

业绩增长超预期，门店扩张稳健

——大参林（603233）年报跟踪

大参林(603233.SH)

推荐 维持评级

核心观点：

1. 事件：

公司发布2019年一季度报。2019年1-3月公司实现营收25.78亿元，同比增长26.77%；实现归属上市公司股东净利润1.84亿元，同比增长25.20%；实现扣非归母净利润1.77亿元，同比增长27.58%，实现EPS 0.46元。

公司1-3月经营活动产生的现金流量净额为2.50亿，同比增长4721.77%，主要系采购贷款跨年结算减少所致。

2. 我们的分析与判断

（一）业绩增长超预期，门店扩张稳健

公司收入增长超出预期，前期扩张门店业绩顺利释放。公司一季度收入增长26.77%，超出预期，我们认为公司一季度收入快速增长主要得益于去年开的次新店业绩释放。一方面，次新店处于快速成长期，收入增速较老店更快；另一方面，次新店开店营业时间比新增当年更长，直接增加了营业收入。公司去年新开门店较多，预计对今年业绩有较大贡献。

公司门店稳健扩张，销售费用率得到控制。截至2019年3月31日，公司共拥有门店4009家，其中：直营门店3996家，加盟店13家。报告期内，公司新增门店155家（新开门店104家，收购门店51家），闭店26家，净增门店129家。相比去年开店数量，公司一季度开店速度有所放缓。与此同时，公司开店相关费用压力得到缓解，公司一季度销售费用占收入比例25.20%，比去年同期下降0.62个百分点。

利润增长改善，盈利能力还有提升空间。公司一季度扣非归母净利润增速基本和收入增速保持同步，一改去年利润增速低于收入增速的局面，主要是因为一季度开店费用得到控制。公司一季度实现净利率7.09%，虽然低于去年一季度的7.16%，但显著高于去年2-4季度。我们认为，若公司全年门店均保持稳健扩张，公司全年盈利能力还有提升空间。

分析师

余宇

☎：010-83571335

✉：sheyu@chinastock.com.cn

执业证书编号：S0130519010003

特此鸣谢

刘晖

✉：liuhui_yj@chinastock.com.cn

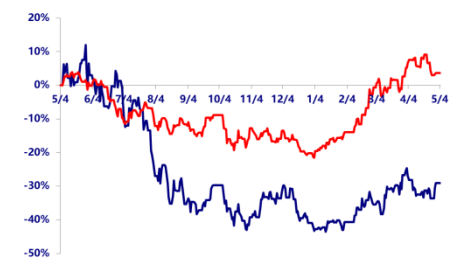
对本报告的编制提供信息。

市场数据

2019-4-30

A股收盘价(元)	47.90
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	3913.21
市盈率-TTM	33.69
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)	30.73

