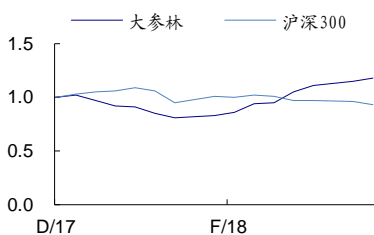


**证券研究报告—动态报告**
**医药保健**
**医疗器械与服务**
**大参林(603233)**
**买入**
**2017 年年报暨 2018 年一季报点评**

(维持评级)

2018 年 04 月 27 日

**一年该股与沪深 300 走势比较**

**股票数据**

总股本/流通(百万股)	400/40
总市值/流通(百万元)	25,377/2,538
上证综指/深圳成指	3,118/10,547
12 个月最高/最低(元)	64.20/29.66

**证券分析师：江维娜**

电话：021-60933157

E-MAIL: jiangwn@guosen.com.cn

证券投资咨询执业资格证书编码：S0980515060001

**证券分析师：谢长雁**

电话：0755-82133263

E-MAIL: xiecy@guosen.com.cn

证券投资咨询执业资格证书编码：S0980517100003

**联系人：朱寒青**

电话：0755-81981837

E-MAIL: zhuhanqing@guosen.com.cn

**独立性声明：**

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

**财报点评**
**全国扩张，高效经营**
**● 2017 年稳健增长，业绩基本符合预期**

2017 年营收 74.21 亿 (+18.29%)，归母净利润 4.74 亿 (+10.41%)，扣非净利润 4.73 亿 (+7.92%)。2018Q1 营收 20.34 亿 (+17.11%)，归母净利润 1.47 亿 (+25.39%)，扣非净利润 1.39 亿 (+16.54%)，基本符合预期。

**● 深耕两广，全国扩张，加强河南广西覆盖**

公司坚持“聚焦两广，全国扩张”战略，截止 2017 年底直营连锁门店共 3146 家，较去年增加 663 家，收购项目 8 起，涉及门店 231 家（其中待交割门店 173 家）。2018Q1 又新增 263 家。省内深耕两广，下沉县级市场，已有 2600 家门店；外省扩张重点发展河南、广西，分别增加 84、148 家，营收分别增长 54%、37%，年内新增河北、贵州、内蒙、江苏四省覆盖。目前跨区域发展顺利，各省均实现盈利。

**● 地域优势明显，盈利能力强**

广东为全国药品零售规模和的省份，公司市占率约 20%，仍有较大空间，广东为全国 GDP 第一的省份，经济发达、消费能力强。公司运营效率高，2017 年单店产出 335 万，日均含税坪效约为 94 元/平方米，均远高于行业平均水平，其中华南即两广地区坪效最高，达 98 元/平方米。参茸滋补品类为公司特色，具产业链协同优势，占收入比例 14.1%，毛利率 40.2%，相较 2016 年均基本稳定，可见在跨省扩张中保持了品种结构和高毛利。此外，公司筹建坐堂医门店和中西医结合门诊，有望带动中药饮片销售。管理费用率 4.67%、财务费用率 0.35%，基本稳定。销售费用率提高 0.96pp 至 25.91%，主要是门店扩张促销等原因所致。分季度来看，2018Q1 公司净利率达 7.2%，大幅提升。

**● 政策利好，助力发展**

广东零售药店分级试点政策于 4 月 15 日起执行，利好行业龙头。公司积极布局 DTP 药店和院边店，2017 年新增 119 家院边店，承接处方药外流。此外，医保门店资质的逐渐放开也利于拉动营收，2017 年底公司医保门店数目 2331 家，占比 78%，较上年大幅提升 12pp，仍有提升空间。

**● 风险提示：门店扩张低于预期；并购后整合不达预期；市场竞争加剧。**
**● 投资建议：维持“买入”评级**

暂不考虑分红，预测公司 2018-2020 年 EPS 分别为 1.46/1.77/2.17 元，同比增长 23%/21%/23%，当前的股价对应 PE 分别为 46/38/31X。公司是广东连锁零售药店龙头，经营效率高，积极推进全国扩张，维持“买入”评级。

