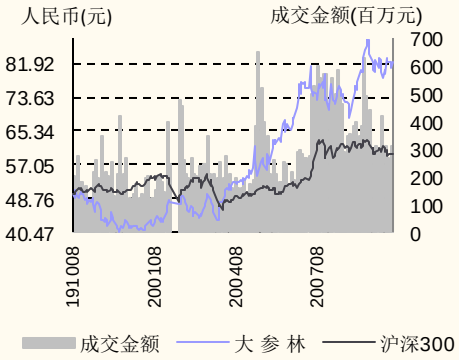
大参林 (603233.SH) 增持（首次评级）

公司深度研究

市场价格（人民币）：82.46 元
目标价格（人民币）：93.70-93.70 元

市场数据(人民币)

总股本(亿股)	6.56
已上市流通 A 股(亿股)	6.56
总市值(亿元)	541.22
年内股价最高最低(元)	87.70/78.55
沪深 300 指数	4587
上证指数	3218



受益行业集中度提升，稳步外延扩张至全国

公司基本情况(人民币)

项目	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	8,859	11,141	14,687	18,697	24,117
营业收入增长率	19.38%	25.76%	31.82%	27.31%	28.99%
归母净利润(百万元)	532	703	998	1,230	1,505
归母净利润增长率	11.93%	32.17%	42.09%	23.22%	22.32%
摊薄每股收益(元)	1.329	1.302	1.521	1.874	2.293
每股经营性现金流净额	2.18	3.16	1.95	2.70	4.11
ROE(归属母公司)(摊薄)	17.50%	16.57%	16.11%	22.24%	23.39%
P/E	62.04	63.32	54.21	43.99	35.96
P/B	10.86	10.49	8.73	9.78	8.41

来源：公司年报、国金证券研究所

投资逻辑

- **公司作为连锁药店龙头，受益于国内药店集中度提升：**连锁药店作为行业的最终发展形态，美国 CR3=85%，日本 CR10=67%，国内 CR4 不到 20%，还有较大的提升空间。2019 年连锁药店增速 4.8%高于行业负值；小型药店销售额下降的比例 60%高于行业 44%，行业优胜劣汰加剧。美日在仿制药产业改革后仿制药企业数量大幅降低，我国药企随着仿制药一致性评价的实施，去年新品种有 60%集中在仿制药前 8 的公司，医药流通企业的集中度也从 CR10 = 47.6%上升至 50%。上游集中度的逐步提升使药店行业集中化成为未来的趋势，未来龙头将瓜分市场份额，CR4 从 20%不到上升至 40%。
- **行业增量来自处方外流，公司积极承接处方药增量：**目前 70%的处方药在医院端销售，而美日处方药医院销售占比分别为 10%、28%。近几年药店中处方药的销售占比提升，如果未来处方外流规模持续扩大，至 2030 年大约 5000 亿处方药会从医院端流出，3000 亿流入零售药店，预计公司作为 4 大龙头之一将增加 750 亿处方药收入。
- **单店精细化运营，外延扩张能力强：**公司单店运营效率高，ROIC 17.33%。客单价行业领先，得益于更高的会员占比和更年轻的会员年龄分布。公司单一供应商消费占比提升，与上游议价能力增加，加上独特产品参茸的高毛利，为毛利提供了保障。公司新建门店平均盈利周期预计在 1.5 年左右，未来仍有望提升；并购其他药店预计能为其毛利带来小幅度的提升，并购带来的全国化扩张值得期待。

投资建议

- 我们认为行业集中度的提升具有可持续性，处方外流为行业带来增量空间。公司作为零售药店龙头，财务状况及单店表现均于行业领先，将持续受益。

估值

- 我们预计公司 2020 年营收预计增长 33.0%，毛利率达到 37%，2020-2022 年归母净利润为 9.98/12.30/15.05 亿元，对应 EPS 为 1.52/1.87/2.29，对应 PE 为 54/44/36。首次覆盖，目标价 93.7 元，给予“增持”评级。

风险

- 处方外流规模的不确定性；药店并购存在不确定性；线上药店对实体药店的冲击风险；可转债发行存在风险；2020 年 7 月限售股解禁存在风险。

王麟 分析师 SAC 执业编号：S1130520030001
(8621)60230233
wang_lin@gjzq.com.cn

投资要点

- **关键假设**
  - 行业发展将跟随美国和日本零售药店的发展趋势，上游药企集中度随着仿制药一致性评价的实施逐渐提高，使得药店行业集中度提升。以几大龙头占据市场 40%以上成为最终局势。
  - 处方外流规模持续扩大，未来处方药的销售份额从医院端逐渐流向零售端，给零售端龙头药店带来 750 亿左右的处方药收入。
  - 公司单店持续精细化运营，并购及设立新门店的效率保持不变，拥有持续扩张能力。

- **我们区别于市场的观点**
  - 市场一致的观点是零售药店集中度会在未来得到提升，但未从产业链上下游分析其内生原因。
  - 我们的观点：行业上游制药端及流通端集中度均在近几年有所提升，行业在面对上游变化的同时必须提升自己的议价能力，才能与上游愈发集中的大型公司持续合作。

- **股价上涨的催化因素**
  - 上游一致性评价及带量采购的进一步实施提高上游集中度、公司收购效率提升、处方外流的规模扩大。

- **估值和目标价格**
  - 预计公司 2020 年营收预计增长 33.0%，毛利达到 37%，2020-2022 年归母净利润为 9.98/12.30/15.05 亿元，对应 EPS 为 1.52/1.87/2.29，对应 PE 为 54/44/36。首次覆盖，目标价 93.7 元，给予“增持”评级。

- **投资风险**
  - 处方外流规模存在不确定性；公司收入过于集中，华南地区对公司业绩影响较大，存在一定风险；药店行业竞争激烈，并购扩张存在不确定性；线上药店对实体药店存在冲击风险；可转债发行存在风险；2020 年 7 月限售股解禁存在风险。

内容目录

投资要点 2
公司深耕华南，延伸至全国，业绩稳定扩张 7
深耕华南，逐渐向全国范围扩张 7
公司一致行动人股权集中 7
公司营业收入增速加快，华南地区和中西成药贡献增速 8
大型连锁药店是未来最终形态，目前国内还有较大发展空间 10
横向对比美国及日本市场，行业集中度还有较大提升空间 10
国内零售药店连锁率不断提升，小型单体店前景堪忧 11
行业增量来自慢病市场的扩大和处方外流 15
大参林资本回报率行业内领先，单店表现得益于精细运营 16
公司财务数据表现优秀 16
公司单店经营情况优秀 17
可转债扩大资本，外延并购不断扩大公司版图 22
把握处方外流带来的新增量，公司未来的收入增长有望超过 30% 24
布局处方外流市场，DTP 药房销售增速较快 24
盈利预测与投资建议 24
风险提示 25

图表目录

图表 1：公司发展历程：从广东逐渐扩至华南直至全国 7
图表 2：公司股权集中，大股东间有亲属关系 8
图表 3：2015-2020H1 营业收入 8
图表 4：2015-2020H1 归母净利润 8
图表 5：2019 年华南地区收入占总收入 87% 9
图表 6：2019 年华南地区毛利占总毛利 89% 9
图表 7：华南地区 2015-2019 年 CAGR 24.3% 9
图表 8：华南以外地区 2015-2019 年 CAGR 43.6% 9
图表 9：2019 年中西成药营业收入占比 68% 10
图表 10：2019 年中西成药营业收入增长 36.3% 10
图表 11：中国 2015-2019 药店行业 CR10/CR20/CR100 占比提升 11
图表 12：2015 日本处方药局市场竞争格局 11
图表 13：2015 日本药妆店市场竞争格局 11
图表 14：2015-2019 连锁药店门店数高速增长 12
图表 15：2015-2019 年连锁门店增速大于总体门店 12
图表 16：2015-2019 年药店连锁率变化 12
图表 17：不同体量药店销售增长速度 13
图表 18：各体量门店 2019 年增长/持平/下降门店数占比 13

图表 19：2018 一致性评价受理新品种集中在龙头公司.....13
图表 20：2015-2018 年国内药企数量下降（单位：家）.....13
图表 21：美国仿制药行业 CR8 大幅增长.....14
图表 22：日本质量再评价后制药企业数目大幅下降.....14
图表 23：医药流通行业集中度提升.....14
图表 24：国内处方药销售渠道主要在医院.....15
图表 25：美国处方药连锁店销售占比 34%.....15
图表 26：2012 日本处方药连锁药店占比 53%.....15
图表 27：国内药店处方药营业额占比逐年提升.....15
图表 28：处方外流增量估算.....16
图表 29：2015-2017 年 DTP 药房的兴起带来慢性病部分的增量.....16
图表 30：大参林 ROE 行业内领先（单位：%）.....17
图表 31：大参林 ROIC 行业内领先（单位：%）.....17
图表 32：2015-2019 年公司经营性现金流（单位：百万元）.....17
图表 33：公司坪效行业内最高（单位：元/日/平方米）.....18
图表 34：单店运营核心竞争力.....18
图表 35：2019 年大参林获得医保资格门店占直营药店总数的 76%.....19
图表 36：药店行业会员客单价高于非会员客单价（元）.....20
图表 37：大参林会员消费占比领先行业平均水平.....20
图表 38：药店行业 45 岁以上会员占比 47.01%.....20
图表 39：大参林 45 岁以上会员占比较低.....20
图表 40：公司非药及参茸毛利率较高（单位：%）.....21
图表 41：华南及华东地区毛利率比较高（单位：%）.....21
图表 42：华南和华东地区收入水平更高（单位：元/人）.....21
图表 43：2017-2019 年公司前五名供应商采购额占比提升.....22
图表 44：大参林新开门店盈利周期在 2 年左右.....23
图表 45：2017-2020H1 大参林自建门店数（单位：家）.....23
图表 46：大参林通过外延并购逐步扩张至 10 个省.....23
图表 47：公司并购药店后两年内收入及净利率均提升.....23
图表 48：2018-2019 公司处方药平台增长（单位：家）.....24
图表 49：2017-2019 各公司 DTP 药房数（单位：家）.....24
图表 50：2020-2022 年公司营业收入预测.....25
图表 51：可比公司估值比较（市盈率法）.....25

内容目录

投资要点 2
公司深耕华南，延伸至全国，业绩稳定扩张 7
深耕华南，逐渐向全国范围扩张 7
公司一致行动人股权集中 7
公司营业收入增速加快，华南地区和中西成药贡献增速 8
大型连锁药店是未来最终形态，目前国内还有较大发展空间 10
横向对比美国及日本市场，行业集中度还有较大提升空间 10
国内零售药店连锁率不断提升，小型单体店前景堪忧 11
行业增量来自慢病市场的扩大和处方外流 15
大参林资本回报率行业内领先，单店表现得益于精细运营 16
公司财务数据表现优秀 16
公司单店经营情况优秀 17
可转债扩大资本，外延并购不断扩大公司版图 22
把握处方外流带来的新增量，公司未来的收入增长有望超过 30% 24
布局处方外流市场，DTP 药房销售增速较快 24
盈利预测与投资建议 24
风险提示 25

图表目录

图表 1：公司发展历程：从广东逐渐扩至华南直至全国 7
图表 2：公司股权集中，大股东间有亲属关系 8
图表 3：2015-2020H1 营业收入 8
图表 4：2015-2020H1 归母净利润 8
图表 5：2019 年华南地区收入占总收入 87% 9
图表 6：2019 年华南地区毛利占总毛利 89% 9
图表 7：华南地区 2015-2019 年 CAGR 24.3% 9
图表 8：华南以外地区 2015-2019 年 CAGR 43.6% 9
图表 9：2019 年中西成药营业收入占比 68% 10
图表 10：2019 年中西成药营业收入增长 36.3% 10
图表 11：中国 2015-2019 药店行业 CR10/CR20/CR100 占比提升 11
图表 12：2015 日本处方药局市场竞争格局 11
图表 13：2015 日本药妆店市场竞争格局 11
图表 14：2015-2019 连锁药店门店数高速增长 12
图表 15：2015-2019 年连锁门店增速大于总体门店 12
图表 16：2015-2019 年药店连锁率变化 12
图表 17：不同体量药店销售增长速度 13
图表 18：各体量门店 2019 年增长/持平/下降门店数占比 13

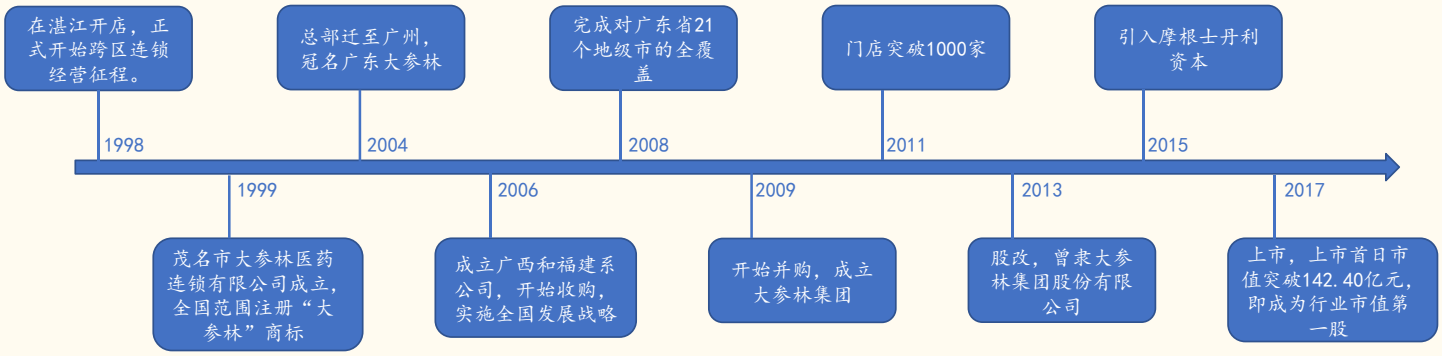
图表 19：2018 一致性评价受理新品种集中在龙头公司.....13
图表 20：2015-2018 年国内药企数量下降（单位：家）.....13
图表 21：美国仿制药行业 CR8 大幅增长.....14
图表 22：日本质量再评价后制药企业数目大幅下降.....14
图表 23：医药流通行业集中度提升.....14
图表 24：国内处方药销售渠道主要在医院.....15
图表 25：美国处方药连锁店销售占比 34%.....15
图表 26：2012 日本处方药连锁药店占比 53%.....15
图表 27：国内药店处方药营业额占比逐年提升.....15
图表 28：处方外流增量估算.....16
图表 29：2015-2017 年 DTP 药房的兴起带来慢性病部分的增量.....16
图表 30：大参林 ROE 行业内领先（单位：%）.....17
图表 31：大参林 ROIC 行业内领先（单位：%）.....17
图表 32：2015-2019 年公司经营性现金流（单位：百万元）.....17
图表 33：公司坪效行业内最高（单位：元/日/平方米）.....18
图表 34：单店运营核心竞争力.....18
图表 35：2019 年大参林获得医保资格门店占直营药店总数的 76%.....19
图表 36：药店行业会员客单价高于非会员客单价（元）.....20
图表 37：大参林会员消费占比领先行业平均水平.....20
图表 38：药店行业 45 岁以上会员占比 47.01%.....20
图表 39：大参林 45 岁以上会员占比较低.....20
图表 40：公司非药及参茸毛利率较高（单位：%）.....21
图表 41：华南及华东地区毛利率比较高（单位：%）.....21
图表 42：华南和华东地区收入水平更高（单位：元/人）.....21
图表 43：2017-2019 年公司前五名供应商采购额占比提升.....22
图表 44：大参林新开门店盈利周期在 2 年左右.....23
图表 45：2017-2020H1 大参林自建门店数（单位：家）.....23
图表 46：大参林通过外延并购逐步扩张至 10 个省.....23
图表 47：公司并购药店后两年内收入及净利率均提升.....23
图表 48：2018-2019 公司处方药平台增长（单位：家）.....24
图表 49：2017-2019 各公司 DTP 药房数（单位：家）.....24
图表 50：2020-2021 年公司营业收入预测.....25
图表 51：可比公司估值比较（市盈率法）.....25

