

大参林 (603233) 2019年中报点评

H1较快增长 H2将加快步伐

2019年08月30日

【投资要点】

- ◆ **营业规模和利润加快增长。**2019H1, 公司实现营业收入 52.52 亿元, 同比增长 28.65%; 归母公司净利润 3.81 亿元, 同比增长 32.21%。主要原因老店的内生增长及新增门店的业绩贡献。按可比店来看, 公司同店增长 8%-9%, 其中客流量贡献 4 个多点, 客单价贡献 4-5 个点, 主要得益于会员营销策略、处方外流、大湾区人口的增加, 以及公司品牌效应与区域影响力的不断提高。
- ◆ **下半年将加快步伐。**2019H1, 公司共发生 2 起同行业的并购投资业务, 涉及门店数为 84 家; 签订资产收购协议 3 起, 已完成全部交割手续; 配合“大健康”业态发展多元化经营投资 1 起。报告期内, 公司在广东、广西、河南、河北、江西、福建、浙江等 7 个省份拥有门店 4153 家 (含 39 家加盟店), 新增门店 313 家。其中净增门店 273 家, 自建门店 156 家, 收购门店 117 家, 关店 40 家。其中医保定点门店 3151 家, 占总门店数 76.6%。由于春节后门店抽查等因素, Q2 门店增长不达预期, 但是公司近年年均新增千家门店的计划不变, 下半年将加快步伐。
- ◆ **会员营销策略见成效。**2019H1, 公司的会员人数达到 3524 万, 会员销售占比超过 81.8%。公司对会员进行精细化管理, 并加大对会员活动的精准投入, 极大提升了会员尤其是成熟会员的满意度。
- ◆ **积极参与政策指导下的处方外流布局。**随着医改的深入, 医药分家趋势明显, 处方外流大背景下药店在处方分流、自费药品经营、慢病管理等方面的功能日益突出。在政策环境推动下, 报告期内公司处方药收入占比 28.60%, 同比增长 31.65%, 同时 O2O、DTP 等新业务快速增长。报告期内, 公司成立加盟事业部, 新增加盟业务, 累计开设加盟店 39 家; 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。
- ◆ **公司盈利水平有所提升。**公司已完成了漯河、玉林两个现代物流配送中心的筹建与投入使用, 逐渐发挥出全国业务归集与成本降低效果。随着各区域的门店规模扩大, 管理成本进一步分摊, 品牌与规模效应同步发酵, 公司在商品采购、销售合作方面的议价能力获得提升, 从而促进公司盈利水平的提升。2019H1, 公司销售费用率为 25.38% (VS 去年同期为 27.11%, 下同), 管理费用率为 4.05% (VS 4.37%), 财务费用率 0.28% (VS 0.36%)。毛利率为 40% (VS 41.68%), 净利率 7.22% (VS 6.98%)。2019H1 月均平效为 2625.17 元/平方米, 2018 年为 2552 元/平方米, 有所回升。



挖掘价值 投资成长

买入 (维持)

东方财富证券研究所

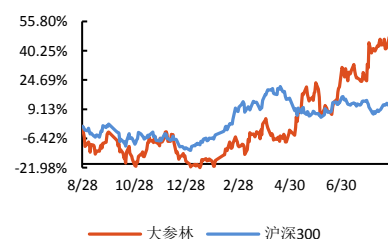
证券分析师: 何玮

证书编号: S1160517110001

联系人: 马建华

电话: 021-23586480

相对指数表现



基本数据

总市值 (百万元)	30155.55
流通市值 (百万元)	4836.16
52 周最高/最低 (元)	62.20/37.00
52 周最高/最低 (PE)	50.29/29.22
52 周最高/最低 (PB)	9.41/5.02
52 周涨幅 (%)	55.81
52 周换手率 (%)	426.03

