

## 中报符合预期, 二季度提速明显

### 投资要点

- **业绩总结:** 公司2019年上半年实现营业收入52.5亿元, 同比增长28.7%; 实现归母净利润3.8亿元, 同比增长32.2%; 实现扣非净利润为3.7亿元, 同比增长33.9%。
- **二季度提速明显, 省内外同步发展。** 1) 从单季度来看: 2019Q1/Q2 公司收入同比增速为26.8%/30.5%, 扣非归母净利润同比增速分别为27.6%/40.3%, 单Q2提速明显, 主要系过往开设门店步入盈利阶段; 2) 从销售区域来看: 2019H1, 华南地区门店数目达到3441家, 数量占比83.6%; 华中、华东、华北地区门店数分别为413家、220家、40家; 广东地区收入增长22%, 广西地区收入增长48.6%; 3) 从经营指标看: 2019H1, 华南地区有效月均平效为2768.7元/平方米, 华北地区有效月均平效为2723.5元/平方米; 公司会员人数达到3524万人, 销售占比达81.8%; 医保资质门店占到公司直营药店总数的76.6%。
- **门店开拓稳步增长, 加盟业务有益补充。** 1) 门店开拓稳步增长: 截至2019H1, 公司拥有门店共计4153家, 报告期内净增加门店273家(其中Q1/Q2分别净增129家/144家), 其中自建门店156家、收购门店118家、关店40家; 2) 加盟业务有益补充: 报告期内, 公司积极探索加盟的模式, 在原来的严格管理体系下, 一边开展业务, 一边优化商业模式与管控体系, 共开设加盟店39家。
- **期间费用控制良好, 毛利率略有下滑。** 1) 期间费用方面: 三项费用率合计约29.7%, 下降2.1pp, 其中销售费用率为25.4%, 下降1.7pp; 管理费用率为4.1%, 下降0.3pp; 财务费用率为0.3%, 略降0.1pp; 2) 毛利率方面: 2019H1毛利率为40%, 同比下降1.7pp, 主要系报告期内处方药销售同比增长31.7%, 部分拉低产品毛利率; 3) 现金流方面: 2019H1, 公司经营现金流净额为5.8亿元, 同比增长253.1%, 主要系经营利润增长、库存优化、采购开支控制所致。
- **坚持稳健外延发展, 积极参与处方外流。** 1) 坚持稳健外延发展: 公司根据“深耕华南, 布局全国”的外延发展战略, 通过自建加并购双管齐下的方式, 在已有的广东、广西、河南、福建、江西、河北等省份加快门店网络的布局; 2) 积极参与处方外流: 公司筹建完成了35家DTP专业药房, 并且建立了一套完整的DTP专业药房管理体系和一支专业的DTP管理团队, 并参与推动重点城市的处方共享平台建设, 目前已经在广西、广东、河南省份, 进行了多家处方共享平台试点, 短期试行卓有成绩, 为企业发展带来极大增量。
- **盈利预测与评级。** 预计公司2019-2021年归母净利润分别为6.7亿元、8.5亿元、10.6亿元(鉴于Q2增长速度提升明显, 上调盈利预测, 原预测为6.6/8.2/10.1亿元), 对应当前282亿元市值, PE分别为42倍、33倍、26倍, 药品零售行业在处方外流、消费升级背景下景气度上升, 公司作为连锁药店龙头企业深耕华南、布局全国, 正处于业绩提速期, 维持“增持”评级。
- **风险提示:** 新开店速度或低于预期, 新店盈利进度或低于预期。

指标/年度	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	8859.27	11053.27	13620.13	16448.90
增长率	19.38%	24.76%	23.22%	20.77%
归属母公司净利润(百万元)	531.63	670.81	854.07	1063.34
增长率	11.93%	26.18%	27.32%	24.50%
每股收益EPS(元)	1.02	1.29	1.64	2.04
净资产收益率ROE	17.03%	19.05%	21.18%	22.82%
PE	53	42	33	26
PB	9.11	8.07	7.05	6.10

