

2021年01月26日

归母净利润预增 50%-60%，内升外拓显现实力

大参林(603233)

事件概述

2021年1月26日公司发布2020年年度业绩预告，预计2020年年度实现归母净利润与上年同期7.03亿元相比，将增加3.51亿元到4.22亿元，即10.54-11.25亿元，同比增加50%到60%。扣非归母净利润与上年同期6.90亿元相比，将增加3.11亿元到3.8亿元，即10.01-10.70亿元，同比增加45%到55%。

分析判断：

▶ 利润端超预期，内升外拓显现实力

预计2020年公司整体营业收入增长超过30%，整体净利润增长幅度在50%-60%。2020年新冠疫情下，公司管理层积极采取多种措施加强疫情防控的同时，一方面优化内部精细化管理水平提升老店内生增长趋势；另一方面通过“自建+并购+加盟”的发展战略全力扩大省份市场布局，20Q3期末公司共有门店5541家，单Q3净增门店329家，预计Q4扩张加速推进。内升外拓确保公司经营业绩快速增长。

▶ 全年经营成本有望明显改善

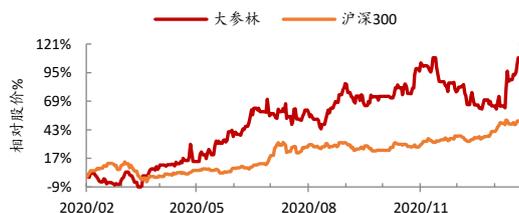
经营成本方面，三季度费用率就得到明显改善，公司前三季度销售费用率为23.03%，同比下降2.64个百分点。对于2020年全年，我们判断相较于2019年全年26.02%的销售费用率，2020年销售费用率将会明显改善。虽然前三季度改善毛利率也有下滑，但相较于销售费用率下降幅度较小，因此反映在报表上，公司利润增速明显高于收入增速，整体盈利能力提升。

▶ 2020年年底股权激励彰显信心，提升市场人才吸引力

2020年11月发布股权激励方案，激励计划拟授予的限制性股票数量278.65万股，占当前公司股本总额0.42%。激励计划涉及的激励对象共计137人，股权激励没有公司IPO前合伙企业成员重合，激励后基本覆盖公司的中高级管理人员及核心骨干。激励对象覆盖较广、激励充分，提升市场人才吸引力。

评级及分析师信息

评级：	买入
上次评级：	买入
目标价格：	
最新收盘价：	102.2
股票代码：	603233
52周最高价/最低价：	106.5/50.68
总市值(亿)	673.11
自由流通市值(亿)	670.78
自由流通股数(百万)	656.34



分析师：崔文亮
邮箱：cuiwl@hx168.com.cn
SAC NO：S1120519110002

联系人：李昌幸
邮箱：licx@hx168.com.cn

相关研究

1. 【华西医药】大参林(603233)：深耕华南铸龙头，布局全国稳推进

2020.11.22

投资建议

考虑到公司未来继续深耕华南布局全国，内升外拓稳步推进，加上经营效率提升，激励充分。我们上调 2020-2022 年业绩预测，即 2020-2022 年收入分别为 145.1/185.8/234.4 亿元（原预测 2020-2022 年收入分别为 142.8/182.6/230.0 亿元），分别同比增长 30.2%/28.1%/26.2%；归母净利润分别为 11.0/14.0/17.3 亿元，（原预测 2020-2022 年归母净利润为 10.5/13.4/16.9 亿元），分别同比增长 57.1%/26.9%/23.2%，对应 2021 年 PE 估值为 48 倍，维持“买入”评级。

风险提示

业绩增速不及预期；政策调整不及预期；药店扩张不及预期。

盈利预测与估值

财务摘要	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	8,859	11,141	14,506	18,583	23,444
YoY (%)	19.4%	25.8%	30.2%	28.1%	26.2%
归母净利润(百万元)	532	703	1,104	1,401	1,725
YoY (%)	11.9%	32.2%	57.1%	26.9%	23.2%
毛利率 (%)	41.6%	39.5%	38.4%	40.3%	40.3%
每股收益 (元)	0.81	1.07	1.68	2.13	2.62
ROE	17.5%	16.6%	21.8%	23.1%	23.3%
市盈率	126.61	95.79	60.96	48.05	39.02

