

大参林 (603233) 深度研究

## 业绩逐渐兑现 龙头地位显现

2019 年 06 月 26 日

## 【投资要点】

- ◆ 我国药品零售市场稳健发展，仍处于竞争型市场，龙头企业借助资本力量加速整合，连锁药店优势强化且日趋品牌化，连锁率将继续提升。
- ◆ 公司为国内大型医药零售龙头企业，产品结构稳定，业绩保持稳定增长。在参茸滋补药材领域形成了自主品牌为主、覆盖高中低各档次产品。公司在我国重要的医药消费市场华南地区（广东、广西）树立了较高的品牌知名度和较强的市场竞争力。同时，公司不断向周边省市辐射，实现跨区域发展。截至 2019Q1，公司的医药零售业务已进入河南、江西、福建和浙江等多个省份，在华南地区以外市场的门店数达 633 家（公司门店总数达到 4009 家）。
- ◆ 公司始终贯彻“精细化管理”的日常管理理念，建立高效的物流配送体系，并借助现代化的信息技术手段，有效地提高了经营绩效和市场竞争能力。公司盈利能力与收益质量向好，投资回报率较高，日均坪效、租金坪效和人效等指标均排名前列。2016-2017 年新增的门店较多，根据门店盈利周期，其将于 2019 年扭亏并贡献利润。



挖掘价值 投资成长

买入 (上调)

目标价：50.31 元

东方财富证券研究所

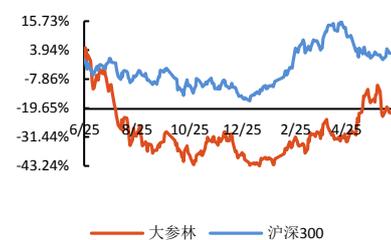
证券分析师：何玮

证书编号：S1160517110001

联系人：喻凤

电话：021-23586480

相对指数表现



基本数据

总市值 (百万元)	21830.15
流通市值 (百万元)	3500.99
52 周最高/最低 (元)	72.30/37.00
52 周最高/最低 (PE)	55.86/29.22
52 周最高/最低 (PB)	10.24/5.02
52 周涨幅 (%)	-17.94
52 周换手率 (%)	377.77

相关研究

《门店经营稳中向好 营收利润同步增长》

2019.04.30

《业绩稳定增长 正式发展加盟业务》

2019.04.25

《保持较快开店速度 业绩呈现稳定上升》

2019.03.08

《稳定优势，强势扩张》

2017.12.15

## 【投资建议】

公司为国内大型医药零售龙头企业，产品结构稳定，业绩保持稳定增长。在参茸滋补药材领域形成了自主品牌为主、覆盖高中低各档次产品。公司在我国重要的医药消费市场华南地区（广东、广西）树立了较高的品牌知名度和较强的市场竞争力。同时，公司不断向周边省市辐射，实现跨区域发展。2016-2017年新增的门店较多，根据门店盈利周期，其将于2019年扭亏并贡献利润。

我们维持公司19/20/21年营业收入分别为102.26/121.23/143.74亿元，归母净利润分别为6.08/7.28/8.62亿元，EPS分别为1.17/1.4/1.66元，对应PE分别为34/29/24倍。我们采取7.51%的WACC和1.5%的永续增长率进行DCF估值，DCF估值结果为59.96元。基于公司历史PE情况，目前我们在相对估值法中向益丰药房看齐，给予43倍PE，2019年目标价50.31元。六个月目标价50.31元，首次覆盖，给予“买入”评级。

## 盈利预测

项目\年度	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	8859.27	10225.66	12123.32	14374.32
增长率(%)	19.38	15.42	18.56	18.57
EBITDA(百万元)	989.29	976.50	1168.93	1379.79
归母净利润(百万元)	531.63	608.19	728.08	862.07
增长率(%)	11.93	14.40	19.71	18.40
EPS(元/股)	1.02	1.17	1.40	1.66
市盈率(P/E)	39.22	34.29	28.64	24.19
市净率(P/B)	6.86	6.12	5.35	4.62
EV/EBITDA	20.09	19.98	16.38	13.39

资料来源：Choice，东方财富证券研究所

## 【风险提示】

处方外流滞后；  
 开店速度不达预期；  
 业绩增长不达预期；  
 费用增长过快；

## 正文目录

1. 大型医药零售企业 .....	5
1.1. 公司简介 .....	5
1.2. 公司主要优势 .....	6
1.2.1. 深耕华南 走向全国 .....	6
1.2.2. 运营精细 管理成熟 .....	7
1.2.3. 商品稳定 物流高效 .....	8
1.2.4. 团队专业 客户稳定 .....	9
1.2.5. 经营差异化 大健康闭环 .....	10
2. 医药零售空间大 .....	10
2.1. 行业发展趋势良好 .....	11
2.2. 行业处于竞争型市场 .....	14
2.3. 政策环境温和 .....	15
3. 公司具备比较优势 .....	17
3.1. 收入结构总体稳定 .....	17
3.2. 红参消费前景好 .....	20
3.3. 盈利能力与收益质量改善 .....	22
3.3.1. 毛利率与净利率 .....	22
3.3.2. 期间费用率 .....	23
3.4. 投资回报率好 .....	24
4. 盈利预测与估值 .....	25
4.1. 盈利预测 .....	25
4.2. 估值与投资建议 .....	26
5. 风险提示 .....	28

## 图表目录

图表 1: 公司时间轴 .....	5
图表 2: 公司股权结构 .....	6
图表 3: 2017 年区域医药销售统计 TOP10 .....	6
图表 4: 2017 年药品零售企业销售总额 TOP10 .....	7
图表 5: 公司门店分布情况 .....	7
图表 6: 公司各项业务环节制度 .....	7
图表 7: 直营连锁门店管理体系 .....	8
图表 8: 截止 2018 年底公司即将新增的配送中心详情 (平方米) .....	9
图表 9: 直营连锁门店管理体系 .....	9
图表 10: 医药产业链 .....	11
图表 11: 我国药品批发/零售企业数量 (家) .....	11
图表 12: 我国药品流通市场情况 (亿元, %) .....	11
图表 13: 我国药店销售规模 (亿元, %) .....	11
图表 14: 我国药品流通市场按销售渠道分类 (%) .....	12
图表 15: 我国药品终端销售市场分类 (%) .....	12
图表 16: 公立医院处方外流市场规模粗略测算 .....	12
图表 17: 2017 年典型样本城市零售药店销售品类结构 .....	13
图表 18: 我国零售门店增长情况 (家, %) .....	13

图表 19: 我国注册执业药师现状 (万人, %)	13
图表 20: 全国零售药店分类管理指导意见 (征求意见稿)	13
图表 21: 我国药品零售连锁企业平均门店情况 (家)	14
图表 22: 我国零售药店连锁率 (%)	14
图表 23: 我国药品批发企业营收集中度 (%)	14
图表 24: 我国药品零售企业营收集中度 (%)	14
图表 25: 2018-2019 年度中国药店直营连锁 TOP10 (家)	15
图表 26: 近年零售药店相关政策	15
图表 27: 四大上市药房营业收入情况 (亿元, %)	17
图表 28: 四大上市药房归母净利润情况 (亿元, %)	17
图表 29: 四大上市药房净资产情况 (亿元, %)	17
图表 30: 四大上市药房经营活动产生的现金流净额 (亿元, %)	17
图表 31: 大参林分行业收入构成 (%)	18
图表 32: 大参林分行业收入情况 (亿元, %)	18
图表 33: 大参林分产品收入构成 (%)	18
图表 34: 大参林分产品收入情况 (亿元, %)	18
图表 35: 大参林分地区收入构成 (%)	19
图表 36: 大参林分地区收入情况 (亿元, %)	19
图表 37: 四大上市药店门店增长情况 (家, %)	19
图表 38: 大参林门店自建/收购/关闭情况 (家, %)	19
图表 39: 四大上市药店单店收入情况 (万元)	20
图表 40: 四大上市公司收入/门店增速情况 (%)	20
图表 41: 华韩高丽韩参王参 150g 良字 30 支 6 年根	20
图表 42: 公司参茸滋补药材收入情况 (亿元, %)	20
图表 43: 公司销售红参产品毛利率情况	20
图表 44: 公司向华韩药业的采购情况 (万元)	21
图表 45: 公司不同红参产品毛利率差异的原因	21
图表 46: 公司分品类毛利率情况 (%)	22
图表 47: 公司分地区毛利率情况 (%)	22
图表 48: 四大药房零售毛利率情况 (%)	22
图表 49: 四大药房零售净利率情况 (%)	22
图表 50: 四大药房分行业收入构成 (%)	23
图表 51: 四大药房分产品品类收入构成 (%)	23
图表 52: 四大药房期间费用率 (%)	23
图表 53: 四大药房销售费用率 (%)	23
图表 54: 四大药房管理费用率 (%)	24
图表 55: 四大药房财务费用率 (%)	24
图表 56: 上市药店 ROA (%)	24
图表 57: 上市药房 ROIC (%)	24
图表 58: 上市药店 ROE (%)	25
图表 59: 上市药房精细化管理情况	25
图表 60: 营业收入拆分明细	25
图表 61: 公司盈利预测	26
图表 62: DCF 估值模型 (FCFF) 的基本假设	27
图表 63: 四大上市药房企业	27
图表 64: 历史 PE (TTM) 区间	27
图表 65: 历史 PB 区间	27

## 1. 大型医药零售企业

### 1.1. 公司简介

公司专注于中西成药、参茸滋补药材及中药饮片、保健品、医疗器械及其他商品的连锁零售业务，为消费者提供优质实惠的健康产品和服务，是全国规模领先的大型医药零售企业。自成立以来，公司的主营业务未发生重大变化。公司在参茸滋补药材领域形成了自主品牌为主、覆盖高中低各档次产品，以满足不同消费人群需求的特色业务。根据《中国药店》的数据显示，公司获得2018-2019中国药店价值榜百强第四名、2017-2018、2018-2019中国药店直营连锁百强第二名。

