

## 大参林(603233)/医药商业

## 华南药店龙头，跨省扩张加速，拐点显现

**评级：买入(首次)**

市场价格：58.99

分析师：江琦

执业证书编号：S0740517010002

电话：021-20315150

Email: jiangqi@r.qizq.com.cn

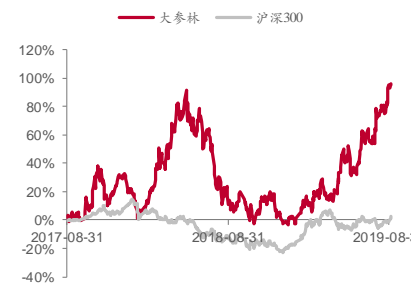
分析师：祝嘉琦

执业证书编号：S0740519040001

Email: zhujq@r.qizq.com.cn

**基本状况**

总股本(百万股)	520.01
流通股本(百万股)	83.40
市价(元)	58.99
市值(百万元)	30675.57
流通市值(百万元)	4919.56

**股价与行业-市场走势对比**

**相关报告**
**公司盈利预测及估值**

指标	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	7421.20	8859.27	11002.26	13334.35	16092.60
增长率 yoy%	18.29%	19.38%	24.19%	21.20%	20.69%
净利润	474.96	531.63	718.80	901.81	1085.51
增长率 yoy%	10.41%	11.93%	35.21%	25.46%	20.37%
每股收益(元)	0.91	1.02	1.38	1.73	2.09
每股现金流量	1.25	0.31	1.40	1.27	2.02
净资产收益率	17.25%	17.50%	20.44%	22.02%	22.73%
P/E	57.70	57.70	42.68	34.02	28.26
PEG	5.54	4.84	1.21	1.34	1.39
P/B	11.14	10.10	8.72	7.49	6.42

备注：截至日期 2019.09.08

**投资要点**

- 华南地区药店龙头，跨省扩张加速。**大参林成立于1999年，起步于我国重要的医药消费市场——广东省。公司自茂名起家，深耕华南地区，目前已成为广东省市占率第一，全国排名第三的大型民营连锁药店企业，拥有相当重要的行业地位。公司实际控制人股权集中，股权释放空间大，长期融资能力强。2015年，实际控制人通过转让财产份额的方式对员工实施股权激励，高管及骨干员工激励充分，保障持续发展动力。
- “集中度提升+处方外流”，双轮驱动药店行业变革。**当前国内药店行业仍较为分散，具备较强整合前提。相较美国日本成熟市场，国内药店集中度、连锁率、店均服务人口均有提升空间。此外，国内处方药销售主要在公立医院进行，零售药店的销售占比不到10%。随着处方外流政策的持续推进，零售药店有望成为药品销售第一终端，潜在增量可达5000亿元。电子处方流转，处方共享平台等多项政策密集出台，推动处方外流加速落地。
- 拐点向上，扩张步伐加速。**大参林于2017、2018年实现门店快速扩张，2019年迎来大批次新店快速增长及盈利阶段，业绩拐点向上。我们预计2019年新开门店950家，门店总数达4780家，新店占比23%，次新店及第三年店占比分别达到23%和14%，占比均处于历史高位，带动盈利增长提速。此外，公司现金流充裕，股权释放空间大，多种再融资方案可选，中长期助力并购扩张。未来2-3年跨省扩张步伐有望加大，全国版图加速布局，有望凭借华南地区优势，快速发展成为全国范围连锁药店龙头。
- 优势突出，发展动力强劲。**我们认为公司具备四大优势：1)深耕华南地区，广东、广西优势地区市占率分别第一、第二，预计有望保持领先优势并进一步提升市占率。2)率先探索零售新业态，积极承接处方外流。2018年初大参林率先介入梧州处方信息共享平台，积极推动“三医联动”的处方信息共享体系；同时开展DTP药房建设，O2O电商业务等。3)参茸滋补药材品牌凸显，保障盈利水平及稳定性。公司自成立以来就紧密契合华南地区消费者对于滋补养生产品的消费需求，持续大力发展参茸滋补药材业务，形成了差异化的竞争优势。4)盈利能力优异，管理效率高。公司毛利率、净利率位于行业上游，盈利能力优异；费用率则处于偏低位置，管理效率高。
- 盈利预测：**我们预计2019-2021年营业收入110.02、133.34、160.93亿元，同比增长24.19%、21.20%、20.69%；归母净利润7.19、9.02、10.86亿元，同比增长35.21%、25.46%、20.37%；EPS为1.38、1.73、和2.09元。目前股价对应2019-2021年PE为43/34/28倍。公司当前正迎来次新店高增长带来的业绩增速拐点，长期受益集中度提升大逻辑；且处方外流短期增量已现，长期空间广阔。公司作为优质龙头企业，有望享受估值溢价。我们给予公司45-50倍PE，对应目标区间78.04-86.71元，首次覆盖，给予“买入”评级。
- 风险提示事件：并购整合不达预期的风险，门店扩张不达预期的风险，医药政策扰动的风险。**

## 内容目录

一、华南地区药店龙头，跨省扩张加速 .....	- 4 -
1.1 深耕华南，跨省扩张，拐点显现 .....	- 4 -
1.2 大股东股权集中，高层激励充分 .....	- 6 -
二、“集中度提升+处方外流”，双轮驱动药店行业变革 .....	- 6 -
2.1 自建+并购，药店龙头加速行业整合 .....	- 6 -
2.2 处方外流打开长期空间，各项政策持续推动 .....	- 9 -
三、拐点向上，扩张步伐加速 .....	- 12 -
3.1 次新店高增长，带动盈利拐点向上 .....	- 12 -
3.2 现金流及股权优势明显，跨省扩张加速 .....	- 13 -
四、优势突出，发展动力强劲 .....	- 16 -
4.1 深耕华南，广东、广西优势突出 .....	- 16 -
4.2 率先探索零售新业态，积极承接处方外流 .....	- 17 -
4.3 参茸滋补药材品牌凸显，保障盈利水平及稳定性 .....	- 18 -
4.4 盈利能力优异，管理效率高 .....	- 19 -
五、盈利预测 .....	- 21 -
5.1 关键假设 .....	- 21 -
5.1 盈利预测与估值 .....	- 22 -
六、风险提示 .....	- 22 -
6.1 并购整合不达预期的风险 .....	- 22 -
6.2 门店扩张不达预期的风险 .....	- 22 -
6.3 医药政策扰动的风险 .....	- 22 -

## 图表目录

图表 1: 全国药店十强及销售额 .....	- 4 -
图表 2: 大参林发展历史 .....	- 4 -
图表 3: 大参林门店分布情况 .....	- 5 -
图表 4: 公司历年营业收入 .....	- 5 -
图表 5: 公司历年净利润 .....	- 5 -
图表 6: 大参林股权结构图 .....	- 6 -
图表 7: 股权激励方案不同级别授予的股权数量 .....	- 6 -
图表 8: 中国药品流通市场规模及增速 .....	- 7 -
图表 9: 中国药品零售市场规模及增速 .....	- 7 -
图表 10: 全国药店结构及连锁率 .....	- 7 -
图表 11: 中美日药店连锁率对比 .....	- 7 -
图表 12: 中国零售药店集中度 .....	- 8 -
图表 13: 中美日药店行业集中度对比 .....	- 8 -

图表 14: 药店行业相关重点政策梳理.....	- 8 -
图表 15: 上市药店门店变化情况.....	- 8 -
图表 16: 国内药品销售渠道格局.....	- 9 -
图表 17: 2016 年国内处方药销售渠道份额.....	- 9 -
图表 18: 1998-2017 年日本处方量、处方外流率.....	- 9 -
图表 19: 美国处方药销售渠道格局.....	- 9 -
图表 20: 处方外流相关政策梳理.....	- 10 -
图表 21: 全国各地电子处方流转平台政策梳理.....	- 11 -
图表 22: 处方外流多种零售新业态.....	- 11 -
图表 23: 近年门店增长情况.....	- 12 -
图表 24: 店龄结构变化.....	- 12 -
图表 25: 新开店营收及增长变化 (2014 年).....	- 12 -
图表 26: 新开店利润总额变化 (2014 年).....	- 12 -
图表 27: 历年经营现金流及增速.....	- 13 -
图表 28: 历年现金及现金等价物.....	- 13 -
图表 29: 上市药店历史再融资情况梳理.....	- 13 -
图表 30: 分地区门店及整体门店增长情况.....	- 14 -
图表 31: 近年并购案例梳理.....	- 15 -
图表 32: 大参林分区域销售情况.....	- 16 -
图表 33: 大参林广东省市占率.....	- 16 -
图表 34: 大参林广西省市占率.....	- 16 -
图表 35: “梧州模式”——处方共享平台.....	- 17 -
图表 36: 分产品销售收入.....	- 18 -
图表 37: 分产品毛利率.....	- 18 -
图表 38: 上市药店中药类产品收入、毛利占比情况 (2018 年).....	- 18 -
图表 39: 上市药店毛利率对比.....	- 19 -
图表 40: 上市药店净利率对比.....	- 19 -
图表 41: 上市药店分产品毛利率对比 (2018 年).....	- 19 -
图表 42: 上市药店期间费用率对比.....	- 20 -
图表 43: 上市药店销售费用率对比.....	- 20 -
图表 44: 上市药店管理费用率对比.....	- 20 -
图表 45: 上市药店财务费用率对比.....	- 20 -
图表 46: 同店增长模型.....	- 21 -
图表 47: 可比公司估值.....	- 22 -
图表 48: 财务数据预测.....	- 23 -

## 一、华南地区药店龙头，跨省扩张加速

### 1.1 深耕华南，跨省扩张，拐点显现

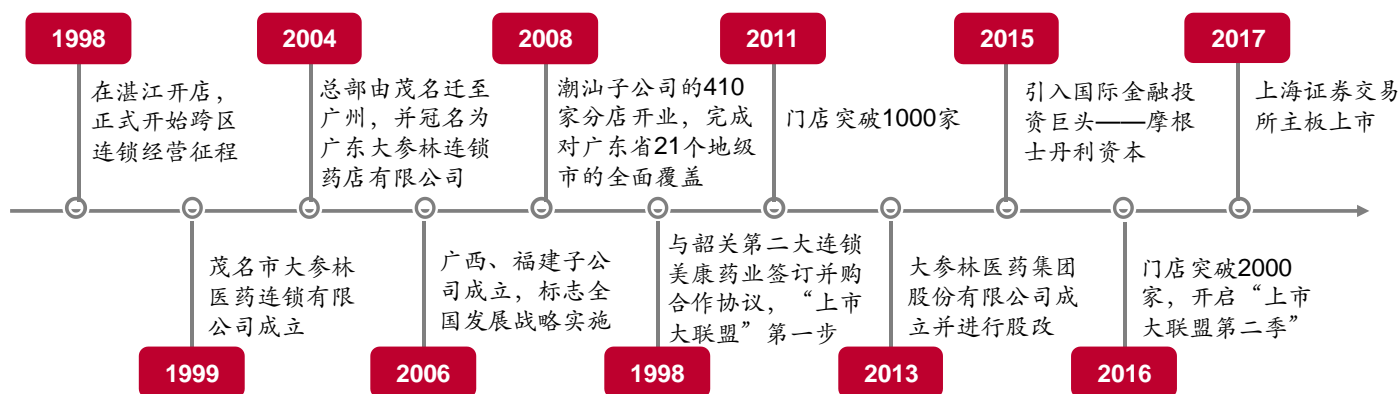
- 华南地区药店龙头，跨省扩张步伐加速。**大参林成立于1999年，起步于我国重要的医药消费市场——广东省。公司自茂名起家，深耕华南地区，目前已成为广东省市占率第一，全国排名第三的大型民营连锁药店企业，拥有相当重要的行业地位。截至2019年6月30日，公司已在7个省份开设了4153家门店，形成了以广东、广西，河南三省为“优势区域”，以福建、江西、浙江等省份为“培育区域”，立足华南、辐射全国的零售格局。未来公司有望继续“聚焦华南，辐射全国”的战略，加速全国范围的门店扩张，并在大力发展传统零售业务的同时，积极开发、重点培养新的增长渠道，如医药电商（含O2O、B2C）、处方流转台药店、DTP药房、智慧药房、中医馆等。

