



门店自建持续扩张且并购逐步加强, 2018年后业绩有望提升

2019.04.22

唐爱金(分析师) 冯俊曦(研究助理)

电话: 020-88836115 020-88836115

邮箱: tangaij@gzgzhs.com.cn Fengjx@gzgzhs.com.cn

执业编号: A1310516100001

事件:

2019年4月22日, 公司发布2018年度业绩报告, 实现营收88.59亿元, 同比增长19.38%; 归母净利润5.32亿元, 同比增长11.93%; 扣非后归母净利润5.09亿元, 同比增长7.59%。

点评:

● 公司短期利润增速受制于新店扩张, 2018年净利润同比增长11.93%:

2018年公司实现营收88.59亿元, 同比增长19.38%; 归母净利润5.32亿元, 同比增长11.93%。其中, 归母净利润2019Q1-Q4同比增长分别为24.52%、6.62%、5.42%、6.73%, 利润增速自2018Q1之后开始下降, 我们认为主要是短期新店扩张提速所致。

● 公司新开门店扩张步伐加快, 导致三费占比提升2.20个百分点并成:

2018年公司整体毛利率约为41.65%, 同比提升1.39个百分点。其中, 中西成药、参茸、中药饮片、非药毛利率分别为35.83%、41.34%、31.12%、53.77%。三费营收占比33.13%, 同比提升2.20个百分点。其中, 销售费用率28.07%, 同比提升2.16个百分点, 主要是门店扩张加快所致(门店刚性支出职工薪酬和房租占比从2017的21.07%提升至2018的22.83%, 其中, 2018年职工薪酬和房租营收占比分别为15.73%和7.10%); 管理费用率4.70%, 同比提升0.03个百分点, 财务费用率0.36个百分点, 同比提升0.01个百分点, 管理费用和财务费用均保持稳定。

● 公司以自建方式重点在两广、河南等扩张, 2018年新开门店895家:

截止于2018年底, 公司拥有3880家门店, 业务覆盖广东、广西、河南、江西、福建、浙江等地区。2018年公司新开门店895家, 其中广东、广西、河南分别新增422家、243家、137家, 2018年扩张重点集中于两广与河南。预计广东、广西、河南分别实现营收约60亿元、6亿元、7亿元, 单店营收240万/年、88万/年、178万/年, 华南地区、华中地区毛利率分别40.36%和35.93%, 从单店产出和毛利空间等角度分析, 公司在两广和河南地区具备较强扩张复制能力。

● 上市后公司并购能力得到强化, 2018年跨省并购持续推进:

2018年公司在广东、江西、河南、陕西等地区并购14起项目, 以8233万元投资并购了146家门店, 2018年并购已增厚1000万利润, 我们认为: 公司上市后并购能力得到强化, 2018年以后外延并购将持续增厚公司业绩。

● 盈利预测与估值:

以公司现有业务情况, 我们测算公司19-21年EPS分别为1.66、2.00、2.39元, 对应28、23、19倍PE, 维持“强烈推荐”评级。

● 风险提示: 门店扩张低于预期; 国家政策变化风险; 市场竞争加剧。

主要财务指标	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入	8859.27	10977.80	13552.46	16640.21
同比(%)	19.38%	23.91%	23.45%	22.78%
归属母公司净利润	531.63	662.87	801.08	957.61
同比(%)	11.93%	24.69%	20.85%	19.54%
每股收益(元)	1.33	1.66	2.00	2.39
P/E	35.06	28.12	23.27	19.47
P/B	6.14	5.58	4.85	4.14
EV/EBITDA	1.90	16.20	13.49	11.03

强烈推荐(维持)

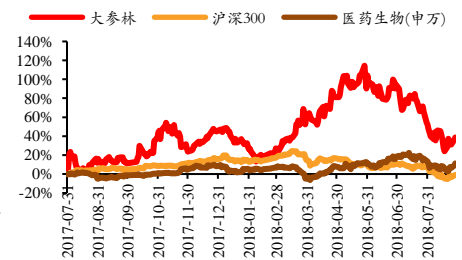
现价: 45.75

目标价: 58.00

股价空间: 27%

医药生物行业

行业指数走势



股价表现

涨跌(%)	1M	3M	6M
大参林	-16.38	-35.33	9.48
医药生物	-8.71	-11.06	-16.04
沪深300	-4.34	-0.88	4.10

