

深度报告——《品牌药店》公司篇之大参林

拐点向上，跨省经营能力提升

证券分析师：杜佐远 证券投资咨询执业证书编码：S1190517110001

证券分析师：蔡明子 证券投资咨询执业证书编码：S1190518050001

2019年6月10日



概要

- **看点一：现金流充裕，再融资能力强，助力并购扩张**
- **看点二：参茸滋补药材差异化经营，省外复制初现成效**
- **看点三：接入处方流转平台+DTP贡献增量**
- **看点四：大股东股权集中，股权释放空间大**
- **看点五：门店结构优化，加速释放利润，19年开始业绩提速**
- **详细模型、盈利预测、风险提示**

投资要点：买入

行业：集中度提升及处方外流加速，胜者为王

进入19年以来，零售药店政策及事件频出，包括产业资本放缓收购，以及市场价格逐步回归理性，以及“315”后挂证行为整治、工业巨头布局零售渠道、多家药企停止向部分电商平台供货、浙江医保局允许慢病处方流向药店及允许连锁药店参与配送（目前处于征求意见阶段）、《药品管理法（修订草案）》明确禁止网售第三方平台销售处方药等都对连锁龙头带来实质性利好，**一季度板块涨幅达32%**。零售药店正在从高毛利导向向以客户需求为导向转变，借助各种新零售技术与互联网技术、人工智能技术，赋能员工，提高其专业服务能力与水准、提高其经营管理水平、提高其运营效率，最终提高其整体效率。

一句话概括：零售药店的两大核心驱动——集中度提升和处方外流呈现加速趋势，长期看龙头企业业绩确定性较高，行业红利长期存在。

大参林：19年开始业绩提速，拐点向上，未来3年净利润增速25%+

大参林门店盈亏平衡周期在15-16月左右，其中广东省内更快。因此，16-17年新增的1145家门店，预计将在19年进入盈利期，19年次新店和老店占比均达到历史最高值（次新店收入增速是门店生命周期中的峰值，老店净利率最高），19-21年老店占比逐年提升。19年一季度收入利润开始提速，拐点确立，全年利润增长有望超25%，新开门店步入收获期。19Q1公司净现金超10亿，如果按新建/并购一家门店需要70万来测算，可支撑全年扩张1000余家门店，预留资金充裕。

省外参茸消费习惯培育初见成效，跨省经营能力快速提升

省内（广东）居民消费能力强，盈利能力稳健，消费潜力巨大。广西、河南、福建重点发展的区域业绩均取得重大的突破，广西18年新增门店243家，营业收入同比增长37.41%；河南18年新增门店137家，营业收入同比增长36.98%——公司跨省扩张经营能力逐步增强，区域内竞争壁垒不断提升。公司前期进行的省外参茸消费习惯培养已经初有成效，据草根调研，河南地区门店参茸占比从刚进入时的2%提升到14%，江西也从6%提升到17%。

投资要点：买入

积极承接处方外流，接入区域流转平台+DTP贡献增量业绩

大参林已经在广东、广西、河南等省份完成了多家处方共享平台的接入。在DTP方面，公司筹建完成了30多家DTP专业药房，并且建立了一套完整的DTP专业药房管理体系和一支专业的DTP管理团队，与业内领先的处方药厂家进行紧密合作。在慢病管理方面，公司通过慢病管理专项团队、实施顾客档案管理，打造专业慢病服务门店，提升药事服务能力。

盈利预测

随着公司在华南地区市占率不断提升，前期新开店逐步进入盈利期，收入利润增速上到新台阶，预计2019-2021年净利润分别为6.93/8.89/11.45亿元，对应PE分别为30、24、18倍。维持“买入”评级。

风险提示

门店并购后业绩不及预期。

盈利预测和财务指标：

	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	8,859	11,590	15,076	19,019
(+/-%)	19.4%	30.8%	30.1%	26.2%
归母净利润(百万元)	532	693	889	1,145
(+/-%)	11.9%	30.4%	28.2%	28.8%
EPS	1.02	1.33	1.71	2.20
市盈率(PE)	39	30	24	18