图表 1：全国药店十强及销售额

排名	企业名称	2018年销售额（亿元）
1	国药控股国大药房有限公司	126.20
2	老百姓大药房连锁股份有限公司	109.07
3	大参林医药集团股份有限公司	105.53
4	云南鸿翔一心堂药业（集团）股份有限公司	102.70
5	北京同仁堂商业投资集团有限公司	88.95
6	重庆桐君阁大药房连锁有限责任公司	85.00
7	益丰大药房连锁股份有限公司	80.88
8	苏州全亿健康药房连锁有限公司	63.57
9	甘肃众友健康医药股份有限公司	59.17
10	上海华氏大药房有限公司	48.60

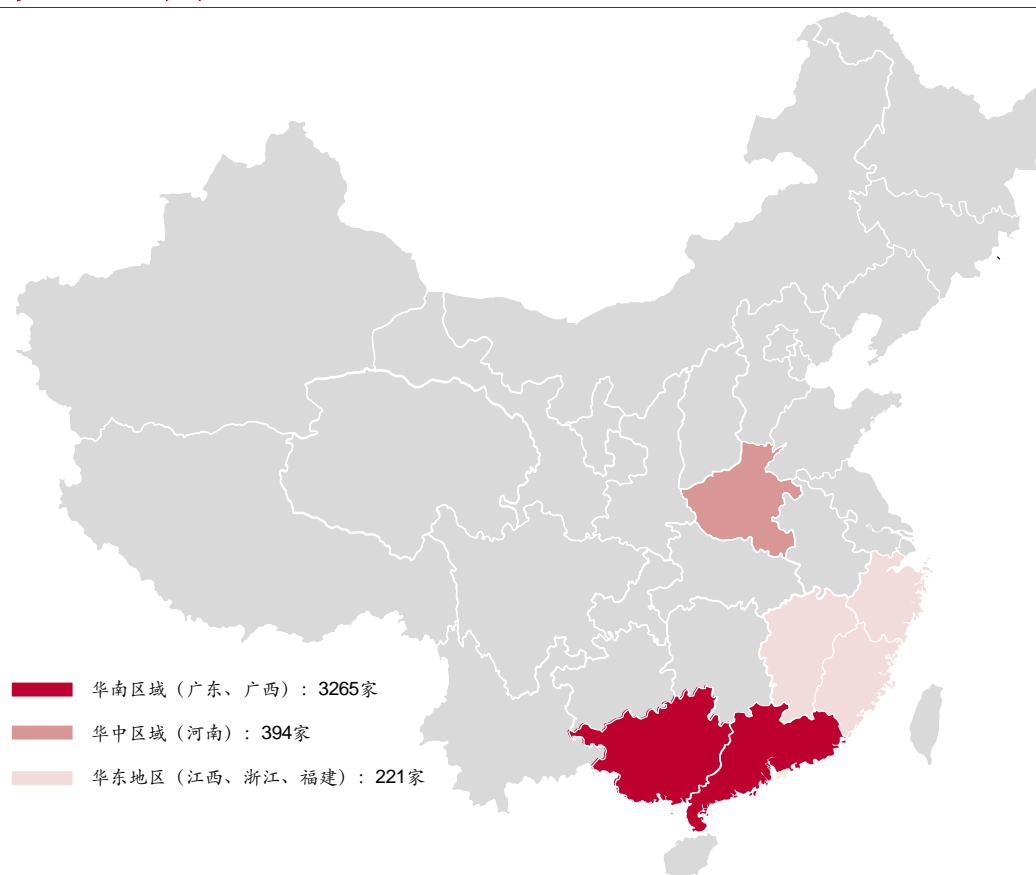
来源：《中国药店》，中泰证券研究所

图表 2：大参林发展历史



来源：公司官网，中泰证券研究所

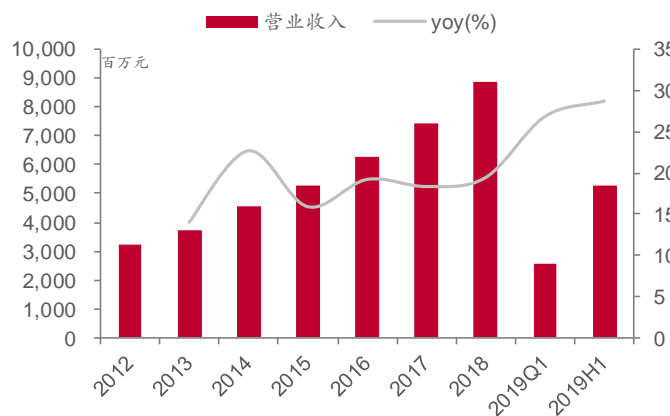
图表 3: 大参林门店分布情况



来源: 公司公告, 中泰证券研究所

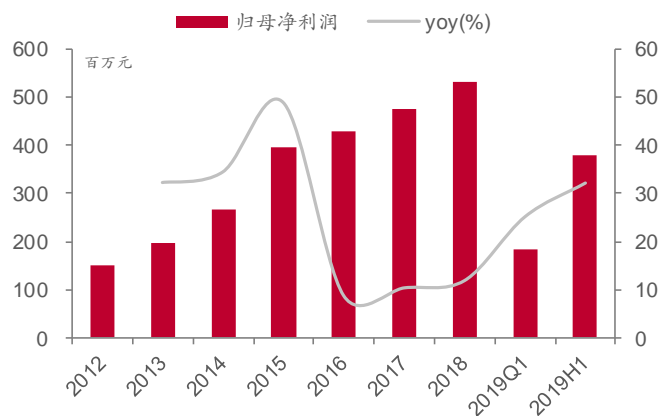
- 次新店高增长迈入盈利期, 业绩拐点已现。**2012 年来, 公司利润保持稳健增长, 2012-2018 年收入 CAGR 为 18%。2016 年来, 由于扩张步伐的加大, 新开门店数量显著提升, 当年净利润水平略受影响, 因而利润增速由 2014-2015 年的 30% 以上降至至 10% 左右。随着众多次新店快速增长迈入盈利阶段, 公司业绩拐点已经显现, 2019Q1 收入增长 26.77%, 净利润增长 25.20%, 增速明显换挡; H1 收入增长 28.65%, 利润增长 32.21%, 进一步提速。

图表 4: 公司历年营业收入



来源: 公司公告, 中泰证券研究所

图表 5: 公司历年净利润

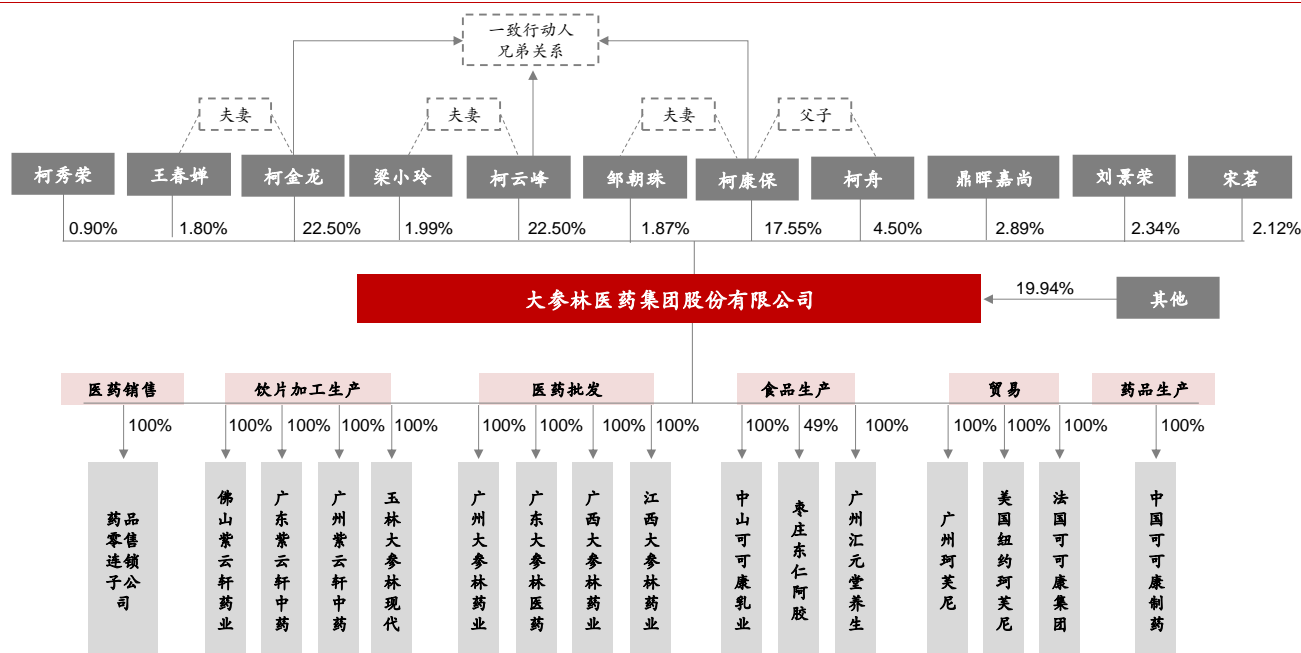


来源: 公司公告, 中泰证券研究所

## 1.2 大股东股权集中，高层激励充分

- 柯云峰、柯康保、柯金龙（三者为兄弟关系）为公司实际控制人和一致行动人，合计持有 62.55% 的公司股份。公司实际控制人股权集中，股权释放空间大，长期融资能力强。2015 年，公司实际控制人通过转让财产份额的方式对员工实施股权激励，高管及骨干员工激励充分，保障持续发展动力。