相关研究

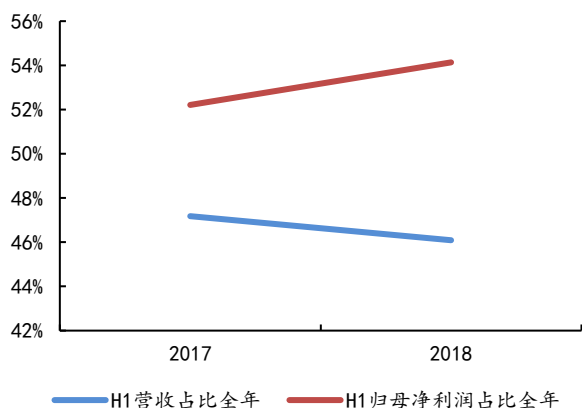
《业绩逐渐兑现 龙头地位显现》	2019.06.26
《门店经营稳中向好 营收利润同步增长》	2019.04.30
《业绩稳定增长 正式发展加盟业务》	2019.04.25
《保持较快开店速度 业绩呈现稳定上升》	2019.03.08
《稳定优势, 强势扩张》	2017.12.15

图表 1: 公司业绩增长提速 (亿元, %)



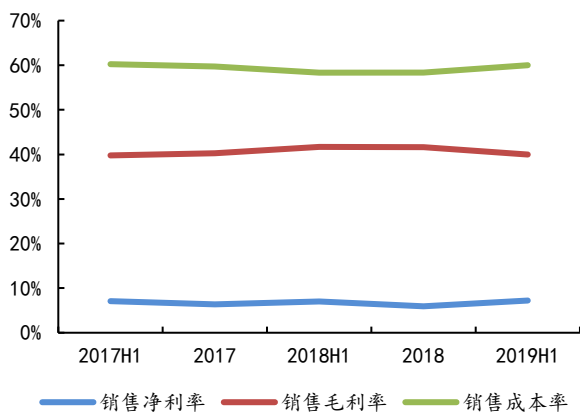
资料来源: Choice, 东方财富证券研究所

图表 2: 公司 H1 收入占比全年 46% 左右 (%)



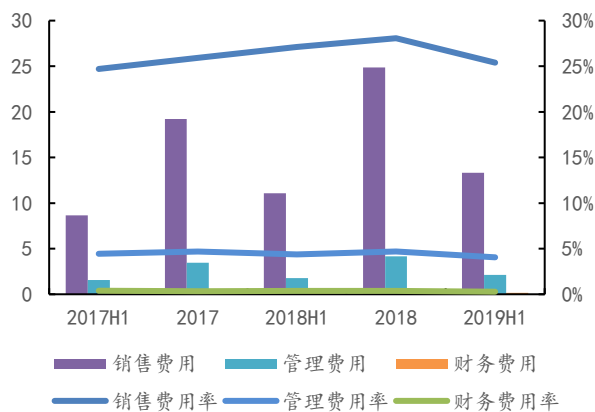
资料来源: Choice, 东方财富证券研究所

图表 3: 公司销售毛利率/净利率 (%)



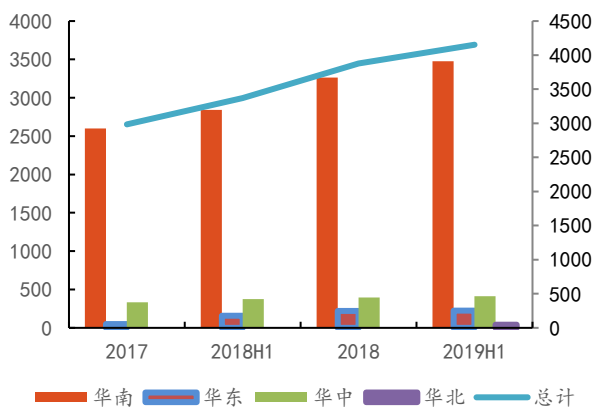
资料来源: Choice, 东方财富证券研究所

图表 4: 公司费用率情况 (亿元, %)



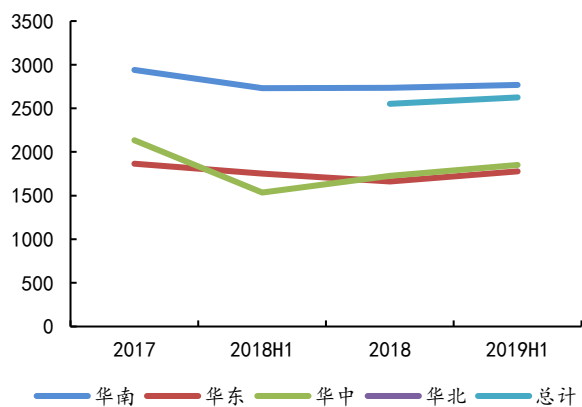
资料来源: Choice, 东方财富证券研究所

图表 5: 公司门店增长情况 (家)



