

# 大参林 (603233)

证券研究报告

2018年06月21日

## 华南地区医药零售龙头，省外扩张持续推进

### 处方外流+分类分级，最先受益广东省药品零售龙头

2018年广东省在全国率先推出了零售药店分类分级政策，根据该办法，广东省内零售药店将依据经营规模、规范程度、经营能力等因素，进行一类、二类以及三类门店的分类管理，其中一类店不具备销售处方药资格，对零售药店进行分类分级管理，为其承接处方外流创造了“前提”条件。随着“严控药占比”、“药品零差率”等政策的不断推行，处方外流趋势愈加明显，我们保守预测到2021年，处方外流到零售药店渠道的市场规模大约为600亿元。作为广东省药品零售龙头企业，公司在经营规范化、药师资源以及品类丰富度等方面，较单体药店与中小型连锁药店更具竞争优势，有望率先受益广东省零售药店分类分级政策，以及处方外流带来的市场空间增量；同时随着营改增、新版GSP等政策的实施，单体药店与中小连锁药店退出意愿加强，行业集中度进一步提升。

### 深耕华南地区，省外门店扩张顺利

2017年公司拥有门店数2985家(+633家)，其中华南地区2600家，占比约为87%；公司以广东省为业务起点，深耕华南地区，在广东省内拥有良好的口碑，同时通过新建与收购的方式，加快对外扩张，门店网络覆盖广东、广西、河南、福建、浙江6省份。2017年河南、广西地区新增门店数量分别为84家、148家，省外扩张表现靓丽，省外门店占比逐步提升至30%。2017年公司营收74.2亿元(+18.3%)，归母净利润4.75亿元(+10.4%)其中华南地区业务收入占比约为90.7%；华中区域收入占比为7.0%，增速为46.5%；华东地区收入占比为2.5%，增速为37.3%。随着省外业务的逐步扩张，公司有望进一步扩大营收规模，提升业绩水平。

### 滋补药材销售，带来更强盈利能力的同时形成差异化竞争

2017年公司中西成药、参茸滋补药材销售收入分别为46.6亿元(+20.6%)、10.23亿元(+16.2%)，占比分别为63%、14%；2017年公司中西成药的药品销售毛利占比为57.8%，参茸滋补药材销售毛利占比约为14.6%，参茸滋补药材一直保持较为稳定的增长。2017年公司中西成药毛利率为35%，参茸滋补药材毛利率约为40.3%，参茸滋补药材作为公司销售的特色产品，与中西成药相比拥有更高的毛利率水平。通过参茸滋补药材的销售，公司既能与其他零售药店形成差异化竞争，又能提高整体盈利能力。

### 估值与评级

作为广东省医药零售龙头，未来有望持续受益处方外流+分类分级政策的实施，在行业集中度提升的过程，实现进一步的对外扩张。预计2018-2020年净利润为5.96/7.45/9.10亿元，EPS分别为1.49/1.86/2.27元/股。公司营收与利润规模处于第一梯队，综合考虑公司未来有望受益行业整合，给予2018年48倍估值，对应目标价71.52元，首次覆盖给予“增持”评级。

**风险提示：**政策推行落实进度不及预期，市场竞争风险加剧，对外扩张进步不及预期，新开门店盈利周期加强，市场震荡等。

财务数据和估值	2016	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入(百万元)	6,273.72	7,421.20	8,885.59	10,723.62	13,169.33
增长率(%)	19.15	18.29	19.73	20.69	22.81
EBITDA(百万元)	661.43	734.84	862.90	1,037.83	1,254.58
净利润(百万元)	430.19	474.96	595.88	745.30	908.92
增长率(%)	8.79	10.41	25.46	25.07	21.95
EPS(元/股)	1.08	1.19	1.49	1.86	2.27
市盈率(P/E)	58.51	52.99	42.24	33.77	27.69
市净率(P/B)	19.10	9.14	7.75	6.58	5.64
市销率(P/S)	4.01	3.39	2.83	2.35	1.91
EV/EBITDA	0.00	26.48	26.86	21.45	17.26

资料来源：wind，天风证券研究所

### 投资评级

行业	医药生物/医药商业
6个月评级	增持(首次评级)
当前价格	63.50元
目标价格	71.52元

### 基本数据

A股总股本(百万股)	400.01
流通A股股本(百万股)	40.01
A股总市值(百万元)	25,400.64
流通A股市值(百万元)	2,540.64
每股净资产(元)	7.26
资产负债率(%)	47.69
一年内最高/最低(元)	77.85/29.66

### 作者

郑薇	分析师
SAC执业证书编号: S1110517110003	
zhengwei@tfzq.com	
李扬	联系人
lyang@tfzq.com	

### 股价走势



资料来源：贝格数据

### 相关报告



## 内容目录

1. 立足华南的广东省医药零售龙头.....	4
2. 深耕华南，滋补药材销售形成差异竞争.....	4
2.1. 规模大、增长快，第一梯队医药零售企业.....	4
2.1.1. 中西成药为主打，参茸滋补药材为特色.....	5
2.1.2. 外省业务拓展顺利，收入占比不断提升.....	6
2.2. 毛利结构逐渐完善，华东地区贡献度提升.....	6
2.2.1. 人力与房租成本为主要成本，占比超 70%.....	7
2.3. 具备较高的运营效率，盈利能力强.....	7
2.4. 业务网络从华南逐渐拓展，遍布 6 省份.....	8
2.5. 医保门店占比高，广东省内门店盈利能力强.....	9
2.6. 广东省药店分类分级政策实施，公司有望受益.....	11
3. 大型零售药店加速“跑马圈地”，行业分化明显.....	11
3.1. 大型连锁药店逐步发展，“小散乱”的格局正在改变.....	11
3.2. 处方外流为大型连锁药店发展的带来新的机遇.....	13
4. 业绩拆分与估值评级.....	14
4.1. 业绩拆分.....	14
4.2. 估值与评级.....	15

## 图表目录

图 1：公司股权结构.....	4
图 2：2012-2017 年公司营业收入（百万）及增速.....	4
图 3：2012-2017 年公司归母净利润（百万）及增速.....	4
图 4：2012-2017 年大参林产品构成（百万）.....	5
图 5：2013-2017 年公司不同产品增速.....	5
图 6：2012-2017 年公司不同地区收入占比.....	6
图 7：2013-2017 年公司不同地区收入增速.....	6
图 8：2017 年公司毛利构成（分产品）.....	6
图 9：2012-2017 年公司不同产毛利率变化情况.....	6
图 10：2012-2017 年公司毛利分地区构成（百万）.....	7
图 11：2012-2017 年公司地区产毛利率变化情况.....	7
图 12：2017 年公司销售费用构成.....	7
图 13：2017 年公司管理费用构成.....	7
图 14：同类型可比公司 2012-2017 年存货周转率水平.....	7
图 15：同类型可比公司 2012-2017 年应收账款周转率水平.....	7
图 16：销售毛利率比较.....	8
图 17：销售净利率比较.....	8

