

## 大参林 (603233.SH) 买入 (维持评级)

公司点评

市场价格 (人民币): 70.78 元

## 业绩持续高涨, 外拓内升实力突显

## 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)	466.17
年内股价最高最低(元)	105.07/53.75
沪深 300 指数	5087
上证指数	3478



## 公司基本情况(人民币)

项目	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	11,141	14,583	18,839	24,069	30,700
营业收入增长率	25.76%	30.89%	29.19%	27.76%	27.55%
归母净利润(百万元)	703	1,062	1,367	1,739	2,201
归母净利润增长率	32.17%	51.17%	28.74%	27.14%	26.59%
摊薄每股收益(元)	1.302	1.613	1.730	2.200	2.785
每股经营性现金流净额	3.16	2.88	2.04	3.32	4.12
ROE(归属母公司)(摊薄)	16.57%	19.73%	22.36%	24.28%	25.95%
P/E	54.35	43.89	40.91	32.17	25.42
P/B	9.01	8.66	9.15	7.81	6.60

来源: 公司年报、国金证券研究所

## 业绩简评

- 4月19日, 公司发布2020年报: 公司2020年实现营业收入145.83亿元, 较2019年同期增长30.89%; 其中归母净利润10.62亿元, 同比增长51.17%; 扣非归母净利润10.22亿元, 同比增长48.13%; 经营活动产生的现金流净额较上年同期增长14.41%, 整体业绩符合预期。

## 经营分析

- 2020年归母净利润增速超过50%, 或主要受益于老店内生增长、新开及并购门店的业绩贡献以及政策带来的税费减免:** 2020年全年公司实现营业收入145.83亿元, 同比增长30.89%; 归母净利润10.62亿元, 同比增长51.17%。营收增长主要原因为零售板块的老店内生增长, 以及自建和并购带来的新增门店的业绩贡献。归母净利润增长或主要由于收入增长、管理效率提升及政策带来的税费减免导致的。
- 深耕华南, 布局全国, 华东市场及北部市场加速布局, 开拓空白区域。** 截至2020年12月31日, 公司已开业门店数6020家(包括加盟店315家), 2020年全年净增1264家门店, 其中新开门店845家, 收购门店250家, 加盟店261家, 关闭门店92家。新增门店主要位于华南及华中地区, 华东及北部地区分别新增60、44家, 实现华南、华中、华东及北部地区市场销售额分别增加26.6%、33.5%、66.6%及186.9%, 实现各区域市场盈利能力持续增长。未来随着各区域门店数进一步扩增, 区域规模效应发力, 公司收入水平及盈利能力有望进一步提升。
- 积极布局院边店、DTP药房、O2O等渠道, 承接长处方、处方流转平台、互联网医院等渠道处方外流增量。** 公司目前拥有595家院边店, 89家DTP药房, 线上业务当年同比增长160%。预计未来公司依托线下门店规模和线上渠道流量的资源互补, 有望抢占处方外流先机, 带来业绩持续快速增长。

## 盈利预测及投资建议

- 考虑到未来公司全国扩张加速及承接处方药外流增量, 我们给予公司21-23年收入188/241/307亿元, 归母净利润13.7/17.4/22.0亿元。由于公司转增股本, 21-22年EPS由2.1/2.6元下调19%/18%为1.7/2.2元, 目前21-23年股价对应摊薄后41/32/25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; 收入地区集中。

## 相关报告

- 《持续受益处方外流, 净利润增速超过50%—【国金医药·2020...】》, 2021.1.27
- 《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
- 《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

