

# 迎“次新店高成长+费用率下降+降税实施+处方外流+外延并购” 五大利好，业绩有望超预期增长

分析师：唐爱金

研究助理：冯俊曦

电话 020-88836115

020-88836115

邮箱 tangaij@gzgzhs.com.cn

Fengjx@gzgzhs.com.cn

执业编号 A1310516100001

广证恒生医药唐爱金团队 2019年5月7日



## ■ 药店行业逻辑：整体零售改善+减税政策执行，2019年药店行业增长提速可期

2018年药店同比增长4.85%，低于GDP增速6.6%，主要受到“神药”事件发酵影响，影响中成药（同比增长5.48%）、非药品（同比下降0.31%）的销售增速。2019年，整体零售改善层面，社会消费品零售增速2019Q1反弹明显（+8.67%）；减税政策执行层面：2019年增值税率下降和小规模纳税人转换正式实施。在“整体零售改善+减税政策执行”等利好之下，看好零售药店行业增长触底反弹。

## ■ 政策催化：多项政策陆续出台并细化，行业集中度提升和处方外流主逻辑越发明确

行业政策持续落地，强化行业集中度提升和处方外流逻辑。其中，充分落地的政策包括两票制、营改增、新版GSP、医保严查、医保资质转协议制等。不断细化的政策包括药店分级管理、电子处方流转、小规模纳税人转换、增值税率下降等。

**1) 处方外流逻辑被强化：**以梧州试点处方共享为例，2017年开始梧州红会医院参与处方共享试点，医院共享药品的品种数量约1200种以上，医院门诊人次约1500人次/天，外延处方量约300张/天，占比门诊药房30%，取药率已超过93%，处方外流趋势明显。

**2) 行业集中度提升逻辑被强化：**2014-2018年益丰药房、老百姓、大参林、一心堂营收复合增速分别为32.69%、24.49%、18.16%、19.98%。四大上市药房以“自建+并购”不断扩张，四大药房市占率从2014年的6.29%提升至2018年的10.48%，行业集中度进一步提升。

## ■ 公司逻辑：“次新店高成长+费用率下降+降税实施+处方外流+外延并购”五大利好，业绩有望超预期增长

**1) 次新店高成长：**2年门店成长性绝佳（2014年公司整体2年门店营收同比增长139.41%），两年门店占比从2016年的15%提升至2019年的22%，2019年开始高成长门店比例显著提升；

**2) 费用率下降：**主要得益于“门店稳健扩张、一次性投入减少（2018年为应对分级分类管理，上市药房普遍增大执业药师和信息系统投入）”，2019年公司期间费用率（尤其是销售费用率）有望降低。假设2019年自建600家店，每家门店职工薪酬35.80万元/门店，房租支出16.20万元/门店，管理和财务费用率等于2018年水平，预计2019年净利润同比增长22%；

**3) 降税实施：**2019年增值税率下降和小规模纳税人转换正式实施，假设2019年自建600家门店，每家门店职工薪酬35.80万元/门店，房租支出16.20万元/门店，管理和财务费用率等同于2018年的水平，税费减免4000万，全年预计实现利润6.90亿元，同比增长30%；

**4) 处方外流：**依托处方共享平台，加速承接外流处方，目前已经在广西、广东、河南省份完成了多家处方共享平台的接入，2018年公司筹建完成了30多家DTP专业药房。按照我们的测算，2018年DTP药房实现4000万以上销售，2019年公司承接外流处方的规模预计持续提升；

**5) 外延并购：**公司上市后外延并购持续增强，并购主要集中在广东、河南、华东等地区。预计2019年至少新并购400家门店，按照2018年78.57万元/店行业均值计算，约3.14亿营收；

■ **盈利预测：**我们预计公司2019-2021年营业收入分别为106.18亿元、127.48亿元、155.94亿元，分别同比增长20%、20%、22%；不考虑减税和外延并购因素，归母净利润分别为6.50亿元、8.25亿元、10.49亿元，同比分别增长22%、27%、27%。考虑到公司业绩持续超预期可能性和目前估值处于中低位水平，维持“强烈推荐”评级。

