

收入利润同步增长，门店扩张提速

——大参林（603233）半年报跟踪

核心观点：

1. 事件：

2018年上半年公司实现营收40.83亿元，同比增长16.61%；实现归属上市公司股东净利润2.88亿元，同比增长15.92%；实现扣非归母净利润2.78亿元，同比增长10.83%。实现EPS 0.72元。其中，2018年第二季度，公司实现营收20.49亿元，同比增长16.12%；实现归母净利1.41亿元，同比增长7.46%；实现扣非归母净利1.39亿元，同比增长5.67%，实现EPS 0.35元。

2. 我们的分析与判断

（一）收入利润同步增长，扩张提速推升销售费用

上半年公司收入利润同步增长，非经常性损益带动利润增速回升。18年上半年公司收入增长16.61%，归母净利润增长15.92%，基本实现了收入利润同步增长，相比于16、17年利润增速远不及收入增速的情况有所好转。尽管自16年以来，收入增速缓慢下降，但是利润增速逐步回升，主要是受到非经常性损益的拉动。公司18上半年非经常性损益954.89万元，其中有1200.75万元的委托他人投资或管理资产的损益。排除掉非经常损益的影响，扣非归母净利润增速仅为10.83%，依旧远不及收入增速。

扩张提速推升销售费用，削弱盈利能力。公司上半年毛利率41.67%，比去年同期39.77%增加1.9pp；销售费用率27.11%，比去年同期24.70%增加2.41pp；销售费用增加超过毛利增加。尽管公司管理费用和财务费用控制得不错，但是净利率6.98%仍比去年同期7.08%略有下滑。销售费用增量中贡献最大的三项是职工薪酬、房租及物业费和长期资产摊销，这三项增长较快均是公司门店扩张所致。公司上半年净增加419家门店，而去年全年才净增加576家，扩张速度明显加快。快速扩张需要大量人力成本和固定支出，与此同时新建门店利润尚未完全释放，因此快速扩张前期会限制公司的盈利能力。公司在实施巩固现有市场布局的策略时，在相对饱和的市场会遇到新店对老店的业绩影响风险；或者为了丰满布点，会在相对次要的商圈进行布点以形成呼应遇到的单店产出低的风险；或者是在相对空白的区域进行首次布点时，遇到品牌弱、门店少等带来盈利周期长风险。目前公司仍处于跑马圈地的发展阶段，盈利能力承压不可避免。

大参林(603233.SH)

推荐 首次覆盖

分析师

李平祝

☎: 010-83574546

✉: lipingzhu@chinastock.com.cn

执业证书编号: S0130515040001

特此鸣谢

刘晖

✉: liuhui_yj@chinastock.com.cn

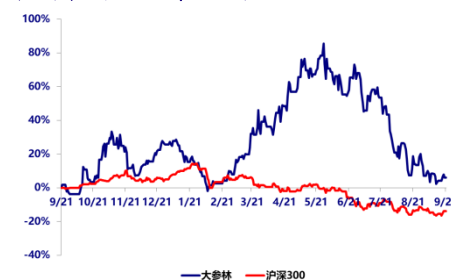
对本报告的编制提供信息。

市场数据

2018-9-20

A股收盘价(元)	43.26
A股一年内最高价(元)	77.12
A股一年内最低价(元)	38.08
上证指数	2729.24
市盈率-TTM	33.63
总股本(万股)	40001.00
实际流通A股(万股)	6415.12
限售的流通A股(万股)	33585.88
流通A股市值(亿元)	27.75