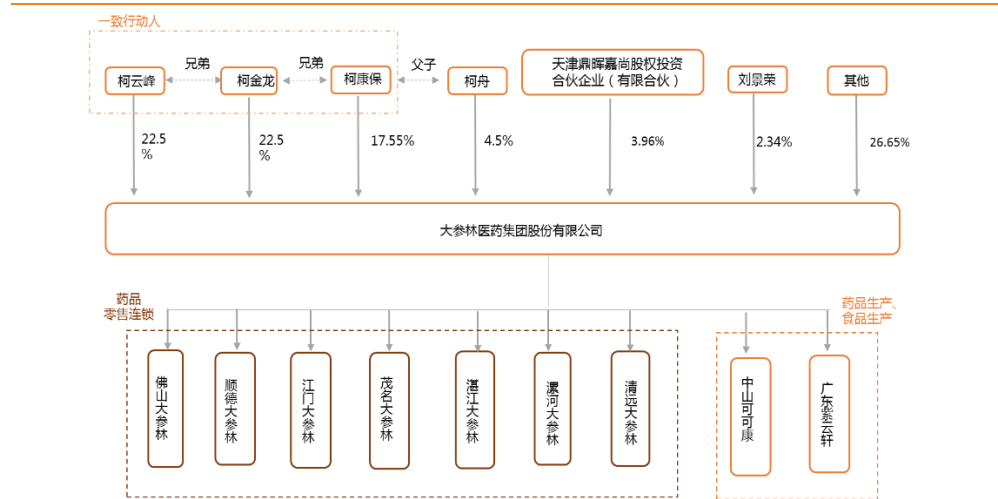
图 18: 公司与同类型可比公司 2012-2017 年三项费用率情况 .....	8
图 19: 2014-2017 年公司门店数量 (家) 及增速 .....	8
图 20: 2017 年公司直营分店区域构成 .....	9
图 21: 2017 年公司门店分布区域 .....	9
图 22: 2014-2017 年公司广东省内/外门店占比变化情况 .....	9
图 23: 2014-2017 年华南、华东、华中地区公司门店数量 (家) .....	9
图 24: A 股上市四家连锁药店 2017 年医保店比例 .....	10
图 25: 2014-2016 年公司广东省内/外新老门店单店营收比较 (万) .....	10
图 26: 2014-2016 年公司广东省内/外新老门店单店净利润比较 (万) .....	10
图 27: 2014-2015 年公司广东省内、广东省外新老门店毛利率水平 .....	10
图 28: 可比公司 2017 年日均平效比较 (元/平) .....	11
图 29: 可比公司 2017 年人均销售额比较 (万元) .....	11
图 30: 2010-2016 年全国医药零售总额 (亿) 及增速 .....	11
图 31: 2009-2016 年全国零售药店、连锁药店数量 (万家) 与增速 .....	12
图 32: 2015 年美国药品零售市场分布 .....	12
图 33: 2016 年我国药品零售市场分布 .....	12
图 34: 处方外流市场规模测算 .....	13
表 1: 广东省零售药店分级分类政策药店分类 .....	11
表 2: 处方外流相关政策 .....	13
表 3: 零售药店承接处方外流面临的挑战与可能的解决的方式 .....	14
表 4: 公司业绩拆分 (百万) .....	14
表 5: 可比公司估值比较(截止到 2018 年 6 月 19 日) .....	15

## 1. 立足华南的广东省医药零售龙头

大参林医药集团股份有限公司是全国规模领先的医药零售企业之一，核心业务是连锁药店的药品零售，涵盖了中西成药、中药饮片、参茸滋补品以及保健品等。公司立足华南地区，广东省内收入其实主要收入来源地区，近年来，公司积极进行省外业务布局，目前业务网络覆盖广东、广西、河南、江西、福建、浙江等省份。

公司前身为茂名市大参林医药连锁有限公司，从茂名起家，经过多年发展，逐渐成为广东省医药零售龙头，并于 2017 年 7 月在上交所 A 股主板上市。公司实际控制人为柯云峰、柯康保、柯金龙，分别直接持有公司 22.5%、22.5%、17.55% 的股份，三人为兄弟关系，已签署《一致行动协议》。

图 1：公司股权结构



资料来源：招股说明书，2017 年年报，天风证券研究所

公司主营业务为医药零售，旗下子公司同时兼有医药批发与医药制造。其中佛山大参林、顺德大参林、江门大参林、茂名大参林、湛江大参林、漯河大参林、清远大参林等主营药品零售；中山可可康，主营药品及食品生产；广东紫云轩，主营参茸、中药饮片生产。

## 2. 深耕华南，滋补药材销售形成差异竞争

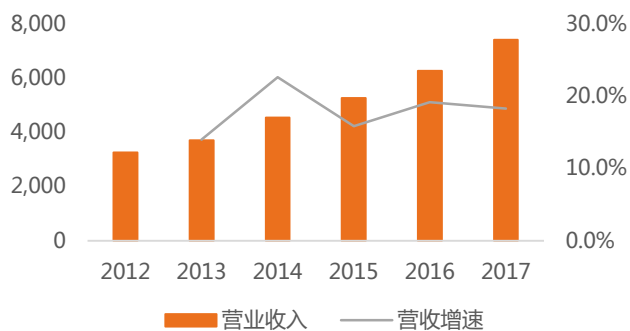
公司作为华东地区领先的医药零售商，在华东地区拥有密集合理的业务布局网络，根据公司招股说明书披露数据：MDC “2015-2016 年度中国药品零售企业综合竞争力排名榜”，公司综合竞争力排在华南地区第一。公司深耕华南地区十几年，凭借对广东/广西地区医药零售市场与消费习惯的认识，形成了以中西成药销售为主，参茸滋补药材为特色的差异化竞争模式，在华南地区拥有较高的市场地位。

### 2.1. 规模大、增长快，第一梯队医药零售企业

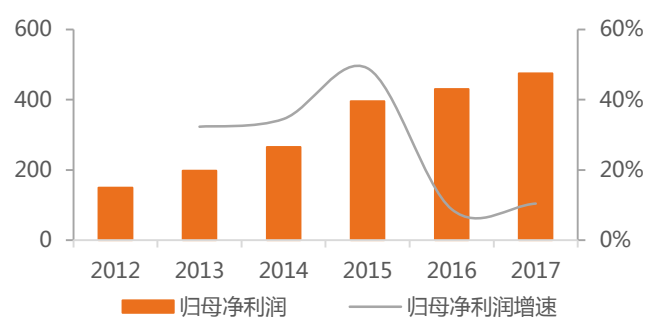
作为华南地区零售药店龙头企业，从营业规模上来看，公司销售规模排在全国第一梯队，与老百姓、一心堂等大型连锁药店规模相当。2012-2017 年公司营收规模从 32.52 亿元增长到 74.21 亿元，年复合增长率达 17.9%，保持了较为快速的增长；随着营业规模的提升，公司业绩也不断提升，2012-2017 年公司归母净利润从 1.49 亿元增加至 4.75 亿元，年复合增长率为 26.1%。

图 2：2012-2017 年公司营业收入（百万）及增速

图 3：2012-2017 年公司归母净利润（百万）及增速



资料来源: wind, 天风证券研究所



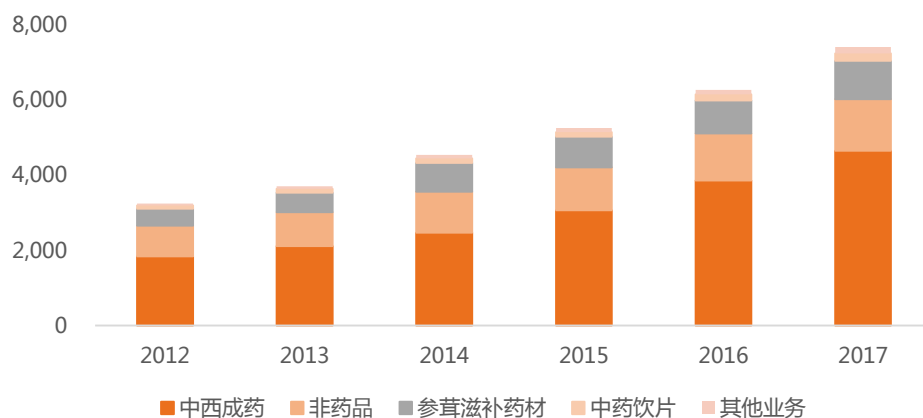
资料来源: wind, 天风证券研究所

分行业来看, 公司主要经营医药零售, 零售业务占比为约为 97%, 公司旗下拥有小部分医药批发业以及医药制造业 (广东紫云轩), 但整体占比较小。

### 2.1.1. 中西成药为主打, 参茸滋补药材为特色

从产品端来看, 公司主要经营中西成药、参茸滋补药材、中药饮片以及一部分非药品。2017 年中西成药占比约为 62.8%、参茸滋补药材占比约为 13.8%, 其中自主参茸滋补品牌的销售占比约为 80%、非药占比约为 18.4%。从 2012-2017 年 5 年时间维度来看, 公司中西成药占比再逐步的提升, 而非药品占比下降比例较大, 参茸滋补耗材作为公司特色品种, 一直保持较为稳定的比例。