■ **风险提示：**新店盈利不达预期、处方外流不达预期、外延并购不达预期、网售处方药放开等

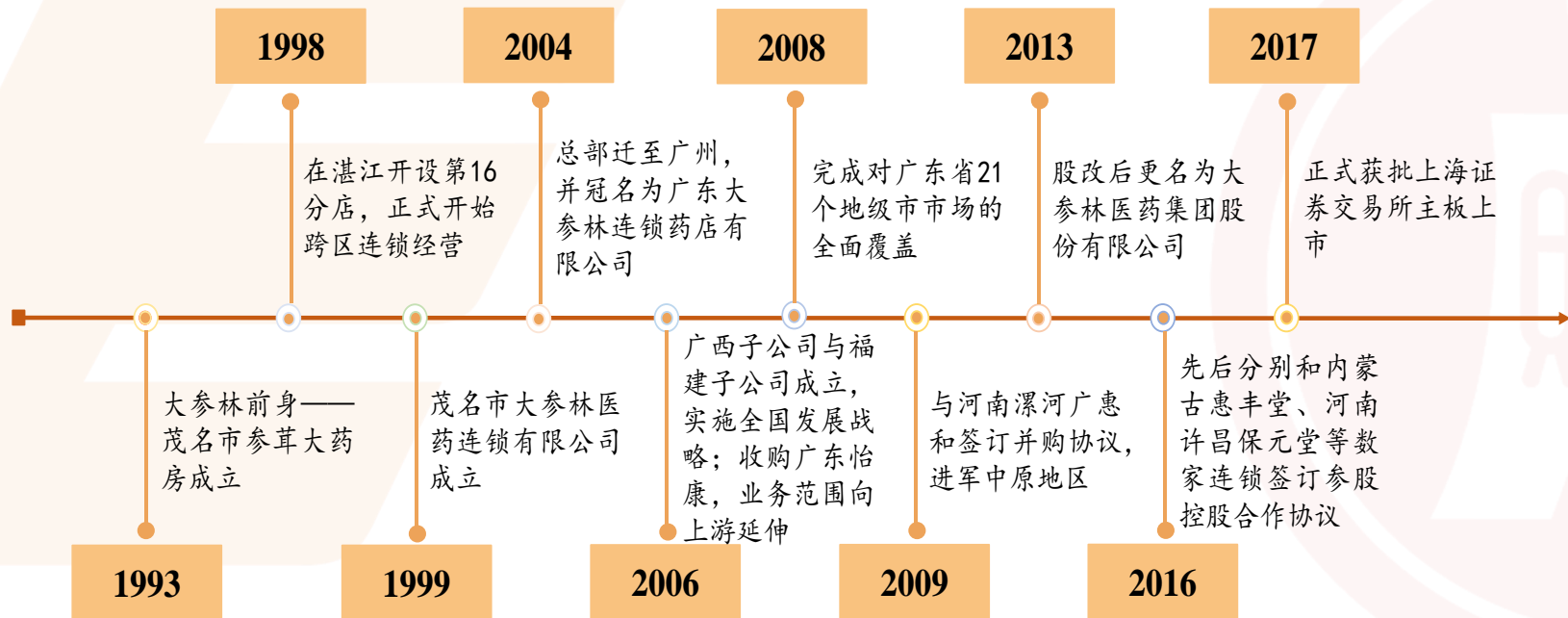


## Part 1

大参林：以两广市场为根基，逐步扩张至全国

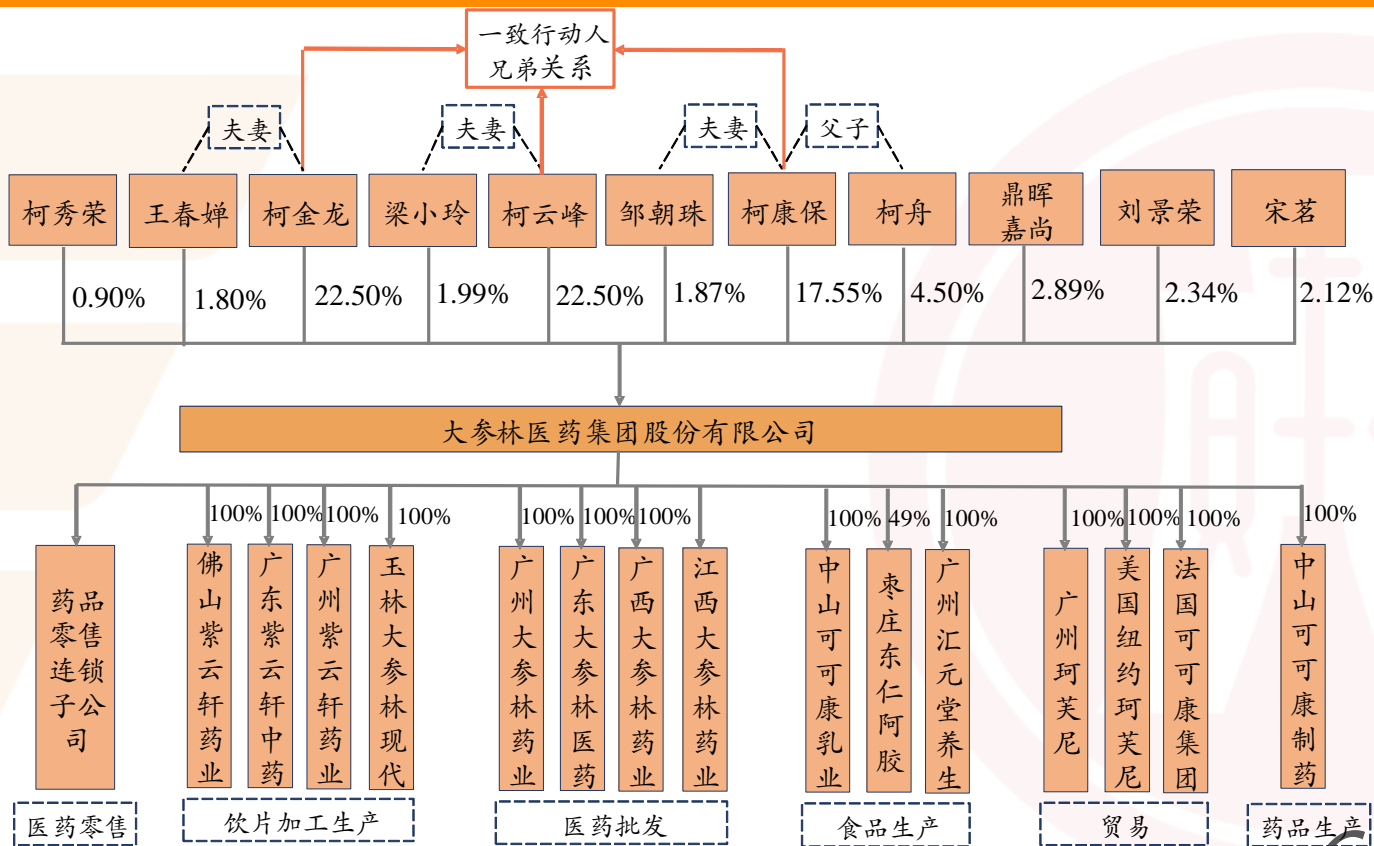
# 1.1 逐步扩展至全国的两广地区药店零售龙头

大参林于1992年2月成立于广东省茂名市，已建立较完善的**商品采购体系、物流配送体系和信息系统**，建立了包括直营连锁门店、电子商务平台等在内的**强大销售网络**。当前，公司在广东地区的直营药店数量**已超过1809家**，广西地区拥有**超过304家**门店，福建、江西、河南、浙江等省份建立**超过296家**门店。



## 1.2 股权集中的家族民营企业，主营医药零售连锁

柯云峰、柯金龙、柯康保三兄弟合计持有公司62.55%，公司**股权高度集中**。主营医药零售连锁，布局药品制造、饮片加工生产、医药批发、食品生产等业务



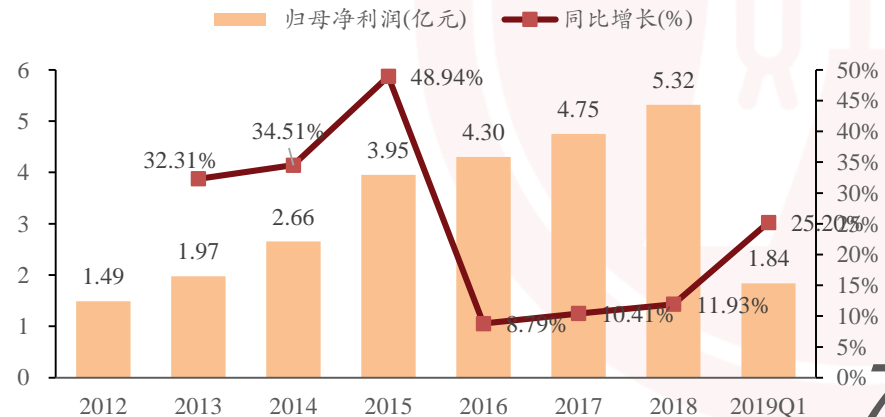
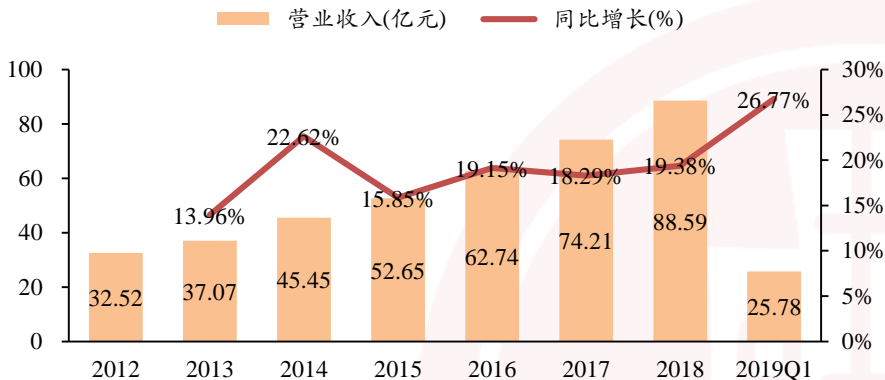
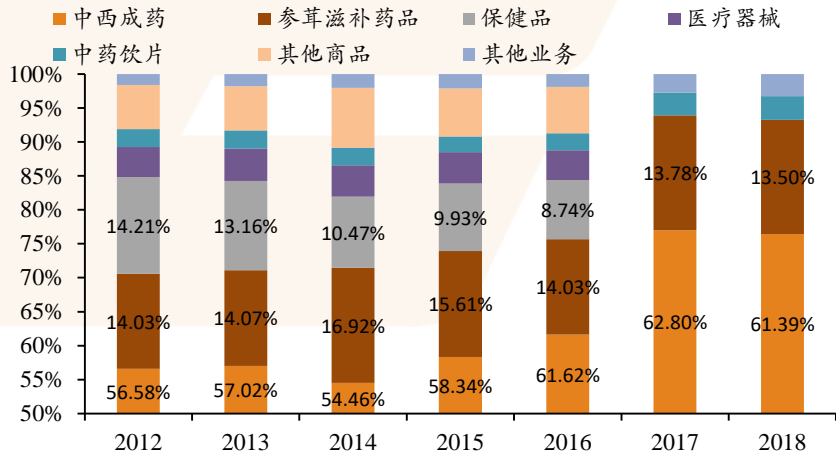
# 1.3 公司业绩增速稳步提升，2019年有望迎超预期增长拐点

## ■ 业绩增速有望持续稳步提升：

2019年Q1分别实现营收和净利润25.78亿元和1.84亿元，分别同比增长26.77%和25.20%。考虑到“次新店高成长+费用率下降+降税实施+处方外流+外延并购”多因素利好，我们看好2019年业绩超预期增长（后续有详尽分析）。

## ■ 参茸滋补品种为大参林特色：

2019年参茸滋补品种营收占比为13.50%，毛利率高达41.34%。



# 1.4 华南华中经营成熟，华东未来重点拓展

## ■ 整体毛利率稳步提升：

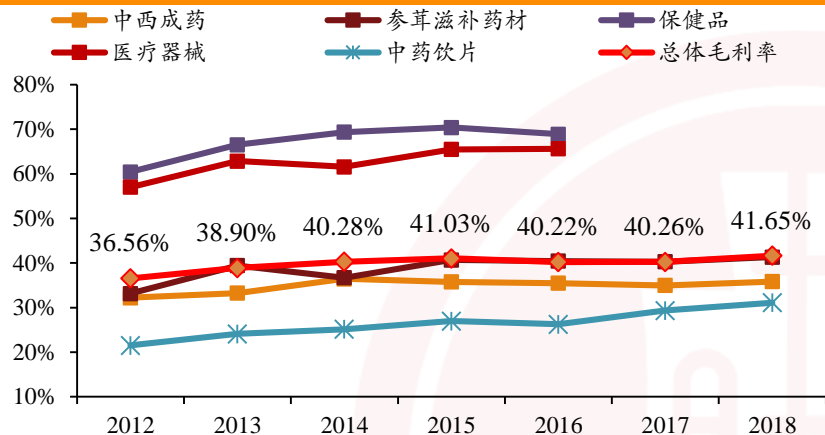
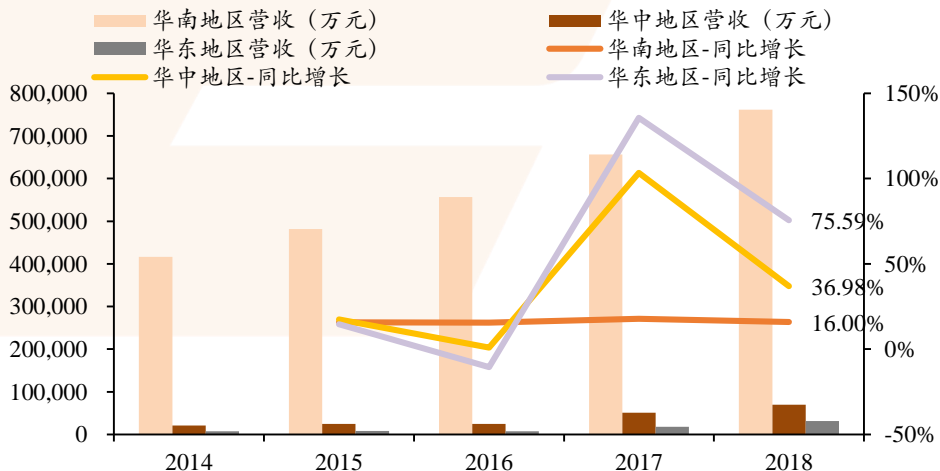
公司整体毛利率从2012年的36.56%提升至2018年的41.65%。

