

2018年10月29日

大参林 (603233.SH)

业绩基本符合预期，销售费用增加影响利润增速

■事件：公司公布2018年三季报，公司2018年前三季度实现收入63.00亿元(+18.86%)，实现归母净利润4.14亿元(+12.90%)，扣非为4.03亿元(+8.66%)。

■业绩基本符合预期，销售费用率提升。Q3单季度收入增速+23.24%，较之上半年增速16.61%提升，归母净利润同比增长6.54%，较之上半年增速+15.92%下降，主要因为销售费用增加比较明显。前三季度销售费用率同比上升2.40pp，Q3单季度在去年三季度销售费用高基础上同比增加2.32pp，预计与新建门店和新并购门店有关。前三季度毛利率为41.70%(+1.43pp)，预计与公司规模优势进一步提升以及产品结构继续优化调整有关，管理费用率下降0.57pp，预计是因为各区域门店规模扩大，管理成本摊薄。扣非净利润口径和表观口径差异在于，1-9月份公司确认了购买理财产品1200万投资收益。

■自建门店速度加快。截至报告期末，公司拥有直营门店共3676家，Q3单季度共新增283家(其中自建219家，并购64家)，闭店11家，2018H1净增门店449家(自建门店332家，收购门店117家，关店30家)。根据2017年年报，公司2018年拟自建门店约700家。截至三季度末，公司新建门店551家，对比2017年年报门店数据，自建门店以华南为主(华南地区+480家)。根据2017年年报，公司2018年拟自建门店约700家，预计大概率能完成目标。

■并购门店速度不及预期。根据2017年年报，公司2018拟参股并购门店约800家公司。截止报告期末，公司年内发起5起门店并购，从公布情况来看，涉及到并表门店35家(算上保定市盛世华兴医药连锁(参股19%)，按照交易金额2717万元测算，预计门店数在100家左右。参股和新并购门店以及加上2017年并购2018年上半年交割门店，不足250家。根据公告，Q3单季度仅一起并购(全资子公司南昌大参林收购江西会好康药房7家门店)，并购门店速度不及预期。

■投资建议：6个月目标价44.2元，维持“买入-A”评级，我们预计2018-2020年净利润分别为5.54亿、6.80亿、8.22亿元，同比增速分别为16.6%、22.9%、20.8%，2018-2020EPS分别为1.38元、1.70元、2.05元，对应当前股价分别为28倍、23倍和19倍PE，6个月目标价为44.2元，相当于2019年26x的动态市盈率。

■风险提示：并购整合不及预期风险，外延拓展不及预期风险，业绩

公司快报

证券研究报告

医药流通

投资评级 买入-A

维持评级

6个月目标价：44.2元
股价(2018-10-29) 38.66元

交易数据

总市值(百万元)	15,464.39
流通市值(百万元)	2,480.08
总股本(百万股)	400.01
流通股本(百万股)	64.15
12个月价格区间	38.66/76.32元

股价表现



资料来源：Wind 资讯

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	-8.61	-22.34	6.97
绝对收益	-18.51	-33.88	-18.63

盛丽华

分析师

SAC 执业证书编号：S1450517090002
shengli9@essence.com.cn

周新明

分析师

SAC 执业证书编号：S1450517050002
zhouxm@essence.com.cn
021-35082030

相关报告

大参林：销售费用增加影响利润增速，自建门店速度加快/盛丽华 2018-08-28

(百万元)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
主营业务收入	6,273.7	7,421.2	8,799.1	10,411.5	12,327.4
净利润	430.2	475.0	553.7	680.4	821.8
每股收益(元)	1.08	1.19	1.38	1.70	2.05
每股净资产(元)	3.29	6.88	7.34	8.18	9.20

盈利和估值	2016	2017	2018E	2019E	2020E
市盈率(倍)	35.9	32.6	27.9	22.7	18.8
市净率(倍)	11.7	5.6	5.3	4.7	4.2
净利率	6.9%	6.4%	6.3%	6.5%	6.7%
净资产收益率	32.7%	17.3%	18.9%	20.8%	22.3%
股息收益率	0.0%	1.6%	1.8%	2.2%	2.7%
ROIC	83.5%	68.3%	37.6%	43.2%	56.5%