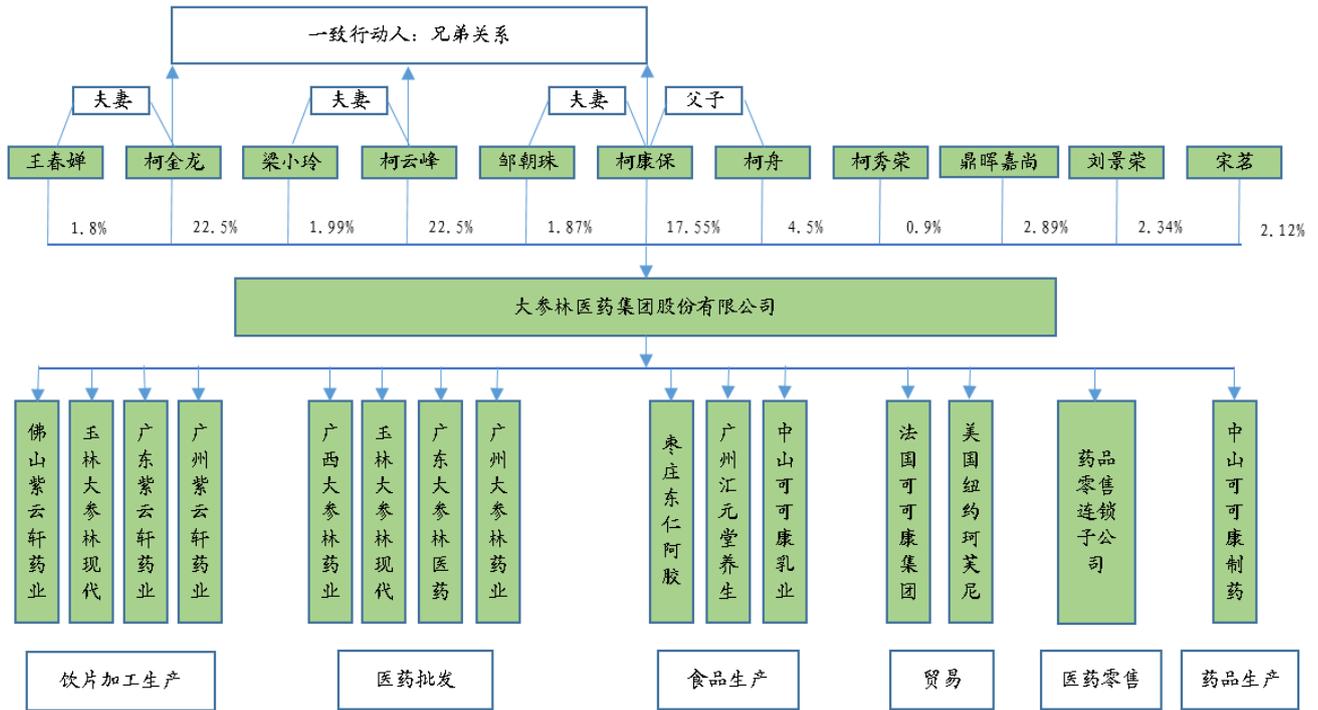
图表1：公司时间轴

时间	主要事件
1993年	公司前身—茂名市参茸大药房成立
1998年	在湛江开店，正式开始跨区连锁经营
1999年	茂名市大参林医药连锁有限公司成立（注册资本600万元）
2001年	公司更名为广东大参林连锁药店有限公司（注册资本1080万元）
2004年	总部迁至广州，并冠名为广东大参林药店有限公司
2006年	广西子公司与福建子公司成立，实施全国发展战略；收购广东怡康，业务范围向上游延伸
2008年	完成对广东省21个地级市市场的全面覆盖；注册资本增至6000万元；
2009年	与河南漯河广惠和签订并购协议，进入中原地区；注册资本增至12000万元
2011年	举办“千店同庆”暨答谢供应商宴会，庆祝门店突破1000家
2012年	公司注册资本增至16490万元
2013年	股改后更名为大参林医药集团股份有限公司；注册资本增至20000万元
2014年	获批“中国驰名商标”
2015年	公司注册资本增至36000万元
2016年	举办“星耀2000，梦想起航”庆典，庆祝门店突破2000家；先后分别和内蒙古惠丰堂、河南许昌保元堂等数家连锁企业签订参股控股合作协议
2017年	正式获批上海证券交易所主板上市

资料来源：公司公告，东方财富证券研究所

公司的控股股东、实际控制人为柯云峰、柯康保、柯金龙，三人为兄弟关系。截止目前，柯云峰、柯金龙、柯康保分别直接持有公司22.50%、22.50%和17.55%股份，三人共直接持有公司62.55%的股份；此外，上述三人通过广州鼎业投资、广州拓宏投资、广州智威投资、广州联耘投资间接控制公司共计2.70%的股份。

图表 2：公司股权结构



资料来源：Choice，东方财富证券研究所

## 1.2. 公司主要优势

### 1.2.1. 深耕华南 走向全国

公司起步于我国重要的医药消费市场广东省，凭借对广东、广西等华南地区医药市场和消费习惯的深刻认识，历经十几年的精耕细作，逐步在华南地区建立了密集合理的业务布局，树立了较高的品牌知名度和较强的市场竞争力。

图表3: 2017年区域医药销售统计TOP10

序号	地区	销售总额 (万元)	西药 类销售 比重 (%)	中成药 销售比 重 (%)	中药材 类销售 比重 (%)	地区	西药类 销售比 重 (%)	地区	中成药 销售比 重 (%)	地区	中药材 类销售 比重 (%)
	全国 合计	200162539	73.17	14.97	3.05	全国 合计	100	全国合 计	100	全国 合计	100
1	广东省	18702598	72.24	17.88	3.04	广东省	9.22	广东省	11.16	重庆市	19.22
2	北京市	17031004	67.27	16.87	4.39	上海市	8.82	北京市	9.59	北京市	12.22
3	上海市	16177115	79.83	8.16	3.66	北京市	7.82	江苏省	8.47	上海市	9.68
4	江苏省	14882591	75.21	17.06	1.53	江苏省	7.64	浙江省	7.58	广东省	9.31
5	浙江省	14513488	74.73	15.66	3.7	浙江省	7.41	山东省	6.47	浙江省	8.78
6	山东省	11439902	74.11	16.95	0.81	安徽省	6.18	重庆市	6.34	湖南省	5.82
7	河南省	11176306	73.61	11.12	1.63	山东省	5.79	上海市	4.41	江苏省	3.72
8	安徽省	10975667	82.48	6.16	0.42	河南省	5.62	河南省	4.15	陕西省	3.49
9	四川省	8101777	81.72	10.43	2.48	四川省	4.52	云南省	4.00	四川省	3.28
10	云南省	7610200	74.88	15.75	2.01	湖北省	3.97	湖南省	3.54	河南省	2.99

数据来源：商务部，东方财富证券研究所

图表4：2017年药品零售企业销售总额TOP10

序号	企业名称	销售总额（万元）
1	国药控股国大药房有限公司	1107951
2	北京同仁堂（集团）有限责任公司	912020
3	云南鸿翔一心堂药业（集团）股份有限公司	850891
4	老百姓大药房连锁股份有限公司	833313
5	<b>大参林医药集团股份有限公司</b>	<b>830838</b>
6	重庆桐君阁大药房连锁有限责任公司	725001
7	益丰大药房连锁股份有限公司	560087
8	上海华氏药房有限公司	416633
9	湖北同济堂药房有限公司	382051
10	辽宁成大方圆医药连锁有限公司	362584

数据来源：商务部，东方财富证券研究所

截至2019年一季度末，公司在华南地区拥有门店达3376家，覆盖广东各地级市及广西主要地级市，并深入渗透到乡镇市场。2014-2016年，公司连续三年在MDC“中国药品零售企业竞争力百强榜”排名华南地区第一名。

同时，公司不断向周边省市辐射，实现跨区域发展。截至2019Q1，公司的医药零售业务已进入河南、江西、福建和浙江等多个省份，在华南地区以外市场的门店数达633家。

图表5：公司门店分布情况

地区	2018年末 门店数量	2019Q1新增	2019Q1关店	2019Q1末 门店总数
华南地区	3265	128	17	3376
华东地区	221	6	2	225
华中地区	394	21	7	408
总计	3880	155	27	4009

数据来源：公司公告，东方财富证券研究所。注：华南地区包括广东省、广西省；华中地区包括：河南省；华东地区包括：江西省、浙江省、福建省。

### 1.2.2. 运营精细 管理成熟

随着规模的不断扩大，公司的门店数量、商品种类、客户群体及员工人数等不断增加，公司始终贯彻“精细化管理”的日常管理理念，通过制定和执行系统化、标准化及规范化的流程，并借助现代化的信息技术手段，有效地提高了经营绩效和市场竞争力。

公司在各业务环节制定了细致的制度和流程文件，确保各项业务能高效、规范的执行。信息技术是零售药店企业实现精细化管理的重要手段，目前公司已经建立了行业领先、覆盖各业务环节的信息系统，有效提升了公司的精细化管理水平和管理效率。公司的主数据管理平台（MDM）能够实现集团内部各系统间主数据的统一，通过零售管理系统（MOM系统）、门店管理系统（POS系统）、仓库管理系统（WMS系统）和财务管理系统（EBS系统）的相互对接，从而实现公司物流、信息流与资金流的有效统一。

图表6：公司各项业务环节制度

业务环节	制度文件	主要内容
商品采购	《商品中心工作手册》	详细规范了职业守则、新品管理、库存管理、货款管理、价格管理、商品资料管理、促销管理、陈列管理、门店资源管理等；
物流配送	《物流配送》	详细规范了门店配送管理、采购配送管理、差错处理、来货

	操作手册》	破损处理、退货跟踪管理、补货管理、货物交接管理、盘点管理等；
门店管理	《门店标准作业手册》	详细规范了门店日常运作、商品管理、人事管理、顾客服务管理、门店形象管理、营业管理、销售管理、财务管理、GSP指引、计算机网管管理等；
财务管理	《财务中心工作手册》	详细规范了岗位职责、资金管理、商品管理、费用管理、预算管理、报表管理、人员管理、档案管理、资产管理、门店操作指导等；
质量管理	《商品购进管理制度》、《商品存储与养护管理制度》等	根据GSP要求详细规范了商品购进管理、收货与验收管理、存储与养护管理、出库复核与运输管理、有效期管理、质量投诉管理、商品销售管理、连锁门店质量管理等；

数据来源：公司公告，东方财富证券研究所

可复制性为连锁经营实现商业扩张和规模化运营的核心。经过多年的探索与发展，公司建立了一套标准化程度较高、可复制性较强的直营连锁门店管理体系，积累了较为成熟的门店拓展和管理经验，包括门店选址、门店装修、店员培训、商品陈列、新店运营评估、门店运营、销售管理、顾客服务管理、财务管理、市场分析、组织建设、绩效督导等。在此基础上，公司拓展部通过科学、全面的目标市场商圈分析和标准化的门店筹建，实现门店的快速复制。

图表7：直营连锁门店管理体系

项目	具体内容
目标市场选择	<ol style="list-style-type: none"> <li>1) 在公司整体发展战略的指导下，制定未来几年的门店拓展规划；</li> <li>2) 在目标市场的经济发展水平、零售药店的政策环境与竞争环境、消费需求与消费习惯、人口数量、人口集中度、目标消费人群等进行全面分析；</li> <li>3) 在目标市场分析的基础上，确定未来几年在目标市场的具体布点；</li> </ol>
目标商圈选择	<ol style="list-style-type: none"> <li>1) 对商圈进行分类，不同商圈类型制定明确的选择标准；</li> <li>2) 派专人到拟定商圈进行实地考察，对商圈的地理位置、人口规模、人口年龄结构、居民生活水平、竞争对手、商圈饱和度、未来的发展前景等进行全面分析；</li> </ol>
门店筹建	<ol style="list-style-type: none"> <li>1) 在拟定商圈内，综合考虑租赁的合法合规性、租赁价格等因素选择具体铺位，并派专人进行实地考察；</li> <li>2) 按要求提交《新店租赁审批表》、《租赁调查表》、《商圈图》、实地照片等资料报公司审批；</li> <li>3) 按照公司统一标准对门店进行装修、商品陈列，对新店员工进行系统的培训；</li> </ol>
新店评估	<ol style="list-style-type: none"> <li>1) 设定合理的盈利周期，针对不同地区的门店制定不同的月度、季度和年度盈利标准，对新开店铺进行跟踪评估；</li> <li>2) 按《新店拓展考核方案》对新店进行考核，并设立新店达标奖、新店系数鼓励奖、拓展系数达成奖等对新店拓展质量较好的门店进行奖励；</li> </ol>

数据来源：公司公告，东方财富证券研究所

### 1.2.3. 商品稳定 物流高效

经过十余年发展，公司已与2000余家国内外优质供应商保持了稳定的合作关系，覆盖了全国排名前100的制药企业和全国排名前5的医药流通企业，形成了范围广、产品全、质量优的商品供应体系。

大型药店连锁企业的门店多、分布广、商品多，其物流配送具有小批量、高频率、多品种等特点，物流配送体系的效率、合理性、自主配送能力影响物流配送效率及物流成本。按照贴近市场、注重效率的原则，公司根据业务布局

情况已建立了物流配送体系，在广州、茂名、顺德、江门、玉林、梧州、郑州、东莞、福州等地区设立物流仓库，负责对各自区域门店进行日常配送，配送半径规划合理，能快速响应门店的配送需求。

图表 8：截止 2018 年底公司即将新增的配送中心详情（平方米）

仓库地址	面积	进展	业态	可配送区域
玉林市玉州区玉林中医药健康产业园	15243	土建基本完成	自建	广西全境
漯河市沙澧产业集聚区	13440	土建基本完成	自建	河南全境
郑州市经开区联东U谷物流园内	5597.47	土建基本完成	购买物业	郑州、新密、巩义、濮阳
茂名市高新区南山小区茂名大道高新段28号	21800	主体工程已完成，正在进行内部设施安装	自建	粤西地区

数据来源：公司公告，东方财富证券研究所。注：玉林市玉州区玉林中医药健康产业园2019年1月开仓，漯河市沙澧产业集聚区2019年3月开仓。

此外，为满足公司日益增长的物流配送需求、保证配送的及时性和可靠性，公司采取了自主配送为主（配送半径小于200公里的门店，一般由公司自有车辆执行）、物流外包为辅的配送模式，自主配送量占总配送量的比例达80%。

