

短期政策承压，上下游一体化快速发展

投资要点

- **业绩总结：**2021H1 公司实现营业收入 83.2 亿元（+9.9%），实现归母净利润 3.3 亿元（-16.6%），扣非归母净利润为 3.2 亿元（-18.3%），经营活动产生净现金流量净额 -11.2 亿元（-91.4%）。2021H1 公司销售费用率为 2.7%（+0.3pp），管理费用率 2.3%（+0.3pp），财务费用率 1.1%（+0.2pp）。
- **带量采购及 DRGs 政策影响短期业绩，省内市占率进一步提升。**公司 Q1/Q2 营收分别为 41.6 亿元和 41.6 亿元，增速分别为 +15.1%/+5.2%，Q1/Q2 归母净利润分别为 2.1 亿元和 1.2 亿元，增速分别为 +12.3%/-42%。二季度下滑主要系两次带量采购造成公司亿元销售约 7 亿增量影响，2021H1，全国集采第四批的品种平均价格降幅 52%，中标广西 GPO 第二批的 164 个品规平均价格降幅 43.3%。广西公司西公立医院逐步推行医保 DRGs 政策，将医院药占比控制由 30% 下调至 25% 以下，导致院端整体用药量下降，对公司医院销售另造成约 8 亿元收入下滑影响。政策影响加速行业集中，整体药品在院内端市场占有率提升至 50%。我们预计带量采购前五批集采已经将全国使用量大的核心大品种纳入其中，后续集采对于公司影响逐渐减退。
- **零售持续快速增长，“双通道”政策利好处方外流。**1) 公司大力发展专业药房，积极布局 DTP 药店、药诊店等专业药房，同时开展慢病管理、处方外购、网上药店等创新业务，推动线上线下业务融合，打造多元化的“新零售”业态。2) 顺应“双通道”医保支付政策利好的处方外流趋势，在“互联网+医疗”赋能下，公司零售业务未来有望保持高速增长。2021H1，公司零售业务实现营收 13 亿元（+7.18%），占主营业务的 15.6%。2021H1 新增门店 32 家，达到 735 家，其中 DTP 药房有 125 家，新增 3 家。公司全年目标新开零售药店达 100 家，预计未来三年药店收入复合增速保持 25%。
- **器械分销快速增长，布局高端器械制造。**公司积极向上游延伸扩展，加大工业技术研发投入，布局高端医疗器械生产。2021 年 7 月，公司和上海康达卡勒幅医疗科技有限公司签订合作协议，打造中高端医疗器械生产研发基地。康达卡勒幅专注于国产高端医学影像产品的研发、制造、销售与服务，其服务网点已遍布国内 27 个省（区、市），该项目建成后，可生产动态 DR、车载 DR、骨密度仪、口腔 CT、磁共振成像系统等产品。2021H1 公司器械分销业务同比增长 33%，广西省市场占有率达 5%，随着公司加快医疗器械、耗材 SPD 项目合作，预计未来器械行业集中度将进一步提升。
- **盈利预测与投资建议。**预计 2021-2023 年 EPS 分别为 2.05 元、2.38 元、3.01 元。考虑到公司作为广西地区医药商业领域龙头，未来有望通过提高区域代理级别、丰富药械经营品类、进一步整合产业链等措施保障业绩持续增长，维持“买入”评级。
- **风险提示：**门店扩张不达预期，并购门店整合效率下降，药品降价风险，处方外流不及预期等。

指标/年度	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入（百万元）	15668.66	17657.56	20044.93	22997.07
增长率	5.46%	12.69%	13.52%	14.73%
归属母公司净利润（百万元）	711.71	744.13	863.04	1092.20
增长率	3.84%	4.55%	15.98%	26.55%
每股收益 EPS（元）	1.96	2.05	2.38	3.01
净资产收益率 ROE	14.36%	13.72%	14.05%	15.42%
PE	9	8	7	6
PB	1.20	1.11	0.98	0.85

数据来源：Wind，西南证券

西南证券研究发展中心

分析师：杜向阳
 执业证号：S1250520030002
 电话：021-68416017
 邮箱：duxu@swsc.com.cn

相对指数表现



数据来源：聚源数据

基础数据

总股本(亿股)	3.62
流通 A 股(亿股)	3.61
52 周内股价区间(元)	16.39-25.67
总市值(亿元)	61.21
总资产(亿元)	163.17
每股净资产(元)	13.96

相关研究

1. 柳药股份（603368）：三季度业务加速恢复，工业板块未来可期（2020-10-29）

关键假设：

假设 1：公司未来批发业务 2021-2022 年受到第四、第五批集采执行以及广西省降低药占比的影响，批发业务 2021-2023 年收入增速分别为 9%、9%和 10%；预计 2021-2023 年毛利率分别为 8.5%、8.4%和 8.3%；