**盈利预测和财务指标**

	2016	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入(百万元)	6,274	7,421	9,147	11,208	13,613
(+/-%)	19.1%	18.3%	23.2%	22.5%	21.5%
净利润(百万元)	430	475	583	707	870
(+/-%)	8.8%	10.4%	22.7%	21.3%	23.0%
摊薄每股收益(元)	1.08	1.19	1.46	1.77	2.17
EBIT Margin	9.6%	8.9%	8.5%	8.4%	8.4%
净资产收益率(ROE)	32.7%	17.3%	17.6%	17.7%	18.0%
市盈率(PE)	62.3	55.9	45.6	37.6	30.5
EV/EBITDA	40.2	39.8	34.9	29.3	24.5
市净率(PB)	20.3	9.6	8.02	6.66	5.51

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

注：摊薄每股收益按最新总股本计算

**2018Q1 业绩大幅提升。**2017 年公司实现营收 74.21 亿元,同比增长 18.29%,实现归母净利润 4.75 亿元,同比增长 10.41%; 2018Q1 实现营收 20.34 亿元,同比增长 17.11%; 实现归母净利润 1.47 亿元,同比增长 25.39%。2018Q1 净利润达 7.2%, 大幅提升。

**门店稳定增加, 坚持“聚焦两广, 全国扩张”战略。**截至 2017 年底, 公司取得营业执照的门店共 3146 家, 其中正在营业的门店共 2985 家, 拟营业门店 161 家。公司坚持稳健的拓展策略, 深耕广东、广西市场, 截止 2017 年底广东广西合计有 2600 家门店, 重点加强现有网络布点, 下沉渗透已有省份的县域市场, 提升各区域布点覆盖率与市场份额。通过并购或参股不断推进全国布局, 在原先广东、广西、河南、浙江、江西、福建六省基础上, 新增河北、贵州、内蒙、江苏四省。2017 年全资或控股收购项目 8 起, 涉及门店数为 231 家(其中已签约未交割门店 173 家), 重点发展广西、河南, 广西新增门店 148 家, 营业收入同比增长 36.79%; 河南新增门店 84 家, 营业收入同比增长 54.39%。截至 2018Q1, 公司拥有直营门店 3234 家, 一季度新增门店 263 家, 其中自建 130 家, 收购门店 133 家, 闭店 14 家(主要由于地方性规划、资源整合、策略性调整等)。

**表 1: 大参林门店扩张情况**

区域	省份	2014 年			2015 年			2016 年			2017 年		
		新增	关闭	期末	新增	关闭	期末	新增	关闭	期末	新增	关闭	期末
华南地区	广东	222	12	1320	248	17	1551	273	15	1809	535	48	2600
	广西	65	2	144	74	6	212	94	2	304			
华东地区	江西	6	-	15	4	1	18	36	-	54	15	2	50
	福建	9	-	18	6	-	24	3	-	27			
	浙江	2	-	8	2	-	10	-	-	10			
华中地区	河南	44	10	97	16	7	106	106	7	205	83	7	335
合计		348	24	1602	350	31	1921	512	24	2409	633	57	2985

资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

**表 2: 大参林 2017 年收购情况**

序号	开始时间	完成时间	标的公司	出资金额 (万元)	持股比例	门店数目	交易类型
1	2017 年 6 月	已完成	江苏百佳惠瑞丰大药房连锁有限公司	3,150	5.00%	-	参股投资
2	2017 年 6 月	2017 年 9 月	增城市泰林大药房	770	100%	10 家	并购
3	2017 年 7 月	2017 年 11 月	汤阴信诚医药有限公司	750	100%	9 家	并购
4	2017 年 10 月	2018 年 1 月	东莞市春秋堂医药有限公司	350	100%	6 家	并购
5	2017 年 11 月	进行中	姜师才、陈夏云以及福建省国晟医药连锁有限公司的零售药店	7,500	100%	51 家	并购
6	2017 年 12 月	2018 年 1 月	济源心连心大药房连锁有限公司	867	51%	20 家零售药店 6 家超市	控股收购
7	2017 年 12 月	2017 年 12 月	方城县健康人医药超市有限公司	3,600	100%	33 家	并购
8	2017 年 12 月	2018 年 2 月	河南豫辉大药房连锁有限公司	1,930	100%	45 家	并购
9	2017 年 12 月	2018 年 1 月	赣州大参林华尔康连锁药店有限公司	3,284	54% (转让前持股 19%)	-	控股收购