资料来源: Choice, 东方财富证券研究所

图表 6: 公司月均平效有所回升 (含税元/平方米)



资料来源: Choice, 东方财富证券研究所

【投资建议】

得益于会员营销策略、处方外流、大湾区人口的增加, 同时品牌效应

与区域影响力的不断提高，公司营业规模和利润加快增长。公司在商品采购、销售合作方面的议价能力获得提升，从而促进公司盈利水平的提升。上半年新增门店 313 家，下半年将加快步伐，我们继续看好公司下半年的增长。

根据公司 2019 年中期实际增长情况，营收增长基本符合我们的预期、归母净利润增长略好于我们的预期。我们上调了主营零售业务的增速，同时修正了相关费用率。上调 19/20/21 年营业收入分别至 111.22/133.46/159.90 亿元（前报告分别为 102.26/121.23/143.74 亿元），上调归母净利润分别至 6.84/8.23/9.87 亿元（前报告分别为 6.08/7.28/8.62 亿元），EPS 分别为 1.32 /1.58 /1.90 元，对应 PE 分别为 42/35/29 倍。维持“买入”评级。

盈利预测

项目\年度	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入（百万元）	8859.27	11121.77	13346.12	15990.44
增长率（%）	19.38	25.54	20.00	19.81
EBITDA（百万元）	989.29	1115.98	1337.70	1585.17
归母净利润（百万元）	531.63	684.45	823.36	986.81
增长率（%）	11.93	28.74	20.29	19.85
EPS（元/股）	1.02	1.32	1.58	1.90
市盈率（P/E）	53.70	41.71	34.67	28.93
市净率（P/B）	9.40	7.84	6.51	5.39
EV/EBITDA	27.87	24.30	19.43	16.02

资料来源：Choice，东方财富证券研究所

【风险提示】

- ◆ 市场竞争加剧；
- ◆ 新增门店增长不达预期；

资产负债表 (百万元)

至 12 月 31 日	2018A	2019E	2020E	2021E
流动资产	4025.16	5448.47	6801.15	8582.93
货币资金	1329.01	1787.87	2910.90	3505.99
应收及预付	600.11	786.64	870.62	1119.30
存货	1886.01	2663.80	2809.46	3747.47
其他流动资产	210.03	210.16	210.16	210.16
非流动资产	2511.87	2478.64	2703.15	2780.68
长期股权投资	5.17	22.93	42.47	61.43
固定资产	841.41	893.31	953.48	947.00
在建工程	141.77	122.71	126.86	123.26
无形资产	802.88	756.26	884.51	957.29
其他长期资产	720.64	683.43	695.83	691.70
资产总计	6537.02	7927.11	9504.29	11363.60
流动负债	3414.11	4170.44	4969.01	5879.27
短期借款	326.02	326.02	326.02	326.02
应付及预收	3082.73	3839.06	4637.63	5547.88
其他流动负债	5.36	5.36	5.36	5.36
非流动负债	36.21	36.21	36.21	36.21
长期借款	21.45	21.45	21.45	21.45
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00
其他非流动负债	14.76	14.76	14.76	14.76
负债合计	3450.32	4206.65	5005.22	5915.47
实收资本	400.01	400.01	400.01	400.01
资本公积	961.04	961.04	961.04	961.04
留存收益	1677.06	2281.51	3024.87	3931.67
归属母公司股东权益	3038.11	3642.56	4385.91	5292.72
少数股东权益	48.59	77.90	113.16	155.42
负债和股东权益	6537.02	7927.11	9504.29	11363.60

利润表 (百万元)