数据来源: Wind 资讯, 安信证券研究中心预测

财务报表预测和估值数据汇总

利润表						财务指标					
(百万元)	2016	2017	2018E	2019E	2020E	(百万元)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入	6,273.7	7,421.2	8,799.1	10,411.5	12,327.4	成长性					
减:营业成本	3,750.6	4,433.5	5,284.1	6,243.6	7,380.8	营业收入增长率	19.1%	18.3%	18.6%	18.3%	18.4%
营业税费	46.2	53.7	59.8	62.5	74.0	营业利润增长率	5.6%	9.5%	16.5%	23.0%	20.9%
销售费用	1,565.8	1,923.1	2,280.1	2,697.9	3,194.4	净利润增长率	8.8%	10.4%	16.6%	22.9%	20.8%
管理费用	296.1	346.4	406.5	476.8	554.7	EBITDA 增长率	6.8%	11.1%	14.3%	18.1%	19.6%
财务费用	27.8	26.2	42.1	21.3	22.6	EBIT 增长率	5.1%	8.4%	18.7%	19.1%	20.6%
资产减值损失	8.7	14.5	7.9	8.4	9.9	NOPLAT 增长率	2.4%	9.6%	18.2%	19.1%	20.6%
加:公允价值变动收益	-	-	-	-	-	投资资本增长率	34.2%	114.5%	3.6%	-7.8%	3.7%
投资和汇兑收益	-	7.0	19.0	6.5	6.5	净资产增长率	31.4%	108.8%	6.6%	11.3%	12.2%
营业利润	578.6	633.3	737.6	907.4	1,097.5	利润率					
加:营业外净收支	-1.1	1.3	2.7	2.3	1.3	毛利率	40.2%	40.3%	39.9%	40.0%	40.1%
利润总额	577.5	634.6	740.3	909.7	1,098.8	营业利润率	9.2%	8.5%	8.4%	8.7%	8.9%
减:所得税	148.9	160.0	186.6	229.3	277.0	净利润率	6.9%	6.4%	6.3%	6.5%	6.7%
净利润	430.2	475.0	553.7	680.4	821.8	EBITDA/营业收入	10.5%	9.9%	9.5%	9.5%	9.6%
						EBIT/营业收入	9.7%	8.9%	8.9%	8.9%	9.1%
						运营效率					
						固定资产周转天数	19	26	28	23	18
						流动资产周转天数	-4	10	22	19	16
						流动资产周转天数	121	157	174	169	166
						应收账款周转天数	15	18	18	18	18
						存货周转天数	66	73	74	74	73
						总资产周转天数	179	228	242	220	205
						投资资本周转天数	36	55	65	53	44
						投资回报率					
						ROE	32.7%	17.3%	18.9%	20.8%	22.3%
						ROA	12.0%	8.2%	9.2%	10.1%	11.2%
						ROIC	83.5%	68.3%	37.6%	43.2%	56.5%
						费用率					
						销售费用率	25.0%	25.9%	25.9%	25.9%	25.9%
						管理费用率	4.7%	4.7%	4.6%	4.6%	4.5%
						财务费用率	0.4%	0.4%	0.5%	0.2%	0.2%
						三费/营业收入	30.1%	30.9%	31.0%	30.7%	30.6%
						偿债能力					
						资产负债率	62.5%	51.9%	50.2%	50.6%	49.2%
						负债权益比	166.8%	107.8%	100.7%	102.6%	96.7%
						流动比率	1.10	1.35	1.49	1.57	1.69
						速动比率	0.50	0.78	0.86	0.87	0.95
						利息保障倍数	21.82	25.08	18.52	43.60	49.58
						分红指标					
						DPS(元)	-	0.60	0.70	0.86	1.04
						分红比率	0.0%	50.5%	50.5%	50.5%	50.5%
						股息收益率	0.0%	1.6%	1.8%	2.2%	2.7%

资产负债表

	2016	2017	2018E	2019E	2020E
货币资金	668.4	1,081.5	1,282.3	1,517.3	1,913.3
交易性金融资产	-	-	-	-	-
应收账款	323.8	407.3	459.5	566.2	648.2
应收票据	-	-	-	-	-
预付账款	33.5	80.0	55.2	104.5	84.3
存货	1,304.8	1,716.6	1,884.4	2,370.5	2,659.4
其他流动资产	74.0	769.5	769.5	769.5	769.5
可供出售金融资产	58.4	89.9	-	-	-
持有至到期投资	-	-	-	-	-
长期股权投资	-	4.4	4.4	4.4	4.4
投资性房地产	-	-	-	-	-
固定资产	375.7	710.3	678.2	643.5	606.1
在建工程	249.5	91.2	91.2	91.2	91.2
无形资产	67.1	114.1	106.2	98.3	90.4
其他非流动资产	425.1	757.9	662.3	566.8	471.2
资产总额	3,580.1	5,822.8	5,993.3	6,732.1	7,338.0
短期债务	351.6	486.4	374.1	51.9	-
应付账款	832.5	991.3	1,182.4	1,386.0	1,650.2
应付票据	747.8	1,215.7	1,124.5	1,640.7	1,628.1
其他流动负债	262.0	303.9	302.9	307.6	307.2
长期借款	28.8	-	-	-	-
其他非流动负债	15.4	22.8	22.8	22.8	22.8
负债总额	2,238.0	3,020.1	3,006.6	3,408.9	3,608.2
少数股东权益	24.7	49.9	49.9	49.9	49.9
股本	360.0	400.0	400.0	400.0	400.0
留存收益	957.4	2,352.8	2,536.8	2,873.3	3,279.9
股东权益	1,342.1	2,802.7	2,986.7	3,323.2	3,729.8