#### 1.2.4. 团队专业 客户稳定

公司始终重视人才团队建设，坚持“人尽其才、才尽其用、共同发展、共享成功”的人才理念，建立了与自身特点相适应的人才选拔、任用、储备、培训、考核体系。在总部管理人才建设上，公司在内部培养的同时，通过在关键岗位从知名企业引进高素质人才的方式，学习、引进先进的管理理念和技术，提升公司的管理能力。公司具有良好的员工氛围，员工的忠诚度较高，目前公司中层以上核心人员有50%已经在公司从业5年以上。2015年，为进一步激励核心团队，公司对业务骨干实施了股权激励。

长期以来，公司高度重视“大参林”品牌的培育，以优质、平价的产品赢得了市场认可，在所覆盖的区域形成了良好的品牌形象。“大参林”已成为“广东省著名商标”、“中国驰名商标”。此外，通过多年的经营，公司培育了规模较大的稳定客户群体，通过会员积分管理、专项营销活动、定期的会员活动等，公司进一步提高了会员的忠诚度。大量稳定的客户群体，既是公司品牌实力的体现，也是公司稳定的收入来源。

图表 9：直营连锁门店管理体系

人力资源建设	主要方式
店长队伍建设	<ol style="list-style-type: none"> <li>1) 定期发布店长、班长竞聘通知；通过现场笔试、门店实操等选拔方式，保证人员的专业性；</li> <li>2) 通过案例分析等方式提高店长队伍分析问题、解决问题的能力；</li> <li>3) 重点关注店长队伍的成长，给予必要的指导并提供发展空间；</li> </ol>
招聘选拔	<ol style="list-style-type: none"> <li>1) 校园招聘：定期在各营运区所在地区本科院校招聘选拔；各子公司人事、营运主管及总部人力资源中心保持对员工的成长跟踪；</li> <li>2) 社会招聘：通过猎头公司招募公司发展所需的高级管理人才；通过主流招聘网站招聘专业性较强的业务人才及技术人才；</li> <li>3) 内部推荐：营运、商品、电商、配送等部门骨干员工绝大多数来自内部培养；</li> </ol>
岗位培训	<ol style="list-style-type: none"> <li>1) 制定人才培养计划：总部每年统一制订培训规划，全国分为五个培训基地集中实施店员、班长、店长和区域管理层等各层级员工培训；</li> <li>2) 关注核心人才的培养：每年组织中高层管理人才和技术人才参加不</li> </ol>

	<p>同类型的外训课程。通过内部核心人才的交流互动，打造内部核心课程；</p> <p>3) 重视培训成果的工作转换：由总部统一制定学习考试计划，以E-learning为平台搭建全面的学习和考试网络，通过考试系统检测成果转换情况；</p> <p>4) 推进企业文化和学习型组织的建设：从销售提升、管理内控等各方面设置适合企业内部使用、满足企业不同层级需求的课程，全面提升内部人才工作技能和推动学习型组织的建设；</p> <p>5) 将培训与企业发展、个人职业发展结合起来，建立专业化的培训管理平台，全员参与培训，逐步打造以人才为核心的企业竞争优势；</p>
人才储备	<p>1) 建立集团优秀本科生到期晋升制度，以更好地留下公司骨干储备人才并针对性培养；</p> <p>2) 重点关注各职能部门业务骨干，定向培训、长期跟踪；</p> <p>3) 营运骨干主要来自大参林校企合作单位，保障员工素质、增强归属感，并由干部管理团队定期进行成长跟踪；</p>

数据来源：公司公告，东方财富证券研究所

### 1.2.5. 经营差异化 大健康闭环

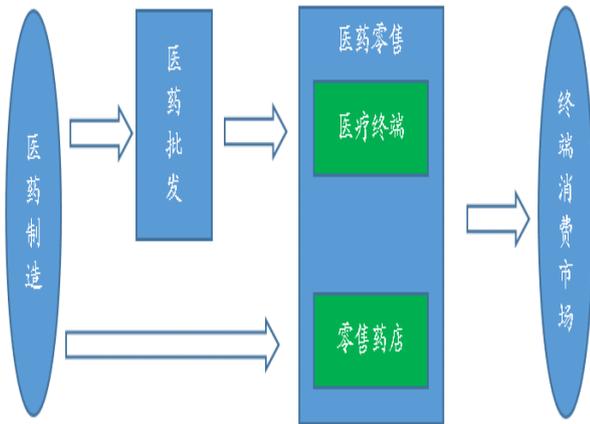
公司紧紧契合华南地区消费者对滋补养生健康产品的需求，着力发展参茸滋补药材特色业务，形成了较为明显的差异化竞争优势。凭借对中药消费市场的深刻认识和优质的参茸滋补药材产品，公司在参茸滋补药材消费群体中建立了良好的口碑，“大参林”已成为零售药店行业中销售参茸滋补药材的优质品牌。

服务由药向医延伸，打造大健康服务闭环。一方面，公司多渠道延展母婴、保健、进口产品、功能性器械等产品线，满足顾客横向购物需求；另一方面，公司积极与金融支付、健康体检、康复护理等业内一流企业进行全面合作；同时，公司积极与医疗结构开展合作，并加大自开中医馆/坐堂的拓展力度，提前布局大健康产业市场，以提供完善健康服务带动企业的全面发展。

## 2. 医药零售空间大

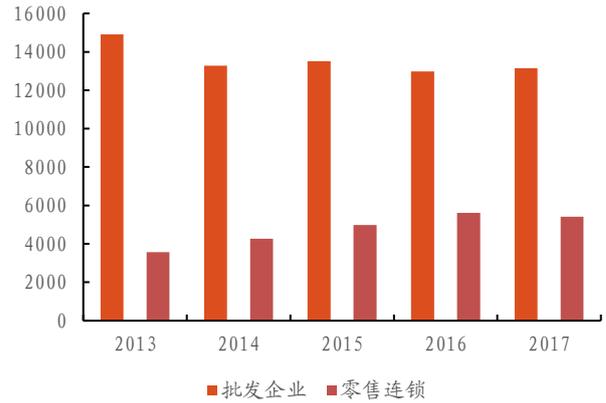
我国医药产业链主要包括医药制造、流通和消费三个环节。其中，医药流通可分为医药批发和医药零售，后者主要由医疗终端和零售药店构成。公司所处行业的上游主要是医药制造和医药批发行业。在医药制造业方面，我国药品制造企业多，同质仿制药品多、品牌药比例低，企业间竞争激烈。在医药批发方面，根据商务部数据，2017年末我国共有药品批发企业1.31万家，呈现较为零散的竞争格局。随着零售药店行业集中度的提高以及连锁率的提升，行业对其上游的议价能力将有所增强。公司所处行业的下游是终端消费市场，即广大消费者。

图表 10: 医药产业链



资料来源：公开数据，东方财富证券研究所

图表 11: 我国药品批发/零售企业数量（家）

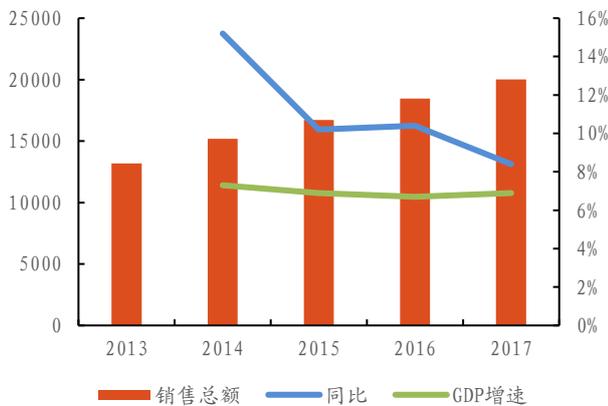


资料来源：商务部，东方财富证券研究所

## 2.1. 行业发展趋势良好

根据商务部数据，2017年我国药品流通市场规模达到20016亿元，同比增长8.4%；其中，药店销售规模达到3700亿元，同比增长9.2%。增长速度上均有回落，由较高速增长转为较稳定增长。

图表 12: 我国药品流通市场情况（亿元，%）



资料来源：商务部，东方财富证券研究所

图表 13: 我国药店销售规模（亿元，%）

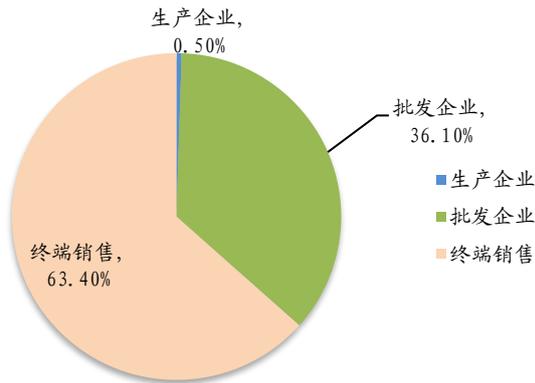


资料来源：商务部，东方财富证券研究所

根据终端渠道分，我国医药零售行业可以划分为医疗终端和零售药店，其中医疗终端占消费总量的70%左右，主要以处方药销售为主，消费者自主选择权弱；而零售药店占消费总量的30%左右，目前以OTC为主，消费者拥有充足的自主选择权。全国公立医院取消药品加成（中药饮片除外）、试点城市公立医院药占比总体降到30%左右，为处方外流奠定了坚实的基础，其中零售药店将成为最大的受益者。此外，“互联网+药店”将扮演重要角色，据商务部数据，估计2017年医药电商直报企业销售总额达到736亿元，占同期全国医药市场总规模的3.7%。

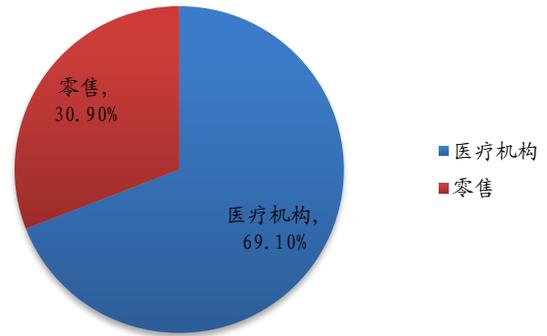
另外，商品与服务共同驱动也是未来药品零售产业的主要趋势之一。药品销售必须与健康服务相结合，实现双轮驱动，以顾客需求为核心，以服务带动产品销售。

图表 14: 我国药品流通市场按销售渠道分类 (%)



资料来源: 商务部, 东方财富证券研究所

图表 15: 我国药品终端销售市场分类 (%)



资料来源: 商务部, 东方财富证券研究所。注: 零售包括零售终端和居民零售。

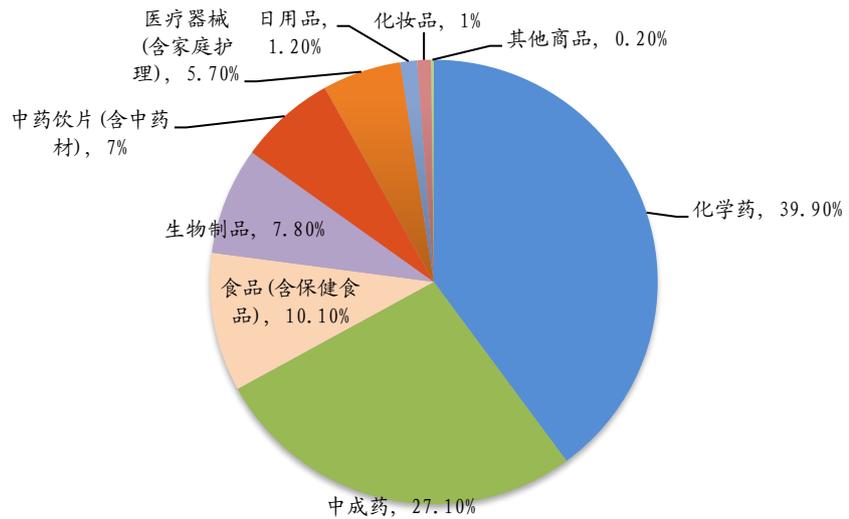
图表16: 公立医院处方外流市场规模粗略测算

指标	2015	2016	2017	2018E	2019E	2020E	2021E
医疗收入 (亿元)	18460	20571	22449	24615	26830	29245	31877
增速		11.4%	9.1%	9.6%	9%	9%	9%
药品收入 (亿元)	7542	7970	7930	7996	8049	8774	9563
增速 (降低药占比)		5.7%	-0.5%	0.8%	0.7%	9.0%	9.0%
药占比	40.9%	38.7%	35.3%	32.5%	30%	30%	30%
药品收入 (亿元)					8720	9505	10360
药占比 (不降低药占比)					32.50%	32.50%	32.50%
处方外流量 (亿元)					671	731	797

