



2021年4月22日

大参林 (603233): 业绩高增长, 全国布局加速

推荐 (首次)

医药生物

当前股价: 77.95 元

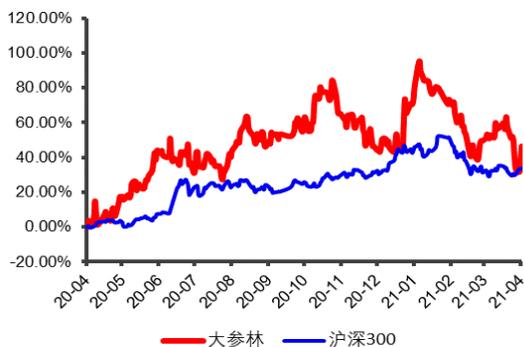
主要财务指标 (单位: 百万元)

	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入	14,583	18,708	23,648	29,292
(+/-)	30.9%	28.3%	26.4%	23.9%
营业利润	1,448	1,910	2,461	3,071
(+/-)	57.7%	31.9%	28.8%	24.8%
归属母公	1,062	1,408	1,819	2,276
司净利润				
(+/-)	51.2%	32.5%	29.3%	25.1%
EPS (元)	1.61	2.14	2.76	3.46
市盈率	48.3	36.5	28.2	22.6

公司基本情况 (最新)

总股本/已流通股 (万股)	65862 / 65634
流通市值 (亿元)	517
每股净资产 (元)	7.89
资产负债率 (%)	54.8

股价表现 (最近一年)



资料来源: Wind, 华鑫证券研发部

分析师: 杜永宏

执业证书编号: S1050517060001

电话: 021-54967706

邮箱: duyh@cfsc.com.cn

分析师: 陈成

执业证书编号: S1050520080001

电话: 021-54967650

邮箱: chencheng@cfsc.com.cn

华鑫证券有限责任公司

地址: 上海市徐汇区肇嘉浜路 750 号

邮编: 200030

电话: (8621) 64339000

网址: http://www.cfsc.com.cn

投资要点:

- **公司业绩高增长。**公司 2020 全年实现营业收入 145.83 亿元, 同比增长 30.89%; 归属于母公司股东净利润 10.62 亿元, 同比增长 51.17%; 扣非后归属于母公司股东净利润 10.22 亿元, 同比增长 48.13%, 对应 EPS1.62 元。其中 2020Q4 单季实现营业收入 40.91 亿元 (+31.93%); 归母净利润 1.95 亿元 (+33.20%), 公司业绩高增长。

- **直营、并购、加盟共同发力, 门店数量快速增长。**公司主要从事医药零售业务, 营收规模为 137.72 亿元, 占比达 96.56%; 还有小部分批发业务, 营收规模为 4.91 亿元。2020 年公司净增门店 1264 家, 其中自建 845 家, 收购 250 家, 加盟 261 家, 闭店 92 家, 截止 20 年末公司共计拥有 6020 家门店。公司从 2019 年开放直营式加盟, 目前已新设 315 家加盟店; 20 年共计发生 16 起并购项目, 涉及 467 家门店; 直营、并购、加盟共同发力, 扩张步伐加速, 新增门店为公司贡献业绩增量。从地域上看, 华南、华中、华东和东北华北西北地区分别贡献营收 119.78 亿元 (+26.57%, 4707 家门店)、10.96 亿元 (+33.54%, 720 家门店)、7.27 亿元 (+66.59%, 387 家) 和 4.60 亿元 (+185.86, 206 家)。传统华南地区维持较高增速, 东北华北西北地区通过门店并购实现高增长, 公司深耕华南地区的同时, 也在加大全国布局。从产品种类上看, 中西成药实现营收 90.78 亿元 (+22.50%); 中参药材实现营收 21.70 亿元 (+31.37%); 非药品实现营收 30.13 亿元 (+65.67%)。新冠疫情物资推动非药品高增长, 处方外流长期利好药品业务发展。

- **管理效益良好, 精细化运营下盈利能力逐步提升。**公司配

有中央仓+省仓+地区仓的自有物流体系，同时配合物联网技术，有效降低物流成本，提高门店响应时间；互联网经营模式发展良好，线上业务收入同比大增 160%；精细化会员运营模式拉动会员复购率的提升。在传统业务之外，公司积极探索 DTP、院边店等新兴业务模式，目前公司共有 595 家院边店（+37 家）和 89 家 DTP 门店，新兴药店的开设有望承接更多的外流处方。在公司有效的管理和经营模式下，门店有效月均平效为 2684 元/平方米（去年同期 2579 元/平方米），其中核心地区华南月均平效达到 2884 元/平方米（去年同期 2726 元/平方米）。报告期内，公司销售费用率下降 2.22pp 为 23.80%，销售净利率提升了 1.18pp 达 7.43%。

● **盈利预测：**我们预测公司 2020-2022 年实现归属于母公司净利润分别为 14.08 亿元、18.19 亿元、22.76 亿元，对应 EPS 分别为 2.14 元、2.76 元、3.46 元，当前股价对应 PE 分别为 36.5/28.2/22.6 倍，首次覆盖，给予“推荐”评级。