## ■ 门店扩张-华南持续深耕，河南培育成熟，华东重点拓展：

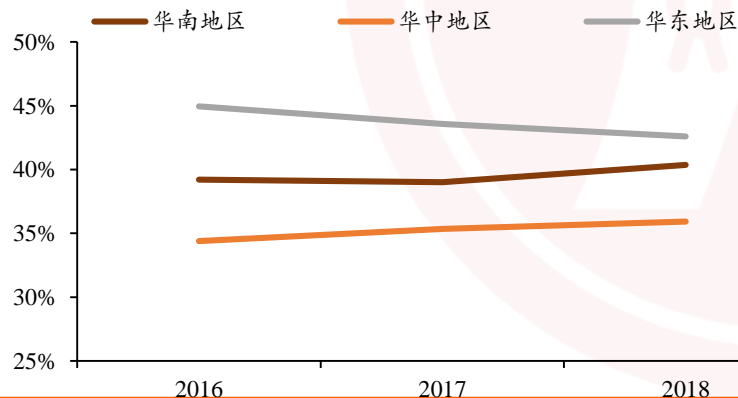
(1) 华南地区：从2014年的41.66亿元增长至2018年的76.14亿元，年复合增长16.27%（预计2018年广东同比增长14%，广西同比增长37%）；

(2) 华中地区（河南）：从2014年的2.12亿元提升至2018年的6.98亿元，年复合增长34.79%，2018年同比增长37%，目前在当地已形成品牌力；

(3) 华东地区：从2014年的0.74亿元提升至2018年的3.16亿元，年复合增长43.51%，2018年同比增长76%，华东地区为未来重点拓展区域。



## ◆ 大参林各地区毛利率变化趋势





## 1.5大参林在广东、广西、河南地区市占率位居前列

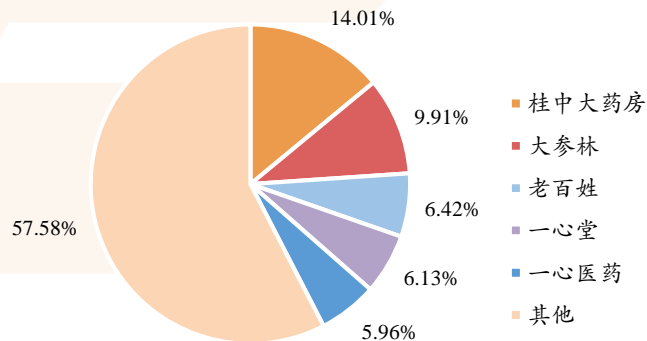
### ■ 广东、广西、河南地区市占率位居前列：

(1) 广东地区：2018年广东地区市占率为16.77%，位居第一，与第二名康爱多的市占率有明显差距；

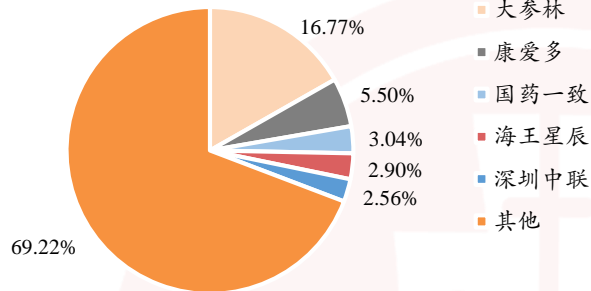
(2) 广西地区：2018年广西地区市占率为9.91%，位居第二，仅次于桂中大药房；

(3) 河南地区：2018年河南地区市占率为4.77%，位居第三，高济医疗、张仲景大药房市占率分别为15.06%、12.87%。

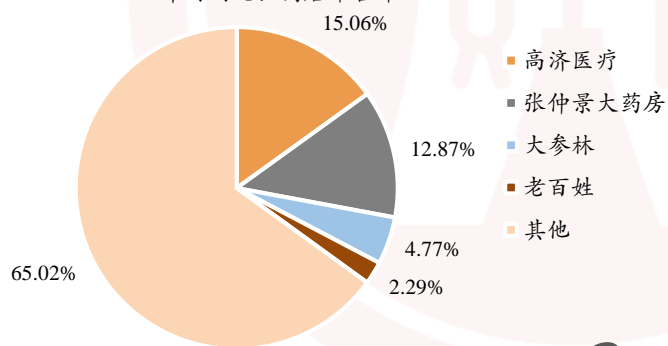
2018年广西地区药店市占率



2018年广东地区药店市占率



2018年河南地区药店市占率





## Part 2

2019年医药零售连锁行业提速可期，行业集中度提升和处方外流趋势越发明显

## 2.1 药店行业：整体零售改善+减税政策执行，2019年药店行业增长提速可期

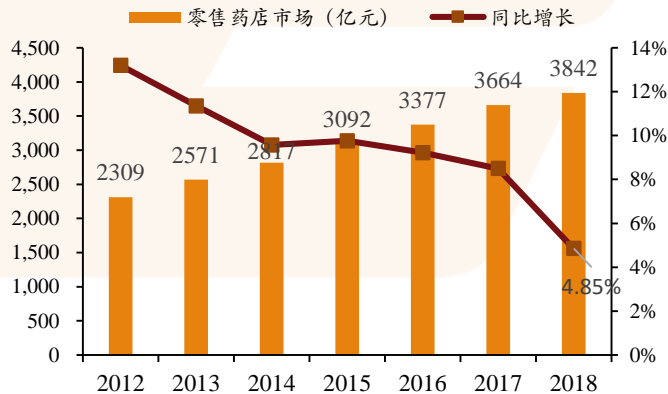
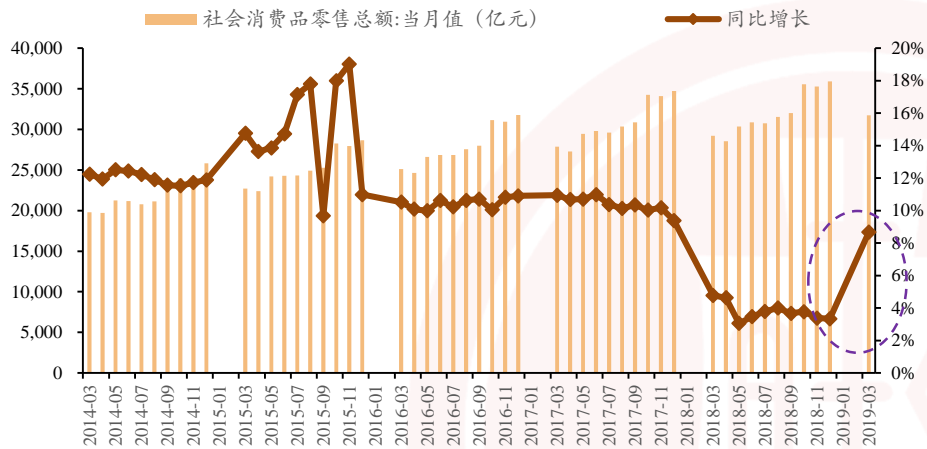
### ■ “神药”事件发酵，2018年零售药店增长放缓：

2018年药店同比增长4.85%，低于GDP增速6.6%，主要受到鸿茅药酒“神药”事件发酵影响，影响中成药（同比增长5.48%）、非药品（同比下降0.31%）的销售增速。

### ■ 整体零售改善+减税政策执行，2019年零售药店增长有望提速：

“整体零售改善+减税政策执行”等利好之下，看好2019年零售药店行业增长触底反弹。

- 1) 整体零售改善：社会消费品零售增速2019Q1反弹明显（+8.67%）；
- 2) 减税政策执行：2019年增值税率下降和小规模纳税人转换正式实施；



单位: 亿元	2016	2017	2018	2016-销售占比	2017-销售占比	2018-销售占比	2017-同比增长	2018-同比增长
零售药店销售	3377	3664	3842				8.50%	4.86%
药品	2446	2688	2869	72.43%	73.36%	74.67%	9.89%	6.73%
化学药	1295	1411	1522	38.35%	38.51%	39.61%	8.96%	7.87%
中成药	1151	1277	1347	34.08%	34.85%	35.06%	10.95%	5.48%
非药品	931	976	973	27.57%	26.64%	25.33%	4.83%	-0.31%
保健品	326	343	351	9.65%	9.36%	9.14%	5.21%	2.33%
药材类	231	256	263	6.84%	6.99%	6.85%	10.82%	2.73%
器械类	183	181	175	5.42%	4.94%	4.55%	-1.09%	-3.31%
其他	191	196	184	5.66%	5.35%	4.79%	2.62%	-6.12%