数据来源: 国家卫生统计年鉴, 东方财富证券研究所

根据中国医药商业协会典型样本城市零售药店2017年品类销售数据, 零售药店销售额中的药品类居主导地位, 占零售总额的81.8%, 其中西药占47.7%(化学药占39.9%、生物制品占7.8%), 中成药占27.1%, 中药饮片占7%; 非药品销售占比18.2%, 其中食品(含保健食品)占10.1%, 医疗器械(含家庭护理)占5.7%, 而化妆品、日用品、其他商品三类合计占比不足3%。

图表 17: 2017 年典型样本城市零售药店销售品类结构



资料来源：商务部，东方财富证券研究所

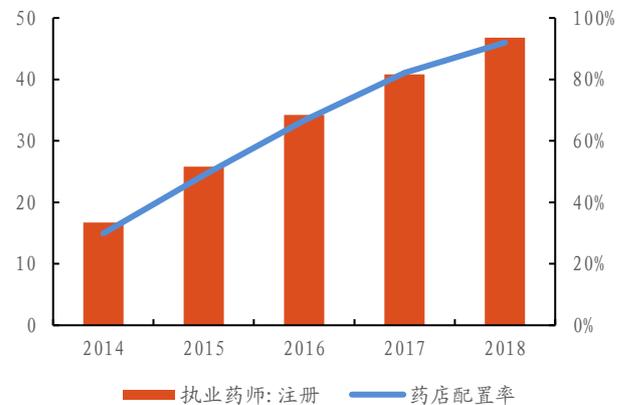
截止2018年底，国内共有约46.8万注册执业药师，其中注册于药品零售企业的执业医师41.9万人，占注册总数的89.4%。药店配置率为92%。按照1:1的门店药师配置要求，且通常大型门店的配置比例应该达到1:2，以2018年总共48.9万家药店来看，药师配置缺口仍然较大。

图表 18: 我国零售门店增长情况（家，%）



资料来源：商务部，东方财富证券研究所

图表 19: 我国注册执业药师现状（万人，%）



资料来源：商务部，东方财富证券研究所

图表 20: 全国零售药店分类管理指导意见（征求意见稿）

门店分类	经营范围	人员配置
I类店	乙类非处方药	至少1名药师或以上职称药学技术人员
II类店	非处方药、处方药（不包括禁止类、限制类药品）、中药饮片	至少1名执业药师（含执业中药师）和1名药师或以上职称药学技术人员
III类	非处方药、处方药（不包括禁止类药品）、中药饮片	至少2名执业药师和2名药师或以上职称的药学技术人员，网上集中审方可视为配有1名执业药师

数据来源：商务部，东方财富证券研究所。注：经营范围包括“中药饮片”的还应配备至少1名执业中药师；上述人员配备须与门店经营范围、经营规模相适应。

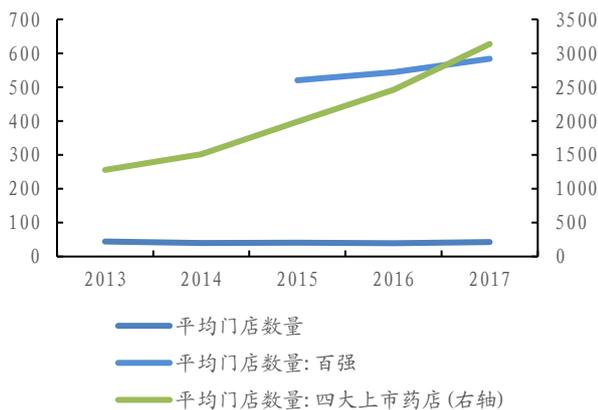
## 2.2. 行业处于竞争型市场

根据中国药品零售业综合竞争力调研情况分析,我国连锁药店企业数量以及门店数量持续增长。2017年药品连锁前100名企业销售总额为1232亿,占用其药品零售市场总额的30.80%,CR4为12.7% (<30%),仍然属于竞争型市场。截止到2017年末,连锁率已达到50.5%。在政策驱动、资本介入、规模化竞争等因素影响下,全国性和区域性龙头企业借助资本力量加速整合,连锁药店在竞争优势逐步强化的同时也日趋品牌化,连锁率将继续提升。

从连锁药店平均门店数量来看,总体规模仍然偏低。截至2017年末,全国药品连锁企业数为5409家,同比下降3.6%,药品连锁企业平均门店数为42.4家,同比增长7.7%。总体上,药品连锁企业平均门店仍然较低,主要原因为我国目前仍然存在大量的中小型连锁药店企业。

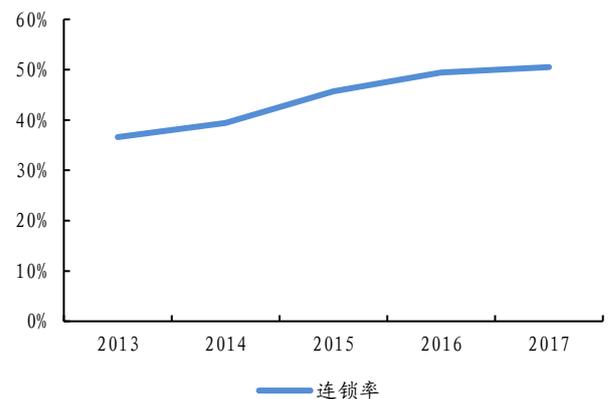
从龙头药店连锁企业来看,2017年药品零售额百强的药店连锁企业平均门店数量为583.6家,为全国平均值的近14倍。其中四大上市连锁药店企业一心堂、大参林、老百姓、益丰药房门店数量分别为5066家、2985家、2434家和2059家,约占百强药店连锁企业门店总数的23%,平均门店数量达3136家。

图表 21: 我国药品零售连锁企业平均门店情况 (家)



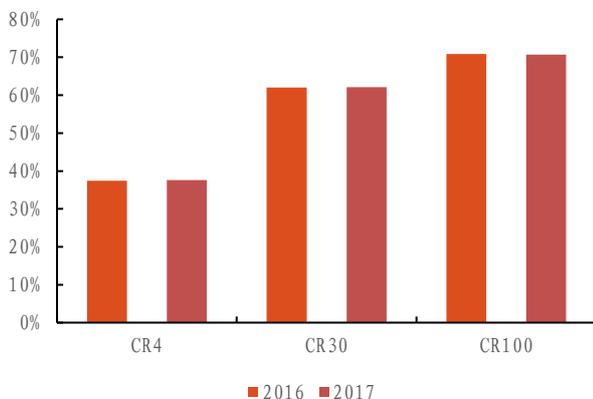
资料来源: 中国药店, 东方财富证券研究所

图表 22: 我国零售药店连锁率 (%)



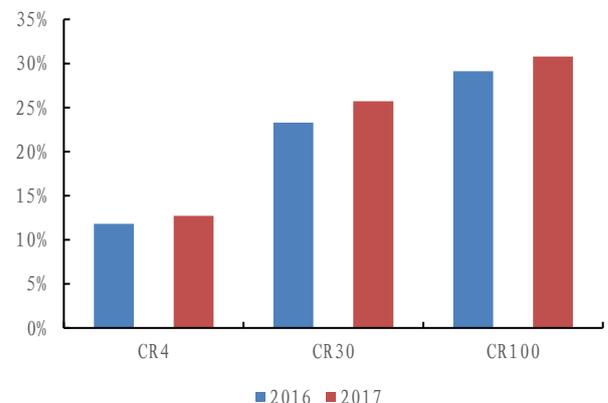
资料来源: 中国药店, 东方财富证券研究所

图表 23: 我国药品批发企业营收集中度 (%)



资料来源: 商务部, 东方财富证券研究所

图表 24: 我国药品零售企业营收集中度 (%)



资料来源: 商务部, 东方财富证券研究所

图表25：2018-2019年度中国药店直营连锁TOP10（家）

排名	公司名称	直营	加盟	分店数量	医保定点药店
1	云南鸿翔一心堂药业（集团）股份有限公司	5758	0	5758	4593
2	大参林医药集团股份有限公司	3880	0	3880	2980
3	老百姓大药房连锁股份有限公司	3400	600	4000	2860
4	益丰大药房连锁股份有限公司	3320	180	3500	2450
5	国药控股国大药房有限公司	3202	1073	4275	--
6	中国海王星辰连锁药店有限公司	2700	0	2700	--
7	甘肃众友健康医药股份有限公司	2306	0	2306	2130
8	苏州全亿健康药房连锁有限公司	2021	0	2021	1300
9	重庆桐君阁大药房连锁有限责任公司	1539	9036	10575	3545
10	云南健之佳健康连锁店股份有限公司	1530	0	1530	1070

数据来源：中国药店，东方财富证券研究所。注：根据《中国药店》当时所载数据。

### 2.3. 政策环境温和

国家致力于深化卫生体制改革，理顺药品流通环节、推动流通信息化、分级分类管理药店。2016年12月29日，商务部发布《全国药品流通行业发展规划（2016-2020年）》，旨在进一步推动我国药品流通行业转型升级，推进药品流通现代化建设。2017年1月9日，国务院发布了《“十三五”深化医药卫生体制改革规划》，旨在推进医药分开、深化药品供应和流通改革。2017年国务院发布《关于进一步改革完善药品生产流通使用政策的若干意见》，明确指出推进“互联网+药品流通”，规范零售药店互联网服务，推广“网订店取”等新型配送方式，与此同时鼓励有条件的地区依托原有信息系统，开展药师网上处方审核、合理用药指导等药事服务。

2018年11月23日，商务部发布《全国零售药店分类分级管理指导意见（征求意见稿）》，明确全国药店分类分级实施细则：分类由二类变三类，拓宽广东省要求的中药饮片经营范围；医保定点向高等级药店倾斜，鼓励门诊特殊病和慢病服务；监管趋严，动态核查每年至少1次。

2019年2月19日，《粤港澳大湾区规划纲要》正式发布，发展规划中提出“塑造健康湾区”。粤港澳大湾区覆盖香港、澳门和广东省广州市、深圳市、珠海市、佛山市、惠州市、东莞市、中山市、江门市、肇庆市，总面积达5.6万平方公里，2017年末总人口约7000万人，经济总量约10万亿元。按照近5年来粤港澳大湾区11城人口的年均增速测算，到2020年其人口将超过7300万，到2030年预计有3000万人口增长空间。“大湾区”建设将加强港、澳与广东省的经济联动，未来广东药品流通行业集中度还将进一步提升。根据广东省商务厅统计，2017年底全省药品批发企业达1570家，零售连锁企业下辖门店和单体药店的总量约达5.2万家，约占据全国11%的市场份额。公司在广东省已深耕多年，已经布局下辖所有21个地级市，完全覆盖了粤港澳大湾区在广东省内建设范畴区域。

2019年，增值税率下降和小规模纳税人转换正式实施。在零售整体改善、减税政策执行等利好之下，零售药店行业增长有望加快。

图表26：近年零售药店相关政策

时间	主要文件	主要内容	主要影响
2016.12	商务部《全国药品流通行业发展规划（2016-2020年）》	1) 提升行业集中度；2) 发展现代绿色医药物流；3) 推进“互联网+药品流通”；4) 提升行业开放水平；5) 完善行业标准体系等细分目标。目标到2020年，培育形成一批网络覆盖全国、集约化和信息化程度较高的大型药品流通企业。其中，药品批发100强企业	提升行业集中度

