

业绩略超预期，新建并购加快

——大参林 (603233.SH) 2019 年三季度报点评

公司简报

◆事件：

公司发布 2019 年三季度报，19Q1-3 实现营收 80.4 亿元 (+27.7%)，归母净利润 5.56 亿元 (+34.3%)，扣非归母净利润 5.37 亿元 (+33.2%)，经营性净现金流 10.9 亿元 (+118%)。公司业绩略超我们和市场预期。

◆点评：

新建门店加速，加快并购步伐。3Q19 期末，公司共拥有直营门店 4215 家，同比增 15%，其中 3Q19 自建 119 家，关闭 16 家，自建门店相比 2Q19 有了明显提速，预期全年可实现 400 家以上的开店规模，关店率仍保持较低水平。并购方面，9 月完成两起并购签约，分别是黑龙江鸡西市灵峰药房（35 店，持股 51%）和西安康欣（59 店，持股 51%），由于仍未完成股权转让手续，因此未计入 3Q19 并表。总体来看，公司扩店聚焦华南地区，并借并购扩张省外市场，保持稳健扩张节奏。

处方外流致毛利率下滑，期间费用下滑推动净利润高增长。公司 3Q19 归母净利润增长 39.2%，明显超收入 25.8% 同比增速。3Q19 公司毛利率为 39.5% (-2.2pp)，主要仍和处方外流带来的产品结构调整有关。从期间费用率看，3Q19 销售费用率为 26.2% (-2.4pp)，主要是 18 年同期开店较多且集中激励执业药师考试，3Q19 恢复正常后销售费用率下降较快；管理费用率和财务费用率基本持平，其他导致净利润增长的因素主要是计回存货和信用减值损失。

◆业绩略超预期，新建并购加快，维持“买入”评级

考虑公司业绩超预期，我们略上调 19~21 年 EPS 为 1.38/1.76/2.07 元（原为 1.35/1.74/2.03 元），现价对应 19~21 年 PE 为 41/33/28 倍。公司聚焦华南市场，精细化管理能力强，盈利能力强，未来新建和并购均有提速空间，可确保稳健成长，我们看好长期成长带来的投资价值，维持“买入”评级。

◆风险提示：并购药店业绩不达预期；新开和并购外延速度不达预期。

业绩预测和估值指标

指标	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入 (百万元)	7,421	8,859	11,210	14,015	16,736
营业收入增长率	18.29%	19.38%	26.54%	25.02%	19.42%
净利润 (百万元)	475	532	718	913	1,077
净利润增长率	10.41%	11.93%	35.13%	27.04%	18.05%
EPS (元)	0.91	1.02	1.38	1.76	2.07
ROE (归属母公司) (摊薄)	17.25%	17.50%	22.02%	22.04%	21.79%
P/E	63	56	41	33	28
P/B	10.8	9.8	9.1	7.2	6.0

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为 2019 年 10 月 30 日

买入 (维持)

当前价：57.30 元

分析师

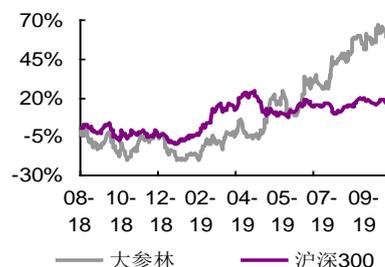
林小伟 (执业证书编号：S0930517110003)
021-52523871
linxiaowei@ebsecn.com

梁东旭 (执业证书编号：S0930517120003)
0755-23915357
liangdongxu@ebsecn.com

市场数据

总股本(亿股)：5.20
总市值(亿元)：297.97
一年最低/最高(元)：28.17/62.00
近 3 月换手率：28.96%

股价表现(一年)