基本资料

总市值(亿元)	188
总股本(亿股)	4.00
流通股比例	16%
资产负债率	50.34%
大股东	柯云峰
大股东持股比例	22.50%

相关报告

广证恒生-大参林(603233)-公告点评-并购江西优质资产会好康药房, 外延并购能力逐步显现-2018.8.25

广证恒生-零售药房专题报告-杜邦分析庖丁解牛, 鉴别零售药房核心竞争力与业绩驱动力-2018.06.26

广证恒生-大参林(603233)-业绩点评-聚焦两广, 全国扩张, 2018年实现业绩25%超预期增长-2018.4.26

广证恒生-零售药房专题系列报告一-鉴美国经验以研判国内零售药房行业整合趋势-2018.3.6

广证恒生-大参林(603233)-公司深度-稳健扩张的华南零售龙头, 多维度精细化运营造就出色盈利能力-2017.12.17



附录：公司财务预测表

单位：百万元

资产负债表					利润表				
会计年度	2018	2019E	2020E	2021E	会计年度	2018	2019E	2020E	2021E
流动资产	4025.16	4863.76	5503.23	6461.63	营业收入	8859.27	10977.80	13552.46	16640.21
现金	1329.01	1205.25	1267.13	1236.19	营业成本	5169.80	6479.56	8027.13	9884.95
应收账款	276.96	353.96	430.32	532.45	营业税金及附加	61.69	78.91	96.60	118.03
其它应收款	187.14	234.84	288.09	354.85	营业费用	2486.83	2964.01	3659.16	4492.86
预付账款	130.51	140.23	188.18	222.84	管理费用	415.08	514.98	634.44	779.74
存货	1886.01	2436.30	2973.29	3689.08	财务费用	32.01	43.91	54.21	66.56
其他	215.53	493.18	356.20	426.22	资产减值损失	11.17	16.84	21.46	24.29
非流动资产	2511.87	2508.04	2789.55	3005.95	公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00
长期投资	5.17	4.79	4.98	4.88	投资净收益	23.12	10.05	13.40	15.53
固定资产	841.41	1009.55	1161.01	1313.15	营业利润	718.30	889.64	1072.85	1289.30
无形资产	268.83	308.86	367.90	435.33	营业外收入	8.14	8.95	7.93	8.34
其他	1396.45	1184.84	1255.67	1252.59	营业外支出	6.88	8.47	6.93	7.43
资产总计	6537.02	7371.80	8292.77	9467.58	利润总额	719.56	890.12	1073.85	1290.21
流动负债	3414.11	3947.13	4373.15	4898.79	所得税	193.87	231.22	279.66	339.59
短期借款	326.02	967.67	1560.28	778.99	净利润	525.69	658.90	794.20	950.62
应付账款	0.00	658.55	407.92	753.49	少数股东损益	-5.95	-3.97	-6.88	-6.98
其他	3088.09	2320.91	2404.96	3366.32	归属母公司净利润	531.63	662.87	801.08	957.61
非流动负债	36.21	39.07	39.84	38.38	EBITDA	957.96	1141.15	1409.06	1654.10
长期借款	21.45	21.45	21.46	21.46	EPS (摊薄)	1.33	1.66	2.00	2.39
其他	14.76	17.62	18.38	16.92					
负债合计	3450.32	3986.21	4412.99	4937.18	主要财务比率				
少数股东权益	48.59	44.62	37.74	30.76	会计年度	2018	2019E	2020E	2021E
股本	400.01	400.01	400.01	400.01	成长能力				
资本公积	961.04	841.04	781.03	721.03	营业收入增长率	19.38%	23.91%	23.45%	22.78%
留存收益	1677.06	2099.93	2661.00	3378.60	营业利润增长率	13.42%	23.85%	20.59%	20.17%
归属母公司股东权益	3038.11	3340.98	3842.05	4499.65	归属于母公司净利润增长率	11.93%	24.69%	20.85%	19.54%
负债和股东权益	6537.02	7371.80	8292.77	9467.58	获利能力				
					毛利率	41.65%	40.98%	40.77%	40.60%
					净利率	5.93%	6.00%	5.86%	5.71%
					ROE	18.05%	20.48%	22.05%	22.77%
					ROIC	15.52%	15.52%	15.41%	18.62%
					偿债能力				
					资产负债率	52.78%	54.07%	53.21%	52.15%
					净负债比率	10.23%	25.24%	36.10%	16.50%
					流动比率	117.90%	123.22%	125.84%	131.90%
					速动比率	62.66%	61.50%	57.85%	56.60%
					营运能力				
					总资产周转率	143.36%	157.85%	173.03%	187.39%
					应收账款周转率	3384.49%	3479.96%	3456.02%	3456.72%
					应付账款周转率	1147.31%	1967.83%	1505.37%	1702.23%
					每股指标 (元)				
					每股收益 (最新摊薄)	132.91%	165.71%	200.27%	239.40%
					每股经营现金流 (最新摊薄)	218.40%	-54.38%	96.94%	391.61%
					每股净资产 (最新摊薄)	759.51%	835.22%	960.49%	1124.88%
					估值比率				
					P/E	35.06	28.12	23.27	19.47
					P/B	6.14	5.58	4.85	4.14
					EV/EBITDA	1.90	16.20	13.49	11.03

数据来源：港澳资讯、Wind、广证恒生



廣證恒生
GUANGZHENG HANG SENG

广证恒生：

地址：广州市天河区珠江西路5号广州国际金融中心4楼

电话：020-88836132, 020-88836133

邮编：510623

股票评级标准：

强烈推荐：6个月内相对强于市场表现15%以上；

谨慎推荐：6个月内相对强于市场表现5%—15%；

中性：6个月内相对市场表现在-5%—5%之间波动；

回避：6个月内相对弱于市场表现5%以上。

分析师承诺：

本报告作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰、准确地反映了作者的研究观点。在作者所知情的范围内，公司与所评价或推荐的证券不存在利害关系。

重要声明及风险提示：

我公司具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供广州广证恒生证券研究所有限公司的客户使用。

本报告中的信息均来源于已公开的资料，我公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，不保证该信息未经任何更新，也不保证我公司做出的任何建议不会发生任何变更。在任何情况下，报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或询价。在任何情况下，我公司不就本报告中的任何内容对任何投资做出任何形式的担保。我公司已根据法律法规要求与控股股东（广州证券股份有限公司）各部门及分支机构之间建立合理必要的信息隔离墙制度，有效隔离内幕信息和敏感信息。在此前提下，投资者阅读本报告时，我公司及其关联机构可能已经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，或者可能正在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。法律法规政策许可的情况下，我公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。我公司的关联机构或个人可能在本报告公开前已经通过其他渠道独立使用或了解其中的信息。本报告版权归广州广证恒生证券研究所有限公司所有。未获得广州广证恒生证券研究所有限公司事先书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“广州广证恒生证券研究所有限公司”，且不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。

市场有风险，投资需谨慎。