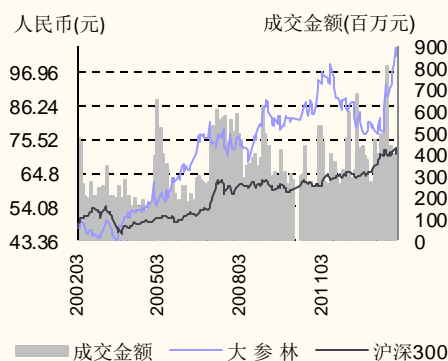


市场价格 (人民币): 102.20 元

市场数据(人民币)

总股本(亿股)	6.59
已上市流通 A 股(亿股)	6.56
总市值(亿元)	673.11
年内股价最高最低(元)	105.07/43.36
沪深 300 指数	5513
上证指数	3569



相关报告

- 1.《处方外流进程加快，深耕华南持续扩大版图-大参林 2020Q3 点...》，2020.11.1
- 2.《受益行业集中度提升，稳步外延扩张至全国-大参林深度报告》，2020.10.8

王麟

分析师 SAC 执业编号: S1130520030001
(8621)60230233
wang_lin@gjzq.com.cn

持续受益处方外流，净利润增速超过 50%

公司基本情况(人民币)

项目	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	8,859	11,141	14,528	18,467	23,757
营业收入增长率	19.38%	25.76%	30.40%	27.11%	28.65%
归母净利润(百万元)	532	703	1,057	1,351	1,709
归母净利润增长率	11.93%	32.17%	50.43%	27.79%	26.54%
摊薄每股收益(元)	1.329	1.302	1.605	2.051	2.595
每股经营性现金流净额	2.18	3.16	2.06	2.91	4.47
ROE(归属母公司)(摊薄)	17.50%	16.57%	16.96%	23.95%	25.65%
P/E	76.90	78.47	63.68	49.83	39.38
P/B	13.46	13.01	10.80	11.94	10.10

来源: 公司年报、国金证券研究所

业绩简评

- 1月26日，公司发布2020年度业绩预告：预计2020年年度整体营业收入增长超过30%，实现归母净利润10.54-11.24亿元，同比增长50%-60%；扣非归母净利润10.01-10.70亿元，同比增长45%-55%。

经营分析

- **2020年归母净利润增速超过50%，受益处方外流进程加快**：2020年前三季度公司实现营收104.92亿元，同比增长30.49%；归母净利润8.67亿元，同比增长55.9%。预计2020年年度实现归母净利润10.54-11.24亿元，同比增长50%-60%；扣非归母净利润10.01-10.70亿元，同比增长45%-55%。非经营性损益主要由于银行理财收益、政府补助、营业外收入和支出等增加所致。
- **积极布局处方流转平台，华南地区有望开始深度合作，领先承接处方外流量**。公司目前已经在广西、广东、河南等地区完成多家处方共享平台的接入。我们预计由于集采的推进及处方外流进程的加速，公司与流通厂商和医院有望在广东地区深度合作，预计未来能持续为公司提供较大客流量，带来业绩持续快速增长。
- **深耕华南地区，华中河南地区逐步扩张至成熟**：2020前三季度公司拥有门店5541家（包括加盟店145家），2020第三季度净增门店329家，其中新开门店172家，收购门店138家，加盟店39家，关闭20家。新增门店主要位于华南地区，114家收购门店位于华中地区河南省，河南地区快速扩张。目前河南地区月均坪效2077.15元/平方米，门店数达到568家，成为门店数第二多的地区。预计待该地区品牌市场效应即将成熟，后期有望为公司带来持续较高收入增速。

盈利预测及投资建议

- 考虑到未来处方药有望进一步外流，公司持续受益，我们给予公司20-22年收入145.28/184.67/237.57亿元，归母净利润10.6/13.5/17.1亿元，EPS为1.6/2.1/2.6元，目前股价对应摊薄后64/50/39倍PE。维持“买入”评级。

