

大参林 (603233)

广东龙头，国内翘楚

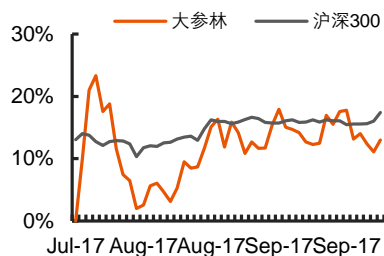
推荐 (首次)

现价: 40.22 元

主要数据

行业	生物医药
公司网址	www.dslyy.com
大股东/持股	柯金龙/22.50%
实际控制人	柯云峰
总股本(百万股)	400
流通 A 股(百万股)	40
流通 B/H 股(百万股)	0
总市值(亿元)	166.68
流通 A 股市值(亿元)	16.67
每股净资产(元)	4.36
资产负债率(%)	59.60

行情走势图



证券分析师

叶寅 投资咨询资格编号
S1060514100001
021-22662299
YEYIN757@PINGAN.COM.CN

魏巍 投资咨询资格编号
S1060514110001
021-20632019
WEIWEI093@PINGAN.COM.CN

研究助理

张熙 一般从业资格编号
S1060117020002
021-20632019
ZHANGXI218@PINGAN.COM.CN

请通过合法途径获取本公司研究报告，如经由未经许可的渠道获得研究报告，请慎重使用并注意阅读研究报告尾页的声明内容。

平安观点:

- **广东连锁药店龙头，省内扩张空间可观：**广东省是我国药品零售市场规模最大的省份，2015 年销售额约为 406 亿元，其在 2014 年的连锁率仅为 26%，远低于全国 39.5% 的连锁率，省内行业集中度待提高，具有较大的兼并整合空间。截止 2016 年底，公司在广东具有 1809 家门店，是广东最大的连锁药店，门店覆盖了除珠海以外的所有城市，并深入布局到县镇，在省内具有极强的品牌效应。公司在广东省的社会药店零售市场占比约为 20%，门店数量占比仅为 4%，具有可观的扩张空间。公司募投项目拟未来三年在广东新增 774 家门店，年复合增速为 13%。
- **省外市场发展良好，重点发展广西和河南：**除广东外，公司门店布局的省份包括广西、河南、福建、江西、浙江，其中广西（304 家）和河南（205 家）是公司在省外重点发展的市场，2016 年在这两个省份的门店数量分别增长了 43% 和 93%，扩张迅速。公司门店已覆盖广西所有地级市和河南 35% 地级市，但在省内门店占比不到 2%，具有较大整合空间。2016 年，公司在广西、河南、江西、福建均是盈利状态，省外市场发展良好。公司募投项目拟未来三年在 5 个省外市场新增 537 家门店，年复合增速为 24%。
- **自建&多形式收购齐头并进，扩张质量优异：**2016 年，公司新增了 512 家门店，其中约 370 家是公司自建，显示了公司较强的自建店力量，预计按照公司现在的人力及物力资源，年新建门店数量可达 600 家左右，具有快速扩张的能力。公司外延方式除了资产收购外，同时推行参股收购、控股收购，三种方式各有益处，全面推进公司快速发展。2016 年公司外延项目 9 起，交易金额 1.9 亿元，公司正在积极进行外延。闭店率是衡量连锁药店外延质量的重要指标，公司的闭店率与其他公司相比较小，说明公司近几年增加的门店经营质量良好。
- **行业兼并整合时期，募投项目助力规模提升：**我国药店行业连锁率不到 50%，Top100 市场占有率仅为 29%，行业具有巨大的兼并整合空间。目前各大连锁药店公司在地方割据的基础上不断扩增门店，稳固已有地位。公司也抓住行业机遇，拟在未来三年内新建 1311 家门店，每年门店数量增长率约为 15%，再加上收购预期，预计公司未来三年内门店数量将有大幅提升。
- **给予“推荐”评级：**公司是广东地区连锁药店龙头企业，省内扩张空间可观，上市后融资能力增强，有望加快扩张步伐；家族持股比例高，对企业控制能力强，经营动力充足。预计公司 2017 年、2018 年和 2019 年 EPS 分别为 1.29 元、1.53 元、1.80 元，对应 PE 分别为 31X/26X/22X，首次覆盖，给予“推荐”评级。
- **风险提示：**扩张拖累短期业绩，扩张速度不及预期。

	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	5266	6274	7545	9136	11089
YoY(%)	15.9	19.1	20.3	21.1	21.4
净利润(百万元)	395	430	516	612	718
YoY(%)	48.9	8.8	19.9	18.5	17.4
毛利率(%)	41.0	40.2	40.0	39.9	39.8
净利率(%)	7.5	6.9	6.8	6.7	6.5
ROE(%)	41.3	31.9	18.1	17.7	17.2
EPS(摊薄/元)	0.99	1.08	1.29	1.53	1.80
P/E(倍)	40.7	37.4	31.2	26.3	22.4
P/B(倍)	15.8	12.2	5.7	4.7	3.9

正文目录

一、华南连锁药店龙头，发展态势良好	5
1.1 控制权集中的家族企业	5
1.2 收入利润增长良好	6
1.3 省内业务盈利能力强，省外业务发展稳健	7
1.4 两广+河南是公司重点发展市场	9
二、国内药店地方割据，跑马圈地如火如荼	13
2.1 国内连锁率仅 50%，集中度持续提高	13
2.2 地方割据普遍，龙头企业加速布局	13
2.3 广东省药店连锁率低，整合空间大	14
2.4 公司在省内药店占比约为 4%，扩张空间可观	16
三、公司扩张质量优异，募投项目助力快速成长	16
3.1 公司具有较强自建店能力，每年自建店可达 400 家以上	16
3.2 外延方式多元化，全面推进公司做大做强	17
3.3 闭店率低，扩张质量优异	18
3.4 历史数据统计：新增门店第三年实现累计盈利，省内店亏损小于省外店	19
3.5 募投计划：计划三年新开店 1311 家	20
四、盈利预测及估值	21

图表目录

图表 1	公司股权结构图.....	5
图表 2	柯氏家族持股比例高	6
图表 3	公司收入增长稳健	6
图表 4	公司净利润增速放低	6
图表 5	公司三费率变化趋势	7
图表 6	公司营业成本率近一年上升明显	7
图表 7	公司在各省收入占比	7
图表 8	公司在各省的门店数量及单店收入（万元）	7
图表 9	公司在省内门店分布	8
图表 10	公司在广东省各区域子公司单店收入	8
图表 11	公司在省内各区域子公司销售利润率	8
图表 12	公司在广东省内的盈亏分布	8
图表 13	公司省外业务经营良好	9
图表 14	公司门店数量逐年上升	9
图表 15	公司药店主要集中于广东、广西、河南	9
图表 16	公司门店数量增加集中在一线城市	10
图表 17	公司门店在各省覆盖率	10
图表 18	公司在各省药店数量占比	10
图表 19	公司在广东省的门店数量及单店收入	11
图表 20	公司在广西省的门店数量及单店收入	11
图表 21	公司在河南省的门店数量及单店收入	11
图表 22	公司各个品类收入占比	12
图表 23	公司各个品类近两年收入增速	12
图表 24	公司各类产品毛利率	12
图表 25	我国药店数量趋近饱和	13
图表 26	我国连锁药店占比不到 50%	13
图表 27	各连锁药店门店分布	13
图表 28	上市连锁药店门店增速远超行业门店增速	14
图表 29	中国药品零售企业销售额增速	14
图表 30	广东省药店连锁率低（2014 年）	15
图表 31	广东省主要城市连锁药店竞争格局	15
图表 32	广东省内各市药店数量及公司在当地门店数量占比	16
图表 33	2016 年公司门店扩张以自建店为主	17
图表 34	2016 年公司收购门店在新增门店数量中占比低于其他三家上市连锁药店	17
图表 35	公司外延方式多元化	17
图表 36	各公司新增与关闭门店数量	18

图表 37 公司闭店率较低（计算方式 1）	19
图表 38 公司闭店率较低（计算方式 2）	19
图表 39 2014 年-2016 年公司每年新增门店的平均单店收入及利润总额	19
图表 40 2014 年-2016 年公司每年新增门店的平均单店收入及利润总额	20
图表 41 公司首发募投项目	20
图表 42 公司募投项目计划开店情况	20
图表 43 募投计划门店投入项目及占比	21
图表 44 公司门店数量预测	21
图表 45 公司收入及费用预测	22

