



2019-11-06

公司点评报告

买入/维持

大参林(603233)

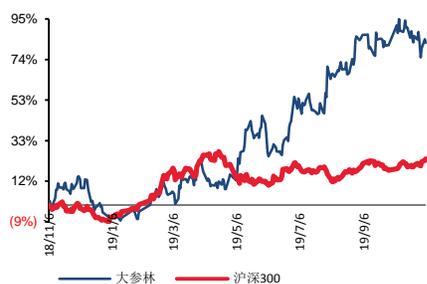
目标价: 80

昨收盘: 57.57

日常消费 食品与主要用品零售 II

## 收购南通优质龙头药店，全国布局加速

## ■ 走势比较



## ■ 股票数据

总股本/流通(百万股)	520/83
总市值/流通(百万元)	29,937/4,801
12个月最高/最低(元)	61.40/38.15

## 相关研究报告:

- 大参林(603233)《延续快速增长,净利率持续提升》--2019/10/30
- 大参林(603233)《Q2业绩大幅提升,再次验证19年拐点到来》--2019/08/27
- 大参林(603233)《太平洋证券-大参林-603233-深度报告:拐点向上,跨省经营能力提升-20190610》--2019/06/10

## 证券分析师: 杜佐远

电话: 010-88695263

E-MAIL: duzy@tpyzq.com

执业资格证书编码: S1190517110001

## 证券分析师: 蔡明子

电话: 010-88695263

E-MAIL: caimz@tpyzq.com

## 事件:

11月6日,公司公告称,拟收购南通市江海大药房51%的股份,收购标的包含123家连锁药店,收购金额1.27亿元,收购PS1.14,进军江苏南通,提高公司品牌影响力。这是今年通过收购进入河北、黑龙江后,全国布局迈出的重要一步。

## 点评:

## 1. 收购标的优质、潜力大,助力公司迅速站稳南通市场,为后续扩张奠定基础

从布局区域看,南通市为长三角经济带洲头城市,具有先天的地理优势,是江苏省的重要经济区域;南通市场人口731万,市场发展潜力巨大,本次收购将提升公司品牌影响力及竞争实力,符合公司“深耕华南,布局全国”的理念。

从标的竞争优势看,江海大药房区位优势突出,助力公司站稳南通市场。江海大药房深耕南通11年,目前拥有直营店123家(开业113+未开业10),分布在南通市区及周边县城区域,为后续丰满布局打下基础。拓展能力突出,18年94家门店,2019年7月增加至107家,目前123家;医保店86家,占比70%。

从财务数据看,标的整体盈利能力较好,内增潜力大。18年标的收入1.24亿元,净利润437万,净利率3.5%(18大参林5.93%);19年1-7月收入1.13亿元,净利润604万元,净利率5.4%(19H1大参林7.22%);预计2019年含税收入不低于2.2亿元,18年含税收入1.45亿,yoy52%+。扣非净利润不低于1200万元,扣非净利率5.5%。业绩承诺稳健增长:2020-2021年销售额(含税)分别不低于2.53/2.91亿元,同比增速不低于15%、15%;扣非净利润分别不低于1380/1587万元,同比增速不低于15%、15%。

从业绩增厚看,预计2020年将并表,按照我们此前的盈利预测,2020-2021年收入150.76/190.26亿,归母9.43/12.09亿,则预计收入(不含税)将增厚至152.86、192.68亿,归母将增厚至9.50/12.17亿,增厚0.7%、0.7%。

执业资格证书编码：S1190518050001

从协同效应上，优势互补，互利共赢。并购完成后，大参林综合管理体系、商品采购资源、精细化管理能力、自拓新店能力能够助力江海大药房降低采购成本，提升销售规模及盈利能力，快速提升市场份额，净利率有望从目前的 5.5% 提升至 6.5% 以上。同时，江海大药房在南通排名前列，在 2018-2019 年快速拓展新店的同时老店仍保持较高的平均单店产出，门店具有单店产出较高、陈列布局合理、顾客忠诚度高、药店专业氛围浓厚等特点，具有较强的忠实会员资源，助力公司迅速站稳南通市场，为后续扩张奠定基础。