图表 6：大参林股权结构图



来源：公司公告，中泰证券研究所

图表 7：股权激励方案不同级别授予的股权数量

序号	职务级别	股权激励对应大参林股数（股）
1	副总级	100,000
2	中心总监及大区总监	60,000
3	中心副总监及大区副总监	40,000-50,000
4	资深经理	30,000-50,000
5	经理	30,000
6	副经理	10,000-20,000
7	忠诚老员工	10,000-20,000

来源：公司公告，中泰证券研究所

## 二、“集中度提升+处方外流”，双轮驱动药店行业变革

### 2.1 自建+并购，药店龙头加速行业整合

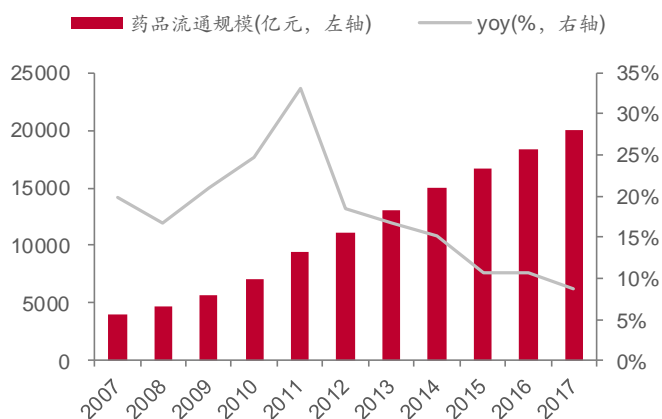
- 当前药店行业较为分散，具备整合前提。集中度、连锁率、店均服务人口均有提升空间。2017 年全国药品零售规模约 4000 亿元，占整体药品流通市场的 20%，行业增速维持 10% 左右。2018 年全国共有药店 48.9 万家，其中连锁药店 25.5 万家，连锁率达 52%，相较 2017 年上升 2pp，



连续 10 年逐步提升。相较美国、日本等成熟市场，该比例达到 63%和 87%，国内的连锁化程度有望进一步提升。集中度来看，美国三大分销巨头占比高达 90%，日本市场前十家占比约 70%，远高于国内十强的 19%。此外，国内药店店均服务人口约 3000 人/店，同样低于欧美日国家。中国药店行业具备较强整合前提，龙头企业有望持续受益成长。

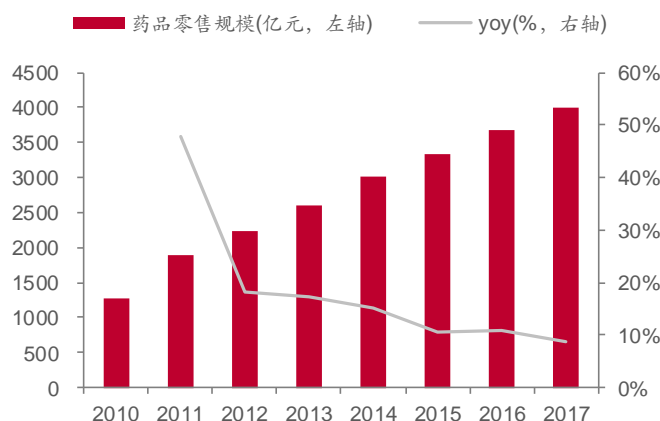
**政策变革推动药店行业分化，提供整合动能。**药店的分级管理，医保定点倾斜高等级药店；以及新版 GSP 对于药店人员、硬件设施等要求的提升，不断提高药店行业标准。而事前监管变为事中事后监管，动态核查、专项整治等监管趋严政策进一步挤压单体药店、小型连锁的生存空间，连锁药店龙头则有望凭借经营范围、经营面积、执业药师以及药品存储配送等能力优势加速扩张。行业供给侧改革趋势明显，政策变革持续提供整合动能。

图表 8: 中国药品流通市场规模及增速



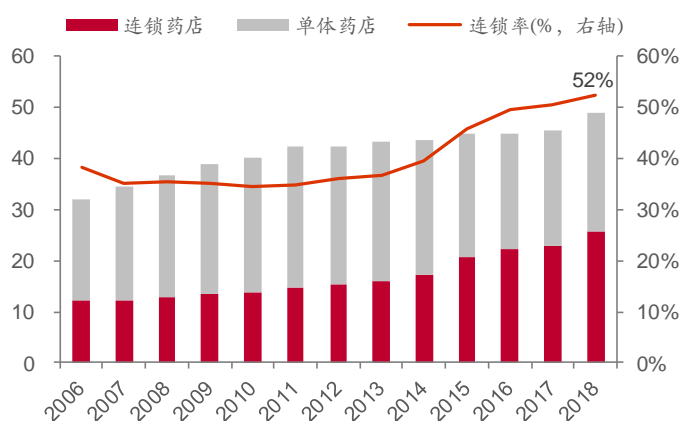
来源：商务部，中泰证券研究所

图表 9: 中国药品零售市场规模及增速



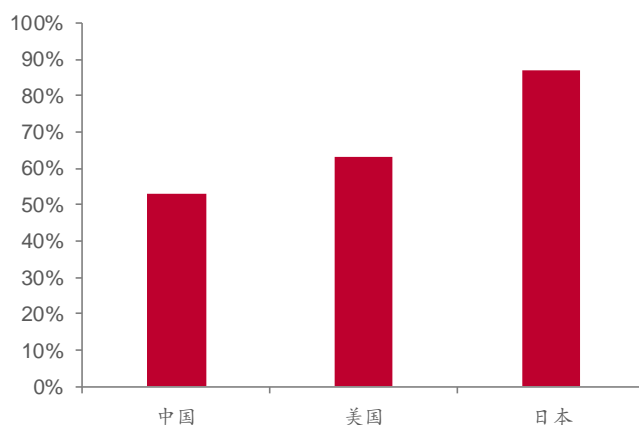
来源：商务部，中泰证券研究所

图表 10: 全国药店结构及连锁率



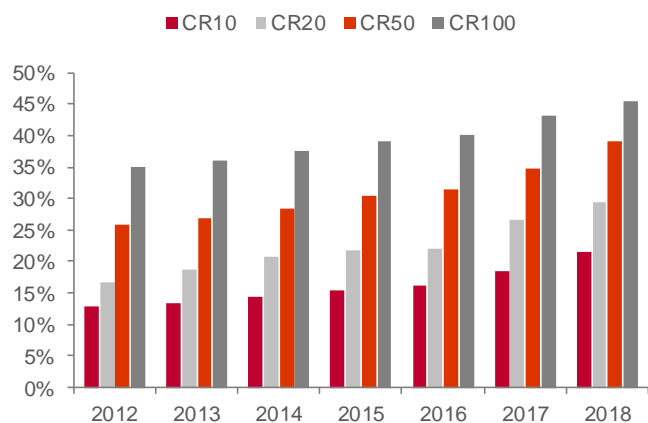
来源：NMPA，中泰证券研究所

图表 11: 中美日药店连锁率对比



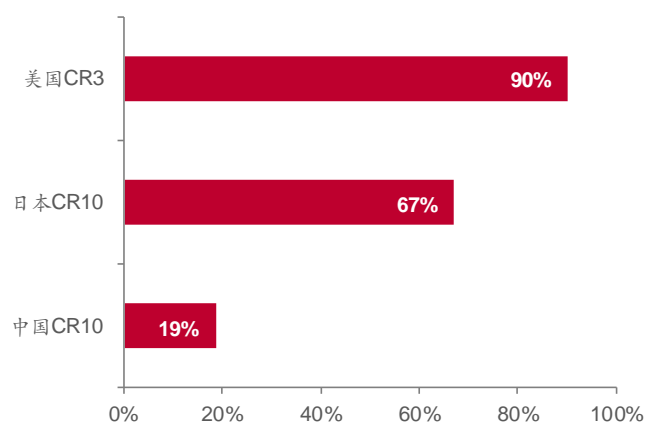
来源：《中国药店》，中泰证券研究所

图表 12: 中国零售药店集中度



来源:《中国药店》, 中泰证券研究所

图表 13: 中美日药店行业集中度对比



来源: Drug Channels Institute,《中国药店》, 中泰证券研究所

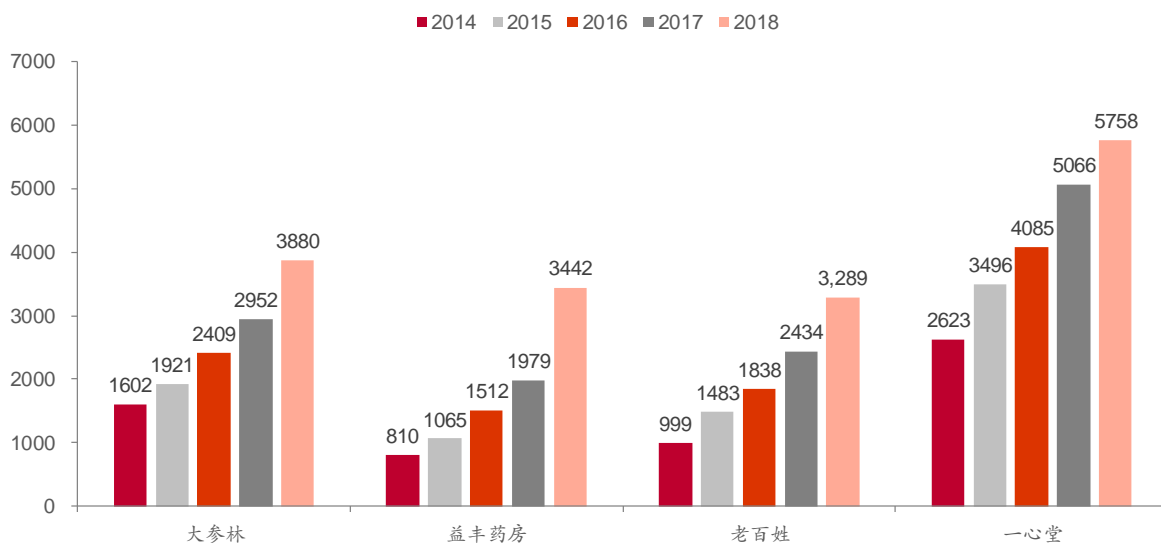
图表 14: 药店行业相关重点政策梳理

时间	政策	影响
2015	取消医保定点药店行政审批	医保资源重新分配,“宽进严管”提升市场化和经营规范化程度
2016-17	两票制、营改增、CFDA90号文	整治药店利用“药品回购”或不开票低价采购的不合规现象
2017	《药品管理法》修正案草案	药店行业监管趋严:事前监管变为事中事后监管,实行飞检抽检、专项治理等监管政策
2017.11	《药店分类分级管理》征求意见稿	促进药店规范化经营,大型连锁药店品牌及价值凸显
2018.11	《全国零售药店分类分级管理指导意见(征求意见稿)》	明确分类分级大方向,促进药店规范化经营。重点内容:二类变为三类更为细化;医保定点倾斜高等级药店,鼓励门诊特殊病和慢病服务有利于处方外流;动态核查每年至少