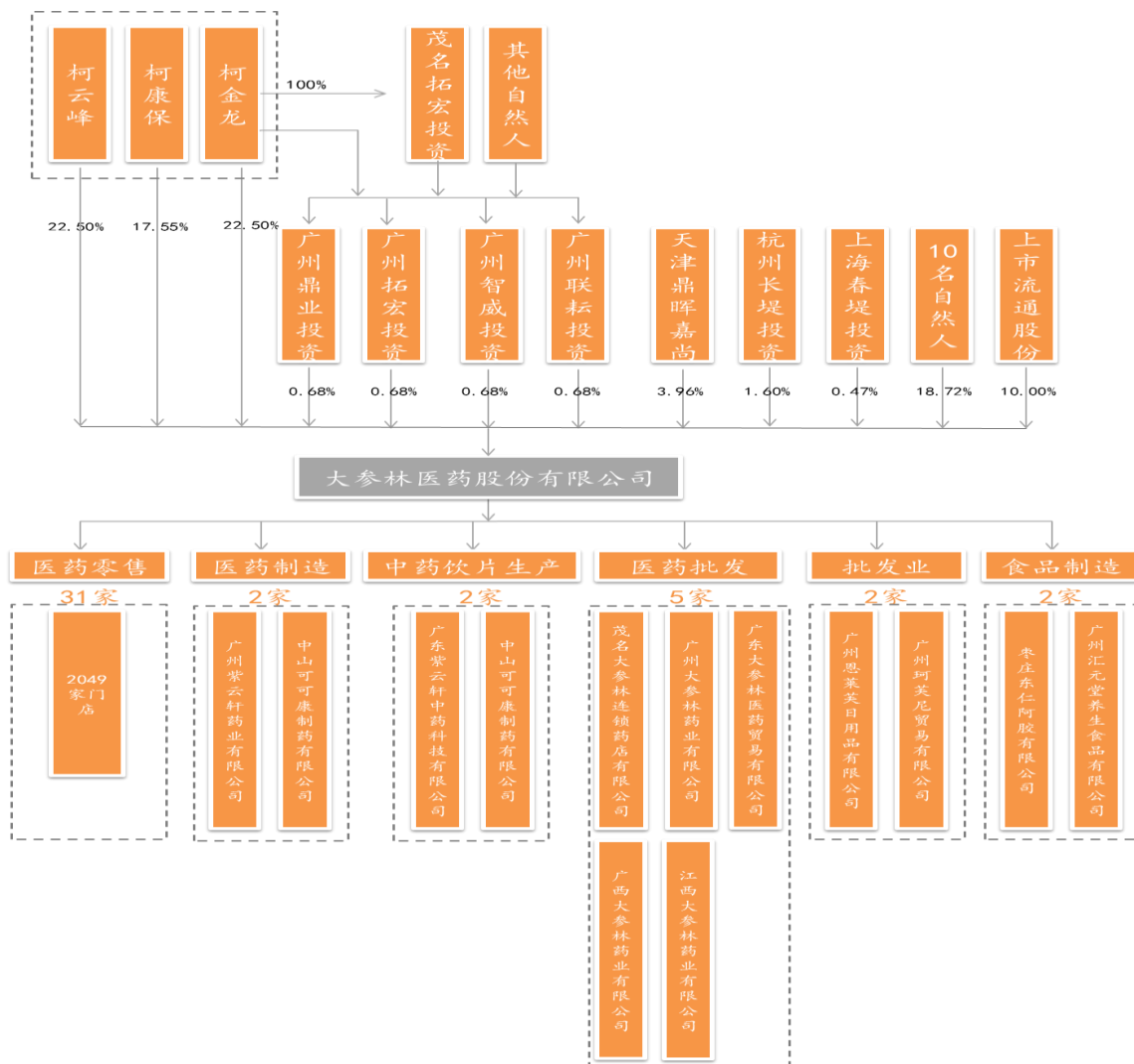
一、 华南连锁药店龙头，发展态势良好

公司起家于广东茂名，是广东地区的药品零售龙头企业，拥有 2600 家直营零售药店，2015 年约占广东药品零售市场的 13%。公司 2016 年销售规模在全国药品零售企业中名列第四，在国内同行业内具有重要地位。

1.1 控制权集中的家族企业

公司实际控制人为柯云峰、柯康保、柯金龙三兄弟，其控制的公司及一致行动人共持有大参林的股权占比为 76.3%，家族持股比例高，对企业具有极强控制力，且经营动力充足。广州拓宏投资、广州鼎业投资、广州联耘投资、广州智威投资四家公司包含核心骨干的员工持股共计 514 万股。天津鼎晖、杭州长堤、上海春堤是上市之前的财务投资者，合计股权占比为 6.03%，流通股占比为 10%。

图表1 公司股权结构图



资料来源: wind, 平安证券研究所

图表2 柯氏家族持股比例高

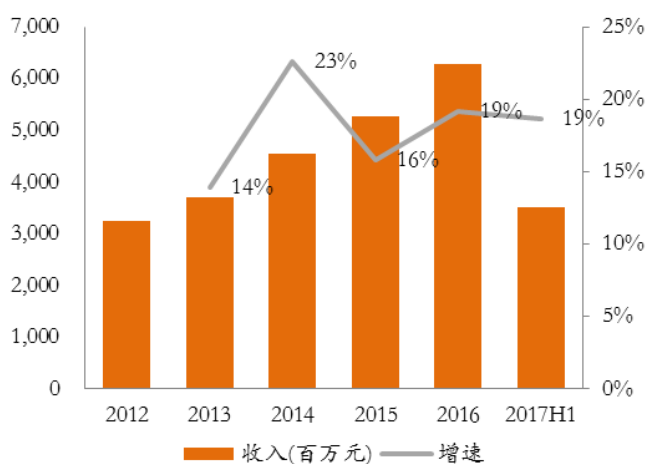
股东名称	股份数(股)	增发后持股比例	备注
柯云峰	89,992,821	22.50%	-
柯康保	70,192,821	17.55%	-
柯金龙	89,992,821	22.50%	-
柯舟	18,000,000	4.50%	柯舟为柯康保之子
邹朝珠	7,482,240	1.87%	邹朝珠为柯康保之配偶
梁小玲	7,950,600	1.99%	梁小玲为柯云峰之配偶
王春婵	7,200,000	1.80%	王春婵为柯金龙之配偶
柯秀容	3,600,000	0.90%	柯秀容为柯云峰、柯康保、柯金龙之姐
广州拓宏投资	2,700,000	0.68%	
广州鼎业投资	2,700,000	0.68%	该等合伙企业均为柯云峰、柯康保、柯金龙共同控制的企业
广州联耘投资	2,700,000	0.68%	
广州智威投资	2,700,000	0.68%	
合计	305,211,303	76.30%	-

资料来源: wind, 平安证券研究所

1.2 收入利润增长良好

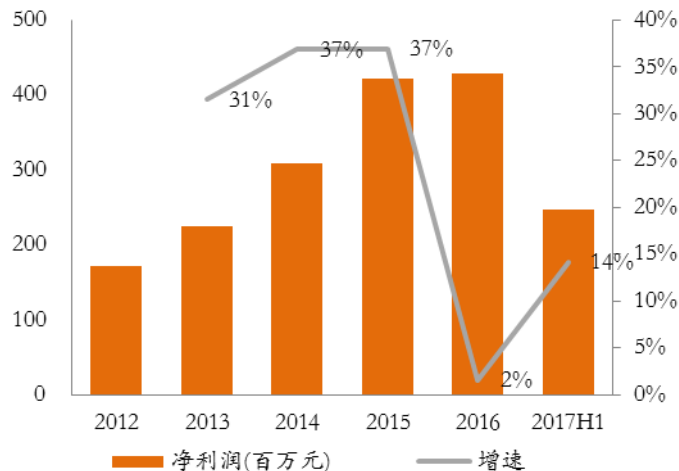
2016年,公司收入达到62.73亿元,同比增长19%,今年上半年增长18%,维持较高增速;2016年,公司净利润为4.29亿元,同比增长2%,2017年上半年增速回升到14%。

图表3 公司收入增长稳健



资料来源: wind, 平安证券研究所

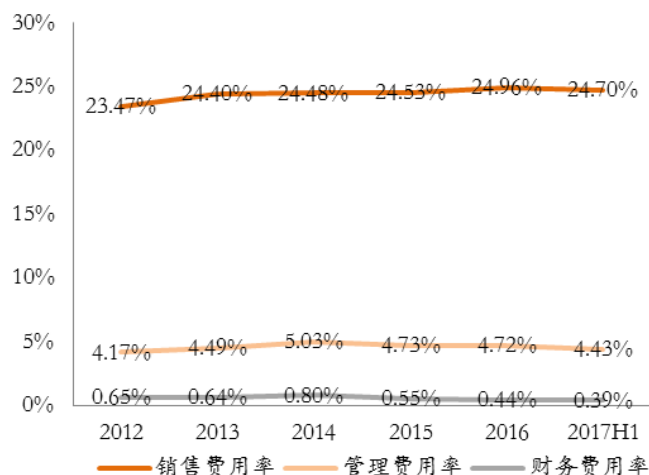
图表4 公司净利润增速放低



资料来源: wind, 平安证券研究所

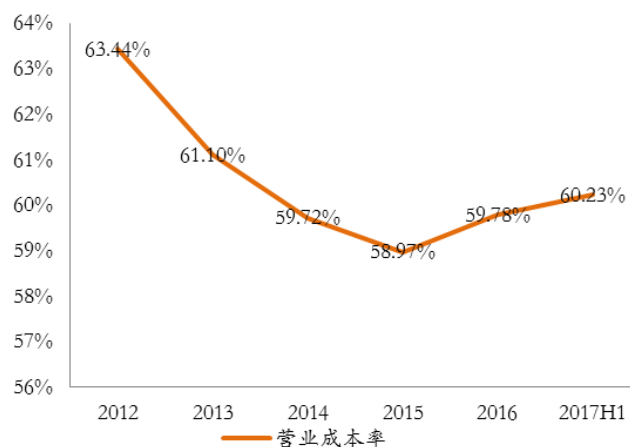
公司三费率维持稳定,2016年之后由于新开门店的影响,公司营业成本率呈上升趋势,是导致公司净利润率下降的主要原因。