公司深耕华南，延伸至全国，业绩稳定扩张

深耕华南，逐渐向全国范围扩张

- 公司是一家深耕华南，逐渐扩展至面向全国的药品零售连锁企业，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直营连锁零售业务。公司深耕细作药品零售行业，加速并优化“大健康”产业布局，形成了“医药零售、医药批发、医药制造”的经营模式。在多年的发展中，参茸滋补产品成为公司的特色品类，成为竞争优势，同时紧贴政策变化，积极开发新的增长渠道，拥抱新零售，实现线上线下有效融合、建立 DTP 药房、智慧药房、中医馆等新销售渠道。
- 公司自 1998 年在湛江开店，1999 年 2 月茂名市大参林医药连锁有限公司成立。2004 年将总部迁至广州，冠名广东大参林，随后收购广西、福建子公司，2008 年潮汕子公司的 410 分店开业，完成对广东省 21 个地级市的全覆盖。2009 年成立大参林集团，开始并购，2011 年全国门店突破 1000 家。2017 年在公司上市引入新的资本后，扩展河南地区，至 2019 年河南扩张至 500 门店。如今福建、河北、山西、浙江、江苏等市场均在发展阶段，未来将逐渐扩至全国。

图表 1：公司发展历程：从广东逐渐扩至华南直至全国

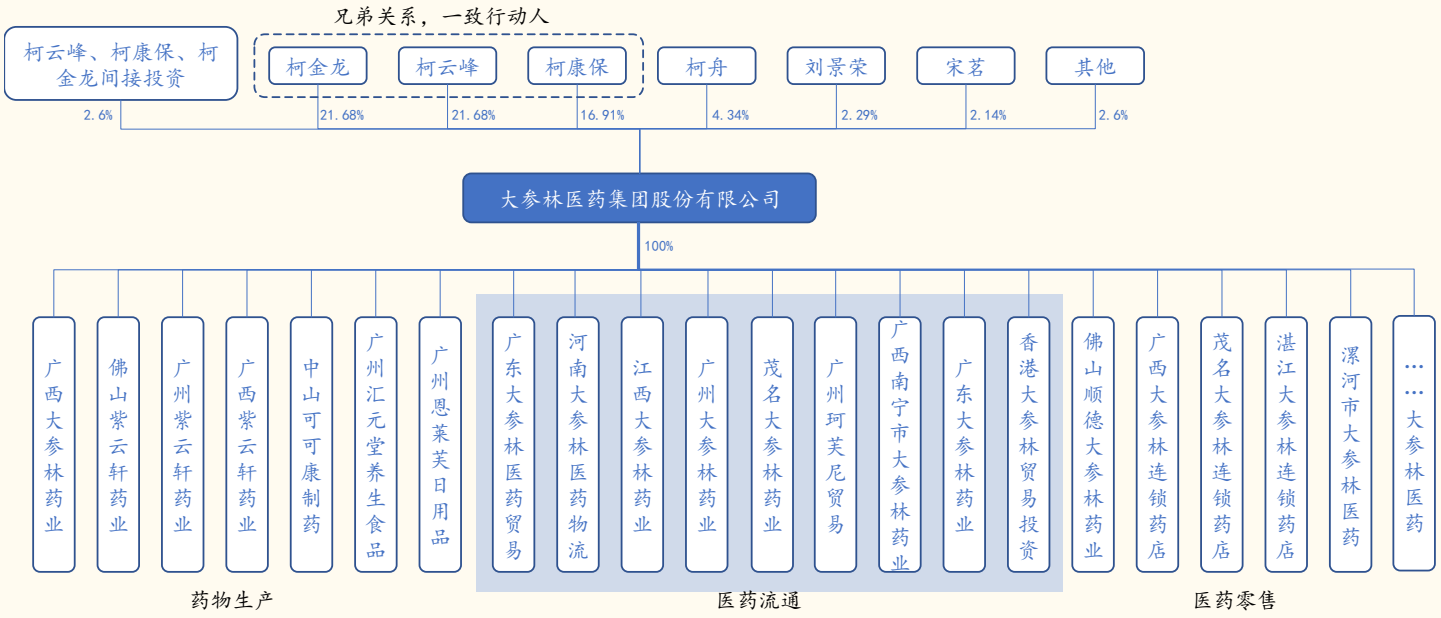


来源：公司官网、国金证券研究所

公司一致行动人股权集中

- 公司股权架构与其他大型医药零售公司、物流公司呈现出一定的相似性，前几大股东有亲属关系，且股权较集中：柯金龙（21.68%）、柯云峰（21.68%）、柯康保（16.91%）为兄弟关系，作为公司一致行动人，合持有公司 59.46%的股份；其三人除了对公司直接控股，还通过广州鼎业投资、广州拓宏投资、广州智威投资、广州联耘投资简介持有公司 2.6%的股份。柯舟（4.34%）为柯康保之子，其余较大股东中邹朝珠（1.80%）、梁小玲（1.92%）、王春婵（1.73%）、柯秀容（0.86%）也与一致行动人有亲属关联。
- 三大股东直接及间接持有公司 62%的股份，相对集中，且均积极参与公司事务，使得公司决策效率相对较高。

图表 2：公司股权集中，大股东间有亲属关系

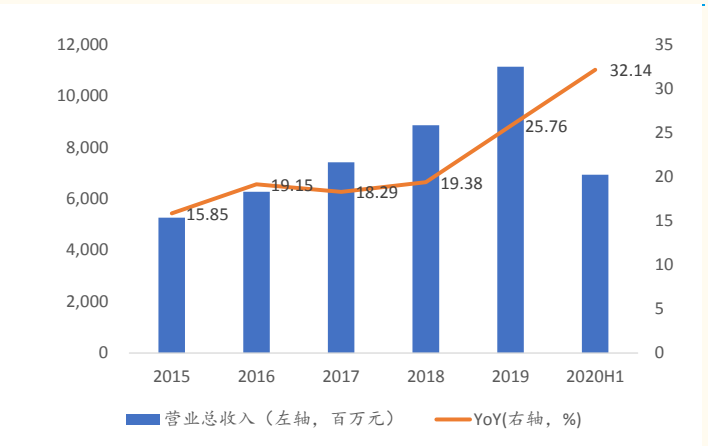


来源：公司公告，国金证券研究所

公司营业收入增速加快，华南地区和中西成药贡献增速

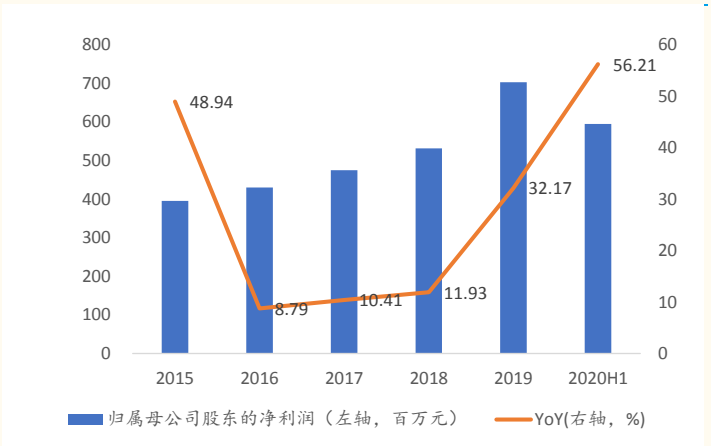
- 2015-2019 年公司 CAGR20.6%，营业收入从 2015 年的 52.65 亿元上升至 2019 年 111.41 亿元。其中 2019 年同比增速 25.76%，2020Q1 增速 30.39%。2019 年增速主要来源于处方药增长，2020Q1 受疫情影响收入进一步提升。
- 归母净利润 2015-2019 年 CAGR15.5%，从 2015 年的 3.95 亿元上升至 2019 年的 7.02 亿元。2019 年同比增长 32.17%，2020Q1 增速达到 52.28%。

图表 3：2015-2020H1 营业收入



来源：公司年报，国金证券研究所

图表 4：2015-2020H1 归母净利润

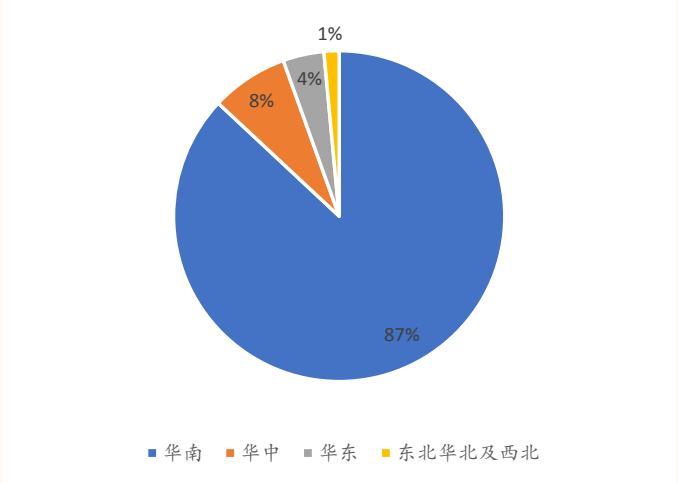


来源：公司年报，国金证券研究所

- 华南地区是主要收入和利润来源，未来公司扩张全国的可能性较大
  - 从地区上看，公司收入来源主要由华南、华中、华东、东北华北及西北四大板块。2019 年华南地区营业收入 94.64 亿元，占全国总收入 87%；毛利润 36.73 亿元，占公司总毛利的 89%。华中、华东、东北

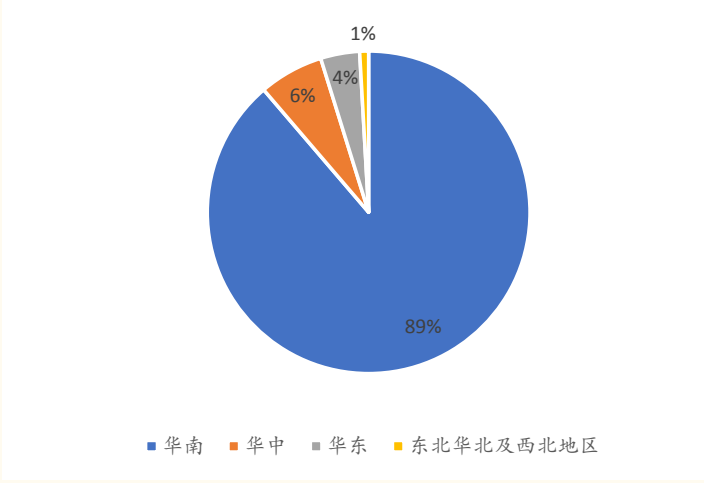
华北及西北三大板块的收入占比从 2017 年的 9.5%上升至 13%，未来有较大增长空间，全国化扩张值得期待。

图表 5：2019 年华南地区收入占总收入 87%



来源：公司年报，国金证券研究所

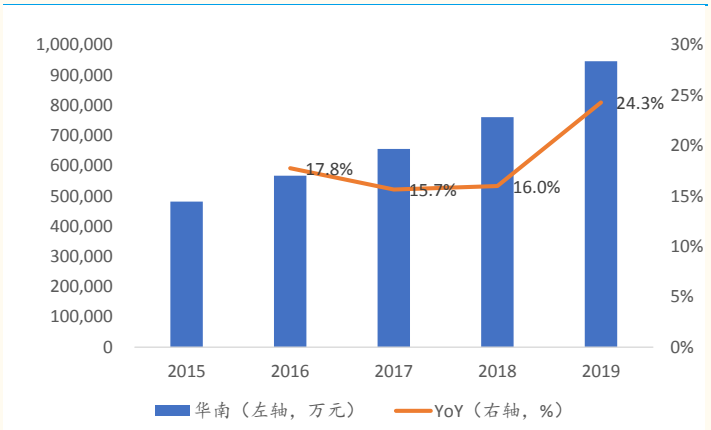
图表 6：2019 年华南地区毛利占总毛利 89%



来源：公司年报，国金证券研究所

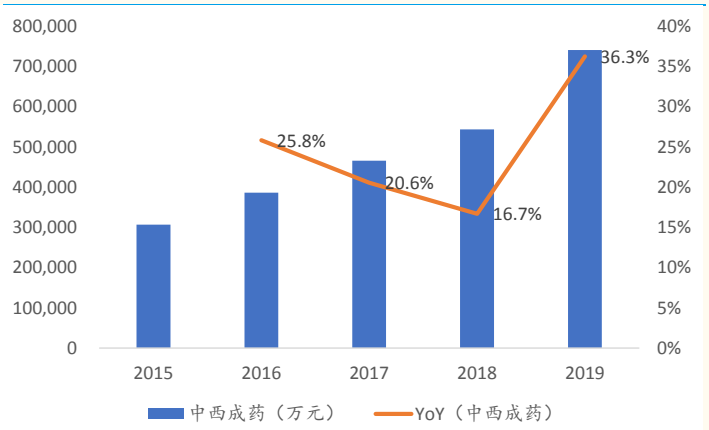
- 华南地通过领先的品牌市场效应，保持销售增长稳步提升态势。2019 年华南地区营业收入增速 24.3%，2015-2019 年 CAGR 18.4%，从 48.18 亿元增长至 94.64 亿元。华南以外地区 2015-2019 年增速较快，CAGR 43.6%,比华南地区增速高，公司扩张主要以华南地区以外为主。未来仍有望较快增长。