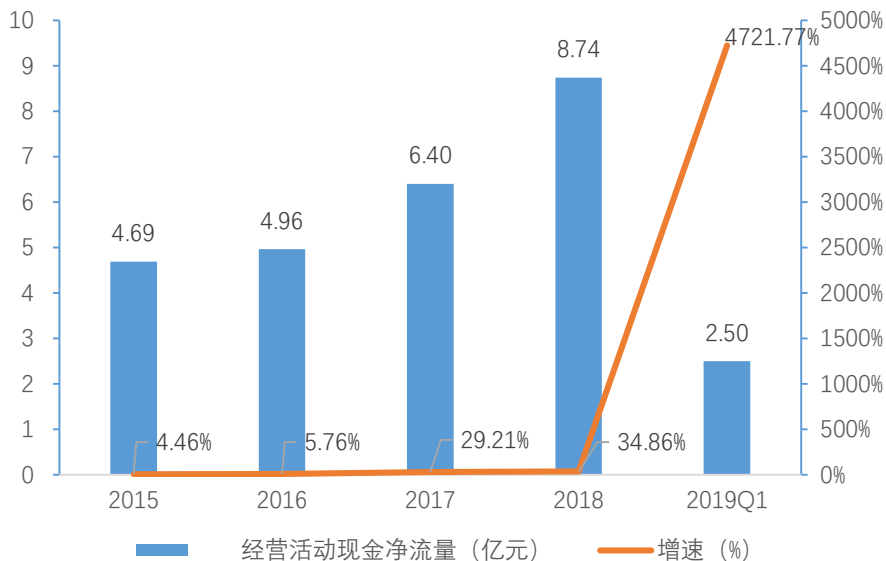
资料来源：Wind，太平洋证券 注：摊薄每股收益按最新总股本计算



看点一：现金流充裕，再融资能力强，助力并购扩张

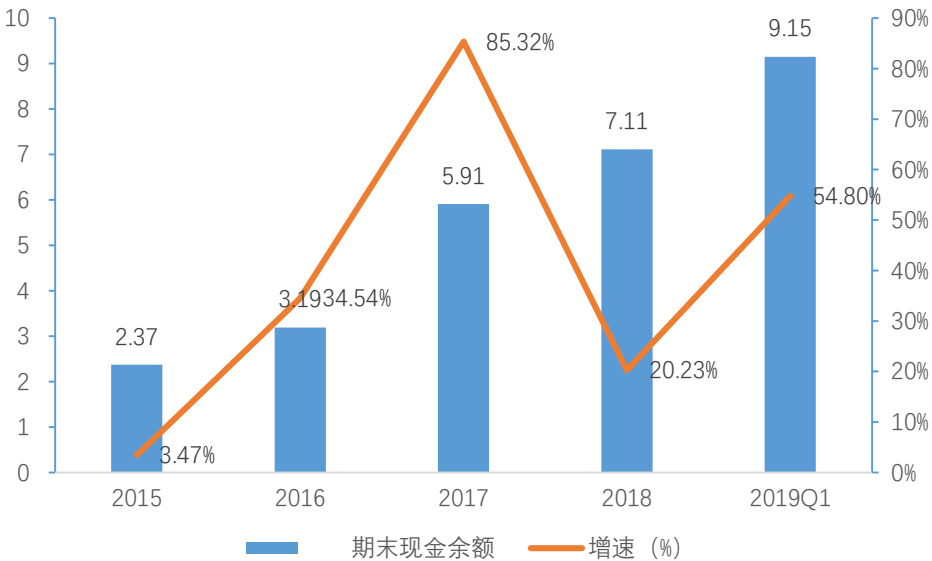
看点一：现金流充裕，再融资能力强，助力并购扩张

图：大参林经营净现金流（亿）



资料来源：公司公告，太平洋证券研究院

图：大参林期末现金及现金等价物余额（亿）

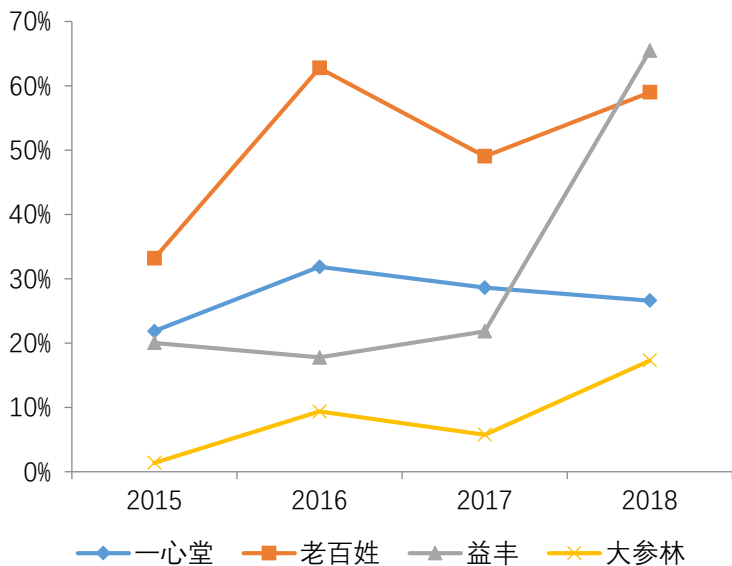


资料来源：公司公告，太平洋证券研究院

- 2015年来，公司经营净现金流、期末现金及现金等价物余额稳定增长。截止19Q1公司期末现金及现金等价物余额超过9亿，如果按新建/并购一家门店需要70万来测算，可支撑全年扩张1000余家门店，预留资金充裕。

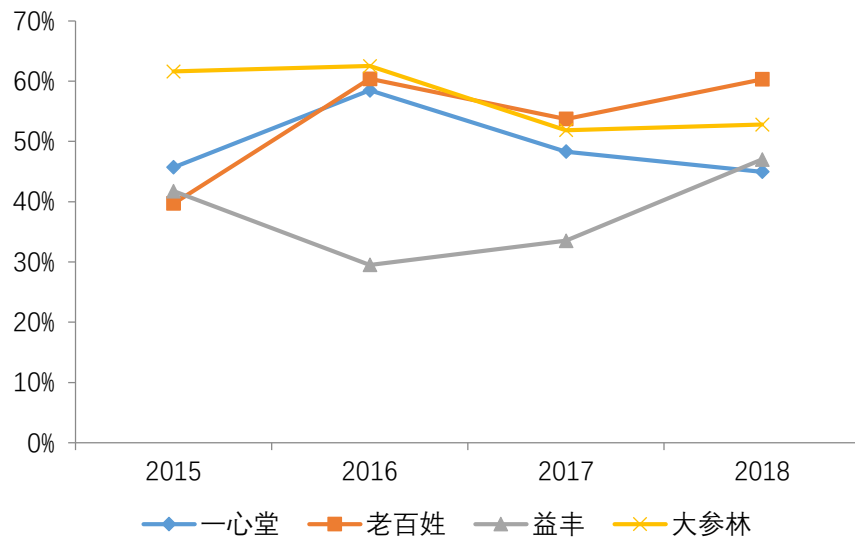
看点一：现金流充裕，再融资能力强，助力并购扩张

图：四大零售药店2015-2018年商誉占净资产比例



资料来源：公司公告，太平洋证券研究院

图：四大零售药店2015-2018年资产负债率



资料来源：公司公告，太平洋证券研究院

- 公司商誉占净资产比例低，在四家药店里最低，2015年-2018年，大参林的商誉占净资产百分比分别为1.39%、9.37%、5.77%、17.30%，因此对总资产影响较小。
- 公司资产负债率稳中有降，未来再融资能力较强。

