



2019-10-30

公司点评报告

买入/维持

大参林 (603233)

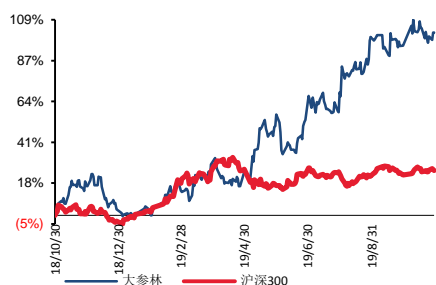
目标价: 80

昨收盘: 59.34

日常消费 食品与主要用品零售 II

延续快速增长，净利率持续提升

■ 走势比较



■ 股票数据

总股本/流通(百万股)	520/83
总市值/流通(百万元)	30,858/4,949
12个月最高/最低(元)	61.40/38.15

相关研究报告:

大参林 (603233) 《Q2 业绩大幅提升，再次验证 19 年拐点到来》
--2019/08/27

大参林 (603233) 《太平洋证券-大参林-603233-深度报告: 拐点向上，跨省经营能力提升-20190610》
--2019/06/10

大参林 (603233) 《业绩提速，跨省经营能力不断增强》--2019/04/29

证券分析师: 杜佐远

电话: 010-88695263

E-MAIL: duzy@tpyzq.com

执业资格证书编码: S1190517110001

证券分析师: 蔡明子

电话: 010-88695263

E-MAIL: caimz@tpyzq.com

事件:

10月30日, 公司发布2019年第三季度报: 19前三季度实现营收80.41亿, 同比增长27.65%; 归母净利润5.56亿, 同比增长34.34%; 扣非净利润5.37亿, 同比增长33.23%; 经营现金流净额10.85亿, 同比增长118.25%。EPS1.07元/股。公司业绩符合我们之前的预期。

点评:

1. Q3 业绩稳定增长，再次验证 19 年拐点到来

前三季度分季度看, 公司收入利润保持快速增长, Q1、Q2、Q3 分别实现收入 25.78 亿(+26.77%)、26.74 亿(+30.51%)、27.88 亿(+25.81%); 归母净利润 1.84 亿(+25.20%)、1.97 亿(+39.52%)、1.75 亿(+38.89%); 扣非净利润 1.77 亿(+27.58%)、1.96 亿(+40.26%)、1.64 亿(+31.20%)。19 年公司业绩持续提速, 再次验证公司业绩拐点到来: 16-17 年新增的 1145 家门店, 预计将在 19 年进入盈利期, 19 年次新店和老店占比均达到历史最高值(次新店收入增速是门店生命周期中的峰值, 老店净利率最高), 19-21 年老店占比逐年提升, 业绩弹性大。

公司经营活动产生的现金流量净额较上年同期增加 118.25%, 主要是净利润增加带来的资金流入和库存优化(如采购开支的有效控制)所致。19 年前三季度存货周转率 2.50, 较 18 年同期 2.00 有所提升。

从毛利率来看, 19 前三季度毛利率 39.83%, 较 18 年同期 41.70% 稍有下降, 分析与处方药占比提升有关; 净利率来看, 19 前三季度净利率 6.86%, 较 18 年同期 6.50% 提升 0.36%, 主要原因是随着各区域的门店规模扩大, 公司在商品采购、销售合作方面的议价能力获得长足提升, 促进盈利水平持续提升。广东广东药店将纳入医保系统采购渠道, 预计带量采购对公司影响偏利好, 广东政策环境利于零售药店龙头发展。

2. 公司跨省扩张经营能力逐步增强，区域内竞争壁垒不断提升

前三季度, 公司门店数达到 4256 家, 上半年净增 376 家(一季度 129+二季度 144+三季度 103)。分拆看, 前三季度新增门店 432 家(新开 259+收购 118+加盟 55), 净增门店 376 家(关店 56)。分季度看, Q1、Q2、Q3 分别新开店 104、52、103 家, 收购 51、67、0 家, 关闭 26、14、16 家, 前三季度自建门店占新增门店 59.95% (不含加盟)。