图表 7：华南地区 2015-2019 年 CAGR 24.3%



来源：公司年报，国金证券研究所

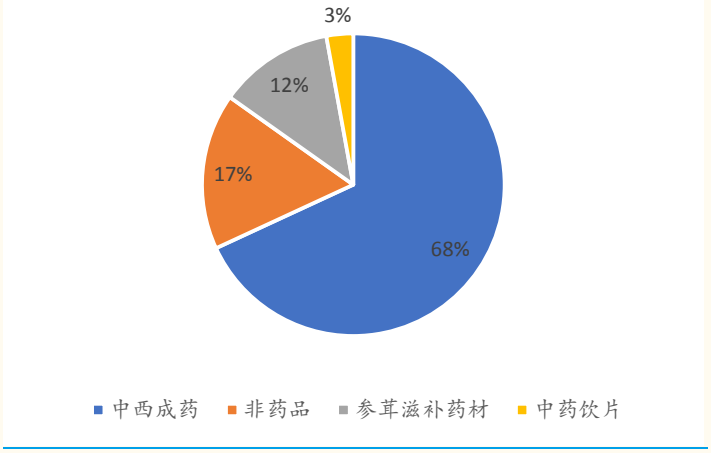
图表 8：华南以外地区 2015-2019 年 CAGR 43.6%



来源：公司年报，国金证券研究所

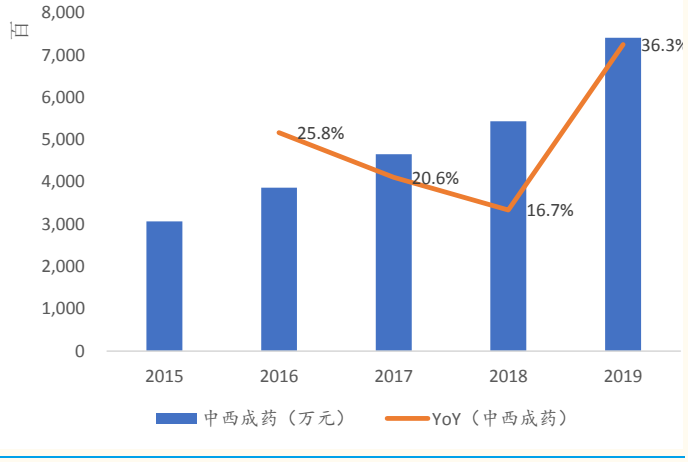
- 中西成药收入占比高，受益于处方外流，增速较快
  - 从产品结构上看，公司主要可分为中西成药、非药品、参茸滋补药材和中药饮片四大产品。2019 年中西成药营业收入 74.11 亿元，占所有产品总收入的 68%。2015-2019 年中西成药营业收入 CAGR 达到 24.6%，2019 年同比增长 36.3%，主要来源于处方药带来的增长。

图表 9：2019 年中西成药营业收入占比 68%



来源：公司年报，国金证券研究所

图表 10：2019 年中西成药营业收入增长 36.3%



来源：公司年报，国金证券研究所

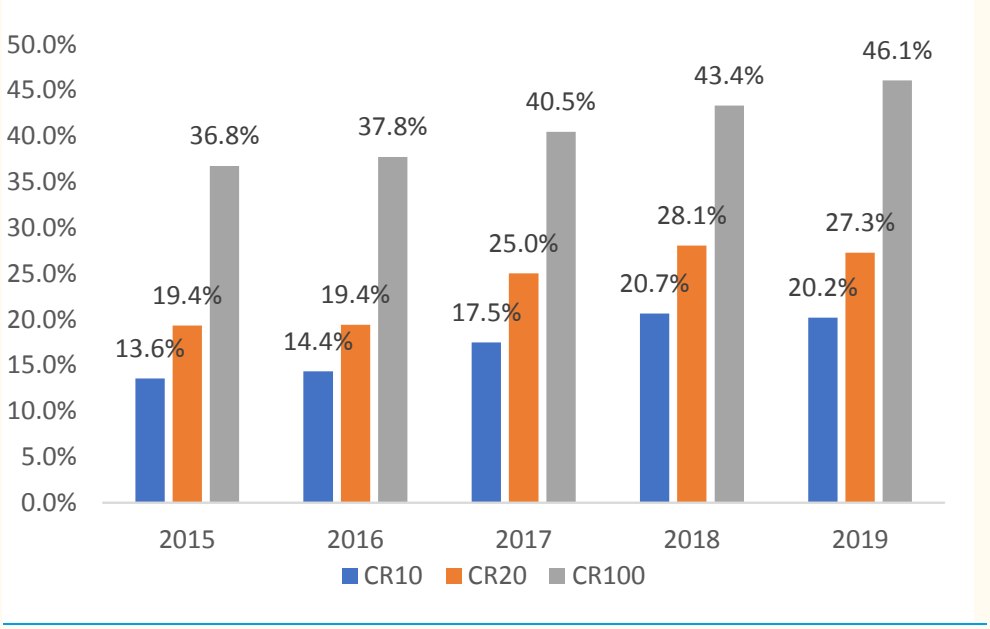
大型连锁药店是未来最终形态，目前国内还有较大发展空间

- 药店行业作为医药产业链中承上启下的环节，连接上游药品制剂生产部门和下游患者。与其他商业流通企业不同，药店的本质属于零售，直接面向消费者销售医药产品和各类健康产品。目前国内药店的门类最主要包括单体药店、连锁药店内以及网上药店。
- 由于零售的本质具有单体资产轻、品类多、运营精细化的特征，连锁化经营成为了药店最终的发展形态。但目前国内药店的集中度相对美国和日本而言较低，还有较大的提升空间。

横向对比美国及日本市场，行业集中度还有较大提升空间

- 美国及日本的行业集中度远大于国内
  - 中国药店行业整体集中度偏低，产业整合空间较大。据《中国药店》的数据显示，2019 年中国零售药店行业 top 10 连锁药店收入占整个行业的 20.2%；top 20 连锁药店收入占整个行业的 27.3%；top 100 连锁药店收入占全行业的 46.1%。虽然每年的行业集中度在上升，CR10 从 2015 年的 13.6%上升至 2019 年的 20.2%；但距离美国和日本的行业集中度相比（美国 CR3 为 85%，日本 CR10 为 67%）还是有较大差距，产业整合空间较大。

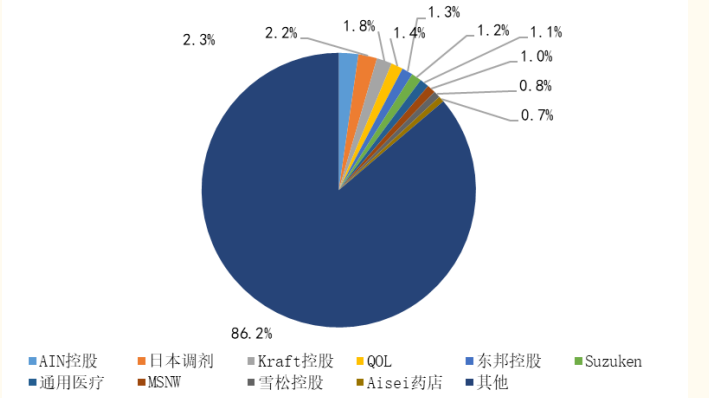
图表 11：中国 2015-2019 药店行业 CR10/CR20/CR100 占比提升



来源：公开数据整理，国金证券研究所

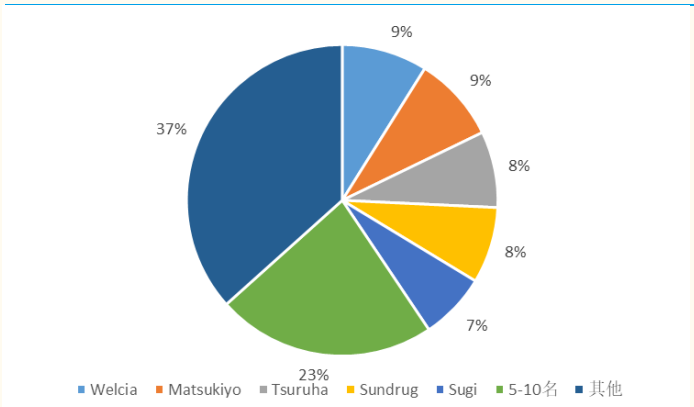
- 日本医药零售行业主要由处方药局和药妆店两个类别构成。处方药局销售处方药，并且医保报销，以院边店为主，比较分散，集中度较低；药妆店销售 OTC、保健品、药妆甚至食品，医保不覆盖，以便利地点为主，集中度高。2015 年日本处方药局 top10 市场占比约为 14%，药妆市场集中度较高，TOP10 市场占比约 63%。

图表 12：2015 日本处方药局市场竞争格局



来源：JPWA，Bloomberg，国金证券研究所

图表 13：2015 日本药妆店市场竞争格局

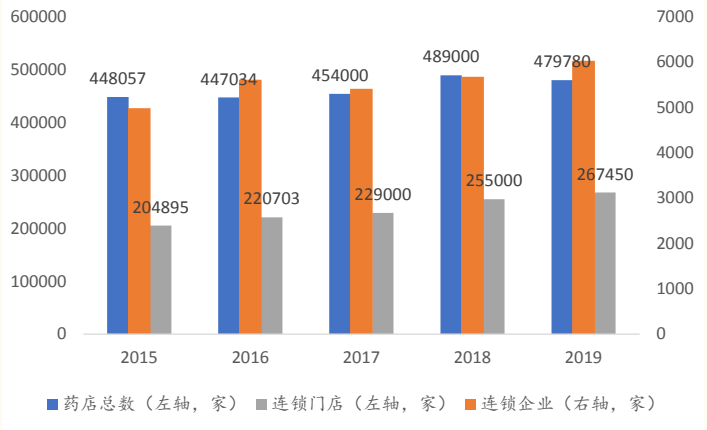


来源：JPWA，Bloomberg，国金证券研究所

国内零售药店连锁率不断提升，小型单体店前景堪忧

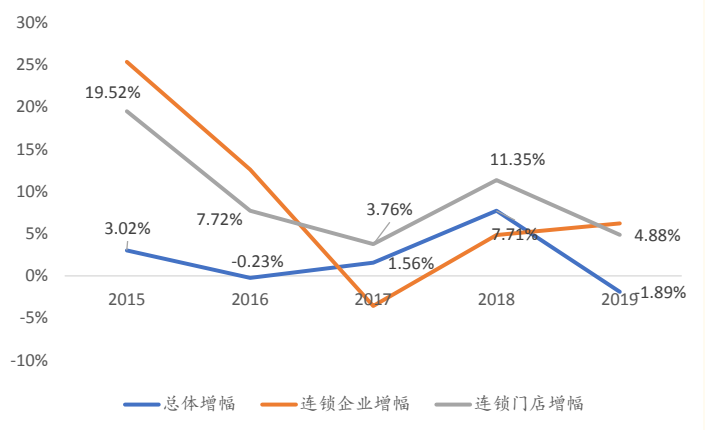
- 从 2015 至 2019 年，国内药店总数从 44.8 万家增长至 47.9 万家，平均每年增长 1.7%，2018 年至 2019 年降低 1.89%；同期国内连锁药店总数从 20.4 万家增长至 26.7 万家，平均年增长率 6.9%，2018-2019 年增长 4.88%，远高于药店总数的增长速率。
- 2019 年，全国药店数量净减少，但连锁企业控制的药店门店数却同步上升，一加一减体现出的正是在行业增速放缓情况下连锁企业将逐步取代单体药店的未来趋势。

图表 14：2015-2019 连锁药店门店数高速增长



来源：中国药店，国金证券研究所

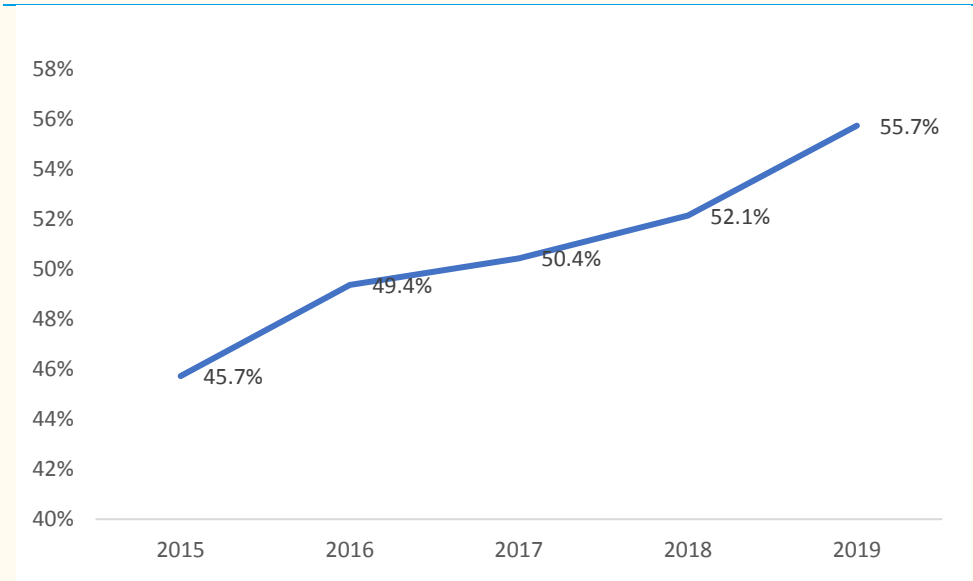
图表 15：2015-2019 年连锁门店增速大于总体门店



来源：中国药店，国金证券研究所

- 从连锁率来看，2019 年全国药店市场连锁率为 55.74%，高于 2015 年的 45.7%，2017 年的 50.44%，2018 年的 52.15%；且提升幅度相比前两年更大：2018-2019 年提升 3.59 个百分点，2017-2018 年 2.29 个百分点，2016-2017 年 1.07 个百分点。