来源: NMPA, 商务部, 中泰证券研究所

- 龙头药店“自建+并购”快速扩张,行业变革加速。**近年来,以大参林、益丰药房、老百姓和一心堂等为代表的药店龙头企业加快并购新建步伐,持续扩张。上市药店龙头具备更为灵活多样的融资方式,可持续获得雄厚资金,加速版图扩张。

图表 15: 上市药店门店变化情况



来源: 公司公告, 中泰证券研究所

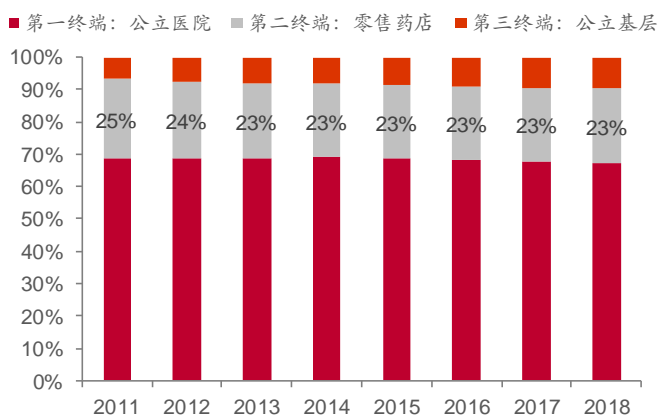


## 2.2 处方外流打开长期空间，各项政策持续推动

■ **国内药品销售以公立医院为主，零售渠道发展值得期待。**当前国内处方药销售主要在公立医院进行，零售药店的销售占比不到为 10%。美国、日本发达国家来看，医药分开已经完成，药店代替医院成为药品的第一终端，是药品销售的最主要渠道。日本自 70 年代开始推动医药分开，实现医药分业率自 1975 年的个位数提升至 2017 年的 72%。美国的处方药销售同样以药房为主，连锁和单体药房的销售占比达 75%。对比美日，国内医药分开仍处于初期阶段，零售渠道的发展值得期待。

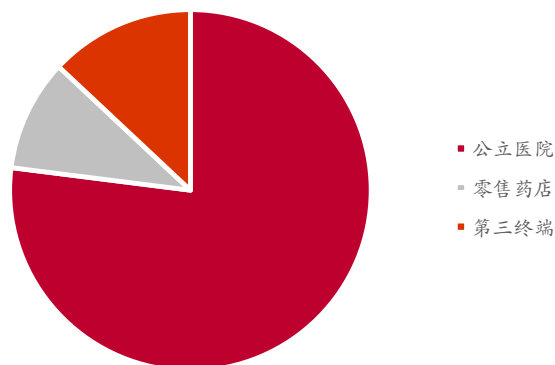
**零售药店有望成为药品销售第一终端，潜在增量达 5000 亿元：**2016 国内处方药市场规模约 1.15 万亿元，参考海外市场，假设零售药店承接 50%的处方量，扣除现有 10%的存量市场，处方外流长期增量规模可达 5000 亿元。

图表 16: 国内药品销售渠道格局



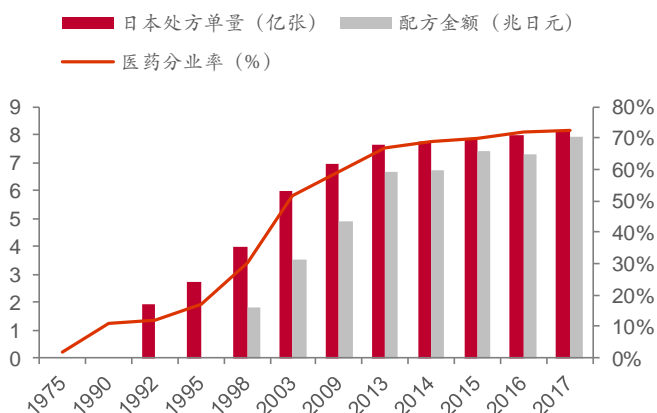
来源：米内网，中泰证券研究所

图表 17: 2016 年国内处方药销售渠道份额



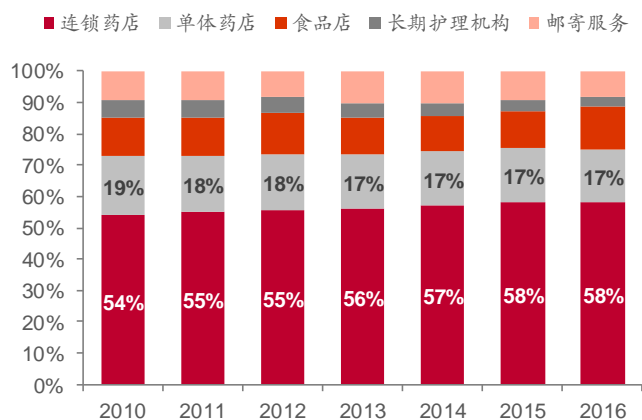
来源：中国产业信息网，中泰证券研究所

图表 18: 1998-2017 年日本处方量、处方外流率



来源：日本厚生劳动省，中泰证券研究所

图表 19: 美国处方药销售渠道格局



来源：IMS，中泰证券研究所

- 政策密集推出，处方外流迎来时机，连锁龙头具备优势。**“医药分开”最早可追溯到2000年发布的《关于城镇医药卫生体制改革的指导意见》，随后2009年的《深化医药卫生体制改革的意见》中明确推进医药分开，积极探索多种有效方式逐步改革以药补医机制。此后历年重点工作任务中均强调推荐医药分开，推动处方外流，从基层医疗机构、县级医院到三级医院，从基本药物到所有药品，并不断扩大试点省份及城市范围，医药分开政策的推进不遗余力。公立医院取消药品加成，严控药占比，带量采购等政策的陆续推进，使得零售药店的渠道价值进一步凸显，处方外流时机逐渐成熟。

**图表 20：处方外流相关政策梳理**

日期	文件	内容
2000.02	《关于城镇医药卫生体制改革的指导意见》	“医药分开”首次提出：要求实行医药分开核算、分别管理。解决当前存在的以药养医问题，必须切断医疗机构和药品营销之间的直接经济利益联系。
2009.01	《中共中央国务院关于深化医药卫生体制改革的意见》	推进医药分开，积极探索多种有效方式逐步改革以药补医机制。
2014.05	《深化医药卫生体制改革2014年重点工作任务》	患者凭处方到医疗机构或零售药店自主购药的新模式，并确保医疗机构按照《处方管理办法》开具和调剂处方，保障患者的处方知情权和购药选择权。
2015.05	《深化医药卫生体制改革2015年重点工作任务》	鼓励药品零售企业连锁经营。采取多种方式推动医药分开。
2015.05	《关于全面推开县级公立医院综合改革的实施意见》	所有县级公立医院取消药品加成（中药饮片除外）；加强对药占比等指标的监控；鼓励药品零售企业连锁经营。
2015.05	《关于城市公立医院综合改革试点的指导意见》	试点城市所有公立医院取消药品加成（中药饮片除外）；力争到2017年试点城市公立医院药占比不含中药饮片总体降到30%左右。
2016.03	《关于促进医药产业健康发展的指导意见》	医疗机构应当按照药品通用名开具处方，并主动向患者提供处方，保障患者的购药选择权。
2016.05	《深化医药卫生体制改革2016年重点工作任务》	新增100个试点城市，全国共200个试点城市的所有公立医院取消药品加成（中药饮片除外）；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。
2017.05	《深化医药卫生体制改革2017年重点工作任务》	2017年9月底前所有公立医院全部取消药品加成（中药饮片除外）；2017年前四批200个试点城市公立医院药占比（不含中药饮片）总体降到30%左右；试行零售药店分类分级管理，鼓励连锁药店发展，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实时共享。
2018.07	《医疗机构处方审核规范》	明确规定药师是处方审核工作的第一责任人；明确处方药名称应当使用药监局批准公布的药品通用名、新药专利名和复方制剂名称。
2018.08	《深化医药卫生体制改革2018年下半年重点工作任务》	制定零售药店分类分级管理的指导性文件，支持零售药店连锁发展，允许门诊患者自主选择在医疗机构或零售药店购药。

来源：NMPA，国务院，人社部，中泰证券研究所

- 电子处方流转，处方共享平台等推动处方外流的落地。**2018年4月，国务院办公厅发布《关于促进“互联网+医疗健康”发展的意见》（以下简称“意见”），针对处方层面，明确提出“允许在线开具部分常见病、慢性病处方”，“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。探索医疗卫生机构处方信息与药品零售消费信息互联互通、实时共享”，政策顶层推动处方流转和共享平台。随后广东、甘肃、重庆、广西、四川、江西、辽宁、宁夏、河南等各省相继发文，推动开展电子处方平台试点。随着各地试点工作的推进以及试点范围的扩大，预计电子处方流转、处方共享平台等服务有望加速推进，从而推动处方外流政策的落地。

