

# 年报点评：经营业绩略超我们预期，门店坪效继续提升

买入（维持）

2021年04月20日

证券分析师 朱国广  
执业证号：S0600520070004

zhugg@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入（百万元）	14,583	18,471	23,243	29,054
同比（%）	30.9%	26.7%	25.8%	25.0%
归母净利润（百万元）	1,062	1,354	1,739	2,219
同比（%）	51.2%	27.5%	28.4%	27.6%
每股收益（元/股）	1.61	2.06	2.64	3.37
P/E（倍）	45.92	36.01	28.05	21.98

## 投资要点

- **事件：**2020年公司实现营业收入145.83亿元（+30.89%），实现归母净利润10.62亿元（+51.17%），实现扣非归母净利润10.22（+48.13%）；经营性现金流净额19.54亿元（+14.41%）。公司收入利润略超我们预期。
- **经营业绩高速增长，疫情推动线上销售。**得益于已有零售店的内生增长、新开和并购门店的业绩增量，公司营收实现30.89%的快速增长，四个季度分别同比增长30.39%、33.82%、27.39%、31.93%。疫情期间，公司积极推动药事服务场景线上化，实现O2O、B2C和电商业务持续增长，2020年线上业务收入同比增长160%。叠加管理效益提升以及营业总成本的有效控制，公司归母净利润与扣非归母净利润均实现48%以上的高速增长。此外，由于库存优化、整理营运能力提升等，公司经营活动产生的现金流量净额同比增加14.41%。
- **华南龙头加速走向全国，非药品类增速最快。**分地区来看，华南市场销售增长26.57%，华中市场销售增长33.54%，华东市场销售增长66.59%。在“深耕华南，布局全国”战略下，体现公司品牌扩张、经营的能力持续提升。分业务类型来看，零售业务收入137.72亿元（+29.14%），毛利率37.89%（-0.7pp），公司将通过继续下沉二、三级市场等，不断扩大零售渠道品牌规模，以继续保持规模优势。批发业务收入4.91亿元（+125.15%），毛利率14.9%（+3.8pp），主要系开拓医药渠道市场和开发优势品类带来毛利率提升。分产品类型来看，非药品类增长最快，增速高达65.67%，主要由于疫情期间医疗器械用品等类别带动销售增长。公司主营业务毛利率37.10%（-0.94pp），主要由于相对低毛利的零售处方药与防疫商品等销售份额提升。
- **内生+外延扩展门店，管理经营持续优化。**2020年公司净增加门店1264家，其中新增直营门店845家，加盟店261家，收购门店250家，关闭门店92家，截至2020年底，公司门店总数6020家。在5705家直营连锁门店中，已取得医保资质的药店4695家，占比82.3%。2020年直营门店的有效月均平效为2684.45元/平方米（含税），与2019年月均平效相比2579.14元/平方米（含税）增长4.08%。公司全方面优化门店管理，有望加速整体盈利水平的提升，2020年销售净利率7.43%（+1.18pp）。
- **盈利预测与投资评级：**考虑到2020年公司业务稳定快速增长，我们将公司2021-2022年归母净利润11.94/15.03亿元调整至13.54/17.39亿元，预计2023年归母净利润约22.20亿元，对应当前市值的PE分别为36X/28X/22X，维持“买入”评级。
- **风险提示：**门店扩张或不及预期；门店业务增长或不及预期。

## 股价走势



## 市场数据

收盘价(元)	74.05
一年最低/最高价	52.17/106.50
市净率(倍)	9.39
流通A股市值(百万元)	48602.03

## 基础数据

每股净资产(元)	7.89
资产负债率(%)	54.81
总股本(百万股)	658.62
流通A股(百万股)	656.34

## 相关研究

- 1、《大参林 (603233)：经营业绩稳健增长，月均坪效同比提高》2020-11-01
- 2、《大参林 (603233)：经营业绩高速增长，运营管理持续优化》2020-08-28

