势。

同时，公司零售业务高速增长，零售药店布局加快，重点布局未开发且具备潜力区域市场，预计2018年零售药店门店数超过400家，到2020年拥有800-1000家门店。DTP业务保持高速增长态势，目前DTP药店数量达49家，迎接处方外流大市场。

➤ **向上游延伸，布局医药工业。**公司近年来向上游延伸，设立了仙莱中药，2018年上半年公司医药工业实现营业收入4853.81万元，预计全年营收有望突破1亿元，仙莱中药饮片加工产能和产值大幅提升。近期，公司拟收购万通制药（主导品种为复方金钱草颗粒、万通炎康片（胶囊）），收购完成后，将进一步加强公司在工业板块的业务规模，大幅提升公司工业板块收入，从而改善公司产业结构，将全面提升公司中药生产板块盈利能力。

➤ **盈利预测与投资评级。**预计公司2018-2020年年营业收入分别为116.10/139.32/167.19亿元，归属母公司股东的净利润为5.15/6.46/7.79亿元，EPS为1.99/2.49/3.01元，对应目前股价PE分别为14.93/11.90/9.86倍。公司深耕广西市场，流通、零售、工业三个板块呈现良好发展态势，支撑公司业绩快速增长，目前公司估值水平处于历史地位，极具吸引力。结合公司业绩增速与行业估值水平，给予公司2019年15-16倍PE，公司股价合理区间为37.35-39.84元，维持“推荐”评级。

➤ **风险提示：医院账期延长，应收账款坏账风险；收购标的整合不及预期；DTP业务增长不及预期；零售药店业务拓展不及预期；中药饮片以及医疗器械业务拓展不及预期。**

内容目录

1 深耕广西的医药流通龙头	4
1.1 广西医药流通行业龙头.....	4
1.2 业绩快速增长，估值处于历史低位.....	6
2 政策之下加速流通行业整合，医药零售大有可为	8
2.1 医药流通行业增速放缓，行业处于整合期.....	8
2.2 医药零售连锁率逐年提升.....	10
3 “批发+零售”双轮驱动商业板块高增长	12
3.1 流通领域优势明显，精耕细作持续扩大优势.....	12
3.1.1 精耕细作广西市场，批发业务市占率逐步提升.....	12
3.1.2 批发业务结构调整，纯销占比提升，整体跑赢行业增速.....	14
3.1.3 供应链延伸业务持续推进，医疗器械业务大有空间.....	15
3.2 医药零售加速扩张，DTP业务快速增长.....	17
4 医药工业新动能，成为又一利润增长点	19
4.1 向上游延伸，拓展中药饮片业务.....	19
4.2 收购万通制药，增厚工业板块利润.....	19
5 盈利预测与投资评级	21
6 风险提示	21

图表目录

图 1：柳药股份发展历程.....	4
图 2：公司子公司、孙公司情况.....	5
图 3：公司分项业务收入情况.....	6
图 4：公司历年营业收入以及增速情况.....	6
图 5：公司历年归母净利润以及增速情况.....	6
图 6：公司盈利能力提升.....	7
图 7：公司财务费用率上升较快.....	7
图 8：公司资产负债率与短期偿债能力情况.....	7
图 9：公司应收账款情况.....	7
图 10：公司上市以来 PE（TTM）估值走势.....	8
图 11：公司上市以来 PS（TTM）估值走势情况.....	8
图 12：2011-2017 药品流通行业销售趋势.....	9
图 13：2017 年全行业销售品类结构.....	9
图 14：对终端销售占比增加.....	10
图 15：行业历年集中度情况.....	10
图 16：2011-2017 药品零售行业销售趋势.....	11
图 17：药店连锁率呈上升趋势.....	11
图 18：行业集中度整体呈现上升趋势.....	11
图 19：公司销售配送网络覆盖全区.....	13
图 20：公司供应商数与品规数大幅增长.....	13
图 21：公司市场占有率逐步提升.....	14
图 22：广西市场规模以及增速.....	15

图 23: 公司批发业务收入以及增速.....	15
图 24: 公司医药销售业务占比提升.....	15
图 25: 公司批发业务毛利率呈上升趋势.....	15
图 26: 公司医院供应链延伸服务项目.....	16
图 27: 医院供应链延伸服务项目签约医院逐年增加.....	16
图 28: 医疗器械业务快速增长.....	17
图 29: 公司医药零售业务快速增长.....	18
图 30: 公司药店数量加速扩张.....	18
图 31: 公司零售业务毛利率低于其他上市零售药店.....	18
图 32: 医药工业收入与毛利率情况.....	19
图 33: 仙莱中药净利润情况.....	19
表 1: 公司前十大股东.....	5
表 2: 公司批发业务的三大销售渠道.....	12
表 3: 万通制药近期财务状况 (单位: 元).....	20
表 4: 万通制药主要品种.....	20
表 5: 公司业务拆分预测.....	21

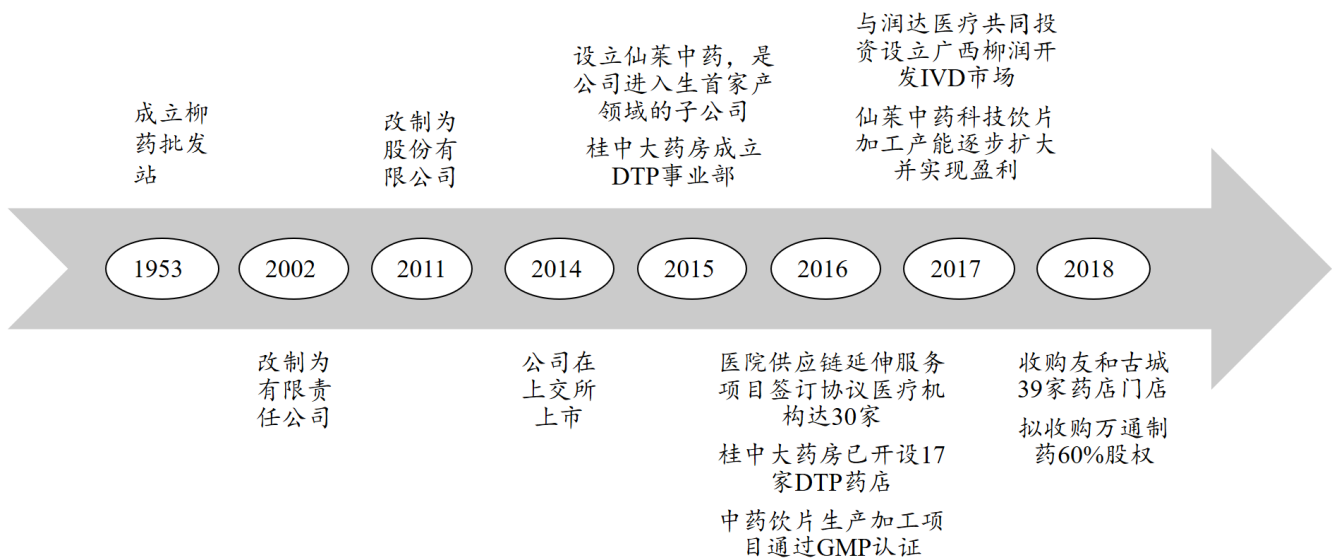
1 深耕广西的医药流通龙头

柳药股份是一家综合性医药上市企业。公司目前主要从事药品、医疗器械等医药产品的批发和零售业务，经营业务面向全国、覆盖全区。公司经过六十多年来在医药健康领域的深耕细作，已逐步形成“以药械批发和零售业务为核心，供应链管理等增值服务为支撑，药品生产研发、第三方医药物流、诊疗服务等产业链延伸业务为补充”的综合性医药业务体系。

1.1 广西医药流通行业龙头

公司秉承“专业、创新、务实、共赢”的经营宗旨，以专业的服务和态度致力于人类健康事业，为客户提供专业的医药配送服务，连续多年稳居广西医药流通企业榜首。公司前身可追溯到1953年成立的柳州医药批发站，通过几十年来持续在广西医药流通领域内的深耕细作，已形成了“规模以上医院销售业务为核心，药店零售和第三终端业务为两翼，商业调拨等业务为补充”的医药商业业务体系，公司在业内已成为拥有较高美誉度的知名品牌。凭借“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，近年来公司通过提高对规模以上医院覆盖率，加大与上游供应商的战略合作，不断提升物流配送能力、效率和信息化管理水平，加快药品现代物流网络建设，积极拓展增值服务等新商业模式，有效地巩固和提高了公司在区域医药商业领域的龙头地位。

图 1：柳药股份发展历程



资料来源：公司公告，财富证券

公司董事长、总经理朱朝阳先生为公司的实际控制人，持有公司 27.86% 的股权。朱朝阳先生 1986 年参加工作，1986 年至 2002 年 6 月历任柳药批发站会计、财会科副科长、财会科科长、副经理、经理；2002 年 7 月至 2011 年 2 月任广西柳州医药有限责任公司董