## 2.2 药店行业：多项政策陆续出台并细化，强化集中度提升和处方外流主逻辑

### ■ 行业政策持续落地，强化行业集中度提升和处方外流逻辑：

(1) 持续落地的政策，行业门槛提高，推动行业集中度提升：两票制、营改增、新版GSP、医保严查、医保资质转协议制等；

(2) 不断细化政策，强化处方药外流主逻辑：药店分级管理、电子处方流转、小规模纳税人转换、增值税率下降等；

政策	颁布时间	颁布文件	主要内容	主要影响
医保资质协议制	2015年12月1日	《国务院关于第一批取消62项中央指定地方实施行政审批事项的决定》和《关于完善基本医疗保险定点医药机构协议管理的指导意见》	零售药房报销资质的放开（从审批制转为协议制）	打破地方保护，利好大型连锁药房异地扩张
营改增	2016年3月24日	《营业税改征增值税试点实施办法》	1) 减少重复征税 2) 营业税改为缴纳增值税，增值税增加了两档低税率6%和11%，分别是现代服务业和交通运输业。	杜绝中小药店低价进货现象
新版GSP	2016年12月16日	《药品质量管理规范现场检查指导原则》	1) 配合两票制施行，严打制药企业挂靠走票的行为 2) 加大对疫苗流通领域的整体整顿，从未尾控制医药流通乱象的发生	提高新开药店的门槛
两票制	2016年12月26日	《关于在公立医疗机构药品采购中推行“两票制”的实施意见（试行）》	1) 界定两票制概念（指药品生产企业到流通企业开一次发票，流通企业到医疗机构开一次发票） 2) 规定两票制范围，监督奖惩，实施时间等	杜绝中小药店低价进货现象
严查医院骗保	2018年11月21日	打击欺诈骗取医疗保障基金专项行动发布会	严查以下行为： 1) 对于医疗机构，重点查处诱导参保人员住院、盗刷和冒用参保人员社会保障卡、伪造医疗文书或票据、协助参保人员套取医保基金、虚记或多记医疗服务费用等行为； 2) 对于零售药店，重点查处串换药品，刷卡套取基金等行为； 3) 对于参保人员，重点查处通过票据作假骗取基金等行为	仿制医保不规范支出
药店分类分级	2018年11月23日	《全国零售药店分类分级管理指导意见（征求意见稿）》	1. 《意见》按照经营条件和合规状况将零售药店分为三个类别：一类药店可经营乙类非处方药；二类药店可经营非处方药、处方药（不包括禁止类、限制类药品）、中药饮片；三类药店可经营非处方药、处方药（不包括禁止类药品）、中药饮片。经营条件和合规状况包括零售药店的药品质量保障能力、药学技术人员配置和行政处罚记录等内容。在分类基础上，按照经营服务能力将二类、三类药店由低至高划分为A、AA、AAA三个等级。 2. 明确执业药师要求，三类门店网上集中审方被认可：11月的《意见》明确门店执业药师要求：1) 规定一类门店至少配备1名药师；2) 二类门店至少配备1名执业药师和2名药师；3) 三类门店至少配备2名执业药师（相较广东配备至少1名执业药师的政策更为严格）和2名药师，但是实行网上集中审方的药品零售连锁企业门店，可视为配有1名执业药师。	强调执业药师配备要求，为处方外流奠定基础
小规模纳税人	2019年1月9日	《国家税务总局关于小规模纳税人免征增值税政策有关征管问题的公告》	将增值税小规模纳税人免税标准由月销售额3万元提高到10万元。	中小药房的税收优惠被削弱
药监/医保骗保飞检	2019年3月5日	《关于做好2019年医疗保障基金监管工作的通知》	1) 对骗保行为加大打击力度，实现定点医药机构现场检查全覆盖。 2) 提出将建立飞行检查机制，并通过智能监控等手段，实现医疗费用100%初审，探索建立定点医药机构、医保医师和参保人员“黑名单”制度，推动骗保行为纳入国家信用管理体系	防止中小药店恶性竞争和不规范经营

## 2.3 营改增、GSP、两票制、医保资质等政策已落地实施

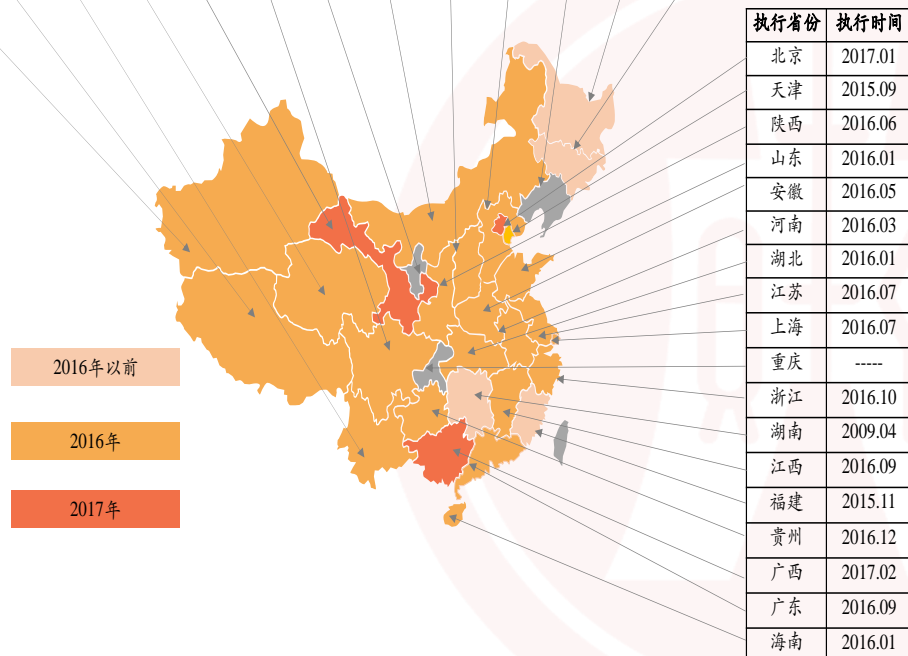
### ■ 营改增和新版GSP认证推动连锁化率提升：

一方面“营改增”的推行打击单体药店不开票低价采购药品的乱象，终端价格得以规范，连锁药房的规模 and 价格优势得以体现；另一方面新版“GSP认证”提高了对药店的要求和增大药店的成本投入，单体药房难以通过规模效应应对成本上升；

### ■ 零售药房医保资质转为协议制，打破地方保护利好大型连锁药店并购扩张：

2015年12月国务院发布的《国务院关于第一批取消62项中央指定地方实施行政审批事项的决定》和人力资源社会保障部发布的《关于完善基本医疗保险定点医药机构协议管理的指导意见》为零售药房报销资质的放开（从审批制转为协议制）提供政策基础。进一步梳理全国各省市药房医保资质放开的推行情况，我们认为：自医保资质行业政策于2015年12月放开后，直至2017年政策于大部分地区正式落地。

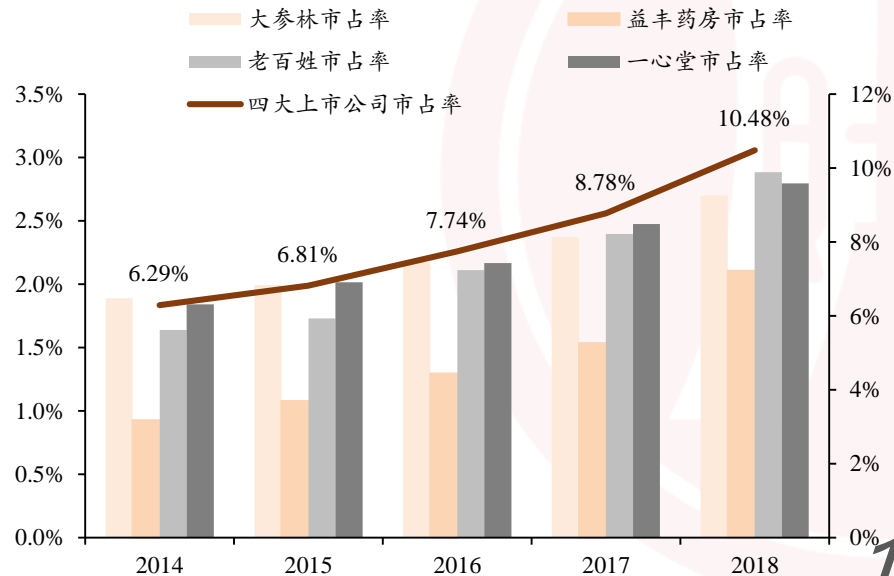
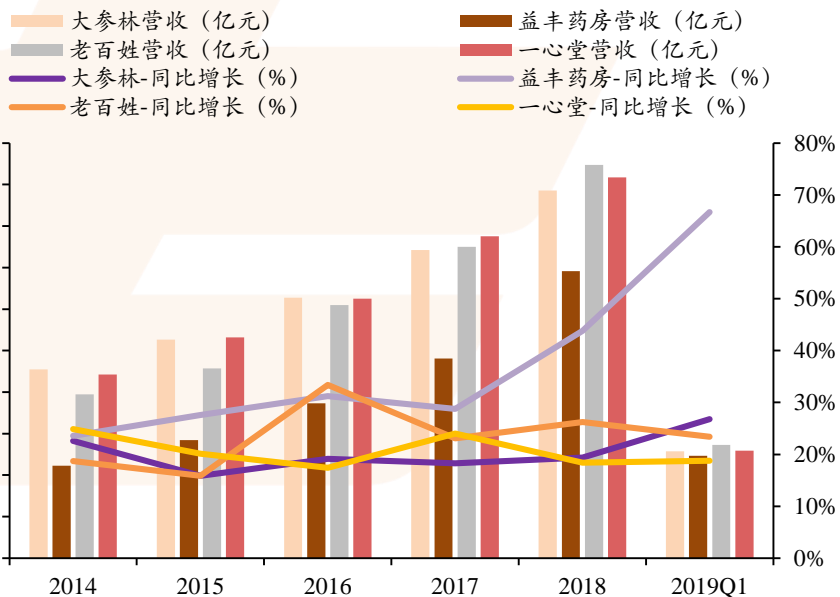
执行时间	2016.04	2016.11	2016.02	2016.05	2017.05	2016.06	-----	2016.06	2017.05	2016	-----	2015.12	2015.12
执行省份	新疆	西藏	云南	青海	甘肃	四川	宁夏	内蒙古	山西	河北	辽宁	黑龙江	吉林