		业年销售额占药品批发市场总额90%以上; 药品零售100强企业年销售额占药品零售市场总额40%以上; 药品零售连锁率达50%以上。	
2016.12	国务院医改办会同卫计委等8部门《关于在公立医院机构药品采购中推行“两票制”的实施意见(试行)》	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); 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等
2017.1	国务院《“十三五”深化医药卫生体制改革规划》	1) 推进医药分开, 调整利益驱动机制, 破除以药补医; 2) 深化药品供应领域改革, 解决好低价药、“救命药”、“孤儿药”以及儿童用药的供应问题; 3) 深化药品流通体制改革, 加快发展药品现代物流, 推动流通企业向智慧型医药服务商转型。力争到2020年, 形成1家年销售额超过5000亿元的超大型药品流通企业; 完善国家药物政策体系, 调整市场格局, 使零售药店逐步成为向患者销售药械和提供药学服务的重要渠道。	推进医药分开、理顺药品流通
2017.2	国务院《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》	门诊患者可以自主选择在医疗机构或零售药店购药, 具备条件的可探索将门诊药房从医疗机构剥离。探索医疗机构处方信息、医保结算信息与药品零售消费信息互联互通、实时共享。	创造处方外流条件
2017.5	国务院办公厅《深化医药卫生体制改革2017年重点工作任务》	试行零售药店分类分级管理, 鼓励连锁药店发展。	推进药店分类工作
2017.11	商务部、CFDA《关于推进零售药店分级管理的指导意见(征求意见稿)》(第一版)	药品零售药店分为三类: 一类仅经营乙类OTC; 二类可经营OTC、处方药(禁止类、限制类药品除外)和中药饮片; 三类可经营OTC、处方药(禁止类药品除外)和中药饮片。根据服务能力(包括药学服务项目、药师配备、信息化程度等), 将零售药店在同一类别内由低到高划分为A、AA、AAA三个等级。	利于大型连锁药店的规模化优势发展
2018.11	CFDA、卫计委等《关于零售药店分类分级管理的指导意见(征求意见稿)》	将“三类三级”简化为“二类三级”, 即按照经营服务能力将二类、三类药店由低到高划分为A、AA、AAA三个等级。提出“2020年, 在全国范围内总结推广试点地区成功经验, 建立统一的分类分级管理标准”。	推进药店分类工作
2018.4	国务院《国务院医改办办公厅关于改革完善仿制药供应保障及使用政策意见》	全面落实仿制药一致性评价, 要求各级机构要在采购、医保、税收、宣传等各方面给予支持。	优化供应商体系
2018.5	国务院《促进“互联网+医疗健康”发展的意见》	对线上开具的常见病、慢性病处方, 经药师审核后, 医疗机构、药品经营企业可委托符合条件的第三方机构配送。促进药品网络销售和医疗物流配送等规范发展。	推进互联网+医疗健康发展
2018.6	卫计委等《医疗机构处方审核规范》	药品名称应当使用经药品监督管理部门批准并公布的药品通用名称; 医院制剂应当使用药品监督管理部门正式批准的名称。	处方审核规范化
2018.9	卫计委、国家中医药管理局《互联网医院管理办法(试行)》、《互联网诊疗管理办法(试行)》、《远程医疗服务管理规范(试行)》	患者确诊为某种或某几种常见病、慢性病后, 医师应当掌握患者病历资料, 可以针对相同诊断的疾病在线开具处方, 医疗机构、药品经营企业可委托符合条件的第三方机构配送。	推进医疗互联网+发展
2019.1	国务院《国务院组织药品集中采购和使用试点方案的通知》	选择北京等11个城市, 从通过一致性评价的仿制药对应的通用名药品中遴选试点品种, 国家组织药品集中采购和使用试点, 实现药价明显降低, 减轻患者药费负担。	短期内影响药店经营毛利率, 长期看将加速处方外流。
2019.1	国家税务总局《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。	税收免税标准降低
2019.3	国家医疗保障局《关于做好2019年医疗保障基金监管工作的通知》	对骗保行业加大打击力度, 实现定点医药机构现场检查全覆盖; 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	规范经营和防止恶性竞争

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。

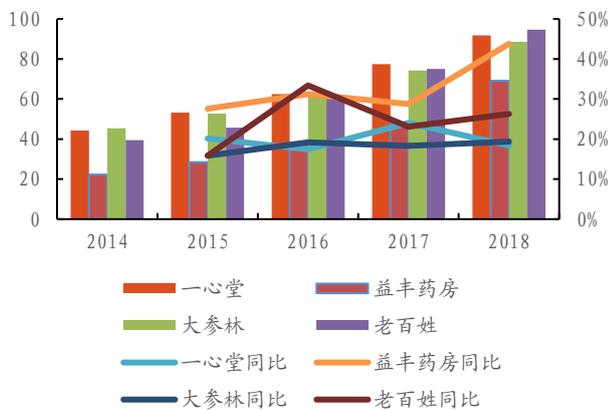
数据来源：各官方网站，公开数据，东方财富证券研究所

### 3. 公司具备比较优势

#### 3.1. 收入结构总体稳定

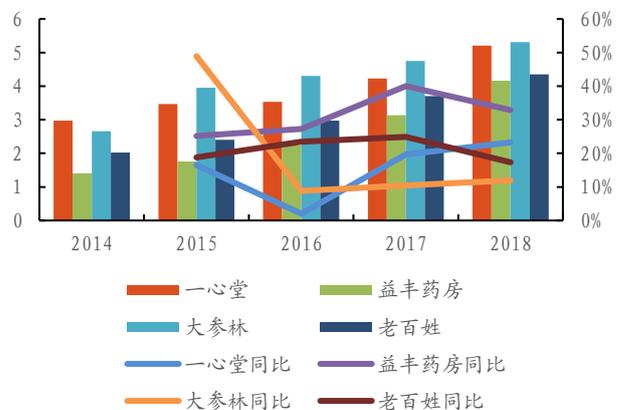
2018年，公司营业收入为88.59亿元，同比增长 19.38%，营收在四大上市药房中排名第三；归母净利润为5.32亿元，同比增长11.93%，归母净利润在四大上市药房中排名第一；归属于上市公司股东的净资产排名第四，比上年增长 10.37%；经营活动产生的现金流量净额排名第二，较上年增长36.42%。

图表 27: 四大上市药房营业收入情况 (亿元, %)



资料来源: Choice, 东方财富证券研究所

图表 28: 四大上市药房归母净利润情况 (亿元, %)



资料来源: Choice, 东方财富证券研究所

图表 29: 四大上市药房净资产情况 (亿元, %)



资料来源: Choice, 东方财富证券研究所

图表 30: 四大上市药房经营活动产生的现金流净额 (亿元, %)



资料来源: Choice, 东方财富证券研究所

分行业来看，公司医药零售收入占比98%以上，且近年保持18%的年均速度增长。分产品来看，中西成药销售收入占公司主营业务收入比例保持在60%左右，是零售业务的主要组成部分；参茸滋补药材作为公司特色优势产品，其销售收入占主营收入比例保持在14%左右，为公司第二大收入来源；中药饮片、

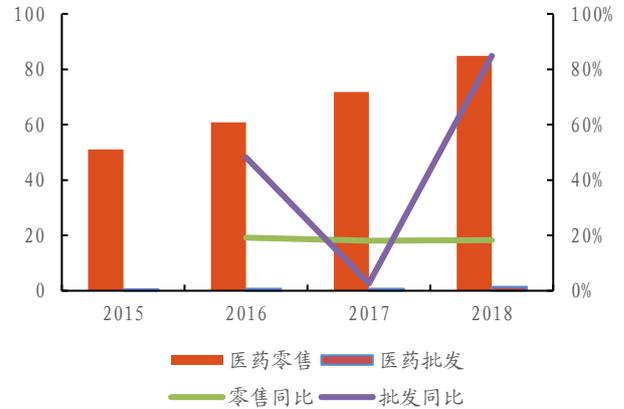
保健品、医疗器械产品也是公司重要的收入来源。近年来，除传统医药类产品外，公司加大力度推进其他商品的销售，如美容护理用品、母婴用品、计生用品、休闲食品等，以充分满足居民多元化的健康生活需求。

图表 31: 大参林分行业收入构成 (%)



资料来源: Choice, 东方财富证券研究所

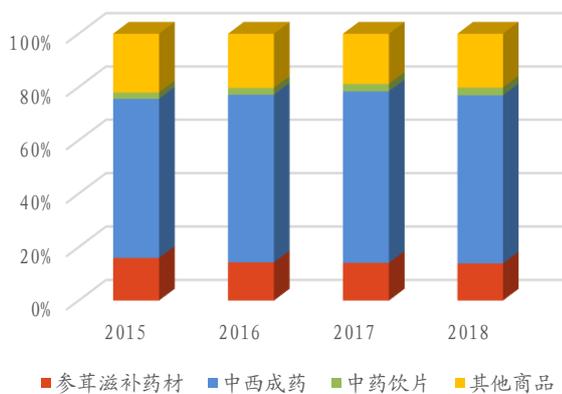
图表 32: 大参林分行业收入情况 (亿元, %)



资料来源: Choice, 东方财富证券研究所

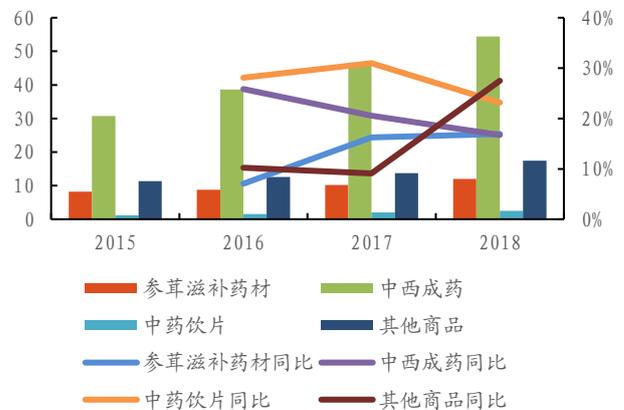
2018年, 中西成药保持持续增长的情况下, 中药饮片和非药品的增长较好, 收入分别增长23.15%和27.49%, 主要原因是公司以顾客需求为导向, 对大健康产业的布局优化, 加强与药品联动健康的品类开发和销售。

图表 33: 大参林分产品收入构成 (%)



资料来源: Choice, 东方财富证券研究所。注: 其他商品包括保健品、医疗器械等, 下同。

图表 34: 大参林分产品收入情况 (亿元, %)



资料来源: Choice, 东方财富证券研究所

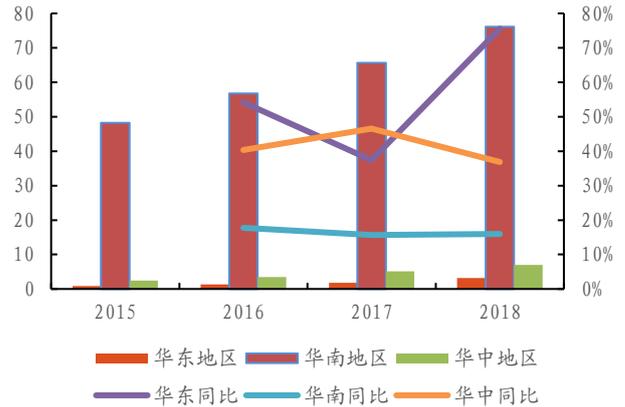
从地区来看, 华南地区仍然是公司的绝对主战场, 收入占比在90%左右。同时, 公司积极实施省外扩张战略, 华东和华中市场增速较快, 2018年增速分别达到75.56%和36.86%。省外业绩快速增长, 主要原因是通过门店并购、区域品牌不断提升带来的门店销售增长。

图表 35: 大参林分地区收入构成 (%)



资料来源: Choice, 东方财富证券研究所。注: 华南地区包括广东省、广西省; 华中地区包括河南省; 华东地区包括江西省、浙江省、福建省。

图表 36: 大参林分地区收入情况 (亿元, %)



资料来源: Choice, 东方财富证券研究所

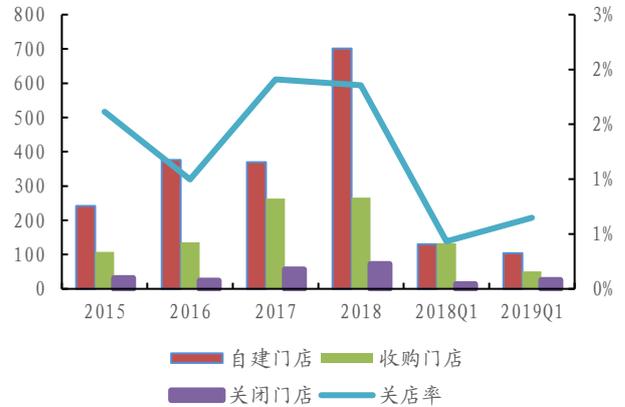
从门店增长情况来看, 2018年末大参林门店达到3880家, 同比增长29.98%, 相比增长平稳。截止2019Q1, 公司门店数量达到4009家, 其中自建104家、收购51家、关闭26家, 关店率为0.6%。四大药店单店收入均出现下滑的现象, 或跟近年药店企业“疯狂扩张”有关, 从药店数量增长速度要领先于收入速度亦能看出。2018年, 四大药店单店收入分别为: 老百姓245万元(为2014年的62%)、大参林228万元(为2014年的80%)、益丰药房191万元(为2014年的69%)、一心堂159万元(为2014年的94%)。