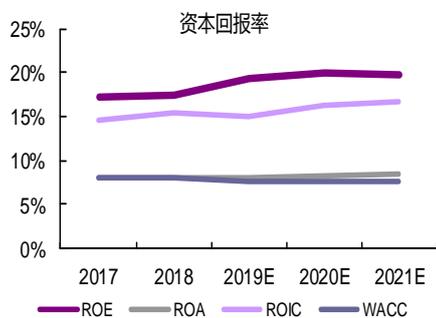
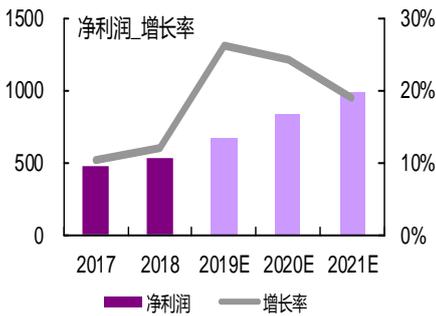
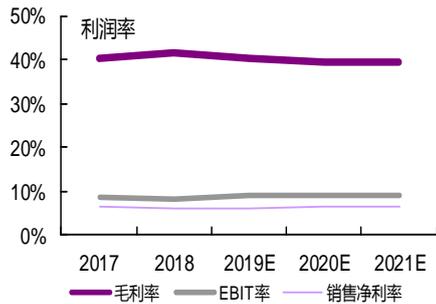
收益表现

%	一个月	三个月	十二个月
相对	-0.71	22.45	68.20
绝对	0.29	23.40	94.67

资料来源：Wind

相关研报

Q2 业绩继续提速超预期，强化内生提速和处方外流逻辑——大参林 (603233.SH) 2019 年中报点评
.....2019-08-27
业绩超预期，并购后继发力，经营持续转暖——大参林 (603233.SH) 2019 年一季报点评
.....2019-04-30
次新转盈，并购提速，19 年或迎业绩向上拐点——大参林 (603233.SH) 动态报告暨 18 年年报点评
.....2019-04-25



利润表 (百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入	7,421	8,859	11,210	14,015	16,736
营业成本	4,434	5,170	6,685	8,463	10,108
折旧和摊销	161	238	174	225	279
营业税费	54	62	78	98	117
销售费用	1,923	2,487	2,958	3,604	4,345
管理费用	346	415	486	575	674
财务费用	26	32	41	56	49
公允价值变动损益	0	0	0	0	0
投资收益	7	23	9	10	10
营业利润	633	718	959	1,220	1,442
利润总额	635	720	959	1,221	1,443
少数股东损益	0	-6	1	3	5
归属母公司净利润	475	532	718	913	1,077

资产负债表 (百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
总资产	5,823	6,537	8,380	10,309	12,052
流动资产	4,055	4,025	5,160	6,583	7,845
货币资金	1,082	1,329	1,758	2,145	2,546
交易型金融资产	0	0	0	0	0
应收帐款	247	277	390	461	551
应收票据	0	5	2	4	6
其他应收款	161	187	209	261	311
存货	1,717	1,886	2,268	3,041	3,532
可供出售投资	90	139	139	139	139
持有到期金融资产	0	0	0	0	0
长期投资	4	5	10	15	20
固定资产	710	841	991	1,080	1,141
无形资产	114	269	323	388	466
总负债	3,020	3,450	5,068	6,117	7,048
无息负债	2,505	3,097	3,788	4,830	5,834
有息负债	515	353	1,280	1,286	1,215
股东权益	2,803	3,087	3,312	4,193	5,003
股本	400	400	520	520	520
公积金	1,050	1,089	1,041	1,101	1,101
未分配利润	1,302	1,549	1,956	2,664	3,558
少数股东权益	50	49	49	53	58

现金流量表 (百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
经营活动现金流	640	874	852	1,112	1,455
净利润	475	532	718	913	1,077
折旧摊销	161	238	174	225	279
净营运资金增加	752	-648	391	443	293
其他	-748	752	-432	-469	-194
投资活动产生现金流	-1,430	-317	-816	-641	-660
净资本支出	-664	-549	-777	-646	-665
长期投资变化	4	5	-5	-5	-5
其他资产变化	-770	226	-34	10	10
融资活动现金流	1,061	-437	647	-193	-304
股本变化	40	0	120	0	0
债务净变化	106	-162	927	6	-72
无息负债变化	676	593	691	1,042	1,004
净现金流	272	120	682	278	490