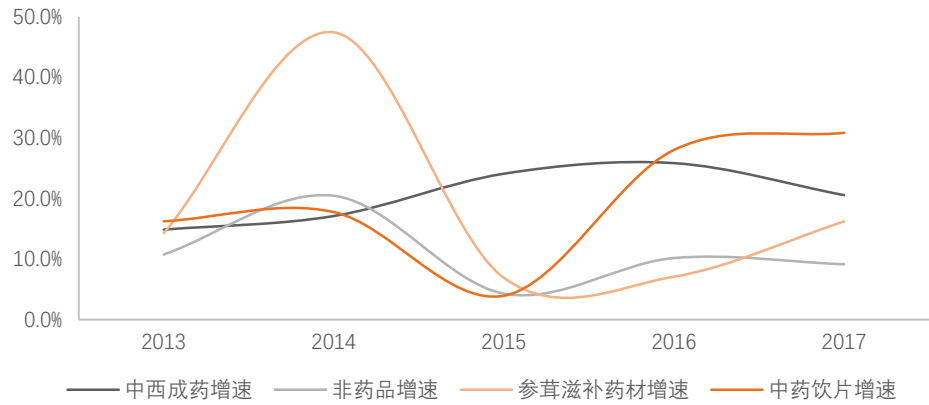
图 4: 2012-2017 年大参林产品构成 (百万)



资料来源: wind, 天风证券研究所

2013-2017 年公司中西成药的增长一直较为稳定, 而中药饮片以及参茸滋补药材以及非药品的增长情况则表现出一定波动, 并在 2015 年出现波动的低点, 此后又恢复快速的增长。2016 年受产能影响, 公司参茸滋补药材部分通过对外采购方式获得。2017 年中药饮片与参茸滋补药材增长逐步恢复。

图 5: 2013-2017 年公司不同产品增速

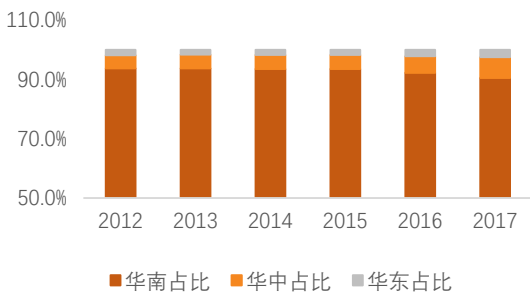


资料来源: wind, 天风证券研究所

### 2.1.2. 外省业务拓展顺利, 收入占比不断提升

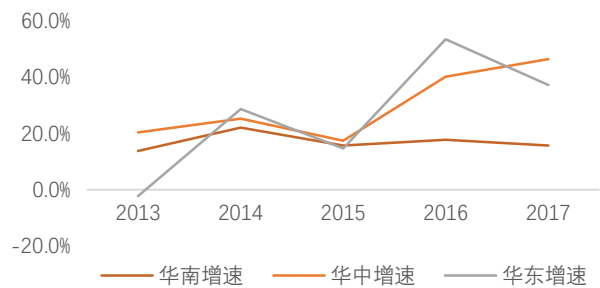
公司零售业务主要分布在华南地区(广东、广西)、其次是华中地区(河南)以及华东地区(浙江、福建、江西)。其中华南地区业务收入占比达到 90.7%。2012-2017 年, 公司逐步进行华南地区以外地区的业务发展, 华东与华中地区业务收入占比逐渐提升, 尤其是 2016 年与 2017 年随着新开门店的逐渐成熟, 华东地区、华中地区销售规模实现了较快的增长。2017 年华中地区收入占比为 7.0%, 增速达到 46.5%; 华东地区收入占比为 2.5%, 增速达到 37.3%。

图 6: 2012-2017 年公司不同地区收入占比



资料来源: wind, 天风证券研究所

图 7: 2013-2017 年公司不同地区收入增速

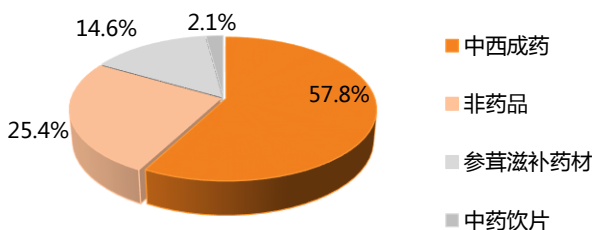


资料来源: wind, 天风证券研究所

### 2.2. 毛利结构逐渐完善, 华东地区贡献度提升

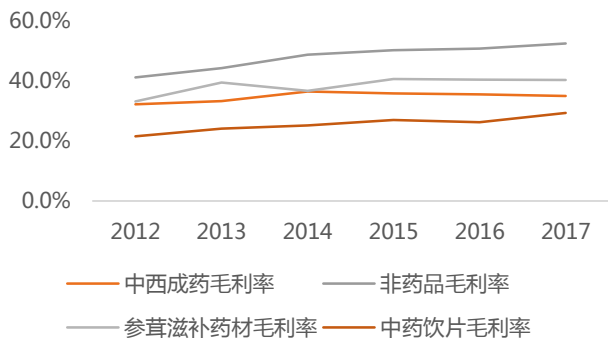
参茸滋补药材作为公司销售的特色产品, 与中西成药相比, 拥有相对更高的毛利率。2017 年公司参茸滋补药材的毛利率为 40.3%, 较中西成药的毛利率高近 5 个百分点。而随着运行效率的提升以及产品提价, 公司参茸滋补药材的毛利率从 2012 年的 33.1% 提升提 2017 年 40.3%。中西成药是公司收入与利润的主要来源, 因此虽然毛利率相对其他品种低, 但整体毛利额占比为 57.8%, 仍旧也是毛利额的主要来源。

图 8: 2017 年公司毛利构成(分产品)



资料来源: wind, 天风证券研究所

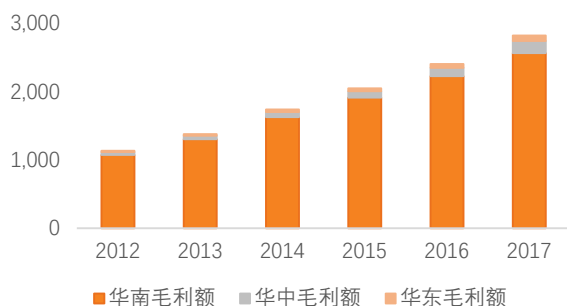
图 9: 2012-2017 年公司不同产毛利率变化情况



资料来源: wind, 天风证券研究所

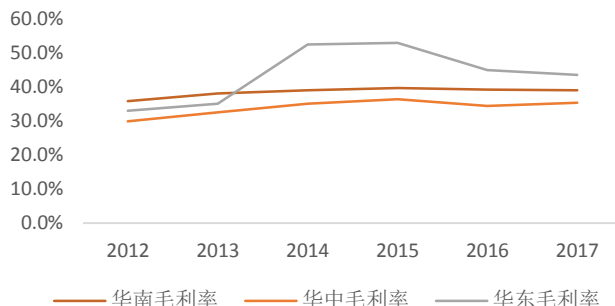
分地区来看，华南地区是公司毛利额的主要提供者，占比约为 91%，而随着华中地区与华东的门店贡献程度增加，其毛利额占比也在逐步提升。从毛利率变化情况来看，华东地区、华中地区毛利率逐渐提升，我们判断主要是公司在华东地区与华中地区布局的加快，门店成熟度逐渐提升带动地区销售毛利率的增加。

图 10: 2012-2017 年公司毛利分地区构成 (百万)



资料来源: wind, 天风证券研究所

图 11: 2012-2017 年公司地区产毛利率变化情况

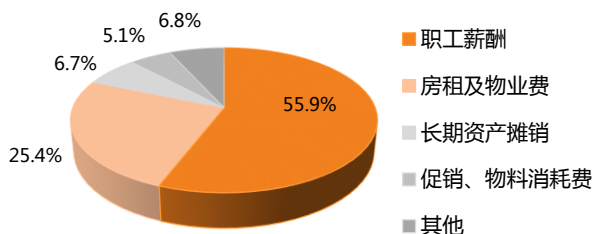


资料来源: wind, 天风证券研究所

### 2.2.1. 人力与房租成本为主要成本，占比超 70%

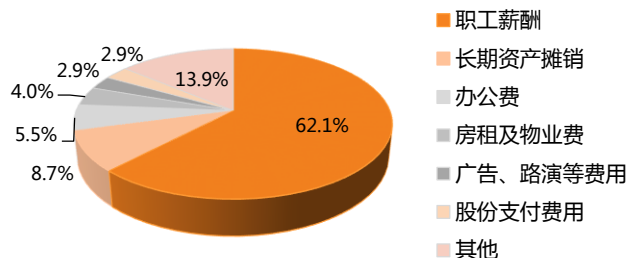
零售药店的成本主要是药品的进购产品成本，除此之外，主要为人力费用与租金费用以及其他经营管理费用等。我们将公司 2107 年销售费用和管理费用按科目进行拆分，发现公司销售费用中职工薪酬占据 55.9%，其次为房租及物业管理费用，占比为 25.4%；而管理费用中职工薪酬占比为 62.1%。整体来看，除去药品的进购成本外，其他成本主要来自于人力成本与房租成本等。

