

疫情不改门店扩张进程，华南龙头地位巩固

——大参林 2020 年年报点评

事件：

2021 年 4 月 19 日，公司公告 2020 年报：报告期内实现营业收入 145.83 亿元，同比提升 30.89%；实现归母净利润 10.62 亿元，同比提升 51.17%；扣非归母净利润为 10.22 亿元，同比提升 48.13%。

国元观点：

● 业绩增长显著，疫情带动防疫物资销量增长

公司全年业绩增长显著，收入增速 30.89%，归母净利润增速 51.17%。分季度来看，Q1-4 季度分别实现营收 33.62/35.78/35.52/40.91 亿元，实现归母净利润 2.80/3.14/2.72/1.95 亿元，疫情期间公司业绩受影响有限，Q4 季度公司营收突破 40 亿元。分品种来看，2020 年中西成药实现营收 90.79 亿元 (+22.50%)，毛利率 32.55% (-1.43 pct)；中参药材实现营收 21.70 亿元 (+38.22%)，毛利率 38.22% (-0.84 pct)；非药品类实现营收 30.13 亿元 (+65.67%)，毛利率 50.03% (-3.65 pct)，非药品类占比增至 20.66% (+4.33 pct)，主要系疫情期间防疫物资的销量增长所致。此外，公司销售费用率改善显著，2020 年销售费用率降至 23.80% (-2.18 pct)。

● “拓展+并购+直营式加盟”三足协力，深耕华南布局全国

疫情下公司门店扩张加速，加速重点区域的并购整合。截至 2020 年 12 月 31 日，公司拥有门店 6020 家，其中直营门店 5705 家，加盟店 315 家，业务覆盖 10 个省份。全年净增门店 1246 家，同比上升 42.23%，其中自建 845 家，收购 250 家，加盟 261 家。2020 年公司共发起了 16 起并购，涉及门店 467 家。截至 2020 年末，公司医保定点门店占比达 82.30%，全年新增医保门店 1107 家，截至 20 年末公司共拥有院边店 595 家（新增 37 家），DTP 门店 89 家，公司筹备充足，有望有效承接处方外流与慢病统筹。

● 积极布局互联网线上业务，实现线上线下资源互补

公司依托线下门店规模和线上渠道流量的资源互补，积极布局互联网线上业务。疫情改变了人们的消费习惯，新冠疫情期间公司通过自有电商平台和第三方平台等线上渠道的无接触购药模式为线下门店带来增量收入，2020 年全年公司线上业务收入同比增长 160%，通过线上平台导入的新客流有望为公司带来多板块的增量收入。

● 投资建议与盈利预测

公司深耕两广并有序推进全国布局，门店在疫情中加速扩张，业绩增长显著。我们预计公司 2021-2023 年营收为 185.73/232.52/286.23 亿元，同比增长 27.4%/25.2%/23.1%，归母净利润分别为 13.65/16.97/20.93 亿元，同比增长 28.5%/24.3%/23.3%，对应 EPS 为 2.08/2.59/3.19 元/股，对应 PE 为 34/27/22，维持“买入”评级。

● 风险提示

开拓新市场影响公司短期盈利能力的风险；行业政策迭代风险；慢病统筹、处方外流推广不及预期。

附表：盈利预测

财务数据和估值	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	11141.17	14582.87	18573.14	23252.22	28623.39
收入同比 (%)	25.8	30.9	27.4	25.2	23.1
归母净利润(百万元)	702.66	1062.18	1365.04	1697.37	2092.98
归母净利润同比 (%)	32.2	51.2	28.5	24.3	23.3
ROE (%)	16.6	19.7	20.3	19.8	19.2
每股收益 (元)	1.07	1.62	2.08	2.59	3.19
市盈率(P/E)	66.11	43.74	34.03	27.37	22.20