**图表 21: 全国各地区电子处方流转平台政策梳理**

时间	执行地区	文件	备注
2016/12	四川成都	《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》	推动区域电子处方平台建设;在线开具的未经医疗机构配药的,不计入医疗机构药占比。截至2017年11月成都市有103家药品零售连锁企业共4346家门店开展电子处方试点工作,开具电子处方504万笔
2017/4	宁夏西宁	《关于在全市药品零售企业中试行电子处方工作的通知》	
2017/5	陕西西安	《西安市药品零售企业推行电子处方工作方案》(试行)	已有至少2000家药店参与其中
2017/7	海南海口	《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》	探索建立全省统一的处方流转平台。
2017/8	广东省	《关于在药品零售企业行电子处方服务工作的指导意见(初稿)》	18年10月,广东省第二人民医院开出第一张线上流转电子处方。19年1月,广东河源市门诊电子处方流转平台在市中医院、市人民医院、市妇幼保健院、源城区人民医院上线。
2017/9	甘肃定西	《关于在药品零售企业试行互联网电子处方工作的意见》	开展“智慧药房”配送服务试点。医疗机构须允许处方流转至药品经营企业。
2018/3	天津	《零售药店试行凭电子处方销售处方药的通知》	
2018/3	重庆	《关于零售药店试行凭电子处方销售处方药的通知》	2019年探索建立电子处方信息共享流转机制,零售药店试行凭电子处方销售处方药;2020年,推行基于电子处方流转的线上药品销售配送新模式。
2018/4	浙江温州	《关于推广药品零售企业电子处方应用试点工作的通知》	
2018/5	广西梧州	《关于在处方共享药店试行医保门诊特殊慢性病直接结算有关问题的通知(征求意见稿)》	推广电子处方流转平台。
2018/7	北京	《关于北京市基本医疗保险定点零售药店实时结算外配处方有关问题的通知(试行)》	19年1月,北京航天总医院“智慧医院+处方流转平台”项目正式上线。
2018/7	甘肃兰州	《关于在药品经营企业开电子处方服务试点工作》	开展“智慧药房”配送服务试点。医疗机构须允许处方流转至药品经营企业。
2018/8	甘肃	《关于促进“互联网+医疗健康”发展的实施意见》	开展“智慧药房”配送服务试点,对线上开具的常见病、慢性病处方,经药师审核后,医疗机构允许处方流转至药品经营企业或委托符合条件的第三方机构配送。
2018/9	广西	《关于促进“互联网+医疗健康”发展实施方案》	推广处方流转平台,发展药品配送中心,支持医院、药品生产企业、药品流通企业、药店、符合条件的第三方机构共同参与处方流转、药品物流配送。
2018/10	陕西铜川	《推行药品零售企业电子处方服务试点工作》	
2018/11	四川	《关于促进“互联网+医疗健康”发展的实施意见》	推动区域电子处方平台建设,联通符合条件的药品经营企业(含社会零售药店),构建医师开方、药师审核、企业配药、物流配送或就近取药新型服务模式。
2018/11	江西省	《关于推进“互联网+医疗健康”发展的实施意见》	开展处方流转信息平台建设,预计2020年初步建成。
2018/11	辽宁省	《促进“互联网+医疗健康”发展实施方案》	推广电子处方流转平台。
2018/12	重庆	《重庆市加快“互联网+医疗健康”发展行动计划(2018—2020年)》	2019年,探索建立电子处方信息共享流转机制,零售药店试行凭电子处方销售处方药。2020年,推行基于电子处方流转的线上药品销售配送新模式。
2018/12	贵州省	《关于促进“互联网+医疗健康”发展的实施意见(征求意见稿)》	规范电子处方流转,探索医疗机构处方信息与第三方配送机构及药品零售消费信息互联互通,实时共享。
2019/1	湖南	《关于促进“互联网+医疗健康”发展的实施意见》	建设处方流转和监管系统,推进医疗机构处方信息与药品零售消费信息互联互通、实时共享,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。
2019/2	宁夏	《宁夏回族自治区“互联网+医疗健康”示范区建设规划(2019年—2022年)》	构建区域审方和流转机制。
2019/3	福建福州	《关于印发福州市电子处方流转试点工作方案的通知》	患者凭医院流转电子处方可自主确定院外药店购药,药品费用由医保个人账户支付,待运行平稳后探索使用医保统筹基金支付。
2019/3	海南	《海南省促进“互联网+医疗健康”发展实施方案》	探索建立全省统一的处方流转系统,构建药事服务新模式。2020年初步建成处方流转信息系统。
2019/3	青海	《关于青海省促进“互联网+医疗健康”发展的实施意见》	推进“智慧药房”建设,加强医联体内各医疗机构药品处方流转与审核。
2019/4	山西省	《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)	明确电子处方服务的各项细则。

来源: 各省政府网站, 中泰证券研究所

- 新业态崛起, 龙头药店加速布局。** 医药分开, 处方外流大背景下, DTP 药房、院边店、O2O、处方流转平台等多种零售新业态快速崛起。各家龙头药店企业均积极布局, 包括建设 DTP 药房, 院边店改造, O2O 合作等, 为承接后续大量处方外流积极准备。

**图表 22: 处方外流多种零售新业态**


来源: 公开资料, 中泰证券研究所

### 三、拐点向上，扩张步伐加速

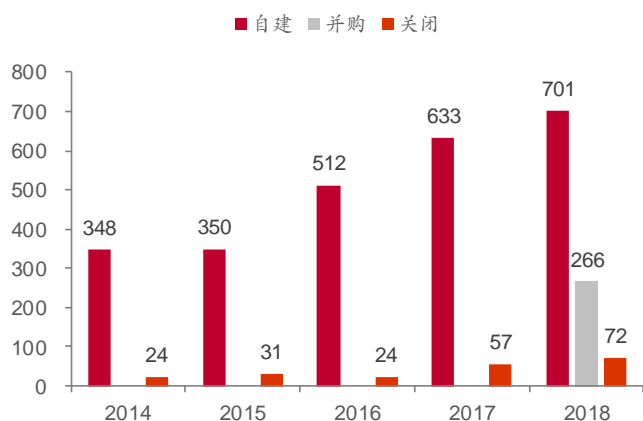
#### 3.1 次新店高增长，带动盈利拐点向上

- 2017、2018 为门店快速扩张阶段，2019 年迎来大批次新店快速增长及盈利阶段，带动盈利拐点向上。**自 2016 年来，公司门店扩张速度明显加快，2016-2018 年末的门店数量分别为 2409、2952 和 3880 家，CAGR 达 27%。因而自 2016 年来，新店及次新店的占比明显提升。我们预计 2019 年新增门店 950 家，门店总数达 4780 家，新店占比 23%，次新店及第三年店占比分别达到 23%和 14%，占比提升明显。

以 2014 年为例，新开店在第二年的收入增速约 140%，第三年增速 20% 以上，并于第二年基本实现盈亏平衡。根据草根调研，公司于广东省内的新开店盈利周期约 12 个月，广西省门店约 18 个月，其他地区在 2 年左右，由于公司新开店主要集中在广东、广西，其余地区多以并购为主，新开店基本能够在第二年实现盈亏平衡，第三年快速增长。

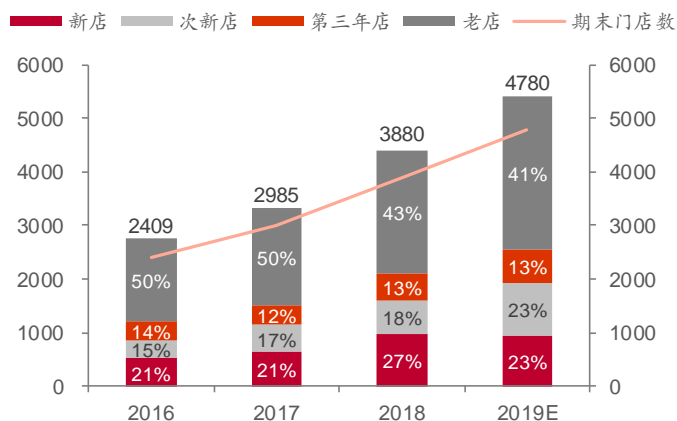
从店龄、以及单店盈利周期分析可以看出，2019 年大参林有望迎来次新店高增长及盈利阶段，从而带来公司整体盈利拐点。

图表 23: 近年门店增长情况



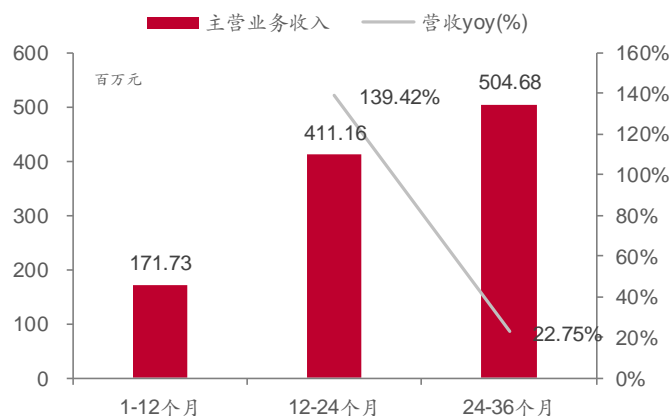
来源：公司公告，中泰证券研究所

图表 24: 店龄结构变化



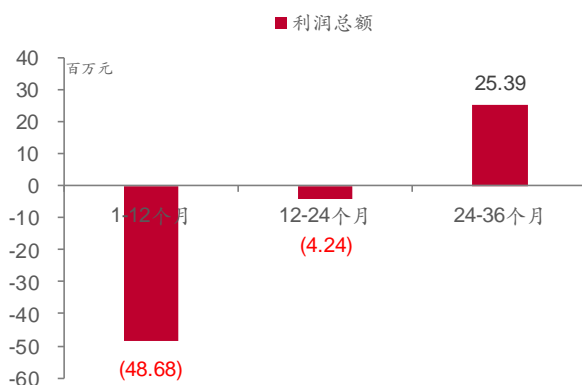
来源：公司公告，中泰证券研究所

图表 25: 新开店营收及增长变化 (2014 年)



来源：公司公告，中泰证券研究所

图表 26: 新开店利润总额变化 (2014 年)

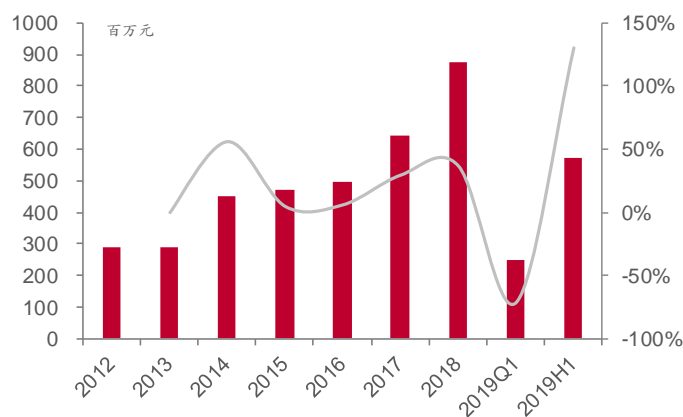


来源：公司公告，中泰证券研究所

### 3.2 现金流及股权优势明显，跨省扩张加速

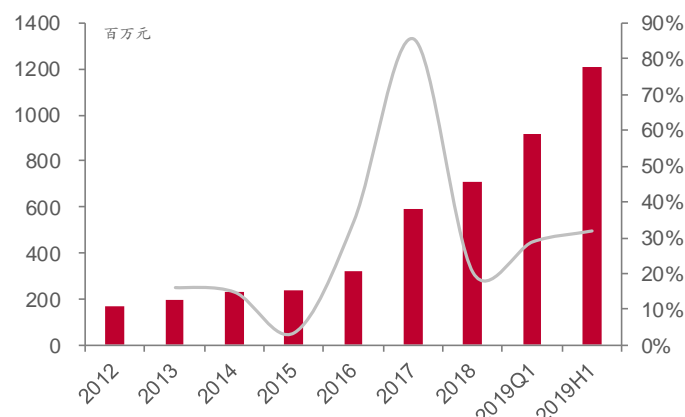
- 现金流充裕，股权释放空间大，多种再融资方案可选，中长期助力并购扩张。**一直以来，公司保持良好的现金流状况，经营现金流、期末现金及现金等价物余额稳定增长，截至 2019H1，现金及现金等价物余额超过 12 亿元，假设新建一家门店所需资金 80 万元，则足够全年 1500 家以上的门店扩张。此外，上市药店中，公司股权集中，实际控制人合计持有公司股份 62.55%，显著高于益丰药房(12.28%)、老百姓(34.81%)、一心堂(31.87%)，因而后续股权释放空间大，具有较强的可操作空间。公司上市相对较晚，仅发行过一次可转债，募集资金 10 亿元，相比其他上市药店，可选再融资方案多样，均有利于发展扩展的资金筹措。