## 2.4 医药零售连锁上市公司“自建+并购”加速扩张，行业集中度提升逻辑持续强化

### ■ 上市公司“自建+并购”不断扩张，行业集中度提升的逻辑不断被强化：

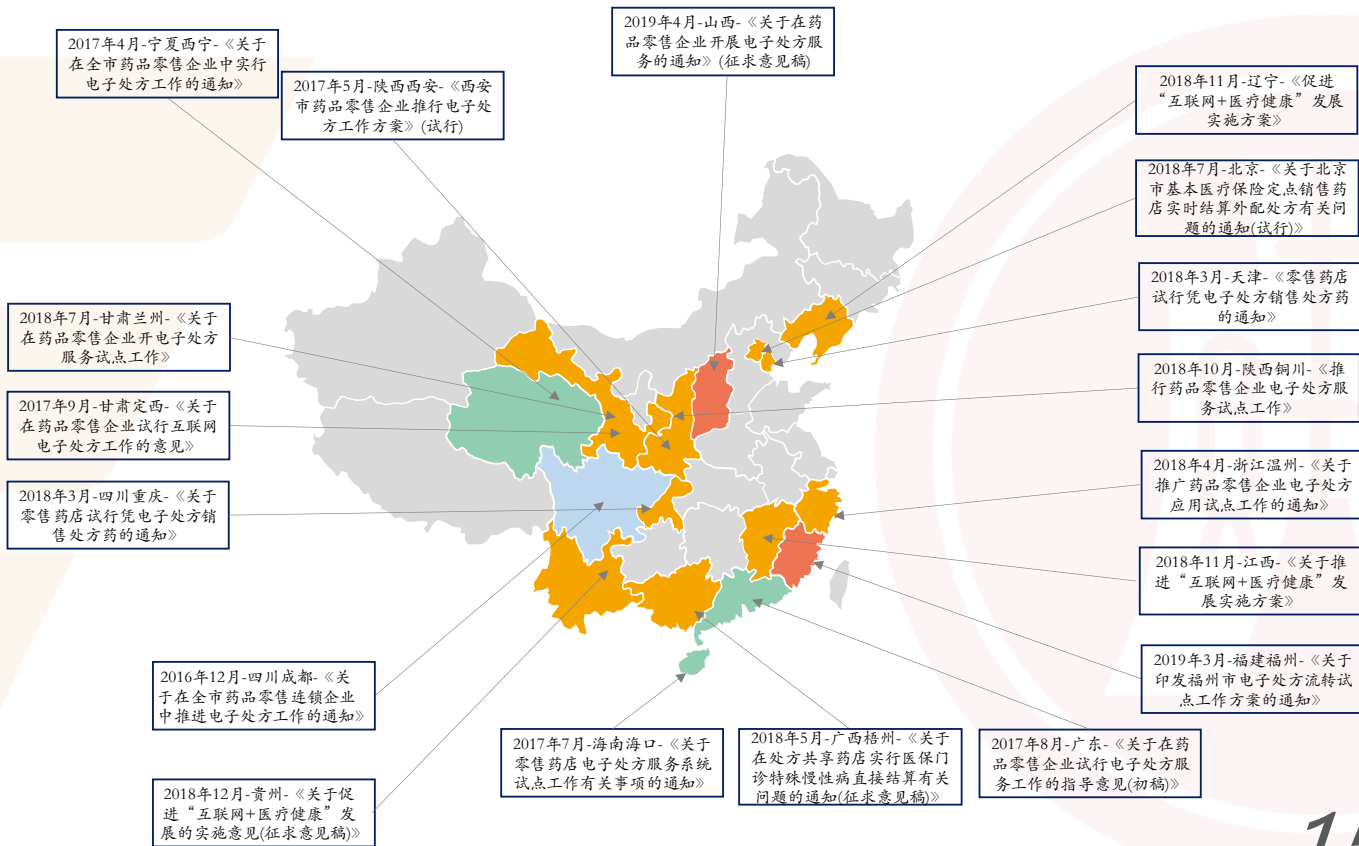
2014-2018年益丰药房、老百姓、大参林、一心堂营收复合增速分别为32.69%、24.49%、18.16%、19.98%。四大上市药房以“自建+并购”不断扩张，四大药房市占率从2014年的6.29%提升至2018年的10.48%，行业集中度进一步提升。



## 2.5电子处方流转：多地区持续落地电子处方流，强化处方外流主逻辑

### ■ 电子处方流转平台陆续落地，推动处方逐步外流：

电子处方流转目前已在北京、广东、广西梧州、成都、重庆、天津等多地区陆续落地，推动处方逐步外流，处方外流趋势更加明显。



## 2.6 处方共享药店：以梧州模式为例，探究处方共享平台的落地



### ■ 处方信息共享平台：

处方共享平台以医院为核心，直接连接医院HIS系统。医患面诊时，医生给患者开出处方，经医院药师审核通过后，上传至处方信息共享平台，并将处方信息以短信形式发送至患者，患者可自主选择任何一家平台药店进行购药。

### ■ 推行处方共享平台后，梧州红会医院处方外流明显：

2017年开始梧州红会医院参与处方共享试点，医院共享药品的品种数量约1200种以上，医院门诊人次约1500人次/天，外延处方量约300张/天，占比门诊药房30%，取药率已超过93%。



卫计委、医保局、食药监局部门通过处方信息共享平台进行监控





## 2.6 远程审方平台：逐步解决执业药师不足的问题，大参林率先布局

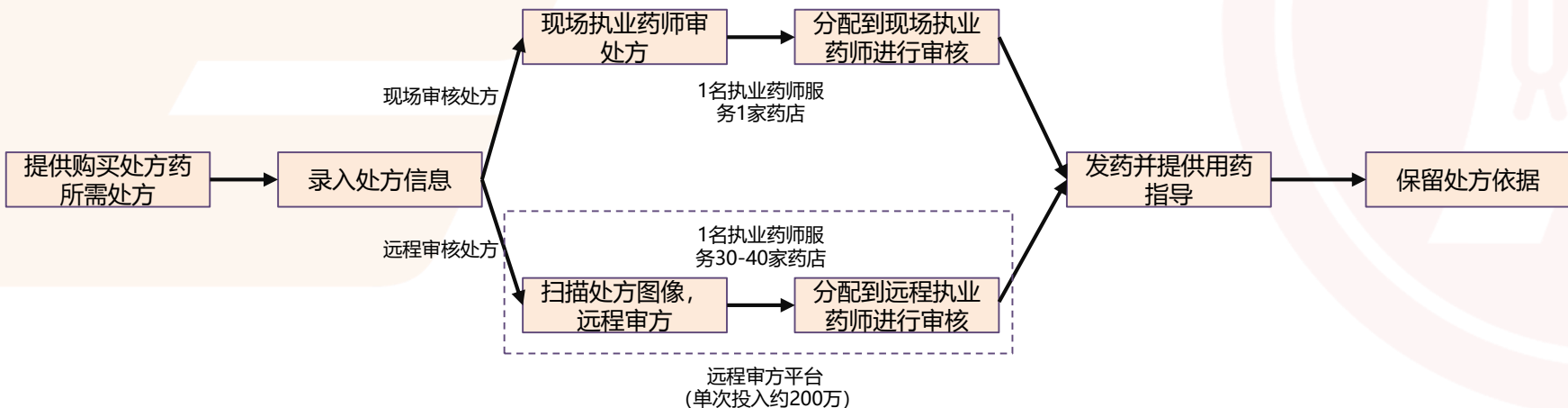
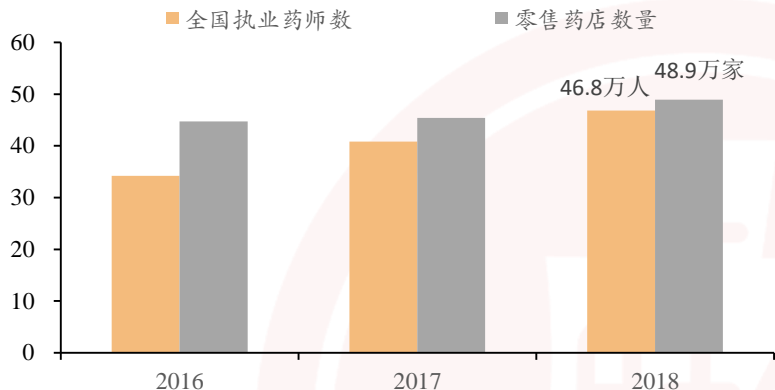