图表 16：2015-2019 年药店连锁率变化



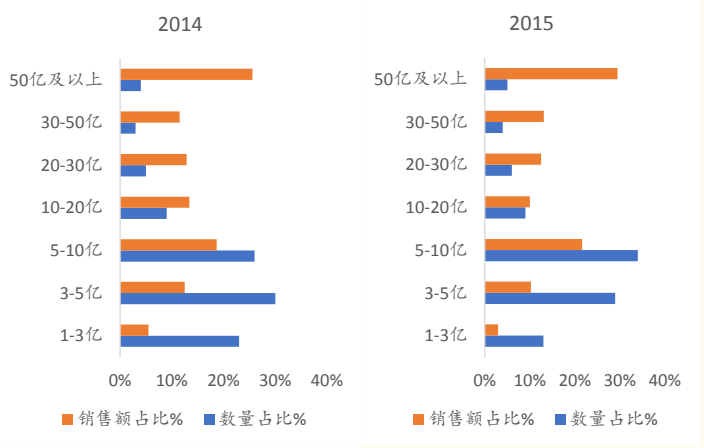
来源：中国药店，国金证券研究所

不同体量药店销售额增长速度 vs 总体药店销售额增长速度

- 根据中康 CMH 的数据监测，2019 年，全国药店零售终端销售规模为 4008 亿元（按零售价计算），同比增长 4.3%，较 2018 年的 4.9%增速放缓。
- 其中不同体量药店的表现有所不同。体量在 50 亿以上的药店数量占比从 2014 年的 4%上升至 5%，销售额占比从 25.59%上升至 29.51%；而同期规模在 3 亿以下的药店 2014-2015 年数量占比从 23%下降至 13%，销售额占比从 5.49%下降至 2.94%。对比之下小药店形势恶劣，面临被大型连锁药店取代的风险。

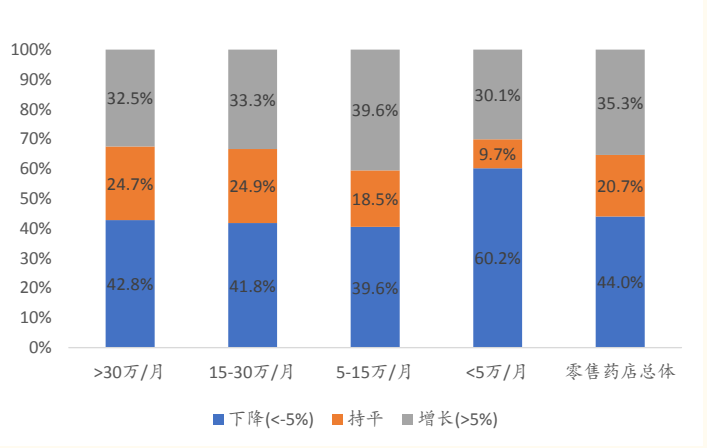
- 如下图可见，2019 年整体零售药店 35.3%的门店销售额增长 5%以上，44%的门店销售下降。相比之下月销售额在 5 万以下的药店有 60.2%出现了明显的负增长，月销售额在 30 万以上的药店只有 42.8%出现了明显的负增长。小药店销售额下降的比例高于行业平均水平 44%，也高于大药店的 42.8%，行业优胜劣汰加剧。

图表 17：不同体量药店销售增长速度



来源：国金证券研究所

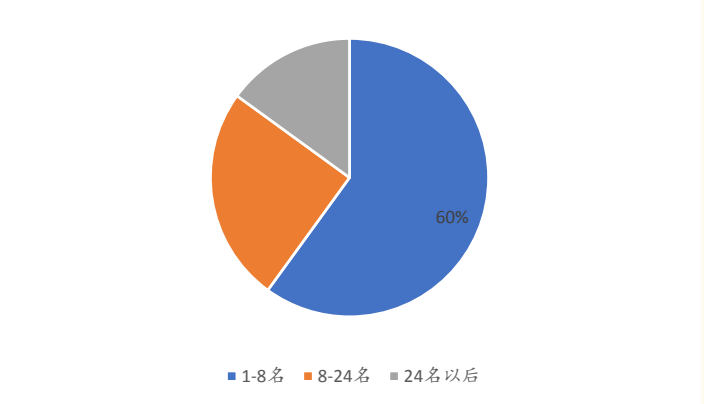
图表 18：各体量门店 2019 年增长/持平/下降门店数占比



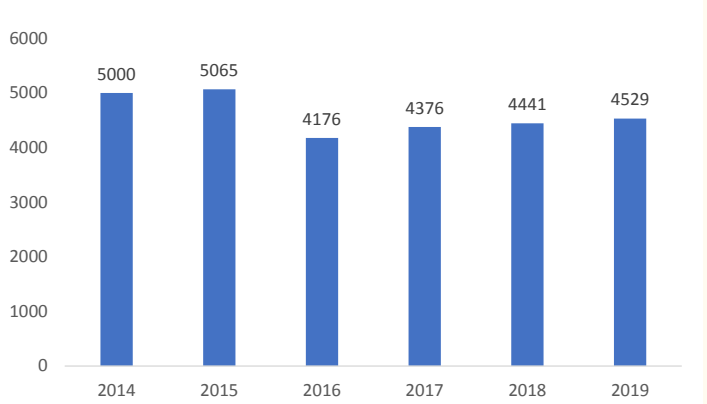
来源：国金证券研究所

- 上游集中度提升，大型连锁药店议价能力更强，更有竞争力
  - 我国是仿制药大国，药厂 99%都是仿制药企业，仿制药是我国医药市场的主体。近些年仿制药行业受到了一定的冲击，使得行业集中度提升：1. 仿制药一致性评价的出现保障了仿制药的质量和疗效，促进我国药企优胜劣汰。2. 在药品降价、“4+7”带量采购、医保控费等政策的影响下，仿制药企业的价格面临大幅下降的压力，以量带动价来获取整个公司的利润，从而限制了原来以来某一个终端市场和渠道壁垒生产下来的小规模仿制药企业经营。
  - 创新药目前市场占比较低，随着国家支持度的提升，未来可能会贡献小部分的市场增量。目前创新药行业较为分散，但 CSO 企业的出现也使得上游行业较为集中。
  - 据统计看，2018 年，仿制药一致性评价新 3、4 类申报品种有 60%集中在仿制药前 8 的公司，80-90%的申报品种集中在前 24 名；在新 3、4 类申报数据也同样情况，前 8 家和前 24 家占比分别超过 50%和 80%。2015-2018 年，药企数量从 5065 家减少至 4441 家，2016 年明显下降，近几年虽然未见明显下降，但是增加速度也很缓慢。

图表 19：2018 一致性评价受理新品种集中在龙头公司



图表 20：2015-2018 年国内药企数量下降（单位：家）

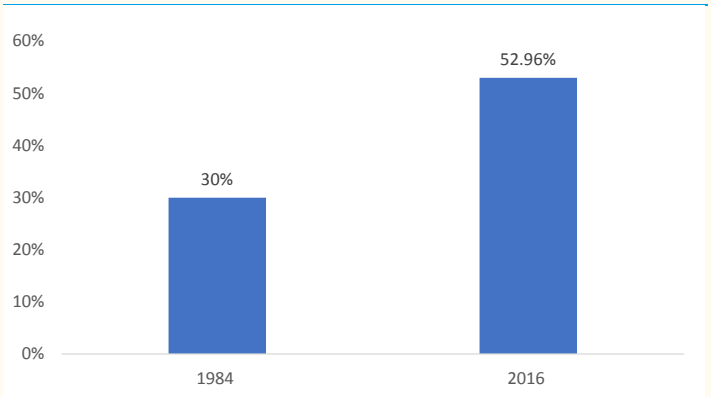


来源：wind 医药数据库，国金证券研究所

来源：NMPA，国金证券研究所

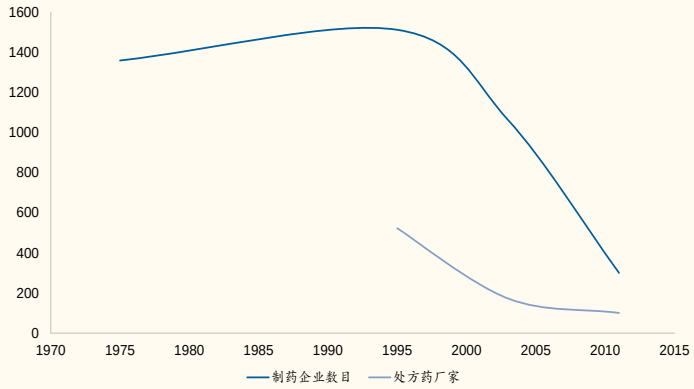
- 我们观察到，美国在仿制药企业技术受到关注后的 25 年，仿制药急速发展，市场化集中度迅速提高，美国仿制药行业 CR8 由 1984 年不到 30%提升至 2016 年的 52.96%。
- 日本在 1971-1998 年经历仿制药质量再评价后，仿制药企业数量也大幅下降，同品种生产企业降到 20 家以下，优势企业将小企业市占率全部瓜分快速做大规模，行业集中度明显上升。

图表 21：美国仿制药行业 CR8 大幅增长



来源：Bloomberg，国金证券研究所

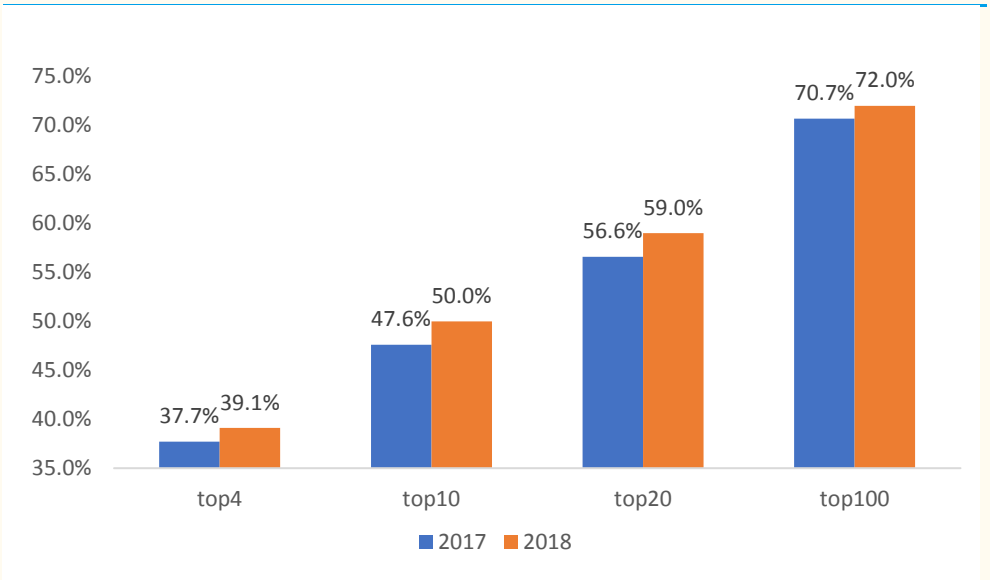
图表 22：日本质量再评价后制药企业数目大幅下降



来源：日本劳动厚生省，国金证券研究所

- 除了药企集中度提升，医药流通行业作为制药企业和医药零售的中间环节，行业集中度也在近几年得到了提升。2018 年，前 100 位药品批发企业主营业务收入占同期全国医药市场总规模的 72.0%，2017 年前 100 位占比只达到 70.7%，同比上升 1.3 个百分点。其中，2018 年 TOP 4 占比达到 39.1%，同比增长 1.4 个百分点；TOP 10 占比 50.0%，增长 2.4%；TOP 20 占比 59%，同比增长 2.4 个百分点。
- 在行业上游集中度不断提升的趋势下，零售行业只有规模较大、品种资源较强的大型连锁企业才能与上游合作的过程中拥有较强的议价能力，在竞争中处于有利地位。

图表 23：医药流通行业集中度提升

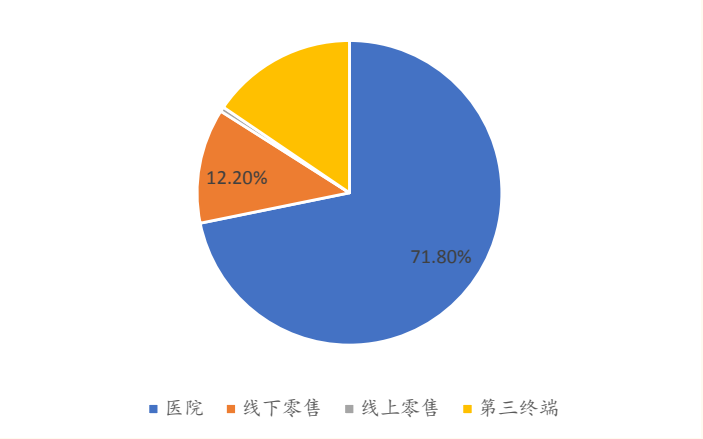


来源：商务部，国金证券研究所

行业增量来自慢病市场的扩大和处方外流

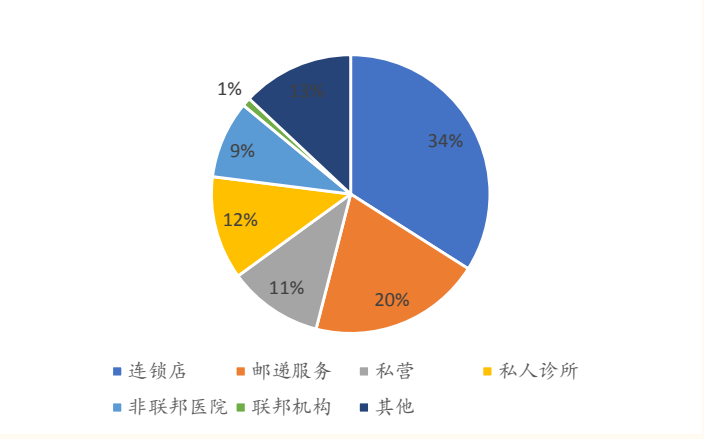
- 2018 年国内处方药总规模达到 1.13 万亿元，同比增长 4.8%，其中只有 12.1%在零售药店销售，71.8%的处方药销售渠道仍在医院。与美日相比，美国的处方药的销售渠道分布中连锁药店占比 34%，线上药店占比 20%，医院渠道占比 10%；日本在 2012 年处方药终端构成中，药局或药店占比 53%，医院占比 28%。相比之下，国内处方药终端构成中，药店的份额偏小，还有较大的增长空间。

