

零售与工业板块高增，业务结构性改善



东方证券
ORIENT SECURITIES

核心观点

- **广西省批发龙头，进入快速头部集中阶段。**公司是广西省内最大、历史最悠久的医药商业公司，2020 年公司批发业务营收 126.66 亿元，同比增长 1.21%，根据我们测算，公司在省内市占率约为 33%。未来一段时间，广西省将进入快速的头部集中阶段，公司在此期间将保持较快速度增长，驱动因素主要来自如下几个方面：1) 省内渠道布局最广，形成全面辐射 14 个地级市的高效物流配送网络；2) 经营代理品种全面，根据 2020 年年报，公司目前经营品种数量达 62000 种；3) 器械板块成为增长新动力，2020 年公司器械产品营收 10.63 亿元，同比增长 66.61%，成长潜力巨大。
- **平台效应渐显，零售与工业板块高增。**2020 年，公司零售业务营业收入 24.88 亿元，同比增长 31.73%，疫情期间营收规模保持高速增长，且增速高于可比公司，主要系借力于多年批发业务所积攒下的公立医院资源。我们认为公司零售业务将保持快速扩张，理由如下：1) 广西地区集中度低，根据中康 CMH，TOP5 企业门店数量占广西总数的 12.5%，销售额占市场总额的 43.1%；2) 公司 DTP 业务增长潜力巨大，一方面广西省是电子处方流转平台试点效果最好区域之一，处方外流空间广阔，另一方面公司公立医院资源强大，为 DTP 药房建设打下坚实基础，2020 年公司 DTP 业务实现营收 14.78 亿元，较去年同比 38.02%，占零售业务比重为 59.41%。
- **营收端到利润端，业务结构性改善明显。**根据公司年报数据及我们的拆分计算，2020 年，公司零售业务归母净利润录得 1.35 亿元、工业业务归母净利润录得 0.75 亿元，在不考虑非经常性损益的影响下，倒算后得出公司批发业务归母净利润录得 5.02 亿元，公司业务结构优化明显并将继续。

财务预测与投资建议

- 我们预测公司 2021-2023 年 EPS 分别为 2.50 元、2.99 元、3.59 元，根据可比公司，给予公司 2021 年 11 倍估值，对应目标价 27.50 元，给予买入评级。

风险提示

- 集采超预期；公立医院批发业务账期风险；零售门店扩张不及预期

公司主要财务信息

	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	14,857	15,669	18,504	21,641	25,330
同比增长(%)	26.8%	5.5%	18.1%	17.0%	17.0%
营业利润(百万元)	897	905	1,155	1,384	1,668
同比增长(%)	34.6%	0.9%	27.6%	19.9%	20.5%
归属母公司净利润(百万元)	685	712	905	1,082	1,302
同比增长(%)	29.8%	3.8%	27.1%	19.6%	20.3%
每股收益(元)	1.89	1.96	2.50	2.99	3.59
毛利率(%)	12.1%	12.4%	12.9%	13.2%	13.6%
净利率(%)	4.6%	4.5%	4.9%	5.0%	5.1%
净资产收益率(%)	16.7%	15.0%	17.1%	18.5%	19.4%
市盈率	11.4	11.0	8.6	7.2	6.0
市净率	1.8	1.5	1.4	1.3	1.1

资料来源：公司数据，东方证券研究所预测，每股收益使用最新股本全面摊薄计算，

投资评级 买入 增持 中性 减持 (维持)

股价(2021年03月29日)	21.58 元
目标价格	27.50 元
52周最高价/最低价	27.74/19.81 元
总股本/流通A股(万股)	36,244/35,993
A股市值(百万元)	7,821
国家/地区	中国
行业	医药生物
报告发布日期	2021年03月31日

股价表现	1周	1月	3月	12月
绝对表现	0.14	2.82	1.35	-0.4
相对表现	0.7	5.03	-3.04	-22.68
沪深300	-0.56	-2.21	4.39	22.28



资料来源：WIND、东方证券研究所

证券分析师 刘恩阳
010-66218100*828
liuenyang@orientsec.com.cn
执业证书编号：S0860519040001

联系人 田世豪
021-63325888*6111
tianshiahao@orientsec.com.cn

东方证券股份有限公司经相关主管机关核准具备证券投资咨询业务资格，据此开展发布证券研究报告业务。

东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的范围内正在或将要与本研究报告所分析的企业发展业务关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在对报告的客观性产生影响的利益冲突，不应视本证券研究报告为作出投资决策的唯一因素。

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责声明。

目 录

一、广西省医药商业绝对龙头	4
二、省内批发业务进入到头部集中快车道	6
三、平台效应渐显，零售与工业借力高增	10
四、营收端至利润端，业务结构性优化明显	13
五、盈利预测与投资建议	15
盈利预测	15
投资建议	16
风险提示	16

图表目录

图 1：公司发展历史	4
图 2：公司业务布局以医院资源为核心	4
图 3：2015–2020 公司营业收入（亿元）及增速	5
图 4：2015–2020 公司归母净利润（亿元）及增速	5
图 5：2020 年公司分业务营收占比	5
图 6：2020 年公司分业务毛利润占比	5
图 7：2014–2020 年公司批发收入及增速（亿元）	6
图 8：2014–2020 年公司批发毛利及增速（亿元）	6
图 9：2017–2020H1 公司与国控广西批发业务营收（亿元）	6
图 10：2016–2019 年公司与国控广西在广西地区医药流通营业收入增速	6
图 11：柳药与国控广西在广西省医药流通市场市占率	7
图 12：公司物流网络示意图	8
图 13：公司经营品规数量（个）	9
图 14：2015–2020 年公司医疗器械营收（亿元）及增速	9
图 15：2015–2020 年公司医疗器械与药品毛利率	9
图 16：2014–2020H1 公司零售业务收入（亿元）及增速	10
图 17：2014–2020H1 公司零售业务毛利（亿元）及增速	10
图 18：2014–2020 医药零售毛利率	10
图 19：2019 年广西地区药店数量 CR5	11
图 20：2019 年广西地区药店营业额 CR5	11
图 21：2014–2020 年公司零售药店数量及增速	11
图 22：公司 DTP 门店数量保持快速增长	12
图 23：2019–2020 年 DTP 药房营业收入（亿元）及占比	12
图 24：工业板块三驾马车	13
图 25：2015–2020 医药工业业务收入（亿元）与同比增速	13
图 26：2011–2020 年公司分业务营收占比变化情况	13
图 27：2011–2020 年公司分业务毛利占比变化情况	14
图 29：可比公司估值表	16
表 1：公司重要参股与控股子公司经营情况	14