看点一：现金流充裕，再融资能力强，助力并购扩张

表：四家家零售药店直接间接融资情况

公司名称	发行时间	类型	募资净额 (亿元)	债券利率 (%)	期限/锁定期 (年)	股份数 (万股)	占总股本比例 (%)	价格 (元)	复权价 (元)
一心堂 (合计42.21亿元)	2014年6月	首次公开发行	7.49	-	1-3	6510	25.01	12.20	
	2016年1月	短期融资券	4	3.72	1	-	-	100.00	
	2016年3月	中期票据	4	3.98	3	-	-	100.00	
	2016年10月	中期票据	4	3.50	3	-	-	100.00	
	2016年12月	超短期融资债券	4	5.99	0.74	-	-	100.00	
	2017年9月	短期融资券	4	5.08	1	-	-	100.00	
	2017年12月	定向增发	8.76	-	3	4716.98	8.31	19.08	15.48
	2019年4月	可转债	5.96	0.30 (当期)	6	-	-	-	-
益丰 (合计26.34亿元)	2015年2月	首次公开发行	7.25	-	3	4000	25.00	19.47	
	2016年7月	定向增发	13.25	-	1	4269.47	11.77	31.73	30.83
	2018年11月	定向增发	5.84	-	1-3	1411.13	3.74	42.43	42.13
老百姓 (合计29.25亿元)	2015年4月	首次公开发行	10.10	-		6700	25.09	16.41	
	2016年6月	公司债	8.00	3.53	3+2	-	-	100.00	
	2017年11月	定向增发	8.00	-	3	1794.53	6.30	44.58	43.08
	2019年4月	可转债	3.15	0.20	5	-	-	100.00	
大参林 (合计19.51亿元)	2017年7月	首次公开发行	9.51	-	1-3	4001	10.002	24.72	
	2019年4月	可转债	10	0.30 (当期)	6	-	-	100.00	

资料来源：公司公告，太平洋证券研究院

- **大参林再融资能力强，助力未来并购扩张：**1) 一心堂、益丰和老百姓在上市后把握行业并购红利期，多渠道再融资，主要包括发债、定向增发等，以满足扩张门店及并购的资金需要，远远领先于非上市药房。2) 大参林IPO后仅发行一次可转债，参考其他几家药店，公司现金流健康且稳定。



看点二：参茸滋补药材差异化经营，省外复制初现成效

看点二：参茸滋补药材差异化经营，省外复制初现成效

表：2018年大参林和其他几家的药店品类结构对比

项目构成	益丰药房	老百姓	一心堂	大参林
药品	82.91%	85.47%	78.50%	84.5%
其中：西药及中成药	70.87%	77.79%	70.60%	67.51%
中药	12.04%	7.68%	7.9%	-
参茸滋补药材	-	-	-	13.57%
中药饮片	-	-	-	3.32%
滋补药材	-	-	-	-
保健品	-	-	-	-
医疗器械	-	-	7.08%	-
健康器材	-	-	-	-
健康食品、普通食品	-	-	-	-
个人护理、生活用品	-	-	-	-
其他	17.08%	14.53%	14.41%	15.6%

资料来源：公司公告，太平洋证券研究院

- **大参林参茸滋补药材经营体现差异化：**参茸滋补药材特色业务，子公司中广州紫云轩（100%）、佛山紫云轩（100%）、广东紫云轩中药科技（100%）均为参茸及中药饮片加工企业，形成了较为明显的差异化竞争优势。公司参茸滋补药材和中药饮片在商品品类占比达到16.89%，与其他药房相比差异化明显（因披露口径差异，取中药+滋补+中药饮片合计占比）。
- **参茸滋补药材和中药饮片收入增速、毛利率较高，推动整体盈利能力提升：**18年中药饮片和非药品的收入分别增长22.97%和27.54%，主要得益于公司对大健康产业的布局优化，加强与药品联动健康的品类开发；以顾客需求为导向，挖掘顾客的健康产品需求，通过精准的会员营销功能使得大健康品类产品销售提升，整体零售毛利率提升至40.54%。

看点二：参茸滋补药材差异化经营，省外复制初现成效

图：四家药品零售店2015-2018年毛利率对比

益丰药房

	2015	2016	2017	2018
中西成药	33.10%	33.79%	34.48%	35.04%
中药	41.08%	41.70%	41.08%	40.98%
非药品	48.32%	48.59%	51.35%	47.08%
零售毛利率	37.87%	38.08%	38.71%	38.24%

一心堂

	2015	2016	2017	2018
中西成药	21.24%	36.31%	36.42%	35.66%
零售毛利率	40.81%	40.64%	40.83%	39.76%

老百姓

	2015	2016	2017	2018
中西成药	32.02%	30.54%	29.09%	30.16%
中药	33.88%	52.34%	52.37%	52.83%
非药品	42.79%	44.81%	46.92%	48.38%
其他	78.88	77.12%	78.30%	72.69
零售毛利率	29.06%	38.01%	37.92%	37.97%

大参林

	2015	2016	2017	2018
中西成药	35.79%	35.50%	35.00%	35.83%
参茸滋补药材	40.68%	40.43%	40.28%	41.34%
中药饮片	26.97%	26.26%	29.35%	31.12%
非药品		50.67%	52.48%	53.77%
零售毛利率	39.93%	39.36%	39.17%	40.54%

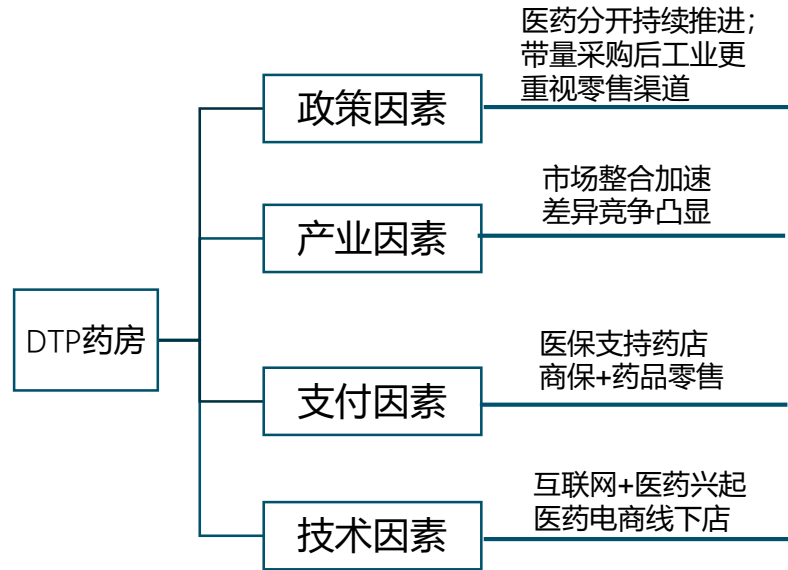
资料来源：招股说明书，公司公告，太平洋证券研究院

- ▶ **省外参茸消费习惯培育初见成效：**公司前期进行的省外参茸消费习惯培养已经初有成效，据草根调研，河南地区门店参茸占比从刚进入时的2%提升到14%，江西也从6%提升到17%。