事长、总经理；2011年2月至今任广西柳州医药股份有限公司董事长、总经理。

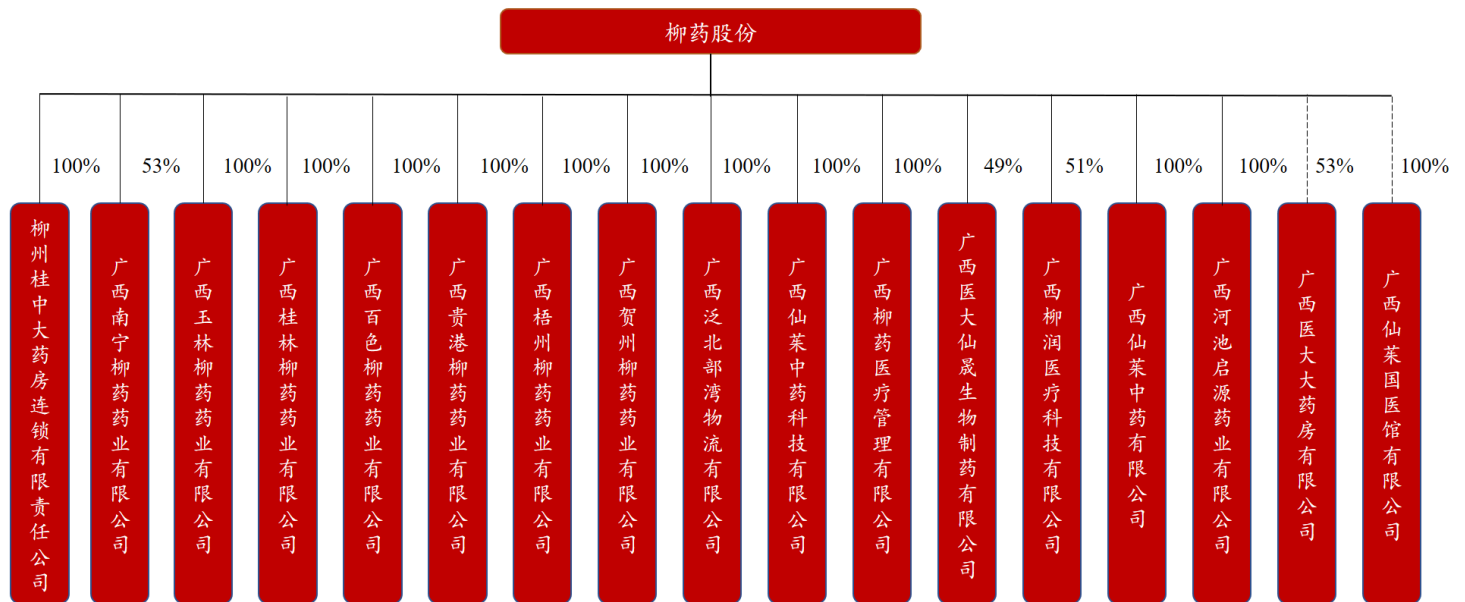
表 1：公司前十大股东

股东名称	持股数量	持股比例 (%)
朱朝阳	72,166,28	27.86
宁波光辉嘉耀投资管理合伙企业（有限合伙）	9,876,989	3.81
中国人寿保险(集团)公司—传统—普通保险产品	7,993,030	3.09
九泰基金—中信证券—九泰基金—慧通定增 4 号资产管理计划	6,617,584	2.55
重庆程奉盈森投资合伙企业（有限合伙）	6,584,661	2.54
上海六禾芳甸投资中心（有限合伙）	4,938,493	1.91
平安资管—邮储银行—如意 10 号资产管理产品	4,800,095	1.85
香港中央结算有限公司	3,661,712	1.41
九泰基金—中信证券—九泰基金—慧通定增 6 号资产管理计划	3,061,866	1.18
中国建设银行股份有限公司—中欧新蓝筹灵活配置混合型证券投资基金	2,786,848	1.08

资料来源：公司公告，财富证券

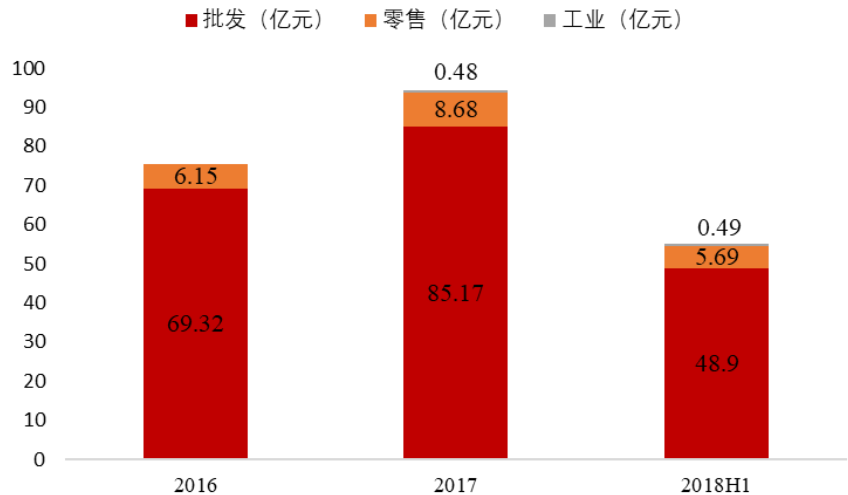
公司有 15 家子公司，其中 12 家全资子公司和 3 家控股子公司；孙公司有 2 家，其中 1 家全资孙公司和 1 家控股孙公司，业务涵盖了医药流通、医药零售以及医药工业三大板块。

图 2：公司子公司、孙公司情况



资料来源：公司公告，财富证券

公司业务主要由三部分组成，医药批发、医药零售以及医药工业。医药批发与医药零售为公司传统业务，医药工业为公司新业务。在“两票制”、“零加成”等政策下，公司医药批发业务结构优化，毛利率提升，维持快速增长；公司加大了对医药零售业务的投入，大力开店，业绩快速增长，尤其是 DTP 业务呈现高速增长态势；医药工业目前基数较小，处于起步阶段，呈现出良好的增长态势。

图 3：公司分项业务收入情况


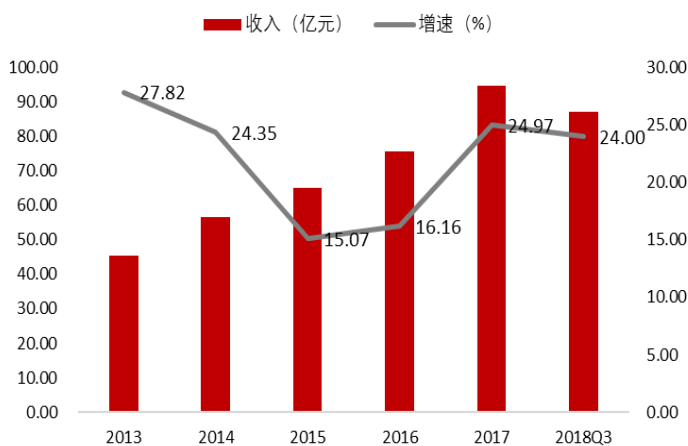
资料来源：公司公告，财富证券

1.2 业绩快速增长，估值处于历史低位

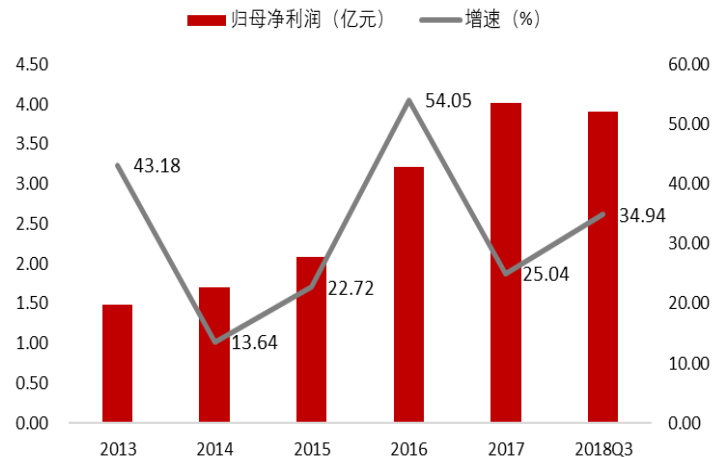
过去几年，公司经营业绩快速提升、业务规模持续扩张，2013-2017 年营业收入复合增长率达 20.05%，归母净利润复合增长率达 28.02%，公司增速高于行业增速，市场占有率不断提升。

当下，公司面对行业形势的变化和“两票制”、“零加成”等各项医改政策实施，积极调整创新经营策略，提高公司精细化管理水平和运营效率，加强财务风险控制，充分发挥自身现代物流服务和信息技术优势，不断深化与上游供应商的合作，经营品种持续增加，品种满足率逐步提升、结构不断优化。

2018 年前三季度公司实现营业收入 87.10 亿元，同比增长 24%；实现归母净利润 3.91 亿元，同比增长 34.94%；实现扣非归母净利润 3.90 亿元，同比增长 34.81%，实现 EPS1.51 元，维持强劲增长态势。

图 4：公司历年营业收入以及增速情况


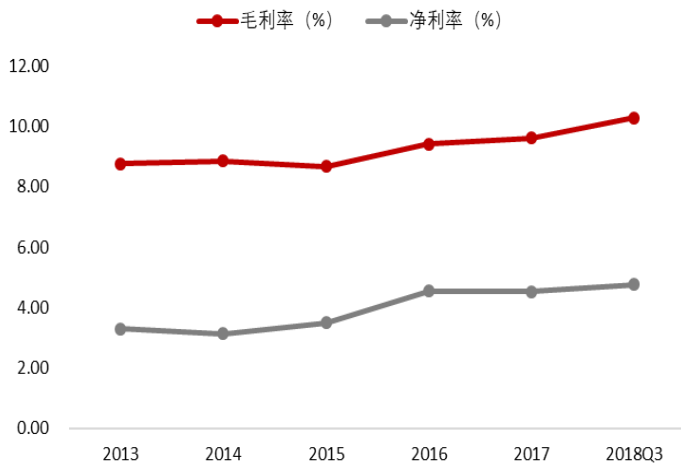
资料来源：公司公告，财富证券

图 5：公司历年归母净利润以及增速情况


资料来源：公司公告，财富证券

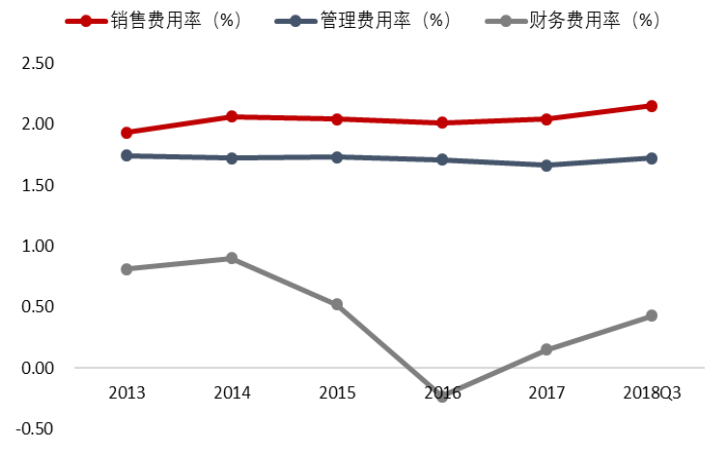
公司过去几年毛利率呈现上升趋势，公司通过巩固医院销售传统优势的同时，加强了零售连锁业务的发展，提升了综合毛利率水平；随着公司的销售规模越来越大，从而获得了越来越多的医药工业企业的支持，在经营品种资源不断丰富的同时，议价能力得到逐步提升。公司费用整体保持平稳，由于销售规模增大、非流通业务快速增长以及折旧、租金及装修费增加，销售费用率、管理费用率略有提升；由于公司业务规模扩大，资金需求提升，银行贷款增加，相应支付的贷款利息增加，财务费用率提升。