一、广西省医药商业绝对龙头

柳药股份最早起源于 1953 年成立的国营柳药批发站，2011 年改制为股份有限公司，并于 2014 年成功上市，经过六十多年的发展，公司是广西省内最大、历史最悠久的医药商业公司。

从业务布局上看，医药商业是公司的核心业务，公司商业业务以南宁和柳州为中心，目前已实现广西省全面覆盖。此外，公司充分利用分销渠道优势，大力发展医药零售与工业业务，目前，公司已形成以药械批发和零售业务为核心，药品生产研发和供应链增值服务为两翼，第三方医药物流、医药电子商务等创新业务协同发展的综合性医药业务体系。

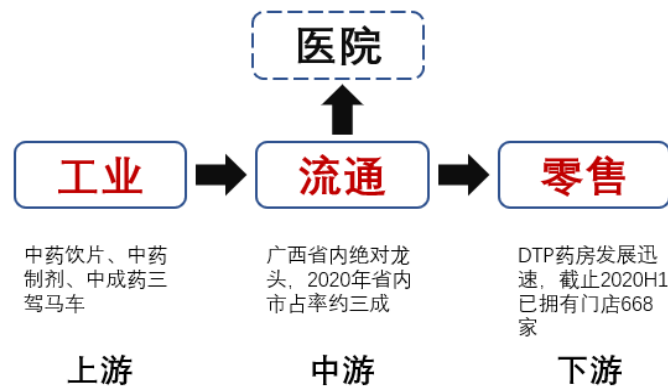
图 1：公司历史发展



数据来源：公司公告，东方证券研究所

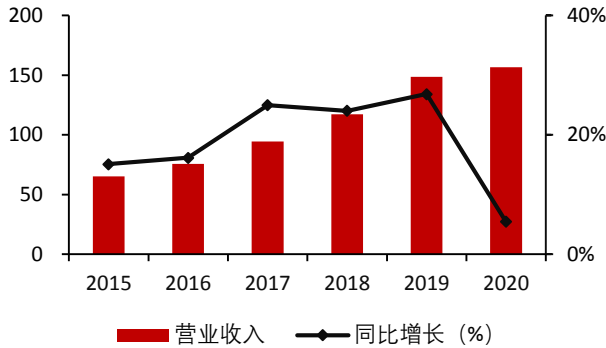
我们认为，在我国当下的医药体系中，公立医院在医疗产业链中相对强势的格局一时难以改变，公立医院资源仍是整个产业链环节中最为重要的一节。公司凭借多年医药流通业务打下的根基，紧抓整个广西省公立医院资源，并以此为中心，与医院协同发展，积极布局零售业务及医药工业业务，在省内形成了一定的平台效应。

图 2：公司业务布局以医院资源为核心

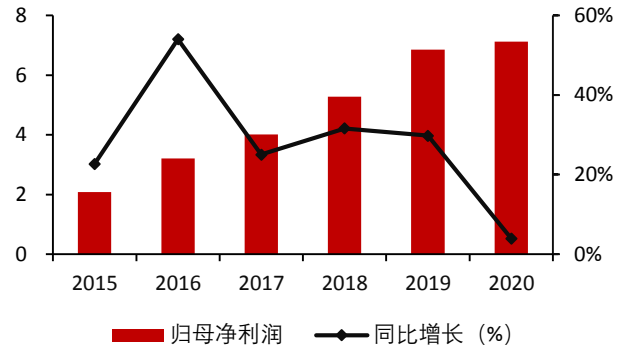


数据来源：公司公告，东方证券研究所

疫情大考，公司经营稳定性强。2020 年公司实现营业收入 156.68 亿元，同比增长 5.46%；实现归母净利润 7.12 亿元，同比增长 3.94%。疫情期间，公司业绩仍保持了稳定的成长，一方面得益于公司在广西省医药商业领域高铸的竞争壁垒，另一方面由于公司多元化展业，零售业务仍保持了较高的增长所致。

图 3：2015–2020 公司营业收入（亿元）及增速


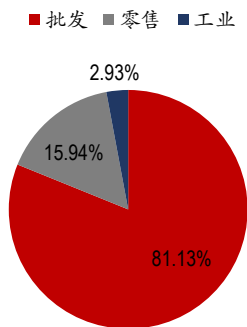
数据来源：公司公告，东方证券研究所

图 4：2015–2020 公司归母净利润（亿元）及增速


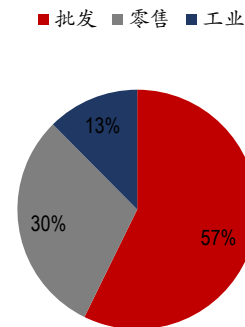
数据来源：公司公告，东方证券研究所

具体来看，根据 20 年年报，公司医药批发业务实现收入 126.66 亿元，约占公司总收入的 81.09%；医药零售业务实现收入 24.88 亿元，约占公司总收入的 15.93%，医药工业业务实现收入 4.58 亿元，约占公司总收入的 2.93%。