执业资格证书编码: S1190518050001

四季度随着可转债资金的到位,扩张(自建+并购)速度有望提升。

分区域看,华南有效月均平效较去年同期下降 0.01%,华东、华中有效月均平效较去年同期分别增长 23.01%、5.75%,华东地区平效增长显著。公司在优势区域(广东、广西)以自建为主,借助原有品牌与规模优势迅速占领市场,现已经逐渐进行覆盖两省大部分的县城、乡镇。其他地区并购+自建双管齐下,广西、河南、福建重点发展的区域业绩均取得重大的突破,上半年通过收购进入了河北保定,9月继续通过收购进入黑龙江(鸡西市 54 家)、陕西(西安 59 家),此外公司在 3 月收购香港中卓医药有限公司 2%的股权,强化医疗服务布局,以及在 9 月成立全资子公司大参林医疗健康(海南)有限公司,布局互联网医院业务,拓展公司多元化经营。

从零售子公司 19 上半年净利率来看,佛山大参林 8.88%(18 年 6.92%),顺德大参林 15.11%(18 年 12.86%),茂名大参林 10.09%(18 年 9.17%),湛江大参林 11.55%(18 年 10.51%),盈利能力较 18 全年均有提升,巩固区域领先优势。

2019 年公司开始发展加盟店,截至目 19Q3 已经累计开业加盟店 41 家(一季度 13 家+二季度 26 家+三季度 2 家)。通过统一的品牌标识、运管管理、人事培训、商品价格、药学服务管理等环节,强化质量风险管理跟门店合规管理,将进一步提高公司的规模化及品牌影响力。

3. 积极承接处方外流,带来业绩弹性

在处方外流大背景下,公司 19H1 处方药收入占比 28.6%,yoy31.65%。119H1 公司医保店数量占比 76.6%。在 DTP 方面,公司筹建完成了 35DTP 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,与业内领先的处方药厂家进行紧密合作;在慢病管理方面,公司通过慢病管理专项团队、实施顾客档案管理,打造专业慢病服务门店,提升药事服务能力;处方平台建设方面,公司目前已经在广西、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:前期新开店逐步进入盈利期,且资金充裕,业绩弹性大,预计 2019-2021 年净利润分别为 7.23、9.43、12.09 亿元,对应 PE 分别为 41、32、25 倍。维持“买入”评级。

风险提示:门店并购后业绩不及预期。

■ 盈利预测和财务指标:

	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	8859	11588	15076	19026
(+/-%)	19.38%	30.80%	30.10%	26.20%
归母净利润(百万)	532	723	943	1209
(+/-%)	12.04%	35.96%	30.40%	28.18%
摊薄每股收益(元)	1.33	1.39	1.81	2.33
市盈率(PE)	30	41	32	25