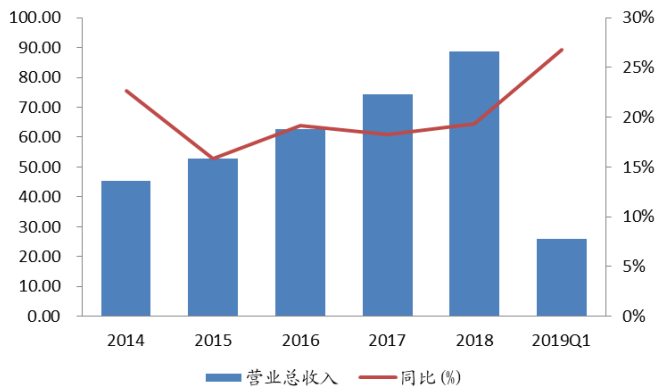
相对沪深300表现图



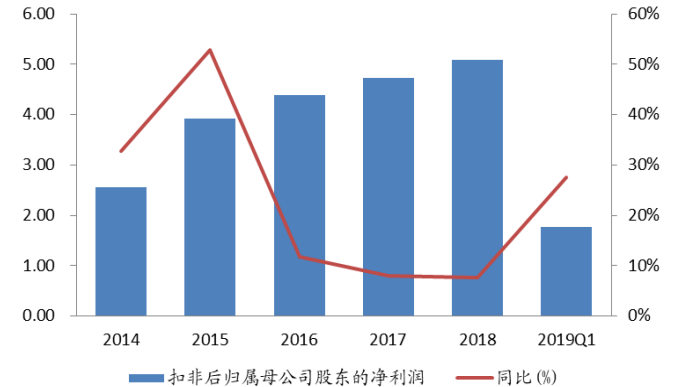
资料来源：中国银河证券研究院

相关研究

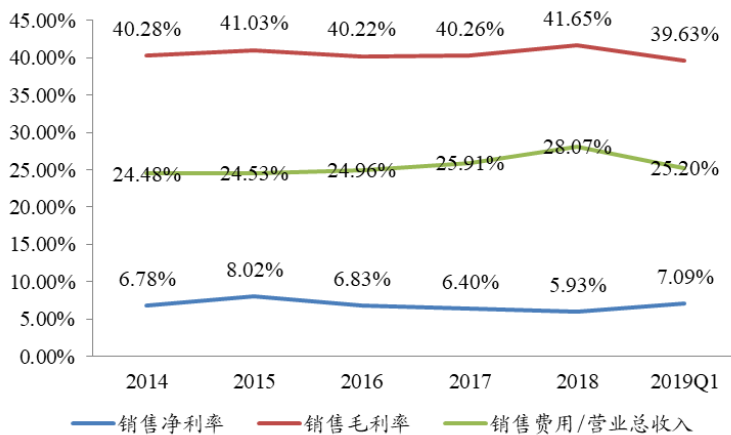
1. 2019-04-29 大参林年报跟踪：门店快速扩张，未来业绩有望释放
2. 2018-11-05 大参林三季报跟踪：门店扩张提速，费用影响利润
3. 2018-08-30 大参林半年报跟踪：收入利润同步增长，门店扩张提速

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、华中市场提升潜力较大

华南地区为成熟市场, 华东、华中成长潜力大。公司一季度新开门店共计 155 家, 其中华南新开门店 128 家, 华东新开门店 6 家, 华中新开门店 21 家。公司继续深耕华南市场, 同时兼顾华东、华中发展。目前公司华南地区拥有门店 3365 家, 华东地区拥有门店 223 家, 华中地区拥有门店 408 家。相比于华南地区, 华东、华中门店远未饱和, 成长潜力巨大。

华东、华中门店效率明显提升。公司华东、华中地区门店月均平效比去年有所提升, 尤其是华中地区提升较为明显。目前公司华中地区仅指河南省, 我们认为门店在此人口大省提升潜力较大。公司华南地区门店月均平效有所下降, 主要是因为市场比较成熟, 且公司新开门店对原有门店也有一定竞争挤压。我们认为华东、华中市场效率提升潜力较大, 且增长空间较大, 有望成为公司主要增长点。

表 1. 公司分区域经营情况

地区	2019Q1 期末门店数	2018 期末门店数	2019Q1 月均平效 (含税, 元/平方米)	2018 月均平效 (含税, 元/平方米)
华南地区	3365	3265	2,669.84	2,733.75
华东地区	223	221	1,792.95	1,662.07
华中地区	408	394	2,530.55	1,727.37

资料来源: 公司公告, 中国银河证券研究院

(三) 公司估值合理, 零售药店行业前景可期

截至 4 月 30 日, 公司市盈率 (TTM) 为 33.69, 在四家上市零售药房公司中, 高于一心堂 (29.19), 低于益丰药房 (48.91) 和老百姓 (35.86)。考虑到公司新增门店业绩顺利释放, 利润增长有望持续改善, 我们认为公司当前估值合理, 具有投资价值。

此外, 零售药房行业前景长期看好。一方面, 国内零售药店集中度依然偏低, 药房龙头有望借药店连锁化趋势提高市场占有率。截至 2017 年, 6 家全国性药店龙头企业零售市场占有率仅为 12.7%, 距国外水平还有较大差距。另一方面, “处方药外流” 有望给零售药店行业带来巨额增量。药品“零加成”和“医药分离”等政策有望引导处方药从医院终端流向零售药店, 集中带量采购未中标品种也亟需从零售药店开辟渠道。我们认为公司作为零售药房龙头之一, 未来成长前景广阔。