资料来源：Wind, 国元证券研究所

买入|维持

当前价： 70.78 元

基本数据

52 周最高/最低价 (元): 105.07 / 64.94

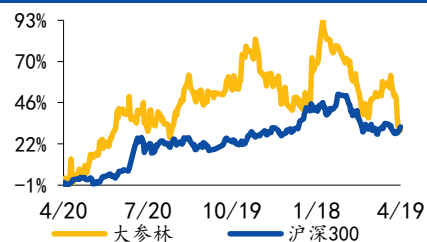
A 股流通股 (百万股): 656.34

A 股总股本 (百万股): 658.62

流通市值 (百万元): 46455.79

总市值 (百万元): 46617.21

过去一年股价走势



资料来源：Wind

相关研究报告

《国元证券公司研究-大参林 (603233) 2020 年三季报点评：业绩维持高增速，“内生+外延”有序布局门店》2020.11.02

《国元证券公司研究-大参林 (603233) 2020 年中报点评：门店扩张持续推进，上半年业绩超预期》2020.08.28

《国元证券公司研究-大参林 (603233) 2019 年报暨 2020Q1 点评：一季度业绩超预期，全国布局有序推进》2020.04.29

报告作者

分析师 刘慧敏

执业证书编号 S0020520110001

电话 021-51097188

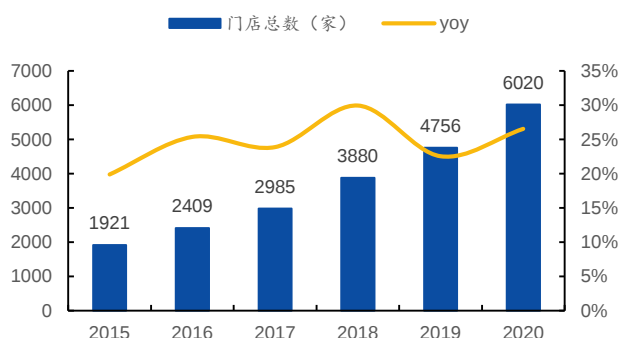
邮箱 liuhuimin@gyzq.com.cn

联系人 张俊

电话 021-51097188

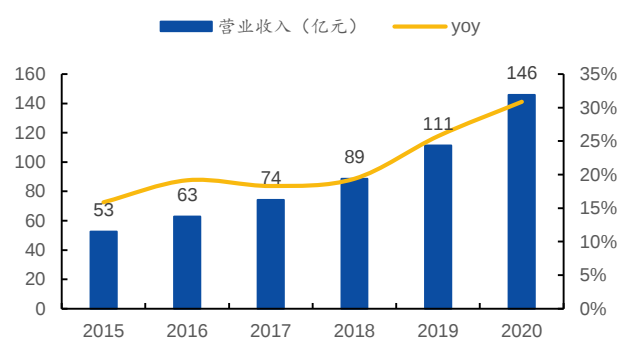
邮箱 zhangjun_sh@gyzq.com.cn

图 1：2015-2020 年公司门店数量情况（家）



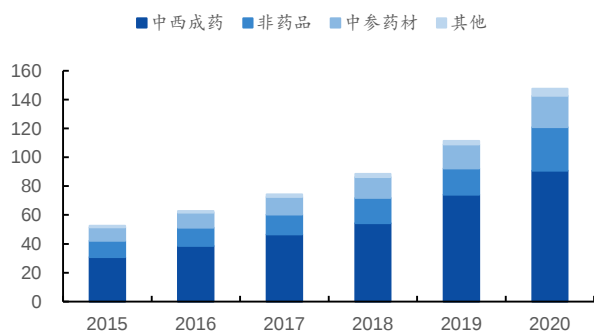
资料来源：Wind，国元证券研究所

图 2：2015-2020 年公司营业收入情况（亿元，%）



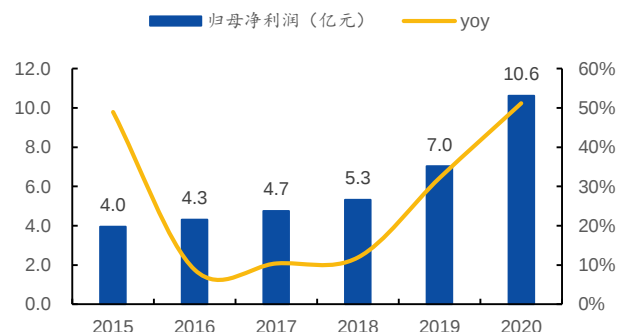
资料来源：Wind，国元证券研究所

图 3：2015-2020 年公司分产品营收情况（亿元，%）



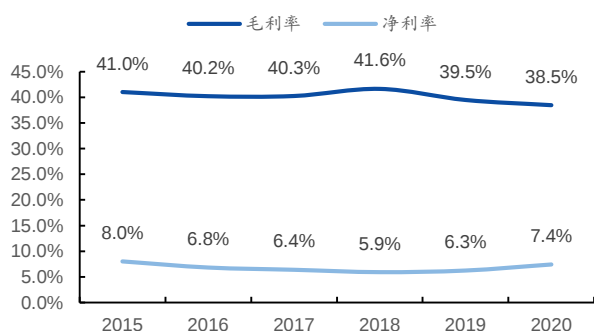
资料来源：Wind，国元证券研究所

图 4：2015-2020 年公司归母净利润情况（亿元，%）



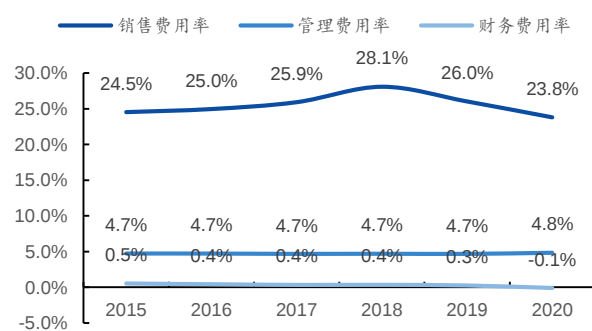
资料来源：Wind，国元证券研究所

图 5：2015-2020 年公司毛利率及净利率情况（%）



资料来源：Wind，国元证券研究所

图 6：2015-2020 年公司费用率情况（%）



资料来源：Wind，国元证券研究所

财务预测表

资产负债表					
单位:百万元					
会计年度	2019	2020	2021E	2022E	2023E
流动资产	5468	8297	10025	13194	17295
现金	1716	3750	4438	6117	8427
应收账款	356	432	611	764	1019
其他应收款	202	227	407	573	784
预付账款	97	97	299	377	465
存货	2055	2683	4141	5222	6439
其他流动资产	1042	1109	130	140	160
非流动资产	3204	4035	3382	3595	3746
长期投资	7	0	5	6	6
固定资产	938	1116	989	857	726
无形资产	352	490	490	490	490
其他非流动资产	1907	2428	1897	2242	2524
资产总计	8672	12332	13407	16789	21041