毛利率方面，公司医药工业毛利率最高，20 年为 51.79%，其次为零售业务，毛利率为 23.25%，批发业务毛利率最低，为 8.63%。

图 5：2020 年公司分业务营收占比


数据来源：公司公告，东方证券研究所

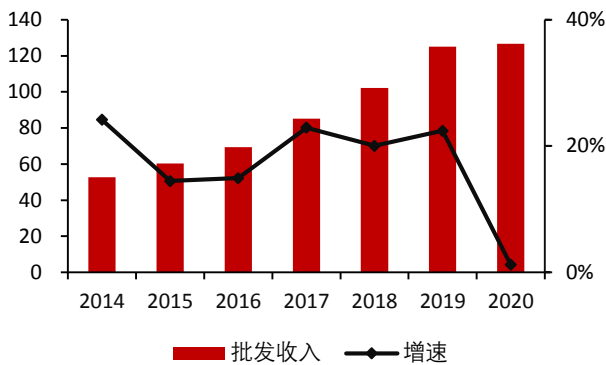
图 6：2020 年公司分业务毛利润占比


数据来源：公司公告，东方证券研究所

二、省内批发业务进入到头部集中快车道

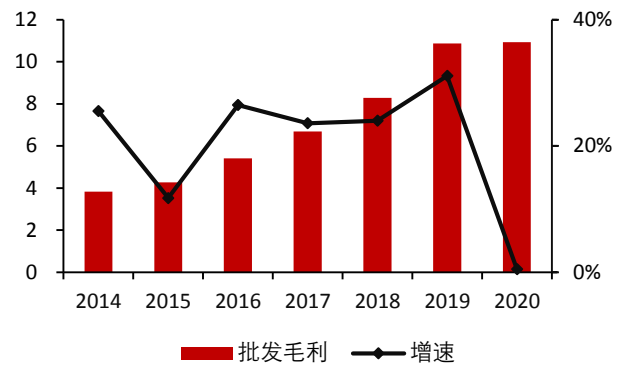
公司为广西省医药批发领域的绝对龙头。2020年公司批发业务收入126.66亿元,同比增长1.21%,2014-2019年CAGR为18.88%,疫情期间仍保持了略微增长;截至2020年上半年,公司供应商超过4,200家,已基本与国内主流药品生产企业达成在广西区内的合作,经营品规达到62000余个,基本覆盖了医院的常用药品和新特用药。

图7：2014–2020年公司批发收入及增速（亿元）



数据来源：公司公告，东方证券研究所

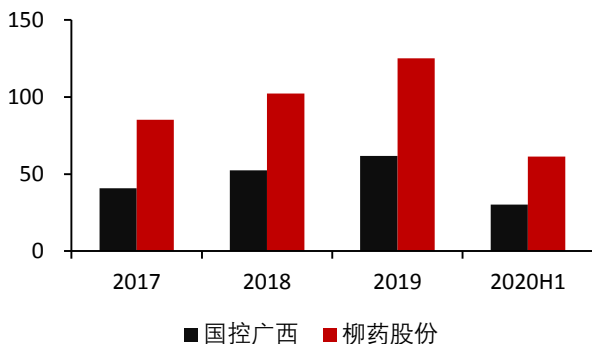
图8：2014–2020年公司批发毛利及增速（亿元）



数据来源：公司公告，东方证券研究所

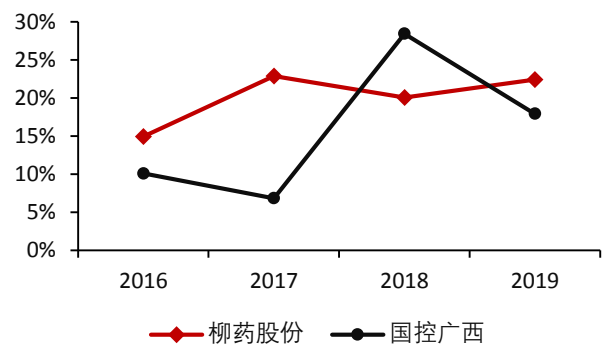
柳药、国药在省内地市占率超前，格局已然明朗。2019年，公司在广西地区医药流通领域营收规模达125.15亿元，同比增长22.41%，国控广西在省内地市占率规模达61.70亿元，同比增长17.92%，公司近些年规模增速稳定在20%左右，业绩增长稳定性强。公司在广西省医药流通行业内市占率第一，达32.83%，较去年上升4.13pcts，国控广西市占率第二，达16.19%，较去年上升1.50pcts，不难看出头部集中进程明显提速，我们认为将来的一段时间内，马太效应将持续加剧。

图9：2017–2020H1公司与国控广西批发业务营收（亿元）

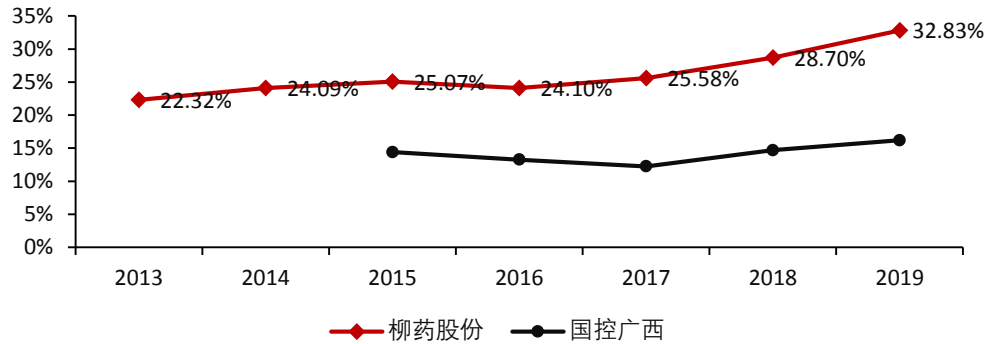


数据来源：公司公告，wind 东方证券研究所

图10：2016–2019年公司国控广西在广西地区医药流通营业收入增速



数据来源：公司公告，wind 东方证券研究所

图 11：柳药与国控广西在广西省医药流通市场市占率


数据来源：公司公告，wind，《药品流通统计年鉴》，东方证券研究所测算

我们认为，未来一段时间广西省内医药流通领域将进一步集中，柳药股份作为省内的绝对龙头，不仅会受益于集中度提升的大趋势，而且会由于自身规模的增长加速省内集中的到来，公司在省内销售规模的成长主要依赖如下几点：

一、布局最广的物流体系

随着公司在南宁、柳州建设的现代物流基地建设完成后，公司成为广西少数拥有两个现代物流基地的医药流通企业，配送与仓储能力进一步提高，进一步巩固了区位内龙头地位。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，**形成全面辐射自治区 14 个地级市的高效物流配送网络**。目前，公司是广西省内批发网点布局最为全面的一家公司，且各分公司在当地经营多年，与客户均建立了深厚的合作关系，为未来业务的拓展打下了坚实的基础。