图表5 公司三费率变化趋势



资料来源: wind, 平安证券研究所

图表6 公司营业成本率近一年上升明显

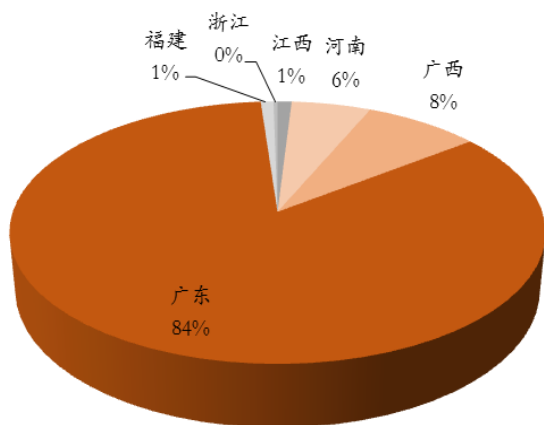


资料来源: wind, 平安证券研究所

1.3 省内业务盈利能力强, 省外业务发展稳健

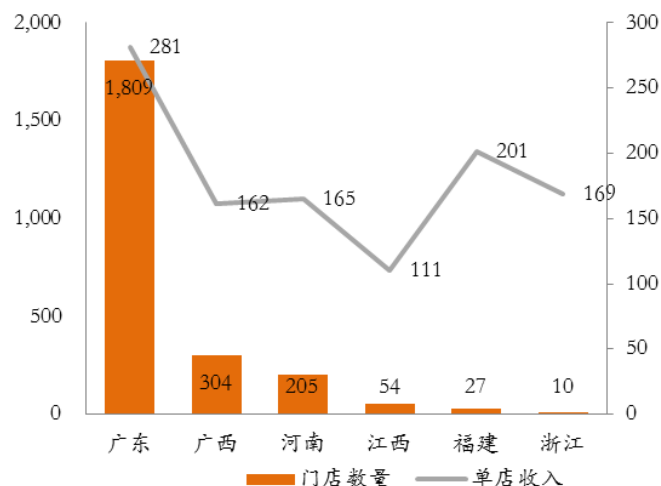
公司门店主要分布在广东省, 其次是广西和河南, 收入分布与门店分布一致, 84%的收入来自于广东省。广东是公司的大本营, 在当地具有很好的品牌知名度, 因此公司在广东省的单店收入最高, 为 281 万元/店, 在江西的单店收入最低, 为 111 万元/店。

图表7 公司在各省收入占比



资料来源: wind, 平安证券研究所

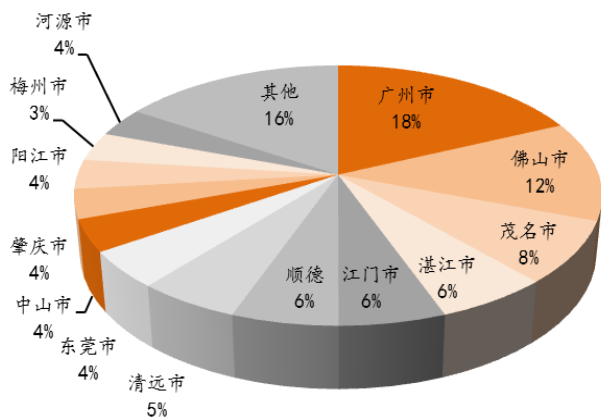
图表8 公司在各省的门店数量及单店收入 (万元)



资料来源: wind, 平安证券研究所

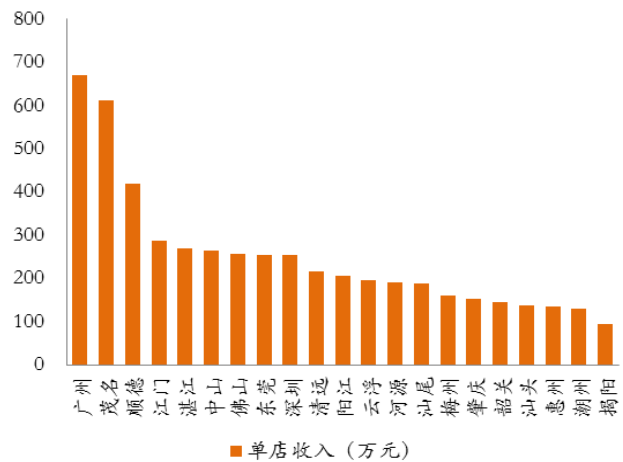
公司在广东省内一共有 1809 家药店, 广州、佛山和茂名是省内药店数量最多的城市。公司在广东省内单店收入最高的三个区域子公司分别是广州柏康子公司、茂名大参林和顺德大参林, 其广州柏康和茂名大参林的单店年收入可达 600 万元以上, 在顺德的单店收入可达 420 万元/年。

图表9 公司在省内门店分布



资料来源：招股书，平安证券研究所

图表10 公司在广东省各区域子公司单店收入



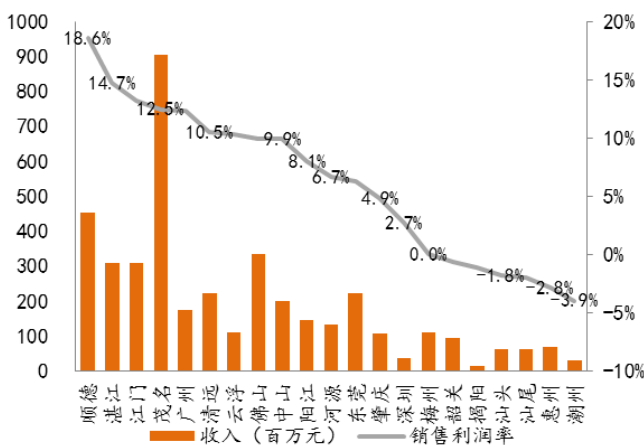
资料来源：招股书，平安证券研究所

省内经营情况：西部强势，东部较薄弱

公司起源地茂名位于广东西部，公司在西部地区门店数量多，经营成熟度高，盈利状况好；中部和东部地区经济状况相对落后，门店数量不多，盈利能力较弱。中部的韶关和惠州由于新开门店较多，尚未实现盈利。2016年，公司在广东省内的主要子公司零售业务收入为41.3亿元，利润总额为4.3亿元，利润贡献排前三的地区是茂名、顺德和湛江。其中15个城市盈利，6个城市亏损，亏损城市集中于东部和中部地区。

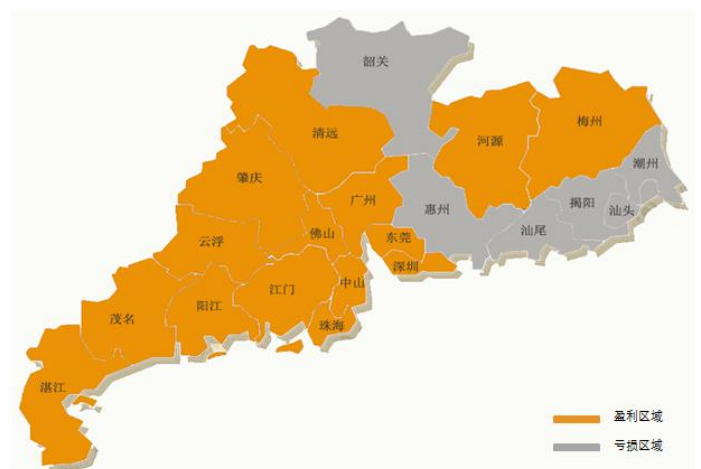
公司在省内销售利润率最高的城市是顺德，可达18.6%，茂名大参林是销售收入最高的区域子公司，其销售利润率也达到12.5%，可见公司在省内的优势区域具有很强的盈利能力。韶关、揭阳等六个城市亏损，2016年六个城市亏损的利润总额合计为625万元。

图表11 公司在省内各区域子公司销售利润率



资料来源：招股书，平安证券研究所

图表12 公司在广东省内的盈亏分布



资料来源：招股书，平安证券研究所

省外各省均盈利

公司在省外的业务主要位于广西、河南、江西等地，各省均是盈利状态。在省外的子公司中，除了部分公司由于成立较晚目前还处在扭亏期，其他子公司盈利情况良好。

图表13 公司省外业务经营良好

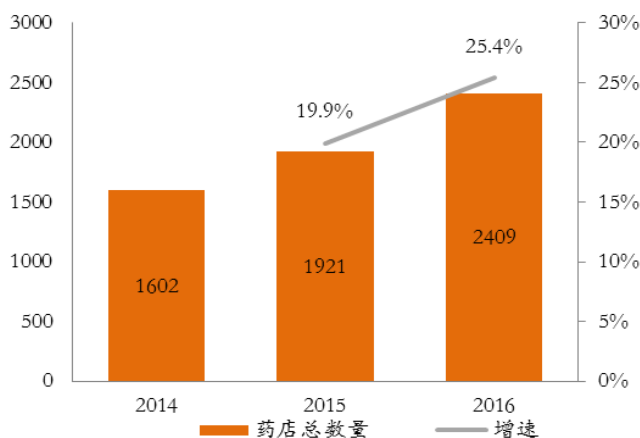
省份	公司名称	成立时间	主营业务	2016 年度净利润 (万元)
广西	梧州市大参林连锁药店有限公司	2006.11.29	医药零售	309.0
	广西大参林连锁药店有限公司	2009.01.09	医药零售	280.2
	玉林大参林现代中药饮片有限公司	2015.08.12	中药饮片生产	-9.7
	合计			579.4
河南	漯河市大参林医药有限公司	2010.03.24	医药零售	1481.9
	河南大参林连锁药店有限公司	2009.10.28	医药零售	302.0
	安阳大参林千年健医药连锁有限公司	2016.07.08	医药销售	-87.5
	许昌大参林保元堂药店连锁有限公司	2003.12.26	医药销售	-104.0
	濮阳大参林连锁药店有限公司	2014.07.14	医药零售	-493.0
合计			1099.5	
江西	江西大参林丛康连锁药店有限公司	2015.02.25	医药销售	-212.3
	南昌大参林药店有限公司	2009.02.10	医药零售	215.5
合计			3.2	
福建	福州大参林贸易有限公司	2007.01.25	医药零售	391.5

