

2019年08月28日

# 大参林 (603233.SH)

## 公司快报

### 业绩增长超预期，处方药收入提升明显

事件：公司发布 2019 年半年报，公司 2019 年上半年实现营业收入 52.52 亿元，同比增长 28.65%；归母净利润 3.81 亿元，同比增长 32.21%；扣非后归母净利润 3.73 亿元，同比增长 33.93%；经营性现金流 5.75 亿元，同比增长 253.06%。

- 业绩增长超预期，增长势头延续：**公司 Q2 实现营收 26.74 亿元，同比增长 30.51%；实现归母净利润 1.97 亿元，同比增长 39.5%。Q2 公司业绩增长继续提速，主要因为：1) 公司扩张的新店纷纷进入利润贡献阶段，内生增长趋势良好；2) 省外区域快速增长，广东地区新增门店 164 家，收入增速 22.03%，广西新增门店 48 家，收入增速 48.61%；3) 处方外流进度超预期，DTP 业务快速布局。2019 年公司处方药收入占比 28.60%，同比增长 31.65%，超过公司整体营收增速，处方外流进度超预期；此外公司积极在广州率先试点远程审方系统，承接处方的能力将进一步提高。公司 19H1 筹建完成 35 家 DTP 药房，与业内领先的处方药厂家进行紧密合作，预计下半年处方药增长势头仍将延续。
- 门店持续扩张，下半年有望继续加速：**公司 2019H1 净增 273 家门店（Q1 净增加 129 家，Q2 净增加 144 家），继续深耕华南区域，其中广东新增门店 164 家，广西新增门店 48 家。分类型看，H1 自建门店 156 家（Q1 自建 104 家，Q2 新建 52 家），收购门店 118 家（Q1 收购 51 家，Q2 收购 67 家），关闭门店 40 家，关店率继续下降。预计下半年随着并购价格的下降及可转债资金的到位，门店数量有望进一步增加。2019 年公司新增加盟业务，2019H1 累计开设加盟店 39 家（Q1 开设 13 家，Q2 开设 26 家），加速布局，进一步以较少成本拓展市场，提升公司品牌影响力。
- 毛利率有所下降，费用率控制良好：**2019H1 公司毛利率为 40%，同比下降 1.67 pp，主要由于处方药销售占比提升所致。公司费用率控制良好，2019H1 公司销售费率 25.38%，同比下降 1.72pp，主要因为公司去年已增配执业药师所致；管理费用率 4.06%，同比下降 0.31pp；财务费用率 0.28%，同比下降 0.08pp。经营性现金流 5.75 亿元，同比增长 253.06%，主要因为销售增长带来现金流入增加，库存优化降低采购开支等所致。2019H1 公司存货周转率 1.63，同比提升 0.27，主要因为高周转处方药销售占比的提升及存货管理能力提升所致。应付账款周转率 3.02，同比提升 0.43，对上游供应商话语权进一步加大，经营效率明显提升。
- 投资建议：**我们预测公司 2019 年至 2021 年净利润分别为 7.04 亿元、8.87 亿元、10.52 亿元，增速分别为 32.4%、26.0%、18.6%，对应公司 2019-2021 年的 EPS 分别为 1.35、1.71、2.02 元，给予增持-A 建议。
- 风险提示：**行业政策风险，新开门店速度及并购整合不达预期

医药 | 医药流通 III

投资评级

**增持-A(维持)**

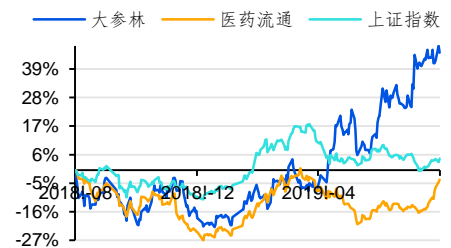
股价(2019-08-27)

54.05 元

#### 交易数据

总市值(百万元)	28,106.70
流通市值(百万元)	4,507.58
总股本(百万股)	520.01
流通股本(百万股)	83.40
12个月价格区间	37.00/62.20 元

#### 一年股价表现



资料来源：贝格数据

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	14.3	25.31	49.06
绝对收益	12.86	25.65	53.43

