

## 次新店增长迅速，业绩步入快速成长期

### ——大参林(603233)中报点评

大参林(603233.SH)

**推荐** 维持评级

#### 核心观点:

### 1. 事件:

公司发布2019年中报。2019年上半年公司实现营收52.52亿元，同比增长28.65%；实现归属上市公司股东净利润3.81亿元，同比增长32.21%；实现扣非归母净利润3.73亿元，同比增长33.93%，实现EPS 0.73元。其中，2019年第二季度，公司实现营收26.74亿元，同比增长30.51%；实现归属上市公司股东净利润1.97亿元，同比增长39.52%；实现扣非归母净利润1.96亿元，同比增长40.26%，实现EPS 0.38元。

公司上半年经营活动产生的现金流量净额为5.75亿，同比增长253.06%，主要是净利润增加带来的资金流入和库存优化得到采购开支的有效控制等整理营运能力的提升优化所致。

### 2. 我们的分析与判断

#### (一) 受益于次新店增长，业绩步入快速成长期

公司收入快速增长，主要得益于次新店的快速成长。公司二季度收入同比增长30.51%，继续保持快速增长。我们认为连锁药店收入同比增量可拆分为三个部分：(1)老店内生增长部分；(2)上年开业的次新店由于本年度营业时间增加带来的增长；(3)本年度新增门店直接带来的增量。公司于2017年上市，2018年开始门店快速扩张。公司去年新开门店较多，预计对今年业绩有较大贡献。

公司自建与收购并举，上半年门店稳健扩张。截至报告期末，公司共拥有门店4153家，其中、加盟店39家。报告期内，公司新增门店313家，闭店40家，净增门店273家。公司上半年开店速度相比去年有所放缓，预计下半年开店速度会有所提升。公司自建和收购并举，报告期内共发生了2起同行业的并购投资业务，涉及门店数为84家。

公司布局继续深耕华南，新进河北。报告期内一共净增的273家门店中，大部分仍在两广地区布局。其中，广东新增门店164家，营业收入同比增加22.03%；广西新增门店48家，营业收入同比增加48.61%。公司布局较为成熟的华南地区仍然保持较快增长。此外，公司通过收购新进河北，目前河北地区共有40家门店。

#### 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

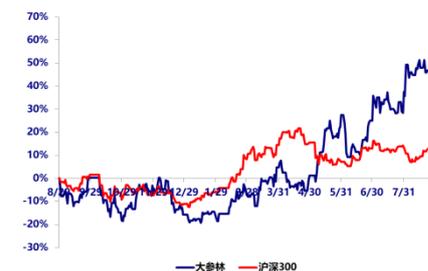
对本报告的编制提供信息。

#### 市场数据

2019-8-29

A股收盘价(元)	57.99
A股一年内最高价(元)	58.99
A股一年内最低价(元)	28.17
沪深300	3790.19
市盈率-TTM	48.30
总股本(万股)	52001.30
实际流通A股(万股)	8339.65
限售的流通A股(万股)	43661.65
流通A股市值(亿元)	48.36

#### 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

- 2019-04-30 大参林一季报跟踪: 业绩增长超预期, 门店扩张稳健
- 2019-04-29 大参林年报跟踪: 门店快速扩张, 未来业绩有望释放
- 2018-11-05 大参林三季报跟踪: 门店扩张提速, 费用影响利润
- 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

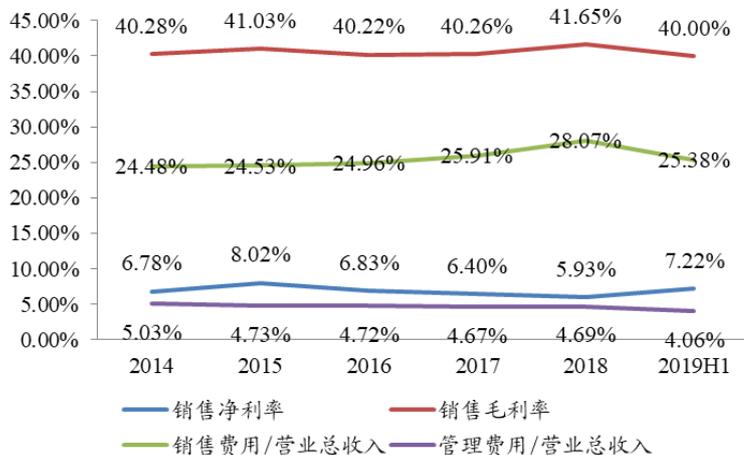
## (二) 经营效率优化, 盈利能力明显提升

受益于费用率下降, 公司盈利能力提升。2019 上半年, 公司实现毛利率 40.00%, 同比下降 1.67pp; 实现销售费用率 25.38%, 同比下降 1.73pp; 实现管理费用率 4.06%, 同比下降 0.31pp; 实现财务费用率 0.28%, 同比下降 0.08pp。由于公司费用率下降幅度大于毛利率下降幅度, 公司净利率得以提升。报告期内公司实现净利率 7.22%, 同比提升 0.24pp。

公司费用率下降, 主要是因为公司持续优化管理以及规模优势。报告期内, 公司通过精细化管理体系进行高效运营, 实现智能化、扁平化管理, 同时优化人才管理, 管理费用得到明显控制。同时, 随着经营渠道规模扩大且营业收入的增长, 已有门店在收入内生增长的同时对销售费用得到有效控制。