资料来源：招股书，平安证券研究所

1.4 两广+河南是公司重点发展市场

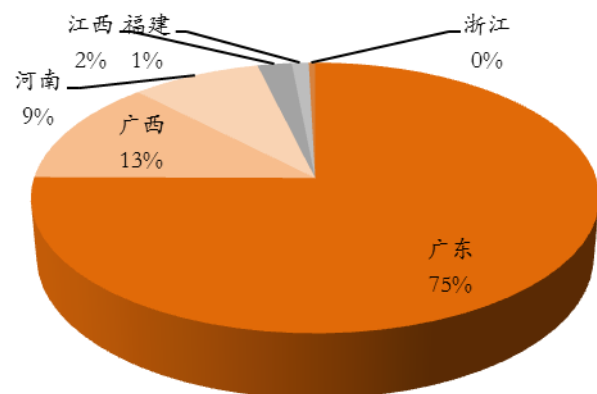
2016 年公司门店数量达到 2409 家，其中广东占比 75%，广西占比 13%，河南占比 9%，这三个省是公司的一线市场。近两年门店数量持续增长，增量来源主要集中在公司的一线市场，公司在募投项目中计划未来三年新开店区域也是集中在广东、广西和河南。

图表14 公司门店数量逐年上升



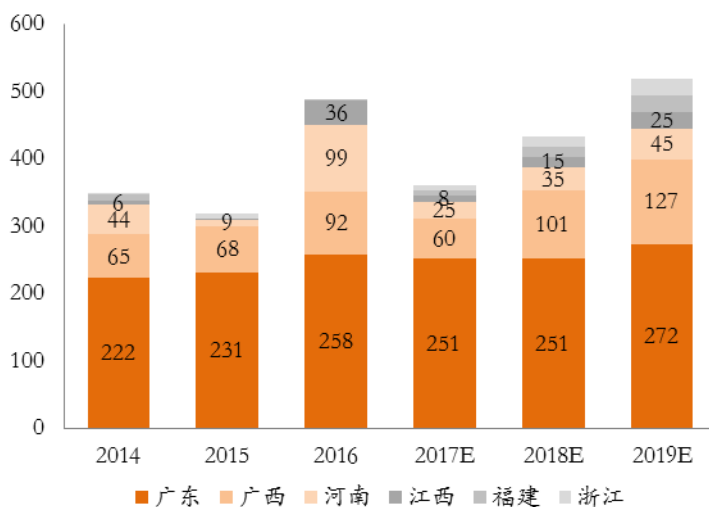
资料来源：wind，平安证券研究所

图表15 公司药店主要集中于广东、广西、河南



资料来源：wind，平安证券研究所

图表16 公司门店数量增加集中在一线城市

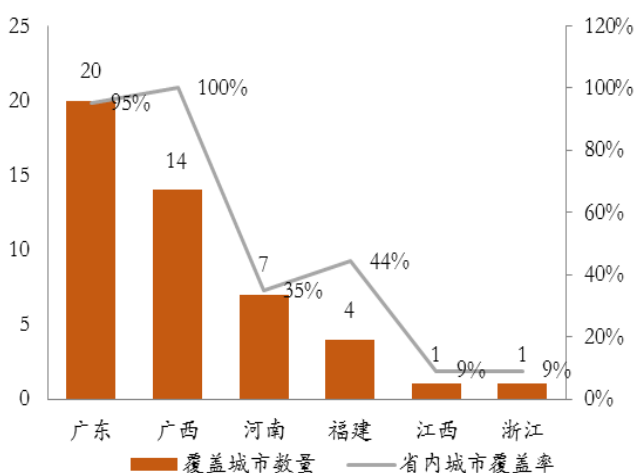


资料来源：招股书，平安证券研究所

各省扩张空间可观

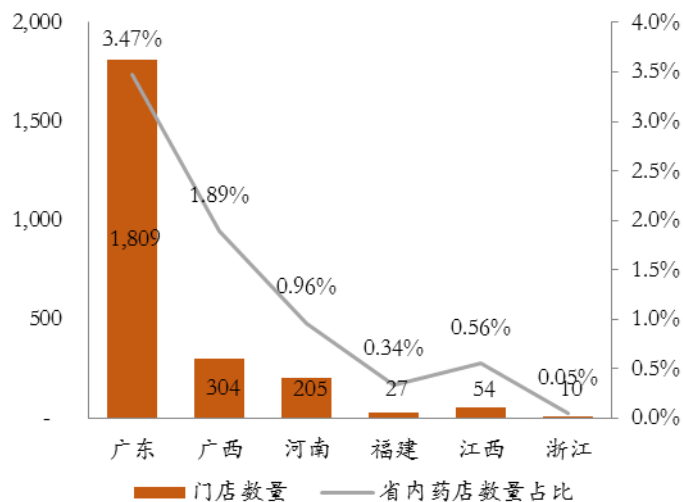
公司的门店覆盖了广东 95%和广西 100%的城市，但仅占广东药店数量的 3.5%，占广西药店数量的 1.9%，因此公司在广东和广西可通过增加药店密度进行扩张。在河南、福建、江西和浙江，公司门店覆盖的城市数量少，可通过进入空白市场和增加现有市场药店密度来提高在省内的占有率。

图表17 公司门店在各省覆盖率



资料来源：公告，平安证券研究所

图表18 公司在各省药店数量占比

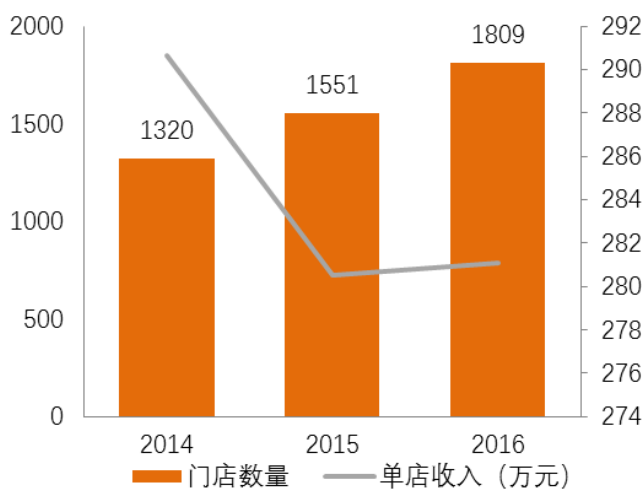


资料来源：公告，CFDA，平安证券研究所

广西、河南扩张步伐较大，扩张期新增门店短期拖累业绩

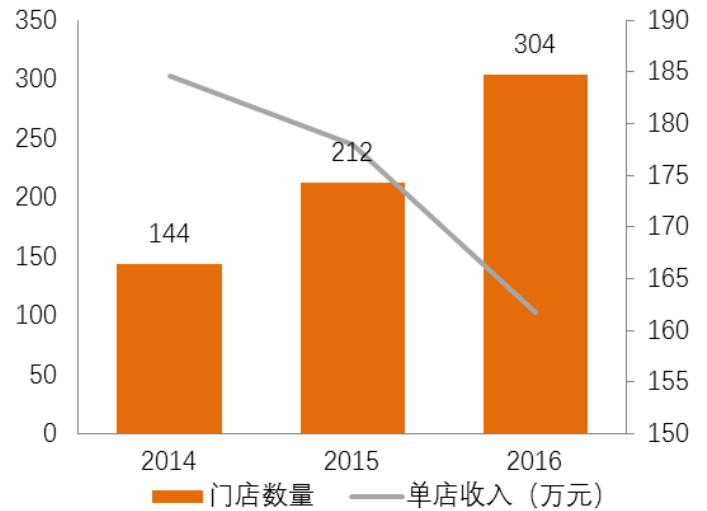
根据行业调研，新建店需要四年以上才能达到成熟店的收入和利润规模，因此新建店的前四年会拉低公司平均单店收入，店龄越新，拉低效应越明显。2016年公司在广东省虽然新增了200多家门店，由于之前增加的门店增长快速，所以2016年广东省的平均单店收入与2015年持平；广西省由于最近两年门店增长幅度较大，单店收入持续下滑；河南省2016年由于门店数量增幅较大，单店收入也有下滑。门店数量扩张造成的平均单店收入下滑是暂时的，一旦放慢扩张速度，平均单店收入就会反弹。