图 6：公司盈利能力提升



资料来源：公司公告，财富证券

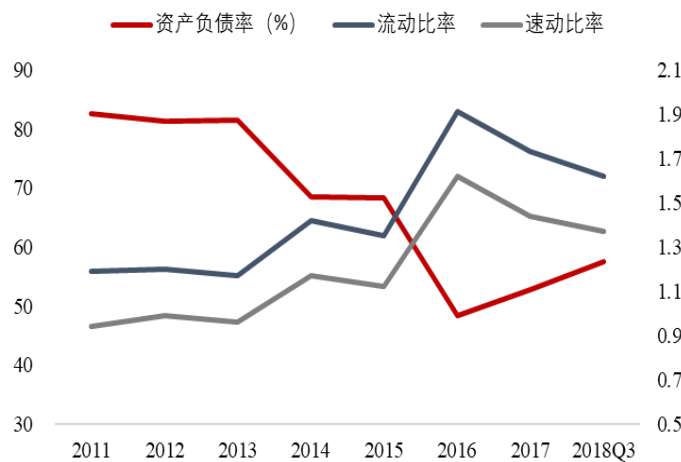
图 7：公司财务费用率上升较快



资料来源：公司公告，财富证券

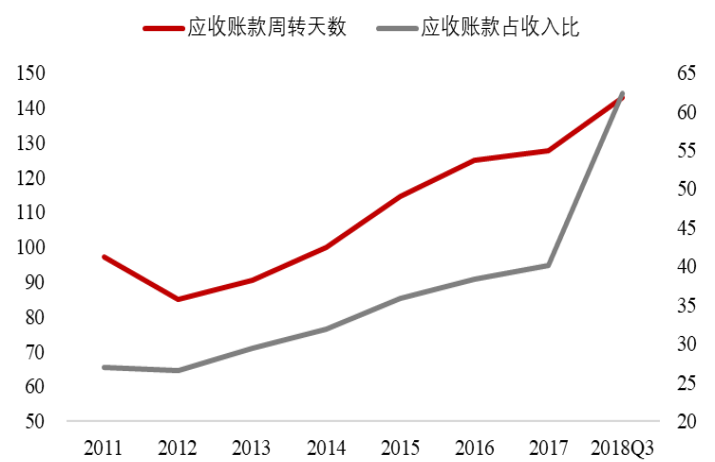
公司上市以后资产负债率大幅下降，短期偿债能力提升，目前处于合理区域。同时，公司与各类银行授信渠道畅通，在授信范围内可提供潜在的资金支持。截至 2018 年 6 月 30 日，公司的银行授信总额度合计为 27.60 亿元，已使用 15.00 亿元。近年来，零加成、两票制等行业政策的推行，在促进行业集中度提升的同时将分散的资金压力集中到中间药品流通企业环节，加之医院延长回款时间，应收账款较大增长，公司应收账款主要来自三级、二级医院客户，具有较强的流动性。

图 8：公司资产负债率与短期偿债能力情况



资料来源：wind，财富证券

图 9：公司应收账款情况



资料来源：wind，财富证券

从估值来看，公司的 PE 与 PS 都处于历史低位，业绩增长强劲，处于行业内可比公司前列，公司 PEG<1。同时，公司 PE 低于 SW 医药生物、SW 医药商业的行业估值水平，具有一定的安全边际。

图 10：公司上市以来 PE (TTM) 估值走势



资料来源：wind，财富证券

图 11：公司上市以来 PS (TTM) 估值走势情况



资料来源：wind，财富证券

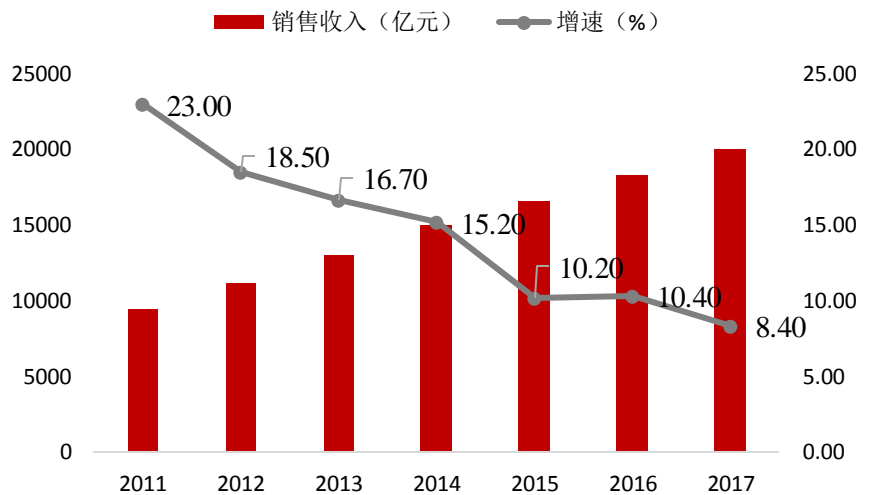
2 政策之下加速流通行业整合，医药零售大有可为

2.1 医药流通行业增速放缓，行业处于整合期

医药流通业是连接上游医药工业企业与下游医疗机构和终端客户的中间环节，是国家医疗卫生事业和健康产业的重要组成部分。2017 年，我国药品流通市场规模达到 20016 亿元，同比增长 8.4%，增速下降 2 个百分点。在医药卫生体制综合改革的推动下，药价

控制、各地医保控费政策和招标政策陆续出台、基层用药政策调整以及医药电商对传统行业的影响，致使药品流通市场销售总额增速趋稳。

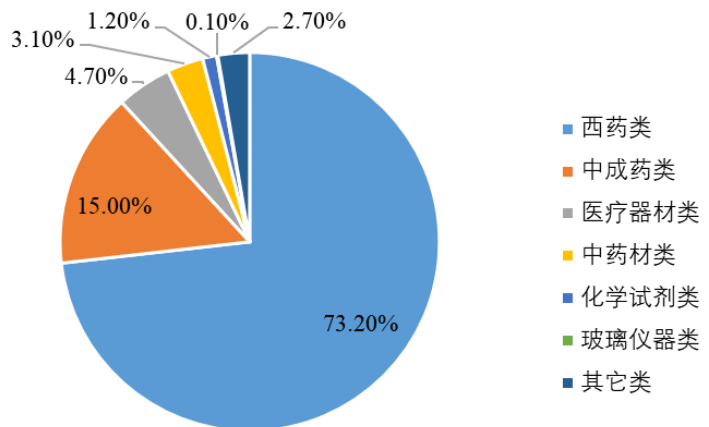
图 12：2011-2017 药品流通行业销售趋势



资料来源：《药品流通行业运行统计分析报告》，财富证券

按照销售品类看，2017 年，西药类销售排名首位，占比高达 73.2%，其次为中成药类占比达 15.0%，中药材类占比 3.1%，医疗器械类占比 4.7%，化学试剂类占比 1.2%，玻璃仪器类占比 0.1%，其他类占比 2.7%。

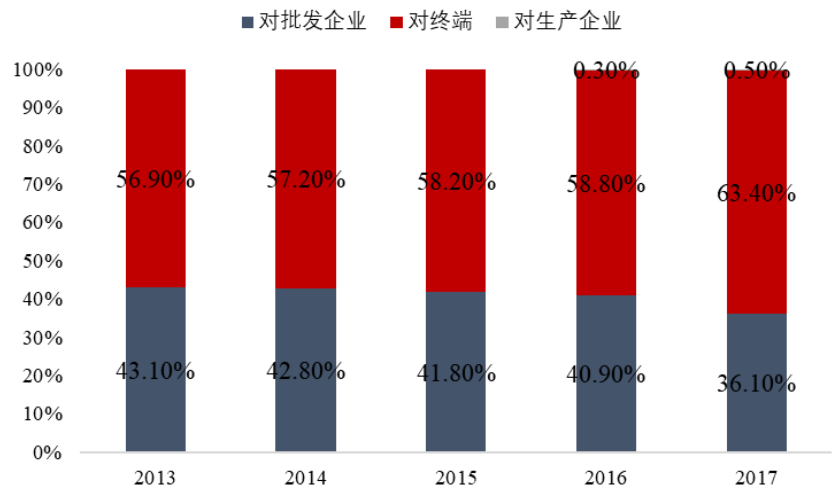
图 13：2017 年全行业销售品类结构



资料来源：《药品流通行业运行统计分析报告》，财富证券

按销售渠道分类，2017 年对生产企业销售额 107 亿元，占销售总额的 0.5%，同比上升 0.2 个百分点；对批发企业销售额 7227 亿元，占销售总额的 36.1%，同比下降 4.8 个百分点；对终端销售额 12682 亿元，占销售总额的 63.4%，同比上升 4.6 个百分点。其中，对医疗机构销售额 8766 亿元，占终端销售额的 69.1%，同比下降 1.9 个百分点；对零售终端和居民零售销售额 3916 亿元，占终端销售额的 30.9%，同比上升 1.9 个百分点。近年来，在各项行业政策出台后，对终端销售占比逐年增加，对批发企业销售占比下降。