图表 27: 历年经营现金流及增速



来源：公司公告，中泰证券研究所

图表 28: 历年现金及现金等价物



来源：公司公告，中泰证券研究所

图表 29: 上市药店历史再融资情况梳理

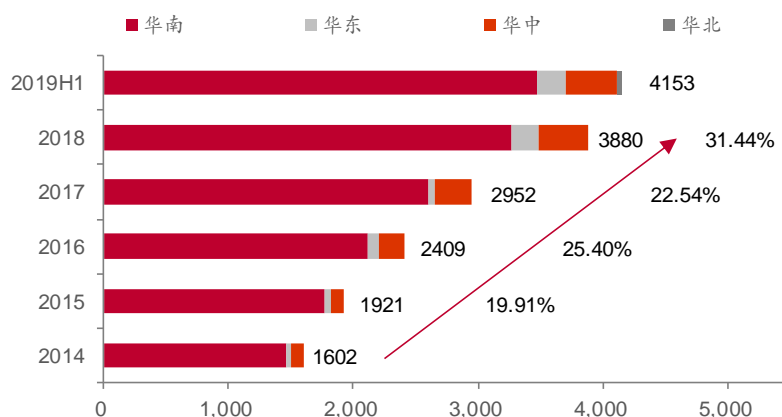
公司名称	发行时间	类型	募资净额 (亿元)	债券利率 (%)	期限/锁定期 (年)	股份数 (万股)	占总股本比例 (%)	价格 (元)	复价权 (元)
大参林 (合计19.51亿元)	2017/07	IPO	9.51		1-3	4001	10.002	24.72	
	2019/04	可转债	10.00	0.30 (当期)	6			100.00	
益丰药房 (合计26.34亿元)	2015/02	IPO	7.25		3	4000	25.00	19.47	
	2016/07	定向增发	13.25		1	4269.47	11.77	31.73	30.83
	2018/11	定向增发	5.84		1-3	1411.13	3.74	42.43	42.13
老百姓 (合计29.25亿)	2015/04	IPO	10.10			6700	25.09	16.41	
	2016/06	公司债	8.00	3.53	3+2			100.00	
	2017/11	定向增发	8.00		3			44.58	43.08
一心堂 (合计42.21亿元)	2019/04	可转债	3.15	0.2	5			100.00	
	2014/06	IPO	7.49		1-3	6510	25.01	12.2	
	2016/01	短期融资券	4.00	3.72	1			100	
	2016/03	中期票据	4.00	3.98	3			100	
	2016/10	中期票据	4.00	3.5	3			100	
	2016/12	超短期融资债券	4.00	5.99	0.74			100	
	2017/09	短期融资债券	4.00	5.08	1			100	
	2017/12	定向增发	8.76		3	4716.98	8.31	19.8	15.48
2019/04	可转债	5.96	0.30 (当期)	6					

来源：公司公告，中泰证券研究所



- 跨省扩张加速，全国布局开启。**大参林已形成以广东、广西，河南三省为“优势区域”，以福建、江西、浙江等省份为“培育区域”，立足华南、辐射全国的零售格局。公司近年门店快速扩张，增速持续提升，2018年门店增长31.44%，2014-2018年的CAGR为24.75%。深耕华南的同时，公司不断推进其他区域的门店扩张，华东、华中门店数量增加显著。2019上半年，公司通过收购保定市盛世华兴医药连锁有限公司的39家门店，完成向河北省的进军。随着公司上市，融资渠道拓宽，加之资金充裕，门店扩张速度有望持续提升，加速全国版图的布局。

**图表 30: 分地区门店及整体门店增长情况**



来源：公司公告，中泰证券研究所

注：华南：广东、广西；华东：江西、浙江、福建；华中：河南



图表 31: 近年并购案例梳理

购买日	协议日	被收购方	收购股权	门店数 (个)	并购金额 (万元)	PS	当年并表营收 (万元)	当年并表利润 (万元)
<b>2014年度: 完成并购项目的交割1起, 其中新签并购项目1起</b>								
2014/05	2014/05	北京金康源生物医药技术	100%		245			
<b>2015年度: 完成并购项目的交割4起, 其中新签并购项目4起</b>								
2015/07	2015/06	江门大参林	56.25%		2,002	0.26		
2015/07	2015/06	顺德大参林	49.50%		2,615	0.30		
2015/07	2015/06	漯河大参林	49%		2,142	0.70		
2015/11		赣州华尔康大药房	19%		753	13.75		
<b>2016年度: 完成并购项目的交割9起, 其中新签并购项目9起</b>								
2016/01		贵州一树连锁药业	4.99%		3,992	22.05		
2016/05		内蒙古惠丰堂大药房	5%		1,000	94.90		
2016/07		许昌市保元堂大药房	51%		3,060	1.26	3,737.62	-104.03
2016/07		江西众康大药房	70%		4,473	7.76	3,769.55	-212.31
2016/01		珠海市正康益民医药		9	535	0.37	1,224.12	-79.60
2016/06		韶关市百盛堂商贸		10	770	0.58	807.54	-247.04
2016/09		安阳千年健医药		19	2,255	0.85	779.24	-87.46
2016/11		巩义市康美大药房		10	1,170	0.40	112.92	3.83
2016/12		河南省新密麦迪森药业		19	1,539	0.53	188.82	26.35
<b>2017年度: 完成并购项目的交割4起, 其中新签并购项目9起 (5起进行中)</b>								
2017/06	2017/06	江苏百佳惠瑞丰大药房	5%		3,150			
2017/11	2017/07	增城市泰林大药房		10	770			
2017/11	2017/07	汤阴信诚医药		9	750			
2017/12	2017/12	方城县健康人医药超市		33	3,600			
<b>2018年度: 完成并购项目的交割16起, 其中新签并购项目14起 (3起进行中), 上年度项目的交割5起</b>								
2018/01	2017/12	赣州大参林	35%		3,284		6,884.72	-369.70
2018/02	2017/12	河南豫辉大药房		45	1,930			
2018/01	2017/12	济源心连心大药房	51%	20	867		2,660.86	-307.16
2018/01	2017/10	东莞市春秋堂医药		6	350			
2018/07	2017/11	漳州市大国晟医药销售	100%	51	7,530	0.75	2,740.79	-299.92
2018/03	2018/02	保定盛世华兴	19%	39	2,717			
2018/08	2018/03	广东天宸医药	40%		120			
2018/07	2018/03	湛江市鸿中		15	1,949			
2018/08	2018/05	北京拉索生物科技	10%		1,049			
2018/11	2018/07	信宜市泓璐药业		38	6,788			
2018/10	2018/07	郁南县正方大药房		12	2,050			
2018/11	2018/07	化州市一爱堂、康源堂大药房		17	3,334			
2018/08	2018/07	赣州大参林连锁	11%		1,032			
2018/09	2018/08	江西会好康		7	8,649	0.85		
2018/08	2018/08	安阳大参林千年健	19%		1,350			
2018/10	2018/09	西安康欣大药房	19%		1,964			
<b>2019Q1: 完成并购项目的交割6起, 其中新签并购项目3起, 完成上年度并购项目的交割3起</b>								
2019/01	2018/09	濮阳济世健民大药房		9	1,746			
2019/01	2018/11	阳春市八方大药房		20	6,416			
2019/01	2018/11	阳江市仁信医药		28	2,580			
	2019/02	广东康益百医药	100%		720			
2019/04	2019/03	保定盛世华兴	46%	39	7,425	0.87		
2019/06	2019/02	广州柏和药店	51%		4,340			

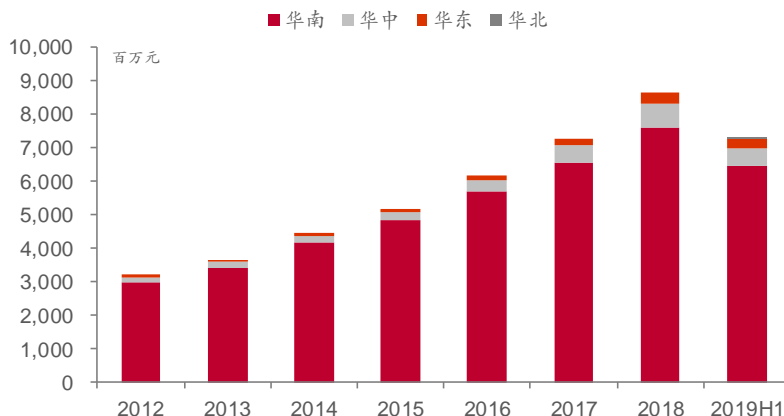
来源: 公司公告, 中泰证券研究所

## 四、优势突出，发展动力强劲

### 4.1 深耕华南，广东、广西优势突出

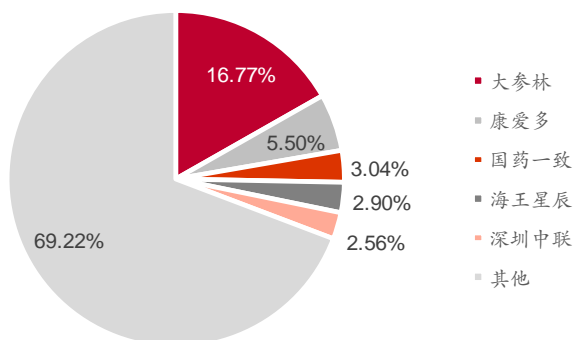
- **深耕华南地区，优势地区市占率领先，有望进一步提升。**大参林自茂名起家，起步于我国重要的医药消费市场——广东省，深耕华南地区，广东、广西两省门店快速增长，占比高达 85%，收入占比近 90%。公司在两广地区的龙头优势明显，市占率位列前茅。2018 年，大参林在广东省市占率 16.77%，位居第一；广西省市占率 9.91%，仅次于桂中大药房，位居第二。公司另一优势区域河南省今年快速发展，市占率已达 8% 左右。药店的先发优势和龙头效应明显，品牌效应建立后有望长期保持，我们预计公司广东、广西的优势地位有望持续，且随着行业整体集中度的提升，公司市占率加速提升。

图表 32：大参林分区域销售情况



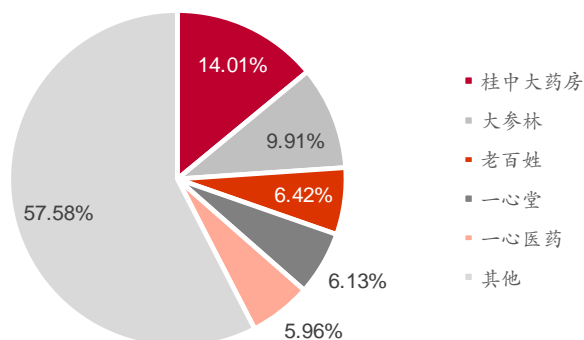
来源：公司公告，中泰证券研究所

图表 33：大参林广东省市占率



来源：《中国药店》，中泰证券研究所

图表 34：大参林广西省市占率



来源：《中国药店》，中泰证券研究所

#### 4.2 率先探索零售新业态，积极承接处方外流

- **梧州开启全国首家处方信息共享平台，公司率先探索介入。**2017年5月，梧州市红十字会医院携手百洋智能科技，启动全国首家处方信息共享平台，并将梧州百姓连锁、嘉进连锁、信立康连锁授权为首批处方共享平台药店。2018年初大参林介入梧州处方信息共享平台，积极推动广西梧州卫计委、人社局、医院与易复诊多方合作共同启动基于“三医联动”的处方信息共享体系，并于2018年7月5日正式成为梧州“三医联动”处方信息共享平台模式的首家签约统筹医保现场结算连锁药店。目前公司已在广西、广东、河南等地进行多家处方共享平台试点，有望复制梧州试点门店的快速增长。
- **DTP、O2O 等新业态加速布局，处方外流短期增量已经显现。**此外，公司积极布局 DTP 药房、电商等零售新业态。目前公司已筹建完成 35 家 DPT 药房，后续加速门店筹备建设；电商则利用自身平台开展 O2O 业务，已于京东、美团、饿了么等大型平台建立合作。2019 年中报中，公司处方药销售占比达 28.60%，同比增长 31.65%，增速高于整体收入增长，处方外流短期增量已经体现。