图 12: 2017 年公司销售费用构成



资料来源: 大参林 2017 年年报, 天风证券研究所

图 13: 2017 年公司管理费用构成



资料来源: 大参林 2017 年年报, 天风证券研究所

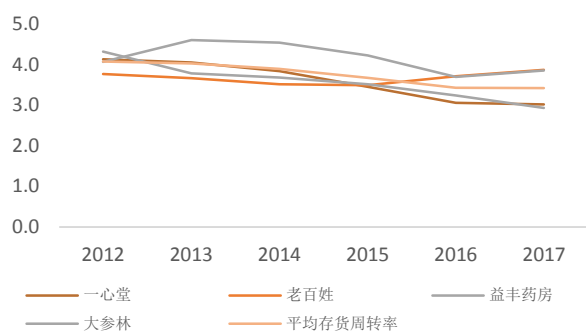
### 2.3. 具备较高的运营效率，盈利能力强

对于连锁经营企业，高效的运营效率是企业持续经营的重要因素之一。从同类型上市零售药店的存货周转率水平与应收账款周转率水平来看，公司存货周转率水平略低于其他公司，主要是因为公司随着门店网络的不断扩张，公司备货增加。整体来看，随着扩张的加快，同类型可比公司整体存货周转率均呈现下跌的趋势。

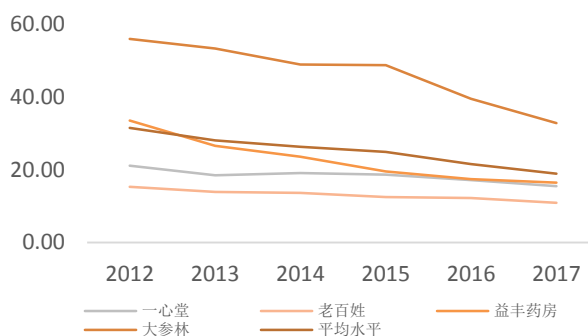
从应收账款周转率水平来看，公司应收账款周转率水处于同行业较高水平。连锁药店的应收账款通常为医保款项以及应收批发客户回款（若存在批发业务），回款相对稳定。

图 14: 同类型可比公司 2012-2017 年存货周转率水平

图 15: 同类型可比公司 2012-2017 年应收账款周转率水平



资料来源: wind, 天风证券研究所

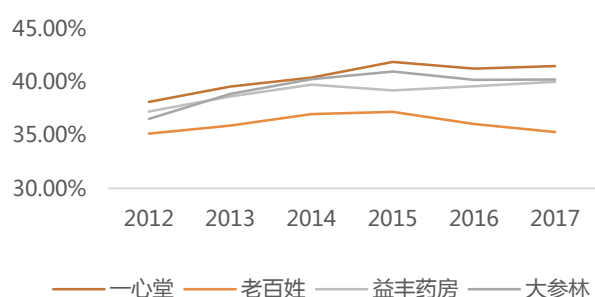


资料来源: wind, 天风证券研究所

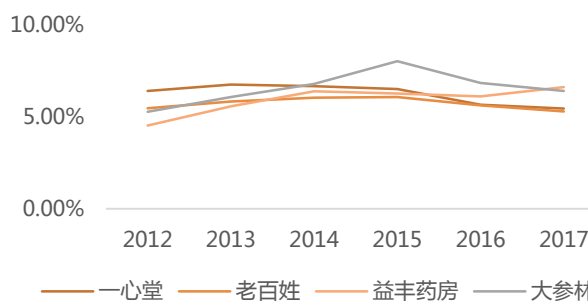
公司营业收入中 14.6%来自参茸滋补药材的销售, 参茸滋补药材相对中西成药具有更高的毛利率水平, 从而也带动了公司盈利能力的增强。2017 年公司销售毛利率与销售净利率分别为 40.26%、6.4%。

图 16: 销售毛利率比较

图 17: 销售净利率比较



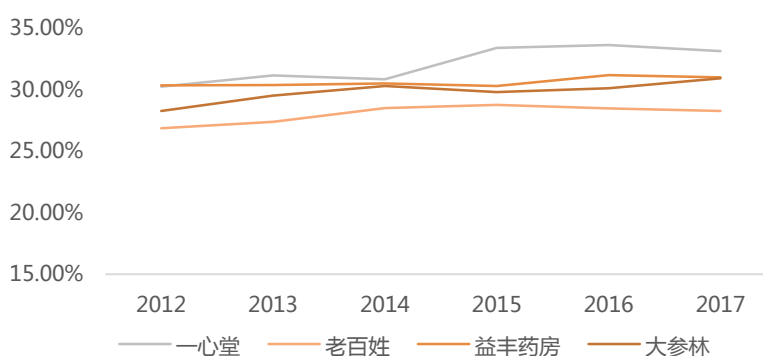
资料来源: wind, 天风证券研究所



资料来源: wind, 天风证券研究所

将公司的三项费用率情况与同类型公司进行比较, 公司三项费用率处于平均水平。四家公司中老百姓的三项费用率相对低, 细拆来看, 公司销售费用率、管理费用率与财务费用率处于行业正常水平。

图 18: 公司与同类型可比公司 2012-2017 年三项费用率情况



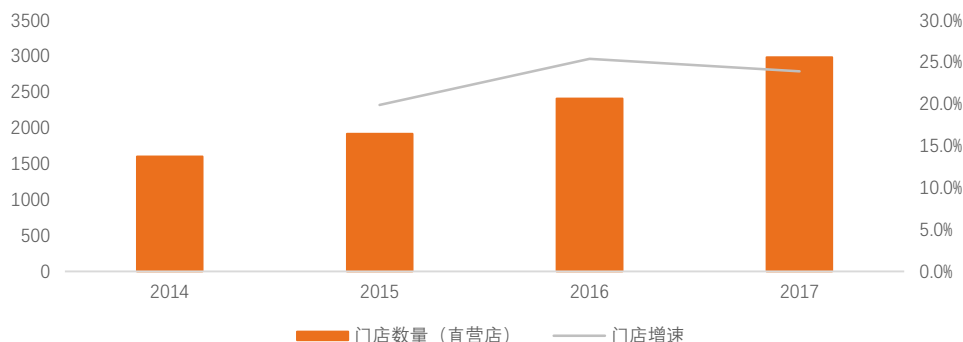
资料来源: wind, 天风证券研究所

## 2.4. 业务网络从华南逐渐拓展, 遍布 6 省份

2017 年, 公司直营门店数量为 2985 家, 当期新增门店数 633 家。门店数量从 2014 年的 1602 家, 增加到 2017 年的 2985 家, 三年时间增加 1383 家, 门店数量保持了高于行业水平, 也高于行业连锁药店数量的增长。

图 19: 2014-2017 年公司门店数量 (家) 及增速

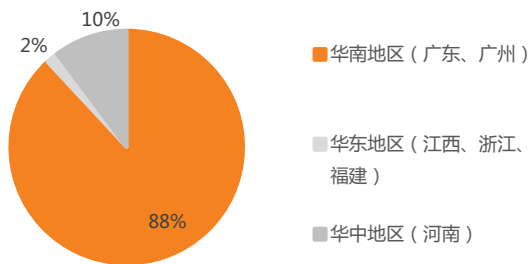




资料来源: 招股说明书, 公司 2017 年年报, 天风证券研究所

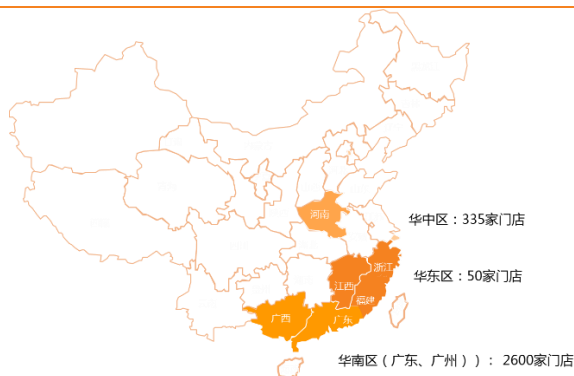
作为华南地区医药零售企业龙头, 公司在华东地区拥有 2600 家门店, 我们预计广东地区门店数量占比超过 80%。细分领域来看, 公司目前在广东、广西、福建、江西、浙江、河南 6 个省份拥有药品零售网络布局。