## 2. 公司跨省扩张经营能力逐步增强，区域内竞争壁垒不断提升

19 年公司业绩持续提速，再次验证公司业绩拐点到来：16-17 年新增的 1145 家门店，预计将在 19 年进入盈利期，19 年次新店和老店占比均达到历史最高值（次新店收入增速是门店生命周期中的峰值，老店净利率最高），19-21 年老店占比逐年提升，业绩弹性大。

公司在优势区域（广东、广西）以自建为主，借助原有品牌与规模优势迅速占领市场，现已经逐渐进行覆盖两省大部分的县城、乡镇。其他地区并购+自建双管齐下，广西、河南、福建重点发展的区域业绩均取得重大的突破，上半年通过收购进入了河北保定，9 月继续通过收购进入黑龙江（鸡西市 54 家）、陕西（西安 59 家），此外公司在 3 月收购香港中卓医药有限公司 2% 的股权，强化医疗服务布局，以及在 9 月成立全资子公司大参林医疗健康（海南）有限公司，布局互联网医院业务，拓展公司多元化经营。

## 3. 积极承接处方外流，带来业绩弹性

在处方外流大背景下，公司 19H1 处方药收入占比 28.6%，yoy31.65%。119H1 公司医保店数量占比 76.6%。在 DTP 方面，公司筹建完成了 35DTP 专业药房，并且建立了一套完整的 DTP 专业药房管理体系和一支专业的 DTP 管理团队，与业内领先的处方药厂家进行紧密合作；在慢病管理方面，公司通过慢病管理专项团队、实施顾客档案管理，打造专业慢病服务门店，提升药事服务能力；处方平台建设方面，公司目前已经在广西、广东、河南省份，进行了多家处方共享平台试点，短期试行卓有成绩，为企业发展带来极大增量。

**盈利预测：**结合本次收购，上调 2020-21 年盈利预测，预计 2019-2021 年净利润分别为 7.23、9.50、12.17 亿元，对应 PE 分别为 41、31、24 倍。维持“买入”评级。

**风险提示：**门店并购后业绩不及预期。

■ 盈利预测和财务指标:

	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	8859	11588	15286	19270
(+/-%)	19.38%	30.80%	31.91%	26.06%
归母净利润(百万)	532	723	950	1217
(+/-%)	12.04%	35.96%	31.37%	28.05%
摊薄每股收益(元)	1.33	1.39	1.83	2.34
市盈率(PE)	30	41	31	24

