

2019 年稳步扩张高增长，一季度 52% 增长超市场预期

2020.04.28

唐爱金(分析师)

电话: 020-88836115

邮箱: tangaij@gzgzhs.com.cn

执业编号: A1310516100001

事件:

2020 年 4 月 28 日, 公司发布 2019 年年度报告: 全年实现营收 111.41 亿(+25.76%); 实现利润总额 9.19 亿(+27.79%); 实现归母净利润 7.03 亿(+32.17%); 扣非归母净利润为 6.90 亿元, 同比增长 35.48%。; EPS 为 1.34; 同时公司公告拟每 10 股派发现金股利 6 元。2020Q1 营收 33.62 亿(+30.39%); 归母净利润 2.80 亿(+52.28%); 扣非归母净利润 2.71 亿(+52.69%); EPS 为 0.51 元。

点评:

● 2019 年处方药增长带动中西成药增长 28.7% 引领公司成长:

2019 年公司营收 111.4 亿, 实现 25.76% 同比增长, 主营收入 108 亿, 其中 1) 中西成药营收 74.11 亿元, 同比增长 36.26% (其中处方药增长 28.74%); 营收占比为 68.10%, 毛利率 33.98%。2) 非药品业务营收 18.19 亿, 同比增长 4.27%; 营收占比为 16.71%, 毛利率 53.68%。3) 参茸滋补药材营业收入 13.40 亿元, 同比增长 12.08%; 营收占比 12.32%, 毛利率 40.97%。4) 中药饮片营业收入 3.12 亿元, 同比增长 24.98%; 营收占比 2.87%, 毛利率 30.83%。

● 公司门店通过自建&并购加速扩张, 省外扩展成效显著

截至 2020 年 3 月 31 日, 公司拥有门店 4885 家 (含加盟店 76 家), 总经营面积 442,200 平方米 (不含加盟店面), 已取得各类“医疗保险定点零售药店”资格的药店 3606 家, 其中 2019 年新增医保门店 540 家, 医保门店总数占公司直营药店总数的 76.31%。门店稳定扩张且进入快速盈利期, 公司以广东为根据地, 逐步往广西、河南、江浙等地区有序扩张; 在广东省实现了市占率第一, 在广西省、河南省实现了市占率第二。华东市场继续保持增速最快, 营收增速达 38.22%。东北、华东市场通过门店并购、区域品牌不断提升带来的门店销售增长。

● 2019 年新增 56 家专业化 DTP 药房, 第三方处方信息平台承接处方外流, 优化物流网络布局

2019 年公司筹建完成 56 家 DTP 专业药房, 销售同比增长 251.15%。公司已建立了一套完整的 DTP 专业药房管理体系和专业的 DTP 管理团队。建立了慢病管理专项团队、实施顾客档案管理。公司推动以第三方处方信息共享平台解决医药分开政策落地、真正实现三医联动。公司积极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, 完成了多家处方共享平台的接入, 为公司发展带来增量。公司在全国完成 2 个省级物流中心和 15 个地市级物流中心的布局工作, 完善医药物流配送体系, 延伸覆盖物流配送的服务区域范围。

● 受新冠疫情正面影响, 2020Q1 业绩增速超市场预期:

新冠疫情带动预防性购药需求提升, 医院门诊量显著降低, 部分慢病用药转移至药房购买, 对药店销售产生正面影响。公司 2020Q1 公司营收同比增长 30.39%, 业绩同比增长 52.28%。其中增长最快的是非药品类, 增速达 59.36%, 主要是因为医疗器械等类别带动销售增长。

● 盈利预测与估值: 根据公司现有业务情况, 我们测算公司 2020-22 年 EPS 分别为 1.62、1.92、2.38 元, 目前股价对应 42、36、28 倍 PE。维持“强烈推荐”评级。

● 风险提示: 新店盈利不达预期、处方外流不达预期、外延并购不达预期、网售处方药放开、医保控费政策超预期。

主要财务指标	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入	11141.17	14182.48	17625.02	22139.27
同比(%)	25.76%	27.30%	24.27%	25.61%
归属母公司净利润	702.66	940.47	1097.59	1329.99
同比(%)	32.17%	33.84%	16.71%	21.17%
每股收益(元)	1.28	1.72	2.01	2.43
P/E	53.06	39.65	33.97	28.03
P/B	8.79	7.88	7.02	6.20
EV/EBITDA	29.85	21.16	21.52	18.05

强烈推荐 (维持)

现价: 68.17

目标价: 78.40

股价空间: 15%

医药生物行业

行业指数走势



股价表现

涨跌(%)	1M	3M	6M
大参林	10.13	17.19	16.17
医药生物	7.44	11.87	20.23
沪深 300	3.04	-4.52	-1.90