 **看点三：接入处方流转平台+DTP贡献增量**

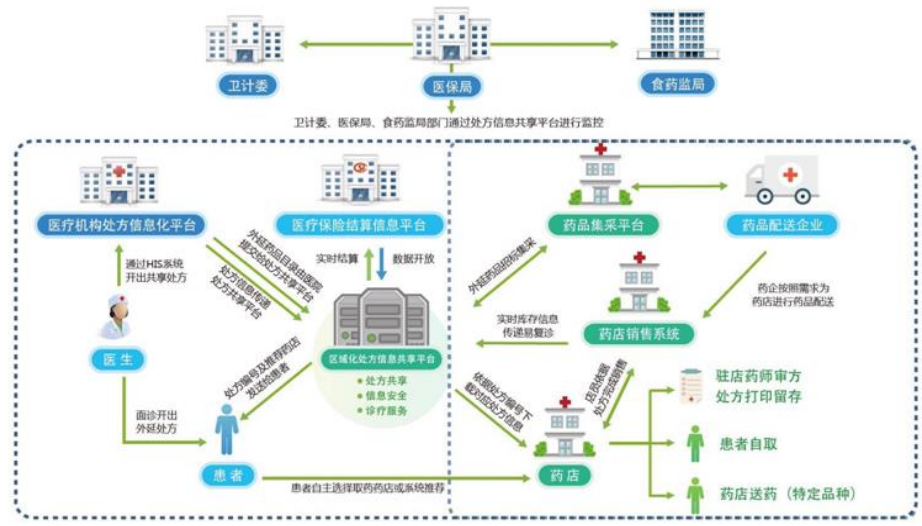
看点三：接入处方流转平台+DTP贡献增量

图：各方面因素推动DTP药房逐渐兴起



资料来源：太平洋证券研究院整理

图：梧州处方流转模式



资料来源：公司官网，太平洋证券研究院

- 目前，包括北京、四川、广东、福建等地及部分医院已经在试点电子处方外流，政策鼓励及政府主导的处方共享平台的搭建使得处方外流逐步进入实质进展期。而从近期浙江医保局关于允许慢病处方流向药店及允许连锁药店参与配送（目前处于征求意见阶段）的文件中可看出，大连锁药店的品种、覆盖面、配送能力最符合参与配送的要求，将显著受益。
- 在政策、产业等因素的推动下，工业企业、各大零售药店以及具备批零一体化优势的批发企业纷纷加大布局DTP业务，承接处方外流。2017年国内DTP药房规模约130亿元。一方面，DTP药房非常依赖供应链资源，以拿到药企新药的代理权，另一方面，零售企业耕耘市场多年，拥有丰富的工业资源和医院资源，在医药分开、渠道下沉的情况下，其DTP药房能够帮助医院承接新特药院外供应需求，同时开拓新销售渠道。二者互相成就，零售终端布局DTP药房未来将创造巨大价值。

看点三：接入处方流转平台+DTP贡献增量

表：全国各地区处方流转平台运行情况

地区	时间	政策	接入定点医疗机构	承接零售药店
北京	2018年7月	关于北京市基本医疗保险定点销售药店实时结算外配处方有关问题的通知（试行）	北京航天总医院等	截至2018年7月包括北京国大药房连锁有限公司永外连锁店等共计457家
广东省	2017年8月	关于在药品零售企业试行电子处方服务工作的指导意见（初稿）	广东省第二人民医院等	截至2018年10月包括大参林、海王星辰、东兴堂、同仁堂等共计21374家
广西梧州	2018年5月	关于在处方共享药店实行医保门诊特殊慢性病直接结算有关问题的通知	梧州市红十字会医院等	大参林、国药、百姓大药房、嘉进药房、信立康药店等
山东省	2017年	关于加强医院内社会零售药店规范服务的通知	青岛眼科医院、山东省立第三医院等	
陕西西安	2017年5月	《西安市药品零售企业推行电子处方工作方案》（试行）		
陕西铜川	2018年10月	推行药品零售企业电子处方服务试点工作		
浙江温州	2018年4月	关于推广药品零售企业电子处方应用试点工作的通知		截至2018年底共2530家
福建福州	2019年3月	关于福州市电子处方流转试点工作方案的通知	福州市一医院、福建医科大学孟超肝胆院等	计划不少于10家
辽宁辽阳	2019年5月30日	关于推广“互联网+电子处方”共享工作的意见（试行）		
宁夏银川	2017年3月	银川市互联网医院医疗保险个人账户及门诊统筹管理办法（试行）	银川市第一人民医院等	
青海西宁	2017年4月	关于在全市药品零售企业中实行电子处方工作的通知		九康中心大药房等
甘肃定西	2017年9月	关于在零售药店试行凭电子处方销售处方药的通知		
甘肃兰州	2018年7月	关于在药品零售企业开电子处方服务试点工作		
贵州省	2018年12月	关于促进“互联网+医疗健康”发展的实施意见(征求意见稿)		