图 20: 2017 年公司直营分店区域构成



资料来源: 2017 年年报, 天风证券研究所

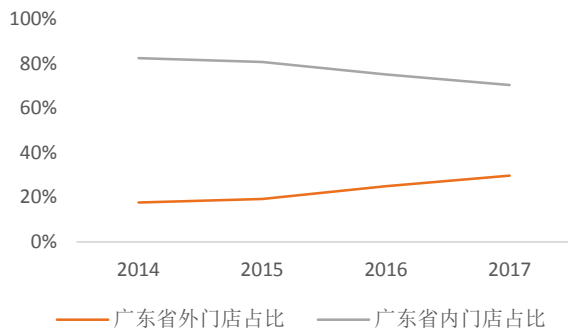
图 21: 2017 年公司门店分布区域



资料来源: 2017 年年报, 天风证券研究所

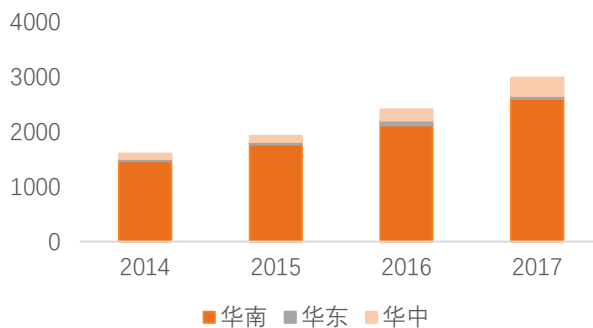
近年来, 公司在业务布局上加快了跨省扩张的步伐, 重点布局广西、河南、江西等地区。2017 年公司在广西与河南地区门店数量分别新增 148 家、84 家。2014 年至 2017 年公司广东省外门店数量占比逐渐提升, 省外业务收入也进一步提升。公司从广东省内逐步向外进行异地扩张, 并已取得初步成效。

图 22: 2014-2017 年公司广东省内/外门店占比变化情况



资料来源: 招股说明书, 公司年报, 天风证券研究所

图 23: 2014-2017 年华南、华东、华中地区公司门店数量 (家)

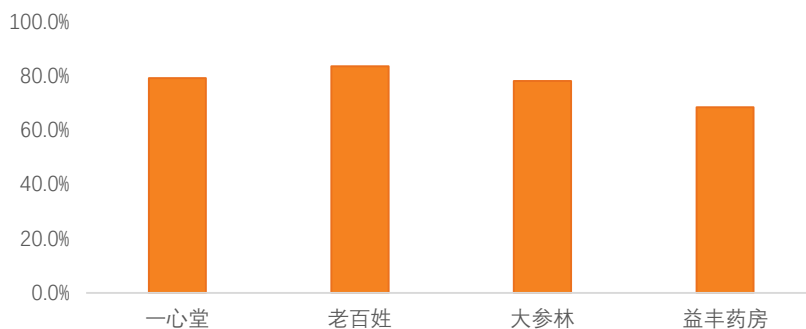


资料来源: 招股说明书, 公司年报, 天风证券研究所

## 2.5. 医保门店占比高, 广东省内门店盈利能力强

零售药店分为医保定点药店与非医保定点药店, 我国医疗保险多为国家医保支出, 商业保险占比较小。因此具备医保资质的零售药店在客流量吸引与客户积累上更具优势, 拥有更多医保定点资格门店的连锁药店, 更具竞争力。

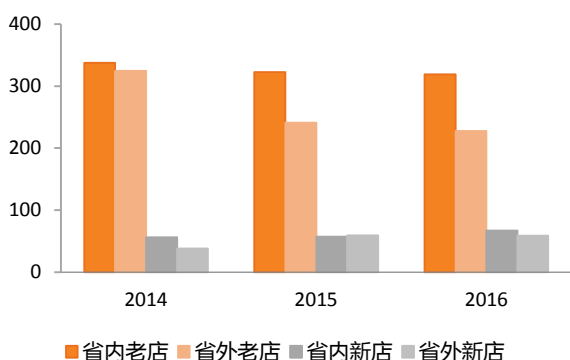
图 24：A 股上市四家连锁药店 2017 年医保店比例



资料来源：各公司 2017 年年报，天风证券研究所

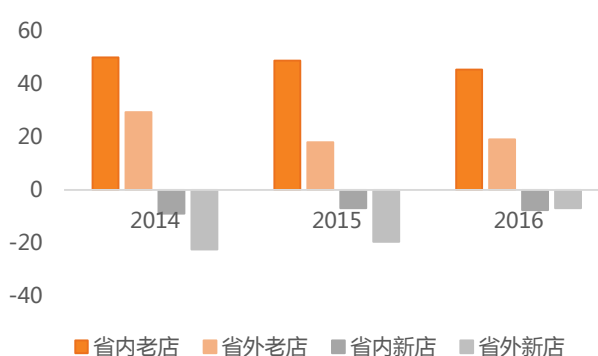
连锁药店门店的盈利能力与门店位置、年龄等因素有关，在经济发达地区，门店的收入更高，但房租成本与人力成本也相对高，而普通的连锁药店通常在 1-2 年内就能实现盈利，老店的单店营收与利润通常较新店高；由于公司在广东省内拥有一定的品牌知名度与口碑，因此广东省内的门店盈利能力较广东省外门店的单店营收与利润均更高。

图 25：2014-2016 年公司广东省内/外新老门店单店营收比较（万）



资料来源：招股说明书，天风证券研究所

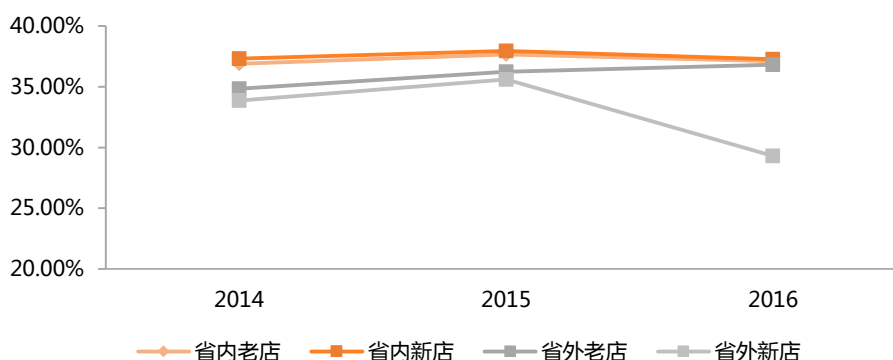
图 26：2014-2016 年公司广东省内/外新老门店单店净利润比较（万）



资料来源：招股说明书，天风证券研究所

随着公司在广东省外的门店成熟度与口碑度不断提升，省外门店的毛利率水平逐渐与广东省内门店的盈利能力持平，整体来看，新开门店不会影响公司毛利率水平，但由于新开门店（新建与并购）盈利质量存在差异，波动较大，新开门店自身毛利率水平差异较大。

图 27：2014-2015 年公司广东省内、广东省外新老门店毛利率水平

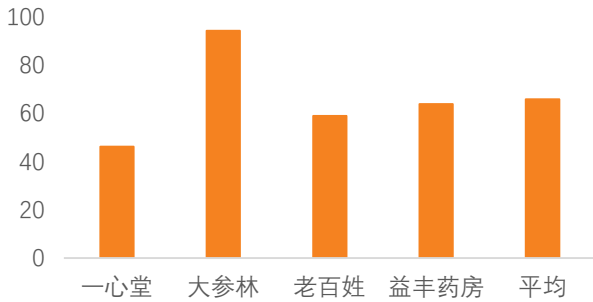


资料来源：招股说明书，天风证券研究所

从日均平效与人均销售额两个指标对公司进行分析，公司日均平效在可比公司处于较高水

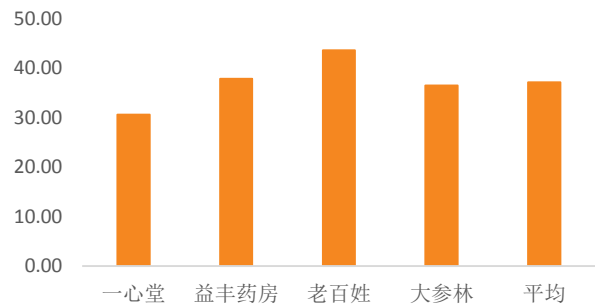
平，人均销售额处于平均水平。整体来看，公司经营面积使用效率较高。

图 28：可比公司 2017 年日均平效比较（元/平）



资料来源：各公司 2017 年年报，天风证券研究所

图 29：可比公司 2017 年人均销售额比较（万元）



资料来源：各公司 2017 年年报，天风证券研究所

## 2.6. 广东省药店分类分级政策实施，公司有望受益

2018 年 3 月 15 日，广东省食品药品监督管理局发布了《药品零售企业分级分类的管理办法（试行）》通知，自 2018 年 4 月 15 日，广东省内零售药店将全面实施零售药店分级分类管理。《办法》中将广东零售药店进行一类店、二类店和三类店进行管理，其中一类店经营范围被限定为非处方药、二类店经营范围限定为非处方药、处方药（部分处方药除外）即目前常见慢性病处方药等为主，三类店则可经营全范围药品。