流动负债	4003	5468	6439	8006	9930
短期借款	63	191	326	119	0
应付账款	1312	1651	5357	6955	8821
其他流动负债	2627	3627	756	931	1110
非流动负债	337	1291	58	73	71
长期借款	16	0	0	0	0
其他非流动负债	321	1291	58	73	71
负债合计	4340	6759	6497	8079	10002
少数股东权益	92	188	174	157	138
股本	540	659	656	656	656
资本公积	1515	1762	1762	1856	2091
留存收益	2140	2874	4239	5936	8029
归属母公司股东权益	4240	5385	6736	8553	10901
负债和股东权益	8672	12332	13407	16789	21041

现金流量表					
单位:百万元					
会计年度	2019	2020	2021E	2022E	2023E
经营活动现金流	1708	1954	699	2098	2465
净利润	697	1083	1351	1681	2073
折旧摊销	292	340	142	144	146
财务费用	30	-11	18	15	13
投资损失	-16	-18	-20	-20	-20
营运资金变动	692	498	-870	292	256
其他经营现金流	13	62	77	-14	-3
投资活动现金流	-1659	-1071	1075	-309	-275
资本支出	501	792	80	62	65
长期投资	820	19	159	15	16
其他投资现金流	-337	-260	1314	-232	-194
筹资活动现金流	420	1209	-1086	-110	120
短期借款	-263	127	135	-207	-119
长期借款	-5	-16	0	0	0
普通股增加	140	119	-2	0	0
资本公积增加	554	247	0	94	235
其他筹资现金流	-5	732	-1219	3	4
现金净增加额	469	2092	687	1679	2310

利润表					
单位:百万元					
会计年度	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入	11141	14583	18573	23252	28623
营业成本	6743	8973	11502	14507	17886
营业税金及附加	61	60	111	128	157
营业费用	2899	3471	4365	5418	6641
管理费用	520	702	836	1000	1231
研发费用	0	5	0	0	0
财务费用	30	-11	18	15	13
资产减值损失	-10	-25	-10	-10	-10
公允价值变动收益	0	8	0	0	0
投资净收益	16	18	20	20	20
营业利润	918	1448	1785	2229	2740
营业外收入	9	7	7	9	9
营业外支出	7	8	3	3	3
利润总额	919	1446	1790	2235	2746
所得税	223	363	438	554	673
净利润	697	1083	1351	1681	2073
少数股东损益	-6	21	-14	-17	-20
归属母公司净利润	703	1062	1365	1697	2093
EBITDA	1241	1777	1946	2389	2899
EPS (元)	1.30	1.61	2.08	2.59	3.19