看点三：接入处方流转平台+DTP贡献增量

接上表：全国各地处方流转平台运行情况

地区	时间	政策	接入定点医疗机构	承接零售药店
四川成都	2016年12月	关于在全市药品零售连锁企业中推进电子处方工作的通知		截至2017年3700余家
重庆	2018年3月	关于零售药店试行凭电子处方销售处方药的通知	全市所有三级以上医院	
海南海口	2017年7月	关于零售药店电子处方服务系统试点工作有关事项的通知		截至2017年近300家
山西省	2019年4月	关于在药品零售企业开展电子处方服务的通知（征求意见稿）		
天津	2018年3月	零售药店试行凭电子处方销售处方药的通知		
江西省	2018年11月	关于推进“互联网+医疗健康”发展实施方案		

资料来源：国务院、地方政府印发文件，太平洋证券研究院

表：2018年零售药店开设医保门店比例

	益丰药房	老百姓	一心堂	大参林
医保店数量	2580	2864	4593	3018
医保店比例	74.96%	87.08%	79.77%	77.78%

资料来源：公司公告，太平洋证券研究院

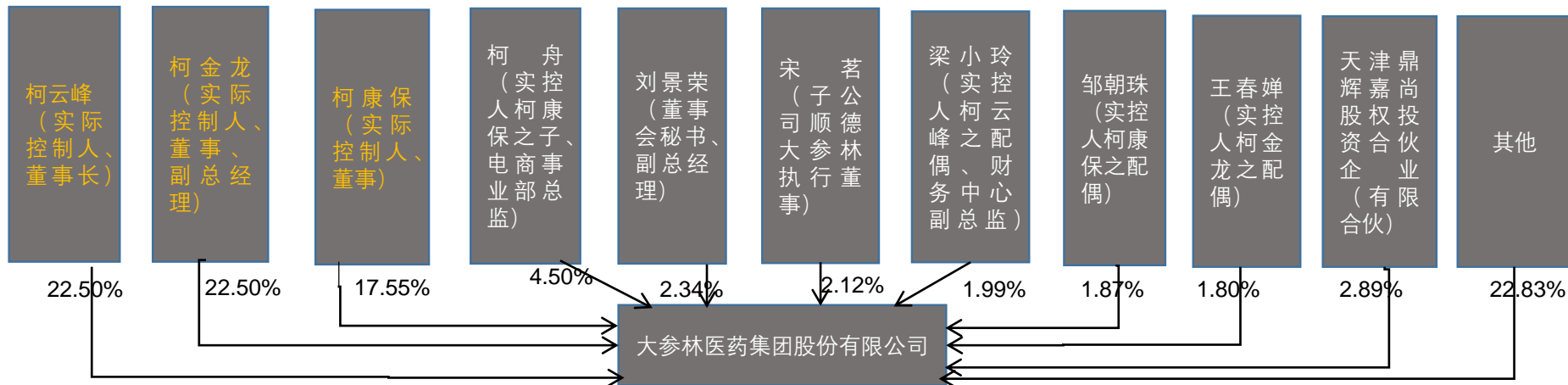
- **积极承接处方外流，带来业绩弹性：**目前全国已有近二十省市拟搭建或在试运行处方流转平台，其中大参林已经在广东、广西、河南等省份完成了多家处方共享平台的接入。在DTP方面，公司筹建完成了30多家DTP专业药房，并且建立了一套完整的DTP专业药房管理体系和一支专业的DTP管理团队，与业内领先的处方药厂家进行紧密合作。在慢病管理方面，公司通过慢病管理专项团队、实施顾客档案管理，打造专业慢病服务门店，提升药事服务能力。
- **拓展院边店推动业绩增长：**1) 大参林2018年开设医保门店比例达到77.78%，在业内属于居中水平。2) 2018年大参林开设院边店120家，占总门店比例为3.09%，院边店是承接处方的核心资源。



看点四：大股东股权集中，股权释放空间大

看点四：大股东股权集中，股权释放空间大

图：大参林医药集团股份有限公司股权结构图



资料来源：公司公告，太平洋证券研究院

- **大参林大股东持股比例较高，对公司把控能力较强：** 四家药店一心堂、老百姓、益丰、大参林大股东持股比例分别是31.87%、36.82%、12.28%、62.55%，大参林大股东持股比例在四家中最高，前十大股东中有9位是实控人及一致性动人、关联方，合计持股77.17%，大股东对公司把控能力强。
- **大参林大股东开发参茸饮片背景与零售业协同性较好：** 董事长柯云峰先后荣获“华南地区健康行业十大风云人物”、“2012中国药品零售市场最具魅力人物”等荣誉称号。大股东柯氏家族本身拥有良好的参茸饮片开发与经营背景，工商业一体化的协同性较强。

看点四：大股东股权集中，股权释放空间大

表：一心堂、益丰、老百姓三家零售药店上市后做股权激励或员工持股情况

药店名称	时间	类型 (股权激励/员工持股)	覆盖员工数	价格 (元)	锁定期 (年)	股份数 (万股)	占总股本比例 (%)	复权价 (元)
一心堂 (已终止)	2015年8月	员工持股	105	54.61	3	171.5	0.62	26.26
益丰药店 (草案)	2019年4月	股权激励	127	28.90	1-3	271.30	0.72	28.90
老百姓	2019年3月	股权激励	207	30.12	1-3	177.49(加预留部分)	0.62 (加预留部分)	30.12

资料来源：公司公告，太平洋证券研究院

- **大参林大股东股权集中，股权释放空间大：**零售药店作为人员密集型行业，在并购扩张期有必要给予适当激励。参考同行业的三家零售药店一心堂、益丰、老百姓上市后所做的股权激励或员工持股情况，三家零售药店有效地将股东利益和个人利益联系在一起，而大参林大股东持股比例较高，未来若实施股权激励，则释放空间较大。（仅理论分析，实际以公司公告为准）