数据来源: Wind, 西南证券

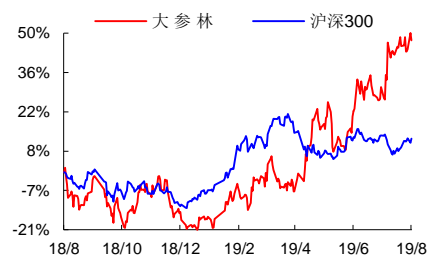
### 西南证券研究发展中心

分析师: 朱国广  
执业证号: S1250513110001  
电话: 021-58351962  
邮箱: zhugg@swsc.com.cn

分析师: 陈铁林  
执业证号: S1250516100001  
电话: 023-67909731  
邮箱: ctl@swsc.com.cn

联系人: 张林飞  
电话: 023-67909731  
邮箱: zlf@swsc.com.cn

### 相对指数表现



数据来源: 聚源数据

### 基础数据

总股本(亿股)	5.20
流通A股(亿股)	0.83
52周内股价区间(元)	38.15-59.12
总市值(亿元)	281.07
总资产(亿元)	76.98
每股净资产(元)	6.10

### 相关研究

1. 大参林(603233): Q1业绩增长超预期, 盈利能力逐步提升 (2019-04-30)

**附表：财务预测与估值**

利润表 (百万元)					现金流量表 (百万元)				
	2018A	2019E	2020E	2021E		2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入	8859.27	11053.27	13620.13	16448.90	净利润	525.69	663.31	844.52	1051.45
营业成本	5169.80	6416.60	7885.55	9497.63	折旧与摊销	237.73	135.41	135.41	135.41
营业税金及附加	61.69	76.97	94.85	114.54	财务费用	32.01	44.11	47.65	51.94
销售费用	2486.83	3094.91	3813.64	4605.69	资产减值损失	11.17	13.94	17.17	20.74
管理费用	415.08	519.50	626.53	740.20	经营营运资本变动	784.15	-50.11	130.36	94.75
财务费用	32.01	44.11	47.65	51.94	其他	-717.11	-34.42	-37.07	-40.71
资产减值损失	11.17	13.94	17.17	20.74	<b>经营活动现金流净额</b>	<b>873.64</b>	<b>772.24</b>	<b>1138.04</b>	<b>1313.57</b>
投资收益	23.12	20.00	20.00	20.00	资本支出	-625.86	0.00	0.00	0.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	其他	308.47	20.00	20.00	20.00
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	<b>投资活动现金流净额</b>	<b>-317.40</b>	<b>20.00</b>	<b>20.00</b>	<b>20.00</b>
<b>营业利润</b>	<b>718.30</b>	<b>907.22</b>	<b>1154.75</b>	<b>1438.16</b>	短期借款	-160.36	-26.02	0.00	0.00
其他非经营损益	1.26	0.71	1.22	1.06	长期借款	21.45	0.00	0.00	0.00
<b>利润总额</b>	<b>719.56</b>	<b>907.93</b>	<b>1155.97</b>	<b>1439.21</b>	股权融资	-6.29	0.00	0.00	0.00
所得税	193.87	244.62	311.45	387.76	支付股利	-240.01	-268.64	-338.97	-431.58
净利润	525.69	663.31	844.52	1051.45	其他	-51.45	-49.48	-47.65	-51.94
少数股东损益	-5.95	-7.50	-9.55	-11.89	<b>筹资活动现金流净额</b>	<b>-436.66</b>	<b>-344.14</b>	<b>-386.62</b>	<b>-483.52</b>
归属母公司股东净利润	531.63	670.81	854.07	1063.34	<b>现金流量净额</b>	<b>119.58</b>	<b>448.10</b>	<b>771.42</b>	<b>850.05</b>
资产负债表 (百万元)					财务分析指标				
	2018A	2019E	2020E	2021E		2018A	2019E	2020E	2021E
货币资金	1329.01	1777.11	2548.53	3398.58	<b>成长能力</b>				
应收和预付款项	599.84	740.00	918.54	1103.70	销售收入增长率	19.38%	24.76%	23.22%	20.77%
存货	1886.01	2342.25	2879.10	3468.34	营业利润增长率	13.42%	26.30%	27.28%	24.54%
其他流动资产	210.29	262.37	323.30	390.45	净利润增长率	10.76%	26.18%	27.32%	24.50%
长期股权投资	5.17	5.17	5.17	5.17	EBITDA 增长率	20.47%	9.99%	23.10%	21.51%
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	<b>获利能力</b>				
固定资产和在建工程	983.18	898.10	813.02	727.93	毛利率	41.65%	41.95%	42.10%	42.26%
无形资产和开发支出	821.68	815.68	809.69	803.70	三费率	33.12%	33.10%	32.95%	32.82%
其他非流动资产	701.84	657.51	613.18	568.84	净利率	5.93%	6.00%	6.20%	6.39%
<b>资产总计</b>	<b>6537.02</b>	<b>7498.18</b>	<b>8910.52</b>	<b>10466.71</b>	ROE	17.03%	19.05%	21.18%	22.82%
短期借款	326.02	300.00	300.00	300.00	ROA	8.04%	8.85%	9.48%	10.05%
应付和预收款项	2900.40	3454.30	4309.29	5188.75	ROIC	20.41%	24.63%	29.99%	36.34%
长期借款	21.45	21.45	21.45	21.45	EBITDA/销售收入	11.15%	9.83%	9.82%	9.88%
其他负债	202.45	241.07	292.88	349.73	<b>营运能力</b>				
<b>负债合计</b>	<b>3450.32</b>	<b>4016.82</b>	<b>4923.61</b>	<b>5859.93</b>	总资产周转率	1.43	1.58	1.66	1.70
股本	400.01	520.01	520.01	520.01	固定资产周转率	11.42	13.84	19.08	26.16
资本公积	961.04	841.04	841.04	841.04	应收账款周转率	33.84	34.93	34.37	34.18
留存收益	1677.06	2079.23	2594.33	3226.09	存货周转率	2.86	3.03	3.02	2.99
归属母公司股东权益	3038.11	3440.28	3955.38	4587.14	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	114.93%	—	—	—
少数股东权益	48.59	41.09	31.54	19.64	<b>资本结构</b>				
<b>股东权益合计</b>	<b>3086.70</b>	<b>3481.37</b>	<b>3986.91</b>	<b>4606.79</b>	资产负债率	52.78%	53.57%	55.26%	55.99%
负债和股东权益合计	6537.02	7498.18	8910.52	10466.71	带息债务/总负债	10.07%	8.00%	6.53%	5.49%
					流动比率	1.18	1.29	1.36	1.44
					速动比率	0.63	0.70	0.78	0.84
					股利支付率	45.14%	40.05%	39.69%	40.59%
					<b>每股指标</b>				
					每股收益	1.02	1.29	1.64	2.04
					每股净资产	5.94	6.69	7.67	8.86
					每股经营现金	1.68	1.49	2.19	2.53
					每股股利	0.46	0.52	0.65	0.83
业绩和估值指标									
	2018A	2019E	2020E	2021E					
EBITDA	988.04	1086.75	1337.80	1625.50					
PE	52.87	41.90	32.91	26.43					
PB	9.11	8.07	7.05	6.10					
PS	3.17	2.54	2.06	1.71					
EV/EBITDA	20.63	24.29	19.15	15.24					
股息率	0.85%	0.96%	1.21%	1.54%					