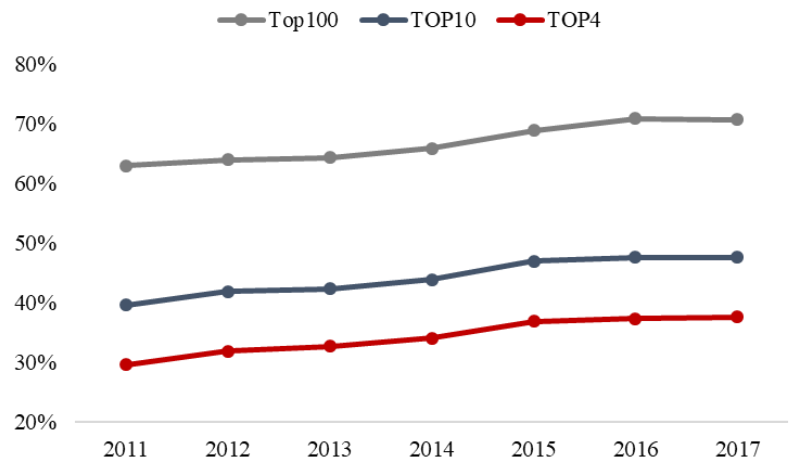
图 14：对终端销售占比增加



资料来源：《药品流通行业运行统计分析报告》，财富证券

当前，随着新医改政策的全面推行，药品流通行业竞争压力进一步加大。“两票制”政策实施迫使末端分销企业短期内直接向药品生产企业采购，造成大型分销企业对中小分销企业销售下降；医保控费、药占比限制等政策实施推动药品招标价格和用量持续下降，造成分销企业对医疗终端销售下降；加上大型企业销售渠道整合及业态结构调整尚未完成，最终导致其销售增速放缓。大型药品批发企业也在通过兼并重组的外延式增长和积极开发终端市场的内生式增长方式，不断增强自身分销业务能力。

图 15：行业历年集中度情况

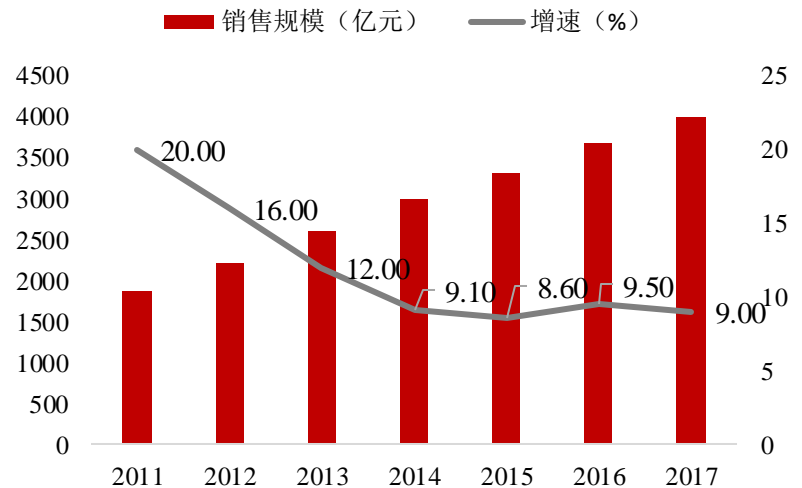


资料来源：《药品流通行业运行统计分析报告》，财富证券

2.2 医药零售连锁率逐年提升

2017 年，我国药品零售市场规模达到 4003 亿元，同比增长 9.0%，增速同比下降 0.5 个百分点，增速有所回落。截至 2017 年末，全国共有药品零售连锁企业 5409 家，下辖门店 229224 家，零售单体药店 224514 家，零售药店门店总数 453738 家。

图 16：2011-2017 药品零售行业销售趋势

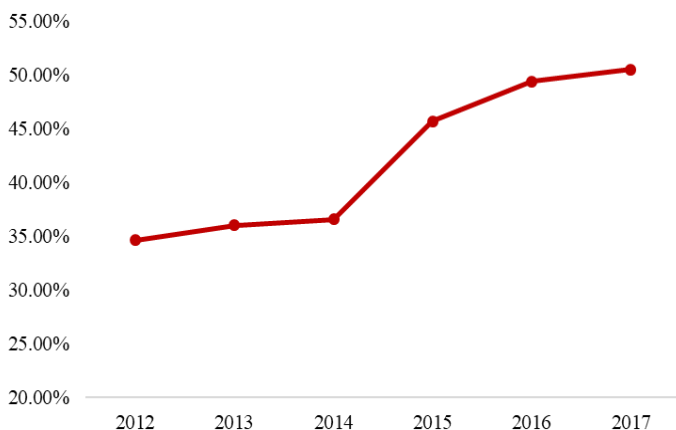


资料来源：《药品流通行业运行统计分析报告》，财富证券

2017 年，全国性和区域性药品零售连锁企业市场占有率较上年均有提升，零售市场集中度及零售连锁率不断提高。截至 2017 年 11 月，药品零售连锁率已达到 50.5%，同比提高 1.1 个百分点。2017 年销售额前 100 位的药品零售企业门店总数达到 58355 家，占全国零售药店门店总数的 12.9%；销售总额 1232 亿元，占零售市场总额的 30.8%，同比上升 1.7 个百分点。

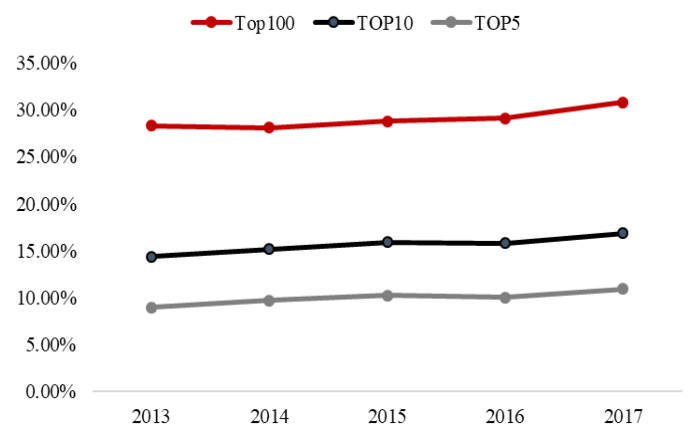
“十三五”期间，医保控费、公立医院药品零差率、药占比限制、医保支付方式改革等新医改政策陆续实施，间接推动了医疗机构处方外配进程；部分区域积极探索医院处方信息、医保结算信息和药店零售信息共享，开展了门诊特病、慢病定点药店医保结算试点，直接推动患者向零售药店流动。大型零售连锁企业，积极借助资本力量加速行业兼并重组，扩大自身市场网络。同时，随着政府监管强化和市场竞争加剧，部分单体药店被迫转型，选择被大型企业收购或退出市场，也促进了零售连锁率的提升。

图 17：药店连锁率呈上升趋势



资料来源：《药品流通行业运行统计分析报告》，财富证券

图 18：行业集中度整体呈现上升趋势



资料来源：《药品流通行业运行统计分析报告》，财富证券

3 “批发+零售”双轮驱动商业板块高增长

3.1 流通领域优势明显，精耕细作持续扩大优势

3.1.1 精耕细作广西市场，批发业务市占率逐步提升

公司批发业务根据终端销售对象和渠道的不同，可分为医院销售、第三终端、商业调拨。其中医院销售业务（又称“医院纯销”），是指公司作为上游供应商的配送商，面向各级医院提供的配送服务。第三终端业务（又称“基药终端”），是指面向广大农村基层医疗卫生机构、个体诊所、卫生院和城镇社区卫生服务中心等提供配送服务。商业调拨业务（又称“快批、快配”），是指公司作为上游供应商的经销商，将采购的商品销售给其他医药流通企业、连锁药店。

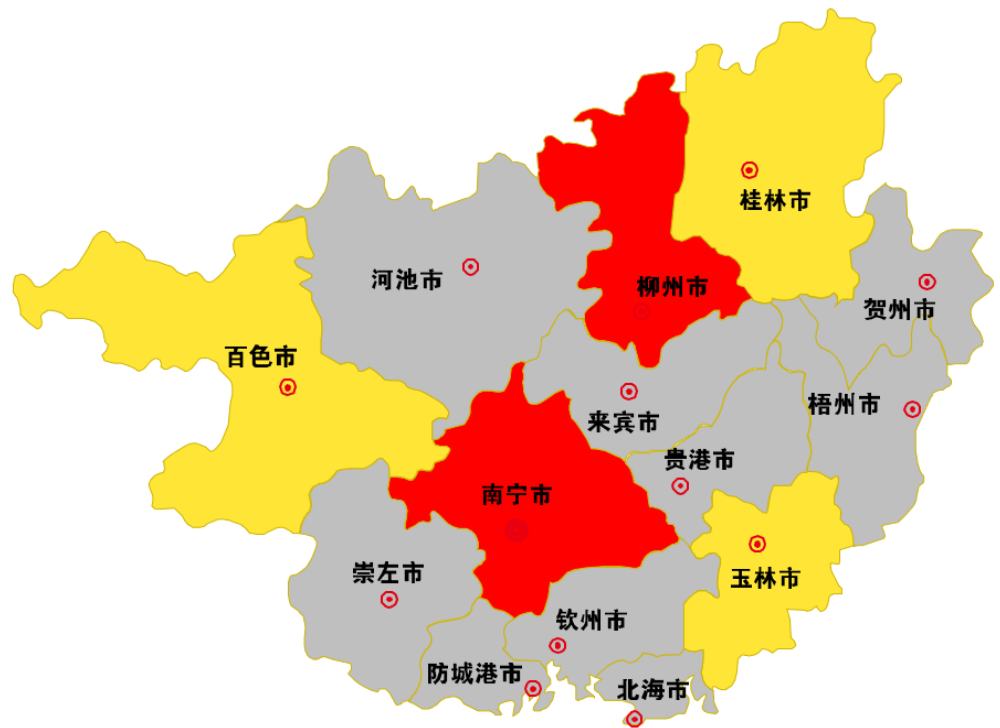
表 2：公司批发业务的三大销售渠道

	医院销售	商业调拨	第三终端销售
销售对象	已签订《购销合同》的各级医院	其他医药商业企业	农村基层医疗卫生机构、个体诊所、卫生院和城镇社区卫生服务中心等
采购模式	根据医院的订单向生产企业订货	由公司采购供应部负责，依据“已销定购”的原则，常规药品储备药率	
销售模式	根据医院的订单发货	根据其他批发商的订单备货	分片区由公司业务员直接销售
发货方式	配送		
盈利模式	进销差价、促销返利		
毛利率情况	较高	较低	不稳定
应收账款周期	3-6个月	1-3个月	1-3个月