资料来源: Wind, 太平洋证券 注: 摊薄每股收益按最新总股本计算

资产负债表(百万)						利润表(百万)					
	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E		2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
货币资金	1082	1329	2128	3275	4677	<b>营业收入</b>	<b>7421</b>	<b>8859</b>	<b>11588</b>	<b>15286</b>	<b>19270</b>
应收和预付款项	327	407	484	650	821	营业成本	4434	5170	6721	8804	11093
存货	1717	1886	2338	3063	3860	营业税金及附加	54	62	81	107	135
其他流动资产	930	403	432	507	586	销售费用	1923	2487	3279	4350	5529
<b>流动资产合计</b>	<b>4055</b>	<b>4025</b>	<b>5383</b>	<b>7495</b>	<b>9944</b>	管理费用	346	415	579	810	964
长期股权投资	4	5	6	7	8	财务费用	26	32	-6	-18	-35
投资性房地产	0	0	0	0	0	资产减值损失	15	11	0	0	0
固定资产	710	841	772	698	615	投资收益	7	23	24	25	26
在建工程	91	142	162	182	202	公允价值变动	0	0	0	0	0
无形资产开发支出	114	288	359	444	529	<b>营业利润</b>	<b>633</b>	<b>719</b>	<b>957</b>	<b>1258</b>	<b>1611</b>
长期待摊费用	0	0				其他非经营损益	1	1	1	1	1
其他非流动资产	1768	2512	2540	2636	2712	<b>利润总额</b>	<b>635</b>	<b>720</b>	<b>958</b>	<b>1259</b>	<b>1612</b>
<b>资产总计</b>	<b>5823</b>	<b>6537</b>	<b>7923</b>	<b>10131</b>	<b>12656</b>	所得税	160	194	240	315	403
短期借款	486	326	326	326	326	<b>净利润</b>	<b>475</b>	<b>526</b>	<b>719</b>	<b>944</b>	<b>1209</b>
应付和预收款项	912	902	1217	1591	1998	少数股东损益	0	-6	-5	-6	-8
长期借款	0	21	21	21	21	<b>归母股东净利润</b>	<b>475</b>	<b>532</b>	<b>723</b>	<b>950</b>	<b>1217</b>
其他负债	1622	2201	2553	3443	4352						
<b>负债合计</b>	<b>3020</b>	<b>3450</b>	<b>4117</b>	<b>5382</b>	<b>6697</b>	<b>预测指标</b>					
股本	400	400	520	520	520		2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
资本公积	967	961	841	841	841	毛利率	40.26%	41.65%	42.00%	42.40%	42.43%
留存收益	1385	1677	2401	3351	4568	销售净利率	6.40%	6.01%	6.24%	6.22%	6.32%
归母公司股东权益	2753	3038	3762	4712	5929	销售收入增长率	18.29%	19.38%	30.80%	31.91%	26.06%
少数股东权益	50	49	44	38	29	EBIT 增长率	9.17%	13.82%	26.65%	30.30%	27.07%
<b>股东权益合计</b>	<b>2803</b>	<b>3087</b>	<b>3805</b>	<b>4750</b>	<b>5958</b>	净利润增长率	10.41%	12.04%	35.96%	31.37%	28.05%
<b>负债和股东权益</b>	<b>5823</b>	<b>6537</b>	<b>7923</b>	<b>10131</b>	<b>12656</b>	ROE	17.25%	17.52%	19.23%	20.17%	20.53%
						ROA	8.16%	8.14%	9.13%	9.38%	9.62%
						ROIC	23.07%	27.95%	37.89%	55.35%	79.53%
						EPS(X)	1.26	1.33	1.39	1.83	2.34
						PE(X)	41.00	29.97	41.10	31.29	24.43
						PB(X)	7.51	5.25	7.90	6.31	5.02
						PS(X)	2.78	1.80	2.57	1.95	1.54
						EV/EBITDA(X)	24.47	15.12	25.66	19.33	14.65

资料来源: WIND, 太平洋证券

# 投资评级说明

## 1、行业评级

看好：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报高于市场整体水平 5%以上；

中性：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报介于市场整体水平-5%与 5%之间；

看淡：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报低于市场整体水平 5%以下。

## 2、公司评级

买入：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅在 15%以上；

增持：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于 5%与 15%之间；

持有：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与 5%之间；

减持：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与-15%之间；

## 销售团队

职务	姓名	手机	邮箱
华北销售总监	王均丽	13910596682	wangjl@tpyzq.com
华北销售	成小勇	18519233712	chengxy@tpyzq.com
华北销售	孟超	13581759033	mengchao@tpyzq.com
华北销售	付禹璇	18515222902	fuyx@tpyzq.com
华北销售	韦珂嘉	13701050353	weikj@tpyzq.com
华东销售副总监	陈辉弥	13564966111	chenhm@tpyzq.com
华东销售	李洋洋	18616341722	liyangyang@tpyzq.com
华东销售	杨海萍	17717461796	yanghp@tpyzq.com
华东销售	梁金萍	15999569845	liangjp@tpyzq.com
华东销售	杨晶	18616086730	yangjinga@tpyzq.com
华东销售	秦娟娟	18717767929	qinjj@tpyzq.com
华东销售	王玉琪	17321189545	wangyq@tpyzq.com
华东销售	慈晓聪	18621268712	cixc@tpyzq.com
华南销售总监	张茜萍	13923766888	zhangqp@tpyzq.com
华南销售	查方龙	18520786811	zhaf1@tpyzq.com
华南销售	胡博涵	18566223256	hubh@tpyzq.com
华南销售	陈婷婷	18566247668	chentt@tpyzq.com
华南销售	张卓粤	13554982912	zhangzy@tpyzq.com
华南销售	张文婷	18820150251	zhangwt@tpyzq.com



## 研究院

中国北京 100044

北京市西城区北展北街九号

华远·企业号 D 座

电话： (8610) 88321761

传真： (8610) 88321566

## 重要声明

太平洋证券股份有限公司具有证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号 13480000。

本报告信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归太平洋证券股份有限公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。任何人使用本报告，视为同意以上声明。