图 12：公司物流网络示意图



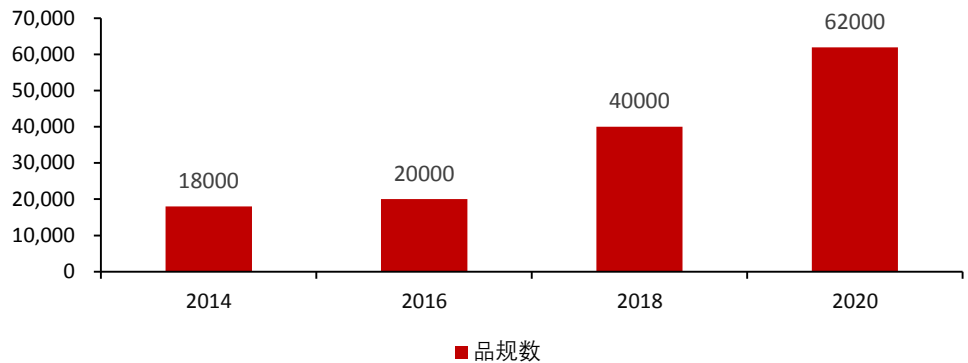
数据来源：公司公告，东方证券研究所

我们认为，在广西省医药批发领域两强格局已然稳固的前提下，外部竞争者以及省内中小竞争者不再会大规模的进行基础设施建设与渠道铺设，因此公司建立起的渠道形成一定的竞争壁垒。而且当前的竞争结构十分明朗，落后供给将逐步出清，进入到快速集中阶段，考虑到公司目前在各地渠道已然建立，且客户多为本地的高粘性客户，公司批发业务有望保持稳定增长并加速提高市场份额。

二、医药批发品种最全面

对三级、二级医院所需药品品种以及集采品种的全覆盖。公司多年来与国内、国外主流药企保持良好合作关系，通过专业的服务团队为供应商在广西省内进行供应链建设，并提供渠道增值服务，持续加强重磅新品包括国产仿制药、进口药的开发推广力度，使得公司品种优势不断扩大。目前，公司经营品规数量达 62000 多个，合作供应商突破 4,200 家，并取得了吉利德、美国安进、葛兰素、等公司在创新药物的区内独家经营权，公司在药品品种方面优势明显，已然不逊于头部的全国性药品批发企业，已能够满足广西省内医院的大部分需求，随着我国创新研发的推进与医保的快速覆盖，公司药品经营品种优势也将进一步凸显。

从品规数量看，2014 年公司经营品规数突破 18000 个，2015-2016 品规数达到 20000 余个，**2017-2020 品规数突破 62000 个(预计部分为医疗器械品种)**，近些年公司品规数量保持了快速的增长，从而满足医院与患者日益增长的需求。

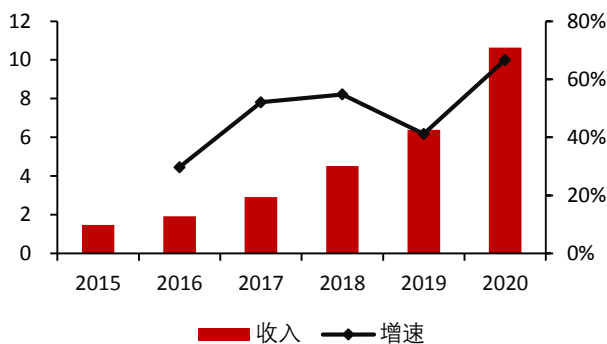
图 13：公司经营品规数量（个）


数据来源：公司公告，东方证券研究所

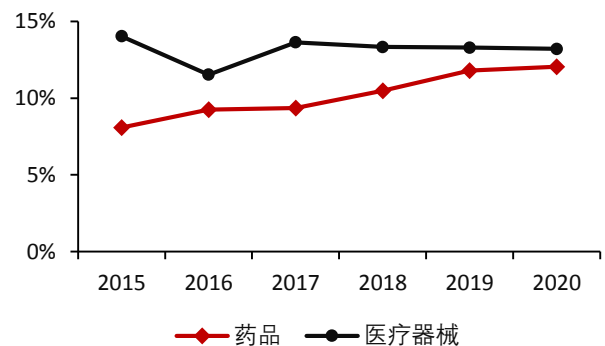
三、医疗器械保持高速增长

2019 年，公司医疗器械品种达 21,000 多个品规，相较去年增长 44%，合作供应商 1,800 余家。另外，公司开展的供应链管理业务为器械流通打开医院渠道，多家合作医院签订合同给予公司药械流通配送优先权，此举极大的加快公司器械、耗材配送的市场推广速度，未来公司器械流通业务值得期待。同时，公司于 2017 年 3 月与润达医疗合资设立柳润医疗，柳药以自有资金出资 5100 万元，持股比例 51%，润达持股比例 49%，切入广西 IVD 流通领域。

2020 年，公司医疗器械销售实现 10.63 亿元，较去年同期增长 66.61%，疫情期间仍旧保持高速增长，除此之外，器械批发业务毛利率高于药品批发业务，随着医疗器械批发营收占比的上升，业务结构再一次优化，毛利率可得到边际改善，2020 年公司医疗器械毛利率 13.21%，药品 12.04%。

图 14：2015–2020 年公司医疗器械营收（亿元）及增速


数据来源：公司公告，东方证券研究所

图 15：2015–2020 年公司医疗器械与药品毛利率


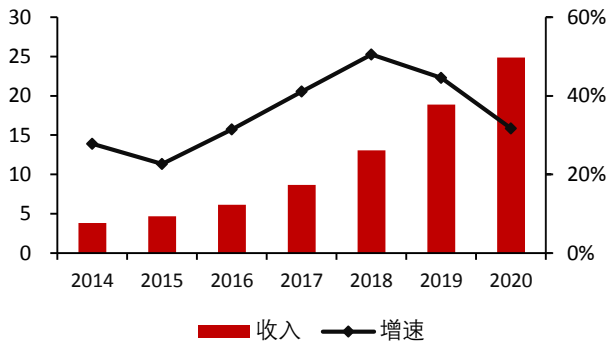
数据来源：公司公告，东方证券研究所

三、平台效应渐显，零售与工业借力高增

广西省医药零售龙头，销售规模再提速。2020 年公司零售业务实现营业收入 24.88 亿元，同比增长 31.73%，实现毛利润 5.78 亿元，同比增长 24.63%，疫情期间仍旧保持了较高的增长，公司近些年医药零售规模高速增长主要系新建与并购门店加大力度，新开药店数大幅度上升，以及公司在产业链纵向整合后，医疗器械与中药饮片等销量上升增厚营收。

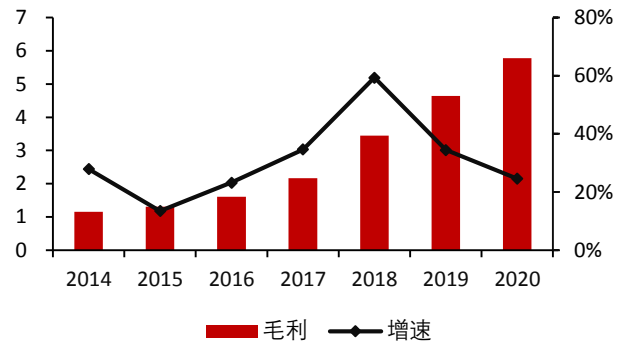
2020 年公司零售业务毛利率 23.25%，较 2019 年全年下降 1.30 个百分点，主要由于疫情期间公司防疫类物资销售规模较大，而该部分产品毛利率较低甚至为零毛利销售，因而拉低了公司总体的零售业务毛利率，预计在 21 年公司零售业务毛利率将出现明显反弹。