资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

**医保门店占比大幅提升, 仍有空间。**2017 年底公司有医保门店 2331 家, 占比 78.09%, 相比 2016 年增加 740 家, 占比提高 12pp。医保资质的获得将拉升营收, 并提升客流量。目前华南地区如广西等医保占比较低, 随着医保门店资质放开, 还有较大提升空间。

**表 3: 2017 公司医保门店情况**

地区	门店总数(家)	获得各类医保资格门店数(家)	占药店总数比例(%)
华南地区	2600	2021	77.73
华东地区	50	38	76
华中地区	335	272	81.19
总计	2985	2331	78.09

资料来源:公司公告、国信证券经济研究所整理

**积极布局 DTP 药店和院边店,承接处方药外流。**截止 2017 年底,公司新增 118 家院边店。广东于 4 月开始试点药店分级管理制度,公司作为龙头药店企业,将受益于医药分开和处方外流所带来的增量。此外,公司还积极发展医药电商(含 B2C、O2O)、中医馆、中医坐堂+药房等。

**公司费用率稳定,经营效率高。**公司运营效率高,2017 年单店产出 335 万,日均含税坪效约为 94 元/平方米,均优于行业平均水平,其中华南即两广地区坪效最高,达 98 元/平方米。参茸滋补品类为公司特色,占比 14.1%,毛利率 40.2%,相较 2016 年均基本稳定,可见在跨省扩张中保持了品种结构和高毛利。此外,公司筹建坐堂医门店和中西医结合门诊,有望提高中药饮片收入。

**表 4: 大参林坪效**

地区	门店数(家)	门店月均经营面积(平方米)	月均平效(含税/平方米)	门店平均面积(平方米)	日均坪效(含税/平方米)
华南地区	2600	254,507	2,939.99	97.89	98.00
华东地区	50	4,993	1,865.79	99.86	62.19
华中地区	302	36,461	2,134.20	120.73	71.14
总计	2,952	291,160	2,831.93	98.63	94.40

资料来源:公司公告、国信证券经济研究所整理

**表 5: 大参林品种结构及毛利基本保持稳定**

分类	2015 年				2016 年				2017 年			
	收入	占比	增速	毛利率	收入	占比	增速	毛利率	收入	占比	增速	毛利率
中西成药	3072	58.3%	24.1%	35.8%	3866	61.6%	25.8%	35.5%	4660	64.2%	20.6%	35.0%
参茸滋补药品	822	15.6%	6.9%	40.7%	880	14.0%	7.1%	40.4%	1023	14.1%	16.2%	40.3%
中药饮片	121	2.3%	3.9%	27.0%	155	2.5%	28.0%	26.3%	203	2.8%	30.9%	29.4%
保健品	523	9.9%	9.9%	70.4%	549	8.7%	4.9%	68.9%				
医疗器械	243	4.6%	13.2%	65.5%	275	4.4%	13.2%	65.6%	1368	18.9%	9.1%	52.5%
其他商品	372	7.1%	-7.2%	14.7%	430	6.8%	15.6%	17.9%				
总计	5265	100.0%	15.9%	41.0%	6274	100.0%	19.1%	40.2%	7254		17.9%	38.9%

资料来源:公司公告、国信证券经济研究所整理

**表 6: 大参林利润率及费用率**

	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018Q1
毛利率(%)	36.6%	38.9%	40.3%	41.0%	40.2%	40.3%	40.5%
净利率(%)	4.6%	5.3%	5.8%	7.5%	6.9%	6.4%	7.2%
销售费用率(%)	23.47%	24.40%	24.48%	24.53%	24.96%	25.91%	25.82%
管理费用率(%)	4.17%	4.49%	5.03%	4.73%	4.72%	4.67%	4.16%
财务费用率(%)	0.65%	0.64%	0.80%	0.55%	0.44%	0.35%	0.34%