公司毛利率同比有所下降, 推测可能是因为公司今年毛利率较低的处方药业务增加所致。报告期内公司处方药收入占比 28.60%, 同比增长 31.65%, 快于公司整体收入增速。

图 3: 公司毛利率、净利率和费用率



资料来源: 公司公告, 中国银河证券研究院

### （三）公司处方外流经验丰富，处方药业务发展迅速

公司在处方共享平台等方面经验丰富，有望在处方外流趋势中抢得先机。报告期内公司处方药收入占比 28.60%，同比增长 31.65%，保持较快增速。公司积极参与医改政策的开展、处方外流承接、新特药（DTP）品种的渠道开发及引进，提升新特药房的专业度，获得门慢特诊等资质；并与各大品牌商进行深度沟通，共同承接处方外流工作。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。公司进一步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。

### （四）公司估值有提升空间，零售药店行业前景可期

截至 8 月 29 日，公司市盈率（TTM）为 48.30，在四家上市零售药房公司中，高于一心堂（23.60）和老百姓（45.61），低于益丰药房（58.49）。考虑到公司业绩超预期，已进入快速成长阶段，我们认为公司当前估值仍有提升空间，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。我们上调公司盈利预期，预测公司 2019-2021 年归母净利润为 6.89/9.02/10.01 亿元，对应 EPS 为 1.33/1.74/1.93 元，对应 PE 为 44/33/30 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	2016A	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入 (百万元)	6273.72	7421.20	8859.27	11463.64	14365.53	16985.31
营业收入增长率	19.15%	18.29%	19.38%	29.40%	25.31%	18.24%
净利润 (百万元)	430.19	473.73	525.65	689.29	902.12	1001.73
净利润增长率	8.79%	10.12%	10.96%	31.13%	30.88%	11.04%
EPS (元)	0.827	0.911	1.011	1.326	1.735	1.926
P/E	70.10	63.66	57.37	43.75	33.43	30.10
P/B	22.89	10.95	9.93	8.51	7.16	6.10
EV/EBITDA	30.24	29.44	24.62	17.30	13.84	14.33

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	2016A	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入	6273.72	7421.20	8859.27	11463.64	14365.53	16985.31
减: 营业成本	3750.58	4433.55	5169.80	6925.41	8817.48	10426.45
营业税金及附加	46.22	53.68	61.69	79.83	100.04	118.28
营业费用	1565.76	1923.06	2486.83	2972.68	3534.88	4272.78
管理费用	296.13	346.40	415.08	537.10	673.06	795.81
财务费用	27.79	26.20	32.01	28.50	39.39	40.00
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	908.66	1189.22	1320.53
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	908.66	1189.22	1320.53
减: 所得税	148.86	158.71	186.88	227.17	297.30	330.13
净利润	428.61	473.38	519.70	681.50	891.91	990.40
减: 少数股东损益	-1.58	-0.35	-5.95	-7.80	-10.20	-11.33
归属母公司股东净利润	430.19	473.73	525.65	689.29	902.12	1001.73
资产负债表	2016A	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
货币资金	428.55	817.16	1002.45	1719.55	2438.55	3063.21
应收和预付款项	357.21	487.30	599.84	816.49	964.03	1141.23
存货	1304.76	1716.59	1886.01	2939.99	3204.51	4061.21
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	940.28	915.86	922.50

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	7868.03	8710.57	10333.32
短期借款	351.58	486.38	326.02	375.47	0.00	0.00
应付和预收款项	1586.54	2217.41	2747.80	3900.82	4464.87	5361.45
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	4281.65	4470.24	5366.82
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	2184.54	2848.70	3586.19
归属母公司股东权益	1317.40	2752.77	3038.11	3545.59	4209.75	4947.24
少数股东权益	24.69	49.90	48.59	40.79	30.59	19.26
股东权益合计	1342.08	2802.67	3086.70	3586.38	4240.34	4966.50
负债和股东权益合计	3337.80	5535.26	6187.33	7868.03	8710.57	10333.32
<b>现金流量表</b>	<b>2016A</b>	<b>2017A</b>	<b>2018A</b>	<b>2019E</b>	<b>2020E</b>	<b>2021E</b>
经营性现金净流量	515.40	656.33	897.24	1023.50	1514.21	1118.76
投资性现金净流量	-425.41	-1429.63	-317.40	-134.09	-172.40	-229.86
筹资性现金净流量	11.72	1061.43	-436.66	-172.31	-622.81	-264.23
现金流量净额	101.71	288.13	143.19	717.10	719.00	624.66

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，并不构成对客户的投资建议，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。除银河证券官方网站外，银河证券并未授权任何公众媒体及其他机构刊载或者转发公司发布的证券研究报告。特提醒公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告。

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](http://www.chinastock.com.cn)

**机构请致电：**

深广地区：翠香兰 0755-83471963 [cuixianglan@chinastock.com.cn](mailto:cuixianglan@chinastock.com.cn)

上海地区：何婷婷 021-20252612 [hetingting@chinastock.com.cn](mailto:hetingting@chinastock.com.cn)

北京地区：耿尤繇 010-66568479 [wangting@chinastock.com.cn](mailto:wangting@chinastock.com.cn)