

## 门店扩张提速，费用影响利润

### ——大参林（603233）三季度跟踪

大参林(603233.SH)

**推荐** 维持评级

核心观点:

#### 1. 事件:

2018年前三季度公司实现营收62.99亿元，同比增长18.86%；实现归属上市公司股东净利润4.14亿元，同比增长12.90%；实现扣非归母净利润4.03亿元，同比增长8.66%。实现EPS 1.03元。其中，2018年第三季度，公司实现营收22.16亿元，同比增长23.24%；实现归母净利1.26亿元，同比增长6.54%；实现扣非归母净利1.25亿元，同比增长4.13%，实现EPS 0.32元。

#### 2. 我们的分析与判断

##### (一) 门店扩张提速，费用压力增大

公司门店保持稳步扩张，第三季度有所提速。截至2018年9月30日，公司拥有直营门店共3676家，2018年7月-9月30日共新增283家（其中自建219家，并购64家），闭店11家，净增门店272家。公司门店保持稳步扩张，相比于上半年净增449家的进度，公司第三季度门店扩张速度有所加快。

门店扩张加大费用压力，公司利润增长承压。公司第三季度收入增速23.24%，扣非归母净利润增速仅为4.13%，远不及收入增速。公司利润承压主要是因为费用压力增大。公司前三季度毛利率为41.70%，同比提高1.43pp；销售费用率为27.62%，同比提高2.4pp；尽管毛利率提高但仍不足以弥补销售费用率的提升给利润带来的压力。尽管公司管理费用率和财务费用率控同比变化不大，但是净利率6.50%仍比去年同期降低0.41pp。公司前三季度销售费用为17.40亿，同比增长30.16%，远快于收入增速。根据公司半年报中披露的明细，销售费用分类中包含职工薪酬、房租及物业费和长期资产摊销这三项和门店扩张密切相关的费用，因此门店加速扩张会导致销售费用压力加大，从而影响盈利能力。与此同时新建门店尚需一定时间才能完全释放利润，因此利润增长会滞后于门店扩张速度。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。

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

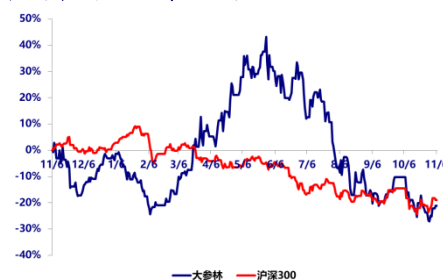
对本报告的编制提供信息。

市场数据

2018-11-5

A股收盘价(元)	41.66
A股一年内最高价(元)	77.12
A股一年内最低价(元)	37.00
沪深300	3262.84
市盈率-TTM	31.91
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)	26.73

相对沪深300表现图

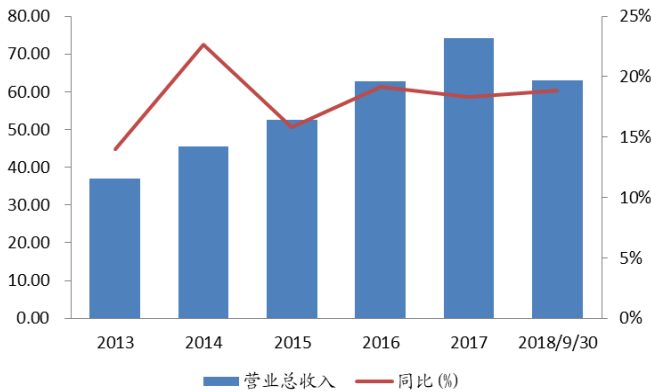


资料来源: 中国银河证券研究院

相关研究

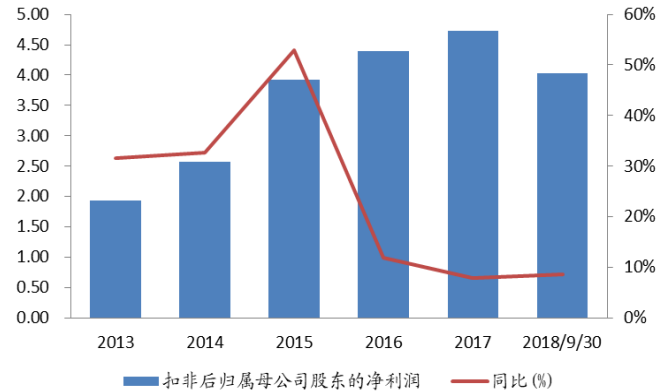
1. 2018-08-30 大参林半年报跟踪: 收入利润同步增长, 门店扩张提速

图 1: 公司近年来收入 (亿元) 及增速



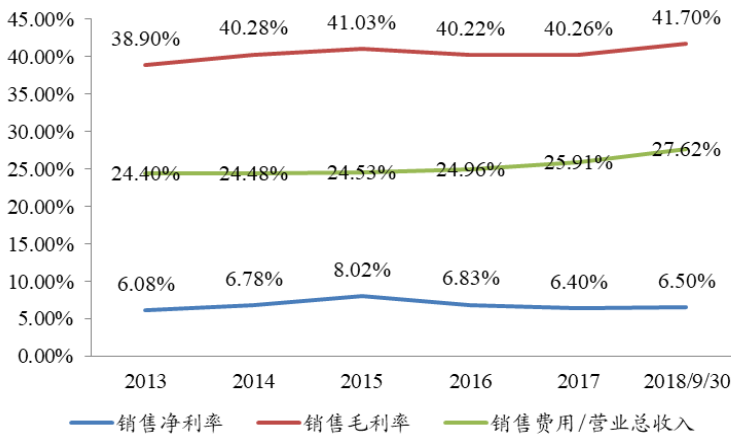
资料来源: 公司公告, 中国银河证券研究院

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) 华东门店扩张最快, 华中效益提升明显

公司继续深耕两广, 华东门店按比例扩张最快。报告期内, 公司坚持深耕两广, 272 个新增门店中有 208 个都在华南地区。虽然华南增加门店最多, 但是按照新增门店占原有门店比例计算, 华东地区扩张最快, 从截至 6 月 30 日的 158 家猛增到截至 9 月 30 日的 209 家。公司前三季度单店月均收入为 22.76 万元, 比上半年的 22.53 万元略有上升。