图表19 公司在广东省的门店数量及单店收入



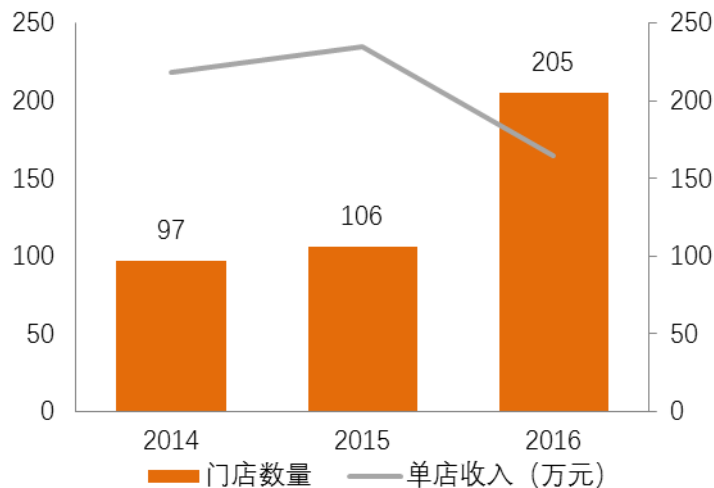
资料来源：公告，平安证券研究所

图表20 公司在广西省的门店数量及单店收入



资料来源：公告，平安证券研究所

图表21 公司在河南省的门店数量及单店收入



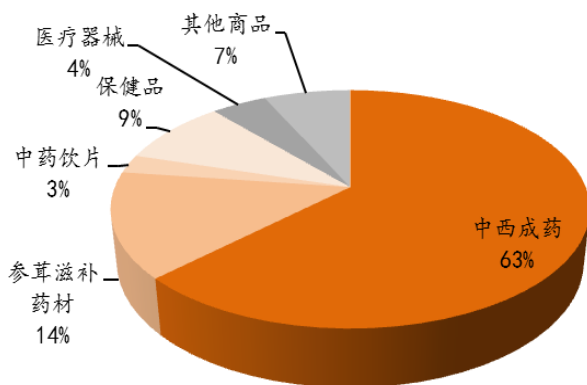
资料来源：公告，平安证券研究所

1.5 品类分析：参茸滋补占比较高，盈利能力强

公司最初由一家参茸药店发展而来，十几年来公司一直重点经营参茸产品，如今参茸成为公司药店的销售特色之一。因广东地区养生文化浓厚，因此当地参茸滋补类产品销售情况较好，该类产品的毛利率较高，具有较强盈利能力。

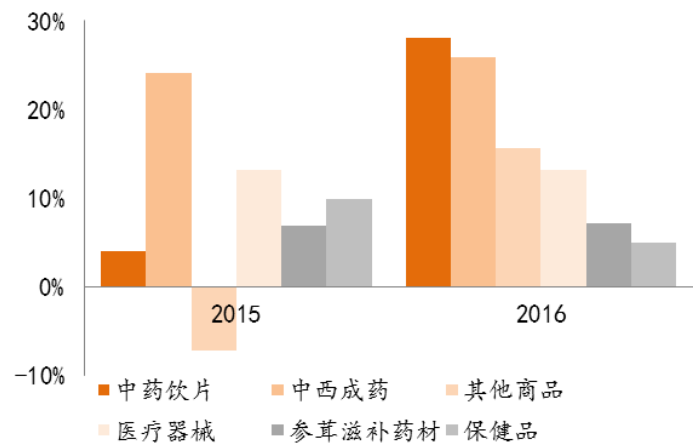
按品类来看，公司收入占比最大的是中西成药占比为 63%，其次是参茸滋补药材占比 14%，保健品占比为 9%。2016 年收入增速最高的是中药饮片，但其体量较小，拉动效应不明显；增速其次的是中西成药。

图表22 公司各个品类收入占比



资料来源：wind，平安证券研究所

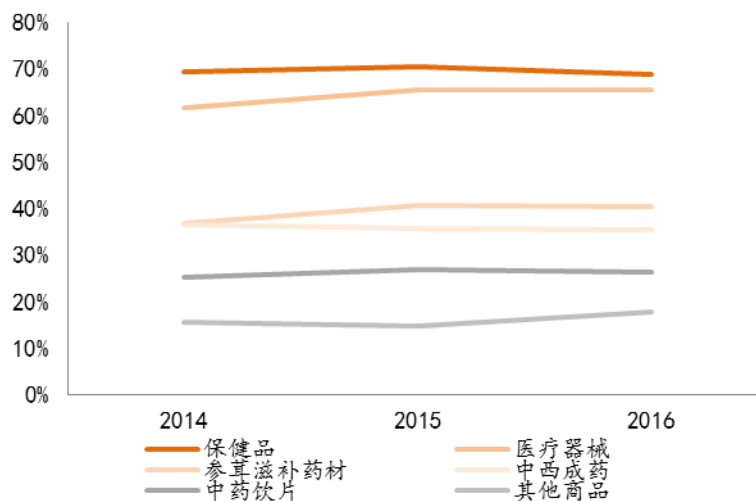
图表23 公司各个品类近两年收入增速



资料来源：wind，平安证券研究所

公司所有产品中，毛利率最高的是保健品，可达到 69%的毛利率；其次是医疗器械，毛利率为 65%；参茸滋补药材的毛利率为 40%；这三类产品的毛利率高于销售额占比最大的中西成药。

图表24 公司各类产品毛利率



资料来源：wind，平安证券研究所

二、国内药店地方割据，跑马圈地如火如荼

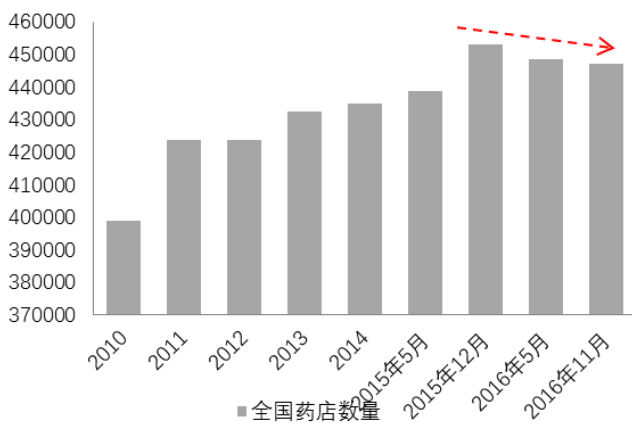
2.1 国内连锁率仅 50%，集中度持续提高

我国现有 44.7 万家零售药店，单店服务人数约为 2500 人，目前全国范围内的药店数量已经处于饱和状态，我们预计未来随着监管趋严，部分单体和小连锁被淘汰出局，全国药店数量会稍有回调，随后处在平衡状态。

从 2014 年开始，药店行业增速回落到 10%，竞争变得激烈，行业内兼并收购和结成联盟的现象普遍，因此随后两年连锁率大幅提升。我们认为 2015 年连锁率大幅提升只是开始，在今后的三到五年内将维持每年较大的提升幅度。

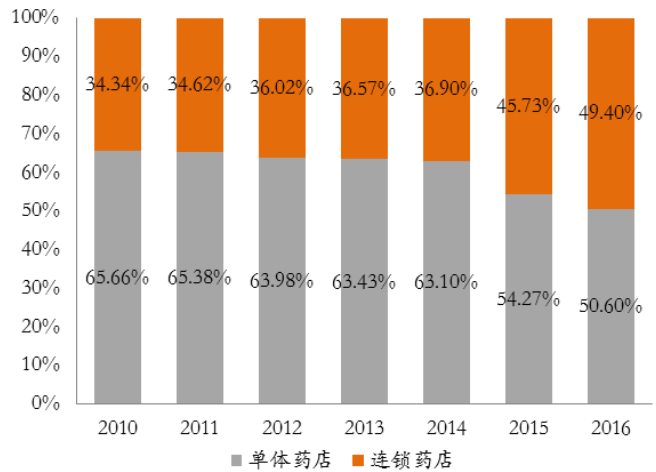
因此预计未来几年药店行业的竞争态势为：国内药店数量维持稳中略降，药店连锁率和集中度持续提高。国内尚有 50% 的单体药店，行业 TOP50 的市场占有率才 26%，大中型连锁药店有较大扩张空间。

图表25 我国药店数量趋近饱和



资料来源：CFDA，平安证券研究所

图表26 我国连锁药店占比不到 50%



资料来源：药品流通行业运行统计分析报告，平安证券研究所

2.2 地方割据普遍，龙头企业加速布局

我国连锁药店呈现地方割据态势，一家或几家占据一个省份，剩下就是小小连锁和单体药店。全国性的连锁药店企业有三家（覆盖省份数量大于 15 个），分别是国大药房、上海医药下属药房、老百姓；其次是海王星辰覆盖了 13 个省份；剩下的连锁药店企业中，除了一心堂、益丰药房和大参林以外，企业的优势区域只集中在一两个省份。

图表27 各连锁药店门店分布

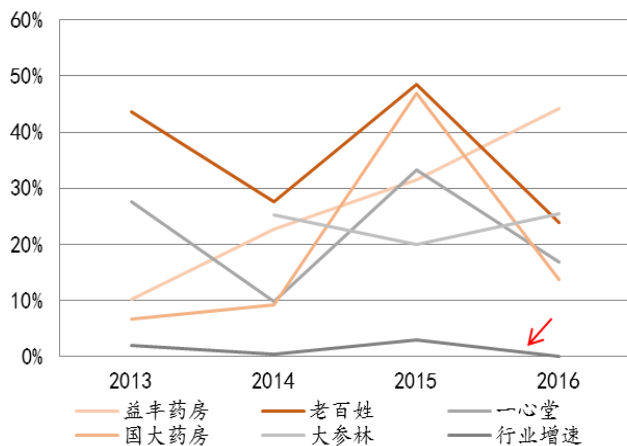
	一心堂	益丰药房	老百姓	大参林	国大药房	海王星辰	健之佳	漱玉股份
一线市场	大于 200 家	大于 200 家	大于 100 家	大于 200 家	大于 200 家	大于 100 家	大于 100 家	
	云南	湖南	湖南	广东	上海	深圳	云南	山东 (797 家)
	广西	江苏	广西	广西	山西	大连		
	川渝	湖北	天津	河南	广东	杭州		