图表 24：国内处方药销售渠道主要在医院



来源：中国药店，国金证券研究所

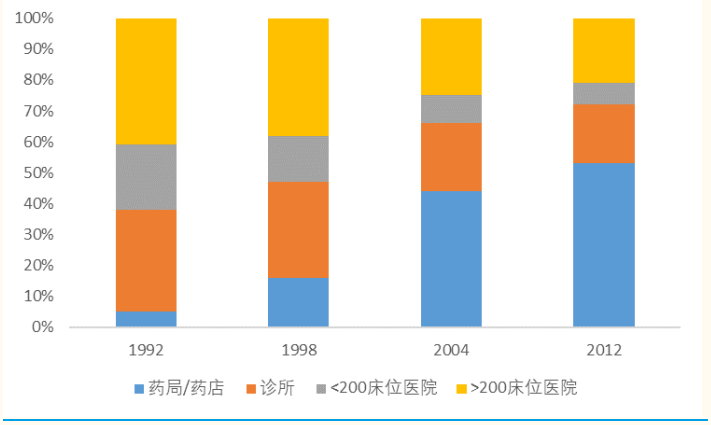
图表 25：美国处方药连锁店销售占比 34%



来源：中国药店，国金证券研究所

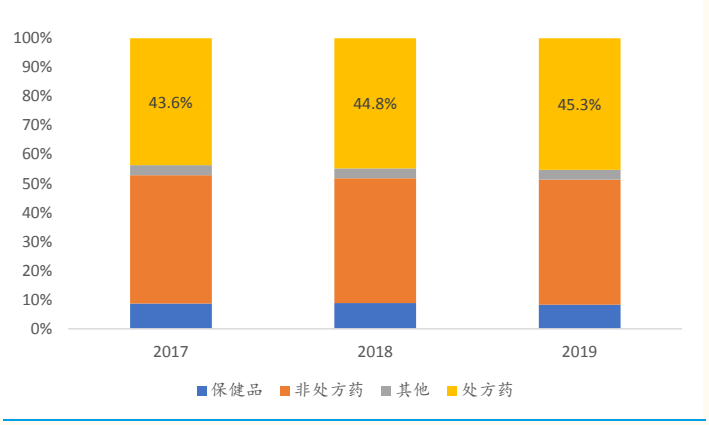
- 近几年，国内药店的处方药营业额占药店总收入的比例在逐年提升，从 2017 年的 43.6%上升至 2019 年 45.3%左右。

图表 26：2012 日本处方药连锁药店占比 53%



来源：厚生省，国金证券研究所

图表 27：国内药店处方药营业额占比逐年提升



来源：中国药店，国金证券研究所

- 未来随着国家对处方外流政策的支持，零售药店将会占处方药的销售渠道中较大的份额。假设 2020-2022 年医院销售的处方药占总体渠道的 68%、65%、63%，相比于现状，我们预测 2020 年处方外流的增量达到 540 亿元左右。2030 年将达到其中会有 5000 亿药品处方外流，假设其中 60%进入零售市场，长期空间预计在 3000 亿左右。分配至目前零售药店的四个龙头公司，至 2030 年大参林的增长空间预计在 750 亿左右。

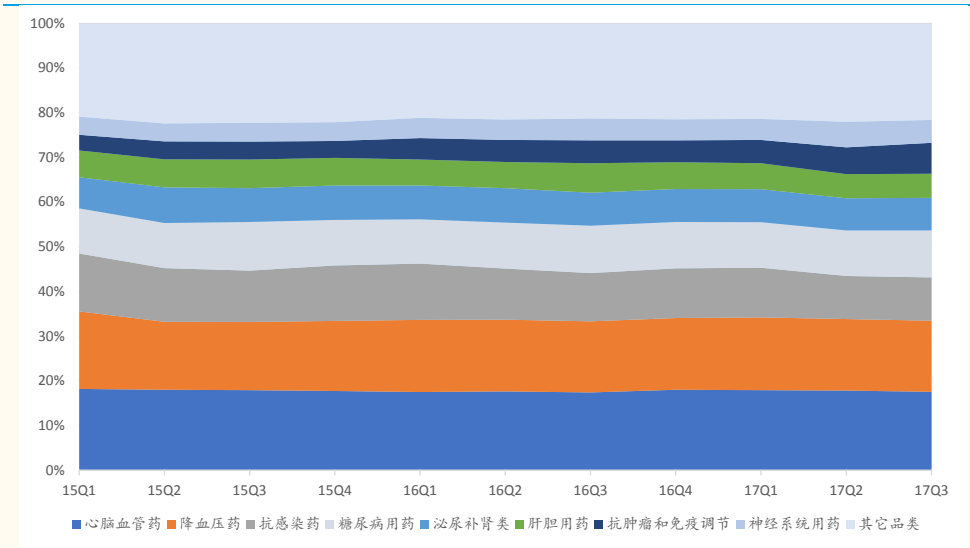
图表 28：处方外流增量估算

	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
国内药品收入（亿元）	16118	17131	17955	18762.975	19513.494	20294.034
YoY		6.3%	4.8%	4.5%	4.0%	4.0%
处方药总收入（亿元）	10743	11266	12209.4	13509.342	14244.851	15017.585
处方药占比	66.7%	65.8%	68%	72%	73%	74%
公立医院处方药收入（亿元）	7863.876	8134.052	8546.58	9186.3526	9259.1529	9461.0785
医院处方药占总处方药比例	73.20%	72.20%	70%	68%	65%	63%
假设公立医院处方药收入占总处方药比例维持2018年水平（亿元）			8790.77	9726.73	10256.29	10812.66
假设医院占处方药比例			72%	72%	72%	72%
处方外流增量（亿元）			244.19	540.37	997.14	1351.58

来源：国金证券研究所

- 药品的处方外流会分为创新药和仿制药两个部分。创新药的处方外流会随着 DTP 药房的兴起，部分引流至 DTP 药房，目前主要是慢病领域提供新的增量。仿制药的处方外流会受到带量采购的同步影响。如果未来药店同步参加报量，会降低带量部分的仿制药的毛利率，但同时会增加这部分的销量。总体处方外流带来的行业增量还需要进一步的测算。

图表 29：2015-2017 年 DTP 药房的兴起带来慢性病部分的增量



来源：国金证券研究所

- 综合以上几个方面，药店行业由于处方外流还会有较大的增长空间。未来的行业将集中在几大连锁药房中。大参林作为连锁药店的龙头，将会有较大的成长可能性。

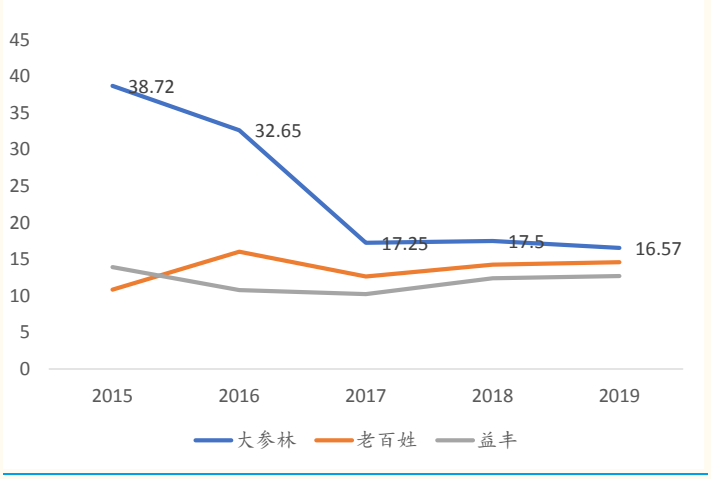
大参林资本回报率行业内领先，单店表现得益于精细运营

公司财务数据表现优秀

- 2019 年公司 ROE 16.57%，ROIC 17.33%。对比行业内其他两龙头司均处于领先地位。ROE 在 2017 年上市后大幅下降，原因是股票发行，净资产规模大大增加，而募集资金投资项目从开始实施到产生预期效益需要一定时间，盈利能力没有迅速大幅提高，从而导致当年 ROE 下降。近三年 ROE 保持在 17%左右。ROIC 也在 2017 上市后有所下降，

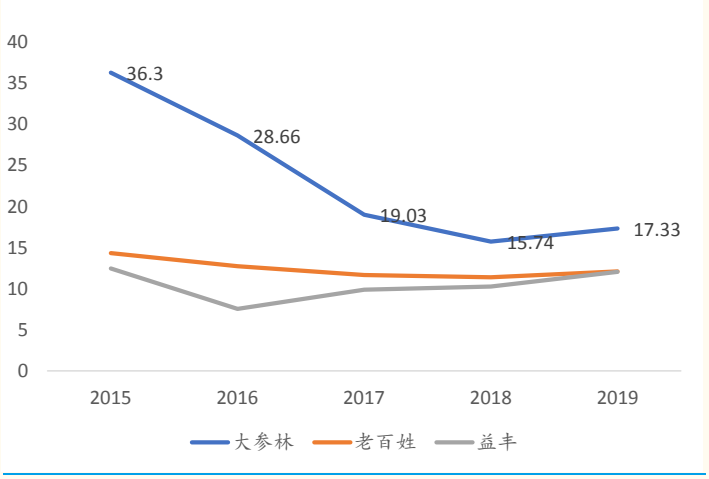
近两年在 17%左右波动。两者均高于行业其他公司水平，说明公司资本回报率较高，能较好的运用资本能力进行盈利。

图表 30：大参林 ROE 行业内领先（单位：%）



来源：wind, 国金证券研究所

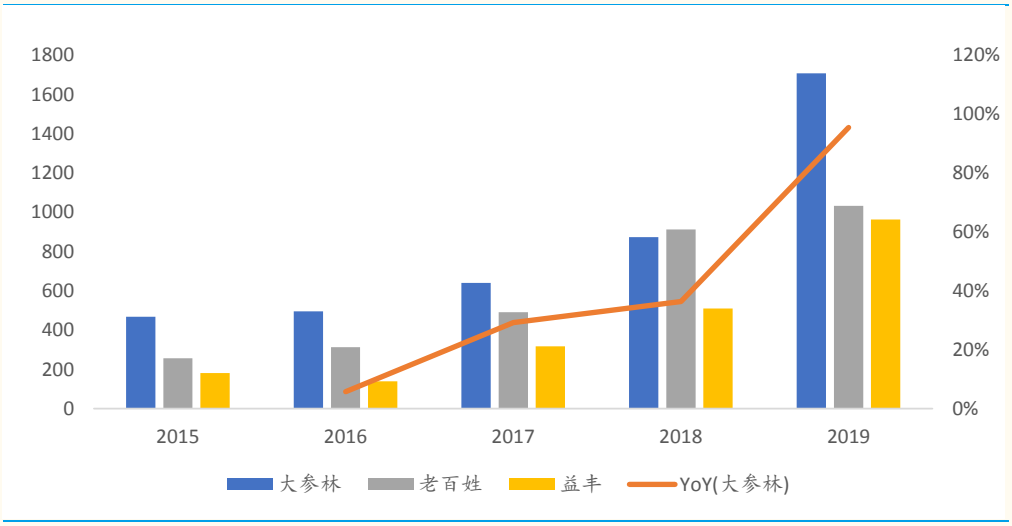
图表 31：大参林 ROIC 行业内领先（单位：%）



来源：wind, 国金证券研究所

- 公司经营性现金流 2015-2019 年分别为 4.69、4.96、6.40、8.74、17.08 亿元，除了 2018 年略低于老百姓，其余每年均为行业第一。

图表 32：2015-2019 年公司经营性现金流（单位：百万元）

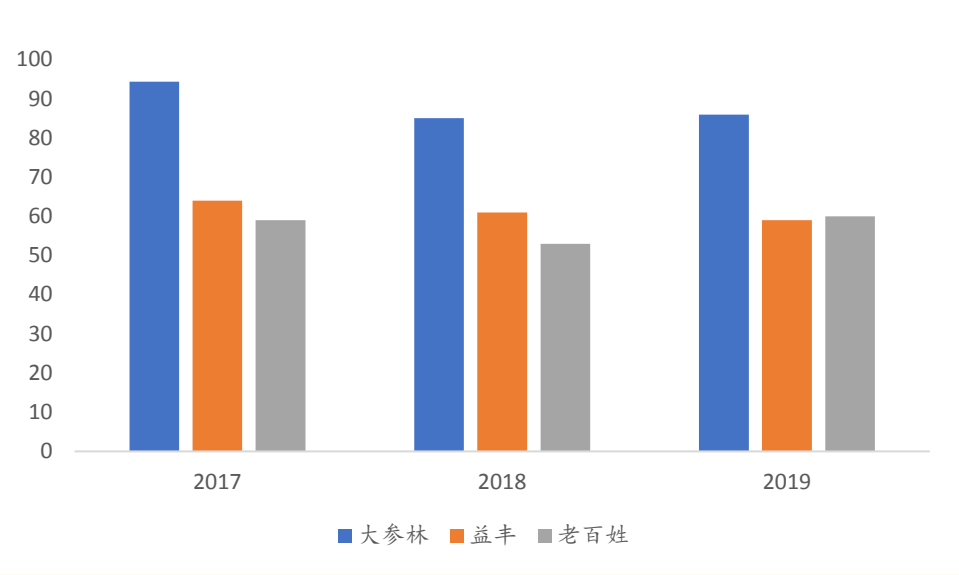


来源：wind, 国金证券研究所

公司单店经营情况优秀

- 公司的资本回报率和现金流表现在行业中均属于较为领先的地位。这些均受益于公司单店表现。
- 公司 2017-2019 年整体坪效（元/日/平方米）分别为 94.39、85.06、85.97。对比老百姓和益丰两家药房来说均处于较高的地位。近些年坪效相比 2017 年有所下降是因为公司扩张不断并购其他药店以及开设新的门店，新设立的门店和新并购获得的门店坪效第一年跟不上公司老店，导致平均坪效有所下降。在新门店平稳经营后坪效会重新回升。2019 年每平米坪效增长 0.91 元/日/平方米。