### ■ 目前我国执业药业存在明显缺口，完全现场执业难以达到分级分类管理要求：

按照药店分级分类管理的规定，一类门店至少配备1名药师，二类门店至少配备1名执业药师和2名药师，三类门店至少配备2名执业药师。2018年我国的零售药房数量为48.90万家，执业药师数量仅46.80万名，考虑到二类、三类门店至少配备1名以上药师，假设二类 and 三类门店数量10-15万家，药师缺口达15万以上。

### ■ 远程审方平台逐步解决执业药师不足的问题，大参林率先布局：

大参林率先布局远程审方平台（单次投入约200万），逐步解决执业药师不足的问题，在远程审评处方平台上，一个药师预计能服务30-40家药店。





## Part 3

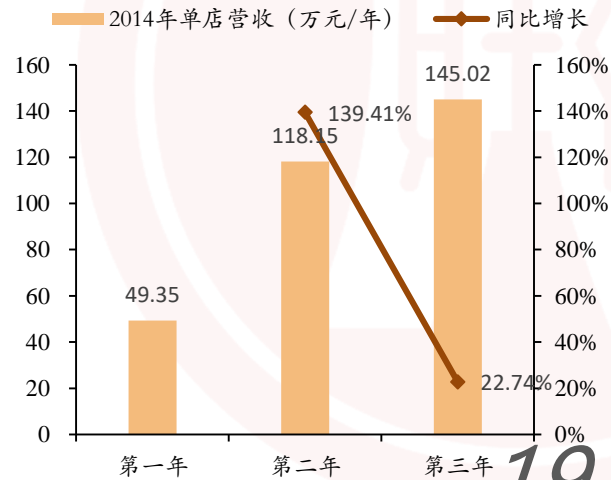
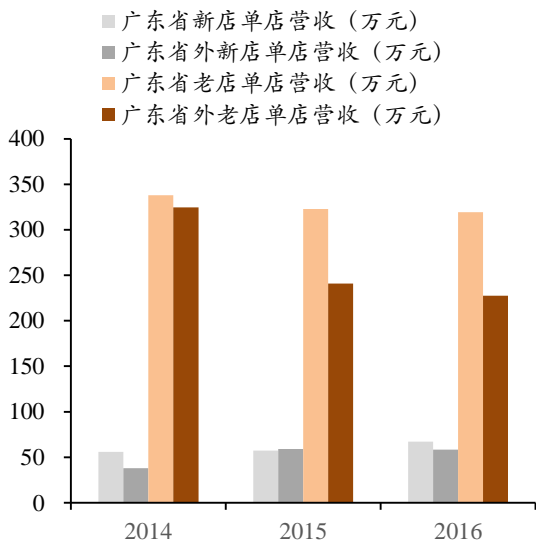
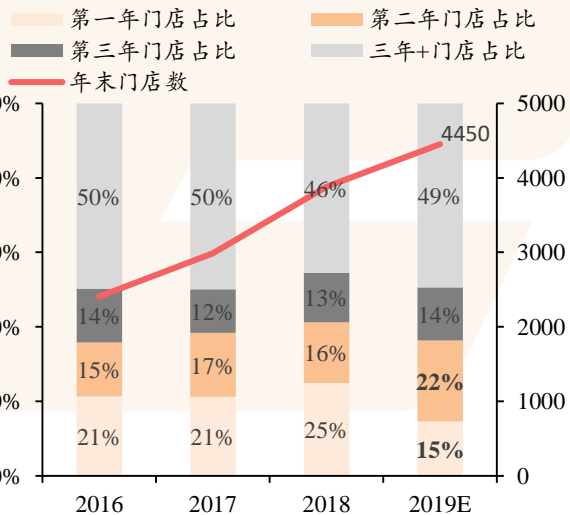
从“次新店高成长+费用率下降+降税实施+处方外流+外延并购”五大利好，看大参林2019-2020年业绩超预期增长

### 3.1次新店高成长：2年门店成长性最佳，2019年次新店占比提升



门店稳步扩张，高成长次新店占比提升：2016至2018年，大参林年末门店数分别为2409家、2985家、3880家，预计2019年自建600家门店，门店数量达4450家。2019年处于快速成长期门店（2年店龄）占比提升明显，2015-2019Q1营收端分别同比增长15.85%、19.15%、18.29%、19.38%、**26.77%**，2019年门店营收增长提升明显。

- 从店龄结构分析，一年内门店占比从2016年的21%下降至2019年的15%（预计值），两年门店占比从2016年的15%提升至2019年的22%，2019年开始成熟门店比例显著提升；
- 从门店成长分析，参考2014年数据，一年、两年、三年门店单店营收分别为49.35万元、118.15万元、145.02万元，两年门店和三年门店营收分别同比增长139.41%、22.74%，两年至三年门店均保持较好成长性。



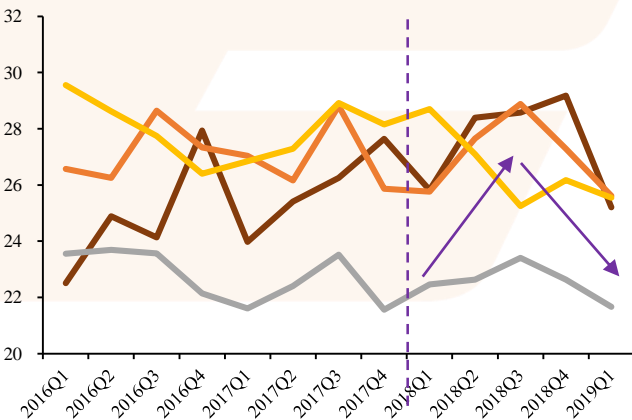
## 3.2 费用率降低：得益于“门店合理扩张+一次性投入减少”

主要得益于“门店稳健扩张、一次性投入减少”，2019年公司期间费用率（尤其是销售费用率）有望降低。

- **门店合理扩张，避免费用过度侵蚀净利润**：新店营收体量小且初期刚性投入大，新店规模效应较低，过快扩张会导致费用对当期净利润侵蚀（以2018年为例，门店过快扩张导致销售费用率显著提升）。2019年公司自建门店扩张回归稳定，我们预计销售费用率有显著下降。
- **一次性投入减少**：为应对分级分类管理对执业药师的要求，2019年零售药房均加大对信息系统和执业药师的一次性投入，预计2019年持续高投入可能性小。从四家上市药房费用率指标观察，2019年Q1开始销售费用率均呈下行趋势；
- **以敏感性分析测算“门店扩张”对利润的弹性（不考虑外延并购）**：

- 1) 保守测算：假设2019年自建800家店，每家门店职工薪酬35.80万元/门店，房租支出16.20万元/门店，管理和财务费用率等于2018年水平，预计2019年净利润同比增长15%；
- 2) 中性测算：假设2019年自建600家店，每家门店职工薪酬35.80万元/门店，房租支出16.20万元/门店，管理和财务费用率等于2018年水平，预计2019年净利润同比增长22%；
- 3) 乐观测算：假设2019年自建400家店，每家门店职工薪酬35.80万元/门店，房租支出16.20万元/门店，管理和财务费用率等于2018年水平，预计2019年净利润同比增长30%；

— 大参林销售费用率 (%)      — 益丰药房销售费用率 (%)  
— 老百姓销售费用率 (%)      — 一心堂销售费用率 (%)



财务费用测算	2014	2015	2016	2017	2018	2019-保守	2019-中性	2019-乐观
营业收入(万元)	454501	526548	627372	742120	885927	1080066	1068990	1043566
同比增长		15.85%	19.15%	18.29%	19.38%	21.91%	20.66%	17.79%
销售费用(万元)	111256	129160	156576	192306	248683	297363	286410	274738
销售费用/营业收入	24.48%	24.53%	24.96%	25.91%	28.07%	27.53%	26.79%	26.33%
新增门店数量		319	488	576	895	800	600	400
门店数量	1602	1921	2409	2985	3880	4680	4480	4280
其中：1. 刚性投入	88103	104233	126859	156384	202247	243360	232960	222560
刚性投入/门店	19.38%	19.80%	20.22%	21.07%	22.83%	22.53%	21.79%	21.33%
1.1 职工薪酬	59312	69898	87160	107514	139342	167544	160384	153224
职工薪酬/门店(万元)	37.02	36.39	36.18	36.02	35.91	35.80	35.80	35.80
1.2 房租及物业费	28792	34335	39699	48870	62906	75816	72576	69336
房租及物业费/门店(万元)	17.97	17.87	16.48	16.37	16.21	16.20	16.20	16.20
2. 非刚性投入	23153	24926	29717	35922	46436	54003	53450	52178
非刚性投入/营收	5.09%	4.73%	4.74%	4.84%	5.24%	5.00%	5.00%	5.00%
管理费用率	5.03%	4.73%	4.72%	4.67%	4.69%	4.69%	4.69%	4.69%
财务费用率	0.80%	0.55%	0.44%	0.35%	0.36%	0.36%	0.36%	0.36%
净利润(百万元, 不考虑降税)	265.50	395.43	430.19	474.96	531.63	610.23	650.01	689.80
同比增长		48.94%	8.79%	10.41%	11.93%	14.78%	22.27%	29.75%

### 3.3降税利好：增值税等降税利好2019推行，为业绩带量增量弹性



#### 2019年增值税率下降和小规模纳税人

**转换正式实施：**执行增值税降税和小规模纳税人转换后，预计全年为公司节省4000-8000万税费。我们假设2019年自建600家门店，每家门店职工薪酬35.80万元/门店，房租支出16.20万元/门店，管理和财务费用率等同于2018年的水平，对税费减免这一利好进行敏感性分析，估算其对利润端的弹性。