	山西	上海 江西	陕西 河南 安徽		江苏 辽宁	宁波	
二级市场	海南 贵州	浙江 广东	浙江等 9 个省份	江西 福建 浙江	广西等 13 个省份	其他九个 省份	四川 重庆 广西

资料来源：各公司公告，平安证券研究所

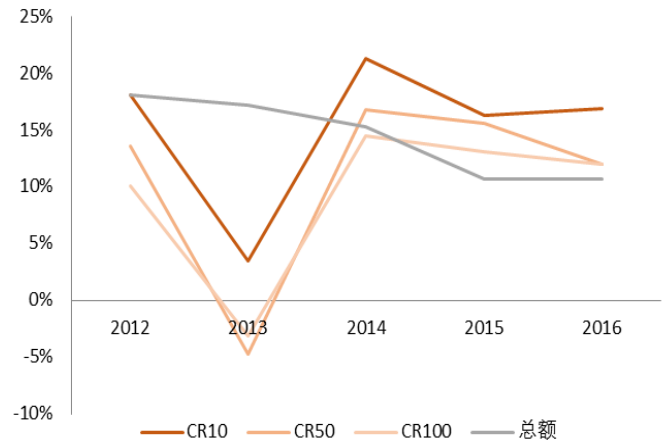
行业增速趋缓，大中型龙头加速布局：从 2013 年到 2016 年，我国连锁药店门店数量每年的增速在 3%以内，国内药店趋近于饱和，而这几年里上市公司的门店数量维持高速增长，其中老百姓在 2015 年的门店增速接近 50%；从销售规模的增速来看，CR10 > CR50 > CR100，可见越大的连锁药店销售规模增速越高。

图表28 上市连锁药店门店增速远超行业门店增速



资料来源：wind，平安证券研究所

图表29 中国药品零售企业销售额增速



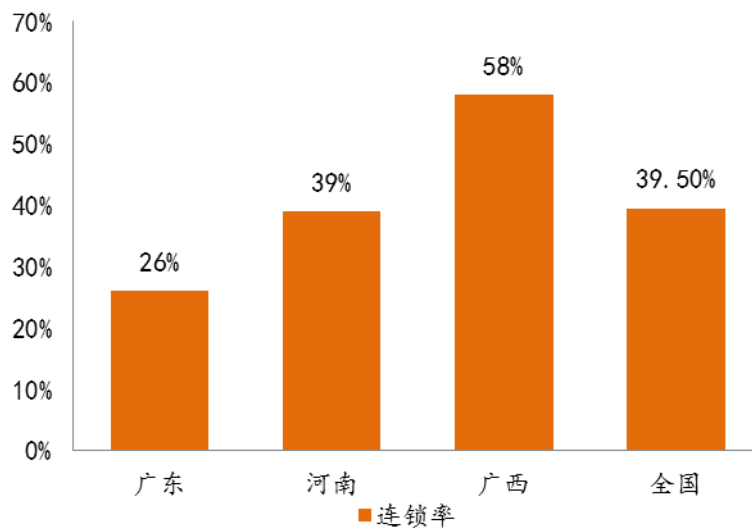
资料来源：药品流通行业运行统计分析报告，平安证券研究所

2.3 广东省药店连锁率低，整合空间大

根据中康资讯 CMH 的数据，广东省是我国销售规模最大、药店数量最多的省份，由于竞争激烈，平均单店收入只能跟全国平均水平持平。2015 年销售规模为 406 亿元，省内的药店数量约为 5.4 万家，平均单店收入 75 万元/年。

2014 年，省内的药店连锁率仅为 26%，远低于全国 39.5%的连锁率，除了单体药店以外，连锁药店多为门店仅分布在一两个城市的小连锁，具有较大的收购整合空间。此外，连锁率低说明竞争对手多为单体药店，单体药店竞争力弱，利于公司自建门店的成长。

图表30 广东省药店连锁率低（2014年）



资料来源: wind, 平安证券研究所

图表31 广东省主要城市连锁药店竞争格局

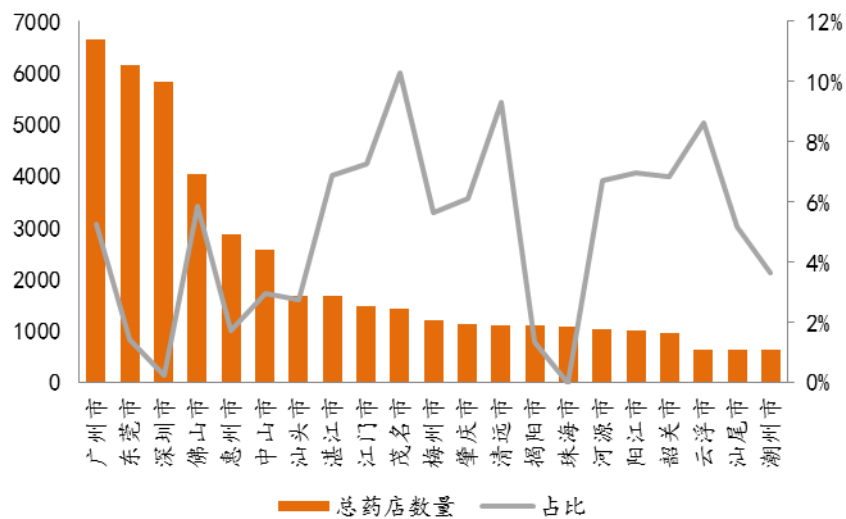
地区	药店数量	代表性连锁药店名称	门店数量
广州市	6641 家	海王星辰	约 100 家
		健民医药连锁	30 家
		大参林	349 家
东莞市	6154 家	东莞国药集团	1200 左右
		海王星辰	70+
		大参林	88 家
		东莞德丰	50 左右
		东莞大川	加盟店 300
深圳市	5830 家	海王星辰	约 300 家
		深圳中联大药房	广东省内 200 多家
		大参林	15 家
佛山市	4050 家	大参林	238 家
		好参来（高明地区）	22 家
		佛山百姓堂（顺德地区）	42 家
		佛山佛心（南海地区）	32 家
		佛山佛灵（禅城区）	28 家
		佛山开心（禅城区）	28 家

资料来源: 第一药店, 公司招股书, 平安证券研究所

2.4 公司在省内药店占比约为 4%，扩张空间可观

根据中康资讯的数据，广东省是我国最大的药品零售市场，2015 年销售规模为 406 亿元，公司 2016 年在广东省的收入为 51 亿元，约占整个药品零售行业的 10%，占社会零售药店市场规模的 20%。据中康智慧终端统计，2015 年广东省共有药店约 45 万家，公司占比约为 4%，扩张空间可观。从省内药店分布来看，药店数量排前五的城市依次是广州、东莞、深圳、佛山和惠州，公司在深圳和东莞的药店数量占比省内最低，预计跟当地竞争格局相关，深圳是海王星辰和中联药房的优势区域，东莞是国大药房的优势区域，公司避开竞争激烈的区域，转而布局广州、佛山和其他二线城市。公司门店数量占比最高的茂名、清远，占有率也不到 10%，公司在省内具有较大开店空间。

图32 广东省内各市药店数量及公司在当地门店数量占比



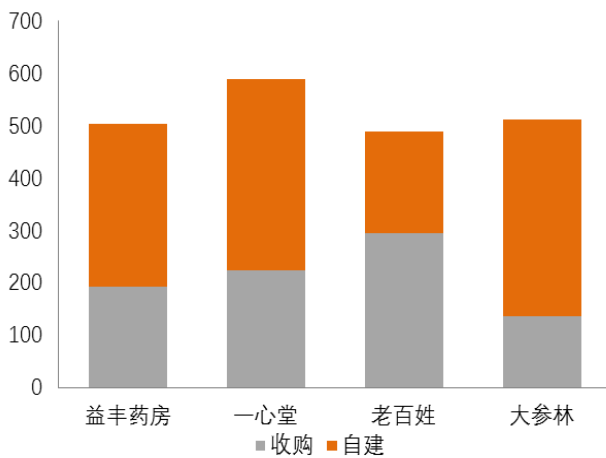
资料来源：中康智慧终端，平安证券研究所

三、 公司扩张质量优异，募投项目助力快速成长

3.1 公司具有较强自建店能力，每年自建店可达 400 家以上

公司扩张主要集中于两广地区及河南，由于两广地区对开店距离限制比较宽松，公司在两广以自开门店为主，在两广以外采取“收购+自建”双轮驱动策略。过去两年公司新增门店主要在两广地区，公司收购门店占新增门店比例在四家上市连锁药店中较低。2016 年，公司新增了 512 家门店，其中约 370 家是公司自建，显示了公司较强的自建店力量，预计按照公司现在的人力及物力资源，年新建门店数量可达 600 家左右，具有快速扩张的能力。