资料来源：Wind，华西证券研究所

财务报表和主要财务比率

利润表 (百万元)					现金流量表 (百万元)				
	2019A	2020E	2021E	2022E		2019A	2020E	2021E	2022E
营业总收入	11,141	14,506	18,583	23,444	净利润	697	1,115	1,415	1,743
YoY (%)	25.8%	30.2%	28.1%	26.2%	折旧和摊销	292	122	130	126
营业成本	6,743	8,932	11,103	14,005	营运资金变动	701	-661	319	184
营业税金及附加	61	58	102	129	经营活动现金流	1,708	570	1,890	2,106
销售费用	2,899	3,467	4,683	5,955	资本开支	-494	-916	-1,043	-1,197
管理费用	520	638	836	1,060	投资	-1,180	0	0	0
财务费用	30	9	54	76	投资活动现金流	-1,659	-887	-1,006	-1,150
资产减值损失	-10	0	0	0	股权募资	18	117	0	0
投资收益	16	29	37	47	债务募资	1,085	10	15	20
营业利润	918	1,487	1,887	2,323	筹资活动现金流	420	-45	962	-474
营业外收支	1	0	0	0	现金净流量	469	-362	1,847	482
利润总额	919	1,487	1,887	2,323	主要财务指标				
所得税	223	372	472	581	成长能力				
净利润	697	1,115	1,415	1,743	营业收入增长率	25.8%	30.2%	28.1%	26.2%
归属于母公司净利润	703	1,104	1,401	1,725	净利润增长率	32.2%	57.1%	26.9%	23.2%
YoY (%)	32.2%	57.1%	26.9%	23.2%	盈利能力				
每股收益	1.07	1.68	2.13	2.62	毛利率	39.5%	38.4%	40.3%	40.3%
资产负债表 (百万元)					净利率率	6.3%	7.7%	7.6%	7.4%
货币资金	1,716	1,354	3,201	3,683	总资产收益率 ROA	8.1%	10.1%	9.4%	9.7%
预付款项	97	143	178	224	净资产收益率 ROE	16.6%	21.8%	23.1%	23.3%
存货	2,055	2,722	3,384	4,268	偿债能力				
其他流动资产	1,600	2,764	3,170	3,611	流动比率	1.37	1.34	1.50	1.44
流动资产合计	5,468	6,983	9,932	11,786	速动比率	0.83	0.79	0.96	0.89
长期股权投资	7	7	7	7	现金比率	0.43	0.26	0.48	0.45
固定资产	938	1,051	1,159	1,271	资产负债率	50.0%	52.9%	58.3%	57.6%
无形资产	352	436	520	604	经营效率				
非流动资产合计	3,204	3,997	4,910	5,981	总资产周转率	1.28	1.32	1.25	1.32
资产合计	8,672	10,980	14,843	17,767	每股指标 (元)				
短期借款	63	63	63	63	每股收益	1.07	1.68	2.13	2.62
应付账款及票据	3,200	4,242	5,404	6,663	每股净资产	6.44	7.69	9.22	11.24
其他流动负债	740	913	1,172	1,469	每股经营现金流	2.59	0.86	2.87	3.20
流动负债合计	4,003	5,219	6,640	8,195	每股股利	0.60	0.60	0.60	0.60
长期借款	16	26	41	61	估值分析				
其他长期负债	321	566	1,971	1,971	PE	95.79	60.96	48.05	39.02
非流动负债合计	337	592	2,012	2,032	PB	8.12	10.18	8.50	6.97
负债合计	4,340	5,810	8,651	10,227					
股本	540	656	656	656					
少数股东权益	92	103	117	135					
股东权益合计	4,332	5,170	6,191	7,540					
负债和股东权益合计	8,672	10,980	14,843	17,767					

资料来源：公司公告，华西证券研究所

分析师与研究助理简介

崔文亮：10年证券从业经验，2015-2017年新财富分别获得第五名、第三名、第六名，并获得金牛奖、水晶球、最受保险机构欢迎分析师等奖项。先后就职于大成基金、中信建投证券、安信证券等，2019年10月加入华西证券，任医药行业首席分析师、副所长，北京大学光华管理学院金融学硕士、北京大学化学与分子工程学院理学学士。

李昌幸：医药+金融复合背景，山东大学药学学士，中南财经政法大学金融硕士。2020年7月加入华西证券，负责零售药店、医药商业以及OTC行业。

分析师承诺

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的6个月内公司股价相对上证指数的涨跌幅为基准。	买入	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数达到或超过15%
	增持	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数在5%—15%之间
	中性	分析师预测在此期间股价相对上证指数在-5%—5%之间
	减持	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数5%—15%之间
	卖出	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数达到或超过15%
行业评级标准		
以报告发布日后的6个月内行业指数的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测在此期间行业指数相对强于上证指数达到或超过10%
	中性	分析师预测在此期间行业指数相对上证指数在-10%—10%之间
	回避	分析师预测在此期间行业指数相对弱于上证指数达到或超过10%

华西证券研究所：

地址：北京市西城区太平桥大街丰汇园11号丰汇时代大厦南座5层

网址：<http://www.hx168.com.cn/hxzq/hxindex.html>

华西证券免责声明

华西证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司签约客户使用。本公司不会因接收人收到或者经由其他渠道转发收到本报告而直接视其为本公司客户。

本报告基于本公司研究所及其研究人员认为的已经公开的资料或者研究人员的实地调研资料，但本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载资料、意见以及推测仅于本报告发布当日的判断，且这种判断受到研究方法、研究依据等多方面的制约。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及预测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息始终保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者需自行关注相应更新或修改。

在任何情况下，本报告仅提供给签约客户参考使用，任何信息或所表述的意见绝不构成对任何人的投资建议。市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告视为做出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在任何情况下，本报告均未考虑到个别客户的特殊投资目标、财务状况或需求，不能作为客户进行客户买卖、认购证券或者其他金融工具的保证或邀请。在任何情况下，本公司、本公司员工或者其他关联方均不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告而导致的任何可能损失负有任何责任。投资者因使用本公司研究报告做出的任何投资决策均是独立行为，与本公司、本公司员工及其他关联方无关。

本公司建立起信息隔离墙制度、跨墙制度来规范管理跨部门、跨关联机构之间的信息流动。务请投资者注意，在法律许可的前提下，本公司及其所属关联机构可能会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，也可能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。在法律许可的前提下，本公司的董事、高级职员或员工可能担任本报告所提到的公司的董事。本公司及其所属关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为华西证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。