赵海春 分析师 SAC 执业编号: S1130514100001  
(8621)61038261  
zhaohc@gjzq.com.cn

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)						
	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E		2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E
主营业务收入	8,859	11,141	14,583	18,839	24,069	30,700	货币资金	1,329	1,716	3,750	3,929	5,172	6,815
增长率		25.8%	30.9%	29.2%	27.8%	27.5%	应收账款	469	558	659	826	1,055	1,346
主营业务成本	-5,170	-6,743	-8,973	-11,586	-14,875	-19,034	存货	1,886	2,055	2,683	3,174	4,075	5,215
%销售收入	58.4%	60.5%	61.5%	61.5%	61.8%	62.0%	其他流动资产	341	1,139	1,205	1,364	1,413	1,475
毛利	3,689	4,399	5,609	7,253	9,194	11,666	流动资产	4,025	5,468	8,297	9,293	11,715	14,851
%销售收入	41.6%	39.5%	38.5%	38.5%	38.2%	38.0%	%总资产	61.6%	63.1%	67.3%	68.9%	72.1%	75.3%
营业税金及附加	-62	-61	-60	-102	-132	-169	长期投资	144	117	150	150	150	150
%销售收入	0.7%	0.5%	0.4%	0.5%	0.6%	0.6%	固定资产	983	1,119	1,287	1,317	1,319	1,339
销售费用	-2,487	-2,899	-3,471	-4,484	-5,728	-7,307	%总资产	15.0%	12.9%	10.4%	9.8%	8.1%	6.8%
%销售收入	28.1%	26.0%	23.8%	23.8%	23.8%	23.8%	无形资产	1,265	1,827	2,396	2,736	3,067	3,383
管理费用	-415	-520	-702	-867	-1,059	-1,335	非流动资产	2,512	3,204	4,035	4,203	4,536	4,872
%销售收入	4.7%	4.7%	4.8%	4.6%	4.4%	4.4%	%总资产	38.4%	36.9%	32.7%	31.1%	27.9%	24.7%
研发费用	0	0	-5	-2	-2	-3	<b>资产总计</b>	<b>6,537</b>	<b>8,672</b>	<b>12,332</b>	<b>13,496</b>	<b>16,251</b>	<b>19,723</b>
%销售收入	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	短期借款	331	69	192	0	0	0
息税前利润 (EBIT)	725	918	1,372	1,800	2,272	2,852	应付款项	2,732	3,496	4,656	5,265	6,768	8,659
%销售收入	8.2%	8.2%	9.4%	9.6%	9.4%	9.3%	其他流动负债	351	438	621	704	898	1,143
财务费用	-32	-30	11	19	40	70	流动负债	3,414	4,003	5,468	5,969	7,666	9,802
%销售收入	0.4%	0.3%	-0.1%	-0.1%	-0.2%	-0.2%	长期贷款	21	16	0	0	0	0
资产减值损失	-11	-15	33	0	0	0	其他长期负债	15	321	1,291	1,207	1,207	1,207
公允价值变动收益	0	0	8	0	0	0	<b>负债</b>	<b>3,450</b>	<b>4,340</b>	<b>6,759</b>	<b>7,176</b>	<b>8,873</b>	<b>11,009</b>
投资收益	23	16	18	20	20	25	<b>普通股股东权益</b>	<b>3,038</b>	<b>4,240</b>	<b>5,385</b>	<b>6,117</b>	<b>7,160</b>	<b>8,480</b>
%税前利润	3.2%	1.8%	1.3%	1.1%	0.9%	0.8%	其中：股本	400	540	659	790	790	790
营业利润	718	918	1,448	1,838	2,332	2,947	未分配利润	1,549	1,968	2,627	3,448	4,491	5,812
营业利润率	8.1%	8.2%	9.9%	9.8%	9.7%	9.6%	少数股东权益	49	92	188	203	218	233
营业外收支	1	1	-2	0	0	0	<b>负债股东权益合计</b>	<b>6,537</b>	<b>8,672</b>	<b>12,332</b>	<b>13,496</b>	<b>16,251</b>	<b>19,723</b>
税前利润	720	919	1,446	1,838	2,332	2,947	<b>比率分析</b>						
利润率	8.1%	8.3%	9.9%	9.8%	9.7%	9.6%		2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E
所得税	-194	-223	-363	-456	-578	-731	<b>每股指标</b>						
所得税率	26.9%	24.2%	25.1%	24.8%	24.8%	24.8%	每股收益	1.329	1.302	1.613	1.730	2.200	2.785
净利润	526	697	1,083	1,382	1,754	2,216	每股净资产	7.595	7.858	8.176	7.739	9.059	10.730
少数股东损益	-6	-6	21	15	15	15	每股经营现金净流	2.184	3.156	2.879	2.039	3.318	4.116
归属于母公司的净利润	532	703	1,062	1,367	1,739	2,201	每股股利	0.000	0.000	0.000	0.692	0.880	1.114
净利率	6.0%	6.3%	7.3%	7.3%	7.2%	7.2%	<b>回报率</b>						
<b>现金流量表 (人民币百万元)</b>							净资产收益率	17.50%	16.57%	19.73%	22.36%	24.28%	25.95%
	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E	总资产收益率	8.13%	8.10%	8.61%	10.13%	10.70%	11.16%
净利润	526	697	1,083	1,382	1,754	2,216	投入资本收益率	15.41%	14.93%	14.74%	17.98%	19.90%	21.62%
少数股东损益	-6	-6	21	15	15	15	<b>增长率</b>						
非现金支出	249	302	315	271	317	364	主营业务收入增长率	19.38%	25.76%	30.89%	29.19%	27.76%	27.55%
非经营收益	-6	3	-14	82	34	29	EBIT增长率	9.16%	26.61%	49.40%	31.14%	26.26%	25.52%
营运资金变动	105	701	512	-124	517	644	净利润增长率	11.93%	32.17%	51.17%	28.74%	27.14%	26.59%
<b>经营活动现金净流</b>	<b>874</b>	<b>1,703</b>	<b>1,896</b>	<b>1,612</b>	<b>2,623</b>	<b>3,253</b>	总资产增长率	12.27%	32.66%	42.21%	9.44%	20.41%	21.36%
资本开支	-549	-494	-780	-481	-650	-700	<b>资产管理能力</b>						
投资	209	-1,180	-309	0	0	0	应收账款周转天数	10.8	10.4	9.9	10.0	10.0	10.0
其他	22	15	18	20	20	25	存货周转天数	127.2	106.7	96.4	100.0	100.0	100.0
<b>投资活动现金净流</b>	<b>-317</b>	<b>-1,659</b>	<b>-1,071</b>	<b>-461</b>	<b>-630</b>	<b>-675</b>	应付账款周转天数	63.0	59.4	60.3	61.0	61.0	61.0
股权募资	12	18	116	-89	0	0	固定资产周转天数	34.7	30.7	27.9	22.2	17.4	13.9
债权募资	-162	704	1,451	-275	0	0	<b>偿债能力</b>						
其他	-287	-301	-358	-608	-750	-935	净负债/股东权益	-31.63%	-32.02%	-54.57%	-53.99%	-63.09%	-72.27%
<b>筹资活动现金净流</b>	<b>-437</b>	<b>420</b>	<b>1,209</b>	<b>-971</b>	<b>-750</b>	<b>-935</b>	EBIT利息保障倍数	22.7	30.1	-124.1	-95.3	-57.0	-40.9
<b>现金净流量</b>	<b>120</b>	<b>464</b>	<b>2,034</b>	<b>179</b>	<b>1,243</b>	<b>1,643</b>	资产负债率	52.78%	50.05%	54.81%	53.17%	54.60%	55.82%

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	3	5	20	64
增持	0	1	1	2	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	0.00	1.25	1.17	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
3	2021-01-27	买入	102.20	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