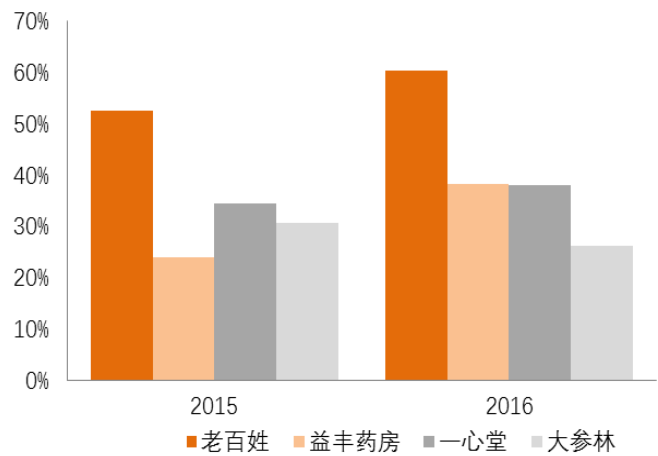
图表33 2016年公司门店扩张以自建店为主



资料来源:公告,平安证券研究所

注:一心堂与大参林收购门店按照公司公布的并购项目中的药店数量计算

图表34 2016年公司收购门店在新增门店数量中占比低于其他三家上市连锁药店



资料来源:公告,平安证券研究所

注:一心堂与大参林收购门店按照公司公布的并购项目中的药店数量计算

3.2 外延方式多元化, 全面推进公司做大做强

公司外延方式除了资产收购外, 同时推行参股收购、控股收购, 三种方式各有益处, 全面推进公司快速发展:

- 资产收购优势: 相对于其他两种收购方式, 此方式对收购标的控制力强, 可完全纳入公司统一管理; 此外, 采取资产收购而不是 100% 股权收购, 可有效屏蔽掉原公司不良记录。
- 参股收购优势: 此种方式一般针对企业实力较强, 原股东希望自己经营的标的。公司参股收购可以共享标的业绩增长, 通过向对方输出经营管理经验帮助对方成长、形成采购联盟等途径实现共赢。
- 控股收购优势: 公司对标的具有较强控制力, 绑定原股东利益, 可有效增强原股东管理积极性, 控股收购的标的以后较大可能收购少数股权成为全资子公司。

由于公司覆盖省份数量有限, 多种外延方式有助于公司享受其他省份的连锁药店市场增长, 且在全国各地广泛形成合作关系, 对于以后扩大布局有益。

图表35 公司外延方式多元化

收购类型	收购标的	收购时间	收购方式	交易价格 (万元)	2017年 1-3月 月均销售额 (万元)	估算 PS
参股收购	赣州华尔康大药房零售连锁有限公司	2015年 11月	受让原股东持有的 19%的股权	752.69	392	0.84
	贵州一树连锁药业有限公司	2016年 1月	受让原股东持有的 4.99%的股权	3992	11307	0.59

	内蒙古惠丰堂大药房连锁有限公司	2016年5月	受让原股东持有的4.99%的股权	1000	1557	1.07
控股收购	许昌市保元堂大药房连锁有限公司	2016年7月	受让原股东持有的51%的股权	3060	792.7	0.63
	江西众康大药房有限公司	2016年7月	受让原股东持有的70%的股权	4473	592.03	0.90
资产收购	珠海市正康益民医药有限公司、陈艳辉、陈红香、陈意超拥有的9家零售药店相关资产	2016年1月	收购门店资产	535.23	164.64	0.27
	单蔡翔、韶关市百盛堂商贸有限公司拥有的10家零售药店相关资产	2016年6月	收购门店资产	770.08	114.34	0.56
	安阳千年健医药连锁有限公司拥有的19家零售药店销售网络及相关资产	2016年9月	收购门店资产	2254.92	215.97	0.87
	巩义市康美大药房经销有限公司拥有的10家零售药店相关资产	2016年11月	收购门店资产	1170	187.87	0.52
	河南省新密麦迪森药业连锁有限公司拥有的19家零售药店相关资产	2016年12月	收购门店资产	1538.71	226.74	0.57

资料来源：招股书，平安证券研究所

3.3 闭店率低，扩张质量优异

闭店的两种常见情况：

- 房租到期不续租、房屋拆迁等原因，择址另开门店；
- 门店效益不好闭店。

第一种情况是外部原因导致的闭店，所以即使经营良好的企业也有一定的闭店率。但当闭店率明显增大时，很有可能是第二种情况导致。

闭店率是衡量连锁药店外延质量的重要指标，其中自建门店的闭店率反映了新建店的能力，并购门店的闭店率反映了公司外延收购标的的质量。我们用两种计算方式计算得出门店的闭店率，公司的闭店率均较小，说明公司近几年增加的门店经营质量良好。

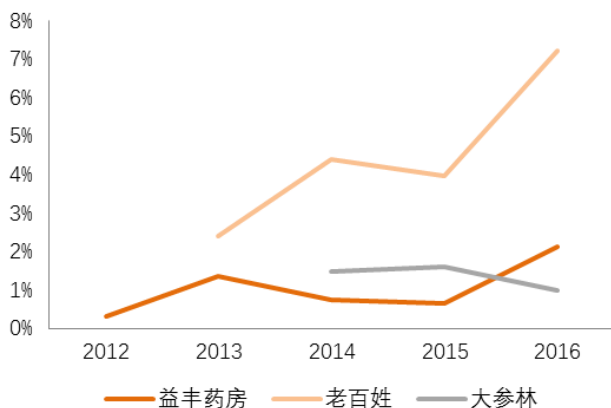
图表36 各公司新增与关闭门店数量

公司	类型	2012	2013	2014	2015	2016
益丰药房	新增		61	150	255	470
	关闭	2	9	6	7	33
	期末	599	660	810	1065	1535
老百姓	新增		238	216	484	355
	关闭		19	44	59	133
	期末		783	999	1483	1,838

公司	类型	2012	2013	2014	2015	2016
大参林	新增			348	350	512
	关闭			24	31	24
	期末		1278	1602	1921	2409

资料来源：公司公告，平安证券研究所

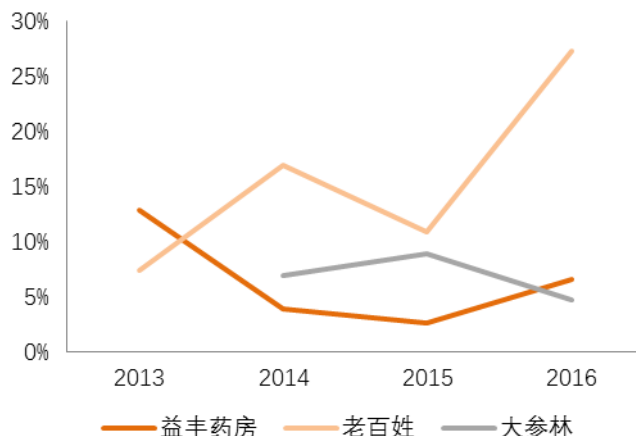
图表37 公司闭店率较低（计算方式1）



资料来源：公告，平安证券研究所

计算方式：公司闭店数量/当年期末门店数量

图表38 公司闭店率较低（计算方式2）



资料来源：公告，平安证券研究所

计算方式：公司闭店数量/当年新开门店数量

3.4 历史数据统计：新增门店第三年实现累计盈利，省内店亏损小于省外店

根据公司 2014 年到 2016 年的统计数据，推测公司新增门店在第三年实现累计盈利。2014 年新增的 348 家门店在前两年亏损，第三年实现单店平均盈利 7.3 万元；2015 年新增的 350 家门店在第二年轻微亏损，平均每店亏 800 元；2016 年新增的 512 家门店第一年平均每店亏损 7.3 万元。

图表39 2014年-2016年公司每年新增门店的平均单店收入及利润总额

单店（万元）		2014	2015	2016
2014 年新增门店（348 家）	单店收入	49.34	118.15	145.02
	单店利润总额	-13.99	-1.22	7.30
2015 年新增门店（350 家）	单店收入		53.52	114.24
	单店利润总额		-10.13	-0.08
2016 年新增门店（512 家）	单店收入			61.38
	单店利润总额			-7.32

资料来源：招股书，平安证券研究所

对比广东省内外新增门店当年盈利情况，发现省内新开门店亏损少于省外新开门店。省内新增门店第一年平均单店亏损在 10 万元以内，而 2014 年和 2015 年省外门店第一年平均单店亏损金额在 20 万元左右，2016 年由于在省外并购较多门店，所以亏损大幅降低。

图表40 2014年-2016年公司每年新增门店的平均单店收入及利润总额

单位：万元	广东省内			广东省外		
	门店数量	单店收入	单店利润总额	门店数量	单店收入	单店利润总额
2014	221	55.97	-9.06	127	37.81	-22.56
2015	222	57.20	-6.93	102	59.07	-19.67
2016	273	67.04	-7.66	239	58.44	-6.92

资料来源：招股书，平安证券研究所

3.5 募投计划：计划三年新开店 1311 家

公司未来计划建设营销网络、玉林物流中心等四个项目，一共需 18 亿元，拟投入募投资金 9.5 亿元。其中医药营销网络建设项目拟投资 9.2 亿元，该项目计划未来三年门店数量每年增加约 15%，新开门店的省份主要是广东、广西和河南。公司计划新开门店中，50%以上的门店位于广东省，根据我们前面的统计数据，广东省内新增门店亏损较小，且盈利能力强，因此在省内继续扩张可保持新增店较强的盈利能力。

图表41 公司首发募投资项目

序号	项目名称	项目总投资（万元）	募集资金投资额（万元）
1	医药连锁营销网络建设项目	91,770.00	80,066.00
2	玉林医药物流中心建设项目	15,000.00	10,000.00
3	信息化建设项目	10,360.00	5000
4	补充流动资金项目	62870	
	合计	180,000.00	95,066.00