风险提示

- 外延并购不确定性；处方外流不达预期；互联网冲击风险；收入地区较集中

附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)							资产负债表 (人民币百万元)						
	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E		2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
主营业务收入	7,421	8,859	11,141	14,528	18,467	23,757	货币资金	1,082	1,329	1,716	2,948	2,538	3,482
增长率		19.4%	25.8%	30.4%	27.1%	28.6%	应收账款	414	469	558	653	830	1,067
主营业务成本	-4,434	-5,170	-6,743	-9,080	-11,634	-15,085	存货	1,717	1,886	2,055	2,488	3,187	4,133
%销售收入	59.7%	58.4%	60.5%	62.5%	63.0%	63.5%	其他流动资产	843	341	1,139	1,154	1,198	1,256
毛利	2,988	3,689	4,399	5,448	6,833	8,671	流动资产	4,055	4,025	5,468	7,243	7,753	9,939
%销售收入	40.3%	41.6%	39.5%	37.5%	37.0%	36.5%	%总资产	69.6%	61.6%	63.1%	68.3%	68.8%	73.0%
营业税金及附加	-54	-62	-61	-80	-89	-78	长期投资	94	144	117	115	115	115
%销售收入	0.7%	0.7%	0.5%	0.6%	0.5%	0.3%	固定资产	802	983	1,119	1,127	1,143	1,151
销售费用	-1,923	-2,487	-2,899	-3,378	-4,247	-5,416	%总资产	13.8%	15.0%	12.9%	10.6%	10.1%	8.5%
%销售收入	25.9%	28.1%	26.0%	23.3%	23.0%	22.8%	无形资产	626	1,265	1,827	2,115	2,263	2,407
管理费用	-346	-415	-520	-593	-739	-950	非流动资产	1,768	2,512	3,204	3,358	3,521	3,673
%销售收入	4.7%	4.7%	4.7%	4.1%	4.0%	4.0%	%总资产	30.4%	38.4%	36.9%	31.7%	31.2%	27.0%
研发费用	0	0	0	-1	-2	-2	资产总计	5,823	6,537	8,672	10,601	11,273	13,612
%销售收入	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	短期借款	515	331	69	0	366	0
息税前利润 (EBIT)	665	725	918	1,397	1,756	2,224	应付款项	2,208	2,732	3,496	3,691	4,508	5,994
%销售收入	9.0%	8.2%	8.2%	9.6%	9.5%	9.4%	其他流动负债	275	351	438	570	639	817
财务费用	-26	-32	-30	40	45	50	流动负债	2,997	3,414	4,003	4,261	5,513	6,811
%销售收入	0.4%	0.4%	0.3%	-0.3%	-0.2%	-0.2%	长期贷款	0	21	16	0	0	0
资产减值损失	-15	-11	-15	0	0	0	其他长期负债	23	15	321	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0	负债	3,020	3,450	4,340	4,261	5,513	6,811
投资收益	7	23	16	12	20	25	普通股股东权益	2,753	3,038	4,240	6,233	5,639	6,664
%税前利润	1.1%	3.2%	1.8%	0.8%	1.1%	1.1%	其中：股本	400	400	540	659	659	659
营业利润	633	718	918	1,449	1,821	2,299	未分配利润	1,302	1,549	1,968	2,603	3,413	4,439
营业利润率	8.5%	8.1%	8.2%	10.0%	9.9%	9.7%	少数股东权益	50	49	92	107	122	137
营业外收支	1	1	1	0	0	0	负债股东权益合计	5,823	6,537	8,672	10,601	11,273	13,612
税前利润	635	720	919	1,449	1,821	2,299	比率分析						
利润率	8.6%	8.1%	8.3%	10.0%	9.9%	9.7%		2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
所得税	-160	-194	-223	-377	-455	-575	每股指标						
所得税率	25.2%	26.9%	24.2%	26.0%	25.0%	25.0%	每股收益	1.187	1.329	1.302	1.605	2.051	2.595
净利润	475	526	697	1,072	1,366	1,724	每股净资产	6.882	7.595	7.858	9.464	8.562	10.119
少数股东损益	0	-6	-6	15	15	15	每股经营现金净流	1.601	2.184	3.156	2.060	2.911	4.468
归属于母公司的净利润	475	532	703	1,057	1,351	1,709	每股股利	0.000	0.000	0.000	0.784	1.001	1.267
净利率	6.4%	6.0%	6.3%	7.3%	7.3%	7.2%	回报率						
现金流量表 (人民币百万元)							净资产收益率	17.25%	17.50%	16.57%	16.96%	23.95%	25.65%
	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E	总资产收益率	8.16%	8.13%	8.10%	9.97%	11.98%	12.56%
净利润	475	526	697	1,072	1,366	1,724	投入资本收益率	14.98%	15.41%	14.93%	16.30%	21.50%	24.52%
少数股东损益	0	-6	-6	15	15	15	增长率						
非现金支出	175	249	302	221	247	277	主营业务收入增长率	18.29%	19.38%	25.76%	30.40%	27.11%	28.65%
非经营收益	-1	-6	3	35	-8	-13	EBIT 增长率	8.04%	9.16%	26.61%	52.05%	25.75%	26.62%
营运资金变动	-8	105	701	-216	-34	422	净利润增长率	10.41%	11.93%	32.17%	50.43%	27.79%	26.54%
经营活动现金净流	640	874	1,703	1,111	1,571	2,411	总资产增长率	62.64%	12.27%	32.66%	22.25%	6.34%	20.74%
资本开支	-664	-549	-494	-415	-410	-430	资产管理能力						
投资	-766	209	-1,180	2	0	0	应收账款周转天数	11.1	10.8	10.4	10.0	10.0	10.0
其他	1	22	15	12	20	25	存货周转天数	124.4	127.2	106.7	100.0	100.0	100.0
投资活动现金净流	-1,430	-317	-1,659	-402	-390	-405	应付账款周转天数	68.0	63.0	59.4	62.0	58.0	58.0
股权募资	992	12	18	1,359	-1,405	0	固定资产周转天数	34.9	34.7	30.7	23.8	19.0	14.9
债权募资	106	-162	704	-406	366	-366	偿债能力						
其他	-36	-287	-301	-431	-552	-696	净负债/股东权益	-20.21%	-31.63%	-32.02%	-46.50%	-37.70%	-51.19%
筹资活动现金净流	1,061	-437	420	522	-1,591	-1,062	EBIT 利息保障倍数	25.4	22.7	30.1	-34.8	-39.2	-44.2
现金净流量	272	120	464	1,232	-410	944	资产负债率	51.87%	52.78%	50.05%	40.19%	48.90%	50.04%