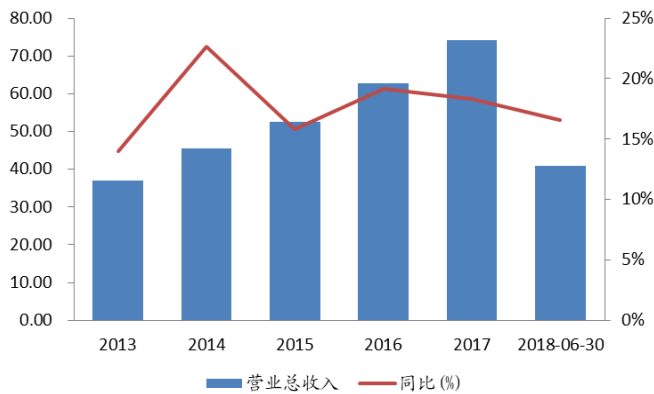
相对沪深300表现图



资料来源：中国银河证券研究院

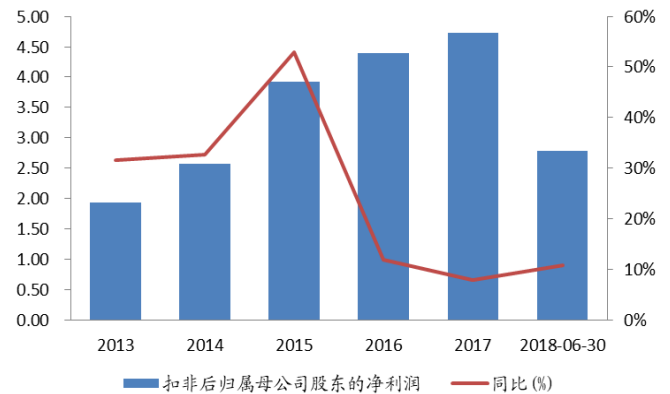
相关研究

图 1: 公司近年来收入 (亿元) 及增速



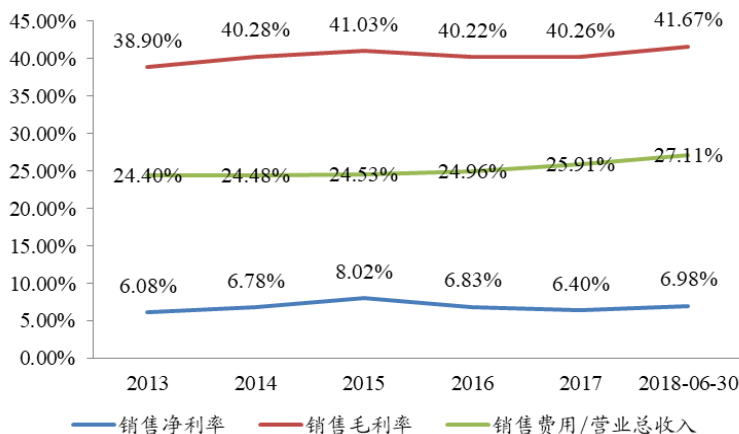
资料来源: 公司公告, 中国银河证券研究院

图 2: 公司近年来扣非归母净利润 (亿元) 及增速



资料来源: 公司公告, 中国银河证券研究院

图 3: 公司毛利率、净利率和销售费用率



资料来源: 公司公告, 中国银河证券研究院

(二) 同业扩张+业务转型, 未来成长可期

继续推动“上市大联盟”，聚焦两广全国扩张。报告期内，公司净增门店 449 家，其中，自建门店 332 家，收购门店 117 家，关店 30 家，到报告期末，公司门店总数为 3404 家。公司是华南地区的区域优势龙头，另外在河南省（华中地区）布局较多，在这三个市场公司重点加强现有网络布点，下沉渗透已有省份的县域市场，全力提升各区域布点覆盖率与市场份额。公司坚持自建+并购模式并重的扩张模式，在深耕已有市场的同时，通过并购整合不断推进全国布局。“上市大联盟”战略下公司以控股参股多种手段外延扩张，报告期内公司通过参股投资连锁药店首次进驻河北省。公司上半年单店月均收入约 22.66 万元，其中华南地区门店月均平效远高于中华和华中地区，主要是因为公司深耕两广，在华南地区密集的零售网络布局给公司带来强大的品牌效应与供应链优势，体现了公司在华南地区的规模优势。随着公司在其他地区加大布局，未来规模优势将更加显著，

门店业绩将进一步释放。

表 1. 截至 2018 年 6 月 30 日公司不同地区门店概况

地区	门店数 (家)	门店月均经营面积 (平方米)	月均平效 (含税, 元/平方米)
华南地区	2872	249724.7	2,731.38
华东地区	158	37195.71	1,750.52
华中地区	374	15830.71	1,535.09