图表 37: 四大上市药店门店增长情况 (家, %)



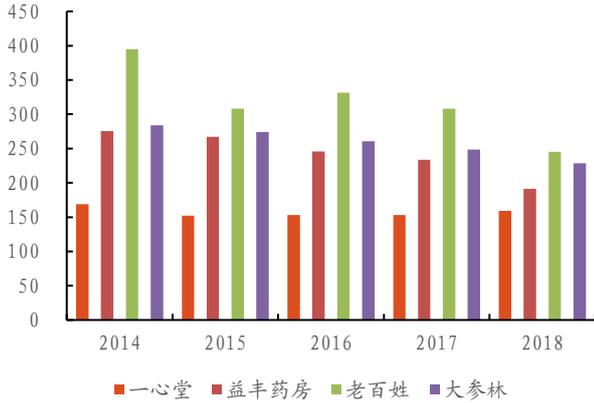
资料来源: 公司公告, 东方财富证券研究所。

图表 38: 大参林门店自建/收购/关闭情况 (家, %)



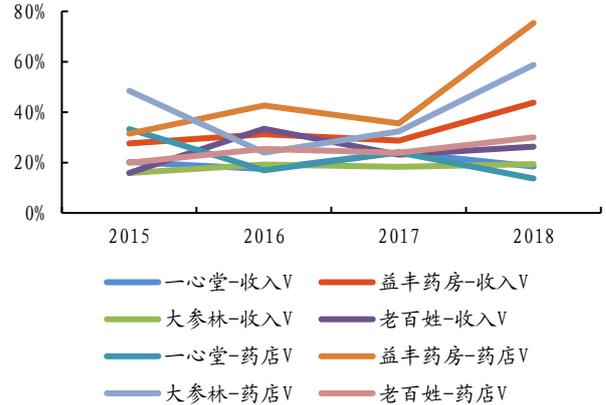
资料来源: 公司公告, 东方财富证券研究所

图表 39: 四大上市药店单店收入情况（万元）



资料来源：公司公告，东方财富证券研究所。

图表 40: 四大上市公司收入/门店增速情况（%）



资料来源：公司公告，东方财富证券研究所。注：V为增长速度。

### 3.2. 红参消费前景好

红参作为名贵中药材，在我国具有较悠久的消费历史，拥有一定的消费人群，市场前景较好。参茸滋补药材为公司特色优势产品，其销售收入占主营收入的14%左右，为公司第二大收入来源。该产品毛利率稳定在40%左右，2018年度为41.34%。

图表 41: 华韩高丽韩参王参 150g 良字 30 支 6 年根



资料来源：公司公告，东方财富证券研究所。

图表 42: 公司参茸滋补药材收入情况（亿元，%）



资料来源：公司公告，东方财富证券研究所。

由于公司参茸产品的采购量和销售量较大，为保证红参等产品的稳定性、可靠性以及采购价格优势，公司选择了具有一定行业经验及生产能力的企业建立稳定的合作关系，如华韩药业、湖北裕国、青海同济等。按照高毛利、低毛利产品相搭配的经营策略，公司选择了以“华韩”、“韩庄”、“正官庄”三个主要品牌作为主要红参类产品。

图表 43: 公司销售红参产品毛利率情况

类别	红参(天) 30支(150g)	红参(天) 30支(75g)	红参(天) 40支(37.5g)	销售参茸滋补药材整体毛利率
2018年1-9月 该产品占	44.42%	31.94%	9.2%	41.74%

	向华韩药业 采购比例				
	华韩产品毛 利率	40.35%	42.56%	53.22%	
	韩庄产品毛 利率	30.95%	39.35%	31.09%	
	正官庄产品 毛利率	23.17%	21.82%	23.55%	
2017年	该产品占 向华韩药业 采购比例	39.5%	36.24%	8.03%	40.28%
	华韩产品毛 利率	39.41%	42.66%	52.52%	
	韩庄产品毛 利率	39.28%	39.29%	32.99%	
	正官庄产品 毛利率	29.9%	25.97%	23.36%	

数据来源：公司公告，东方财富证券研究所

图表44：公司向华韩药业的采购情况（万元）

交易类型	2018年1-9月	2017年度	2016年度	2015年度
采购红参产品	3183.52	6290.66	4876.84	5405.49
公司参茸类采 购额	50178.14	70224.08	51458.57	56194.65
采购红参产品 占公司参茸滋 补药材采购比 例	6.34%	8.96%	9.48%	9.62%
定制生产参茸 产品	-	175.4	4640.97	-
向华韩药业采 购合计	3183.52	6466.06	9517.81	5405.49
占公司采购总 额比例	0.73%	1.27%	2.26%	1.52%

数据来源：公司公告，东方财富证券研究所。注：公司开展定制生产参茸产品的原因是：2015年底，公司子公司佛山紫云轩停产，新成立的子公司广州紫云轩拟承接前者的生产任务，而后者尚处于生产筹备期、未正式投产，且广东紫云轩产能不足以满足参茸滋补药材产品的加工需求，因而公司需要对外定制生产参茸滋补药材产品。

公司销售华韩药业的红参产品与“韩庄”、“正官庄”产品的毛利率存在差异，主要原因是由上游厂商品牌、议价能力及公司销售策略形成的。

“正官庄”作为韩国知名品牌，产品质量及售价较高、厂家对零售商议价能力较强，对下游让利较少，因此其在公司门店的销售毛利率较低。“韩庄”虽为进口品牌，但目前市场品牌影响力较弱、议价能力较弱，对下游让利较多，因此在公司门店的销售毛利率相对“正官庄”要高。而“华韩”为国产品牌，现阶段市场品牌影响力较弱、议价能力较弱，对下游让利较多，因此在公司门店的销售毛利率相对会高。

在销售策略方面，公司与“正官庄”采取的是一般合作模式，产品的推广、促销力度一般，进货价根据市场情况确定。而与“华韩”、“韩庄”则采取深度合作的模式，其产品在各门店的覆盖面广，产品推广和促销力度相对较强，厂商对公司让利相对较多，因此在公司门店的销售毛利率相对较高。

图表45：公司不同红参产品毛利率差异的原因

红参品牌	品牌知名度	议价能力	与公司的合作模式
华韩	较低	较弱	深度合作：产品在门店的覆盖面广，产品推广和促销力度较强，厂商对公司让利相对较多

韩庄	较低	较弱	深度合作：产品在门店的覆盖面广，产品推广和促销力度较强，厂商对公司让利相对较多
正官庄	高	高	一般合作：产品推广、促销力度一般，进货价根据市场情况确定

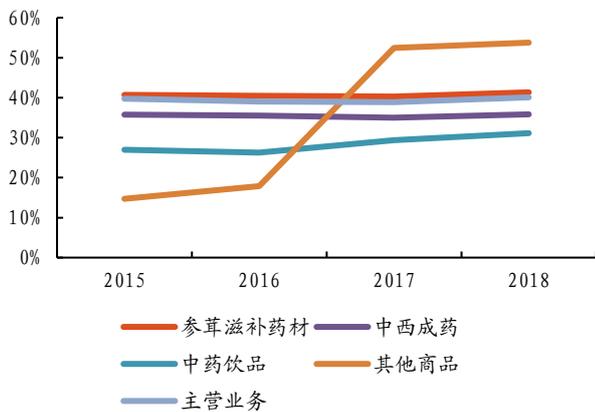
数据来源：公司公告，东方财富证券研究所

### 3.3. 盈利能力与收益质量改善

#### 3.3.1. 毛利率与净利率

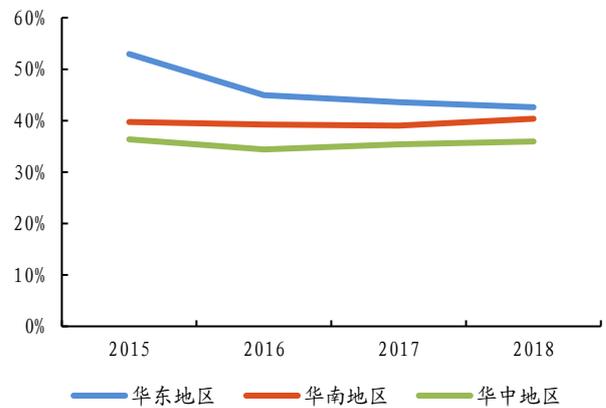
2018年，主营业务毛利率为40.08%，整体较去年增加了1.20个百分点，四大品类毛利率均同步增加，主要原因是公司加强与部分品牌厂家的深度合作，通过销售规模的不断提升取得供应商更多的合作资源；通过科学调整大健康品类结构，使整体毛利率增加。分地区来看，不同地区的毛利率逐渐趋同。

图表 46：公司分品类毛利率情况（%）



资料来源：公司公告，东方财富证券研究所。注：2017年开始，保健品和医疗器械归类到其他商品。

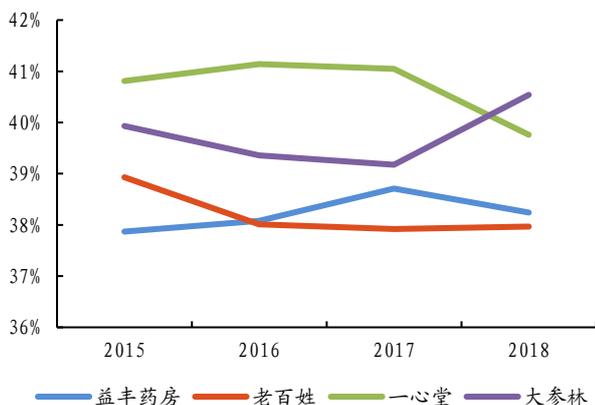
图表 47：公司分地区毛利率情况（%）



资料来源：公司公告，东方财富证券研究所

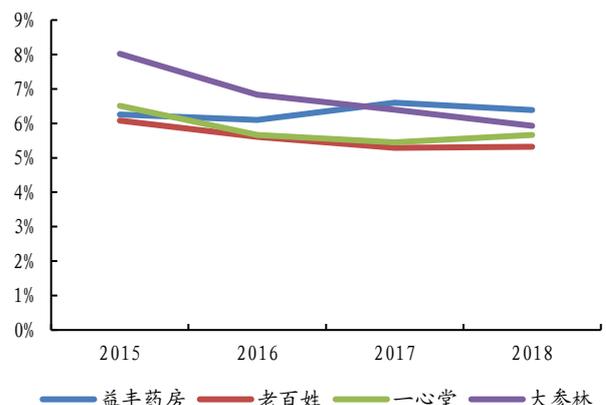
从四大药房的数据来看，公司和一心堂具有较高的零售毛利率，主要可能与公司产品结构有关。而零售净利率逐渐趋同，益丰药房和大参林略微领先。