来源：公司年报、国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	0	7	16	41	61
增持	0	1	2	4	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	0.00	1.13	1.11	1.09	1.00

来源：朝阳永续

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得 1 分，为“增持”得 2 分，为“中性”得 3 分，为“减持”得 4 分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

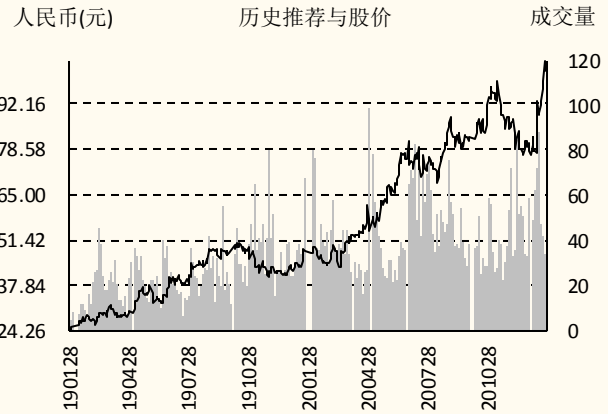
最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性
3.01~4.0=减持

历史推荐和目标定价(人民币)

序号	日期	评级	市价	目标价
1	2020-10-08	增持	82.46	93.70~93.70
2	2020-11-01	买入	94.50	N/A

来源：国金证券研究所



投资评级的说明：

- 买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 15%以上；
- 增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—15%；
- 中性：预期未来 6—12 个月内变动幅度在 -5%—5%；
- 减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以上。

特别声明：

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

本报告中的信息、意见等均仅供参考，不作为或被视作出售及购买证券或其他投资标的邀请或要约。客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于 C3 级（含 C3 级）的投资者使用；非国金证券 C3 级以上（含 C3 级）的投资者擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

此报告仅限于中国大陆使用。

上海

电话：021-60753903

传真：021-61038200

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：201204

地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号

紫竹国际大厦 7 楼

北京

电话：010-66216979

传真：010-66216793

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100053

地址：中国北京西城区长椿街 3 号 4 层

深圳

电话：0755-83831378

传真：0755-83830558

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：中国深圳市福田区中心四路 1-1 号

嘉里建设广场 T3-2402