(1) 保守假设：税费减免4000万，全年预计实现利润6.90亿元，同比增长29.8%；

(2) 中性假设：税费减免6000万，全年预计实现利润7.10亿元，同比增长33.6%；

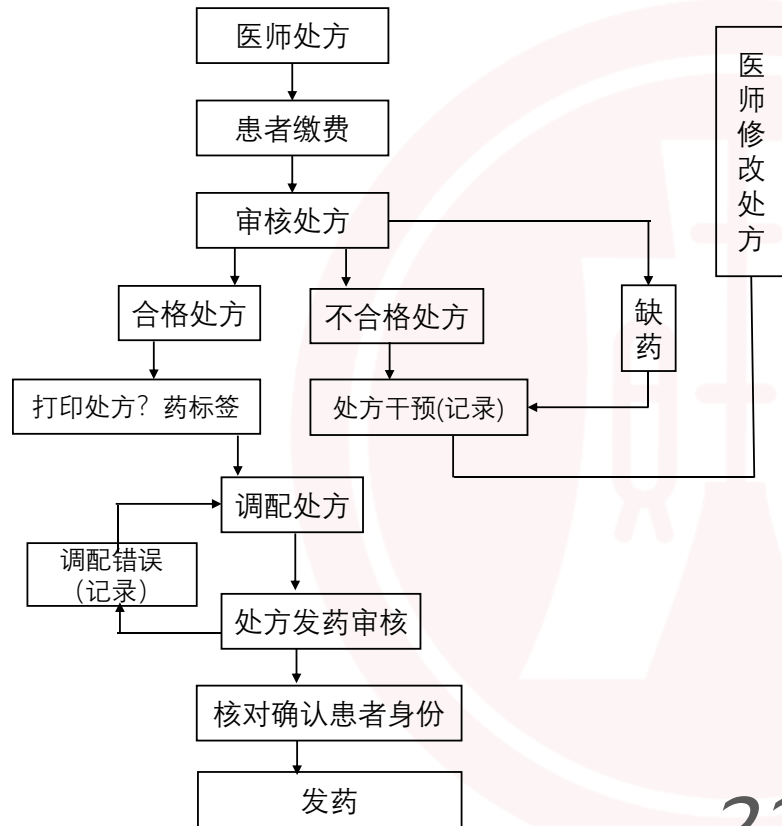
(3) 乐观假设：税费减免8000万，全年预计实现利润7.30亿元，同比增长37.3%；

财务费用测算	2014	2015	2016	2017	2018	2019-保守	2019-中性	2019-乐观
营业收入(万元)	454501	526548	627372	742120	885927	1061816	1061816	1061816
同比增长		15.85%	19.15%	18.29%	19.38%	19.85%	19.85%	19.85%
销售费用(万元)	111256	129160	156576	192306	248683	286051	286051	286051
销售费用/营业收入	24.48%	24.53%	24.96%	25.91%	28.07%	26.94%	26.94%	26.94%
新增门店数量		319	488	576	895	600	600	600
门店数量	1602	1921	2409	2985	3880	4480	4480	4480
其中：1. 刚性投入	88103	104233	126859	156384	202247	232960	232960	232960
刚性投入/门店	19.38%	19.80%	20.22%	21.07%	22.83%	21.94%	21.94%	21.94%
1.1 职工薪酬	59312	69898	87160	107514	139342	160384	160384	160384
职工薪酬/门店(万元)	37.02	36.39	36.18	36.02	35.91	35.80	35.80	35.80
1.2 房租及物业费	28792	34335	39699	48870	62906	72576	72576	72576
房租及物业费/门店(万元)	17.97	17.87	16.48	16.37	16.21	16.20	16.20	16.20
2. 非刚性投入	23153	24926	29717	35922	46436	53091	53091	53091
非刚性投入/营收	5.09%	4.73%	4.74%	4.84%	5.24%	5.00%	5.00%	5.00%
管理费用率	5.03%	4.73%	4.72%	4.67%	4.69%	4.69%	4.69%	4.69%
财务费用率	0.80%	0.55%	0.44%	0.35%	0.36%	0.36%	0.36%	0.36%
净利润(百万元, 不考虑降税)	265.50	395.43	430.19	474.96	531.63	650.01	650.01	650.01
同比增长		48.94%	8.79%	10.41%	11.93%	22.27%	22.27%	22.27%
减税金额(百万元)	0	0	0	0	0	40	60	80
减税后净利润(百万元)	265.50	395.43	430.19	474.96	531.63	690.01	710.01	730.01
同比增长		48.94%	8.79%	10.41%	11.93%	29.79%	33.55%	37.32%

### 3.4承接外流处方：依托处方共享平台，加速承接外流处方

#### ■ 依托处方共享平台，加速承接外流处方：

2018年公司筹建完成了30多家DTP专业药房，积极参与推动重点城市的处方共享平台建设，目前已经在广西、广东、河南省份完成了多家处方共享平台的接入。按照我们的测算，2018年DTP药房实现4000万以上销售，2019年公司承接外流处方的规模预计持续提升。

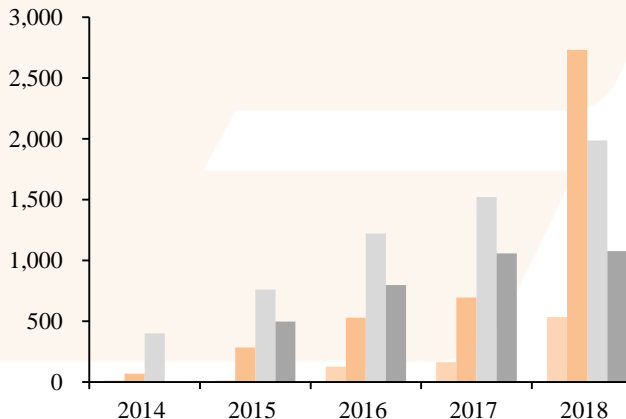


# 3.5外延并购：预计2019年并购400家门店，外延增量助推业绩超预期

## ■ 上市后外延增强，预计19年新并400家门店：

公司上市后外延并购持续增强，并购主要集中在广东、河南、华东等地区。预计2019年至少新并购400家门店，按照2018年78.57万元/店行业均值计算，约3.14亿营收。

■ 商誉-大参林 (百万元)    ■ 商誉-益丰药房 (百万元)  
■ 商誉-老百姓 (百万元)    ■ 商誉-一心堂 (百万元)



收购时间	收购标的	收购股份	业务覆盖省份	收购价格 (PS)	门店数量	单店营收 (万元)	营业收入	收购时间	收购标的	收购股份	业务覆盖省份	收购价格 (PS)	门店数量	单店营收 (万元)	营业收入
2014年4月	北京金康源生物	100.00%	北京市					2017年12月	赣州大参林华康连锁药店	35.00%	江西省赣州市	1.36			5,192.40
2015年6月	江门大参林药店	56.25%	广东省江门市					2017年12月	方城健康人		河南省南阳市	0.91	33	105.69	3,487.78
2015年7月	佛山市顺德区大参林	49.50%	广东省佛山市					2018年2月	保定市盛世华兴医药连锁	19.00%	河南省保定市				13,125.60
2015年7月	漯河市大参林医药	49.00%	河南省漯河市					2018年3月	广东天农医药	40.00%	广东省广州市				
2016年1月	贵州一树连锁药业	4.99%	贵州省贵阳市	0.5		160,530.59		2018年3月	湛江市鸿中药店		广东省湛江市		15	25.30	379.55
2016年5月	内蒙古惠丰堂大药房	4.99%	内蒙古呼和浩特市回民区	0.49		30,004.47		2018年7月	信宜市泓璐药业		广东省茂名市		38		
2016年7月	许昌市保元堂大药房	51.00%	河南省许昌市	0.61		7,783.02		2018年7月	郁南县正方大药房		广东省云浮市		12		
2016年7月	江西众康大药房	79.00%	江西省南昌市	0.84		5,849.89		2018年7月	化州市一爱堂药房		广东省茂名市		11		
2016年9月	安阳千年健医药		河南省安阳市	0.94	19	307.89	5,849.89		化州市康源堂大药房		广东省茂名市		6		
2016年11月	巩义市康美大药房		河南省巩义市	0.47	10	202.15	2,021.46	2018年7月	赣州大参林连锁药店	11.00%	江西省赣州市				
2016年12月	河南省新密麦迪森药业		河南省新密市	0.52	19	113.71	2,160.41	2018年8月	江西会好康药房连锁		江西省南昌市	0.86	7		
2017年6月	增城市泰林大药房		广东省广州市		10			2018年8月	安阳大参林千年健医药连锁	19.00%	河南省安阳市				
2017年8月	江苏百佳惠瑞丰大药房	5.00%	江苏省昆山市	1.12		47356.42	47,356.42	2018年9月	西安康欣大药房连锁	19.00%	陕西省西安市				
2017年8月	安阳大参林千年健医药	19.60%	河南省安阳市		9	346.75	3,120.76	2018年9月	濮阳济世健民大药房连锁		河南省濮阳市		9		
2017年10月	东莞市大参林连锁药店		广东省东莞市		6			2018年11月	阳春市八方大药房连锁		广东省阳江市		20		
2017年11月	福建省固晟医药连锁	100.00%	福建省漳州市	0.75	51	812.59	1,600.11	2018年11月	阳江市仁信医药连锁		广东省阳江市		28		
2017年12月	济源心连心大药房连锁	51.00%	河南省济源市	0.96	26	80.65	2,096.95	2019年2月	广东康益百医药	100.00%	广东省茂名市				
2017年12月	方城大参林健康人连锁药店		河南省南阳市		33			2019年3月	保定市盛世华兴医药连锁	46.00%	河南省保定市	0.872			
2017年12月	河南豫辉大药房连锁		河南省信阳市	0.78	45	56.46	2,540.49	2019年2月	广州柏和药店连锁	51.00%	广东省广州市				