分析师

周新明

 SAC 执业证书编号：S0910519070001  
 zhouxinming@huajinsec.cn  
 021-20377037

分析师

王睿

 SAC 执业证书编号：S0910519080003  
 wangrui@huajinsec.cn  
 021-20377036

#### 相关报告

大参林：自建门店速度加快，期间费用拖累净利水平 2018-08-29

## 财务数据与估值

会计年度	2017	2018	2019E	2020E	2021E
主营收入(百万元)	7,421.2	8,859.3	11,364.1	14,162.7	17,180.9
同比增长(%)	18.3%	19.4%	28.3%	24.6%	21.3%
营业利润(百万元)	633.3	718.3	945.6	1,191.8	1,416.9
同比增长(%)	9.5%	13.4%	31.6%	26.0%	18.9%
净利润(百万元)	475.0	531.6	704.0	887.3	1,052.4
同比增长(%)	10.4%	11.9%	32.4%	26.0%	18.6%
每股收益(元)	0.91	1.02	1.35	1.71	2.02
PE	59.2	52.9	39.9	31.7	26.7
PB	10.2	9.3	7.8	6.8	5.9

数据来源：贝格数据华金证券研究所

## 财务报表预测和估值数据汇总

利润表						财务指标					
(百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E	(百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
<b>营业收入</b>	7,421.2	8,859.3	11,364.1	14,162.7	17,180.9	<b>年增长率</b>					
减:营业成本	4,433.5	5,169.8	6,817.9	8,527.2	10,440.2	营业收入增长率	18.3%	19.4%	28.3%	24.6%	21.3%
营业税费	53.7	61.7	81.7	101.0	121.9	营业利润增长率	9.5%	13.4%	31.6%	26.0%	18.9%
销售费用	1,923.1	2,486.8	2,990.3	3,703.5	4,449.9	净利润增长率	10.4%	11.9%	32.4%	26.0%	18.6%
管理费用	346.4	415.1	533.1	663.0	790.3	EBITDA 增长率	11.1%	16.3%	23.1%	21.8%	16.7%
财务费用	26.2	32.0	-5.9	-22.8	-34.4	EBIT 增长率	8.4%	12.3%	27.4%	24.4%	18.3%
资产减值损失	14.5	11.2	11.5	12.4	11.7	NOPLAT 增长率	9.6%	11.1%	26.9%	24.3%	17.8%
加:公允价值变动收益	-	-	-	-	-	投资资本增长率	114.5%	-10.4%	43.0%	-33.9%	20.1%
投资和汇兑收益	7.0	23.1	10.1	13.4	15.5	净资产增长率	108.8%	10.1%	17.9%	14.2%	15.2%
<b>营业利润</b>	633.3	718.3	945.6	1,191.8	1,416.9	<b>盈利能力</b>					
加:营业外净收支	1.3	1.3	0.5	1.0	0.9	毛利率	40.3%	41.6%	40.0%	39.8%	39.2%
<b>利润总额</b>	634.6	719.6	946.1	1,192.8	1,417.8	营业利润率	8.5%	8.1%	8.3%	8.4%	8.2%
减:所得税	160.0	193.9	245.8	310.6	373.2	净利润率	6.4%	6.0%	6.2%	6.3%	6.1%
<b>净利润</b>	475.0	531.6	704.0	887.3	1,052.4	EBITDA/营业收入	9.9%	9.6%	9.3%	9.0%	8.7%
						EBIT/营业收入	8.9%	8.3%	8.3%	8.3%	8.0%
<b>资产负债表</b>						<b>偿债能力</b>					
	2017	2018	2019E	2020E	2021E	资产负债率	51.9%	52.8%	49.3%	53.1%	52.7%
货币资金	1,081.5	1,329.0	1,126.6	2,405.2	2,920.9	负债权益比	107.8%	111.8%	97.3%	113.1%	111.5%
交易性金融资产	-	-	-	-	-	流动比率	1.35	1.18	1.41	1.46	1.57
应收帐款	407.3	277.0	707.8	531.0	908.6	速动比率	0.78	0.63	0.65	0.78	0.83
应收票据	-	5.4	1.1	2.7	3.5	利息保障倍数	25.08	23.05	-160.15	-51.26	-40.20
预付帐款	80.0	130.5	57.2	209.5	136.8	<b>营运能力</b>					
存货	1,716.6	1,886.0	2,649.0	3,159.4	3,951.1	固定资产周转天数	26	32	25	18	13
其他流动资产	769.5	397.3	413.6	526.8	445.9	流动营业资本周转天数	10	2	-1	1	-1
可供出售金融资产	89.9	138.7	95.7	108.1	114.2	流动资产周转天数	157	164	142	150	159
持有至到期投资	-	-	-	-	-	应收帐款周转天数	18	14	16	16	15
长期股权投资	4.4	5.2	5.2	5.2	5.2	存货周转天数	73	73	72	74	74
投资性房地产	-	-	-	-	-	总资产周转天数	228	251	217	204	199
固定资产	710.3	841.4	743.9	646.3	548.8	投资资本周转天数	55	60	53	42	30
在建工程	91.2	141.8	141.8	141.8	141.8	<b>费用率</b>					
无形资产	114.1	268.8	254.1	239.3	224.5	销售费用率	25.9%	28.1%	26.3%	26.2%	25.9%