资料来源：公司公告，财富证券

公司凭借六十多年来在区域内精耕细作，把握医药流通行业整合的发展契机，根据行业和市场变化，积极调整、优化公司营销策略，不断细化、深化营销渠道建设，持续推动分销网络渗透下沉。公司为进一步巩固和发展区域市场，分别在南宁、桂林、玉林、百色、贵港、梧州、贺州等地设立全资/控股子公司，加强区域配送网络建设。已建立起以柳州和南宁为核心，以桂林、玉林、百色等主干城市为重要节点，全面覆盖广西区内14个地级市的销售配送网络和售后服务体系。

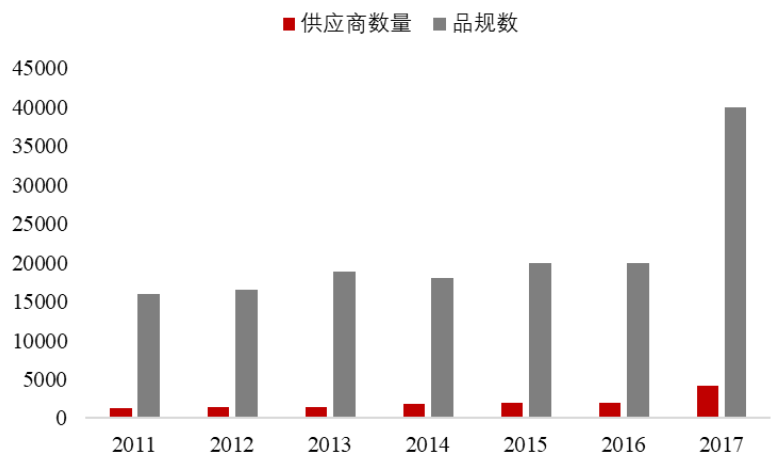
图 19：公司销售配送网络覆盖全区



资料来源：公司公告，财富证券

公司拥有上游供应商超过 4200 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壮族自治区内的产品代理商和经销商。目前，公司经营品规达到 40000 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。

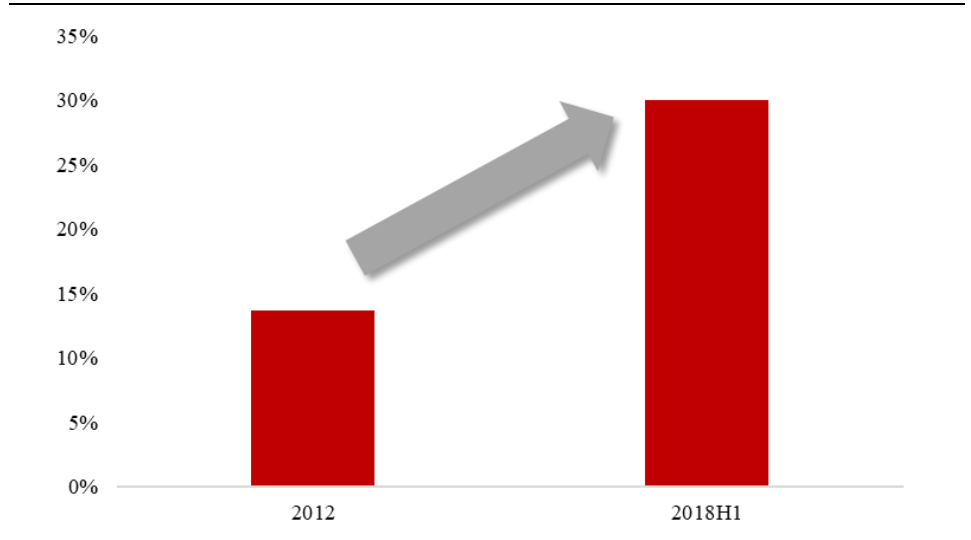
图 20：公司供应商数与品规数大幅增长



资料来源：公司公告，财富证券

公司凭借“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，优质高效的现代物流配送服务，持续稳健的回款保证以及渠道增值服务，保持与上游供应商的良好合作关系，并通过医院供应链延伸服务项目、器械耗材智能化管理等创新服务，进一步稳固与下游医疗机构客户的合作关系。公司在广西的市场占有率由2012年的13.68%提升至目前近30%的市场份额。

图 21：公司市场占有率逐步提升



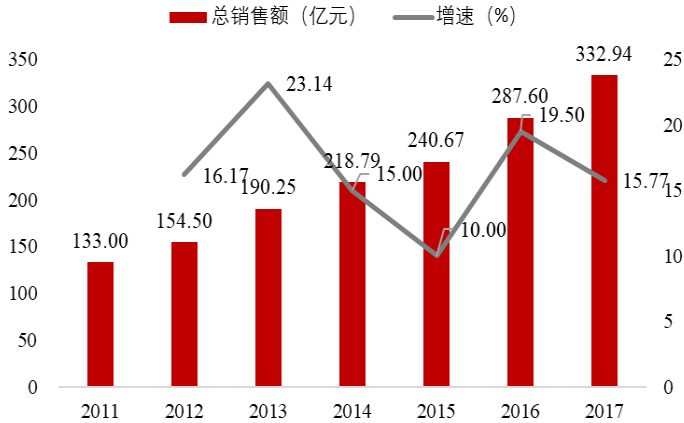
资料来源：公司公告，财富证券

3.1.2 批发业务结构调整，纯销占比提升，整体跑赢行业增速

根据《药品流通行业运行统计分析报告》数据显示，2017年广西整体市场规模为332.94亿元，同比增长15.77%。公司批发业务2011-2017年CAGR为22.81%，整体跑赢广西市场增速。

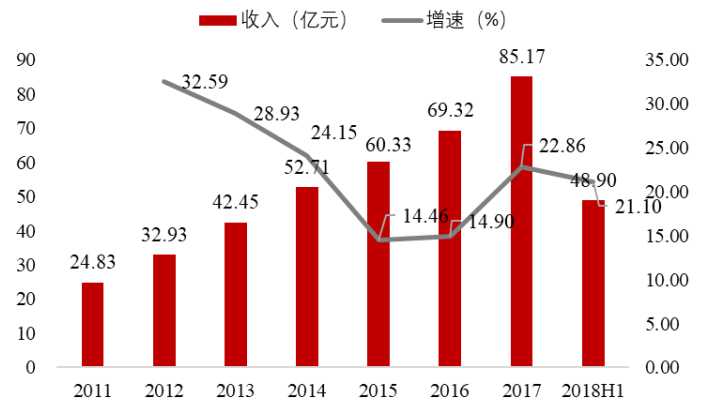
2018年上半年，公司与中高端医疗机构的合作关系更深入、更多样，公司通过医院供应链延伸服务项目及其他配套增值服务进一步巩固与中高端医疗机构的合作，促进业务发展。目前，公司已与广西区内100%的三级医院，90%以上的二级医院建立良好业务关系，基本实现了自治区内中、高端医院的全覆盖。医院终端客户的高覆盖，反过来促进公司与供应商的合作，保障品种供应，实现互利共赢。

图 22：广西市场规模以及增速



资料来源：公司公告，《药品流通行业运行统计分析报告》，财富证券

图 23：公司批发业务收入以及增速



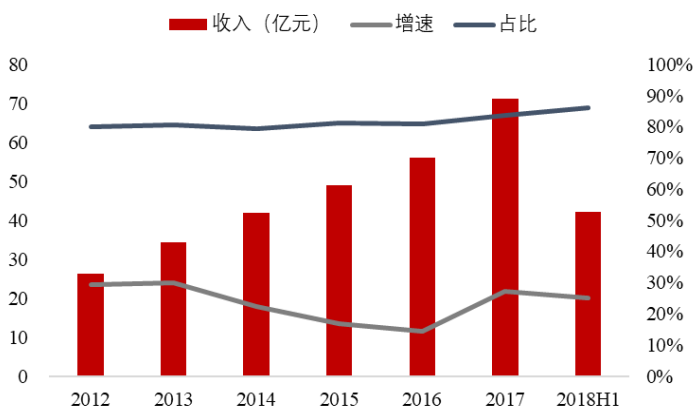
资料来源：公司公告。财富证券

随着“两票制”的推行，药械配送服务逐步集中，公司医院销售业务在批发业务占比增加，商业调拨业务占比下降。此外，分级诊疗和基层医疗保障体系不断完善，第三终端基层医疗机构业务发展逐步加快。

医院终端客户（尤其是三级、二级规模以上医院）是城镇医疗服务的中心，具有市场影响力大、药品需求量大、采购金额较高等优势。公司始终坚持把医院销售业务作为公司核心业务来抓，长期保持和加强与各重点医疗机构的良好合作关系，实现对三级、二级规模以上医院的高覆盖。

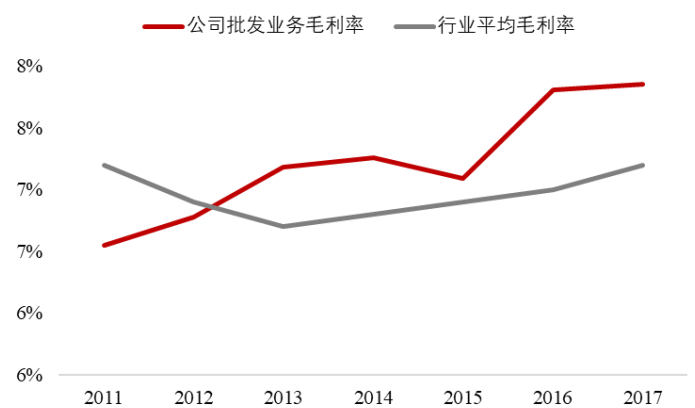
2018年上半年，公司医院销售业务实现收入42.10亿元，同比增长25%，占批发业务收入比重为86%，呈现上升趋势。由于医院销售业务毛利率要高于商业调拨业务，随着医院销售业务占比提升，调拨业务占比下降，也拉动了公司批发业务毛利率的上升。