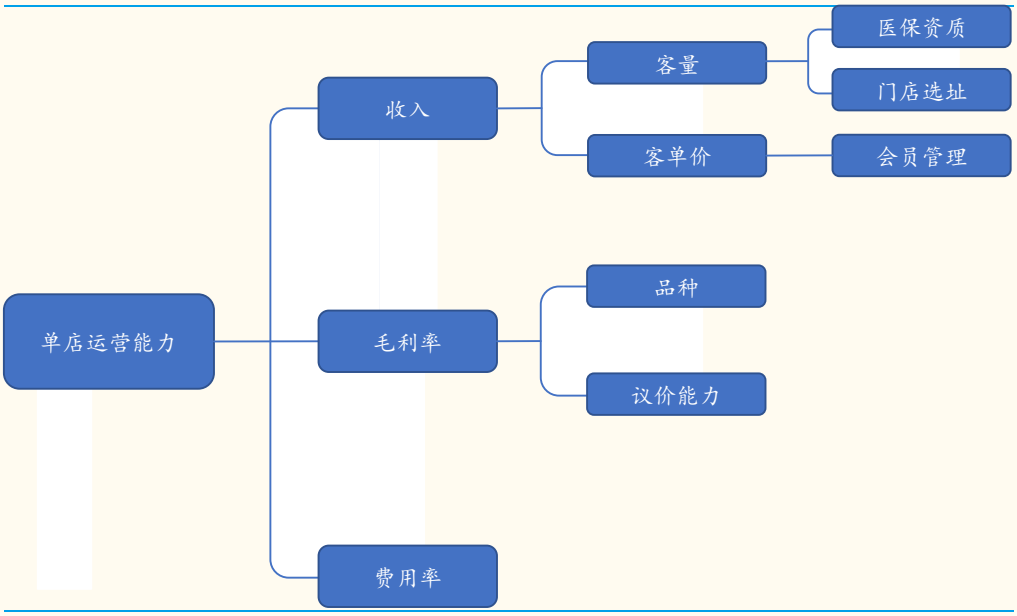
图表 33：公司坪效行业内最高（单位：元/日/平方米）



来源：wind，国金证券研究所

- 单店运营核心要素：收入、毛利、费用
  - 我们将单店的运营拆分成以下三个维度：收入端、毛利端和费用端。收入=客量*客单价，客量和客单价两者决定了单家药店的总收入；门店的产品结构和门店向上游的议价能力为门店的毛利率做了保障。
  - 以下将主要从收入和毛利两个维度分析大参林的表现。

图表 34：单店运营核心竞争力



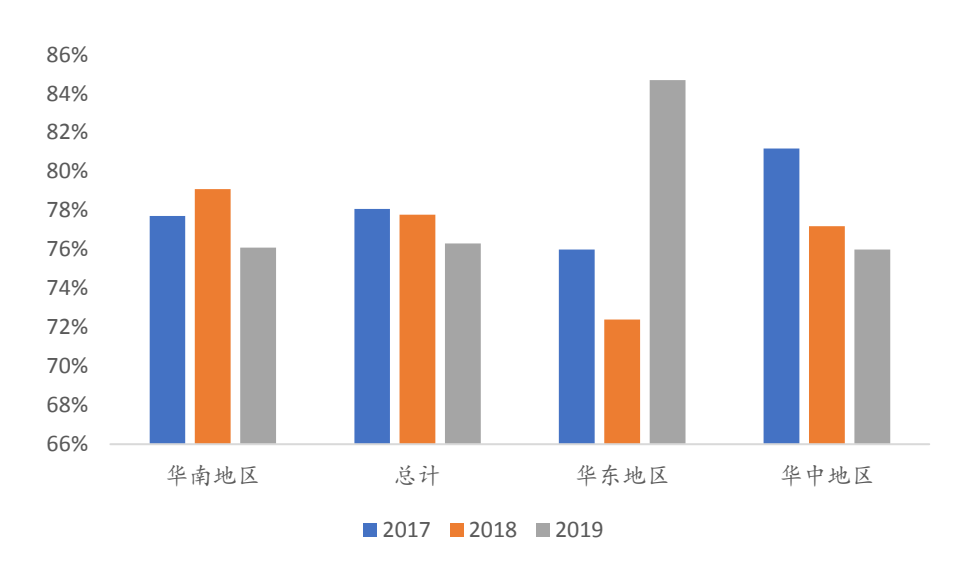
来源：国金证券研究所

  - 收入=客量*客单价
  - 药店的医保资质和门店选址关乎着一家药店的客流量。医保资质：截止 2019 年，公司 4702 家直营连锁门店中取得各类“医疗保险定点零

售药店”资格的药店达 3588 家，占直营药店总数的 76.31%。2017-2018 年，公司获得各类医保资格门店分别占直营药店总数的 78.09%、77.78%，同比略有下降。医保资格与当地医保局政策有较大联系，会随着地方药店的经营情况的改变对药店的医保资格进行重新评价。大参林的医保资格门店数占比相比益丰和老百姓还有待提升，有进一步提升空间，但在此情况下整体坪效仍为行业内领先水平。未来随着医保资格门店数占比的提升，公司的单店运营情况有进一步的提升空间。

- 在单店覆盖客户数量上，公司除了在目前已覆盖的区域内加强现有网络布点，还积极拥抱技术变化，结合传统零售和“互联网+”，加大 O2O、B2B 电子商务平台建设的投入，开展新型零售模式。同时通过互联网技术配合政府医改，帮助医院及药监、医保的信息共享平台建设。实现医药分离、三医联动，通过与互联网医疗的合作，让患者网上挂号就近取药，为线下药店引流部分新的客源，加大线下药店的覆盖区域。O2O 方面，公司一月份收入 1600 万左右，毛利率 30%，平均客单价约 41 元，未来随着线上药店的逐步推广，公司线上收入仍有上升空间。

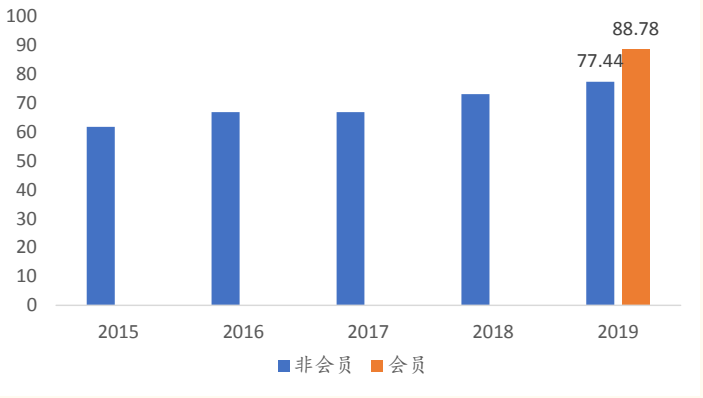
图表 35：2019 年大参林获得医保资格门店占直营药店总数的 76%



来源：公司年报，国金证券研究所

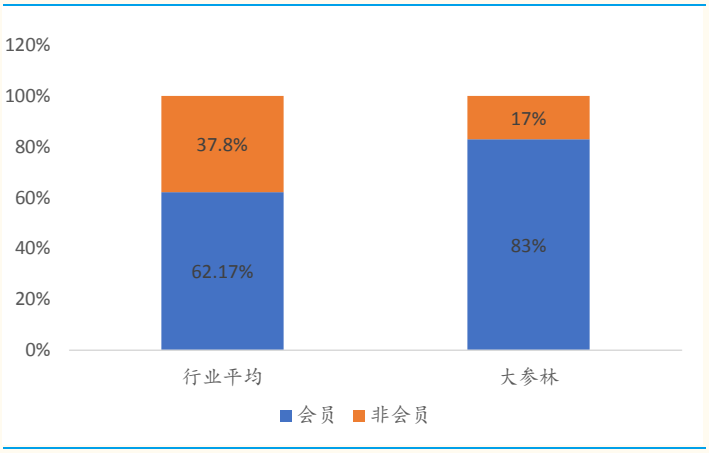
- 客单价高：根据调查结果显示，药房会员的客单价相比于非会员来说更高。2019 年会员客单价为 88.78 元，较 77.44 元的企业平均客单价 77.44 元高出了 11.34 元，高于平均水平 14.64%。说明了完善的会员体系、持续服务好会员对于药店经营，提高客单价的重要性。从会员消费占比来看，2019 年行业内会员消费占比为 65.47%，2018 年为 62.17%；而大参林的会员消费占比在 2018 年就达到 83%，领先行业平均水平 20 个百分点。且大参林会员的年龄段构成情况相比行业平均水平年轻群体占比更高，除去 23.79%未知年龄段的会员，公司 45 岁以上的会员仅占会员总数的 21.6%。年轻群体消费力强，且正好是家庭购药的主要决策与实施者。最终为大参林平均客单价提供保障，让公司在行业中处于较高水平。

图表 36：药店行业会员客单价高于非会员客单价（元）



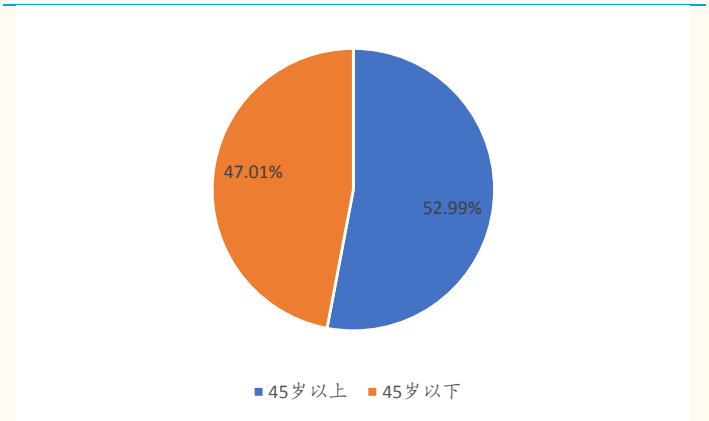
来源：中国药店，公司年报，国金证券研究所

图表 37：大参林会员消费占比领先行业平均水平



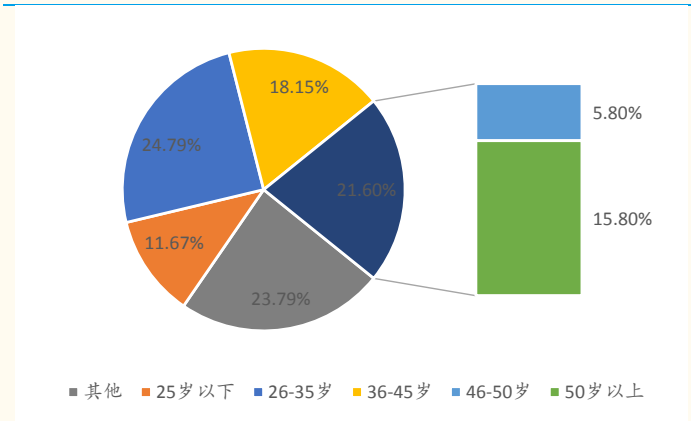
来源：中国药店，公司年报，国金证券研究所

图表 38：药店行业 45 岁以上会员占比 47.01%



来源：中国药店，国金证券研究所

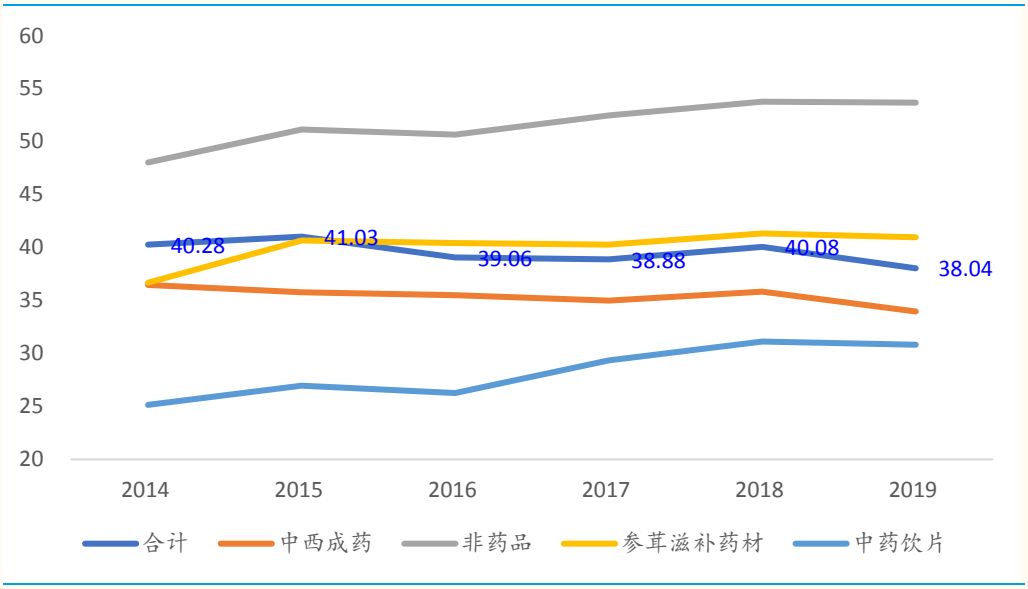
图表 39：大参林 45 岁以上会员占比较低



来源：公司公告，国金证券研究所

- 毛利率：品种构成及与上游供应商的议价能力
- 参茸滋补药材保障了公司毛利率。公司的产品构成为：中西成药、参茸滋补药品、中药饮片、非药品四大类。2019 年公司总体毛利率为 38.04%，非药品毛利率 53.68%，中西成药 33.98%，参茸滋补药材 40.97%，中药饮片 30.82%。可以看出，非药品的毛利率最高，参茸滋补药材其次。大参林的参茸为公司的特别产品，由公司内部生产。近些年参茸滋补产品的增长率维持在 16.3%左右，去年保持 12.3%的增长率。作为公司一大特色，参茸产品给公司的毛利率提供了竞争优势，且存在较强的壁垒。