3. 投资建议

我们看好公司成长前景和新店利润释放的潜力。首先, 我们看好公司积极扩张的潜力。公司作为药房龙头之一, 区域集中度由进一步提升的潜力。其次, 我们看好未来公司业绩的逐步释放。目前公司次新店业绩释放顺利, 未来公司盈利水平有望改善。我们预测公司 2019-2021 年归母净利润为 6.12/7.05/7.47 亿元, 对应 EPS 为 1.53/1.76/1.87 元, 对应 PE 为 31.32 / 27.17 / 25.66 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)	6273.72	7421.20	8859.27	10802.67	12301.65	14000.11
营业收入增长率	19.15%	18.29%	19.38%	21.94%	13.88%	13.81%
净利润 (百万元)	430.19	473.73	525.65	611.75	705.15	746.79
净利润增长率	8.79%	10.12%	10.96%	16.38%	15.27%	5.90%
EPS (元)	1.075	1.184	1.314	1.529	1.763	1.867
P/E	44.54	40.45	36.45	31.32	27.17	25.66
P/B	14.54	6.96	6.31	5.49	4.78	4.20
EV/EBITDA	25.07	24.42	20.38	15.58	13.57	15.11

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	6273.72	7421.20	8859.27	10802.67	12301.65	14000.11
减: 营业成本	3750.58	4433.55	5169.80	6475.72	7558.52	8605.48
营业税金及附加	46.22	53.68	61.69	75.23	85.66	97.49
营业费用	1565.76	1923.06	2486.83	2883.49	3100.84	3607.98
管理费用	296.13	346.40	415.08	506.13	576.36	655.94
财务费用	27.79	26.20	32.01	44.20	39.24	37.30
资产减值损失	8.70	14.51	11.17	11.46	11.46	11.46
加: 投资收益	0.00	7.03	23.12	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	-0.50	0.00	0.00	0.00
营业利润	578.55	630.83	705.32	806.44	929.56	984.45
加: 其他非经营损益	-1.08	1.26	1.26	0.00	0.00	0.00
利润总额	577.47	632.09	706.58	806.44	929.56	984.45
减: 所得税	148.86	158.71	186.88	201.61	232.39	246.11
净利润	428.61	473.38	519.70	604.83	697.17	738.34
减: 少数股东损益	-1.58	-0.35	-5.95	-6.92	-7.98	-8.45
归属母公司股东净利润	430.19	473.73	525.65	611.75	705.15	746.79
资产负债表	2015A	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
货币资金	428.55	817.16	1002.45	1620.40	2398.86	2834.37
应收和预付款项	357.21	487.30	599.84	732.77	792.26	943.47
存货	1304.76	1716.59	1886.01	2626.63	2640.57	3356.21
其他流动资产	73.95	762.95	210.16	210.16	210.16	210.16
长期股权投资	0.00	4.41	5.17	5.17	5.17	5.17
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	625.16	801.56	983.18	855.51	757.34	752.08

无形资产和开发支出	192.90	275.92	821.68	779.23	736.78	694.33
其他非流动资产	355.27	669.38	678.84	457.18	235.52	235.52
资产总计	3337.80	5535.26	6187.33	7287.04	7776.64	9031.29
短期借款	351.58	486.38	326.02	258.69	0.00	0.00
应付和预收款项	1586.54	2217.41	2747.80	3492.81	3729.94	4443.24
长期借款	28.80	0.00	21.45	0.00	0.00	0.00
其他负债	28.80	28.80	5.36	5.36	5.36	5.36
负债合计	1995.72	2732.59	3100.63	3756.87	3735.30	4448.60
股本	360.00	400.01	400.01	400.01	400.01	400.01
资本公积	46.92	967.33	961.04	961.04	961.04	961.04
留存收益	910.47	1385.44	1677.06	2127.45	2646.60	3196.40
归属母公司股东权益	1317.40	2752.77	3038.11	3488.50	4007.65	4557.45
少数股东权益	24.69	49.90	48.59	41.67	33.70	25.25
股东权益合计	1342.08	2802.67	3086.70	3530.17	4041.34	4582.70
负债和股东权益合计	3337.80	5535.26	6187.33	7287.04	7776.64	9031.29
现金流量表	2015A	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
经营性现金净流量	515.40	656.33	897.24	921.82	1306.24	824.04
投资性现金净流量	-425.41	-1429.63	-317.40	-38.31	-76.62	-191.55
筹资性现金净流量	11.72	1061.43	-436.66	-265.56	-451.16	-196.98
现金流量净额	101.71	288.13	143.19	617.95	778.46	435.51

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。

余宇，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 号中洲大厦 20 层
上海浦东新区富城路 99 号震旦大厦 31 层
北京市西城区金融街 35 号国际企业大厦 C 座
公司网址：www.chinastock.com.cn

机构请致电：

深广地区：翠香兰	0755-83471963	cuixianglan@chinastock.com.cn
上海地区：何婷婷	021-20252612	hetingting@chinastock.com.cn
北京地区：耿尤繇	010-66568479	wangting@chinastock.com.cn