资料来源: Wind, 太平洋证券 注: 摊薄每股收益按最新总股本计算

资产负债表(百万)						利润表(百万)					
	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E		2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
货币资金	1082	1329	2128	3262	4656	营业收入	7421	8859	11588	15076	19026
应收和预付款项	327	407	484	642	812	营业成本	4434	5170	6721	8737	11017
存货	1717	1886	2338	3040	3833	营业税金及附加	54	62	81	106	133
其他流动资产	930	403	432	503	581	销售费用	1923	2487	3279	4274	5384
流动资产合计	4055	4025	5383	7447	9882	管理费用	346	415	579	754	951
长期股权投资	4	5	6	7	8	财务费用	26	32	-6	-18	-35
投资性房地产	0	0	0	0	0	资产减值损失	15	11	0	0	0
固定资产	710	841	772	698	615	投资收益	7	23	24	25	26
在建工程	91	142	162	182	202	公允价值变动	0	0	0	0	0
无形资产开发支出	114	288	359	444	529	营业利润	633	719	957	1248	1600
长期待摊费用	0	0				其他非经营损益	1	1	1	1	1
其他非流动资产	1768	2512	2540	2636	2712	利润总额	635	720	958	1250	1602
资产总计	5823	6537	7923	10083	12594	所得税	160	194	240	312	400
短期借款	486	326	326	326	326	净利润	475	526	719	937	1201
应付和预收款项	912	902	1217	1579	1984	少数股东损益	0	-6	-5	-6	-8
长期借款	0	21	21	21	21	归母股东净利润	475	532	723	943	1209
其他负债	1622	2201	2553	3414	4319						
负债合计	3020	3450	4117	5340	6650	预测指标					
股本	400	400	520	520	520		2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
资本公积	967	961	841	841	841	毛利率	40.26%	41.65%	42.00%	42.05%	42.09%
留存收益	1385	1677	2401	3344	4553	销售净利率	6.40%	6.01%	6.24%	6.26%	6.36%
归母公司股东权益	2753	3038	3762	4705	5914	销售收入增长率	18.29%	19.38%	30.80%	30.10%	26.20%
少数股东权益	50	49	44	38	30	EBIT 增长率	9.17%	13.82%	26.65%	29.32%	27.21%
股东权益合计	2803	3087	3805	4743	5944	净利润增长率	10.41%	12.04%	35.96%	30.40%	28.18%
负债和股东权益	5823	6537	7923	10083	12594	ROE	17.25%	17.52%	19.23%	20.05%	20.45%
						ROA	8.16%	8.14%	9.13%	9.36%	9.60%
						ROIC	23.07%	27.95%	37.89%	54.73%	78.65%
						EPS(X)	1.26	1.33	1.39	1.81	2.33
						PE(X)	41.00	29.97	41.19	31.58	24.64
						PB(X)	7.51	5.25	7.92	6.33	5.04
						PS(X)	2.78	1.80	2.57	1.98	1.57
						EV/EBITDA(X)	24.47	15.12	25.72	19.51	14.78

资料来源: WIND, 太平洋证券

投资评级说明

1、行业评级

看好：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报高于市场整体水平 5%以上；

中性：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报介于市场整体水平-5%与 5%之间；

看淡：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报低于市场整体水平 5%以下。

2、公司评级

买入：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅在 15%以上；

增持：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于 5%与 15%之间；

持有：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与 5%之间；

减持：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与-15%之间；

销售团队

职务	姓名	手机	邮箱
华北销售总监	王均丽	13910596682	wangjl@tpyzq.com
华北销售	成小勇	18519233712	chengxy@tpyzq.com
华北销售	孟超	13581759033	mengchao@tpyzq.com
华北销售	付禹璇	18515222902	fuyx@tpyzq.com
华北销售	韦珂嘉	13701050353	weikj@tpyzq.com
华东销售副总监	陈辉弥	13564966111	chenhm@tpyzq.com
华东销售	李洋洋	18616341722	liyangyang@tpyzq.com
华东销售	杨海萍	17717461796	yanghp@tpyzq.com
华东销售	梁金萍	15999569845	liangjp@tpyzq.com
华东销售	杨晶	18616086730	yangjinga@tpyzq.com
华东销售	秦娟娟	18717767929	qinjj@tpyzq.com
华东销售	王玉琪	17321189545	wangyq@tpyzq.com
华东销售	慈晓聪	18621268712	cixc@tpyzq.com
华南销售总监	张茜萍	13923766888	zhangqp@tpyzq.com
华南销售	查方龙	18520786811	zhaf1@tpyzq.com
华南销售	胡博涵	18566223256	hubh@tpyzq.com
华南销售	陈婷婷	18566247668	chentt@tpyzq.com
华南销售	张卓粤	13554982912	zhangzy@tpyzq.com
华南销售	张文婷	18820150251	zhangwt@tpyzq.com



研究院

中国北京 100044

北京市西城区北展北街九号

华远·企业号 D 座

电话： (8610)88321761

传真： (8610) 88321566

重要声明

太平洋证券股份有限公司具有证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号 13480000。

本报告信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。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。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。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归太平洋证券股份有限公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。任何人使用本报告，视为同意以上声明。