

2018年08月29日

大参林 (603233.SH)

公司快报

医药 | 医药流通 III

投资评级

增持-A(首次)

股价(2018-08-28)

48.89 元

交易数据

总市值(百万元)	19,556.49
流通市值(百万元)	3,136.35
总股本(百万股)	400.01
流通股本(百万股)	64.15
12个月价格区间	38.44/77.85 元

一年股价表现



资料来源: 贝格数据

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	-13.06	-23.94	41.55
绝对收益	-16.38	-35.33	24.16

分析师

郑巧
 SAC 执业证书编号: S0910518070003
 zhengqiao@huajinsec.cn
 021-20377052

报告联系人

李伟
 liwei@huajinsec.cn
 021-20377053

相关报告

自建门店速度加快, 期间费用拖累净利水平

投资要点

- ◆ **事件:** 公司发布 2018 年半年报, 公司 2018 年 1-6 月实现营业收入 40.83 亿元, 同比上升 16.61%, 实现归母净利润 2.88 亿元, 同比上升 15.92%。
- ◆ **毛利率大幅上升, 期间费用拖累净利率水平:** 分季度看, 公司 2018Q1 实现营业收入 20.34 亿元, 同比上升 17.11%, 实现归母净利润 1.47 亿元, 同比上升 25.39%; 2018Q2 单季实现营业收入 20.49 亿元, 同比上升 16.12%, 实现归母净利润 1.41 亿元, 同比上升 7.46%, 期间费用拖累净利润增速。从盈利水平看, 公司 2018H1 毛利率 41.67%, 同比上升 1.90PCT, 出现明显上升, 净利率 6.98%, 同比下降 0.10PCT, 主要受期间费用上升的影响。期间费用方面, 公司 2018H1 销售费用 11.07 亿元, 同比上升 28.00%, 管理费用 1.78 亿元, 同比上升 15.12%, 财务费用 1,481 万元, 同比上升 8.05%, 公司自身业务的增长以及新并购项目的增加, 公司销售费用和管理费用出现明显的上浮。公司 2018H1 对应的销售费用率、管理费用率和财务费用率分别为 27.11% (+2.41PCT)、4.37% (-0.06PCT) 和 0.36% (-0.03PCT)。
- ◆ **门店扩展稳步推进, 并购速度不达预期:** 公司坚持“聚焦两广、全国扩张”的外延发展战略, 深耕广东、广西、河南市场, 重点加强现有网络布点, 下沉渗透已有省份的县域市场, 全面提升各区域布局覆盖率与市场份额。报告期内, 公司新增加门店 449 家, 其中自建 332 家, 收购门店 117 家, 关店 30 家, 截至 2018 年 6 月末公司共拥有门店总数为 3,404 家。(1) 自建方面, 公司 2018H1 自建门店 332 家, 其中 2018Q1 单季度自建 130 家, 2018Q2 单季度自建 202 家, 自建门店数目明显加快。公司预计 2018 年在全国范围内自建门店约 700 家, 该目标大概率能够完成。(2) 收购方面, 公司 2018H1 收购门店 117 家, 公司上半年并购速度明显不达预期, 根据 2017 年公司年报, 公司计划 2018 年参股并购门店约 800 家, 为满足并购目标, 公司下半年并购速度需要加快。
- ◆ **门店坪效略有下降, 医保定点门店数量稳步提升:** 坪效方面, 公司 2018H1 月均坪效为 2,548.32 元/平方米, 其中华南地区、华东地区和华中地区的月均坪效分别为 2,731.38 元/平方米、1,750.52 元/平方米和 1,535.09 元/平方米, 与 2017 年底的 2,822.60 元/平方米的坪效相比略有下降, 主要由于新开店铺尚未发展成熟拉低整体坪效水平, 但公司在快速扩张中已经保持了较为稳定的经营效率。医保资格方面, 公司 2018 年 6 月底共有 2,629 家门店获得医保资格, 占药店总数的 77.23%, 医保定点门店数量稳步提升。
- ◆ **投资建议:** 我们预测公司 2018 年至 2020 年每股收益分别为 1.44、1.72 和 2.06 元, 给予增持-A 建议。
- ◆ **风险提示:** 外延扩张不达预期, 新增门店盈利能力不达预期, 竞争加剧。

财务数据与估值

会计年度	2016	2017	2018E	2019E	2020E
主营收入(百万元)	6,273.7	7,421.2	8,624.9	9,995.3	11,485.5
同比增长(%)	19.1%	18.3%	16.2%	15.9%	14.9%
营业利润(百万元)	578.6	633.3	766.7	918.9	1,098.2
同比增长(%)	5.6%	9.5%	21.1%	19.9%	19.5%
净利润(百万元)	430.2	475.0	577.6	688.1	823.9
同比增长(%)	8.8%	10.4%	21.6%	19.1%	19.7%
每股收益(元)	1.08	1.19	1.44	1.72	2.06
PE	45.5	41.2	33.9	28.4	23.7
PB	14.8	7.1	6.3	5.4	4.7

数据来源: 贝格数据华金证券研究所

公司评级体系

收益评级：

买入—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上；

增持—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%；

中性—未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%；

减持—未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%；

卖出—未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上；

风险评级：

A —正常风险，未来 6 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动；

B —较高风险，未来 6 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动；

分析师声明

郑巧声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以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，并向本公司的客户发布。

免责声明：

本报告仅供华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本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。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息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。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，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦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。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发、篡改或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华金证券股份有限公司研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

华金证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

风险提示：

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。投资者对其投资行为负完全责任，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。

华金证券股份有限公司

地址：上海市浦东新区锦康路 258 号（陆家嘴世纪金融广场）13 层

电话：021-20655588

网址：www.huajinsec.cn