 **看点五：门店结构优化，加速释放利润，19年开始业绩提速**

看点五：门店结构优化，加速释放利润，19年开始业绩提速

表：大参林2014年-2019年Q1门店数量梳理

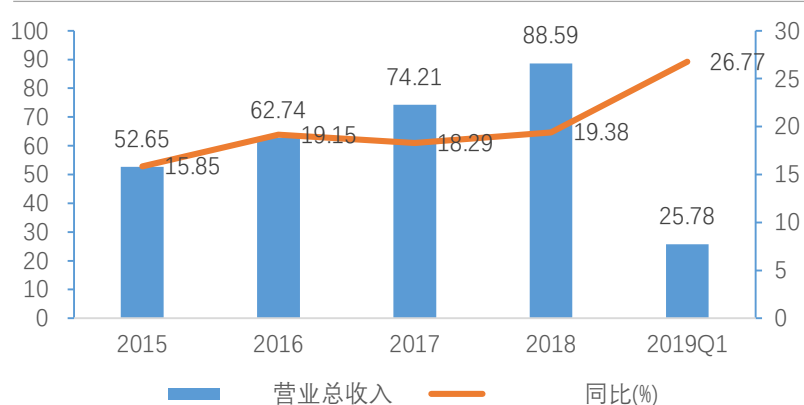
	2014	2015	2016	2017	2018Q1	2018Q2	2018Q3	2018	2019Q1
门店总数	1602	1921	2409	2985	3234	3404	3676	3880	4009
当期新增门店数	348	350	512	633	263	186	283	967	155
其中新开					130	202	219	701	104
其中并购					133	-16	64	266	51
当年关闭门店数	24	31	24	57	14	16	11	72	26
当年净增加门店数	324	319	488	576	249	170	272	895	129
关闭门店比例	1.50%	1.61%	1.00%	1.91%	0.43%	0.47%	0.30%	1.86%	0.65%
覆盖省份	6	6	6	6	6	6	6	6	6

资料来源：招股说明书，公司公告，太平洋证券研究院

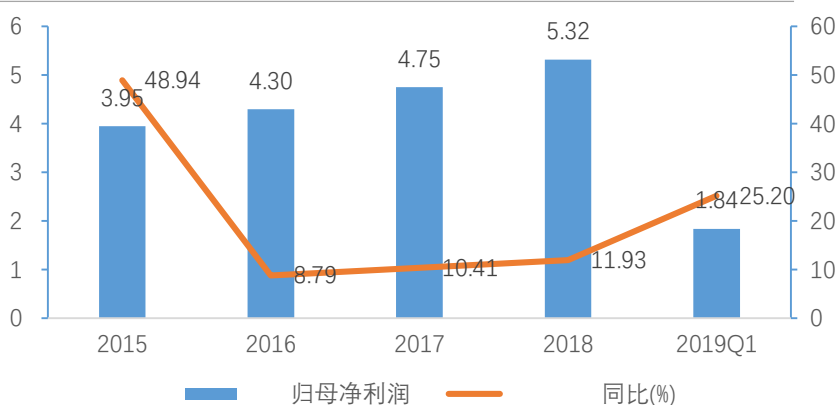
- 14-18年新增门店数逐年加速，尤其是上市之后17-18年，新增门店数分别为633和967家；一方面是IPO带来充裕资金，另一方面也顺应行业集中度提升趋势，加速开店及并购，提升区域市占率。
- **新开店19年进入收获期**：从下文数据看出，大参林门店盈亏平衡周期在15-16月左右，其中广东省内更快。因此，16-17年新增的1145家门店，预计将在19年进入盈利期，未来3年次新店和老店占比提升将带来业绩提速与净利率提升。

看点五：门店结构优化，加速释放利润，19年开始业绩提速

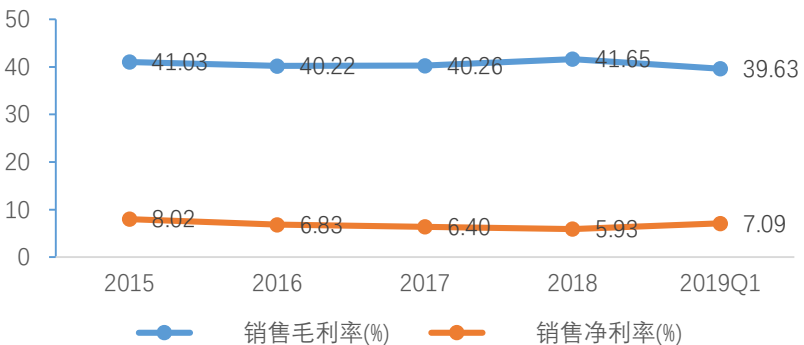
图：大参林收入（亿）及同比增长



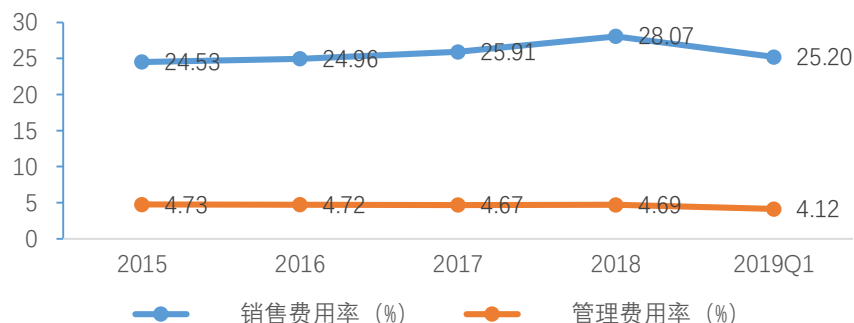
图：大参林归母净利润（亿）及同比增长



图：大参林毛利率、净利率



图：大参林销售及管理费用率



资料来源：公司公告，太平洋证券研究院

资料来源：公司公告，太平洋证券研究院

➤ **19年拐点确立**：15年末公司老店（除新店外的门店）数量占比82%，收入占比96%，业绩增长基石稳固。16-18净增加门店1959家，16-18年收入每年接近20%增长，利润由于前期开店投入较多，增速约10%。19年一季度收入利润开始提速，拐点确立，全年利润增长有望超25%，新开门店步入收获期。