图 16：2014–2020H1 公司零售业务收入（亿元）及增速



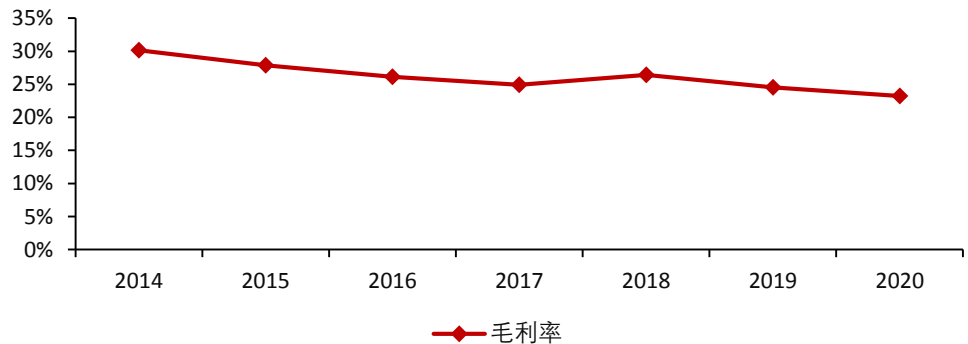
数据来源：公司公告，东方证券研究所

图 17：2014–2020H1 公司零售业务毛利（亿元）及增速



数据来源：公司公告，东方证券研究所

图 18：2014–2020 医药零售毛利率



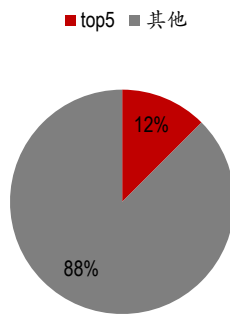
数据来源：公司公告，东方证券研究所

我们认为，公司医药零售业务在未来 3-5 年内仍将保持较快增长，主要理由如下：

一、广西省医药零售市场格局散，公司竞争力居前。

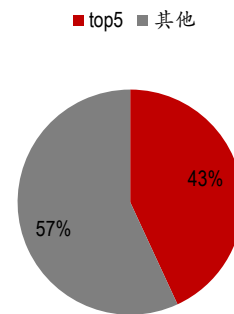
省内格局零散，渗透率有望快速提高。根据中康 CMH 数据，广西壮族自治区 2019 年零售药店销售额为 131 亿元，占全国整体销售额的 2.91%，广西药店总数量达 1.8 万家，其中连锁门店 1.3 万家，单体店近 5000 家。前五的连锁门店数量占广西总数的 12.5%，销售额占市场总额的 43.1%，头部企业具有显著优势。桂中大药房市占率约 14.42%，竞争对手主要有上市连锁企业大参林、一心堂与老百姓，以及本地连锁企业广西一心与广西康全。目前，一心堂与大参林在广西省门店增长较快，但并非是两家公司的重点发力地区，而本地企业由于融资与资源等问题，难以与公司形成有力竞争，目前看广西省市场仍处于良性竞争并有利于头部企业的集中。

图 19：2019 年广西地区药店数量 CR5



数据来源：中康 CMH，东方证券研究所

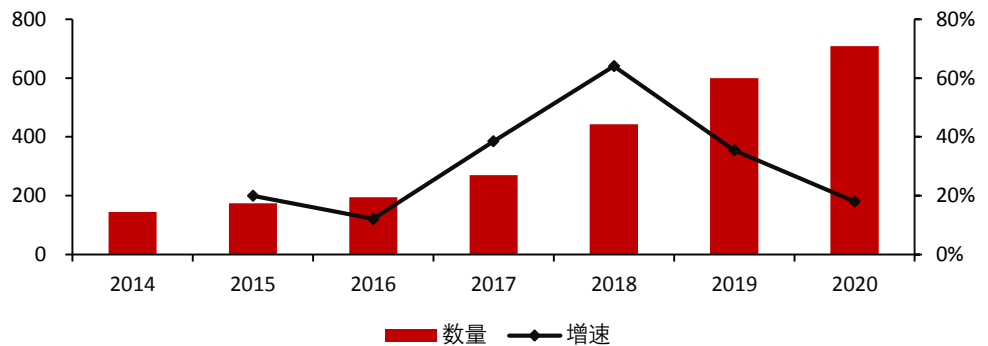
图 20：2019 年广西地区药店营业额 CR5



数据来源：中康 CMH，东方证券研究所

在门店数量市占率极为分散的前提下，公司门店数量保持快速扩张，2014-2020，公司门店数量由 145 家上升至 708 家，2020 年由于疫情影响，公司门店扩张速度有所放缓，但仍旧净增 108 家门店，较 2019 年底门店数量上升 18.00%，综合考虑广西地区的竞争环境，我们认为公司扩张之路仍旧长远。