图表 35：“梧州模式”——处方共享平台

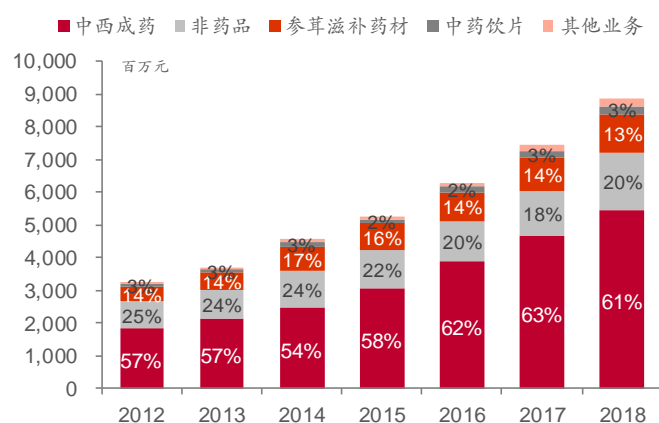


来源：公司官网，中泰证券研究所

### 4.3 参茸滋补药材品牌凸显，保障盈利水平及稳定性

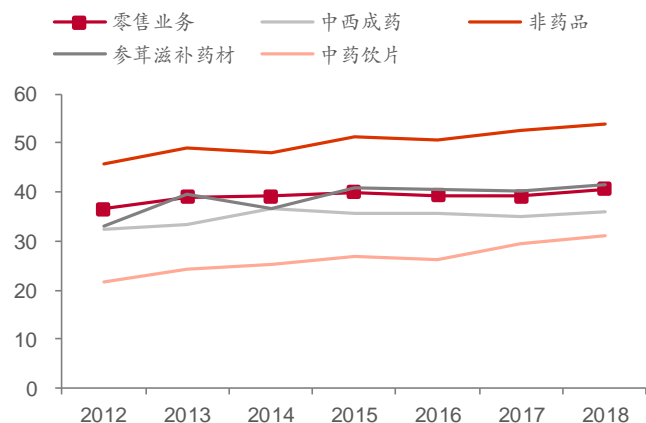
- 公司自成立以来就紧密契合华南地区消费者对于滋补养生产品的消费需求，持续大力发展参茸滋补药材业务，形成了差异化的竞争优势。目前公司参茸滋补产品已成功打造自主品牌价值，具备良好品牌价值，在产品定价和市场份额有较强竞争优势。2018年，公司参茸滋补药材销售规模约12亿，营收占比13%，加上其他中药饮片的占比16.31%，显著高于其他上市药店益丰药房(11.63%)、老百姓(7.68%)、一心堂(7.90%)。借助华南地区的消费习惯，价值优势品牌效应，参茸类滋补品有望保持较高且稳定的毛利率水平，保障公司整体盈利水平及稳定性。

图表 36: 分产品销售收入



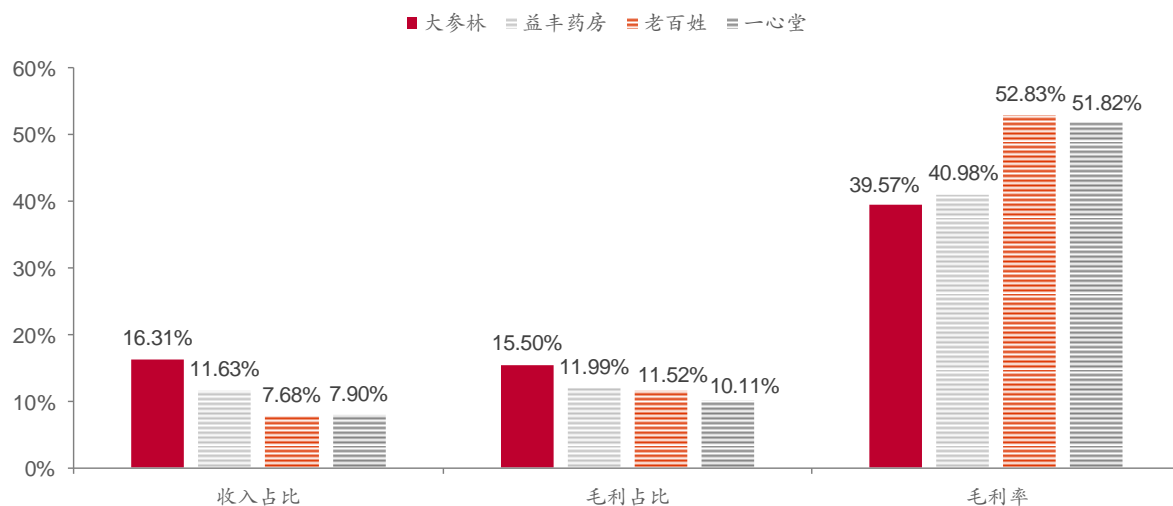
来源：公司公告，中泰证券研究所

图表 37: 分产品毛利率



来源：公司公告，中泰证券研究所

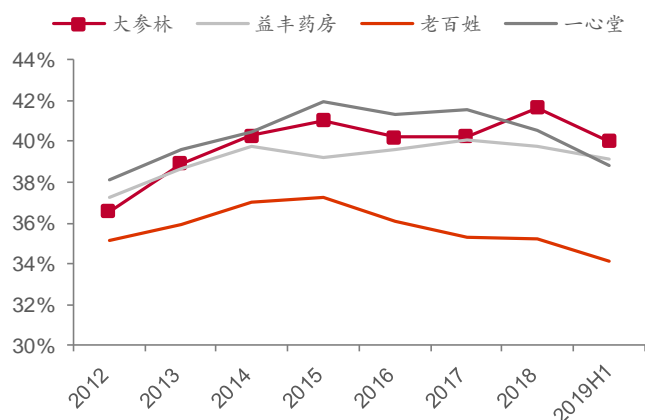
图表 38: 上市药店中药类产品收入、毛利占比情况 (2018 年)



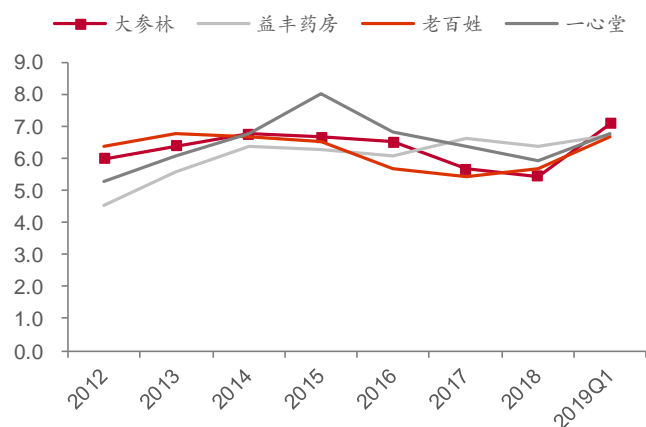
来源：公司公告，中泰证券研究所

#### 4.4 盈利能力优异，管理效率高

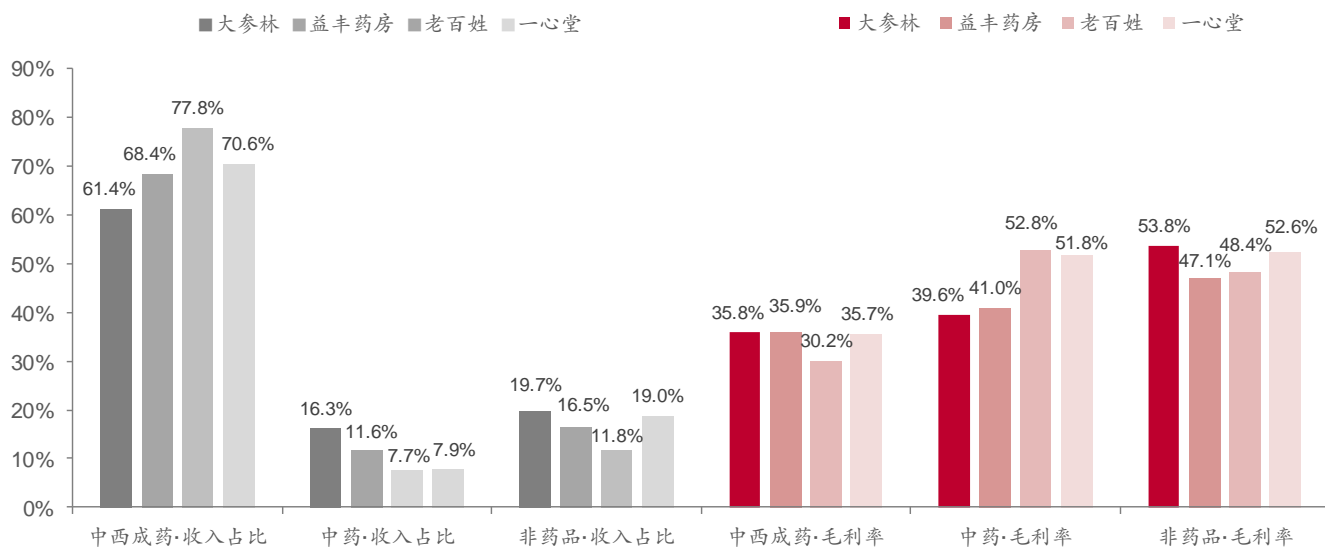
- **毛利率、净利率位于行业上游，盈利能力优异。**公司自 2012 年来，毛利率稳步提升，2018 年达到历史新高的 41.65%，2019H1 保持 40% 以上，居上市药店最高；公司净利润水平较为平稳，维持 6.5% 左右，2017-2018 年由于新开门店数量增加，净利率水平略有下滑，2019 年一季度回到 7% 以上，同样居于上市药店最高水平。高水平的毛利率和净利率体现公司在产品结构、区域优势、品牌效应、内部管理等多方面的领先实力。