图 24：公司医药销售业务占比提升



资料来源：公司公告，财富证券

图 25：公司批发业务毛利率呈上升态势



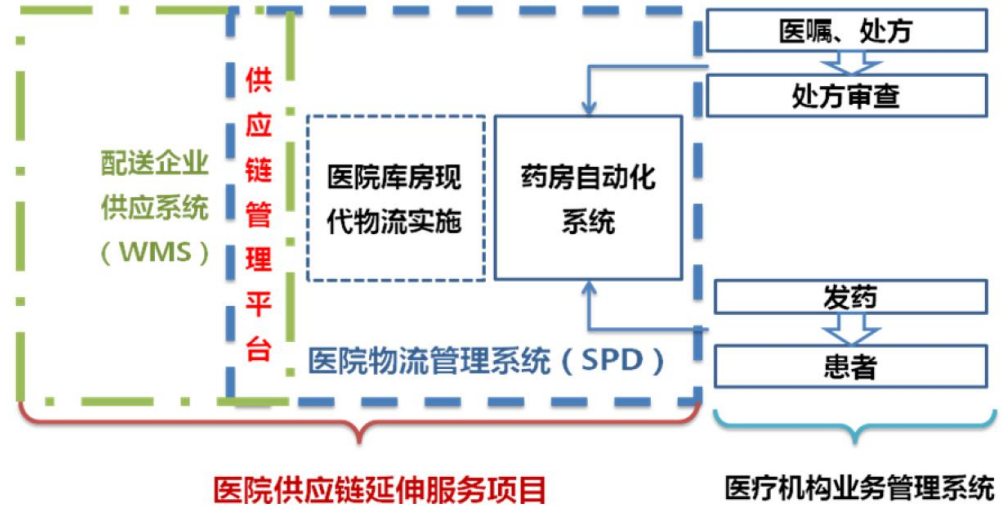
资料来源：公司公告，《药品流通行业运行统计分析报告》，财富证券

3.1.3 供应链延伸业务持续推进，医疗器械业务大有空间

医院供应链延伸服务项目，是公司通过构建医院供应链管理平台，实现药械供应商与医院信息共享，同时将现代物流系统和自动化设施设备引入医院，对医院库房、药房

等进行自动化改造，协助医院建设医院内部物流管理系统，实现企业到医院再到患者现代化、规范化、信息化的供应链延伸服务。通过开展医院供应链延伸服务项目及其他配套服务，提升客户粘性，巩固公司与中高端医疗机构的合作关系，进一步提高公司市场份额。

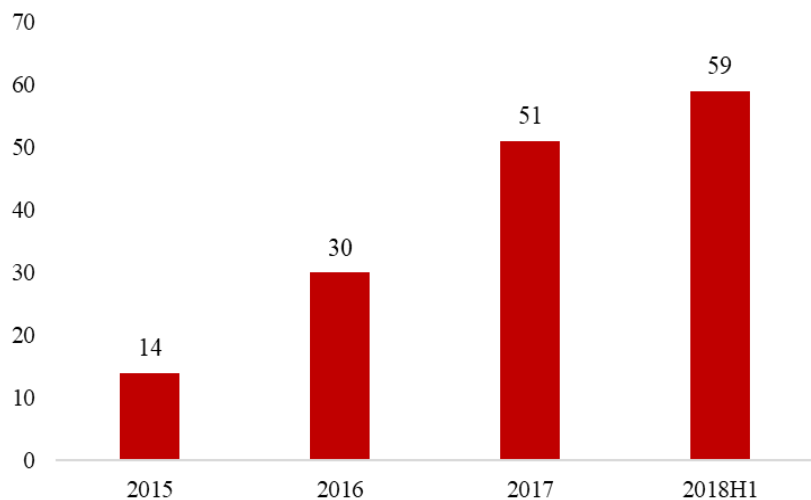
图 26：公司医院供应链延伸服务项目



资料来源：公司公告，财富证券

2018 年上半年，公司继续推进医院供应链延伸服务项目，已签订项目协议的医疗机构达 59 家。公司对已经签订项目协议的医疗机构，有条不紊的实施项目相关建设，并根据医院需求不断拓展项目服务功能，同步推动器械耗材智能化管理、检验试剂集约化服务、互联网医院平台、SPD 运营中心等增值服务，进一步密切公司与规模以上医疗机构的合作关系，促进公司市场份额的提升。公司设立供应链延伸项目运营中心，专门负责项目的实施跟进、监督和管理。公司还针对项目加强人才队伍建设，培训专业实施人员和售后服务人员。项目的实施运作实现公司由传统的单一配送商逐步向综合性现代医药物流服务供应商转型。

图 27：医院供应链延伸服务项目签约医院逐年增加

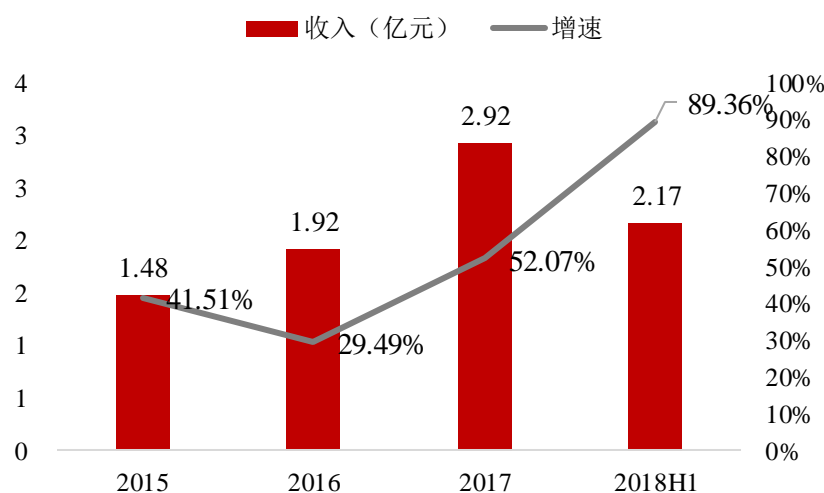


资料来源：公司公告，财富证券

公司继续加大医疗器械、耗材的发展，在品种方面提高医用器械、耗材的采购比例，密切与相关供应商的合作，并通过药品业务渠道持续扩大医疗器械、耗材销售规模。2018年上半年，公司医疗器械销售实现 2.17 亿元，同比增长 89.36%，公司目前医疗器械品种达 15000 多个品规，合作供应商 1600 多家。公司医疗器械业务刚刚起步，市占率很低，借助公司现有的渠道和配送网络，这块业务还有很大的增长空间。

公司以医院供应链延伸服务项目为契机，加快公司器械、耗材配送服务平台的推广应用，把医疗器械、耗材智能化管理引入医疗机构。在检验试剂方面，公司通过与上海润达医疗科技股份有限公司（以下简称：润达医疗）共同投资设立广西柳润医疗科技有限公司开发 IVD 市场，充分发挥润达医疗专业的检验试剂集成化服务优势，利用公司供应链管理优势和与医疗机构的良好合作关系，共同推进区内检验试剂业务。

图 28：医疗器械业务快速增长



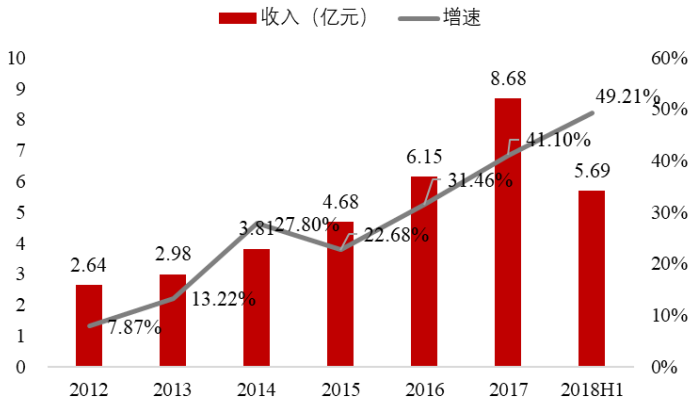
资料来源：公司公告，财富证券

3.2 医药零售加速扩张，DTP 业务快速增长

公司零售业务是通过网上药店、线下直营连锁店、DTP 药店等渠道向广大个人消费者提供药品、医疗器械等医药产品销售服务的一类业务，公司目前主要通过全资子公司——桂中大药房开展零售药店业务。

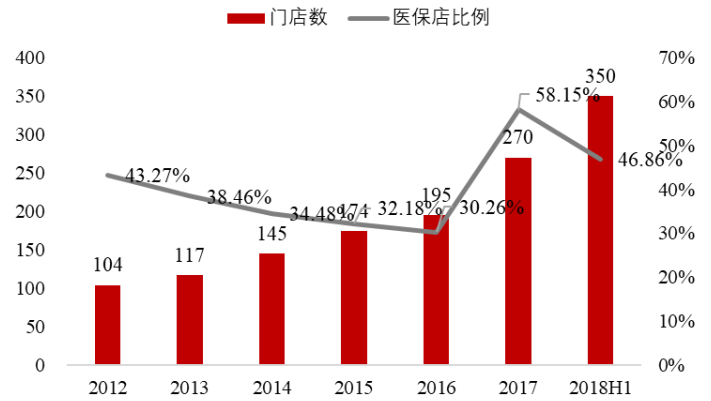
2018 年上半年，公司药品零售业务实现收入 5.69 亿元，同比增长 49.21%，预计 2018 年收入增长超过 40%。公司零售药店布局加快，重点布局未开发且具备潜力区域市场，完善在各区域核心医疗机构周边的布点，目前已拥有 350 家直营药店（不含收购的友和古城药店），其中医保药店 164 家，医保店占比 46.86%，已完成在全区 14 个核心城市的药店覆盖。预计 2018 年零售药店门店数超过 400 家，到 2020 年拥有 800-1000 家门店。同时桂中大药房还签订战略合作协议收购广西友和古城大药房有限责任公司旗下 39 家门店，加快公司在南宁零售市场的布局。