至 12 月 31 日	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入	8859.27	11121.77	13346.12	15990.44
营业成本	5169.80	6577.46	7892.95	9463.47
税金及附加	61.69	77.85	93.42	111.93
销售费用	2486.83	3002.88	3603.45	4317.42
管理费用	415.08	521.08	625.30	749.19
研发费用	0.50	0.00	0.00	0.00
财务费用	32.01	-5.01	-11.89	-28.73
资产减值损失	11.17	0.00	0.00	0.00
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	23.12	17.76	19.55	18.95
资产处置收益	-0.80	0.00	0.00	0.00
其他收益	13.78	10.47	11.57	11.20
营业利润	718.30	975.73	1174.01	1407.31
营业外收入	8.14	7.66	7.82	7.77
营业外支出	6.88	6.40	6.56	6.51
利润总额	719.56	976.99	1175.26	1408.57
所得税	193.87	263.23	316.65	379.51
净利润	525.69	713.76	858.62	1029.06
少数股东损益	-5.95	29.31	35.26	42.26
归属母公司净利润	531.63	684.45	823.36	986.81
EBITDA	989.29	1115.98	1337.70	1585.17

资料来源: Choice, 东方财富证券研究所

现金流量表 (百万元)

至 12 月 31 日	2018A	2019E	2020E	2021E
经营活动现金流	873.64	645.55	1596.00	952.68
净利润	525.69	713.76	858.62	1029.06
折旧摊销	237.73	144.00	174.33	205.34
营运资金变动	105.40	-208.12	568.93	-276.44
其它	4.83	-4.09	-5.88	-5.28
投资活动现金流	-317.40	-91.76	-378.03	-262.66
资本支出	-548.87	-91.76	-378.03	-262.66
投资变动	231.48	0.00	0.00	0.00
其他	0.00	0.00	0.00	0.00
筹资活动现金流	-436.66	-94.93	-94.93	-94.93
银行借款	691.20	0.00	0.00	0.00
债券融资	853.55	0.00	0.00	0.00
股权融资	12.26	0.00	0.00	0.00
其他	-1993.67	-94.93	-94.93	-94.93
现金净增加额	119.58	458.86	1123.04	595.09
期初现金余额	1081.50	1329.01	1787.87	2910.90
期末现金余额	1201.09	1787.87	2910.90	3505.99

主要财务比率

至 12 月 31 日	2018A	2019E	2020E	2021E
成长能力 (%)				
营业收入增长	19.38	25.54	20.00	19.81
营业利润增长	13.42	35.84	20.32	19.87
归属母公司净利润增长	11.93	28.74	20.29	19.85
获利能力 (%)				
毛利率	41.65	40.86	40.86	40.82
净利率	6.00	6.15	6.17	6.17
ROE	17.50	18.79	18.77	18.64
ROIC	10.15	10.18	9.55	9.58
偿债能力				
资产负债率 (%)	52.78	53.07	52.66	52.06
净负债比率	-0.32	-0.39	-0.57	-0.58
流动比率	1.18	1.31	1.37	1.46
速动比率	0.63	0.67	0.80	0.82
营运能力				
总资产周转率	1.43	1.54	1.53	1.53
应收账款周转率	33.84	33.47	33.59	33.55
存货周转率	2.87	2.89	2.88	2.89
每股指标 (元)				
每股收益	1.02	1.32	1.58	1.90
每股经营现金流	2.18	1.61	3.99	2.38
每股净资产	7.60	9.11	10.96	13.23
估值比率				
P/E	53.70	41.71	34.67	28.93
P/B	9.40	7.84	6.51	5.39
EV/EBITDA	27.87	24.30	19.43	16.02

西藏东方财富证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格

分析师申明：

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

投资建议的评级标准：

报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后3到12个月内的相对市场表现，也即：以报告发布日后的3到12个月内的公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。其中：A股市场以沪深300指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普500指数为基准。

股票评级

买入：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅15%以上；
增持：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于5%~15%之间；
中性：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-5%~5%之间；
减持：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-15%~-5%之间；
卖出：相对同期相关证券市场代表性指数跌幅15%以上。

行业评级

强于大市：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅10%以上；
中性：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%~10%之间；
弱于大市：相对同期相关证券市场代表性指数跌幅10%以上。

免责声明：

本研究报告由西藏东方财富证券股份有限公司制作及在中华人民共和国（香港和澳门特别行政区、台湾省除外）发布。

本研究报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本研究报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的报告之外，绝大多数研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。

那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

在任何情况下，本公司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，投资者需自行承担风险。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为东方财富证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。