**图表 39：上市药店毛利率对比**


来源：公司公告，中泰证券研究所

**图表 40：上市药店净利率对比**


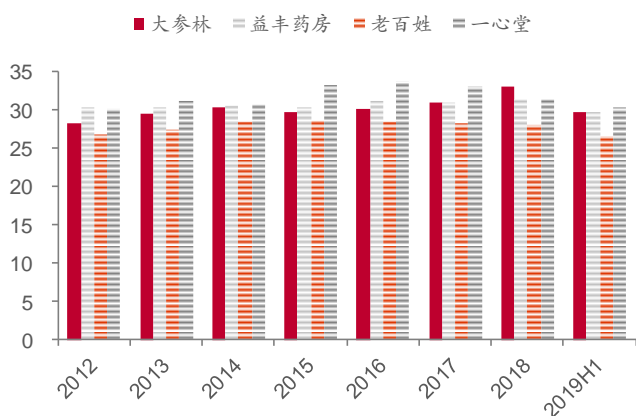
来源：公司公告，中泰证券研究所

**图表 41：上市药店分产品毛利率对比 (2018 年)**


来源：公司公告，中泰证券研究所

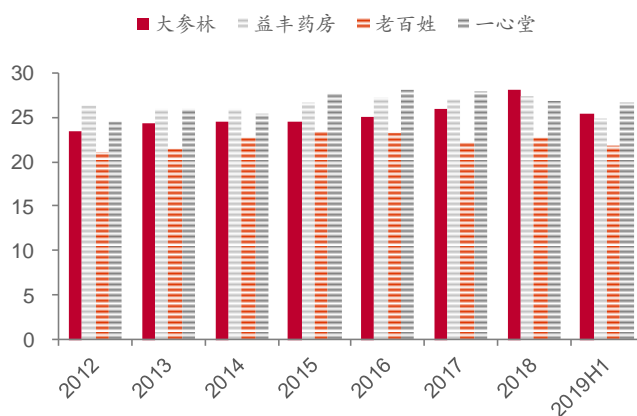
- 期间费用率处于上市药店企业偏低位置，管理效率高。公司整体期间费用率在 30%左右，仅略高于老百姓。2017-2018 年有较为明显的上升，主要由于新建门店扩张，增加了费用支出。2019H1 回到 30%以下的较低水平。公司销售费用率（25%左右）和管理费用率（4-5%）均处于上市药店较低水平，财务费用率相对较高，但近年持续降低，2019H1（0.28%）仅略高于一心堂（0.16%）。公司整体费用率具有优势，体现较高管理效率。

图表 42: 上市药店期间费用率对比



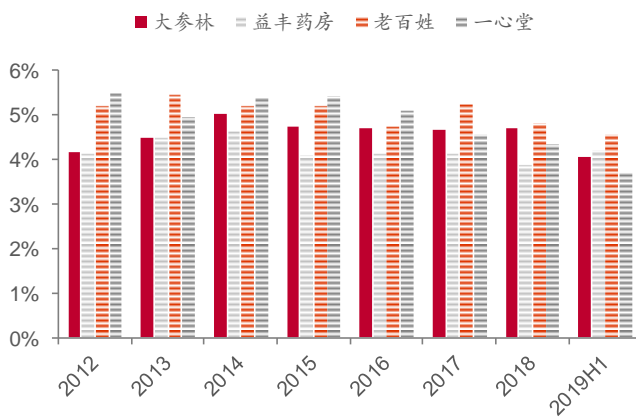
来源：公司公告，中泰证券研究所

图表 43: 上市药店销售费用率对比



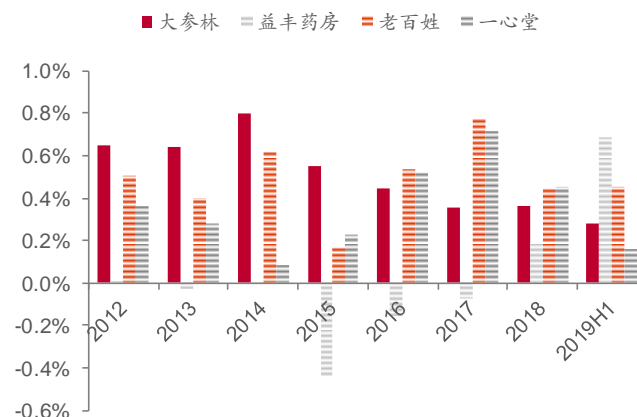
来源：公司公告，中泰证券研究所

图表 44: 上市药店管理费用率对比



来源：公司公告，中泰证券研究所

图表 45: 上市药店财务费用率对比



来源：公司公告，中泰证券研究所



## 五、盈利预测

### 5.1 关键假设

- **门店数量:** 我们预计2019-2021年,公司自建门店数量分别为600、800、1000家;并购门店数量300、350、400家;关闭门店60、60、60家。
- **门店增速:** 新建门店当年平均开店时间为半年左右,因此第二年收入增长100%以上;根据历史数据,假设第三年增速20-30%之间。
- **毛利率:** 假设毛利率保持稳定,2019-2021年分别为40.51%、40.40%、40.30%。
- **其他:** 批发业务保持稳定,2019-2021年增速均为15%,毛利率14%。

图表 46: 同店增长模型

	2014	2015	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E
期初门店	1254	1602	1921	2409	3152	4047	4937	6027
自建	348	350	512	633	701	650	800	1000
并购				167	266	300	350	400
关闭	24	31	24	57	72	60	60	60
期末	1602	1921	2409	3152	4047	4937	6027	7367
期末yoy(%)	27.75%	19.91%	25.40%	30.84%	28.39%	21.99%	22.08%	22.23%
自建占比	27.75%	21.85%	26.65%	26.28%	22.24%	16.06%	16.20%	16.59%
并购占比				6.93%	8.44%	7.41%	7.09%	6.64%
新建店单店	0.49	0.54	0.63	0.57	0.51	0.62	0.62	0.62
新建店合计	171.73	187.34	322.70	360.70	359.51	400.02	492.33	615.42
次新单店		1.18	1.14	1.13	1.00	1.19	1.29	1.29
次新店合计		411.16	399.86	580.86	631.23	834.06	840.05	1,033.90
并购单店(当年)				0.58	0.56	0.61	0.61	0.61
并购店合计				97.60	147.69	183.22	213.76	244.30
并购单店(次年)					0.86	1.28	1.22	1.10
并购店合计					142.79	339.68	366.45	384.77
老店单店	3.36	3.57	3.40	3.25	3.08	2.88	2.75	2.73
老店	4,216.32	4,480.79	5,336.11	6,169.47	7,240.97	8,856.87	10,982.76	13,318.28
关闭单店	0.56	0.56	0.56	0.56	0.56	0.56	0.56	0.56
关闭店合计	13.43	17.35	13.43	31.90	40.30	33.58	33.58	33.58
零售	4,388.05	5,061.93	6,045.23	7,176.73	8,481.88	10,580.27	12,861.77	15,563.08
yoy%		15.36%	19.43%	18.72%	18.19%	24.74%	21.56%	21.00%
批发	57.91	52.21	77.49	79.03	146.19	168.12	193.34	222.34
yoy%		-9.84%	48.41%	1.99%	84.99%	15.00%	15.00%	15.00%
其他	93.27	112.93	119.42	167.40	230.79	253.86	279.25	307.18
营收合计	4,539.23	5,227.08	6,242.13	7,423.15	8,858.86	11,002.26	13,334.35	16,092.60
yoy%		15.15%	19.42%	18.92%	19.34%	24.19%	21.20%	20.69%
毛利率%	40.28%	41.03%	40.22%	40.26%	41.65%	40.51%	40.40%	40.30%

来源: 公司公告, 中泰证券研究所

## 5.1 盈利预测与估值

- 我们预计 2019-2021 年营业收入 110.02、133.34、160.93 亿元，同比增长 24.19%、21.20%、20.69%；归母净利润 7.19、9.02、10.86 亿元，同比增长 35.21%、25.46%、20.37%；EPS 分别为 1.38、1.73、和 2.09 元。目前股价对应 2019-2021 年 PE 为 43/34/28 倍。公司当前正迎来次新店高增长带来的业绩增速拐点，长期受益集中度提升大逻辑；且处方外流短期增量已现，长期空间广阔。公司作为优质龙头企业，有望享受估值溢价。我们给予公司 45-50 倍 PE，对应目标区间 78.04-86.71 元，首次覆盖，给予“买入”评级。

图表 47: 可比公司估值

股票代码	公司名称	营收 (2015)	近3年营收 CAGR(%)	净利润 (2016)	近3年净利润 CAGR(%)	净利率	PE (2019)	PE (2020)	PE (2021)	总市值 (亿元)
603939.SH	益丰药房	6,912.58	36.07	441.57	33.27	6.4%	51.8	39.0	30.2	295.7
603883.SH	老百姓	9,471.09	24.66	504.00	21.84	5.3%	39.5	32.0	25.7	211.0
002727.SZ	一心堂	9,176.27	21.18	519.77	14.57	5.7%	22.9	18.9	15.7	143.1
平均值							38.0	30.0	23.9	216.6
603233.SH	大参林	8,859.27	18.83	525.69	10.37	5.9%	42.7	34.0	28.3	306.8

来源: Wind(一致预期, 截至日期 2019/09/08), 中泰证券研究所

## 六、风险提示

### 6.1 并购整合不达预期的风险

- 药店行业正处于整合阶段，龙头企业需要通过不断的并购以实现自身的发展壮大，由于当前资本对于药店的热度较高，可能出现由于并购估值过高带来的并购进度不达预期的风险。另一方面，并购完成后需要较强整合管理能力以实现门店盈利，因为可能出现整合低预期的风险。

### 6.2 门店扩张不达预期的风险

- 门店自建扩张是另一条药店成长之路，由于自建门店存在资金、人员等要求，可能出现门店扩张不达预期的风险。

### 6.3 医药政策扰动的风险

- 药店区别于其他零售行业，受到国家部门的严格监管，尤其近年来监管不断趋严，包括执业药师、药店的医保基金监管等可能对行业带来扰动。另一方面，随着国家医改深化，医保控费持续进行，医保个人账户取消等政策变化可能对药店行业带来深远影响。



**投资评级说明:**

	评级	说明
股票评级	买入	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 15%以上
	增持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
	持有	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在-10%~+5%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数跌幅在 10%以上
行业评级	增持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在 10%以上
	中性	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数跌幅在 10%以上

备注: 评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价 (或行业指数) 相对同期基准指数的相对市场表现。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; 香港市场以摩根士丹利中国指数为基准, 美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准 (另有说明的除外)。

**重要声明:**

中泰证券股份有限公司 (以下简称“本公司”) 具有中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。本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客户。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料, 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。但本公司及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证, 且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断, 可能会随时调整。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改, 投资者应当自行关注相应的更新或修改。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用, 不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议, 本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户, 不构成客户私人咨询建议。

市场有风险, 投资需谨慎。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。

投资者应注意, 在法律允许的情况下, 本公司及其本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易, 并可能为这些公司正在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。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“中泰证券股份有限公司”所有。未经事先本公司书面授权, 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“中泰证券研究所”, 且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。