主要财务比率

会计年度	2019	2020	2021E	2022E	2023E
成长能力					
营业收入(%)	25.8%	30.9%	27.4%	25.2%	23.1%
营业利润(%)	27.8%	57.7%	23.3%	24.9%	22.9%
归属母公司净利润(%)	32.2%	51.2%	28.5%	24.3%	23.3%
获利能力					
毛利率(%)	39.5%	38.5%	38.1%	37.6%	37.5%
净利率(%)	6.3%	7.3%	7.3%	7.3%	7.3%
ROE(%)	16.6%	19.7%	20.3%	19.8%	19.2%
ROIC(%)	22.3%	38.6%	44.9%	58.0%	74.5%
偿债能力					
资产负债率(%)	50.0%	54.8%	48.5%	48.1%	47.5%
净负债比率(%)	1.96%	2.84%	5.02%	1.48%	0.00%
流动比率	1.37	1.52	1.56	1.65	1.74
速动比率	0.85	1.02	0.91	1.00	1.09
营运能力					
总资产周转率	1.47	1.39	1.44	1.54	1.51
应收账款周转率	33	35	35	34	32
应付账款周转率	6.14	6.06	3.28	2.36	2.27
每股指标(元)					
每股收益(最新摊薄)	1.07	1.62	2.08	2.59	3.19
每股经营现金流(最新摊薄)	2.60	2.98	1.06	3.20	3.76
每股净资产(最新摊薄)	6.46	8.20	10.26	13.03	16.61
估值比率					
P/E	66.11	43.74	34.03	27.37	22.20
P/B	10.96	8.63	6.90	5.43	4.26
EV/EBITDA	35	25	22	18	15

投资评级说明:

(1) 公司评级定义		(2) 行业评级定义	
买入	预计未来 6 个月内, 股价涨跌幅优于上证指数 20%以上	推荐	预计未来 6 个月内, 行业指数表现优于市场指数 10%以上
增持	预计未来 6 个月内, 股价涨跌幅优于上证指数 5-20%之间	中性	预计未来 6 个月内, 行业指数表现介于市场指数±10%之间
持有	预计未来 6 个月内, 股价涨跌幅介于上证指数±5%之间	回避	预计未来 6 个月内, 行业指数表现劣于市场指数 10%以上
卖出	预计未来 6 个月内, 股价涨跌幅劣于上证指数 5%以上		

分析师声明

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, 以勤勉的职业态度, 独立、客观地出具本报告。本人承诺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操守和专业能力, 本报告清晰地反映了本人的研究观点并通过合理判断得出结论, 结论不受任何第三方的授意、影响。

证券投资咨询业务的说明

根据中国证监会颁发的《经营证券业务许可证》(Z23834000), 国元证券股份有限公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议, 并直接或间接收取服务费用的活动。证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式, 指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析, 形成证券估值、投资评级等投资分析意见, 制作证券研究报告, 并向客户发布的行为。

一般性声明

本报告由国元证券股份有限公司(以下简称“本公司”)在中华人民共和国内地(香港、澳门、台湾除外)发布, 仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。若国元证券以外的金融机构或任何第三方机构发送本报告, 则由该金融机构或第三方机构独自为此发送行为负责。本报告不构成国元证券向发送本报告的金融机构或第三方机构之客户提供的投资建议, 国元证券及其员工亦不为上述金融机构或第三方机构之客户因使用本报告或报告载述的内容引起的直接或连带损失承担任何责任。本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息, 但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的信息、资料、分析工具、意见及推测只提供给客户作参考之用, 并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的投资建议或要约邀请。本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。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。本公司建议客户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。在法律许可的情况下, 本公司及其所属关联机构可能会持有本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投资银行业务服务或其他服务。

免责条款

本报告是为特定客户和其他专业人士提供的参考资料。文中所有内容均代表个人观点。本公司力求报告内容的准确可靠, 但并不对报告内容及所引用资料的准确性和完整性作出任何承诺和保证。本公司不会承担因使用本报告而产生的法律责任。本报告版权归国元证券所有, 未经授权不得复印、转发或向特定读者群以外的人士传阅, 如需引用或转载本报告, 务必与本公司研究所联系。 网址: www.gyzq.com.cn

国元证券研究所

合肥	上海
地址: 安徽省合肥市梅山路 18 号安徽国际金融中心 A 座国元证券	地址: 上海市浦东新区民生路 1199 号证大五道口广场 16 楼国元证券
邮编: 230000	邮编: 200135
传真: (0551) 62207952	传真: (021) 68869125
	电话: (021) 51097188