表 1：广东省零售药店分级分类政策药店分类

药店级别	经营范围
一类店	非处方药
二类店	非处方药、处方药（注射剂、肿瘤治疗药、抗生素、生物制品、二类精神药品、医疗用毒性药品、罂粟壳、中药饮片等除外）
三类店	非处方药、处方药、中药饮片等所有可在零售药店企业销售的产品，经批准后可下手二类精神药品、医疗用毒性药品及罂粟壳（需在经营许可证经营范围上单独列明）

资料来源：广东省食药监局官网，天风证券研究所

同时根据企业的经营规模及核定的经营范围等条件确定药品零售企业风险级别，从小到大一次划分为 A 级、B 级、C 级和 D 级。此次《方法》按照规范化经营、标准化经营等原则对零售门店经营实施分类分级管理，大型连锁企业在规范、标准化经营，药品经营管理等方面优势明显。

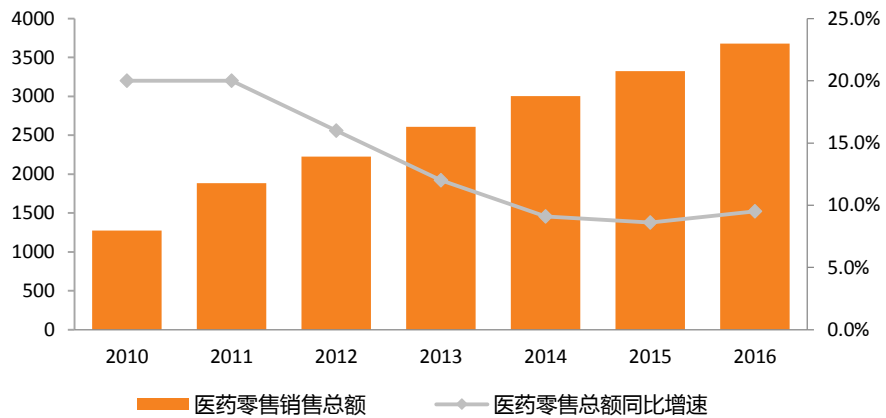
公司所作为广东省内零售药店龙头，拥有更加规范化的管理、完善品类结构、配送机制等，有望在分类分级管理中获得更强的竞争地位，而更多的单体药店、中小型连锁药店因为管理的短板、品类劣势等原因，竞争力进一步削弱。

## 3. 大型零售药店加速“跑马圈地”，行业分化明显

### 3.1. 大型连锁药店逐步发展，“小散乱”的格局正在改变

根据商务部《2016 年全国药品流通行业运行统计分析》，2016 年全国药品零售市场规模为 3679 亿元，同比增长 9.5%。整体来说，我国医药零售市场经过较快的增长后，目前已经进入相对平稳的增长态势中。

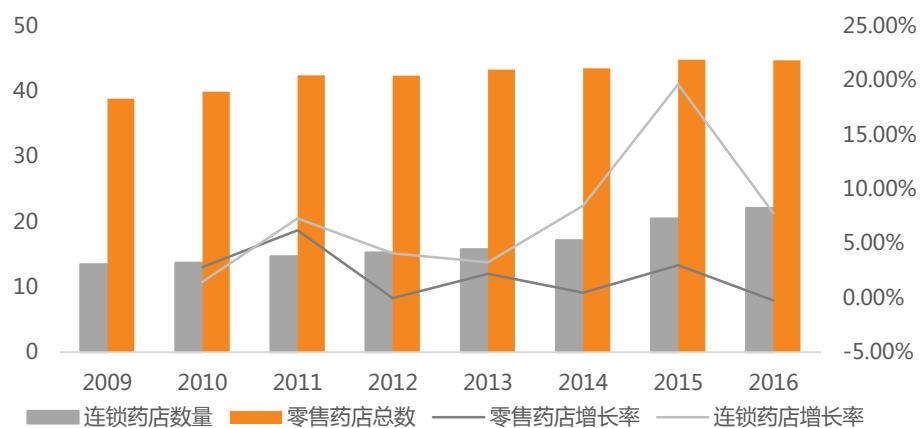
图 30：2010-2016 年全国医药零售总额（亿）及增速



资料来源: 商务部, 天风证券研究所

商务部数据显示, 2016 年我国零售药店总数为 44.7 万家, 较 2015 年减少 1000 家, 零售药店总数逐渐出现下滑的趋势, 但连锁药店数量则出现逐年攀升的态势, 从 2011 年起, 就表现出了高于全部零售药店的增速, 并在 2013-2015 年实现远超行业的增长。2016 年全国连锁药店数量为 22.1 万家, 同比增长 7.8%。

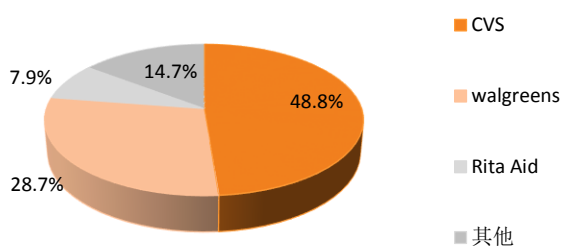
图 31: 2010-2016 年全国零售药店、连锁药店数量 (万家) 与增速



资料来源: 商务部, 天风证券研究所

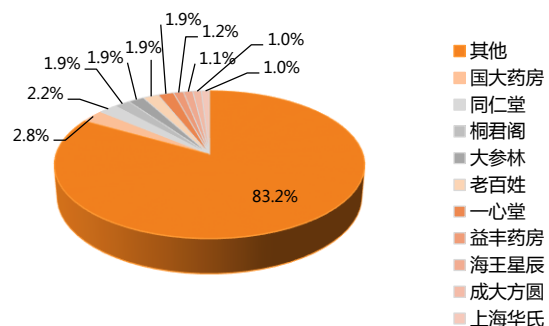
2016 年全国零售药店的连锁化率为 49.4%，仍存在较大提升空间。从行业集中度来看, 美国前三家零售企业 CR3 为 75%，而 2016 年我国 CR10 仅为 17%，行业集中度尚存较大提升空间。

图 32: 2015 年美国药品零售市场分布



资料来源: IBBS, 天风证券研究所

图 33: 2016 年我国药品零售市场分布



资料来源: 《2016 年全国药品流通行业运行统计分析》, 天风证券研究所

我国零售药店整体呈现“小、散、乱”状态, 单体药店数量占比较连锁药店高, 连锁药店市场份额占比同样较低。随着新版 GSP、营改增、分级分类管理等政策的实施, 单体药店

的经营成本逐步提升，利润空间逐步被压缩，门店竞争力进一步削弱，相比较而言，连锁药店从 2011 年开始，门店数量的增长逐步超过单体药店，大型连锁药店市场份额的增长逐步加快，行业集中度进一步提升，大型连锁药店凭借资本优势进一步扩张，市场份额逐步提升。

### 3.2. 处方外流为大型连锁药店发展的带来新的机遇

2015 年国务院办公厅在《关于城市公立医院综合改革试点的指导意见》中指出：2015 年将进一步扩大城市公立医院综合改革试点，力争到 2017 年，试点城市公立医院药占比总体降到 30%左右，我国处方外流的速度进一步加快。