大参林三大财务预测表

资产负债表(百万元)					利润表(百万元)				
	2020A	2021E	2022E	2023E		2020A	2021E	2022E	2023E
<b>流动资产</b>	<b>8,297</b>	<b>10,451</b>	<b>13,172</b>	<b>16,486</b>	<b>营业收入</b>	<b>14,583</b>	<b>18,471</b>	<b>23,243</b>	<b>29,054</b>
现金	3,750	6,272	6,995	10,324	减:营业成本	8,973	11,367	14,180	17,601
应收账款	432	540	683	845	营业税金及附加	60	76	96	120
存货	2,683	2,065	3,858	3,494	营业费用	3,471	4,452	5,672	7,148
其他流动资产	1,432	1,574	1,636	1,822	管理费用	702	815	1,025	1,282
<b>非流动资产</b>	<b>4,035</b>	<b>4,371</b>	<b>4,717</b>	<b>5,074</b>	研发费用	5	6	7	8
长期股权投资	0	4	9	15	财务费用	-11	22	22	14
固定资产	1,116	1,382	1,684	2,024	资产减值损失	25	17	27	34
在建工程	171	202	231	258	加:投资净收益	18	18	18	18
无形资产	539	668	793	912	其他收益	75	50	55	56
其他非流动资产	2,209	2,114	2,001	1,865	资产处置收益	-3	-2	-2	-2
<b>资产总计</b>	<b>12,332</b>	<b>14,822</b>	<b>17,889</b>	<b>21,560</b>	<b>营业利润</b>	<b>1,448</b>	<b>1,818</b>	<b>2,340</b>	<b>2,989</b>
<b>流动负债</b>	<b>5,468</b>	<b>6,792</b>	<b>8,304</b>	<b>9,945</b>	加:营业外净收支	-2	-0	-0	-1
短期借款	191	191	191	191	<b>利润总额</b>	<b>1,446</b>	<b>1,817</b>	<b>2,339</b>	<b>2,989</b>
应付账款	4,215	5,177	6,539	8,004	减:所得税费用	363	457	588	751
其他流动负债	1,063	1,423	1,574	1,750	少数股东损益	21	7	13	19
<b>非流动负债</b>	<b>1,291</b>	<b>1,097</b>	<b>900</b>	<b>692</b>	<b>归属母公司净利润</b>	<b>1,062</b>	<b>1,354</b>	<b>1,739</b>	<b>2,219</b>
长期借款	1,207	1,014	816	609	EBIT	1,425	1,715	2,182	2,764
其他非流动负债	83	83	83	83	EBITDA	1,765	2,061	2,609	3,282
<b>负债合计</b>	<b>6,759</b>	<b>7,889</b>	<b>9,204</b>	<b>10,637</b>	<b>重要财务与估值指标</b>	<b>2020A</b>	<b>2021E</b>	<b>2022E</b>	<b>2023E</b>
少数股东权益	188	195	208	227	每股收益(元)	1.61	2.06	2.64	3.37
归属母公司股东权益	5,385	6,739	8,478	10,697	每股净资产(元)	7.89	9.94	12.58	15.95
<b>负债和股东权益</b>	<b>12,332</b>	<b>14,822</b>	<b>17,889</b>	<b>21,560</b>	发行在外股份(百万股)	659	659	659	659
					ROIC(%)	50.4%	127.9%	89.2%	396.0%
					ROE(%)	19.4%	19.6%	20.2%	20.5%
					毛利率(%)	38.5%	38.5%	39.0%	39.4%
					销售净利率(%)	7.3%	7.3%	7.5%	7.6%
					资产负债率(%)	54.8%	53.2%	51.4%	49.3%
					收入增长率(%)	30.9%	26.7%	25.8%	25.0%
					净利润增长率(%)	55.5%	25.6%	28.7%	27.8%
					P/E	45.92	36.01	28.05	21.98
					P/B	9.39	7.45	5.88	4.64
					EV/EBITDA	26.06	21.12	16.35	11.93

数据来源: 贝格数据, 东吴证券研究所

## 免责声明

东吴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。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司(以下简称“本公司”)的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下,本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议,本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下,东吴证券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并进行交易,还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险,投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息,本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性,也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更,在不同时期,本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本报告的版权归本公司所有,未经书面许可,任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发、转载,需征得东吴证券研究所同意,并注明出处为东吴证券研究所,且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

## 东吴证券投资评级标准:

### 公司投资评级:

买入: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15% 以上;

增持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5% 与 15% 之间;

中性: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -5% 与 5% 之间;

减持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -15% 与 -5% 之间;

卖出: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 -15% 以下。

### 行业投资评级:

增持: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对强于大盘 5% 以上;

中性: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对大盘 -5% 与 5%;

减持: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对弱于大盘 5% 以上。

东吴证券研究所

苏州工业园区星阳街 5 号

邮政编码: 215021

传真: (0512) 62938527

公司网址: <http://www.dwzq.com.cn>