资料来源：招股书，平安证券研究所

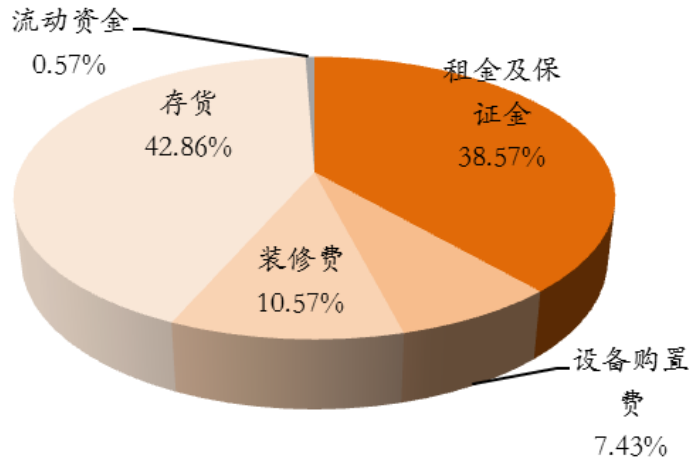
图表42 公司募投资项目计划开店情况

地区	第一年新开店数量	第二年新开店数量	第三年新开店数量	新开门店合计
粤东	60	60	60	180
粤西	47	47	46	140
粤北	20	20	20	60
珠三角	124	124	146	394
广西	60	101	127	288
河南	25	35	45	105
浙江	8	15	25	48
江西	8	15	25	48
福建	8	15	25	48
合计	360	432	519	1311
期末门店家数	2769	3201	3720	
增速	14.9%	15.6%	16.2%	

资料来源：招股书，平安证券研究所

根据募投计划，公司单店投入为 70 万元，其中租金及保证金占比 38.6%，存货占比 42.8%，装修费占比为 10.6%，剩余是设备购置费和流动资金。待门店成熟后，预计年收入为 183 万元，年净利润为 13.9 万元，净利润率为 7.6%。

图表43 募投计划门店投入项目及占比



资料来源：招股书，平安证券研究所

四、盈利预测及估值

主要假设：

- 1、公司按照招股书计划每年持续新建门店；
- 2、除了自建门店以外，公司积极进行外延并购，每年均有收购门店。

图表44 公司门店数量预测

	2014A	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E	2020E
新增	348	350	512	500	600	700	800
关闭	24	31	24	25	25	25	25
期末	1602	1921	2409	2884	3459	4134	4909
门店增速	27.2%	21.8%	26.7%	20.8%	20.8%	20.2%	19.4%

资料来源：招股书，平安证券研究所

图表45 公司收入及费用预测

	2013A	2014A	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
营业总收入	37.07	45.45	52.65	62.74	75.46	91.36	110.89
增速	0.14	0.23	0.16	0.19	20.27%	21.07%	21.38%
毛利率(%)	38.90%	40.28%	41.03%	40.22%	39.99%	39.91%	39.84%
销售费用率	24.40%	24.48%	24.53%	24.96%	25.10%	25.30%	25.50%
管理费用率	4.49%	5.03%	4.73%	4.72%	4.75%	4.75%	4.75%
财务费用率	0.64%	0.80%	0.55%	0.44%	0.13%	0.05%	0.09%

资料来源: wind, 平安证券研究所

风险提示: 扩张拖累短期业绩, 扩张速度不及预期。

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2016A	2017E	2018E	2019E	会计年度	2016A	2017E	2018E	2019E
流动资产	2404	3774	4997	6109	营业收入	6274	7545	9136	11089
现金	668	1963	2489	3427	营业成本	3751	4528	5490	6671
应收账款	324	305	460	466	营业税金及附加	46	57	69	83
其他应收款	0	0	0	0	营业费用	1566	1894	2311	2828
预付账款	33	66	39	97	管理费用	296	358	434	527
存货	1305	1380	1942	2054	财务费用	28	10	5	10
其他流动资产	1379	1440	2009	2118	资产减值损失	9	8	8	8
非流动资产	1176	1063	1013	940	公允价值变动收益	0	0	0	0
长期投资	0	0	0	0	投资净收益	0	0	0	0
固定资产	376	341	330	343	营业利润	579	691	819	962
无形资产	67	71	75	77	营业外收入	12	15	15	15
其他非流动资产	733	650	607	520	营业外支出	13	13	13	13
资产总计	3580	4837	6010	7049	利润总额	577	693	821	964
流动负债	2194	1974	2535	2856	所得税	149	177	209	246
短期借款	352	0	0	0	净利润	429	516	612	718
应付账款	752	854	1099	1271	少数股东损益	-2	0	0	0
其他流动负债	1091	1120	1436	1585	归属母公司净利润	430	516	612	718
非流动负债	44	15	15	15	EBITDA	661	753	883	1043
长期借款	29	0	0	0	EPS (元)	1.08	1.29	1.53	1.80
其他非流动负债	15	15	15	15					
负债合计	2238	1989	2550	2871	主要财务比率				
少数股东权益	25	25	25	25	会计年度	2016A	2017E	2018E	2019E
股本	360	400	400	400	成长能力	-	-	-	-
资本公积	47	997	997	997	营业收入(%)	19.1	20.3	21.1	21.4
留存收益	910	1426	2038	2756	营业利润(%)	5.6	19.4	18.6	17.5
归属母公司股东权益	1317	2823	3435	4153	归属于母公司净利润(%)	8.8	19.9	18.5	17.4
负债和股东权益	3580	4837	6010	7049	获利能力				
					毛利率(%)	40.2	40.0	39.9	39.8
					净利率(%)	6.9	6.8	6.7	6.5
					ROE(%)	31.9	18.1	17.7	17.2
					ROIC(%)	83.5	72.2	98.6	93.0
					偿债能力				
					资产负债率(%)	62.5	41.1	42.4	40.7
					净负债比率(%)	63.3	40.7	0.3	1.0
					流动比率	1.1	1.9	2.0	2.1
					速动比率	0.5	1.2	1.2	1.4
					营运能力				
					总资产周转率	2.0	1.8	1.7	1.7
					应收账款周转率	23.7	24.0	23.9	23.9
					应付账款周转率	9.4	9.4	9.4	9.4
					每股指标(元)				
					每股收益(最新摊薄)	1.08	1.29	1.53	1.80
					每股经营现金流(最新摊薄)	1.38	1.83	1.49	2.56
					每股净资产(最新摊薄)	3.3	7.1	8.6	10.4
					估值比率				
					P/E	37.4	31.2	26.3	22.4
					P/B	12.2	5.7	4.7	3.9
					EV/EBITDA	0.0	18.4	15.2	12.0

现金流量表				
单位:百万元				
会计年度	2016A	2017E	2018E	2019E
经营活动现金流	496	733	595	1024
净利润	429	516	612	718
折旧摊销	116	52	59	71
财务费用	13	10	5	10
投资损失	0	0	0	0
营运资金变动	-22	155	-81	224
其他经营现金流	-40	0	0	0
投资活动现金流	-425	-23	-72	-72
资本支出	-3	-23	-72	-72
长期投资	-112	0	0	0
其他投资现金流	-311	0	0	0
筹资活动现金流	12	585	2	-14
短期借款	172	-352	0	0
长期借款	-52	-29	0	0
普通股增加	0	40	0	0
资本公积增加	10	950	0	0
其他筹资现金流	-118	-24	2	-14
现金净增加额	82	1295	525	938

平安证券综合研究所投资评级：

股票投资评级：

- 强烈推荐（预计 6 个月内，股价表现强于沪深 300 指数 20%以上）
- 推 荐（预计 6 个月内，股价表现强于沪深 300 指数 10%至 20%之间）
- 中 性（预计 6 个月内，股价表现相对沪深 300 指数在±10%之间）
- 回 避（预计 6 个月内，股价表现弱于沪深 300 指数 10%以上）

行业投资评级：

- 强于大市（预计 6 个月内，行业指数表现强于沪深 300 指数 5%以上）
- 中 性（预计 6 个月内，行业指数表现相对沪深 300 指数在±5%之间）
- 弱于大市（预计 6 个月内，行业指数表现弱于沪深 300 指数 5%以上）

公司声明及风险提示：

负责撰写此报告的分析师(一人或多人)就本研究报告确认：本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格。

本公司研究报告是针对与公司签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本公司研究报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。未经书面授权刊载或者转发的，本公司将采取维权措施追究其侵权责任。

证券市场是一个风险无时不在的市场。您在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。请您务必对此有清醒的认识，认真考虑是否进行证券交易。市场有风险，投资需谨慎。

免责条款：

此报告旨在发给平安证券股份有限公司（以下简称“平安证券”）的特定客户及其他专业人士。未经平安证券事先书面明文批准，不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容及其复印本予任何其它人。

此报告所载资料的来源及观点的出处皆被平安证券认为可靠，但平安证券不能担保其准确性或完整性，报告中的信息或所表达观点不构成所述证券买卖的出价或询价，报告内容仅供参考。平安证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负上任何责任，除非法律法规有明确规定。客户并不能仅依靠此报告而取代行使独立判断。

平安证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。报告所载资料、意见及推测仅反映分析员于发出此报告日期当日的判断，可随时更改。此报告所指的证券价格、价值及收入可跌可升。为免生疑问，此报告所载观点并不代表平安证券的立场。

平安证券在法律许可的情况下可能参与此报告所提及的发行商的投资银行业务或投资其发行的证券。

平安证券股份有限公司 2017 版权所有。保留一切权利。



平安证券综合研究所

电话：4008866338

深圳

深圳福田区中心区金田路 4036 号荣
超大厦 16 楼
邮编：518048
传真：（0755）82449257

上海

上海市陆家嘴环路 1333 号平安金融
大厦 25 楼
邮编：200120
传真：（021）33830395

北京

北京市西城区金融大街甲 9 号金融街
中心北楼 15 层
邮编：100033