表 2：处方外流相关政策

时间	发布单位	发布文件	主要内容
2015/5	国务院办 公厅	《关于城市公立医院综合改革试点的指导意见》	2015 年扩大城市公立医院综合改革试点，力争到 2017 年，试点城市公立医院药占比总体降到 30%左右。
2016/4	国务院办 公厅	《深化医药卫生体制改革 2016 年重点工作任务》	采取多种形式推进医药分开，禁止医院限制处方外流，患者可自主选择在医院门诊药房或凭处方到零售药店购药；试行零售药店分类分级管理，鼓励连锁药店发展，组织医疗机构处方信息、医保结算信息与药品零售消费信息共享试点，推动医药分开
2016/7	国家发改 委	《关于促进医药产业健康发展的指导意见重点工作部门分工方案》	进一步明确医疗机构应按照药品通用名开具处方，并主动向患者提供，不得限制处方外流
2017/2	国务院办 公厅	《关于进一步改革完善药品生产流通使用政策的若干意见》	统筹推进取消药品加成、调整医疗服务价格、鼓励到零售药店购药，具备条件的可探索将门诊药房从医疗机构剥离。

资料来源：各政府网站，天风证券研究所

根据卫计委统计数据显示，2015 年我国公立医院收入为 20843 亿元，药品收入为 7542 亿元，药占比约为 36%，按照 30%药占比要求，保守计算到 2021 年，我国处方外流将带来千亿的市场空间，而零售药店作为未来承接处方外流最重要的渠道之一，将凭借处方外流趋势逐渐明显，而带来新的发展机遇。

图 34：处方外流市场规模测算

	2015	2016E	2017E	2018E	2019E	2020E	2021E
公立医院收入 (亿元)	20843	23136	25449	27994	30794	33873	37260
公立医院收入增速	12%	11%	10%	10%	10%	10%	10%
无处方外流药占比 (假定值)	36.20%	35.50%	35.00%	34.50%	34.30%	34.10%	34%
公立医院药品收入 (亿元)	7542	8213	8907	9658	10562	11551	12669
公立医院药品收入增速 (不考虑处方外流自然增长)	6.90%	8.90%	8.45%	8.43%	9.36%	9.36%	9.68%
按 30% 占比应该流出部分 (亿元) (预测值)		1272	1272	1260	1324	1389	1490
按 80% 处理外流部分 (亿元) (预测值)		1018	1018	1008	1059	1111	1192
结论：到 2021 年，处方外流市场规模大约 1200 亿							
	2015	2016E	2017E	2018E	2019E	20	2021
处方外流市场空间预测		1018	1018	1008	1059	1111	1192
基层市场、社区、诊所等		20%	25%	30%	30%	30%	30%
药房托管/合办药房/DTP 药房等		70%	60%	50%	40%	30%	20%
零售药店占比		10%	15%	20%	30%	40%	50%
零售药店市场规模		102	153	202	318	444	596
结论：到 2021 年，处方外流零售药店市场空间大约 600 亿							

资料来源：2016 年卫生统计年鉴，天风证券研究所

注：2015 年历史数据来源于 2016 年卫生统计年鉴，2016-2021 年为预测值。

我国医保账户存在个人医保账户与统筹医保账户之分，由于药品的特殊性，面临着严监管，以及支付的特殊性，因此零售药店在承接处方外流方面还存在一定的挑战：监管挑战、保支付挑战、处方来源受限制等。

表 3：零售药店承接处方外流面临的挑战与可能的解决的方式

挑战	描述	可能的解决方案
监管挑战	药品，尤其是处方药，在储藏温度、配送记录、购买记录等方面都存在严格的监管，对零售药店而言，如果要更好的承接处方外流，就必须要在运行管理等方面做好严格的质量控制，保证规范性以及药品安全性	零售药店分级分类管理，我们认为在一定程度上对能够承接处方外流的零售药店进行了筛选，是零售药店承接处方外流的前提
支付端	医保账户分为个人医保账户与统筹医药账户，在医院购买药品可利用统筹医保账户进行报销，报销比例更高。	有条件的零售药店与医院统筹医保信息系统对接，让老百姓在零售药店也能用统筹医保账户拿到同样的处方药
处方来源	目前医生的处方单都在院内 HIS 系统自动流转，患者利用就诊卡在门诊药房取药，电子处方取代了纸质处方，增加了处方流向院外市场的难度	认可电子处方，但需要相应的执业医师进行审核；有条件的零售药店与医院 HIS 系统的对接等。

资料来源：天风证券研究所

## 4. 业绩拆分与估值评级

### 4.1. 业绩拆分

公司作为广东省内的医药零售企业龙头，近年来对外扩张速度逐渐加快，广西、河南地区业务扩展顺利；参茸滋补药材作为公司特色销售品种，与其他连锁药店形成差异化竞争，未来 3 年公司营收有望保持 20% 左右的增长，对公司业绩进行如下拆分：

关键假设：

- (1) 2018-2020 年公司营收保持 20% 的增长；
- (2) 随着异地扩张的逐步开展，新开门店的逐渐盈利，中西成药保持 25% 以内的增长，毛利率水平受竞争影响有所下滑；
- (3) 参茸滋补药材作为公司特色品种，随着品牌知名度的逐渐提升，销售逐渐提升，毛利率保持在相对稳定水平。

表 4：公司业绩拆分（百万）

	2016	2017	2018E	2019E	2020E
总营收	6273.7	7421.2	8885.6	10723.6	13169.3
YOY	19.15%	18.29%	19.7%	20.7%	22.8%
毛利率	40.22%	40.26%	40.18%	40.15%	40.01%
中西成药	3865.6	4660.4	5685.7	6936.5	8670.7
YOY	25.84%	20.56%	22.0%	22.0%	25.0%
毛利率	35.50%	35.00%	34.8%	34.8%	34.8%
非药品	1253.5	1367.7	1490.8	1625.0	1771.2
YOY	10.17%	9.13%	9%	9%	9%
毛利率	50.79%	52.46%	53%	53%	53%
参茸滋补药材	880.1	1022.8	1206.9	1472.4	1796.3
YOY	7.09%	16.21%	18%	22%	22%
毛利率	40.43%	40.28%	40.3%	40.3%	40.3%
中药饮片	155.1	202.9	267.9	361.6	488.2
YOY	28.03%	30.86%	32%	35%	35%
毛利率	26.27%	29.35%	30%	30%	30%

其他业务	119.4	167.4	234.4	328.1	442.9
YOY	5.75%	40.18%	40%	40%	35%

资料来源: wind, 天风证券研究所

## 4.2. 估值与评级

作为广东省医药零售企业龙头, 未来随着处方外流与零售药店分类分级政策的逐步实施与推进, 公司有望受益处方外流带来的市场总量, 同时随着中小连锁药店与单体药店的利润空间被压缩, 退出意愿加强, 公司对外扩张的步伐有望进一步顺利推进; 其次公司通过销售参茸滋补药材从而形成差异化竞争。

从可比公司收入与净利润水平来看, 公司营收规模与净利润收入都属于第一梯队, 预计 2018-2020 年公司净利润水平为 5.96/7.45/9.10 亿元, EPS 分别为 1.49/1.86/2.27 元/股, 对应 P/E 为 43X/34X/28X。

行业可比公司 2018 年估值平均水平为 43 倍, 其中益丰药房估值最高为 52 倍。益丰药房 2017 年收入为 48 亿元, 归母净利润为 3.1 亿元, 与益丰药房相比, 公司营收水平与净利润水平更高。2017 年益丰药房营收与净利润的增速分别为 28.76%、40.02%, 增速在可比公司中位于前列, 成长性支持公司估值水平; 大参林目前体量在第一梯队, 净利润率也保持在行业前列。公司是华南地区龙头地位牢固, 广东省以外其他地区的布局进一步展开, 且拓展顺利, 未来亦享有更大的市场空间, 叠加高效精细的管理, 利润规模也有望进一步提升, 同时公司未来也有望进一步受益行业集中的提升与市场空间的增长, 且广东省为全国第一个开展药店分类分级管理的省份, 公司有望最先受益, 因此给予公司 2018 年 48 倍估值, 目标价 71.52 元, 首次覆盖给予“增持”评级。

表 5: 可比公司估值比较(截止到 2018 年 6 月 19 日)

简称	2017 年营收 (百万)	2017 年净利润 (百万)	市值 (亿元)	PE (2018E)
一心堂	7751.1	422.7	177	32
老百姓	7501.4	370.8	208	44
益丰药房	4807.2	313.5	217	52
大参林	7421.2	475.0	255	43
平均				43

