

**大参林 (603233) / 医药商业**
**Q3 持续快速增长, 门店稳健扩张**
**评级: 买入(维持)**
**市场价格: 57.30**
**分析师: 江琦**
**执业证书编号: S0740517010002**

电话: 021-20315150

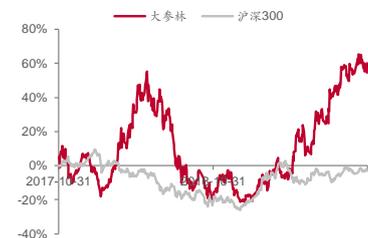
Email: jiangqi@r.qizq.com.cn

**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)	57.30
市值(百万元)	29796.74
流通市值(百万元)	4778.62

**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	1.63	1.55	2.18
净资产收益率	17.25%	17.50%	20.44%	22.02%	22.73%
P/E	56.05	56.05	41.45	33.04	27.45
PEG	5.39	4.70	1.18	1.30	1.35
P/B	10.82	9.81	8.47	7.28	6.24

备注: 截至日期 2019/10/30

**投资要点**

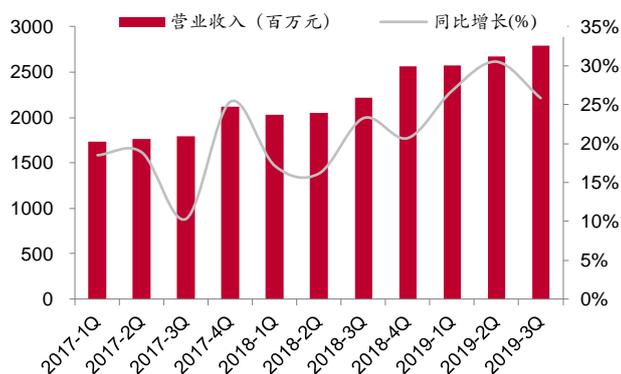
- **事件: 公司发布三季报, 2019 年前三季度实现营业收入 80.41 亿元 (27.65%); 归母净利润 5.56 亿元 (34.34%); 扣非净利润 5.37 亿元 (33.23%)。三季度实现营业收入 27.88 亿元 (25.82%); 归母净利润 1.75 万元 (39.23%); 扣非净利润 1.64 万元 (31.68%)。**
- **Q3 持续快速增长, 门店稳健扩张。**公司前三季度归母净利润增长 33.23%, Q3 单季度增长 39.23%, 增速与 Q2 单季度基本持平, 业绩持续快速增长, 拐点趋势明确。Q3 新增自营门店 119 家, 闭店 16 家, 合计共有门店 4256 家, 进行了 2 起并购, 涉及门店数为 94 家; 完成上半年并购项目股权转让手续 1 起。公司自营门店稳健增长, 由于并购市场估值偏高, 公司整体放慢并购速度, 预计随着估值回到合理水平, 公司有望继续加大并购部分, 实现快速扩张。
- **毛利率略有下降, 三项费用率保持稳定。**2019Q3 公司毛利率 39.50% (同比 -2.25pp/环比 -0.87pp), 预计处方药销售占比提升; 销售费用率、管理费用率、财务费用率分别为 26.22% (-2.35pp/0.66pp)、4.38% (0.00pp/0.37pp)、0.44% (0.48pp/0.08pp), 三项费用率基本保持稳定, 保障盈利水平。
- **“集中度提升+处方外流”, 双轮驱动药店行业变革, 大参林作为华南地区连锁药店龙头, 2019 年迎来大批次新店快速增长及盈利阶段, 业绩拐点向上。公司优势突出, 发展动力强劲, 扩张步伐加速。**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。3) 参茸滋补药材品牌凸显, 保障盈利水平及稳定性。4) 盈利能力优异, 管理效率高。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。
- **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 41、33、27 倍。公司当前正迎来次新店高速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, 维持“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。**