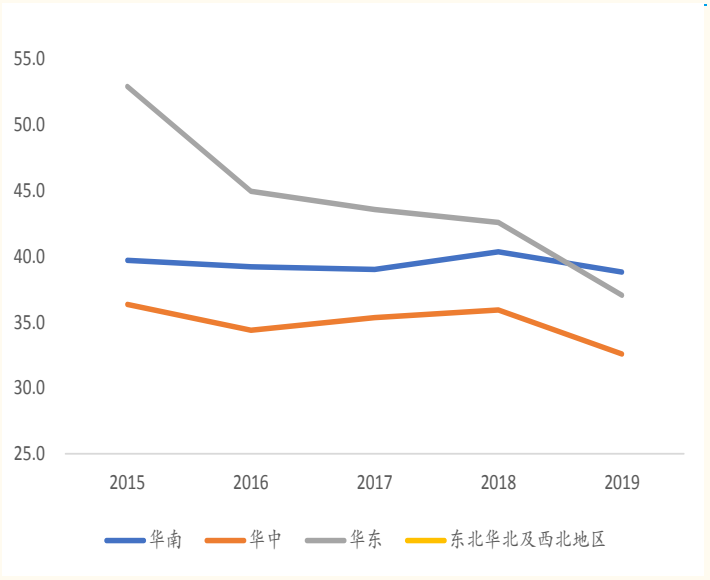
图表 40：公司非药及参茸毛利率较高（单位：%）



来源：wind，国金证券研究所

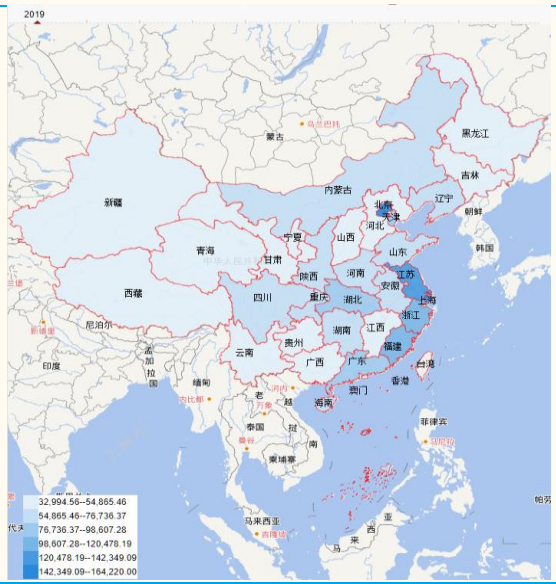
- 目前公司华南和华东地区的毛利率相比其他地方较高，为 38.81%、37.06%。这是由于毛利较高的两个品种：参茸滋补药材和非药品（保健品）均属于大健康类消费产品。此类产品收入水平更高、生活水平更高的地区更有消费意愿。且华南地区由于地理位置原因气候潮湿炎热，居民更不耐寒，从而更愿意消费参茸这类强心补气的产品。未来随着全国其他地区收入水平的上升以及消费习惯的改变，其他地区参茸和非药品的收入占比还有较大提升空间。且由于目前公司步入华南以外地区的时间相对较短，文化和品牌影响力还需要大力宣传，导致华南地区以外的毛利率随着扩张略有下降。未来随着各地区品牌影响力的提升，公司毛利率还存在进一步提升的可能。

图表 41：华南及华东地区毛利率比较高（单位：%）



来源：wind，国金证券研究所

图表 42：华南和华东地区收入水平更高（单位：元/人）

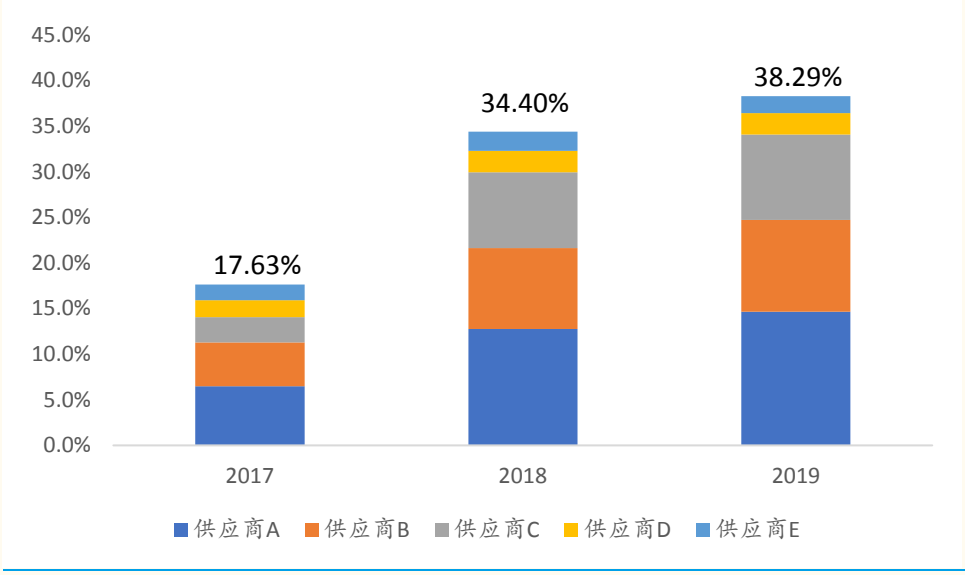


来源：国家统计局，国金证券研究所

- 从单一供应商消费金额扩大使得议价能力增长。产业链环节上来看，公司上游药企总数量近几年不断减少，药店不再是从各处供应商处获

得各种不同药品，而是逐渐集中从几大供应商处进货。上游的整合度使得药店从单一供应商出消费的金额相比原来有所增长。可以看到公司 2019 年前五名供应商采购额占年度采购额的 38.3%，而 2018 年前五名供应商采购额占年度采购总额的 34.39%，2017 年仅占 17.63%。前五名供应商采购额增长 20%。大参林正在从单一供应商处采购更多的药品。在上游整合资源的同时，大参林依然能保持与上游的议价能力，和整合后的上游产业链合作获得药品。这也使得公司持续有对上游议价的可能性，从而保障了未来公司的毛利率。

图表 43：2017-2019 年公司前五名供应商采购额占比提升



来源：公司年报，国金证券研究所

可转债扩大资本，外延并购不断扩大公司版图

- 在连锁药店扩张的过程中，外延并购能力是保证连锁药店快速扩张，提高行业占有率的必要条件。单店运营能力强的公司才能保证扩张过程中每一家新增门店都能给公司带来新的利润增长，并购能力是公司能够扩大市场的前提。目前连锁药店扩张方式除了建立新门店还有并购当地其他药店，要想不断并购当地其他药店，必须有强大的并购能力，才能将扩张的步伐持续下去。
  - 资本充足，为外延扩张提供资金支持：公司 2017 年进行 IPO 上市，募集资金净额 9.51 亿元，为公司迈出华南，走向全国提供了第一部分的资金保障。19 年发行可转债，募集 10 亿资金。今年公司拟发行可转债，拟为公司募集资金总额 14.05 亿元，为公司进一步扩大全国市场提供扩张资金。
- 扩张能力得到验证：
  - 药店扩张分为三种模式，一种是公司自建药房；一种是并购当地的小药房或已存在的连锁药房；2019 年公司正式开始尝试加盟模式。公司新建门店通常会出现前期利润较低，盈利周期较长的问题。根据中国药店数据显示，由于新建药房需要大量的成本，使得新建药房的盈利周期通常需要 1-1.5 年，行业平均盈利周期 13.77 个月。
  - 从数据可以看出，大参林 2014 年新开门店在 2016 年已经达到正收益，2015 年新开门店在 2016 年收入和成本已基本持平。可以看出，和同行业其他药店相比，大参林的盈利周期符合行业平均水平，基本在 1-1.5 年内能使利润总额为正。预计公司盈亏平衡周期为 1.5 年，其中华南地区由于品牌影响力较强，盈利周期较短，在一年以内；华中地区

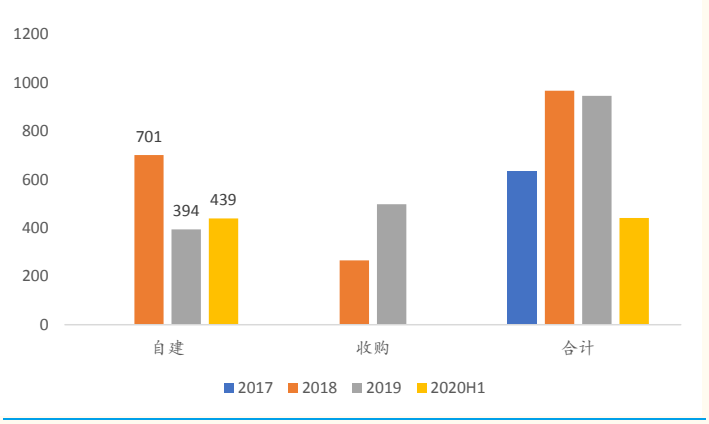
目前会超过 1.5 年，北方更长，未来随着公司的不断扩张，影响力逐渐提升，全国范围内的盈利周期有望达到更高水平。2018-2019 年，公司进一步扩张，自建门店 701 家、394 家，2020H1 新增 439 家。

图表 44：大参林新开门店盈利周期在 2 年左右

2014年新开门店			
	2014	2015	2016
主营业务收入	171.73	411.16	504.68
利润总额	-48.68	-4.24	25.39
2015年新开门店			
	2015	2016	
主营业务收入	187.32	399.86	
利润总额	-35.46	-0.28	

来源：公司年报，国金证券研究所

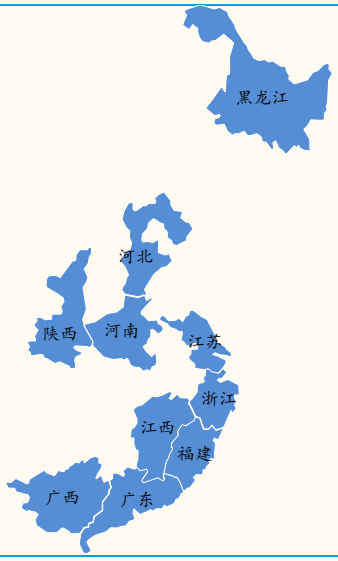
图表 45：2017-2020H1 大参林自建门店数（单位：家）



来源：公司年报，国金证券研究所

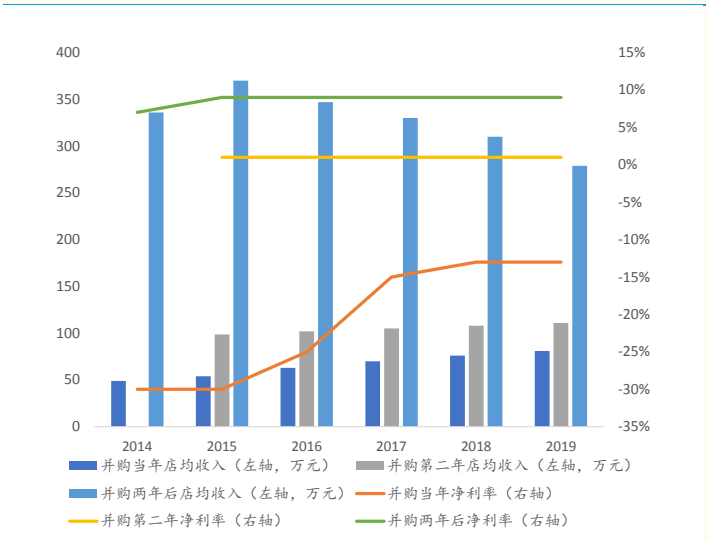
- 并购能力上，大参林目前并购扩张的地盘表现良好。2019 年并购门店数量达到 498 家，同比 2018 年并购门店 266 家增长 87.2%。自 2017 年起，公司经营范围扩张至华东地区，2018 年新增 123 家门店，其中收购 110 家，营业收入相比 2017 年增长 76%；2019 年，华东地区新增 127 家门店，其中收购 123 家，同比营业收入增长 38.22%。根据以往并购经验，预计公司未来收购还会给收购药店带来小幅度的毛利提升。

图表 46：大参林通过外延并购逐步扩张至 10 个省



来源：国金证券研究所

图表 47：公司并购药店后两年内收入及净利率均提升



来源：公司招股说明书，国金证券研究所

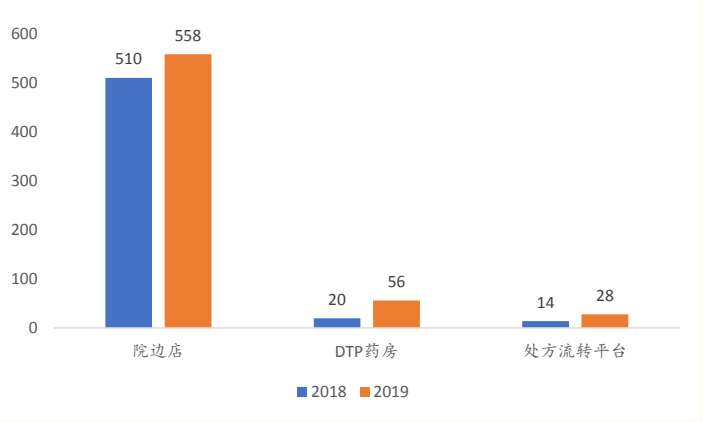
- 公司通过并购门店，实现销售规模、盈利水平与品牌影响力的多重提升。广西、河南、福建重点发展的区域业绩持续增长。通过并购，实现实体门店有效月均经营面积 2579.14 元/平方米，同比增长 27.14 元/平方米。

把握处方外流带来的新增量，公司未来的收入增长有望超过 30%

布局处方外流市场，DTP 药房销售增速较快

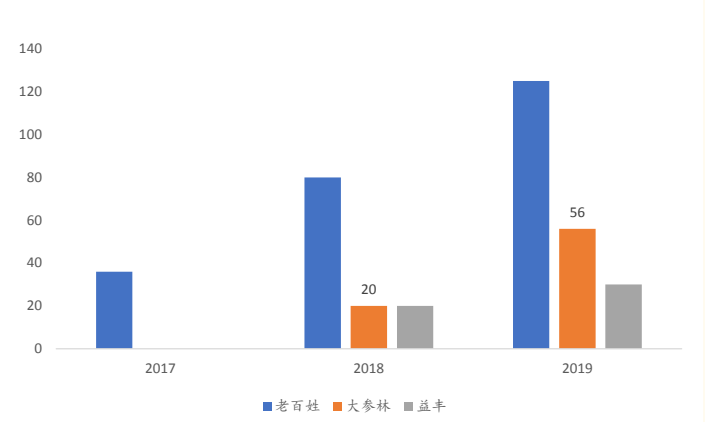
- 为了承接处方外流市场，公司提前布局开设专业化药房，成为梧州、钦州、广州、郑州、肇庆、阳江等首批进驻医院平台、处方信息平台、零售药房的三方平台处方药外流合作药房。至 2019 年底，公司拥有院边店 558 家，同比增长 9.4%；DTP 专业药房 56 家，同比增长 280%，实现销售增长 251%；处方流转平台药房 28 家，同比增长 100%。
- 至 2019 年，公司筹建 DTP 专业药房 56 家，报告期内新增 36 家，DTP 销售额增长 251%，同期老百姓 DTP 门店数从 80 家增至 125 家，销售额增长 55.7%。