基本资料

总市值 (亿元)	372.86
总股本 (亿股)	5.47
流通股比例	20.17%
资产负债率	54.75%
大股东	柯金龙、柯云
	峰、柯康保
大股东持股比例	62.55%

相关报告

广证恒生-大参林 (603233) - 点评报告-“自建+并购”持续扩张, 2019 年 H1 利润同比增长 32%, 环比提速明显-2019.08.28

广证恒生-大参林 (603233) - 深度报告-次新店高成长+费用率下降+降税+处方外流+外延并购五大利好, 业绩有望超预期增长-2019.05.20

广证恒生-大参林 (603233) - 业绩点评-聚焦两广全国扩张, 2018Q1 实现业绩 25.39% 高增长-2018.05.01

广证恒生-大参林 (603233) - 深度报告-稳健扩张的华南零售龙头, 多维度精细化运营造就出色盈利能力-2017.12.26

附录：公司财务预测表

资产负债表							利润表						
会计年度	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E	会计年度	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
货币资金	1081.50	1329.01	1716.09	2302.07	2859.20	3580.50	营业收入	7421.20	8859.27	11141.17	14182.48	17625.02	22139.27
应收票据及账款	246.56	282.33	355.69	452.38	562.19	706.18	营业成本	4433.55	5169.80	6742.56	8619.70	10823.89	13703.21
预付账款	79.98	130.51	96.92	452.38	562.19	706.18	营业税金及附加	53.68	61.69	61.10	77.78	96.67	121.42
其他应收款	167.30	187.14	202.39	257.64	320.18	402.19	销售费用	1923.06	2486.83	2898.83	3616.53	4476.75	5579.10
存货	1716.59	1886.01	2055.06	2627.19	3299.01	4176.59	管理费用	346.40	415.08	519.80	645.30	801.94	1007.34
其他流动资产	762.95	210.16	1041.88	1040.26	1292.77	1623.88	研发费用	0.00	0.50	0.43	0.00	0.00	0.00
流动资产总计	4054.88	4025.16	5468.04	7131.93	8895.54	11195.52	财务费用	26.20	32.01	30.47	6.98	3.60	1.36
长期股权投资	4.41	5.17	7.08	7.08	7.08	7.08	其他经营损益	-14.51	-11.17	-14.60	-13.43	-13.43	-13.43
固定资产	710.34	841.41	937.51	976.67	1075.89	1065.23	投资收益	7.03	23.12	16.32	0.00	0.00	0.00
在建工程	91.22	141.77	181.62	180.81	95.00	95.00	公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
无形资产	114.12	268.83	351.93	359.73	377.96	407.15	营业利润	630.83	705.32	889.68	1202.75	1408.74	1713.42
长期待摊费用	350.50	443.32	458.83	244.52	300.11	355.69	其他非经营损益	3.74	14.23	29.81	30.18	30.18	30.18
其他非流动资产	497.29	811.36	1266.92	1277.29	1278.99	1271.02	利润总额	634.58	719.56	919.50	1232.93	1438.92	1743.60
非流动资产合计	1767.88	2511.87	3203.88	3046.08	3135.01	3201.17	所得税	159.97	193.87	222.95	298.96	348.90	422.78
资产总计	5822.76	6537.02	8671.93	10178.01	12030.55	14396.70	净利润	474.61	525.69	696.54	933.98	1090.02	1320.82
短期借款	486.38	326.02	63.47	0.00	0.00	0.00	少数股东损益	-0.35	-5.95	-6.12	-6.49	-7.57	-9.17
应付票据及账款	2116.92	2549.58	3199.62	4152.36	5214.19	6601.24	归属母公司股东净利	474.96	531.63	702.66	940.47	1097.59	1329.99
其他流动负债	394.03	538.51	739.75	868.93	1090.54	1380.03	EBITDA	821.44	989.29	1242.42	1744.72	1713.59	2041.80
流动负债合计	2997.33	3414.11	4002.84	5021.29	6304.73	7981.27	NOPLAT	491.41	538.68	697.04	916.40	1069.88	1298.99
长期借款	0.00	21.45	260.45	260.45	260.45	260.45	EPS(元)	0.87	0.97	1.28	1.72	2.01	2.43
其他非流动负债	22.76	14.76	76.94	76.94	76.94	76.94	主要财务比率						
非流动负债合计	22.76	36.21	337.38	337.38	337.38	337.38	会计年度	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
负债合计	3020.09	3450.32	4340.22	5358.68	6642.11	8318.65	成长能力						
股本	400.01	400.01	539.54	539.54	539.54	539.54	营收增长率	18.29%	19.38%	25.76%	27.30%	24.27%	25.61%
资本公积	967.33	961.04	1514.93	1514.93	1514.93	1514.93	EBIT增长率	9.17%	13.74%	26.40%	30.52%	16.34%	20.97%
留存收益	1385.44	1677.06	2185.43	2679.55	3256.22	3955.00	EBITDA增长率	13.84%	20.43%	25.59%	40.43%	-1.78%	19.15%
归属母公司权益	2752.77	3038.11	4239.90	4734.02	5310.69	6009.47	净利润增长率	10.73%	10.76%	32.50%	34.09%	16.71%	21.17%
少数股东权益	49.90	48.59	91.80	85.31	77.74	68.57	盈利能力						
股东权益合计	2802.67	3086.70	4331.70	4819.34	5388.44	6078.04	毛利率	40.26%	41.65%	39.48%	39.22%	38.59%	38.10%
负债和股东权益合计	5822.76	6537.02	8671.93	10178.01	12030.55	14396.70	净利率	6.40%	5.93%	6.25%	6.59%	6.18%	5.97%
现金流量表							ROE	17.25%	17.50%	16.57%	19.87%	20.67%	22.13%
会计年度	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E	ROA	8.16%	8.13%	8.10%	9.24%	9.12%	9.24%
税后经营利润	468.95	501.76	681.86	911.11	1067.15	1297.96	ROIC	29.53%	16.84%	21.15%	20.16%	21.99%	24.00%
折旧与摊销	160.66	237.73	292.45	504.80	271.07	296.84	估值倍数						
财务费用	26.20	32.01	30.47	6.98	3.60	1.36	P/E	78.50	70.13	53.06	39.65	33.97	28.03
其他经营资金	-15.42	102.14	702.99	4.02	76.96	97.85	P/S	5.02	4.21	3.35	2.63	2.12	1.68
经营性现金净流量	640.39	873.64	1707.77	1426.91	1418.79	1694.01	P/B	13.54	12.27	8.79	7.88	7.02	6.20
投资性现金净流量	-1429.63	-317.40	-1658.65	-324.14	-337.14	-340.14	股息率	0.64%	0.64%	0.88%	1.20%	1.40%	1.69%
筹资性现金净流量	1061.43	-436.66	420.18	-516.80	-524.52	-632.58	EV/EBIT	41.94	36.62	39.04	29.77	25.57	21.12
现金流量净额	272.19	119.58	469.31	585.98	557.13	721.30	EV/EBITDA	33.74	27.82	29.85	21.16	21.52	18.05
							EV/NOPLAT	56.40	51.10	53.21	40.28	34.47	28.37