假设 2：零售业务未来随着“自建+并购”模式快速扩张门店，DTP 药房有望随着“双通道”政策加快承接处方外流，预计未来三年保持每年新增 100 家门店，预计零售业务 2021-2023 年收入增速分别为 25%、25%和 25%；由于处方药外流趋势下，低毛利的处方药占比提升，因为假设 2021-2023 年毛利率分别为 22%、21%和 21%。

假设 3：工业未来收入受益于上游工业中成药产能扩张快速发展，2021-2023 年销量增速分别为 60%、50%和 50%。2021-2023 年毛利率分别为 40%、40%和 40%。

基于以上假设，我们预测公司 2021-2023 年分业务收入成本如下表：

表 1：分业务收入及毛利率

百万元		2020A	2021E	2022E	2023E
合计	营业收入	15668.7	17657.6	20044.9	22997.1
	yoy	5.5%	13%	14%	15%
	营业成本	13720.0	15503.9	17521.7	19945.9
	毛利率	12.4%	12%	13%	13%
批发	收入	12665.6	13805.5	15048.0	16477.6
	yoy	1.2%	9%	9%	10%
	成本	11572.5	12632.0	13784.0	15109.9
	毛利率	8.6%	9%	8%	8%
零售	收入	2487.8	3109.7	3887.1	4858.9
	yoy	31.7%	25%	25%	25%
	成本	1909.3	2425.6	3070.8	3838.5
	毛利率	23.3%	22%	21%	21%
工业	收入	458.2	733.0	1099.6	1649.3
	yoy	10.8%	60%	50%	50%
	成本	220.9	439.8	659.7	989.6
	毛利率	51.8%	40%	40%	40%
其他	收入	8.5	9.3	10.3	11.3
	yoy	59.7%	10%	10%	10%
	成本	3.8	6.5	7.2	7.9
	毛利率	55.3%	30%	30%	30%

数据来源：Wind，西南证券

附表：财务预测与估值

利润表 (百万元)	2020A	2021E	2022E	2023E	现金流量表 (百万元)	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入	15668.66	17657.56	20044.93	22997.07	净利润	781.77	818.76	951.28	1202.46
营业成本	13720.02	15503.95	17521.70	19945.95	折旧与摊销	102.96	79.52	86.52	93.52
营业税金及附加	47.70	52.77	60.49	69.28	财务费用	183.34	229.55	300.67	344.96
销售费用	426.38	485.58	561.26	666.92	资产减值损失	0.00	2.71	1.36	1.58
管理费用	394.05	441.44	501.12	574.93	经营营运资本变动	-660.84	234.09	-443.45	-636.66
财务费用	183.34	229.55	300.67	344.96	其他	257.46	-15.17	-12.00	-11.82
资产减值损失	0.00	2.71	1.36	1.58	经营活动现金流净额	664.69	1349.46	884.38	994.04
投资收益	4.59	12.46	10.64	10.24	资本支出	-175.07	-100.00	-100.00	-100.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	其他	-69.35	12.46	10.64	10.24
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	-244.42	-87.54	-89.36	-89.76
营业利润	904.63	954.02	1108.96	1403.70	短期借款	882.87	-2467.29	-106.78	-91.50
其他非经营损益	12.95	8.86	10.09	10.15	长期借款	-165.85	0.00	0.00	0.00
利润总额	917.58	962.87	1119.05	1413.86	股权融资	17.87	0.00	0.00	0.00
所得税	135.81	144.12	167.77	211.40	支付股利	-176.15	-142.34	-148.83	-172.61
净利润	781.77	818.76	951.28	1202.46	其他	604.16	-382.42	-300.67	-344.96
少数股东损益	70.05	74.63	88.23	110.26	筹资活动现金流净额	1162.89	-2992.05	-556.28	-609.06
归属母公司股东净利润	711.71	744.13	863.04	1092.20	现金流量净额	1583.16	-1730.13	238.74	295.21
资产负债表 (百万元)	2020A	2021E	2022E	2023E	财务分析指标	2020A	2021E	2022E	2023E
货币资金	3495.89	1765.76	2004.49	2299.71	成长能力				
应收和预付款项	6875.19	7806.57	8818.58	10126.59	销售收入增长率	5.46%	12.69%	13.52%	14.73%
存货	1566.44	1770.12	2000.49	2277.27	营业利润增长率	0.90%	5.46%	16.24%	26.58%
其他流动资产	848.78	41.01	46.55	53.41	净利润增长率	2.21%	4.73%	16.19%	26.40%
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA 增长率	6.52%	6.06%	18.45%	23.13%
投资性房地产	0.24	0.24	0.24	0.24	获利能力				
固定资产和在建工程	791.22	800.86	808.25	813.39	毛利率	12.44%	12.20%	12.59%	13.27%
无形资产和开发支出	973.55	993.99	1009.68	1020.63	三费率	6.41%	6.55%	6.80%	6.90%
其他非流动资产	256.41	246.81	237.21	227.61	净利率	4.99%	4.64%	4.75%	5.23%
资产总计	14807.73	13425.36	14925.50	16818.85	ROE	14.36%	13.72%	14.05%	15.42%
短期借款	2771.59	304.30	197.52	106.02	ROA	5.28%	6.10%	6.37%	7.15%
应付和预收款项	4525.02	4994.18	5667.57	6465.07	ROIC	13.89%	14.41%	16.34%	18.22%
长期借款	198.00	198.00	198.00	198.00	EBITDA/销售收入	7.60%	7.15%	7.46%	8.01%
其他负债	1868.55	1960.75	2091.84	2249.33	营运能力				
负债合计	9363.16	7457.24	8154.93	9018.42	总资产周转率	1.17	1.25	1.41	1.45
股本	362.66	362.67	362.67	362.67	固定资产周转率	23.38	26.00	29.15	33.15
资本公积	1967.30	1967.30	1967.30	1967.30	应收账款周转率	2.54	2.60	2.61	2.62
留存收益	2628.44	3230.22	3944.44	4864.03	存货周转率	8.92	9.29	9.29	9.33
归属母公司股东权益	5098.60	5547.51	6261.73	7181.32	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	110.25%	—	—	—
少数股东权益	345.98	420.61	508.84	619.10	资本结构				
股东权益合计	5444.57	5968.12	6770.57	7800.42	资产负债率	63.23%	55.55%	54.64%	53.62%
负债和股东权益合计	14807.73	13425.36	14925.50	16818.85	带息债务/总负债	38.80%	15.63%	12.99%	10.73%
					流动比率	1.56	1.81	1.84	1.88
					速动比率	1.37	1.52	1.55	1.59
					股利支付率	24.75%	19.13%	17.24%	15.80%
业绩和估值指标	2020A	2021E	2022E	2023E	每股指标				
EBITDA	1190.93	1263.08	1496.15	1842.18	每股收益	1.96	2.05	2.38	3.01
PE	8.62	8.24	7.11	5.61	每股净资产	14.07	15.31	17.28	19.81
PB	1.20	1.11	0.98	0.85	每股经营现金	1.83	3.72	2.44	2.74
PS	0.39	0.35	0.31	0.27	每股股利	0.49	0.39	0.41	0.48
EV/EBITDA	5.13	4.26	3.36	2.52					
股息率	2.87%	2.32%	2.43%	2.81%					

