



2020-11-02

公司点评报告

买入/维持

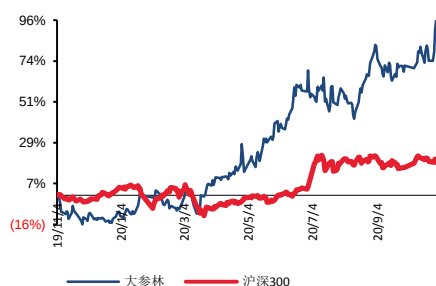
大参林(603233)

目标价: 112

日常消费 食品与主要用品零售 II

“自建+并购”加大门店拓展，华中区域坪效提升明显，精细化管理能力突出

■ 走势比较



■ 股票数据

总股本/流通(百万股)	656/656
总市值/流通(百万元)	62,024/62,024
12 个月最高/最低(元)	94.50/48.89

相关研究报告:

大参林(603233)《20Q1 利润增速超预期，整体平效持续提升》
--2020/04/28

大参林(603233)《收购南通优质龙头药店，全国布局加速》
--2019/11/06

大参林(603233)《延续快速增长，净利率持续提升》
--2019/10/30

证券分析师：盛丽华

电话：021-58502206

E-MAIL: shenglh@tpyzq.com

执业资格证书编码：S1190520070003

事件：公司发布 2020 年三季度报告：公司 2020 年 1-9 月实现营业收入 104.9 亿元（+30.5%）；归母净利润 8.67 亿元（+55.9%）；扣非净利润 8.47 亿元（+57.7%），经营活动现金 13.43 亿元（+23.8%）。

具体点评：

业绩实现高速增长。Q3 单季度实现营业收入 35.5 亿元（+27.4%），归母净利润 2.72 亿元（+55.4%）。Q1-Q3 毛利率为 38.6%（同比-1.2pp），Q3 单季度毛利率 40%，有所回升。毛利率下降预计主要是上半年疫情期间国家限价，以及处方药占比提升有关；销售费用率 23%（同比-2.7pp），预计与促销减少有关，管理费用率 4.2%，与去年同期持平。

“自建+并购”加大门店拓展，继续夯实区域优势

截止 3 季度末，公司拥有门店 5541 家，净新增 785 家门店，Q1-3 共新建直营门店 611 家，其中 Q3 单季度公司净增门店 329 家，其中：新开门店 172 家，收购门店 138 家。自建门店主要集中在广东和广西区域，收购门店主要在河南区域。从目前进度看，预计能顺利完成 2020 年新增门店计划。

华中区域坪效提升明显，精细化管理能力突出

从披露的坪效数据情况来看，Q1-3 整体坪效基本与 2019 年持平（下降 61 元/平方米），主要是华东和河北省区域月均坪效有所下降，其中华南区域在新增门店 735 家（新增比例达到 20%）情况下，坪效继续增加（+116 元/平方米），精细化管理能力突出。华中区域在新增门店比例达到 35% 情况下，坪效提升明显（+226 元/平方米），整合效果显著。

三、投资建议

我们预计 2020-2022 年净利润分别为 10.0 亿、12.2 亿、15.0 亿元，同比增速分别为 42.9%、21.7%、22.4%，EPS 分别为 1.53 元、1.86 元、2.28 元，对应当前股价分别为 61 倍、50 倍和 41 倍 PE，公司作为华南区域连锁龙头，积极布局省外市场，精细化管理能力突出，参考海外连锁药店高速成长期，估值处在 PEG 1.5-2 倍区间。继续给予“推荐”评级。

风险提示：竞争加剧风险；整合不及预期风险；政策风险。

■ 盈利预测和财务指标：

	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	11141	14562	18391	21891
(+/-%)	25.76	30.71	26.29	19.03
净利润(百万元)	703	1004	1222	1495
(+/-%)	32.17	42.89	21.66	22.37
摊薄每股收益(元)	1.07	1.53	1.86	2.28
市盈率(PE)	48.81	61.08	50.20	41.02