资料来源: 公司公告, 中国银河证券研究院

开展零售新业务, 业务转型带来新增长点。公司在重点做好传统零售业务的同时, 积极发展新的业务以承接处方外流, 包括医药电商 (含 B2C、O2O)、中医馆、中医坐堂+药房等; 并通过建立 DTP 药房与拓展院边店, 与临床工业深度合作的模式成效明显; 同时大力拓展院边店, 报告期内新增重点医院院边店 24 家, 共有院边店 284 家, 这将为公司承接医改成果夯实坚实的基础。公司还通过与行业重点的零售技术平台合作, 打造智慧药房试点: 自动收银、远程问诊、自动售药、扫码购等功能, 提升了门店零售的营运效率, 满足了顾客便捷购物的需求, 下一步进行重点门店推广。

3. 投资建议

公司半年报基本实现利润和收入同步增长, 我们看好公司未来积极扩张和业务转型的发展前景。首先, 我们看好公司积极扩张, 规模优势逐步体现的前景。公司自建和并购扩张并重, 一方面深耕两广和河南市场, 另一方面积极在全国布局扩展。网络优势和规模优势将逐步打造品牌效应和供应链优势, 有利于门店业绩逐步释放。其次, 我们看好公司向新零售业务转型带来的增量效益。公司积极布局医药电商、中医馆、DTP 药房和院边店等新模式, 积极承接处方药外流, 有望提升单店盈利。我们看好公司未来利润的稳健增长, 预测 2018-2020 年归母净利润为 6.10/7.23/7.77 亿元, 对应 EPS 为 1.53/1.81/1.94 元, 对应 PE 为 28/24/22 倍。给予“推荐”评级。

4. 风险提示

快速拓展带来的短期业绩增长压力风险, 行业政策风险, 市场竞争加剧的风险。

附表 1. 主要财务指标

指标	2015A	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入 (百万元)	5265.48	6273.72	7421.20	9004.50	10825.25	12831.00
营业收入增长率	15.85%	19.15%	18.29%	21.33%	20.22%	18.53%
净利润 (百万元)	395.43	430.19	473.73	610.43	722.80	776.62
净利润增长率	48.94%	8.79%	10.12%	28.86%	18.41%	7.45%
EPS (元)	0.989	1.075	1.184	1.526	1.807	1.941
P/E	43.76	40.23	36.53	28.35	23.94	22.28
P/B	16.95	13.14	6.29	5.25	4.40	3.74
EV/EBITDA	-	-	21.48	19.51	16.20	13.56

资料来源: 中国银河证券研究院

附表 2: 公司财务报表 (百万元)

报表预测 (百万元)						
利润表	2015A	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入	5265.48	6273.72	7421.20	9004.50	10825.25	12831.00
减: 营业成本	3105.14	3750.58	4433.55	5252.32	6278.65	7441.98
营业税金及附加	40.48	46.22	53.68	65.13	78.30	92.81
营业费用	1291.60	1565.76	1923.06	2441.12	3031.07	3720.99
管理费用	248.93	296.13	346.40	393.50	454.66	538.90
财务费用	28.90	27.79	26.20	32.70	13.13	-4.83
资产减值损失	2.58	8.70	14.51	8.59	8.59	8.59
加: 投资收益	0.02	0.00	7.03	0.00	0.00	0.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
营业利润	547.87	578.55	630.83	811.13	960.85	1032.55
加: 其他非经营损益	6.33	-1.08	1.26	2.17	2.17	2.17
利润总额	554.21	577.47	632.09	813.31	963.02	1034.72
减: 所得税	131.95	148.86	158.71	203.33	240.75	258.68
净利润	422.26	428.61	473.38	609.98	722.26	776.04
减: 少数股东损益	26.83	-1.58	-0.35	-0.45	-0.53	-0.57
归属母公司股东净利润	395.43	430.19	473.73	610.43	722.80	776.62
资产负债表	2015A	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
货币资金	338.96	428.55	817.16	1350.68	1812.13	2340.72
应收和预付款项	232.21	357.21	487.30	534.13	692.92	761.48
存货	1010.04	1304.76	1716.59	1862.73	2416.00	2655.52
其他流动资产	46.77	73.95	762.95	762.95	762.95	762.95
长期股权投资	0.00	0.00	4.41	4.41	4.41	4.41
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产和在建工程	551.58	625.16	801.56	802.79	817.21	845.42