资料来源: wind, 天风证券研究所

## 财务预测摘要

资产负债表(百万元)						利润表(百万元)					
	2016	2017	2018E	2019E	2020E		2016	2017	2018E	2019E	2020E
货币资金	668.45	1,081.50	2,114.69	3,105.88	3,783.26	营业收入	6,273.72	7,421.20	8,885.59	10,723.62	13,169.33
应收账款	323.76	407.32	378.08	186.69	271.84	营业成本	3,750.58	4,433.55	5,315.75	6,418.51	7,899.88
预付账款	33.45	79.98	42.83	96.16	89.07	营业税金及附加	46.22	53.68	63.98	77.92	95.26
存货	1,304.76	1,716.59	1,592.22	2,518.00	2,427.60	营业费用	1,565.76	1,923.06	2,265.82	2,734.52	3,358.18
其他	73.95	769.50	296.74	380.06	482.10	管理费用	296.13	346.40	399.85	482.56	592.62
<b>流动资产合计</b>	<b>2,404.37</b>	<b>4,054.88</b>	<b>4,424.56</b>	<b>6,286.79</b>	<b>7,053.87</b>	财务费用	27.79	26.20	20.82	6.17	(1.55)
长期股权投资	0.00	4.41	4.41	4.41	4.41	资产减值损失	8.70	14.51	14.00	12.40	12.00
固定资产	375.66	710.34	749.02	792.09	824.79	公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
在建工程	249.50	91.22	90.73	102.44	91.46	投资净收益	0.00	7.03	7.00	7.00	7.00
无形资产	67.10	114.12	106.21	98.30	90.39	其他	0.00	(16.54)	(14.00)	(14.00)	(14.00)
其他	483.50	847.79	607.45	540.57	474.14	<b>营业利润</b>	<b>578.55</b>	<b>633.32</b>	<b>812.36</b>	<b>998.53</b>	<b>1,219.94</b>
<b>非流动资产合计</b>	<b>1,175.76</b>	<b>1,767.88</b>	<b>1,557.83</b>	<b>1,537.81</b>	<b>1,485.20</b>	营业外收入	12.00	6.70	8.00	9.00	9.00
<b>资产总计</b>	<b>3,580.13</b>	<b>5,822.76</b>	<b>5,982.38</b>	<b>7,824.60</b>	<b>8,539.07</b>	营业外支出	13.08	5.44	7.60	8.71	7.25
短期借款	351.58	486.38	486.38	486.38	486.38	<b>利润总额</b>	<b>577.47</b>	<b>634.58</b>	<b>812.76</b>	<b>998.83</b>	<b>1,221.69</b>
应付账款	832.52	991.29	1,083.27	1,457.13	1,696.05	所得税	148.86	159.97	204.90	249.71	305.42
其他	1,009.80	1,519.66	1,078.97	1,969.09	1,798.90	<b>净利润</b>	<b>428.61</b>	<b>474.61</b>	<b>607.86</b>	<b>749.12</b>	<b>916.27</b>
<b>流动负债合计</b>	<b>2,193.89</b>	<b>2,997.33</b>	<b>2,648.62</b>	<b>3,912.60</b>	<b>3,981.33</b>	少数股东损益	(1.58)	(0.35)	11.98	3.82	7.35
长期借款	28.80	0.00	0.00	0.00	0.00	<b>归属于母公司净利润</b>	<b>430.19</b>	<b>474.96</b>	<b>595.88</b>	<b>745.30</b>	<b>908.92</b>
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	每股收益(元)	1.08	1.19	1.49	1.86	2.27
其他	15.35	22.76	24.20	20.77	22.58						
<b>非流动负债合计</b>	<b>44.15</b>	<b>22.76</b>	<b>24.20</b>	<b>20.77</b>	<b>22.58</b>						
<b>负债合计</b>	<b>2,238.04</b>	<b>3,020.09</b>	<b>2,672.82</b>	<b>3,933.37</b>	<b>4,003.90</b>						
少数股东权益	24.69	49.90	61.28	65.03	72.22	<b>主要财务比率</b>	<b>2016</b>	<b>2017</b>	<b>2018E</b>	<b>2019E</b>	<b>2020E</b>
股本	360.00	400.01	400.01	400.01	400.01	<b>成长能力</b>					
资本公积	46.92	967.33	967.33	967.33	967.33	营业收入	19.15%	18.29%	19.73%	20.69%	22.81%
留存收益	957.40	2,352.76	2,848.28	3,426.20	4,062.94	营业利润	5.60%	9.47%	28.27%	22.92%	22.17%
其他	(46.92)	(967.33)	(967.33)	(967.33)	(967.33)	归属于母公司净利润	8.79%	10.41%	25.46%	25.07%	21.95%
<b>股东权益合计</b>	<b>1,342.08</b>	<b>2,802.67</b>	<b>3,309.57</b>	<b>3,891.24</b>	<b>4,535.17</b>	<b>获利能力</b>					
<b>负债和股东权益总</b>	<b>3,580.13</b>	<b>5,822.76</b>	<b>5,982.38</b>	<b>7,824.60</b>	<b>8,539.07</b>	毛利率	40.22%	40.26%	40.18%	40.15%	40.01%
						净利率	6.86%	6.40%	6.71%	6.95%	6.90%
						ROE	32.65%	17.25%	18.34%	19.48%	20.37%
						ROIC	83.55%	68.25%	40.19%	60.14%	99.63%
						<b>偿债能力</b>					
						资产负债率	62.51%	51.87%	44.68%	50.27%	46.89%
						净负债率	63.35%	41.40%	43.01%	1.35%	6.96%
						流动比率	1.10	1.35	1.67	1.61	1.77
						速动比率	0.50	0.78	1.07	0.96	1.16
						<b>营运能力</b>					
						应收账款周转率	23.75	20.30	22.63	37.98	57.44
						存货周转率	5.42	4.91	5.37	5.22	5.33
						总资产周转率	2.01	1.58	1.51	1.55	1.61
						<b>每股指标(元)</b>					
						每股收益	1.08	1.19	1.49	1.86	2.27
						每股经营现金流	1.24	1.60	3.05	3.08	2.48
						每股净资产	3.29	6.88	8.12	9.57	11.16
						<b>估值比率</b>					
						市盈率	58.51	52.99	42.24	33.77	27.69
						市净率	19.10	9.14	7.75	6.58	5.64
						EV/EBITDA	0.00	26.48	26.86	21.45	17.26
						EV/EBIT	0.00	29.62	27.81	22.16	17.77

现金流量表(百万元)					
	2016	2017	2018E	2019E	2020E
净利润	428.61	474.61	595.88	745.30	908.92
折旧摊销	116.28	160.66	29.72	33.13	36.18
财务费用	13.12	18.65	20.82	6.17	(1.55)
投资损失	0.00	(7.03)	(7.00)	(7.00)	(7.00)
营运资金变动	(22.32)	(733.66)	568.00	449.57	48.00
其它	(40.09)	727.16	11.98	3.82	7.35
<b>经营活动现金流</b>	<b>495.60</b>	<b>640.39</b>	<b>1,219.40</b>	<b>1,230.99</b>	<b>991.91</b>
资本支出	243.56	334.24	58.56	83.43	48.19
长期投资	0.00	4.41	0.00	0.00	0.00
其他	(668.97)	(1,768.28)	(113.38)	(156.02)	(90.86)
<b>投资活动现金流</b>	<b>(425.41)</b>	<b>(1,429.63)</b>	<b>(54.82)</b>	<b>(72.59)</b>	<b>(42.67)</b>
债权融资	409.18	515.18	505.58	511.98	510.91
股权融资	(17.77)	934.22	(20.82)	(6.17)	1.55
其他	(379.69)	(387.97)	(616.15)	(673.03)	(784.32)
<b>筹资活动现金流</b>	<b>11.72</b>	<b>1,061.43</b>	<b>(131.39)</b>	<b>(167.21)</b>	<b>(271.86)</b>
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
<b>现金净增加额</b>	<b>81.91</b>	<b>272.19</b>	<b>1,033.19</b>	<b>991.19</b>	<b>677.38</b>

资料来源：公司公告，天风证券研究所



### 分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

### 一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

### 特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

### 投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

### 天风证券研究

北京	武汉	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号	湖北武汉市武昌区中南路 99 号保利广场 A 座 37 楼	上海市浦东新区兰花路 333 号 333 世纪大厦 20 楼	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼
邮编：100031	邮编：430071	邮编：201204	邮编：518000
邮箱：research@tfzq.com	电话：(8627)-87618889	电话：(8621)-68815388	电话：(86755)-23915663
	传真：(8627)-87618863	传真：(8621)-68812910	传真：(86755)-82571995
	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com