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)					
	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E		2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
货币资金	1329	1716	2027	3293	4625	营业收入	8859	11141	14562	18391	21891
应收和预付款项	413	453	564	698	807	营业成本	5170	6743	8868	11182	13354
存货	1886	2055	2575	3241	3863	营业税金及附加	62	61	91	113	133
其他流动资产	341	1139	1207	1247	1279	销售费用	2487	2899	3611	4635	5429
流动资产合计	4025	5468	6460	8602	10722	管理费用	415	520	664	849	1008
长期股权投资	5	7	7	7	7	财务费用	32	30	-7	-7	-12
投资性房地产	0	0	0	0	0	资产减值损失	-11	10	0	0	0
固定资产	841	938	978	1046	1137	投资收益	23	16	0	0	0
在建工程	142	182	234	281	329	公允价值变动	0	0	0	0	0
无形资产	269	352	446	541	628	营业利润	718	918	1333	1619	1978
长期待摊费用	443	459	459	459	459	其他非经营损益	1	1	0	0	0
其他非流动资产	97	102	102	102	102	利润总额	720	919	1333	1619	1978
资产总计	6537	8672	10169	12852	15524	所得税	194	223	337	408	496
短期借款	326	63	63	63	63	净利润	526	697	996	1211	1482
应付和预收款项	2567	3245	3932	5133	6076	少数股东损益	-6	-6	-8	-11	-13
长期借款	21	16	66	116	166	归母股东净利润	532	703	1004	1222	1495
其他长期负债	15	77	77	77	77	预测指标					
负债合计	3450	4340	4841	6314	7504		2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
股本	400	540	540	540	540	毛利率	41.65%	39.48%	39.10%	39.20%	39.00%
资本公积	961	1515	1515	1515	1515	销售净利率	5.93%	6.25%	6.84%	6.58%	6.77%
留存收益	1549	1968	2822	3860	5131	销售收入增长率	19.38%	25.76%	30.70%	26.29%	19.03%
归母公司股东权益	3038	4240	5244	6465	7960	EBIT 增长率	9.16%	26.61%	44.42%	21.56%	21.97%
少数股东权益	50	49	92	84	73	净利润增长率	11.93%	32.17%	42.89%	21.66%	22.37%
股东权益合计	3087	4332	5327	6538	8020	ROE	17.50%	16.57%	19.15%	18.89%	18.78%
负债和股东权益	6537	8672	10169	12852	15524	ROA	8.13%	8.10%	9.87%	9.50%	9.63%
现金流量表(百万)						ROIC	26.88%	23.63%	28.84%	35.15%	40.58%
	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E	EPS(X)	0.81	1.07	1.53	1.86	2.28
经营性现金流	874	1708	1171	1947	2055	PE(X)	49.21	48.81	61.08	50.20	41.02
投资性现金流	-317	-1659	-663	-728	-769	PB(X)	8.61	8.09	11.69	9.48	7.70
融资性现金流	-437	420	-196	47	45	PS(X)	1.80	2.53	3.46	2.74	2.30
现金增加额	120	469	311	1266	1331	EV/EBITDA(X)	15.54	22.14	32.66	26.30	21.09

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
全国销售总监	王均丽	13910596682	wangjl@tpyzq.com
华北销售副总监	成小勇	18519233712	chengxy@tpyzq.com
华北销售	孟超	13581759033	mengchao@tpyzq.com
华北销售	韦珂嘉	13701050353	weikj@tpyzq.com
华北销售	韦洪涛	13269328776	weiht@tpyzq.com
华东销售总监	陈辉弥	13564966111	chenhm@tpyzq.com
华东销售副总监	梁金萍	15999569845	liangjp@tpyzq.com
华东销售	杨海萍	17717461796	yanghp@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
华东销售	郭瑜	18758280661	guoyu@tpyzq.com
华东销售	徐丽闵	17305260759	xulm@tpyzq.com
华南销售总监	张茜萍	13923766888	zhangqp@tpyzq.com
华南销售副总监	查方龙	18565481133	zhafll@tpyzq.com
华南销售	张卓粤	13554982912	zhangzy@tpyzq.com
华南销售	张靖雯	18589058561	zhangjingwen@tpyzq.com
华南销售	何艺雯	13527560506	heyw@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。