● **风险提示：**并购整合不及预期风险；行业政策风险。



表附录：三大报表预测值（百万元）

资产负债表(百万元)	2020A	2021E	2022E	2023E	利润表(百万元)	2020A	2021E	2022E	2023E
流动资产:					营业收入	14,583	18,708	23,648	29,292
货币资金	3,750	3,591	4,107	4,855	营业成本	8,973	11,549	14,646	18,179
应收款	659	831	985	1,220	营业税金及附加	60	60	60	60
存货	2,683	3,401	4,231	5,151	销售费用	3,471	4,396	5,486	6,737
其他流动资产	1,205	1,265	1,329	1,395	管理费用	702	898	1,111	1,377
流动资产合计	8,297	9,088	10,652	12,621	财务费用	-11	-35	-37	-44
非流动资产:					研发费用	5	9	12	15
金融类资产	150	165	181	200	费用合计	4,166	5,269	6,573	8,084
固定资产+在建工程	1,287	1,630	1,946	2,235	资产减值损失	-33	-23	-16	-11
无形资产+商誉	1,824	2,006	2,207	2,427	公允价值变动	8	8	9	9
其他非流动资产	774	851	936	1,030	投资收益	18	19	20	21
非流动资产合计	4,035	4,652	5,271	5,892	营业利润	1,448	1,910	2,461	3,071
资产总计	12,332	13,741	15,923	18,512	加: 营业外收入	7	8	8	9
流动负债:					减: 营业外支出	8	9	10	11
短期借款	191	200	210	221	利润总额	1,446	1,908	2,459	3,069
应付账款、票据	4,215	5,358	6,713	8,180	所得税费用	363	479	618	771
其他流动负债	1,063	1,169	1,286	1,415	净利润	1,083	1,429	1,841	2,298
流动负债合计	5,468	6,727	8,209	9,816	少数股东损益	21	21	22	22
非流动负债:					归母净利润	1,062	1,408	1,819	2,276
长期借款	0	0	0	0					
其他非流动负债	1,291	645	323	32	主要财务指标	2020A	2021E	2022E	2023E
非流动负债合计	1,291	645	323	32	成长性				
负债合计	6,759	7,372	8,532	9,848	营业收入增长率	30.9%	28.3%	26.4%	23.9%
所有者权益					营业利润增长率	57.7%	31.9%	28.8%	24.8%
股本	659	659	659	659	归母净利润增长率	51.2%	32.5%	29.3%	25.1%
资本公积金	1,762	1,762	1,762	1,762	总资产增长率	42.2%	11.4%	15.9%	16.3%
未分配利润	2,627	3,280	4,118	5,162	盈利能力				
少数股东权益	188	188	188	188	毛利率	38.5%	38.3%	38.1%	37.9%
所有者权益合计	5,573	6,368	7,391	8,664	营业利润率	9.9%	10.2%	10.4%	10.5%
负债和所有者权益	12,332	13,741	15,923	18,512	三项费用/营收	28.6%	28.2%	27.8%	27.6%
					EBIT/销售收入	10.0%	10.2%	10.4%	10.5%
现金流量表(百万元)	2020E	2021E	2022E	2023E	净利润率	7.4%	7.6%	7.8%	7.8%
净利润	1083	1429	1841	2298	ROE	19.4%	22.4%	24.9%	26.5%
折旧与摊销	340	212	266	323	营运能力				
财务费用	11	-35	-37	-44	总资产周转率	118.3%	136.2%	148.5%	158.2%
存货的减少	-540	-718	-831	-919	资产结构				
营运资本变化	1037	971	1202	1232	资产负债率	54.8%	53.7%	53.6%	53.2%
其他非现金部分	13	-859	-555	-543	现金流质量				
经营活动现金净流量	1954	999	1886	2347	经营净现金流/净利润	1.80	0.70	1.02	1.02
投资活动现金净流量	-1071	-570	-599	-630	每股数据(元/股)				
筹资活动现金净流量	1209	-589	-772	-969	每股收益	1.61	2.14	2.76	3.46
现金流量净额	2,092	-160	516	748	每股净资产	8.46	9.67	11.22	13.16

资料来源：公司公告、华鑫证券研发部



分析师简介

杜永宏：华鑫证券行业分析师，2017年6月加入华鑫证券研发部，主要研究和跟踪领域：医药生物行业。

陈成：华鑫证券行业分析师，2018年7月加入华鑫证券研发部，主要研究和跟踪领域：医药生物行业。

华鑫证券有限责任公司投资评级说明

股票的投资评级说明：

	投资建议	预期个股相对沪深 300 指数涨幅
1	推荐	>15%
2	审慎推荐	5%—15%
3	中性	(-)5%— (+)5%
4	减持	(-)15%— (-)5%
5	回避	<(-)15%

以报告日后的6个月内，证券相对于沪深300指数的涨跌幅为标准。

行业的投资评级说明：

	投资建议	预期行业相对沪深 300 指数涨幅
1	增持	明显强于沪深 300 指数
2	中性	基本与沪深 300 指数持平
3	减持	明显弱于沪深 300 指数

以报告日后的6个月内，行业相对于沪深300指数的涨跌幅为标准。



免责声明

华鑫证券有限责任公司（以下简称“华鑫证券”）具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。本报告由华鑫证券制作，仅供华鑫证券的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告中的信息均来源于公开资料，华鑫证券研究发展部及相关研究人员力求准确可靠，但对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。我们已力求报告内容客观、公正，但报告中的信息与所表达的观点不构成所述证券买卖的出价或询价的依据，该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时结合各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就财务、法律、商业、税收等方面咨询专业顾问的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，华鑫证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告中的资料、意见、预测均只反映报告初次发布时的判断，可能会随时调整。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。在不同时期，华鑫证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。华鑫证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告版权仅为华鑫证券所有，未经华鑫证券书面授权，任何机构和个人不得以任何形式刊载、翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若华鑫证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，华鑫证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成华鑫证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。如未经华鑫证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。华鑫证券将保留随时追究其法律责任的权利。请投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的华鑫证券研究报告。

华鑫证券有限责任公司

研究发展部

地址：上海市徐汇区肇嘉浜路 750 号

邮编：200030

电话：(+86 21) 64339000

网址：<http://www.cfsc.com.cn>