图 29：公司医药零售业务快速增长



资料来源：公司公告，财富证券

图 30：公司药店数量加速扩张

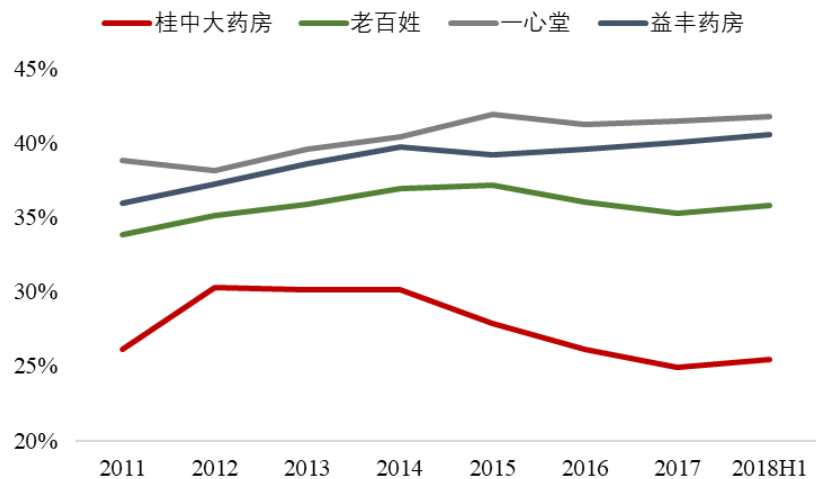


资料来源：公司公告，财富证券

广西约有 16000 家药店，市场规模超百亿，目前公司在广西零售药店市场规模领先，但是市占率不高，还有很大的提升空间，主要的竞争对手为一心堂、老百姓、大参林等。公司零售业务毛利率水平低于其他可比上市公司，主要是因为公司 DTP 业务（毛利率低，毛利额高）在零售业务中占比较高，预计收入占比超过 40%，拉低整体毛利率水平。

桂中大药房进一步拓展 DTP 药店业务，加快区域 DTP 药店布局，目前 DTP 药店数量达 49 家，增速超过 50%，预计未来仍将保持快速增长态势。公司组建药师服务团队，提高大病医保以及特、慢门诊定点药房资质覆盖，逐步实现 DTP 药店与院边店的协同发展，提供更为专业的药品销售、咨询、售后服务，为处方外购做好准备。此外，桂中大药房还加强与相关供应商的合作，进一步丰富 DTP 药店品种，尤其对慢性病、肿瘤等特殊疾病品种的开发和供应，满足患者的个性化用药和自费药品需求。

图 31：公司零售业务毛利率低于其他上市零售药店



资料来源：wind，财富证券

4 医药工业新动能，成为又一利润增长点

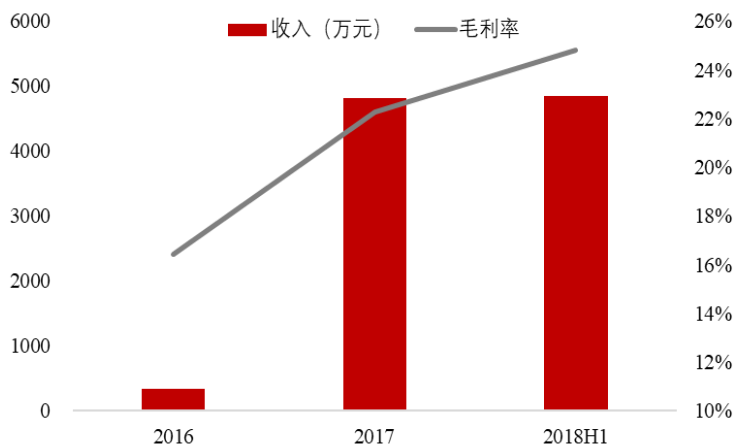
4.1 向上游延伸，拓展中药饮片业务

公司积极向上游医药工业延伸业务，实现企业多元化发展。公司于 2015 年设立全资子公司广西仙莱中药科技有限公司（以下简称：仙莱中药），负责中药材生产业务，公司中药饮片生产加工项目已完成建设，生产设备已安装调试完成，并于 2016 年 6 月通过 GMP 认证。

目前，子公司仙莱中药饮片生产加工产能大幅提升，已能生产加工中药材品种近 600 个。在市场覆盖方面，仙莱中药通过柳药股份和桂中大药房的销售渠道和客户资源，加快仙莱产品在医疗机构、连锁药店及其他终端市场的推广。公司与广西医科大学制药厂合资建设的医大仙晟药品生产项目也有序推进，医大仙晟已完成厂区建设和设施设备安装调试，现已开始进行产品试生产，力争年内通过 GMP 认证并正式投产。同时，公司新投资建设的广西首个智能化中药煎煮中心—仙莱中药智能化煎煮中心一期已建设完工并投入使用，中心通过智能化煎煮设备和信息系统的应用，为医疗机构及广大患者提供专业、高效的中药代煎煮服务。

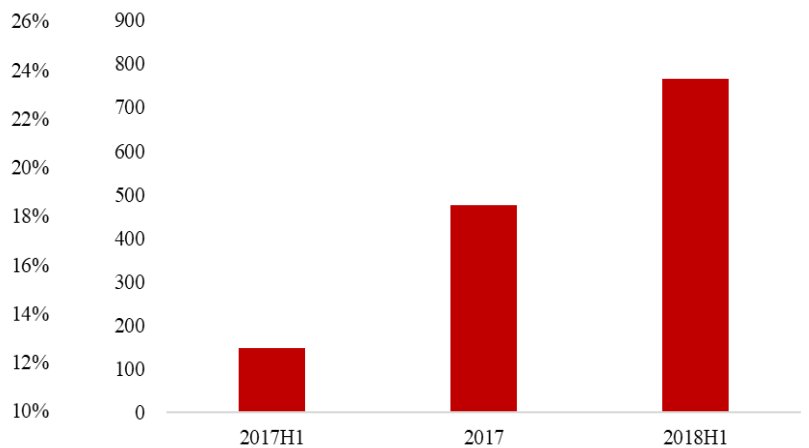
公司 2017 年工业板块实现营业收入 4813.79 万元，2018 年上半年实现营业收入 4853.81 万元，预计全年营收有望突破 1 亿元，仙莱中药饮片加工产能和产值大幅提升。

图 32：医药工业收入与毛利率情况



资料来源：公司公告，财富证券

图 33：仙莱中药净利润情况



资料来源：公司公告，财富证券

4.2 收购万通制药，增厚工业板块利润

公司 2018 年 9 月 29 日发布公告，公司拟使用自有或自筹资金收购柳药天源持有的万通制药 60% 股权，交易金额为 71580 万元。目前，公司已根据《股权转让协议》支付第一期转让款，并按计划推进股权转让的相关工作。万通制药 2017 年实现营业收入 1.24 亿元，净利润 6567 万元；2018 年 1-8 月实现营业收入 9844 万元，净利润 5074 万元。

表 3: 万通制药近期财务状况 (单位: 元)

项目	2018 年 8 月 31 日	2017 年 12 月 31 日
资产总额	114,451,121.95	133,175,646.28
负债总额	14,327,855.04	27,885,958.76
股东权益	100,123,266.91	105,289,687.52
项目	2018 年 1-8 月	2017 年度
营业收入	98,442,085.12	123,665,096.46
利润总额	59,699,551.70	77,284,841.13
净利润	50,735,987.39	65,665,949.94

资料来源: 公司公告, 财富证券

万通制药自设立以来, 专注于中成药的研发、生产和销售, 系广西著名中成药生产企业、国家高新技术企业和国家民委认定的少数民族特需商品定点生产企业。万通制药现有 115 项药品生产批文, 包括目前的主导品种复方金钱草颗粒、万通炎康片 (胶囊)、银桔利咽含片、天芝草胶囊及参芪益母颗粒等 10 个为全国独家品种 (含品规)。前述品种中, 拥有国家发明专利的品种 5 个, 纳入国家医保目录的品种 63 个, 纳入国家基本药物目录的品种 36 个, OTC (非处方药) 品种 90 个。

表 4: 万通制药主要品种

品名	功能主治	2018 年 1-8 月销售收入 (万元)	2018 年 1-8 月销售收入占比
复方金钱草颗粒	清热利湿, 通淋排石。用于湿热下注所致的热淋、石淋, 症见尿频、尿急、尿痛、腰痛; 泌尿系结石、尿路感染见上述证候者。	8,422.93	85.56%
万通炎康片 (胶囊)	疏风清热, 解毒消肿。用于外感风热所致的咽部红肿、牙龈红肿、疮疡肿痛; 急性慢性咽炎、扁桃体炎、牙龈炎、疮疖见上述证候者。	916.42	9.31%
银桔利咽含片	疏风清热, 解毒利咽。用于改善急性咽炎引起的咽痛、咽痒等症状。	/	/
天芝草胶囊	活血祛瘀, 解毒消肿, 益气养血。用于血瘀证之鼻咽癌, 肝癌的辅助治疗。	/	/
六味丸	滋补肝肾。用于神经衰弱, 头晕心悸, 耳鸣目眩, 夜尿频数。	/	/
参芪益母颗粒	益气养血, 通络下乳。用于妇女产后乳汁不下, 乳少, 产后腹痛。	/	/

资料来源: 公司公告, 财富证券

收购万通制药之后, 公司能够凭借自身具备的“深层次、广覆盖、高质量”的营销渠道网络和终端直接控制能力, 推动万通制药产品在区内的市场覆盖, 助力其未来新产品的市场推广。同时, 公司将整合万通制药的生产需求与仙莱中药的生产能力, 有效降低标的公司采购与生产成本。另外, 收购万通制药是公司产业链布局的重要一环, 将进一步加强公司在工业板块的业务规模, 大幅提升公司工业板块收入, 从而改善公司产业结构, 将全面提升公司中药生产板块盈利能力。

5 盈利预测与投资评级

公司业务主要由批发、零售以及工业三大板块构成。我们认为公司凭借其在广西的“深层次、广覆盖、高质量”的营销渠道网络和终端直接控制能力，批发业务可以维持高于行业的增速，由于高毛利率的医院销售业务占比提升，批发业务整体毛利率将提升。目前，公司在大力拓展医药零售业务，预计到 2020 年拥有 800-1000 家门店，同时大力推进 DTP 业务承接处方外流的巨大市场，零售业务未来仍将维持较高的增速。公司工业业务刚刚起步，在广西还有较大的增长空间，随着收购的万通制药并表，将进一步增厚公司工业板块的利润。