图表 48：2018-2019 公司处方药平台增长（单位：家）



来源：公司年报，国金证券研究所

图表 49：2017-2019 各公司DTP 药房数（单位：家）



来源：公司年报，国金证券研究所

盈利预测与投资建议

- 我们将从不同产品预计公司的总收入及总盈利情况。2019 年公司主营业务收入增长 33.5%，其他业务收入增长 14%。我们预计，中西成药作为公司重点发展，2019 年增长来源主要是处方外流，随着处方外流的推进，公司在 2020-2021 年仍将保持 36%的增长速率。非药品部分由于 2020 年新冠疫情的爆发，使得非药品的需求量有所增长，我们预计 2020 年非药部分增长速度达到 48%。参茸滋补药材部分随着公司向其他地区扩张，其他地区收入水平的增长和消费习惯的培养将会小幅度提升参茸滋补药材的收入占比，我们预计 2020 年-2021 年参茸部分增长速度略高于 2019 年，达到 15%。中药饮片从 2017 年开始公司开始重点培养，但 2020 年增长速率受疫情影响有所下滑，为 20%。总营业收入增长率预计 2020 年达到 32%，2021 年达到 27%。

图表 50：2020-2022 年公司营业收入预测

	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
主营业务收入（百万元）	4545.01	5265.48	6273.72	7421.2	8859.27	11141.17	14686.54	18696.77	24117.10
yoy		*15.9%*	*19.1%*	*18.3%*	*19.4%*	*25.8%*	*31.8%*	*27.3%*	*29.0%*
主营业务成本（百万元）	*2714.06*	3105.14	3750.58	4433.55	5169.80	6742.59	9179.02	11945.77	15563.12
毛利率	*40.3%*	*41.0%*	*40.2%*	*40.3%*	*41.6%*	*39.5%*	*37.5%*	*36.1%*	*35.5%*
中西成药（百万元）	2475.27	3071.77	3865.63	4660.4	5438.77	7411.12	10079.12	13606.82	18369.20
yoy		*24.1%*	*25.8%*	*20.6%*	*16.7%*	*36.3%*	*36%*	*35%*	*35%*
中西成药成本（百万元）		1972.38	2493.33	3029.26	3490.06	4892.82	6753.01	9252.64	12491.06
毛利率		*35.8%*	*35.5%*	*35.0%*	*35.8%*	*34.0%*	*33.0%*	*32.0%*	*32.0%*
非药品（百万元）	1091.1	1137.82	1253.5	1367.68	1744.37	1818.79	2691.81	2853.32	3138.65
yoy		*4.3%*	*10.2%*	*9.1%*	*27.5%*	*4.3%*	*48%*	*6%*	*10%*
非药品成本（百万元）				649.92	806.42	842.46	1251.69	1326.79	1475.17
毛利率				*52.5%*	*53.8%*	*53.7%*	*53.5%*	*53.5%*	*53.0%*
参茸滋补药材（百万元）	768.84	821.84	880.09	1022.79	1195.83	1340.34	1541.39	1772.60	2038.49
yoy		*6.9%*	*7.1%*	*16.2%*	*16.9%*	*12.1%*	*15%*	*15%*	*15%*
参茸滋补药材成本（百万元）		487.52	524.27	610.81	701.47	791.20	909.42	1045.83	1202.71
毛利率		*40.7%*	*40.4%*	*40.3%*	*41.3%*	*41.0%*	*41.0%*	*41.0%*	*41.0%*
中药饮片（百万元）	116.53	121.12	155.07	202.92	249.53	311.85	374.22	464.03	570.76
yoy		*3.9%*	*28.0%*	*30.9%*	*23.0%*	*25.0%*	*20%*	*24%*	*23%*
中药饮片成本（百万元）		88.45	114.35	143.36	171.88	215.74	261.95	320.18	393.82
毛利率		*27.0%*	*26.3%*	*29.4%*	*31.1%*	*30.8%*	*30.0%*	*31.0%*	*31.0%*
其他业务（百万元）	93.27	112.93	119.42	167.4	230.79	259.06	294.03	329.32	360.60
yoy		*21.1%*	*5.7%*	*40.2%*	*37.9%*	*12.2%*	*14%*	*12%*	*10%*
其他业务成本（百万元）		1.15	0.36			0.21	2.94	0.33	0.36
毛利率		*99.0%*	*99.7%*			*99.9%*	*99.0%*	*99.9%*	*99.9%*

来源：公司年报，国金证券研究所

- 预计公司 2020 年营收预计增长 33.0%，毛利达到 37%，2020-2022 年归母净利润为 9.98/12.30/15.05 亿元，对应 EPS 为 1.52/1.87/2.29，对应 PE 为 54/44/36。
- 我们选取 3 家可比公司进行估值。3 家药店均为行业龙头，2019 年营业收入均超过 100 亿元。我们认为，行业集中度的提升具有可持续性，处方外流为行业带来增量空间。公司作为零售药店龙头，财务状况及单店表现均于行业领先，将持续受益。给予 2021 年 50 倍估值，目标价 93.7 元，给予公司“增持”评级。

图表 51：可比公司估值比较（市盈率法）

代码	名称	股价（元）	EPS			PE		
			2020E	2021E	2022E	2020E	2021E	2022E
002727.SZ	一心堂	39.50	1.28	1.52	1.82	30.9	26.03	21.76
603939.SH	益丰药房	98.33	1.36	1.79	2.30	72.09	55.08	42.80
603883.SH	老百姓	82.01	1.55	1.93	2.38	52.81	42.56	34.45
平均值						**51.93**	**41.22**	**33.00**
603233.SH	大参林	82.39	1.53	1.83	2.24	54.00	45.09	36.85

来源：Wind，国金证券研究所

风险提示

- 处方外流规模低于预期风险：由于处方外流需要医院的配合、处方外流平台的配套以及国家医保局对医保账户的统筹管理，目前虽已有部分地区持续推进处方外流，但实际推进进度或低于预期，因此导致实际处方外流规模低于报告预期。

- 收入过于集中风险：公司华南地区收入及利润占比达到全国将近 90%，过于集中，若华南地区销售受到冲击，将会对公司整体业绩造成较大影响。
- 外延并购不确定性风险：药店的扩张进程中，并购是主要渠道，若资金不及预期，或并购后整合不及预期，将对公司扩张有不利影响。
- 互联网冲击风险：若未来网售处方药放开或线上药店持续推广，将对实体药店客流产生负面影响。
- 可转债发行存在风险。
- 2020 年 7 月限售股解禁存在风险。

附录：三张报表预测摘要

损益表（人民币百万元）

	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
主营业务收入	**7,421**	**8,859**	**11,141**	**14,687**	**18,697**	**24,117**
增长率		19.4%	25.8%	31.8%	27.3%	29.0%
主营业务成本	-4,434	-5,170	-6,743	-9,179	-11,946	-15,563
%销售收入	59.7%	58.4%	60.5%	62.5%	63.9%	64.5%
毛利	2,988	3,689	4,399	5,508	6,751	8,554
%销售收入	40.3%	41.6%	39.5%	37.5%	36.1%	35.5%
营业税金及附加	-54	-62	-61	-81	-90	-80
%销售收入	0.7%	0.7%	0.5%	0.6%	0.5%	0.3%
销售费用	-1,923	-2,487	-2,899	-3,506	-4,311	-5,547
%销售收入	25.9%	28.1%	26.0%	23.9%	23.1%	23.0%
管理费用	-346	-415	-520	-602	-748	-965
%销售收入	4.7%	4.7%	4.7%	4.1%	4.0%	4.0%
研发费用	0	0	0	-1	-2	-2
%销售收入	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
息税前利润（EBIT）	665	725	918	1,318	1,601	1,960
%销售收入	9.0%	8.2%	8.2%	9.0%	8.6%	8.1%
财务费用	-26	-32	-30	40	40	41
%销售收入	0.4%	0.4%	0.3%	-0.3%	-0.2%	-0.2%
资产减值损失	-15	-11	-15	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0
投资收益	7	23	16	12	20	25
%税前利润	1.1%	3.2%	1.8%	0.9%	1.2%	1.2%
营业利润	633	718	918	1,370	1,660	2,026
营业利润率	8.5%	8.1%	8.2%	9.3%	8.9%	8.4%
营业外收支	1	1	1	0	0	0
税前利润	635	720	919	1,370	1,660	2,026
利润率	8.6%	8.1%	8.3%	9.3%	8.9%	8.4%
所得税	-160	-194	-223	-356	-415	-507
所得税率	25.2%	26.9%	24.2%	26.0%	25.0%	25.0%
净利润	475	526	697	1,013	1,245	1,520
少数股东损益	0	-6	-6	15	15	15
归属于母公司的净利润	**475**	**532**	**703**	**998**	**1,230**	**1,505**
净利率	6.4%	6.0%	6.3%	6.8%	6.6%	6.2%

现金流量表（人民币百万元）

	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
净利润	475	526	697	1,013	1,245	1,520
少数股东损益	0	-6	-6	15	15	15
非现金支出	175	249	302	221	247	277
非经营收益	-1	-6	3	35	-3	-5
营运资金变动	-8	105	701	-216	-32	426
经营活动现金净流	**640**	**874**	**1,703**	**1,053**	**1,458**	**2,218**
资本开支	-664	-549	-494	-415	-410	-430
投资	-766	209	-1,180	2	0	0
其他	1	22	15	12	20	25
投资活动现金净流	**-1,430**	**-317**	**-1,659**	**-402**	**-390**	**-405**
股权募资	992	12	18	1,359	-1,405	0
债权募资	106	-162	704	-406	522	-423
其他	-36	-287	-301	-408	-509	-622
筹资活动现金净流	**1,061**	**-437**	**420**	**544**	**-1,359**	**-1,029**
现金净流量	**272**	**120**	**464**	**1,209**	**-346**	**747**

资产负债表（人民币百万元）

	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
货币资金	1,082	1,329	1,716	2,913	2,590	3,358
应收款项	414	469	558	660	840	1,084
存货	1,717	1,886	2,055	2,515	3,273	4,264
其他流动资产	843	341	1,139	1,156	1,203	1,265
流动资产	4,055	4,025	5,468	7,244	7,906	9,970
%总资产	69.6%	61.6%	63.1%	68.3%	69.2%	73.1%
长期投资	94	144	117	115	115	115
固定资产	802	983	1,119	1,127	1,143	1,151
%总资产	13.8%	15.0%	12.9%	10.6%	10.0%	8.4%
无形资产	626	1,265	1,827	2,115	2,263	2,407
非流动资产	1,768	2,512	3,204	3,358	3,521	3,673
%总资产	30.4%	38.4%	36.9%	31.7%	30.8%	26.9%
资产总计	**5,823**	**6,537**	**8,672**	**10,602**	**11,426**	**13,643**
短期借款	515	331	69	0	522	100
应付款项	2,208	2,732	3,496	3,734	4,628	6,183
其他流动负债	275	351	438	563	623	790
流动负债	2,997	3,414	4,003	4,297	5,773	7,072
长期贷款	0	21	16	0	0	0
其他长期负债	23	15	321	0	0	0
负债	3,020	3,450	4,340	4,297	5,773	7,072
普通股股东权益	2,753	3,038	4,240	6,198	5,531	6,434
其中：股本	400	400	540	656	656	656
未分配利润	1,302	1,549	1,968	2,568	3,306	4,209
少数股东权益	50	49	92	107	122	137
负债股东权益合计	**5,823**	**6,537**	**8,672**	**10,602**	**11,426**	**13,643**

比率分析

	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
每股指标						
每股收益	1.187	1.329	1.302	1.521	1.874	2.293
每股净资产	6.882	7.595	7.858	9.444	8.428	9.803
每股经营现金净流	1.601	2.184	3.156	1.952	2.703	4.111
每股股利	0.000	0.000	0.000	0.740	0.912	1.116
回报率						
净资产收益率	17.25%	17.50%	16.57%	16.11%	22.24%	23.39%
总资产收益率	8.16%	8.13%	8.10%	9.42%	10.77%	11.03%
投入资本收益率	14.98%	15.41%	14.93%	15.47%	19.44%	22.04%
增长率						
主营业务收入增长率	18.29%	19.38%	25.76%	31.82%	27.31%	28.99%
EBIT增长率	8.04%	9.16%	26.61%	43.48%	21.46%	22.48%
净利润增长率	10.41%	11.93%	32.17%	42.09%	23.22%	22.32%
总资产增长率	62.64%	12.27%	32.66%	22.26%	7.77%	19.40%
资产管理能力						
应收账款周转天数	11.1	10.8	10.4	10.0	10.0	10.0
存货周转天数	124.4	127.2	106.7	100.0	100.0	100.0
应付账款周转天数	68.0	63.0	59.4	62.0	58.0	58.0
固定资产周转天数	34.9	34.7	30.7	23.5	18.8	14.7
偿债能力						
净负债/股东权益	-20.21%	-31.63%	-32.02%	-46.20%	-36.57%	-49.58%
EBIT利息保障倍数	25.4	22.7	30.1	46.2	10.5	8.9
资产负债率	51.87%	52.78%	50.05%	40.87%	50.65%	51.86%

来源：公司年报、国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	0	0	0	0	0
增持	0	0	0	0	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	**0.00**	**0.00**	**0.00**	**0.00**	**0.00**

来源：朝阳永续

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得 1 分，为“增持”得 2 分，为“中性”得 3 分，为“减持”得 4 分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =买入； 1.01~2.0=增持 ； 2.01~3.0=中性
3.01~4.0=减持

投资评级的说明：

买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 15%以上；
增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—15%；
中性：预期未来 6—12 个月内变动幅度在 -5%—5%；
减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以上。

特别声明：

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券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，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。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，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

本报告中的信息、意见等均仅供参考，不作为或被视为出售及购买证券或其他投资标的邀请或要约。客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券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多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于 C3 级(含 C3 级）的投资者使用；非国金证券 C3 级以上(含 C3 级）的投资者擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

此报告仅限于中国大陆使用。

上海

电话：021-60753903

传真：021-61038200

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：201204

地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号紫竹国际大厦 7 楼

北京

电话：010-66216979

传真：010-66216793

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100053

地址：中国北京西城区长椿街 3 号 4 层

深圳

电话：0755-83831378

传真：0755-83830558

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：中国深圳福田区深南大道 4001 号时代金融中心 7GH