数据来源: Wind, 西南证券

## 分析师承诺

本报告署名分析师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，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，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获取任何形式的补偿。

## 投资评级说明

公司评级	买入：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 20%以上
	增持：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 10%与 20%之间
	中性：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-10%与 10%之间
	回避：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-10%以下
行业评级	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上
	跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间
	弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数-5%以下

## 重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司客户中的专业投资者使用，若您并非本公司客户中的专业投资者，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可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。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告及附录版权为西南证券所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告及附录进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告及附录的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

## 西南证券研究发展中心

### 上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路 166 号中国保险大厦 20 楼

邮编：200120

### 北京

地址：北京市西城区南礼士路 66 号建威大厦 1501-1502

邮编：100045

### 重庆

地址：重庆市江北区桥北苑 8 号西南证券大厦 3 楼

邮编：400023

### 深圳

地址：深圳市福田区深南大道 6023 号创建大厦 4 楼

邮编：518040

## 西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	黄丽娟	地区销售副总监	021-68411030	15900516330	hlj@swsc.com.cn
	张方毅	高级销售经理	021-68413959	15821376156	zfyi@swsc.com.cn
	王慧芳	高级销售经理	021-68415861	17321300873	whf@swsc.com.cn
	涂诗佳	销售经理	021-68415296	18221919508	tsj@swsc.com.cn
	杨博睿	销售经理	021-68415861	13166156063	ybz@swsc.com.cn
	吴菲阳	销售经理	021-68415020	16621045018	wfy@swsc.com.cn
	金悦	销售经理	021-68415380	15213310661	jyue@swsc.com.cn
北京	张岚	高级销售经理	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	路剑	高级销售经理	010-57758566	18500869149	lujian@swsc.com.cn
广深	王湘杰	销售经理	0755-26671517	13480920685	wxj@swsc.com.cn
	余燕伶	销售经理	0755-26820395	13510223581	yyi@swsc.com.cn
	陈霄（广州）	销售经理	15521010968	15521010968	chenxiao@swsc.com.cn