图 21：2014-2020 年公司零售药店数量及增速

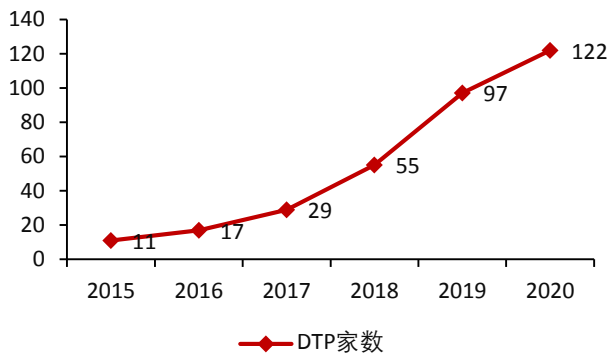


数据来源：公司公告，东方证券研究所

二、有效借力批发业务，DTP 药房一骑绝尘

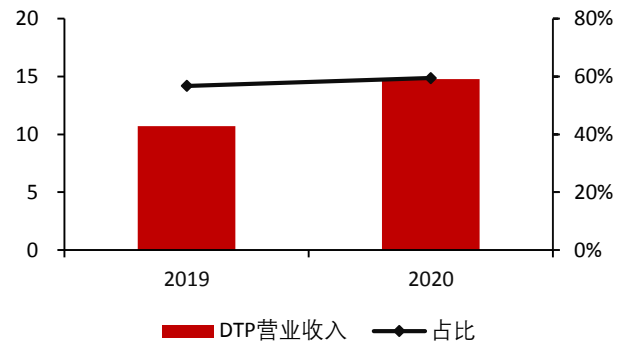
公司作为广西省内流通业务龙头企业，与省内 100% 的三级医院建立业务联系，为 50% 以上的三甲医院提供供应链管理，公司在省内拥有的公立医院资源是竞争对手难以超越的壁垒，因此 DTP 药房业务发展十分迅速。2020 年公司新增 DTP 药店 25 家，截至报告期末 DTP 药店数量达 122 家，其中 DTP 药店实现收入 14.78 亿元，较去年同期增长 38.02%，占零售业务比重为 59.41%。我们认为广西地区是电子处方流转平台最先试点的地区，处方外流大背景下，广西地区零售药店有望快速承接院内份额，公司作为省内批发与零售的双龙头，DTP 业务的成长可持续性强。

图 22：公司 DTP 门店数量保持快速增长



数据来源：公司公告，东方证券研究所

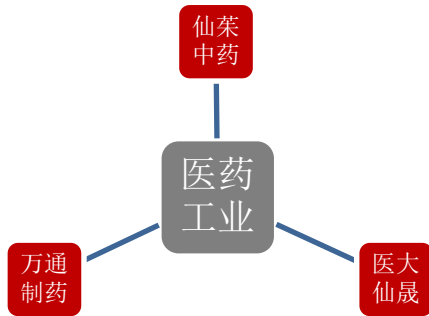
图 23：2019-2020 年 DTP 药房营业收入（亿元）及占比



数据来源：公司公告，东方证券研究所

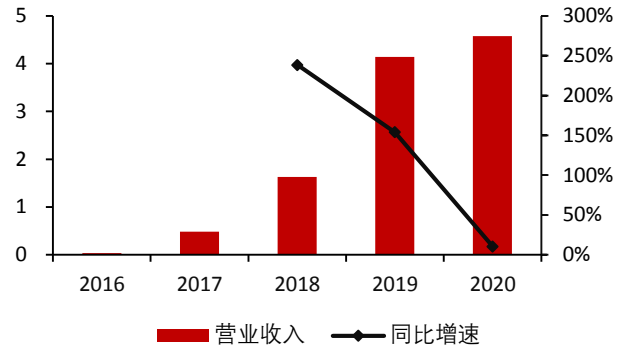
公司工业板块主要由仙茱中药、医大仙晟以及万通制药构成，其中仙茱中药科技主要从事中药饮片生产加工业务，已能生产中药饮片 800 多个品规；医大仙晟项目已着手开展安神养血口服液、归芪补血口服液、胃乐胶囊等原医科大学制药厂核心产品的生产；万通制药是广西著名中成药生产企业，拥有复方金钱草颗粒、万通炎康片（胶囊）等多个独家专利产品。2020 年公司医药工业板块实现营业收入 4.58 亿元，同比增长 10.63%，疫情期间工业板块仍旧保持了两位数以上的增长，足以彰显公司批发工业一体化业务带来的协同效应。

图 24：工业板块三驾马车



数据来源：公司公告，东方证券研究所

图 25：2015-2020 医药工业业务收入（亿元）与同比增速

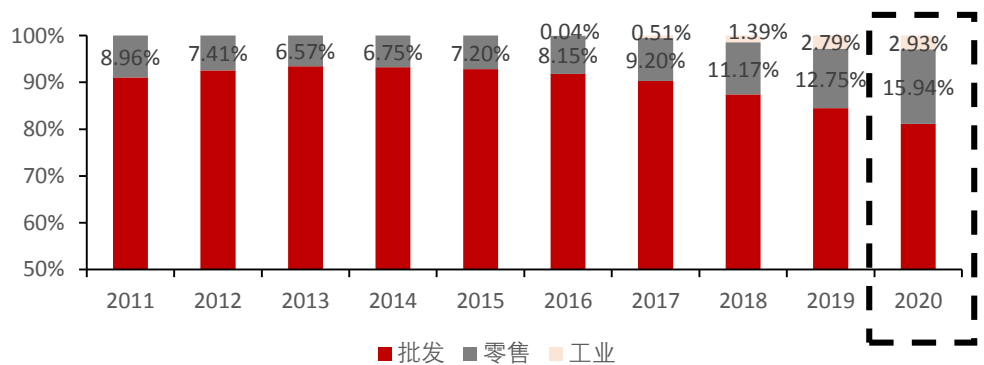


数据来源：公司公告，东方证券研究所

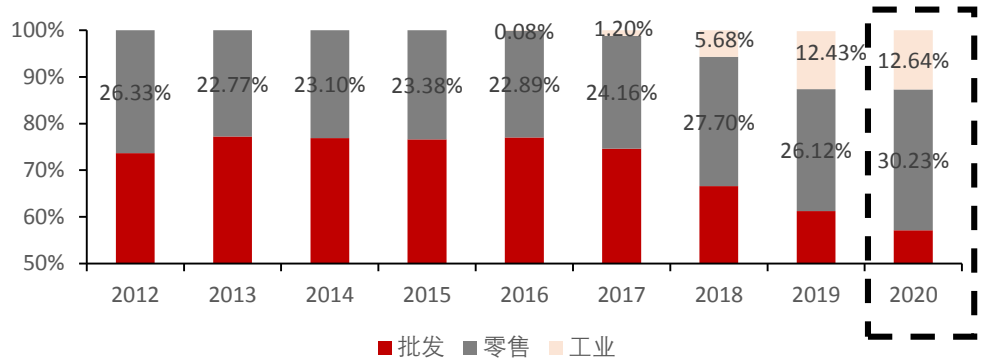
四、营收端至利润端，业务结构性优化明显

自 2016 年开始，公司三大业务板块间营收占比与毛利占比发生了巨大的变化。2016-2020，零售业务营收占比由 8.15% 上升至 15.94%，毛利润占比由 22.89% 上升至 30.23%；工业业务营收占比由 0.04% 上升至 2.93%，毛利润占比由 0.08% 上升至 12.64%，尤其在疫情期间，2020 年公司零售业务仍旧保持了高速增长，工业业务也保持了两位数以上的增长，导致批发业务毛利润占比仅 57.13%。