图表 48：四大药房零售毛利率情况（%）



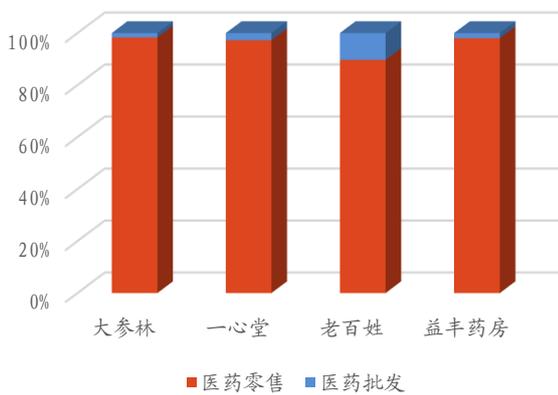
资料来源：公司公告，东方财富证券研究所。

图表 49：四大药房零售净利率情况（%）



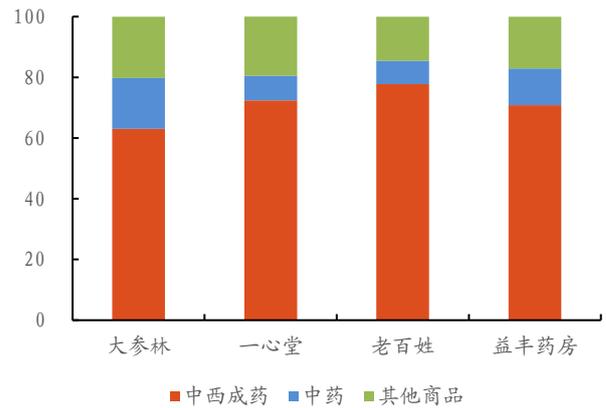
资料来源：公司公告，东方财富证券研究所

图表 50: 四大药房分行业收入构成 (%)



资料来源: 公司公告, 东方财富证券研究所。

图表 51: 四大药房分产品品类收入构成 (%)

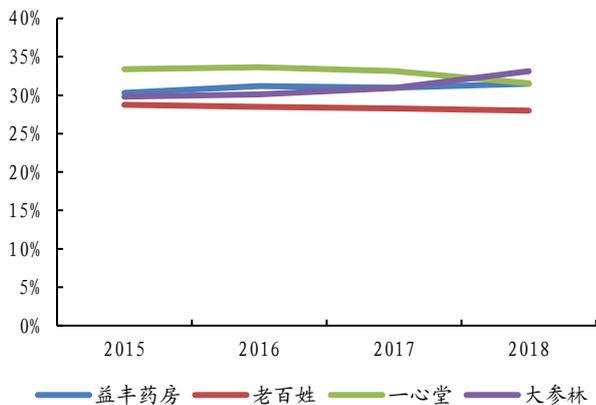


资料来源: 公司公告, 东方财富证券研究所。注: 为方便对比, 将药材、中药饮片归为中药, 非药品、医疗器械归为其他商品。

### 3.3.2. 期间费用率

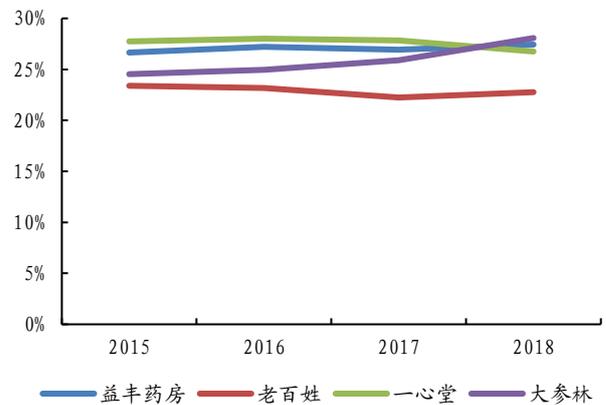
从期间费用率来看, 四大药店在30%左右, 由于近年扩张加快的原因公司的要相对高些。公司销售费用随营业收入规模的扩大而相应地增长。随着公司门店网络的不断扩张布局, 员工人数逐年增加, 同时因员工工资水平的提高及租金的上涨, 职工薪酬、房租及物业费用呈持续增长态势。长期资产摊销保持稳定增长, 主要包括长期待摊费用摊销、固定资产折旧及无形资产摊销等。

图表 52: 四大药房期间费用率 (%)



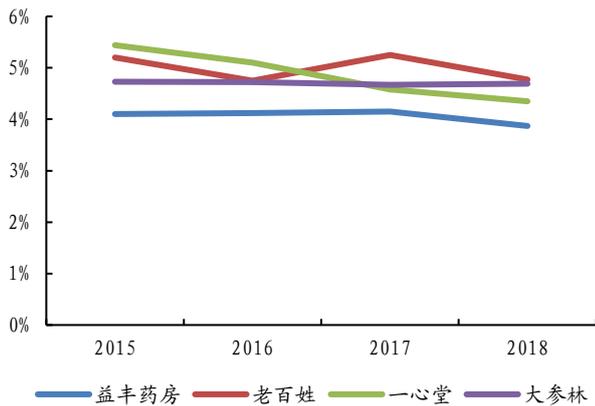
资料来源: 公司公告, 东方财富证券研究所

图表 53: 四大药房销售费用率 (%)



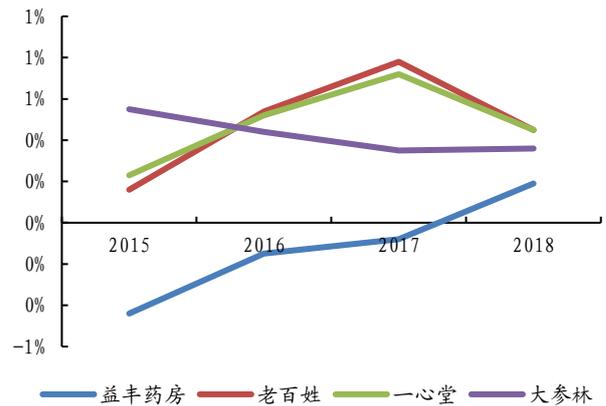
资料来源: 公司公告, 东方财富证券研究所

图表 54: 四大药房管理费用率 (%)



资料来源: 公司公告, 东方财富证券研究所

图表 55: 四大药房财务费用率 (%)

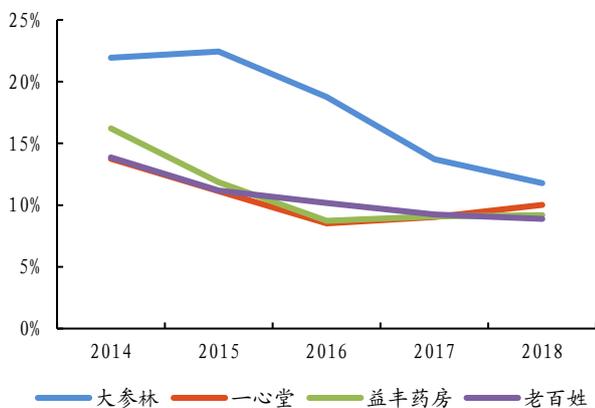


资料来源: 公司公告, 东方财富证券研究所

### 3.4. 投资回报率好

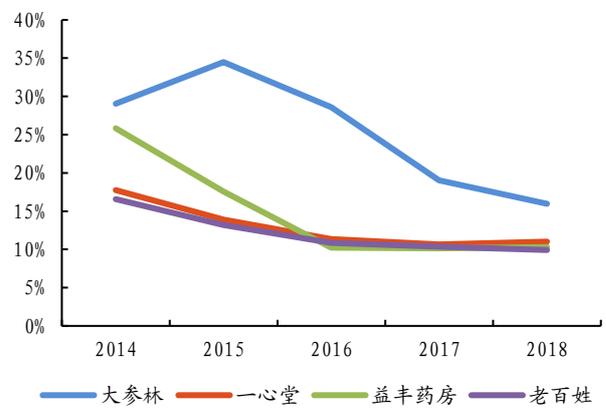
从总资产回报、净资产收益、投入资本回报来看, 公司的投入产出比相对较高。长期来看, 总资产回报率ROA、净资产收益率ROE、投入资本回报率ROIC有趋同的趋势。从精细化管理指标来看, 公司的日均坪效、租金坪效和人效均排名前列。

图表 56: 上市药店 ROA (%)



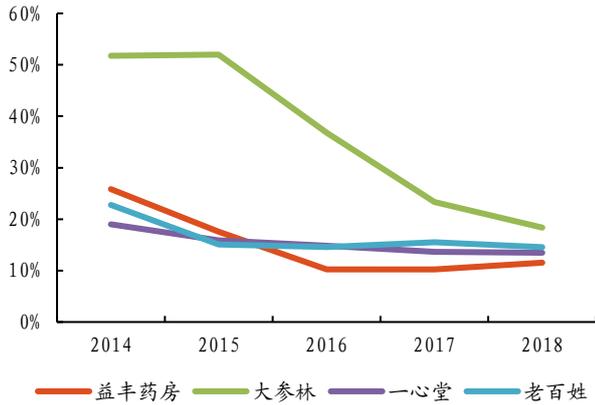
资料来源: Choice, 东方财富证券研究所

图表 57: 上市药房 ROIC (%)



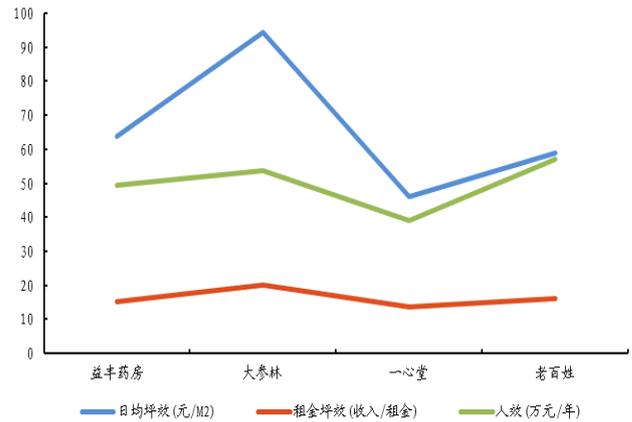
资料来源: Choice, 东方财富证券研究所

图表 58: 上市药店 ROE (%)



资料来源: Choice, 东方财富证券研究所

图表 59: 上市药房精细化管理情况



资料来源: Choice, 东方财富证券研究所

## 4. 盈利预测与估值

### 4.1. 盈利预测

假设1: 近3年公司每年新增门店1000家新店, 新店的盈利周期在15-18个月 (2016-2017年新增的门店较多, 将于2019年扭亏并贡献利润), 关店率在1%-2%;

假设2: 近几年公司主营业务毛利率保持在42%、净利率6%左右;

假设3: 公司费用率稳中有升, 2019-2021年管理费用率分别为4.71%、4.73%、4.75%;

假设4: 受增值税率下降和小规模纳税人政策影响, 公司所得税税率略微下降。

假设5: 受4+7降价影响, 由于部分厂商补贴药店中西成药影响不大, 但仍会受到一定影响, 因而2019年增速有所放缓, 后面随着销量增长增速再回归正常; 其他几个板块增速近年保持稳中向好发展;

我们维持公司19/20/21年营业收入分别为102.26/121.23/143.74亿元, 归母净利润分别为6.08/7.28/8.62亿元, EPS分别为1.17/1.4/1.66元, 对应PE分别为34/29/24倍。

图表 60: 营业收入拆分明细

	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入合计 (百万元)	6273.72	7421.19	8859.54	10225.66	12123.32	14374.32
同比		18.29%	19.38%	15.42%	18.56%	18.57%
营业成本(百万元)	3721.46	4433.35	5169.83	5927.75	6980.03	8202.96
毛利率	40.68%	40.26%	41.65%	42.03%	42.42%	42.93%
毛利	2552.26	2987.84	3689.71	4297.91	5143.29	6171.36
中西成药 (百万元)	3865.63	4660.4	5438.77	6145.81	7143.89	8215.47
同比		20.56%	16.7%	13%	16.24%	15%
营业成本(百万元)	2493.33	3029.26	3490.06	3943.77	4584.23	5271.87
毛利率	35.5%	35%	35.83%	35.83%	35.83%	35.83%
毛利	1372.3	1631.14	1948.71	2202.04	2559.66	2943.6