图表 1: 分季度财务数据

	2017-1Q	2017-2Q	2017-3Q	2017-4Q	2018-1Q	2018-2Q	2018-3Q	2018-4Q	2019-1Q	2019-2Q	2019-3Q
营业收入(百万元)	1,736.77	1,764.43	1,798.20	2,121.80	2,033.96	2,048.90	2,216.07	2,560.34	2,578.50	2,673.92	2,788.17
同比增长(%)	18.47%	18.83%	10.28%	25.37%	17.11%	16.12%	23.24%	20.67%	26.77%	30.51%	25.82%
环比增长(%)	-	1.59%	1.91%	18.00%	-4.14%	0.73%	8.16%	15.53%	0.71%	3.70%	4.27%
营业成本	1,063.82	1,044.99	1,056.68	1,268.06	1,210.31	1,171.02	1,290.88	1,497.59	1,556.75	1,594.59	1,686.86
毛利率	38.75%	40.77%	41.24%	40.24%	40.49%	42.85%	41.75%	41.51%	39.63%	40.37%	39.50%
销售费用	416.35	448.31	472.05	586.35	525.11	581.66	633.12	746.95	649.88	683.42	730.99
管理及研发费用	75.28	79.69	91.32	100.11	84.65	93.75	99.82	137.36	106.16	107.25	122.25
研发费用			0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.50	0.00	0.61	0.42
财务费用	6.37	7.34	7.72	4.76	6.98	7.83	9.62	7.58	5.44	9.45	12.13
利润总额	159.22	172.81	156.05	146.50	197.02	186.64	170.26	165.64	246.96	266.16	236.30
所得税	42.25	42.03	37.84	37.84	51.37	47.21	45.64	49.65	64.11	69.82	63.71
归母净利润(百万元)	117.24	131.18	118.29	108.26	147.01	140.96	126.03	117.64	184.05	196.66	175.46
同比增长(%)	2.26%	28.11%	0.35%	13.65%	25.39%	7.46%	6.54%	8.67%	25.20%	39.52%	39.23%
环比增长(%)		11.89%	-9.83%	-8.48%	35.80%	-4.12%	-10.59%	-6.65%	56.45%	6.85%	-10.78%
扣非净利润(百万元)	119.20	132.02	119.94	102.29	138.92	139.50	124.89	106.09	177.24	195.66	164.45
同比增长(%)					16.54%	5.67%	4.13%	3.71%	27.58%	40.26%	31.68%
环比增长(%)		10.76%	-9.15%	-14.72%	35.81%	0.42%	-10.47%	-15.05%	67.07%	10.39%	-15.95%

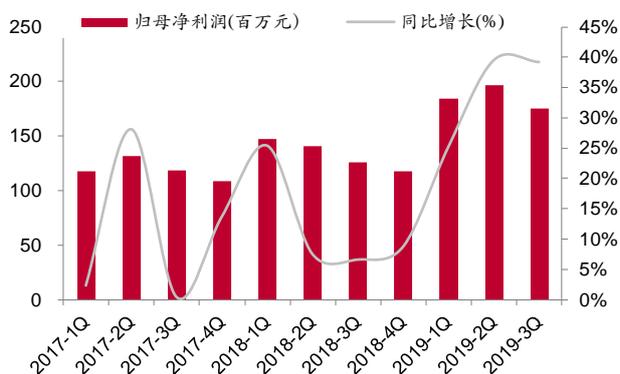
来源: 公司公告, 中泰证券研究所

图表 2: 分季度营业收入及增速



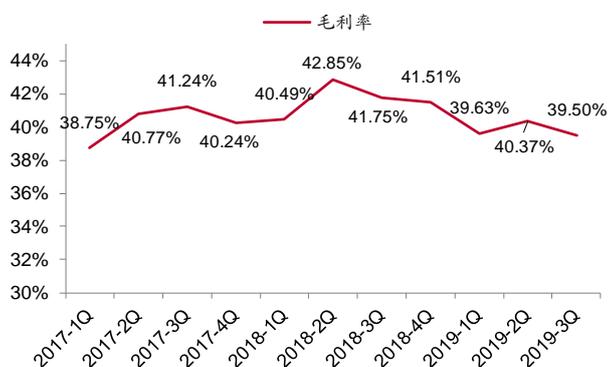
来源: 公司公告, 中泰证券研究所

图表 3: 分季度净利润及增速



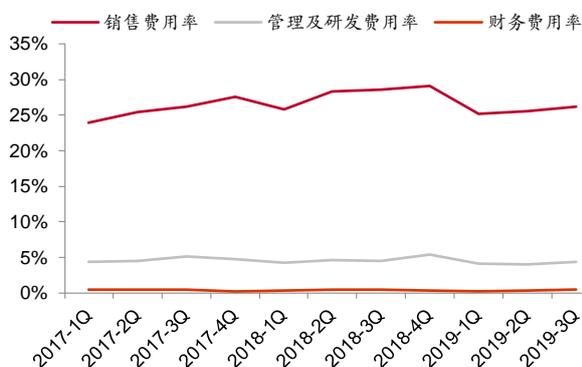
来源: 公司公告, 中泰证券研究所

图表 4: 历年销售毛利率



来源: 公司公告, 中泰证券研究所

图表 5: 历年三项费用率



来源: 公司公告, 中泰证券研究所



**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。