图 26：2011-2020 公司分业务营收占比变化情况



数据来源：公司公告，东方证券研究所

图 27：2011–2020 公司分业务毛利占比变化情况


数据来源：公司公告，东方证券研究所

零售板块：公司桂中大药房 2020 年归母净利润达 13520.10 万元，占比达 18.99%；**工业板块：**公司仙茶中药与万通制药 2020 年净利润分别为 2661.25 万元与 8105.31 万元，考虑到持股比例，则合计归母净利润 7524.44 万元，占比达 10.58%；**批发板块：**公司全年归母净利润为 7.12 亿元，分别减去我们拆分预测的工业板块及零售板块的归母净利润，则可得批发板块全年归母净利润约为 5.02 亿元，占比达 70.42%，我们认为公司目前从归母净利润层面看，已经有三成由工业与零售板块贡献所得，且未来工业与零售板块增长预计仍将超过商业板块，公司利润结构也得到了显著优化。

表 1：公司重要参股与控股子公司经营情况

被投资单位	业务性质	直接持股比例 (%)	净利润 (万元)
柳州桂中大药房连锁有限责任公司	零售	100	13,520.10
广西南宁柳药药业有限公司	批发	53	7,910.00
广西玉林柳药药业有限公司	批发	100	779.18
广西桂林柳药药业有限公司	批发	100	1,625.99
广西百色柳药药业有限公司	批发	100	770.81
广西贵港柳药药业有限公司	批发	100	637.55
广西河池柳药药业有限公司	批发	100	712.87
广西泛北部湾物流有限公司	物流	100	236.2
广西仙茶中药科技有限公司	工业	100	2,661.25
广西柳润医疗科技有限公司	批发及服务	51	784.51
广西万通制药有限公司	工业	60	8,105.31

数据来源：wind，东方证券研究所

五、盈利预测与投资建议

盈利预测

我们对公司 2021-2023 年盈利预测做如下假设：

- 1) 公司 2021-2023 年批发业务营收增速分别为 15.06%、15.15%、15.22%，公司批发业务保持稳定增长。零售业务营收增速分别为 32.84%、23.51%、23.21%，零售业务保持较快速增长，其中 DTP 药房数量分别为 140、168、202 个，社会化药房数量分别为 674、809、970 个，仍保持较快的门店扩张数量
- 2) 公司 2021-2023 年毛利率分别为 12.9%、13.2%和 13.6%，公司综合毛利率处于小幅上升趋势，主要由于公司业务结构改善明显，零售业务与工业业务营收逐年上升，二者毛利率较高，因此拉高公司综合毛利率。
- 3) 公司 2021-2023 年销售费用率为 2.78%、2.83%和 2.89%，管理费用率为 2.57%、2.62%和 2.67%，销售费用与管理费用均处于小幅上升趋势，主要由于公司零售业务与工业业务营收占比逐步提高，此二业务销售费用率与管理费用率略高于批发业务，因此综合销售费用率与管理费用率略有提升。
- 4) 公司 2021-2023 年的所得税率维持 15%

盈利预测核心假设

	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
批发					
销售收入（百万元）	12,515.5	12,665.6	14,573.6	16,780.9	19,335.1
增长率	22.4%	1.2%	15.1%	15.1%	15.2%
毛利率	8.7%	8.6%	8.7%	8.7%	8.8%
零售					
销售收入（百万元）	1,888.7	2,488.0	3,305.1	4,081.9	5,029.5
增长率	44.6%	31.7%	32.8%	23.5%	23.2%
毛利率	24.5%	23.3%	24.0%	24.0%	24.2%
工业					
销售收入（百万元）	413.6	458.0	545.6	666.3	809.0
增长率	153.8%	10.7%	19.1%	22.1%	21.4%
毛利率	53.4%	51.8%	51.8%	51.8%	51.8%
其他业务					
销售收入（百万元）	39.1	57.1	79.9	111.9	156.6
增长率	84.0%	45.9%	40.0%	40.0%	40.0%
毛利率	84.5%	69.7%	70.0%	70.0%	70.0%
合计	14,856.8	15,668.7	18,504.1	21,640.9	25,330.3
增长率	26.8%	5.5%	18.1%	17.0%	17.0%
综合毛利率	12.1%	12.4%	12.9%	13.2%	13.6%

资料来源：公司数据，东方证券研究所预测

投资建议

公司是广西省医药商业龙头企业，实施批零一体化战略，批发与零售业务省内竞争格局清晰，均处于绝对领先地位，工业板块发展迅速，有望贡献边际业绩助推高增长，我们看好公司的长期发展，预测公司 2021-2023 年 EPS 分别为 2.50 元、2.99 元、3.59 元，根据可比公司，给予公司 2021 年 11 倍估值，对应目标价 27.50 元，给予买入评级。

图 28：可比公司估值表

公司	代码	最新价格(元)	每股收益(元)			市盈率		
		2021/3/29	2020A/E	2021E	2022E	2020A/E	2021E	2022E
上海医药	601607	19.07	1.59	1.79	2.01	11.97	10.63	9.49
九州通	600998	17.80	1.51	1.44	1.57	11.81	12.34	11.34
南京医药	600713	4.31	0.35	0.38	0.38	12.31	11.34	11.34
重药控股	000950	5.11	0.62	0.75	0.75	8.24	6.81	6.81
国药一致	000028	41.06	3.27	3.70	4.13	12.54	11.10	9.95
中国医药	600056	13.89	1.12	1.31	1.50	12.40	10.60	9.26
	最大值					12.54	12.34	11.34
	最小值					8.24	6.81	6.81
	平均数					11.55	10.47	9.70
	调整后平均					12.12	10.92	10.01

数据来源：wind，东方证券研究所

风险提示

- 医药批发业务为公司的主营业务，目前省内竞争格局清晰，仍处于市占率头部集中趋势中，如果集采政策超预期发展，导致药品降价幅度过大，可能会导致公司批发业务营收不达预期，进而影响公司的业绩表现。
- 医药批发业务客户多为大型公立医院，由于医保控费、药占比等影响，导致公立医院对公司账期较长，如果有进一步政策因素导致公立医院财务压力增大，进一步拖长账期，或对公司经营与利息费用支出上造成影响。
- 医药零售业务为公司的核心业务，目前处于并购与新建并举的扩张期，如果扩张门店未能有效开展经营，甚至关店数过多，可能会导致零售业务营收不达预期，进而影响公司的业绩表现。