其他非流动资产	757.9	1,116.0	984.7	883.3	725.1	管理费用率	4.7%	4.7%	4.7%	4.7%	4.6%
<b>资产总额</b>	5,822.8	6,537.0	7,180.6	8,858.4	10,126.2	财务费用率	0.4%	0.4%	-0.1%	-0.2%	-0.2%
短期债务	486.4	326.0	-	-	-	三费/营业收入	30.9%	33.1%	31.0%	30.7%	30.3%
应付帐款	991.3	884.5	1,751.6	1,547.9	2,406.9	<b>投资回报率</b>					
应付票据	1,215.7	1,665.1	1,406.6	2,716.7	2,473.3	ROE	17.3%	17.5%	19.6%	21.6%	22.1%
其他流动负债	303.9	538.5	365.1	418.4	440.6	ROA	8.2%	8.0%	9.8%	10.0%	10.3%
长期借款	-	21.4	-	-	-	ROIC	68.3%	35.4%	50.0%	43.5%	77.6%
其他非流动负债	22.8	14.8	17.6	18.4	16.9	<b>分红指标</b>					
<b>负债总额</b>	3,020.1	3,450.3	3,541.0	4,701.4	5,337.7	DPS(元)	0.46	0.46	0.43	0.73	0.81
少数股东权益	49.9	48.6	45.1	40.1	32.5	分红比率	50.5%	45.1%	31.9%	42.5%	39.9%
股本	400.0	400.0	520.0	520.0	520.0	股息收益率	0.9%	0.9%	0.8%	1.3%	1.5%
留存收益	2,352.8	2,638.1	3,074.5	3,596.9	4,236.0						
<b>股东权益</b>	2,802.7	3,086.7	3,639.6	4,157.0	4,788.5						
						<b>业绩和估值指标</b>					
<b>现金流量表</b>							2017	2018	2019E	2020E	2021E
净利润	474.6	525.7	704.0	887.3	1,052.4	EPS(元)	0.91	1.02	1.35	1.71	2.02
加:折旧和摊销	160.7	237.7	112.3	112.3	112.3	BVPS(元)	5.29	5.84	6.91	7.92	9.15
资产减值准备	14.5	11.2	-	-	-	PE(X)	59.2	52.9	39.9	31.7	26.7
公允价值变动损失	-	-	-	-	-	PB(X)	10.2	9.3	7.8	6.8	5.9
财务费用	18.6	24.0	-5.9	-22.8	-34.4	P/FCF	-113.9	53.1	-125.0	18.0	35.8
投资损失	-7.0	-23.1	-10.1	-13.4	-15.5	P/S	3.8	3.2	2.5	2.0	1.6
少数股东损益	-0.4	-5.9	-3.7	-5.1	-7.8	EV/EBITDA	27.8	23.4	25.2	19.7	16.7
营运资金的变动	-733.7	948.2	-578.0	663.3	-218.4	CAGR(%)	23.0%	25.7%	17.8%	23.0%	25.7%
<b>经营活动产生现金流量</b>	-72.6	1,717.7	218.7	1,621.6	888.6	PEG					
<b>投资活动产生现金流量</b>	640.4	873.6	218.7	1,621.6	888.6	ROIC/WACC	2.6	2.1	2.2	1.4	1.0
<b>融资活动产生现金流量</b>	-1,429.6	-317.4	52.3	1.5	9.4						

资料来源: 贝格数据华金证券研究所

## 公司评级体系

### 收益评级：

买入—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上；

增持—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%；

中性—未来 6 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 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%；

卖出—未来 6 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 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 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动；

## 分析师声明

周新明、王睿声明，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

华金证券股份有限公司（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：

本报告仅供华金证券股份有限公司（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、篡改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“华金证券股份有限公司研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

华金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。

### 风险提示：

报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。投资者对其投资行为负完全责任，我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

华金证券股份有限公司

地址：上海市浦东新区锦康路 258 号（陆家嘴世纪金融广场）13 层

电话：021-20655588

网址：[www.huajinsec.com](http://www.huajinsec.com)