数据来源: Wind, 西南证券

分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接获取任何形式的补偿。

投资评级说明

公司评级

买入：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 20%以上
持有：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 10%与 20%之间
中性：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-10%与 10%之间
回避：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-20%与-10%之间
卖出：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-20%以下

行业评级

强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上
跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间
弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数-5%以下

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司客户中的专业投资者使用，若您并非本公司客户中的专业投资者，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。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报告，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息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。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，本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。

本报告及附录版权为西南证券所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告及附录进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告及附录的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

西南证券研究发展中心

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路 166 号中国保险大厦 20 楼

邮编：200120

北京

地址：北京市西城区南礼士路 66 号建威大厦 1501-1502

邮编：100045

重庆

地址：重庆市江北区桥北苑 8 号西南证券大厦 3 楼

邮编：400023

深圳

地址：深圳市福田区深南大道 6023 号创建大厦 4 楼

邮编：518040

西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	张方毅	高级销售经理	021-68413959	15821376156	zfyi@swsc.com.cn
	付禹	销售经理	021-68415523	13761585788	fuyu@swsc.com.cn
	黄滢	销售经理	18818215593	18818215593	hying@swsc.com.cn
	蒋俊洲	销售经理	18516516105	18516516105	jiangjz@swsc.com.cn
	刘琦	销售经理	18612751192	18612751192	liuqi@swsc.com.cn
	崔露文	销售经理	15642960315	15642960315	clw@swsc.com.cn
	陈慧琳	销售经理	18523487775	18523487775	chhl@swsc.com.cn
	王昕宇	销售经理	17751018376	17751018376	wangxy@swsc.com.cn
北京	李杨	地区销售总监	18601139362	18601139362	yfly@swsc.com.cn
	张岚	地区销售副总监	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	陈含月	销售经理	13021201616	13021201616	chhy@swsc.com.cn
	彭博	销售经理	13391699339	13391699339	pbyf@swsc.com.cn
	王兴	销售经理	13167383522	13167383522	wxing@swsc.com.cn
	来趣儿	销售经理	15609289380	15609289380	lqe@swsc.com.cn
广深	林芷琬	高级销售经理	15012585122	15012585122	linzw@swsc.com.cn
	陈慧玲	高级销售经理	18500709330	18500709330	chl@swsc.com.cn
	郑龔	销售经理	18825189744	18825189744	zhengyan@swsc.com.cn
	杨新意	销售经理	17628609919	17628609919	yxy@swsc.com.cn