无形资产和开发支出	78.01	192.90	275.92	262.52	249.12	235.73
其他非流动资产	211.73	355.27	669.38	494.13	318.88	318.88
资产总计	2469.31	3337.80	5535.26	6074.34	7073.63	7925.11
短期借款	179.70	351.58	486.38	433.67	0.00	0.00
应付和预收款项	1187.78	1586.54	2217.41	2267.33	3058.67	3220.77
长期借款	80.64	28.80	0.00	0.00	0.00	0.00
其他负债	0.00	28.80	28.80	28.80	28.80	28.80
负债合计	1448.12	1995.72	2732.59	2729.80	3087.47	3249.57
股本	360.00	360.00	400.01	400.01	400.01	400.01
资本公积	36.91	46.92	967.33	967.33	967.33	967.33
留存收益	624.29	910.47	1385.44	1927.75	2569.90	3259.87
归属母公司股东权益	1021.19	1317.40	2752.77	3295.09	3937.24	4627.21
少数股东权益	0.00	24.69	49.90	49.45	48.91	48.34
股东权益合计	1021.19	1342.08	2802.67	3344.54	3986.15	4675.54
负债和股东权益合计	2469.31	3337.80	5535.26	6074.34	7073.63	7925.11
现金流量表	2015A	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
经营性现金净流量	487.98	515.40	656.33	782.08	1108.41	757.41
投资性现金净流量	-205.47	-425.41	-1429.63	-110.98	-135.43	-162.93
筹资性现金净流量	-255.17	11.72	1061.43	-137.58	-511.52	-65.89
现金流量净额	27.34	101.71	288.13	533.52	461.46	528.59

资料来源：中国银河证券研究院

评级标准

银河证券行业评级体系：推荐、谨慎推荐、中性、回避

推荐：是指未来 6-12 个月，行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）超越交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报 20%及以上。该评级由分析师给出。

谨慎推荐：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）超越交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报。该评级由分析师给出。

中性：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）与交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报相当。该评级由分析师给出。

回避：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）低于交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报 10%及以上。该评级由分析师给出。

银河证券公司评级体系：推荐、谨慎推荐、中性、回避

推荐：是指未来 6-12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 20%及以上。该评级由分析师给出。

谨慎推荐：是指未来 6-12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10%-20%。该评级由分析师给出。

中性：是指未来 6-12 个月，公司股价与分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报相当。该评级由分析师给出。

回避：是指未来 6-12 个月，公司股价低于分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10%及以上。该评级由分析师给出。

李平祝，医药行业分析师。 本人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，本人承诺，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接受到任何形式的补偿。本人承诺不利用自己的身份、地位和执业过程中所掌握的信息为自己或他人谋取私利。

免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券，银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，无意针对或打算违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播或复印本报告。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。银河证券认为本报告所载内容及观点客观公正，但不担保其内容的准确性或完整性。客户不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

银河证券不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于客户。银河证券建议客户如有任何疑问应当咨询证券投资顾问并独自进行投资判断。本报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何内容适合客户，本报告不构成给予客户个人咨询建议。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部份，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。银河证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给银河证券客户的，属于机密材料，只有银河证券客户才能参考或使用，如接收人并非银河证券客户，请及时退回并删除。

所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为银河证券的商标、服务标识及标记。

银河证券版权所有并保留一切权利。

联系

中国银河证券股份有限公司 研究院

深圳市福田区金田路 3088 号中州大厦 20 层
北京市西城区金融街 35 号国际企业大厦 C 座
北京市西城区金融街 35 号国际企业大厦 C 座
北京市西城区金融街 35 号国际企业大厦 C 座
上海浦东新区富城路 99 号震旦大厦 31 层
公司网址：www.chinastock.com.cn

机构请致电：

深广地区：	詹璐	0755-83453719	zhanlu@chinastock.com.cn
海外机构：	尚薇	010-83574522	shangwei@chinastock.com.cn
北京地区：	王婷	010-66568908	wangting@chinastock.com.cn
海外机构：	舒英婷	010-66561317	shuyingting@chinastock.com.cn
上海地区：	何婷婷	021-20252612	hetingting@chinastock.com.cn