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测

关键指标	2017	2018	2019E	2020E	2021E
成长能力 (%YoY)					
收入增长率	18.29%	19.38%	26.54%	25.02%	19.42%
净利润增长率	10.41%	11.93%	35.13%	27.04%	18.05%
EBITDA 增长率	12.18%	17.49%	22.19%	28.17%	18.01%
EBIT 增长率	7.20%	9.95%	38.52%	27.89%	17.02%
估值指标					
PE	63	56	41	33	28
PB	11	10	9	7	6
EV/EBITDA	29	25	27	21	18
EV/EBIT	36	33	31	25	21
EV/NOPLAT	48	45	42	33	28
EV/Sales	3	3	3	2	2
EV/IC	7	7	7	6	5
盈利能力 (%)					
毛利率	40.26%	41.65%	40.37%	39.61%	39.60%
EBITDA 率	10.92%	10.75%	10.38%	10.64%	10.52%
EBIT 率	8.76%	8.07%	8.83%	9.03%	8.85%
税前净利润率	8.55%	8.12%	8.55%	8.71%	8.62%
税后净利润率 (归属母公司)	6.40%	6.00%	6.41%	6.51%	6.44%
ROA	8.15%	8.04%	8.58%	8.89%	8.98%
ROE (归属母公司) (摊薄)	17.25%	17.50%	22.02%	22.04%	21.79%
经营性 ROIC	14.60%	15.43%	16.58%	17.51%	17.95%
偿债能力					
流动比率	1.35	1.18	1.03	1.09	1.13
速动比率	0.78	0.63	0.58	0.59	0.62
归属母公司权益/有息债务	5.34	8.61	2.55	3.22	4.07
有形资产/有息债务	10.05	14.88	5.30	6.54	8.10
每股指标(按最新预测年度股本计算历史数据)					
EPS	0.91	1.02	1.38	1.76	2.07
每股红利	0.46	0.46	0.28	0.35	0.42
每股经营现金流	1.23	1.68	1.64	2.14	2.80
每股自由现金流(FCFF)	-1.45	1.67	-0.46	0.18	0.85
每股净资产	5.29	5.84	6.27	7.96	9.51
每股销售收入	14.27	17.04	21.56	26.95	32.18

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测

行业及公司评级体系

评级	说明
买入	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15% 以上;
增持	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5% 至 15%;
中性	未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差 -5% 至 5%;
减持	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5% 至 15%;
卖出	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15% 以上;
无评级	因无法获取必要的资料, 或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件, 或者其他原因, 致使无法给出明确的投资评级。

基准指数说明: A 股主板基准为沪深 300 指数; 中小盘基准为中小板指; 创业板基准为创业板指; 新三板基准为新三板指数; 港股基准指数为恒生指数。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设, 不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性, 估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师, 以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法, 使用合法合规的信息, 独立、客观地出具本报告, 并对本报告的内容和观点负责。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证, 本研究报告中任何关于发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。研究人员获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究人员保证他们报酬的任何一部分不与, 也不, 也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

特别声明

光大证券股份有限公司 (以下简称“本公司”) 创建于 1996 年, 系由中国光大 (集团) 总公司投资控股的全国性综合类股份制证券公司, 是中国证监会批准的首批三家创新试点公司之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可, 本公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围: 证券经纪; 证券投资咨询; 与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问; 证券承销与保荐; 证券自营; 为期货公司提供中间介绍业务; 证券投资基金代销; 融资融券业务; 中国证监会批准的其他业务。此外, 本公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本报告由光大证券股份有限公司研究所 (以下简称“光大证券研究所”) 编写, 以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础, 但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息, 但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断, 可能需随时进行调整且不予通知。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。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表述的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。投资者应当充分考虑自身特定状况, 并完整理解和使用本报告内容, 不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果, 本公司及作者均不承担任何法律责任。

不同时期, 本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理子公司、自营部门以及其他投资业务板块可能会独立做出与本报告的意见或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险, 在做出投资决策前, 建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下, 本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易, 也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突, 勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发, 仅向特定客户传送。本报告的版权仅归本公司所有, 未经书面许可, 任何机构和个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、复制、转载、刊登、发表、篡改或引用。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失, 本公司保留追究一切法律责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

光大证券股份有限公司 2019 版权所有。

联系我们

上海	北京	深圳
静安区南京西路 1266 号恒隆广场 1 号写字楼 48 层	西城区月坛北街 2 号月坛大厦东配楼 2 层 复兴门外大街 6 号光大大厦 17 层	福田区深南大道 6011 号 NEO 绿景纪元大厦 A 座 17 楼