看点五：门店结构优化，加速释放利润，19年开始业绩提速

表：大参林门店生命周期（金额单位：万元）

区域	时间	类别	数量	营业收入		毛利率	利润总额		净利润（推算值）		净利率
				总额	单店平均		总额	单店平均	总额	单店平均	
广东省	2014年	老店	1099	371303	337.86	36.89%	55038	50.08	41278	37.56	11.12%
		新店	221	12370	55.97	37.31%	-2003	-9.06	-2003	-9.06	-16.19%
	2015年	老店	1308	422403	322.94	37.65%	64050	48.97	48038	36.73	11.37%
		新店	248	12698	51.20	37.94%	-1540	-6.21	-1540	-6.21	-12.13%
2016年	老店	1536	490162	319.12	37.12%	70017	45.58	52513	34.19	10.71%	
	新店	273	18302	67.04	37.27%	-2092	-7.66	-2092	-7.66	-11.43%	
	广东省外	2014年	老店	155	50329	324.70	34.83%	4558	29.41	3418	22.05
广东省外	2014年	新店	127	4803	37.82	33.86%	-2865	-22.56	-2865	-22.56	-59.6%6
		老店	270	65058	240.96	36.25%	4872	18.05	3654	13.53	5.62%
	2015年	新店	102	6025	59.07	35.61%	-2006	-19.67	-2006	-19.67	-33.30%
		老店	361	82090	227.40	36.81%	6878	19.05	5159	14.29	6.28%
	2016年	老店	361	82090	227.40	36.81%	6878	19.05	5159	14.29	6.28%
		新店	239	13968	58.44	29.30%	-1655	-6.92	-1655	-6.92	-11.85%

资料来源：招股说明书，公司公告，太平洋证券研究院

看点五：门店结构优化，加速释放利润，19年开始业绩提速

接上表：大参林门店生命周期

区域	时间	类别	数量	营业收入		毛利率	利润总额		净利润（推算值）		净利率
				总额	单店平均		总额	单店平均	总额	单店平均	
加权平均	2014年	老店	1254	421632	336.23		59595	48	44697	35.64	10.60%
		新店	348	17173	49.35		-4868	-14	-4868	-13.99	-28.35%
	2015年	老店	1578	487461	308.91		68922	44	51692	32.76	10.60%
		新店	350	18724	53.50		-3546	-10	-3546	-10.13	-18.94%
	2016年	老店	1897	572252	301.66		76895	41	57672	30.40	10.08%
		新店	512	32270	63.03		-3747	-7	-3747	-7.32	-11.61%

- 注：根据省内、省外数据，计算出整体区域及门店平均水平，其中净利润为推算值，净利润=利润总额*（1-所得税税率），所得税税率取25%计算。
- **老店**：广东省内及省外单店毛利率持续提升，因规模效应及产品结构优化所致；净利率保持稳定，16年略有下降，但也是门店扩张后费用提升带来的短暂影响。省内净利率约11%，高出省外约一倍，远高于行业5-6%的水平，省外与行业平均值持平。
- **新店**：广东省内及省外新店逐年减亏，省外毛利率、净利润提升幅度快于省内，16年省内外新店净利率水平已经基本持平，反映出省外稳扎稳打后经营效率提升较快，公司17-19Q1公司披露口径调整为华南（广东、广西）、华中（河南）、华东（江西、浙江、福建），也能够看出省外（华中、华东）收入快速增长，整体毛利率较14-16年大幅提升。

图：大参林分区域收入增速及毛利率趋于提升/稳定

	华南		华中		华东	
	2017	2018	2017	2018	2017	2018
收入增速	15.12%	16%	50.85%	36.98%	57.56%	75.59%
毛利率	39.09%	39.02%	36.90%	35.36%	43.70%	43.57%

资料来源：公司公告，太平洋证券研究院

看点五：门店结构优化，加速释放利润，19年开始业绩提速

表：大参林门店2017—2019年Q1门店累计数量

店型	2017	2018Q1	2018H1	2018Q1-3	2018	2019Q1
华南地区	2600	2712	2872	3080	3265	3365
华东地区	50	157	158	209	221	223
华中地区	302	365	374	387	394	408

资料来源：招股说明书，公司公告，太平洋证券研究院

表：大参林门店2017—2019年Q1月均坪效（单位：元/平米）

店型	2017	2018Q1	2018H1	2018Q1-3	2018	2019Q1
华南地区	2,939.99	2,767.93	2,731.38	2,733.27	2,733.75	2,669.84
华东地区	1,865.79	1,573.95	1,750.52	1,449.92	1,662.07	1,792.95
华中地区	2,134.20	1,776.51	1,535.09	1,750.28	1,727.37	1,886.09

资料来源：招股说明书，公司公告，太平洋证券研究院

- ▶ 华南地区：公司在优势区域（广东、广西）以自建为主，借助原有品牌与规模优势迅速占领市场，现已经逐渐进行覆盖两省大部分的县城、乡镇。广东地区居民消费能力强，盈利能力稳健，消费潜力巨大。
- ▶ 其他地区：并购+自建双管齐下，广西、河南、福建重点发展的区域业绩均取得重大的突破，广西18年新增门店243家，营业收入同比增长37.41%；河南18年新增门店137家，营业收入同比增长36.98%——公司跨省扩张经营能力逐步增强，区域内竞争壁垒不断提升。
- ▶ 18年各区域坪效相对17年略有下滑，是门店扩张加速后新店拉低所致，为暂时性因素；19Q1相对18Q1，华东和华中地区已经明显提升。分析华南地区下降的原因，19Q1较18Q1门店新增近600家，估计新店对整体值有影响，但属于阶段性因素，整体看平效仍是平稳的。