资料来源:公司公告、国信证券经济研究所整理

## 附表：财务预测与估值

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2017	2018E	2019E	2020E		2017	2018E	2019E	2020E
现金及现金等价物	1082	1235	1453	1783	营业收入	7421	9147	11208	13613
应收款项	407	501	614	746	营业成本	4434	5502	6781	8275
存货净额	1717	2132	2625	3202	营业税金及附加	54	66	81	98
其他流动资产	849	1043	1278	1552	销售费用	1923	2378	2892	3471
<b>流动资产合计</b>	<b>4055</b>	<b>4911</b>	<b>5969</b>	<b>7282</b>	管理费用	346	427	518	621
固定资产	802	1107	1439	1791	财务费用	26	(6)	(10)	(17)
无形资产及其他	114	111	107	103	投资收益	7	7	7	7
投资性房地产	848	848	848	848	资产减值及公允价值变动	(15)	(9)	(11)	(11)
长期股权投资	4	4	4	4	其他收入	2	0	0	0
<b>资产总计</b>	<b>5823</b>	<b>6981</b>	<b>8367</b>	<b>10029</b>	营业利润	633	777	943	1161
短期借款及交易性金融负债	515	515	515	515	营业外净收支	1	1	1	1
应付款项	2117	2628	3235	3946	<b>利润总额</b>	<b>635</b>	<b>779</b>	<b>945</b>	<b>1162</b>
其他流动负债	365	456	558	677	所得税费用	160	196	238	293
<b>流动负债合计</b>	<b>2997</b>	<b>3599</b>	<b>4309</b>	<b>5138</b>	少数股东损益	(0)	(0)	(1)	(1)
长期借款及应付债券	0	0	0	0	<b>归属于母公司净利润</b>	<b>475</b>	<b>583</b>	<b>707</b>	<b>870</b>
其他长期负债	23	23	23	23					
<b>长期负债合计</b>	<b>23</b>	<b>23</b>	<b>23</b>	<b>23</b>					
<b>负债合计</b>	<b>3020</b>	<b>3621</b>	<b>4331</b>	<b>5161</b>					
少数股东权益	50	49	49	48					
股东权益	2753	3310	3987	4819					
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>5823</b>	<b>6981</b>	<b>8367</b>	<b>10029</b>					

现金流量表 (百万元)				
	2017	2018E	2019E	2020E
净利润	475	583	707	870
资产减值准备	6	7	5	7
折旧摊销	78	91	119	147
公允价值变动损失	15	9	11	11
财务费用	26	(6)	(10)	(17)
营运资本变动	(922)	(95)	(125)	(146)
其它	(6)	(7)	(6)	(7)
<b>经营活动现金流</b>	<b>(355)</b>	<b>588</b>	<b>711</b>	<b>881</b>
资本开支	(239)	(409)	(462)	(514)
其它投资现金流	2	0	0	0
<b>投资活动现金流</b>	<b>(241)</b>	<b>(409)</b>	<b>(462)</b>	<b>(514)</b>
权益性融资	992	0	0	0
负债净变化	(29)	0	0	0
支付股利、利息	(21)	(25)	(31)	(38)
其它融资现金流	117	0	0	0
<b>融资活动现金流</b>	<b>1010</b>	<b>(25)</b>	<b>(31)</b>	<b>(38)</b>
<b>现金净变动</b>	<b>413</b>	<b>153</b>	<b>218</b>	<b>330</b>
货币资金的期初余额	668	1082	1235	1453
货币资金的期末余额	1082	1235	1453	1783
企业自由现金流	(587)	166	232	346
权益自由现金流	(499)	170	239	359

关键财务与估值指标				
	2017	2018E	2019E	2020E
每股收益	1.19	1.46	1.77	2.17
每股红利	0.05	0.06	0.08	0.09
每股净资产	6.88	8.28	9.97	12.05
ROIC	20%	18%	20%	21%
ROE	17%	18%	18%	18%
毛利率	40%	40%	39%	39%
EBIT Margin	9%	8%	8%	8%
EBITDA Margin	10%	9%	9%	10%
收入增长	18%	23%	23%	21%
净利润增长率	10%	23%	21%	23%
资产负债率	53%	53%	52%	52%
息率	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%
P/E	55.9	45.6	37.6	30.5
P/B	9.6	8.0	6.7	5.5
EV/EBITDA	39.8	34.9	29.3	24.5

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

## 国信证券投资评级

类别	级别	定义
股票 投资评级	买入	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	预计 6 个月内，股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	卖出	预计 6 个月内，股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	超配	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	预计 6 个月内，行业指数表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	低配	预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 10%以上

## 分析师承诺

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

## 风险提示

本报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有，仅供我公司客户使用。未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司或关联机构可能会持有本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。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

## 证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。

证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

## 国信证券经济研究所

---

### 深圳

深圳市罗湖区红岭中路 1012 号国信证券大厦 18 层  
邮编：518001 总机：0755-82130833

### 上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 楼  
邮编：200135

### 北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层  
邮编：100032