参茸滋补药材(百万元)	880.09	1022.79	1195.83	1399.12	1664.95	2001.27
同比		16.21%	16.92%	17%	19%	20.2%
营业成本(百万元)	524.27	610.81	701.47	822.12	978.32	1175.95
毛利率	40.43%	40.28%	41.34%	41.24%	41.24%	41.24%
毛利	355.82	411.98	494.36	577	686.63	825.32
中药饮片(百万元)	155.07	202.92	249.53	299.44	365.31	449.33
同比		30.86%	22.97%	20%	22%	23%
营业成本(百万元)	114.35	143.36	171.88	206.25	251.63	309.5
毛利率	26.26%	29.35%	31.12%	31.12%	31.12%	31.12%
毛利	40.72	59.56	77.65	93.19	113.68	139.83
非药品(百万元)	1253.51	1367.68	1744.37	2067.08	2521.84	3127.08
同比		9.11%	27.54%	18.5%	22%	24%
营业成本(百万元)	589.15	649.92	806.42	955.61	1165.85	1445.65
毛利率	53%	52.48%	53.77%	53.77%	53.77%	53.77%
毛利	664.36	717.76	937.95	1111.47	1355.99	1681.43
其他业务(百万元)	119.42	167.4	231.04	314.21	427.33	581.17
同比		40.18%	38.02%	36%	36%	36%
营业成本(百万元)	0.36	0	0	0	0	0
毛利率	99.7%	100%	100%	100%	100%	100%
毛利	119.06	167.4	231.04	314.21	427.33	581.17
门店总计	2409	2985	3880	4798	5703	6594
新开门店	512	633	967	1000	1000	1000
关闭门店	24	57	72	82	95	109
净增门店	488	576	895	918	905	891
其中: 当年门店	512	633	967	1000	1000	1000
1-2年门店	350	512	633	967	1000	1000
老店	1547	1840	2280	2831	3703	4594
单店收入(万元)	260	249	228	213	213	218

数据来源: Choice, 东方财富证券研究所。注: 按药店分拆明细, 欢迎交流。

图表 61: 公司盈利预测

项目\年度	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	8859.27	10225.66	12123.32	14374.32
增长率(%)	19.38	15.42	18.56	18.57
EBITDA(百万元)	989.29	976.50	1168.93	1379.79
归母净利润(百万元)	531.63	608.19	728.08	862.07
增长率(%)	11.93	14.40	19.71	18.40
EPS(元/股)	1.02	1.17	1.40	1.66
市盈率(P/E)	39.22	34.29	28.64	24.19
市净率(P/B)	6.86	6.12	5.35	4.62
EV/EBITDA	20.09	19.98	16.38	13.39

资料来源: Choice, 东方财富证券研究所

## 4.2. 估值与投资建议

公司为国内大型医药零售龙头企业, 产品结构稳定, 业绩保持稳定增长。

在参茸滋补药材领域形成了自主品牌为主、覆盖高中低各档次产品。公司在我国重要的医药消费市场华南地区（广东、广西）树立了较高的品牌知名度和较强的市场竞争力。同时，公司不断向周边省市辐射，实现跨区域发展。2016-2017年新增的门店较多，根据门店盈利周期，其将于2019年扭亏并贡献利润。

我们采取7.51%的WACC和1.5%的永续增长率进行DCF估值，DCF估值结果为59.96元。基于公司历史PE情况，目前我们在相对估值法中向益丰药房看齐，给予43倍PE，2019年目标价50.31元。六个月目标价50.31元，首次覆盖，给予“买入”评级。

图表 62: DCF 估值模型 (FCFF) 的基本假设

基本假设	数值	基本假设	数值
股票 Beta	1.08	WACC	7.51%
无风险利率 Rf	1.50%	半显性增速	26.00%
市场收益 Rm	7.11%	永续增速	1.50%
风险溢价	5.61%	公司价值	31578.68
实际税率	26.36%	股票价值	31177.26
债务利率 Kd	6.00%	每股价值	59.96

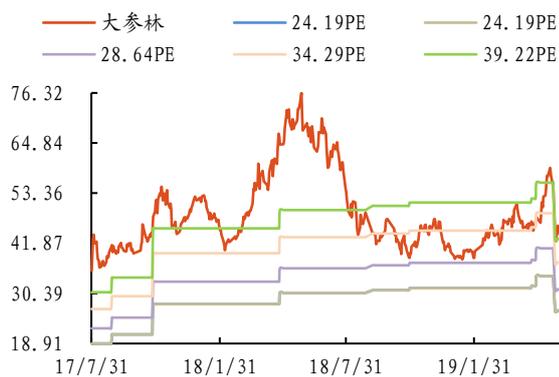
资料来源: Choice, 东方财富证券研究所

图表 63: 四大上市药房企业

代码	简称	总市值 (亿元)	PE(倍)			股价 (元)	评级
			2019E	2020E	2021E		
603939.SH	益丰药房	246.43	43.02	31.44	23.19	65.40	增持
603233.SH	大参林	217.52	34.29	28.64	24.19	41.83	买入
603883.SH	老百姓	160.70	30.00	24.56	19.85	56.08	增持
002727.SZ	一心堂	155.51	23.31	18.92	15.48	26.95	未评级

资料来源: Choice, 东方财富证券研究所

图表 64: 历史 PE (TTM) 区间



资料来源: Choice, 东方财富证券研究所

图表 65: 历史 PB 区间



资料来源: Choice, 东方财富证券研究所

## 5. 风险提示

处方外流滞后；  
开店速度不达预期；  
业绩增长不达预期；  
费用增长过快；

资产负债表 (百万元)

至 12 月 31 日	2018A	2019E	2020E	2021E
<b>流动资产</b>	<b>4025.16</b>	<b>4804.97</b>	<b>5705.47</b>	<b>6954.17</b>
货币资金	1329.01	1697.30	2052.75	2724.03
应收及预付	599.98	683.13	816.73	962.25
存货	1886.01	2214.38	2625.83	3057.73
其他流动资产	210.16	210.16	210.16	210.16
<b>非流动资产</b>	<b>2511.87</b>	<b>2478.64</b>	<b>2703.15</b>	<b>2780.68</b>
长期股权投资	5.17	22.93	42.47	61.43
固定资产	841.41	893.31	953.48	947.00
在建工程	141.77	122.71	126.86	123.26
无形资产	802.88	756.26	884.51	957.29
其他长期资产	720.64	683.43	695.83	691.70
<b>资产总计</b>	<b>6537.02</b>	<b>7283.61</b>	<b>8408.62</b>	<b>9734.85</b>
<b>流动负债</b>	<b>3414.11</b>	<b>3798.89</b>	<b>4444.59</b>	<b>5158.69</b>
短期借款	326.02	326.02	326.02	326.02
应付及预收	3082.73	3467.50	4113.21	4827.31
其他流动负债	5.36	5.36	5.36	5.36
<b>非流动负债</b>	<b>36.21</b>	<b>36.21</b>	<b>36.21</b>	<b>36.21</b>
长期借款	21.45	21.45	21.45	21.45
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00
其他非流动负债	14.76	14.76	14.76	14.76
<b>负债合计</b>	<b>3450.32</b>	<b>3835.09</b>	<b>4480.79</b>	<b>5194.89</b>
实收资本	400.01	400.01	400.01	400.01
资本公积	961.04	961.04	961.04	961.04
留存收益	1677.06	2045.25	2533.32	3155.39
归属母公司股东权益	3038.11	3406.30	3894.37	4516.44
少数股东权益	48.59	42.23	33.45	23.52
<b>负债和股东权益</b>	<b>6537.02</b>	<b>7283.61</b>	<b>8408.62</b>	<b>9734.85</b>

利润表 (百万元)

至 12 月 31 日	2018A	2019E	2020E	2021E
<b>营业收入</b>	<b>8859.27</b>	<b>10225.66</b>	<b>12123.32</b>	<b>14374.32</b>
营业成本	5169.80	5927.75	6980.03	8202.96
税金及附加	61.69	72.13	85.15	101.10
销售费用	2486.83	2930.67	3510.91	4233.24
管理费用	415.08	481.63	573.43	682.78
研发费用	0.50	0.00	0.00	0.00
财务费用	32.01	15.19	15.19	15.19
资产减值损失	11.17	0.00	0.00	0.00
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	23.12	17.76	19.55	18.95
资产处置收益	-0.80	0.00	0.00	0.00
其他收益	13.78	0.00	0.00	0.00
<b>营业利润</b>	<b>718.30</b>	<b>816.05</b>	<b>978.15</b>	<b>1158.00</b>
营业外收入	8.14	7.66	7.82	7.77
营业外支出	6.88	6.40	6.56	6.51
<b>利润总额</b>	<b>719.56</b>	<b>817.31</b>	<b>979.41</b>	<b>1159.26</b>
所得税	193.87	215.48	260.10	307.12
<b>净利润</b>	<b>525.69</b>	<b>601.83</b>	<b>719.31</b>	<b>852.14</b>
少数股东损益	-5.95	-6.36	-8.78	-9.93
<b>归属母公司净利润</b>	<b>531.63</b>	<b>608.19</b>	<b>728.08</b>	<b>862.07</b>
EBITDA	989.29	976.50	1168.93	1379.79

资料来源: Choice, 东方财富证券研究所

现金流量表 (百万元)

至 12 月 31 日	2018A	2019E	2020E	2021E
<b>经营活动现金流</b>	<b>873.64</b>	<b>715.25</b>	<b>988.67</b>	<b>1189.13</b>
净利润	525.69	601.83	719.31	852.14
折旧摊销	237.73	144.00	174.33	205.34
营运资金变动	105.40	-26.75	100.65	136.68
其它	4.83	-3.83	-5.62	-5.02
<b>投资活动现金流</b>	<b>-317.40</b>	<b>-91.76</b>	<b>-378.03</b>	<b>-262.66</b>
资本支出	-548.87	-91.76	-378.03	-262.66
投资变动	231.48	0.00	0.00	0.00
其他	0.00	0.00	0.00	0.00
<b>筹资活动现金流</b>	<b>-436.66</b>	<b>-255.20</b>	<b>-255.20</b>	<b>-255.20</b>
银行借款	691.20	0.00	0.00	0.00
债券融资	853.55	0.00	0.00	0.00
股权融资	12.26	0.00	0.00	0.00
其他	-1993.67	-255.20	-255.20	-255.20
<b>现金净增加额</b>	<b>119.58</b>	<b>368.29</b>	<b>355.45</b>	<b>671.28</b>
<b>期初现金余额</b>	<b>1081.50</b>	<b>1329.01</b>	<b>1697.30</b>	<b>2052.75</b>
<b>期末现金余额</b>	<b>1201.09</b>	<b>1697.30</b>	<b>2052.75</b>	<b>2724.03</b>

主要财务比率

至 12 月 31 日	2018A	2019E	2020E	2021E
<b>成长能力 (%)</b>				
营业收入增长	19.38	15.42	18.56	18.57
营业利润增长	13.42	13.61	19.86	18.39
归属母公司净利润增长	11.93	14.40	19.71	18.40
<b>获利能力 (%)</b>				
毛利率	41.65	42.03	42.42	42.93
净利率	6.00	5.95	6.01	6.00
ROE	17.50	17.85	18.70	19.09
ROIC	10.15	9.47	9.32	9.53
<b>偿债能力</b>				
资产负债率 (%)	52.78	52.65	53.29	53.36
净负债比率	-0.32	-0.39	-0.43	-0.52
流动比率	1.18	1.26	1.28	1.35
速动比率	0.63	0.68	0.69	0.76
<b>营运能力</b>				
总资产周转率	1.43	1.48	1.55	1.58
应收账款周转率	33.84	33.47	33.59	33.55
存货周转率	2.87	2.89	2.88	2.89
<b>每股指标 (元)</b>				
每股收益	1.02	1.17	1.40	1.66
每股经营现金流	2.18	1.79	2.47	2.97
每股净资产	7.60	8.52	9.74	11.29
<b>估值比率</b>				
P/E	39.22	34.29	28.64	24.19
P/B	6.86	6.12	5.35	4.62
EV/EBITDA	20.09	19.98	16.38	13.39

西藏东方财富证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格

#### 分析师申明：

作者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，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

#### 投资建议的评级标准：

报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后3到12个月内的相对市场表现，也即：以报告发布日后的3到12个月内的公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。其中：A股市场以沪深300指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普500指数为基准。

#### 股票评级

买入：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅15%以上；  
增持：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于5%~15%之间；  
中性：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-5%~5%之间；  
减持：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-15%~-5%之间；  
卖出：相对同期相关证券市场代表性指数跌幅15%以上。

#### 行业评级

强于大市：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅10%以上；  
中性：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%~10%之间；  
弱于大市：相对同期相关证券市场代表性指数跌幅10%以上。

#### 免责声明：

本研究报告由西藏东方财富证券股份有限公司制作及在中华人民共和国（香港和澳门特别行政区、台湾省除外）发布。

本研究报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本研究报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的报告之外，绝大多数研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。

那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，投资者需自行承担风险。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为东方财富证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。