华中门店效益提升明显, 华东门店因扩张较快效益受到影响。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。华南地区因为公司经营比较成熟, 所以门店月均平效基本不变。华中地区公司已经具有一定的规模, 且本季度扩张较少, 现有门店业绩逐步释放带来了月均平效大幅提升, 从上半年的 1535.09 元/平方米上升到本季度末的 1750.28 元/平方米。华东地区则因为新增门店占现有门店比例较大, 新增门店影响了整体平均效益。华东地区公司门店月均平效下降明显, 从上半年的 1750.52 元/

平方米下降到本季度末的 1449.92 元/平方米。这种地区反差体现了快速扩张对门店效益的影响。

表 1. 公司前三季度和上半年门店概况对照

地区	截至 6.30 门店数 (家)	截至 9.30 门店数 (家)	上半年月均平效 (含税, 元/平方米)	前三季度月均平效 (含税, 元/平方米)
华南地区	2872	3080	2,731.38	2,733.27
华东地区	158	209	1,750.52	1,449.92
华中地区	374	387	1,535.09	1,750.28

资料来源: 公司公告, 中国银河证券研究院

### 3. 投资建议

公司三季度扩张略超预期, 我们看好公司积极扩张和未来利润逐步释放的前景。首先, 我们看好公司积极扩张的潜力。公司现有布局中华东尚有较大拓展空间, 并有向新省份扩张的潜力。其次, 我们看好未来公司业绩的逐步释放。虽然目前公司由于快速扩张导致费用压力增大, 但是随着新增门店业绩逐步释放, 未来业绩有望体现出现在扩张的成果。由于公司三季度扩张加快以及新增门店带来的费用压力超预期, 我们调整了盈利预测。预测 2018-2020 年归母净利润为 5.29/6.08/6.63 亿元, 此前为 6.10/7.23/7.77 亿元; 对应 EPS 为 1.32/1.52/1.66 元, 此前为 1.53/1.81/1.94 元; 对应 PE 为 31.47/27.43/25.15 倍。维持“推荐”评级。

### 4. 风险提示

快速扩张导致费用超预期的风险, 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	8759.25	10644.00	12960.50
营业收入增长率	15.85%	19.15%	18.29%	18.03%	21.52%	21.76%
净利润 (百万元)	395.43	430.19	473.73	529.45	607.60	662.65
净利润增长率	48.94%	8.79%	10.12%	11.76%	14.76%	9.06%
EPS (元)	0.989	1.075	1.184	1.324	1.519	1.657
P/E	42.14	38.74	35.18	31.47	27.43	25.15
P/B	16.32	12.65	6.05	5.17	4.43	3.83
EV/EBITDA	23.29	21.87	21.31	17.06	15.03	16.54

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	8759.25	10644.00	12960.50
减: 营业成本	3105.14	3750.58	4433.55	5109.27	6173.52	7517.09
营业税金及附加	40.48	46.22	53.68	63.36	76.99	93.74
营业费用	1291.60	1565.76	1923.06	2443.83	3086.76	3888.15
管理费用	248.93	296.13	346.40	382.78	447.05	544.34
财务费用	28.90	27.79	26.20	48.17	43.73	27.87
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	703.25	807.36	880.71
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	705.42	809.53	882.88
减: 所得税	131.95	148.86	158.71	176.35	202.38	220.72
净利润	422.26	428.61	473.38	529.06	607.15	662.16
减: 少数股东损益	26.83	-1.58	-0.35	-0.39	-0.45	-0.49
归属母公司股东净利润	395.43	430.19	473.73	529.45	607.60	662.65
资产负债表	2015A	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
货币资金	338.96	428.55	817.16	1751.85	2128.80	2592.10
应收和预付款项	232.21	357.21	487.30	506.31	700.19	768.88
存货	1010.04	1304.76	1716.59	1765.25	2441.84	2680.85
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	832.71	881.28	944.10

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	6380.13	7487.49	8307.92
短期借款	179.70	351.58	486.38	577.69	556.92	627.64
应付和预收款项	1187.78	1586.54	2217.41	2150.09	3089.76	3251.25
长期借款	80.64	28.80	0.00	350.89	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	3107.47	3675.48	3907.68
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	1855.81	2395.61	2984.33
归属母公司股东权益	1021.19	1317.40	2752.77	3223.15	3762.95	4351.67
少数股东权益	0.00	24.69	49.90	49.51	49.06	48.57
股东权益合计	1021.19	1342.08	2802.67	3272.66	3812.01	4400.23
负债和股东权益合计	2469.31	3337.80	5535.26	6380.13	7487.49	8307.92
<b>现金流量表</b>	<b>2015A</b>	<b>2016A</b>	<b>2017A</b>	<b>2018E</b>	<b>2019E</b>	<b>2020E</b>
经营性现金净流量	487.98	515.40	656.33	724.70	1016.77	682.71
投资性现金净流量	-205.47	-425.41	-1429.63	-140.90	-172.58	-204.25
筹资性现金净流量	-255.17	11.72	1061.43	350.89	-467.25	-15.16
现金流量净额	27.34	101.71	288.13	934.69	376.95	463.30

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