看点五：门店结构优化，加速释放利润，19年开始业绩提速

表：按店龄结构拆分的估值模型

	2014	2015	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E
门店总数	1,602	1,921	2,409	2,985	3,880	4,880	5,880	6,880
1、当年新店	348	350	512	633	967	1,000	1,000	1,000
当年新店店均收入 (万元)	49	54	63	70	76	82	87	93
yoy		8.4%	17.8%	11.0%	8.0%	8.0%	7.0%	6.0%
当年新店收入 (百万元)	172	187	323	443	731	816	873	926
净利率	-30%	-30%	-25%	-15%	-13%	-13%	-13%	-13%
净利润 (百万元)	-51.52	-56.18	-80.68	-66.43	-94.99	-106.09	-113.51	-120.32
2、1-2年店		348	350	512	633	967	1,000	1,000
次新店数量占比		18%	15%	17%	16%	20%	17%	15%
店均收入 (万元)		98.70	102	105	108	111	114	118
收入 (百万元)		343	356	536	683	1,074	1,144	1,179
净利率		1%	1%	1%	1%	1%	1%	1%
净利润 (百万元)		3.43	3.56	5.36	6.83	10.74	11.44	11.79
老店	1,254	1,223	1,547	1,840	2,280	2,913	3,880	4,880
老店数量占比		64%	64%	62%	59%	60%	66%	71%
店均收入 (万元)	336	370	347	330	310	316	320	330
收入 (百万元)	4,216	4,531	5,367	6,072	7,068	9,205	12,416	16,104
净利率	7%	9%	9%	9%	9%	9%	8%	8%
净利润 (百万元)	295.14	410	458	528	636	810	1,018	1,288
模型值 合计								
总收入 (百万元)	4,388	5,062	6,045	7,051	8,481	11,095	14,433	18,208
YOY		15.4%	19.4%	16.6%	20.3%	30.8%	30.1%	26.2%
净利润	244	357	381	467	548	715	916	1,180
YOY		46.7%	6.5%	22.7%	17.3%	30.4%	28.2%	28.8%

资料来源：招股说明书，公司公告，太平洋证券研究院

看点五：门店结构优化，加速释放利润，19年开始业绩提速

表：

	2014	2015	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E
实际值 合计								
总收入（百万元）	4,545	5,265	6,274	7,421	8,859	11,590	15,076	19,019
YOY	22.6%	15.9%	19.1%	18.3%	19.4%	30.8%	30.1%	26.2%
归母净利润（百万元）	266	395	430	475	532	693	889	1,145
YOY	34.5%	48.9%	8.8%	10.4%	11.9%	30.4%	28.2%	28.8%
净利率	5.84%	7.51%	6.86%	6.40%	6.00%	5.98%	5.89%	6.02%
模型值-实际值								
收入差异		-204	-228	-370	-378	-494	-643	-811
净利润差异	-22	-38	-49	-8	16	21	27	35
EPS					1.02	1.33	1.71	2.20
PE					39	30	24	18

资料来源：招股说明书，公司公告，太平洋证券研究院

- **假设依据：**1) 直接引用上文招股书中披露的14-16年广东省内外新老店收入及利润，作为模型基础。2) 19-21年每年新增1000家门店。3) 模型未考虑关闭门店数量，因每年关闭几十家，数量较少，且关店店龄不详。4) 17-18年受行业店均服务人次减少、医保核查等因素影响，老店店均收入假设较谨慎。5) 因历史数据有限，14-18年的收入利率绝对值与模型值有差异，我们选取19-21年的模型增速作为预测依据。
- **模型中验证了19年提速的逻辑：**19年次新店和老店占比均达到历史最高值，且前几年占比是下滑的。次新店收入增速是门店生命周期中的峰值，19-21年老店占比逐年提升，因此判断公司净利率将稳中有升。
- **盈利预测：**随着公司在华南地区市占率不断提升，前期新开店逐步进入盈利期，收入提润增速上到新台阶，预计2019-2021年净利润分别为6.93/8.89/11.45亿元，对应PE分别为30、24、18倍。维持“买入”评级。

- **风险提示：**门店并购后业绩不及预期。

太平洋医药团队介绍

杜佐远：太平洋医药行业首席分析师，9年医药卖方、买方研究和投资经验。浙江大学制药工程学士，上海财经大学金融学硕士。曾任职国信证券医药分析师4-5年、诺安基金医药研究&投资3年，2017年10月加入太平洋证券。前瞻、深入、靠谱，善于底部挖掘成长大牛股和拐点型公司&细分板块投资机会，伴随公司中长期成长。

蔡明子：太平洋医药行业分析师，3年医药行业研究经验。澳门科技大学金融硕士，曾任职民生证券医药分析师，2018年4月加入太平洋证券，重点覆盖医疗服务、零售药店、商业批发等板块，深入产业链调研，研究深入扎实。

苑建：太平洋医药行业分析师，2年医药行业研究经验。香港理工大学药学博士，曾任职渤海证券医药分析师，2017年11月加入太平洋证券，重点覆盖创新药、新型疫苗、血制品等板块，研究深入扎实。

王斌：太平洋医药行业分析师，2-3年医药行业研究经验。北京大学药物化学专业博士。曾任职渤海证券医药行业分析师，2018年4月加入太平洋证券，重点覆盖创新药、仿制药、政策等板块，研究深入扎实。

云天洋：太平洋医药行业助理分析师，英国拉夫堡大学金融硕士，2018年6月加入太平洋证券，重点覆盖医疗服务等板块，具备较为丰富的医疗产业资源，同时协同组内成员开展工作。

投资评级说明

投资评级说明

■ 行业评级

看好：我们预计未来6个月内，行业整体回报高于市场整体水平5%以上；

中性：我们预计未来6个月内，行业整体回报介于市场整体水平-5%与5%之间；

看淡：我们预计未来6个月内，行业整体回报低于市场整体水平5%以下。

■ 公司评级

买入：我们预计未来6个月内，个股相对大盘涨幅在15%以上；

增持：我们预计未来6个月内，个股相对大盘涨幅介于5%与15%之间；

持有：我们预计未来6个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与5%之间；

减持：我们预计未来6个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与-15%之间；

卖出：我们预计未来6个月内，个股相对大盘涨幅低于-15%。

重要声明



研究院/机构业务部

中国北京 100044

北京市西城区北展北街九号

华远·企业号D座

电话：(8610)88321761/88321717

传真：(8610) 88321566

重要声明

太平洋证券股份有限公司具有证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号 13480000。

本报告信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归太平洋证券股份有限公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。任何人使用本报告，视为同意以上声明。