

## 业绩保持快速增长,继续并购拓展新市场

### ——大参林(603233)三季度报点评

大参林(603233.SH)

推荐 维持评级

#### 核心观点:

### 1. 事件:

公司发布 2019 年三季度报。2019 年前三季度公司实现营收 80.41 亿元,同比增长 27.65%;实现归属上市公司股东净利润 5.56 亿元,同比增长 34.34%;实现扣非归母净利润 5.37 亿元,同比增长 33.23%,实现 EPS 1.07 元。

其中,2019 年第三季度,公司实现营收 27.88 亿元,同比增长 25.82%;实现归属上市公司股东净利润 1.75 亿元,同比增长 39.23%;实现扣非归母净利润 1.64 亿元,同比增长 31.67%,实现 EPS 0.34 元。

### 2. 我们的分析与判断

#### (一) 业绩延续快速增长,单季门店稳健扩张

公司收入保持快速增长,次新店步入收获期。公司前三季度收入同比增长 27.65%,继续延续较快增长趋势。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 年公司门店开始快速扩张。目前,公司次新店逐步进入业绩收获期,对本年度业绩有较强贡献,公司业绩进入快速成长期得到进一步确认。

**第三季度公司门店稳健扩张。**截至报告期末,公司共拥有门店 4256 家,其中:直营门店 4215 家,加盟店 41 家。2019 年 7-9 月,公司新增门店 119 家,闭店 16 家,净增门店 103 家。公司第三季度开店速度相比上半年略有放缓。目前公司布局区域已有华南、华东、河南、河北,其中第三季度新增门店主要集中在华南地区。

表 1: 公司 2019 第三季度门店布局情况

地区	新增	闭店	总数
华南地区(广东、广西)	102	11	3568
华中地区(河南)	8	2	419
华东地区(江西、浙江、福建)	1	3	221
华北地区(河北)	8	0	48
总计	119	16	4256

资料来源:公司公告,中国银河证券研究院

#### 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

2019-10-31

A 股收盘价(元)	55.23
A 股一年内最高价(元)	62.00
A 股一年内最低价(元)	28.63
沪深 300	3886.75
市盈率-TTM	42.62
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)	46.06

#### 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

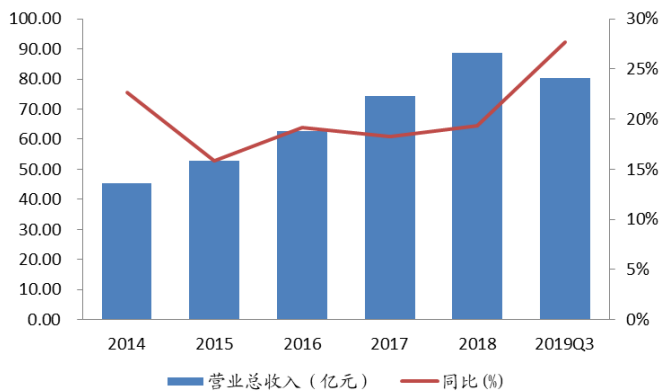
2019-08-29 大参林中报点评:次新店增长迅速,业绩步入快速成长期

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

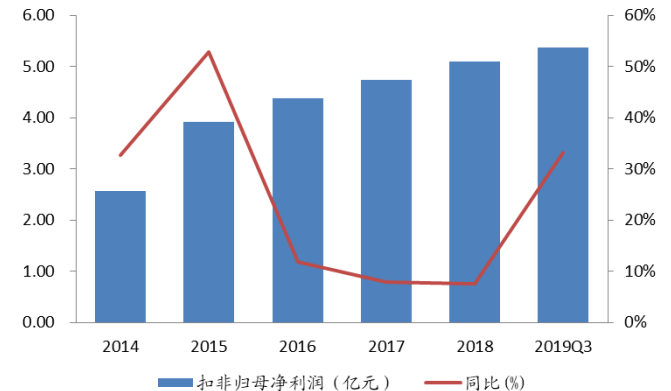
2018-11-05 大参林三季报跟踪:门店扩张提速,费用影响利润

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



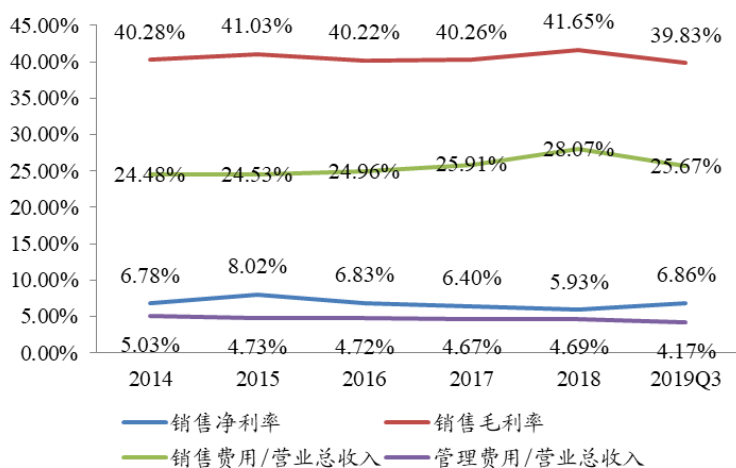
资料来源: 公司公告, 中国银河证券研究院

## (二) 费用控制成效明显, 盈利能力有所提升

销售费用率下降抵消毛利率下滑, 公司盈利能力提升。2019 前三季度, 公司实现毛利率 39.83%, 同比下降 1.87pp; 实现销售费用率 25.67%, 同比下降 1.95pp; 实现管理费用率 4.17%, 同比下降 0.25pp; 实现财务费用率 0.34%, 同比下降 0.05pp。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 6.86%, 同比提升 0.36pp。

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。公司毛利率同比有所下降, 我们推测可能是因为公司华南地区以外毛利率较低的业务增加所致。公司毛利率较高的参茸滋补产品的受众主要集中在华南地区, 其他地区更多是毛利率较低的普通药品。

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）继续并购开拓新市场，进入黑龙江和陕西区域

2019年9月，公司新增两起并购，即将进入黑龙江和陕西市场。2019年9月，公司与购黑龙江药业股份有限公司签订《股权转让协议》，收购其持有的鸡西市灵峰药房连锁有限公司51%的股权，转让价格4,475.48万元，目标公司拥有35家门店，该项目股权转让手续正在进行中。

2019年9月，公司与房志强、房志明签订《股权转让协议》，收购房志强持有的西安康欣大药房连锁有限公司5.5%股权，转让价格584.4万元；收购房志明持有的西安康欣大药房连锁有限公司26.5%股权，转让价格2816.5万元。加上去年9月公司已收购持有的19%股权，本次股权转让后公司总占股比例为51%，目标公司拥有59家，该项目股权转让手续正在进行中。

### （四）公司估值有提升空间，零售药店行业前景可期

截至10月31日，公司市盈率(TTM)为42.62，高于一心堂(23.54)和老百姓(38.73)，低于益丰药房(61.17)，在四家上市零售药房公司中处于中间水平。考虑到公司今年以来业绩超预期，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，区域集中度有进一步提升的潜力。其次，我们看好未来公司业绩的逐步释放。目前公司次新店步入业绩收获期，未来公司盈利水平有望改善。最后，公司主要布局地区经济、人口条件优越，公司发展具有区位优势。我们预测公司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42/32/29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	66.76	60.63	54.64	41.67	31.84	28.67
P/B	21.80	10.43	9.45	8.10	6.82	5.81
EV/EBITDA	28.83	28.07	23.46	16.49	13.17	13.63

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)