现金流量表

	2016	2017	2018E	2019E	2020E
净利润	428.6	474.6	553.7	680.4	821.8
加:折旧和摊销	116.3	160.7	60.0	62.7	65.3
资产减值准备	8.7	14.5	-	-	-
公允价值变动损失	-	-	-	-	-
财务费用	13.1	18.6	42.1	21.3	22.6
投资损失	-	-7.0	-19.0	-6.5	-6.5
少数股东损益	-1.6	-0.4	-	-	-
营运资金的变动	-22.3	-733.7	-0.9	178.0	-3.9
经营活动产生现金流量	495.6	640.4	635.9	935.9	899.3
投资活动产生现金流量	-425.4	-1,429.6	88.9	-13.5	-13.5
融资活动产生现金流量	11.7	1,061.4	-524.0	-687.4	-489.7

业绩和估值指标

	2016	2017	2018E	2019E	2020E
EPS(元)	1.08	1.19	1.38	1.70	2.05
BVPS(元)	3.29	6.88	7.34	8.18	9.20
PE(X)	35.9	32.6	27.9	22.7	18.8
PB(X)	11.7	5.6	5.3	4.7	4.2
P/FCF	39.2	-62.7	40.2	32.0	21.6
P/S	2.5	2.1	1.8	1.5	1.3
EV/EBITDA	-	26.5	16.8	13.8	11.2
CAGR(%)	16.7%	20.1%	9.5%	16.7%	20.1%
PEG	2.2	1.6	3.0	1.4	0.9
ROIC/WACC	8.0	6.5	3.6	4.1	5.4
REP	-	1.9	2.4	2.2	1.6

资料来源: Wind 资讯, 安信证券研究中心预测

■ 公司评级体系

收益评级：

- 买入 — 未来 6-12 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上；
- 增持 — 未来 6-12 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%；
- 中性 — 未来 6-12 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 6-12 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%；
- 卖出 — 未来 6-12 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 6-12 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 6-12 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动；

■ 分析师声明

盛丽华、周新明声明，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

安信证券股份有限公司（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

本报告仅供安信证券股份有限公司（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“安信证券股份有限公司研究中心”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

安信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。

■ 销售联系人

上海联系人	朱贤	021-35082852	zhuxian@essence.com.cn
	孟硕丰	021-35082788	mengsf@essence.com.cn
	李栋	021-35082821	lidong1@essence.com.cn
	侯海霞	021-35082870	houhx@essence.com.cn
	林立	021-68766209	linli1@essence.com.cn
	潘艳	021-35082957	panyan@essence.com.cn
	刘恭懿	021-35082961	liugy@essence.com.cn
	孟昊琳	021-35082963	menghl@essence.com.cn
北京联系人	温鹏	010-83321350	wenpeng@essence.com.cn
	田星汉	010-83321362	tianxh@essence.com.cn
	姜东亚	010-83321351	jiangdy@essence.com.cn
	张莹	010-83321366	zhangying1@essence.com.cn
	李倩	010-83321355	liqian1@essence.com.cn
	姜雪	010-59113596	jiangxue1@essence.com.cn
	王帅	010-83321351	wangshuai1@essence.com.cn
深圳联系人	胡珍	0755-82558073	huzhen@essence.com.cn
	范洪群	0755-82558044	fanhq@essence.com.cn
	杨晔	0755-82558046	yangye@essence.com.cn
	巢莫雯	0755-82558183	chaomw@essence.com.cn
	王红彦	0755-82558361	wanghy8@essence.com.cn
	黎欢	0755-82558045	lihuan@essence.com.cn

安信证券研究中心

深圳市

地址：深圳市福田区深南大道 2008 号中国凤凰大厦 1 栋 7 层

邮编：518026

上海市

地址：上海市虹口区东大名路 638 号国投大厦 3 层

邮编：200080

北京市

地址：北京市西城区阜成门北大街 2 号楼国投金融大厦 15 层

邮编：100034