附表：财务报表预测与比率分析

资产负债表						利润表					
单位:百万元	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E	单位:百万元	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
货币资金	1,915	3,496	3,701	4,328	5,066	营业收入	14,857	15,669	18,504	21,641	25,330
应收票据、账款及款项融资	6,356	7,396	8,789	10,279	12,032	营业成本	13,052	13,720	16,111	18,774	21,894
预付账款	234	239	278	325	380	营业税金及附加	45	48	56	65	76
存货	1,509	1,566	1,853	2,159	2,518	营业费用	382	426	514	613	731
其他	80	90	101	112	125	管理费用及研发费用	348	403	484	577	689
流动资产合计	10,094	12,786	14,721	17,203	20,120	财务费用	140	183	219	261	305
长期股权投资	0	0	0	0	0	资产、信用减值损失	19	13	0	0	0
固定资产	666	674	766	844	912	公允价值变动收益	0	0	0	0	0
在建工程	21	117	103	95	92	投资净收益	17	5	5	5	5
无形资产	198	208	221	234	246	其他	9	25	28	28	28
其他	979	1,022	829	796	766	营业利润	897	905	1,155	1,384	1,668
非流动资产合计	1,864	2,021	1,919	1,969	2,016	营业外收入	10	23	25	25	25
资产总计	11,958	14,808	16,640	19,172	22,136	营业外支出	2	10	10	10	10
短期借款	1,889	2,772	3,473	4,236	5,097	利润总额	905	918	1,170	1,399	1,683
应付票据及应付账款	3,997	4,439	5,316	6,195	7,225	所得税	140	136	175	210	252
其他	987	1,001	1,026	1,026	1,026	净利润	765	782	994	1,189	1,431
流动负债合计	6,873	8,212	9,816	11,457	13,348	少数股东损益	79	70	89	107	129
长期借款	364	198	198	198	198	归属于母公司净利润	685	712	905	1,082	1,302
应付债券	0	663	663	663	663	每股收益(元)	1.89	1.96	2.50	2.99	3.59
其他	64	290	56	56	56						
非流动负债合计	428	1,152	917	917	917	主要财务比率					
负债合计	7,301	9,363	10,733	12,375	14,265		2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
少数股东权益	285	346	435	542	671	成长能力					
实收资本(或股本)	259	363	363	363	363	营业收入	26.8%	5.5%	18.1%	17.0%	17.0%
资本公积	2,021	1,955	1,822	1,822	1,822	营业利润	34.6%	0.9%	27.6%	19.9%	20.5%
留存收益	2,093	2,628	3,286	4,070	5,015	归属于母公司净利润	29.8%	3.8%	27.1%	19.6%	20.3%
其他	0	153	0	0	0	获利能力					
股东权益合计	4,658	5,445	5,907	6,798	7,871	毛利率	12.1%	12.4%	12.9%	13.2%	13.6%
负债和股东权益总计	11,958	14,808	16,640	19,172	22,136	净利率	4.6%	4.5%	4.9%	5.0%	5.1%
						ROE	16.7%	15.0%	17.1%	18.5%	19.4%
						ROIC	13.8%	11.6%	12.1%	12.6%	13.0%
现金流量表						偿债能力					
单位:百万元	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E	资产负债率	61.1%	63.2%	64.5%	64.5%	64.4%
净利润	765	782	994	1,189	1,431	净负债率	7.2%	2.5%	10.7%	11.3%	11.3%
折旧摊销	82	(101)	43	50	54	流动比率	1.47	1.56	1.50	1.50	1.51
财务费用	140	183	219	261	305	速动比率	1.25	1.37	1.31	1.31	1.32
投资损失	(17)	(5)	(5)	(5)	(5)	营运能力					
营运资金变动	(330)	(623)	(827)	(975)	(1,150)	应收账款周转率	2.7	2.5	2.7	2.6	2.6
其它	(227)	428	(74)	0	0	存货周转率	9.4	8.9	9.4	9.4	9.4
经营活动现金流	413	665	350	520	635	总资产周转率	1.4	1.2	1.2	1.2	1.2
资本支出	(201)	29	(101)	(101)	(101)	每股指标(元)					
长期投资	75	0	0	0	0	每股收益	1.89	1.96	2.50	2.99	3.59
其他	63	(274)	(148)	5	5	每股经营现金流	1.59	1.83	0.97	1.43	1.75
投资活动现金流	(63)	(244)	(249)	(96)	(96)	每股净资产	12.06	14.07	15.10	17.26	19.86
债权融资	(45)	476	0	0	0	估值比率					
股权融资	(0)	37	(132)	0	0	市盈率	11.4	11.0	8.6	7.2	6.0
其他	427	649	236	203	199	市净率	1.8	1.5	1.4	1.3	1.1
筹资活动现金流	382	1,163	104	203	199	EV/EBITDA	7.1	8.1	5.6	4.7	3.9
汇率变动影响	0	0	-0	-0	-0	EV/EBIT	7.7	7.3	5.8	4.8	4.0
现金净增加额	732	1,583	205	627	738						

资料来源：东方证券研究所

分析师申明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明：

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

投资评级和相关定义

报告发布日后的 12 个月内的公司的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准；

公司投资评级的量化标准

买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；

增持：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15%；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；

减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级 —— 由于在报告发出之时该股票不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该股票的研究状况，未给予投资评级相关信息。

暂停评级 —— 根据监管制度及本公司相关规定，研究报告发布之时该投资对象可能与本公司存在潜在的利益冲突情形；亦或是研究报告发布当时该股票的价值和价格分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确投资评级；分析师在上述情况下暂停对该股票给予投资评级等信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该股票的投资评级、盈利预测及目标价格等信息不再有效。

行业投资评级的量化标准：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；

看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级：由于在报告发出之时该行业不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该行业的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：由于研究报告发布当时该行业的投资价值分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确行业投资评级；分析师在上述情况下暂停对该行业给予投资评级信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该行业的投资评级信息不再有效。

免责声明

本证券研究报告（以下简称“本报告”）由东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告的全体接收人应当采取必要措施防止本报告被转发给他人。

本报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的证券研究报告。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的证券研究报告之外，绝大多数证券研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

在任何情况下，本公司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，投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险，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。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面协议授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容。不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

经本公司事先书面协议授权刊载或转发的，被授权机构承担相关刊载或者转发责任。不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

提示客户及公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告，慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

电话：021-63325888

传真：021-63326786

网址：www.dfzq.com.cn