数据来源：同花顺iFind

数据来源：IFind，公司公告，广证恒生

分析师简介：

唐爱金：医药行业首席分析师。浙江大学化学硕士，曾就职于东阳光药先后任研发工程师及营销市场专员，具备优异的药物化学专业背景和医药市场经营运作经验。五年证券分析从业经验，团队曾经获得“天眼”中国最佳分析师评选 2016 年医药行业第一名。

特别鸣谢陈曦对本报告的数据支持工作。

广证恒生：

地 址：广州市天河区珠江西路 5 号广州国际金融中心 4 楼

电 话：020-88836132，020-88836133

邮 编：510623

股票评级标准：

强烈推荐：6 个月内相对强于市场表现 15%以上；

谨慎推荐：6 个月内相对强于市场表现 5%—15%；

中 性：6 个月内相对市场表现在-5%—5%之间波动；

回 避：6 个月内相对弱于市场表现 5%以上。

分析师承诺：

本报告作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰、准确地反映了作者的研究观点。在作者所知情的范围内，公司与所评价或推荐的证券不存在利害关系。

重要声明及风险提示：

我公司具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供广州广证恒生证券研究所有限公司的客户使用。

本报告中的信息均来源于已公开的资料，我公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，不保证该信息未经任何更新，也不保证我公司做出的任何建议不会发生任何变更。在任何情况下，报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或询价。在任何情况下，我公司不就本报告中的任何内容对任何投资做出任何形式的担保。我公司已根据法律法规要求与控股股东（中信证券华南股份有限公司）各部门及分支机构之间建立合理必要的信息隔离墙制度，有效隔离内幕信息和敏感信息。在此前提下，投资者阅读本报告时，我公司及其关联机构可能已经持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，或者可能正在为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。法律法规政策许可的情况下，我公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。我公司的关联机构或个人可能在本报告公开前已经通过其他渠道独立使用或了解其中的信息。本报告版权归广州广证恒生证券研究所有限所有。未获得广州广证恒生证券研究所有限公司事先书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“广州广证恒生证券研究所有限”，且不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。

市场有风险，投资需谨慎。