## Part 4

### 盈利预测与投资建议



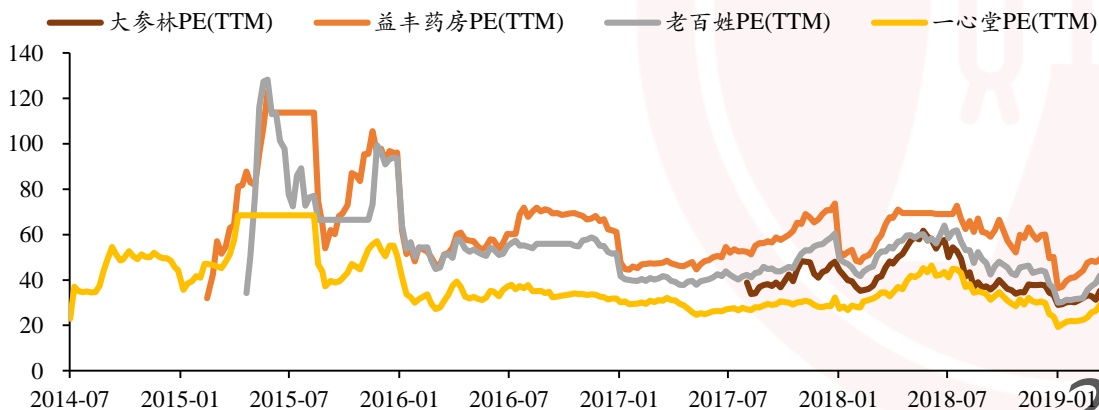
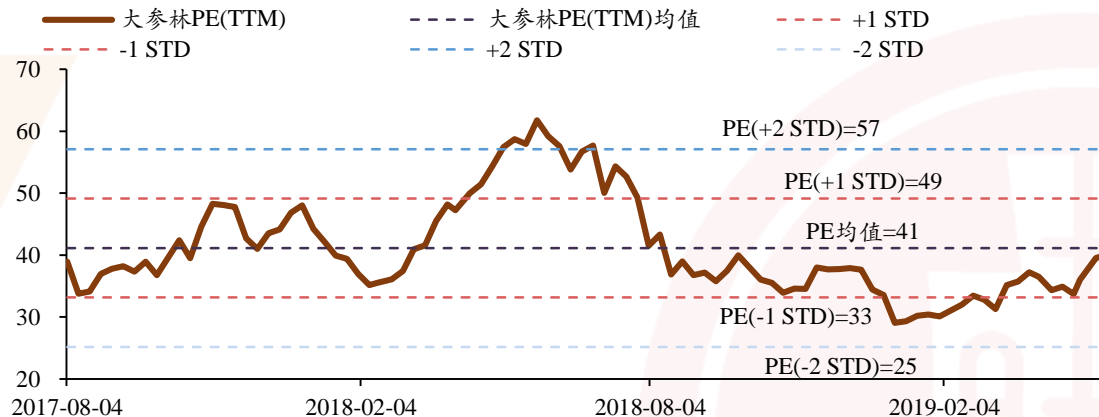
## 4.1 盈利预测与投资建议

我们预计公司2019-2021年营业收入分别为106.18亿元、127.48亿元、155.94亿元，分别同比增长20%、20%、22%；不考虑减税和外延并购因素，归母净利润分别为6.50亿元、8.25亿元、10.49亿元，同比分别增长22%、27%、27%。考虑到公司业绩持续超预期可能性和估值处于中低位水平，维持“强烈推荐”评级。（详细估值模型拆分欢迎联系广证恒生医药团队）

营业收入拆分明细		2014	2015	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E
全国合计	营业收入合计（亿元）	45.45	52.65	62.74	74.21	88.59	106.18	127.45	155.94
	同比增长		15.85%	19.15%	18.29%	19.38%	19.85%	20.03%	22.36%
	营业成本（亿元）	27.14	31.05	37.51	44.34	51.70	62.74	74.84	91.02
	毛利率	40.28%	41.03%	40.22%	40.26%	41.65%	40.92%	41.27%	41.63%
	毛利润	18.31	21.60	25.23	29.88	36.89	43.44	52.60	64.92
	医药批发及其他业务营收（亿元）	1.51	1.65	1.97	2.46	3.77	4.15	4.56	5.02
	同比增长		9.24%	19.30%	25.08%	52.97%	10.00%	10.00%	10.00%
	营业成本（亿元）	0.42	0.41	0.66	0.69	0.84	1.04	1.14	1.25
	毛利率	72.46%	74.92%	66.68%	72.07%	77.77%	75.00%	75.00%	75.00%
	毛利润	1.10	1.24	1.31	1.78	2.93	3.11	3.42	3.76
	零售业务营业收入（亿元）	43.94	51.00	60.77	71.75	84.82	102.03	122.89	150.92
	同比增长		16.08%	19.14%	18.07%	18.22%	20.29%	20.44%	22.82%
	营业成本（亿元）	26.72	30.64	36.85	43.65	50.86	61.70	73.70	89.77
	毛利率	39.18%	39.93%	39.36%	39.17%	40.04%	39.53%	40.02%	40.52%
	毛利润	17.21	20.37	23.92	28.10	33.96	40.33	49.18	61.16
	年初门店数	1278	1602	1921	2409	2985	3880	4450	5370
	新开门店数	348	350	512	633	967	650	1000	1300
	关闭门店数	24	31	24	57	72	80	80	80
	年末门店数	1602	1921	2409	2985	3880	4450	5370	6590
	净增门店		319	488	576	895	570	920	1220
	其中：第一年门店			512	633	967	650	1000	1300
	第二年门店			350	512	633	967	650	1000
	第三年门店			348	350	512	633	967	650
	三年以上门店			1199	1490	1768	2200	2753	3640
	单店营收	274.27	265.50	252.25	240.36	218.62	229.29	228.84	229.02

## 4.2估值分析：大参林目前PE(TTM) 为37倍，目前估值处于中低位水平

- 横向分析：自公司年上市以来，大参林PE (TTM) 平均值为41倍，最大值为 62倍，最小值为 29倍，目前估值处于中低位水平，建议积极配置。
- 纵向分析：截止于2019年5月13日，益丰药房、老百姓、大参林、一心堂的PE (TTM) 分别为50倍、37倍、37倍、28倍。





## Part 5

## 风险提示



药店零售行业  
竞争加剧

处方外流不达  
预期

新店盈利不达  
预期

03

04

行业连锁化提  
升不达预期

02

05

门店扩张不  
达预期

01



外延并购不达  
预期

06

## 分析师简介：

**唐爱金：**医药行业首席分析师。浙江大学化学硕士，曾就职于东阳光药先后任研发工程师及营销市场专员，具备优异的药物化学专业背景和医药市场经营运作经验。五年证券分析从业经验，团队曾经获得“天眼”中国最佳分析师评选2016年医药行业第一名。

**冯俊曦：**美国Syracuse University金融硕士，拥有出色的海外研究能力和研究体系，专注于药品制剂、医药商业、医疗服务等领域研究，2017年加入广证恒生。

## 股票评级标准：

强烈推荐：6个月内相对强于市场表现15%以上；

谨慎推荐：6个月内相对强于市场表现5%—15%；

中性：6个月内相对市场表现在-5%—5%之间波动；

回避：6个月内相对弱于市场表现5%以上。

## 分析师承诺：

本报告作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰、准确地反映了作者的研究观点。在作者所知情的范围内，公司与所评价或推荐的证券不存在利害关系。



## 广证恒生：

地址：广州市天河区珠江西路5号广州国际金融中心04楼  
电话：020-88836132, 020-88836133  
邮编：510623

## 重要声明及风险提示：

我公司具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供广州广证恒生证券研究所有限公司的客户使用。

本报告中的信息均来源于已公开的资料，我公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，不保证该信息未经任何更新，也不保证我公司做出的任何建议不会发生任何变更。在任何情况下，报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或询价。在任何情况下，我公司不就本报告中的任何内容对任何投资做出任何形式的担保。我公司已根据法律法规要求与控股股东（广州证券股份有限公司）各部门及分支机构之间建立合理必要的信息隔离墙制度，有效隔离内幕信息和敏感信息。在此前提下，投资者阅读本报告时，我公司及其关联机构可能已经持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，或者可能正在为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。法律法规政策许可的情况下，我公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。我公司的关联机构或个人可能在本报告公开前已经通过其他渠道独立使用或了解其中的信息。本报告版权归广州广证恒生证券研究所有限公司所有。未获得广州广证恒生证券研究所有限公司事先书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“广州广证恒生证券研究所有限公司”，且不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。

市场有风险，投资需谨慎。