预计公司 2018-2020 年年营业收入分别为 116.10/139.32/167.19 亿元，归属母公司股东的净利润为 5.15/6.46/7.79 亿元，EPS 为 1.99/2.49/3.01 元，对应目前股价 PE 分别为 14.93/11.90/9.86 倍。公司深耕广西市场，流通、零售、工业三个板块呈现良好发展态势，支撑公司业绩快速增长，目前公司估值水平处于历史地位，极具吸引力。结合公司业绩增速与行业估值水平，给予公司 2019 年 15-16 倍 PE，公司股价合理区间为 37.35-39.84 元，维持“推荐”评级。

表 5：公司业务拆分预测

		2017A	2018E	2019E	2020E
	收入（亿元）	85.17	102.20	119.58	139.91
批发业务	增速（%）	22.86	20	17	17
	毛利率（%）	7.85	8.22	8.26	8.26
	收入（亿元）	8.68	12.15	16.04	21.17
零售业务	增速（%）	41.10	40	32	32
	毛利率（%）	24.95	25.80	25.50	25.50
	收入（亿元）	0.48	0.96	3.05	5.55
工业业务	增速（%）	1343.74	100	217.5	40
	毛利率（%）	22.28	24.80	25	25

资料来源：公司公告，财富证券

6 风险提示

医院账期延长，应收账款坏账风险；收购标的整合不及预期；DTP 业务增长不及预期；零售药店业务拓展不及预期；中药饮片以及医疗器械业务拓展不及预期。

财务预测摘要

利润表	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E	财务指标	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入	7559.40	9446.98	11610.34	13932.41	16718.89	成长性					
减:营业成本	6,848.28	8,539.16	10,424.93	12,455.57	14,879.81	营业收入增长率	16.2%	25.0%	22.9%	20.0%	20.0%
营业税费	27.78	34.66	34.84	41.80	50.16	营业利润增长率	52.5%	25.9%	28.6%	25.5%	20.6%
销售费用	152.18	192.72	243.82	310.69	434.69	净利润增长率	54.1%	25.0%	28.2%	25.5%	20.6%
管理费用	129.42	156.54	197.53	239.64	297.60	EBITDA 增长率	29.8%	36.5%	29.5%	25.9%	19.1%
财务费用	-17.01	14.33	43.00	53.00	62.00	EBIT 增长率	29.4%	34.7%	31.2%	26.8%	19.6%
资产减值损失	16.33	12.64	30.00	20.88	23.14	NOPLAT 增长率	29.9%	35.3%	30.3%	26.8%	19.6%
加:公允价值变动收益	-	-	-	-	-	投资资本增长率	29.9%	77.2%	26.1%	16.1%	16.8%
投资和汇兑收益	-	7.87	2.12	-	-	净资产增长率	138.0%	10.2%	12.9%	12.0%	13.2%
营业利润	402.40	506.67	651.35	817.56	986.39	利润率					
加:营业外净收支	3.21	-2.25	0.10	0.10	0.10	毛利率	9.4%	9.6%	10.2%	10.6%	11.0%
利润总额	405.61	504.43	651.45	817.66	986.49	营业利润率	5.3%	5.4%	5.6%	5.9%	5.9%
减:所得税	62.04	76.76	100.98	126.74	152.91	净利润率	4.2%	4.2%	4.4%	4.6%	4.7%
净利润	321.01	401.38	514.70	646.02	779.40	EBITDA/营业收入	5.3%	5.8%	6.1%	6.4%	6.3%
资产负债表	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E	EBIT/营业收入	5.1%	5.5%	5.9%	6.2%	6.2%
货币资金	1,717.35	1,073.74	1,393.24	1,253.92	1,170.32	运营效率					
交易性金融资产	-	-	-	-	-	固定资产周转天数	12	15	13	10	8
应收帐款	2,923.46	3,846.24	5,119.52	5,716.80	7,379.67	流动营业资本周转天数	53	70	87	91	91
应收票据	62.27	179.97	123.19	244.47	201.37	流动资产周转天数	228	238	240	238	228
预付帐款	129.44	169.90	156.32	251.22	240.15	应收帐款周转天数	126	129	139	140	141
存货	860.72	1,125.78	1,306.70	1,668.79	1,968.49	存货周转天数	36	38	38	38	39
其他流动资产	3.18	389.86	597.00	597.00	527.95	总资产周转天数	252	264	263	256	243
可供出售金融资产	51.72	75.05	75.05	67.27	72.46	投资资本周转天数	71	88	104	104	101
持有至到期投资	-	-	-	-	-	投资回报率					
长期股权投资	-	-	-	-	-	ROE	10.1%	11.5%	13.1%	14.8%	15.9%
投资性房地产	0.24	0.24	0.24	0.24	0.24	ROA	5.5%	5.7%	5.8%	6.6%	6.9%
固定资产	368.56	427.51	406.61	385.71	364.81	ROIC	25.3%	26.4%	19.4%	19.5%	20.1%
在建工程	2.49	88.27	88.27	88.27	88.27	费用率					
无形资产	102.02	101.14	98.51	95.88	93.25	销售费用率	2.0%	2.0%	2.1%	2.2%	2.6%
其他非流动资产	57.47	76.35	55.78	46.76	38.71	管理费用率	1.7%	1.7%	1.7%	1.7%	1.8%
资产总额	6,278.93	7,554.05	9,420.45	10,416.34	12,145.70	财务费用率	-0.2%	0.2%	0.3%	0.3%	0.3%
短期债务	263.00	623.67	1,134.48	1,096.85	1,144.23	三费/营业收入	3.5%	3.8%	4.1%	4.3%	4.7%
应付帐款	2,326.74	2,919.79	3,717.31	4,069.89	5,179.10	偿债能力					
应付票据	294.79	291.36	288.28	466.83	450.11	资产负债率	48.4%	52.8%	57.2%	56.7%	57.9%
其他流动负债	95.67	90.89	89.30	109.35	102.07	负债权益比	93.9%	111.7%	133.7%	130.8%	137.7%
长期借款	-	-	99.97	100.00	100.00	流动比率	1.91	1.73	1.66	1.69	1.67
其他非流动负债	60.99	59.82	60.91	60.57	60.43	速动比率	1.62	1.44	1.41	1.40	1.38
负债总额	3,041.19	3,985.53	5,390.25	5,903.48	7,035.94	利息保障倍数	-22.66	36.22	22.71	18.67	21.94
少数股东权益	47.72	76.76	110.75	154.92	207.89	分红指标					
股本	142.35	185.05	259.07	259.07	259.07	DPS(元)	0.38	0.47	0.62	0.77	0.93
留存收益	3,047.67	3,306.71	3,660.37	4,098.87	4,642.79	分红比率	31.0%	30.4%	31.3%	30.9%	30.9%
股东权益	3,237.74	3,568.52	4,030.20	4,512.86	5,109.75	股息收益率	1.3%	1.6%	2.1%	2.6%	3.1%
现金流量表	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E	业绩和估值指标	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
净利润	343.57	427.67	514.70	646.02	779.40	EPS(元)	1.24	1.55	1.99	2.49	3.01
加:折旧和摊销	19.24	35.18	23.53	23.53	23.53	BVPS(元)	12.31	13.48	15.13	16.82	18.92
资产减值准备	16.33	12.64	-	-	-	PE(X)	23.95	19.15	14.93	11.90	9.86
公允价值变动损失	-	-	-	-	-	PB(X)	2.41	2.20	1.96	1.76	1.57
财务费用	7.37	19.59	30.00	46.26	47.11	P/FCF	-15.92	-14.48	21.84	1,062.44	80.04
投资收益	-	-7.87	-2.12	-	-	P/S	1.02	0.81	0.66	0.55	0.46
少数股东损益	22.56	26.29	35.78	44.91	54.18	EV/EBITDA	6.79	9.12	10.65	8.64	7.43
营运资金的变动	-272.86	-1,218.64	-776.48	-615.69	-746.22	CAGR(%)	26.2%	24.9%	34.5%	26.2%	24.9%
经营活动产生现金流量	108.39	-332.59	-174.60	145.03	158.00	PEG	0.91	0.77	0.43	0.45	0.40
投资活动产生现金流量	-178.99	-555.21	2.12	7.78	-5.18	ROIC/WACC	2.65	2.76	2.03	2.04	2.10
融资活动产生现金流量	1,097.56	244.19	491.98	-292.13	-236.41	REP	0.61	0.61	0.99	0.87	0.74

资料来源: 贝格数据, 财富证券

投资评级系统说明

以报告发布日后的 6—12 个月内，所评股票/行业涨跌幅相对于同期市场指数的涨跌幅度为基准。

类别	投资评级	评级说明
股票投资评级	推荐	投资收益率超越沪深 300 指数 15% 以上
	谨慎推荐	投资收益率相对沪深 300 指数变动幅度为 5%—15%
	中性	投资收益率相对沪深 300 指数变动幅度为-10%—5%
	回避	投资收益率落后沪深 300 指数 10% 以上
行业投资评级	领先大市	行业指数涨跌幅超越沪深 300 指数 5% 以上
	同步大市	行业指数涨跌幅相对沪深 300 指数变动幅度为-5%—5%
	落后大市	行业指数涨跌幅落后沪深 300 指数 5% 以上

免责声明

本公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格，作者具有中国证券业协会注册分析师执业资格或相当的专业胜任能力。

本报告仅供财富证券有限责任公司客户及员工使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司当然客户。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发送，概不构成任何广告。

本报告信息来源于公开资料，本公司对该信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本公司对已发报告无更新义务，若报告中所含信息发生变化，本公司可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告中所指投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司及本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。投资者务必注意，其据此作出的任何投资决策与本公司及本公司员工或者关联机构无关。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人（包括本公司客户及员工）不得以任何形式复制、发表、引用或传播。

本报告由财富证券研究发展中心对许可范围内人员统一发送，任何人不得在公众媒体或其它渠道对外公开发布。任何机构和个人（包括本公司内部客户及员工）对外散发本报告的，则该机构和个人独自为此发送行为负责，本公司保留对该机构和个人追究相应法律责任的权利。

财富证券研究发展中心

网址：www.cfzq.com

地址：湖南省长沙市芙蓉中路二段 80 号顺天国际财富中心 28 层

邮编：410005

电话：0731-84403360

传真：0731-84403438