

市场价格 (人民币): 76.67 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)	504.96
年内股价最高最低(元)	105.07/54.36
沪深 300 指数	5119
上证指数	3457



相关报告

- 1.《业绩持续高涨，外拓内升实力突显-业绩持续高涨，外拓内升实力突...》，2021.4.20
- 2.《持续受益处方外流，净利润增速超过50%-【国金医药·2020...】》，2021.1.27
- 3.《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
- 4.《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

谢天 联系人
xietian@gjzq.com.cn

赵海春 分析师 SAC 执业编号: S1130514100001
zhaohai@gjzq.com.cn

短期收入部分承压，全年业绩有望恢复高增速

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	18,318	23,382	29,812
营业收入增长率	25.76%	30.89%	25.61%	27.64%	27.50%
归母净利润(百万元)	703	1,062	1,343	1,731	2,220
归母净利润增长率	32.17%	51.17%	26.46%	28.85%	28.29%
摊薄每股收益(元)	1.302	1.613	1.700	2.190	2.809
每股经营性现金流净额	3.16	2.88	1.93	3.28	4.12
ROE(归属母公司)(摊薄)	16.57%	19.73%	22.01%	24.24%	26.20%
P/E	58.87	47.54	45.11	35.01	27.29
P/B	9.76	9.38	9.93	8.49	7.15

来源: 公司年报、国金证券研究所

业绩简评

- 4月28日，公司发布2021年一季度报：公司2021Q1实现营业收入40.59亿元，较2019年同期增长20.73%；其中归母净利润3.41亿元，同比增长21.51%；扣非归母净利润3.39亿元，同比增长25.2%；经营活动产生的现金流净额达到5.12亿元，较上年同期增长59.6%。收入增速略低于预期。

经营分析

- 收入部分承压，整体毛利有所提升：2021Q1实现营收40.59亿元，同比增长20.7%。其中零售业务收入增速15.3%，或由于今年防疫物资销量下滑以及疫情带来的客流增速放缓导致。批发业务收入增速270.7%，主要由于2020年至2021Q1加盟门店净增300多家，带来的批发业务增长。毛利率从2020Q1的37.8%上升1.6pct至39.4%。或由于2020Q1毛利率较低的防疫物资销售额较大，2021Q1产品结构恢复正常导致。随着疫情影响逐渐消失以及公司扩张速度的加快，全年业绩增速有望有所上升。
- 深耕华南，布局全国，华中地区增速较快，不断开拓空白区域。公司2021Q1净增门店431家，其中华南地区净增311家门店（包括75家加盟），其余地区净增120家。从营业收入看，华南、华中、华东及北部地区收入增速分别同比增长15.3%、59.4%、19.7%、40.0%。公司深耕华南，在华中取得了较高的增速。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带来业绩增量。公司截至2020年底拥有595家院边店，89家DTP药房，线上业务相比2019年全年同比增长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

- 由于防疫物资销量的下降以及一季度药店客流量增速的下降，我们下调公司21-23年的收入3%/3%/3%至183/234/298亿元，预计2021-2023年公司归母净利润13.4/17.3/22.2亿元，EPS为1.7/2.2/2.8元，目前股价对应摊薄后45/35/27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。

附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)

	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E
主营业务收入	8,859	11,141	14,583	18,318	23,382	29,812
增长率		25.8%	30.9%	25.6%	27.6%	27.5%
主营业务成本	-5,170	-6,743	-8,973	-11,174	-14,310	-18,305
%销售收入	58.4%	60.5%	61.5%	61.0%	61.2%	61.4%
毛利	3,689	4,399	5,609	7,144	9,072	11,507
%销售收入	41.6%	39.5%	38.5%	39.0%	38.8%	38.6%
营业税金及附加	-62	-61	-60	-99	-129	-164
%销售收入	0.7%	0.5%	0.4%	0.5%	0.6%	0.6%
销售费用	-2,487	-2,899	-3,471	-4,396	-5,612	-7,155
%销售收入	28.1%	26.0%	23.8%	24.0%	24.0%	24.0%
管理费用	-415	-520	-702	-879	-1,066	-1,306
%销售收入	4.7%	4.7%	4.8%	4.8%	4.6%	4.4%
研发费用	0	0	-5	-1	-2	-3
%销售收入	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
息税前利润 (EBIT)	725	918	1,372	1,768	2,263	2,880
%销售收入	8.2%	8.2%	9.4%	9.7%	9.7%	9.7%
财务费用	-32	-30	11	18	38	68
%销售收入	0.4%	0.3%	-0.1%	-0.1%	-0.2%	-0.2%
资产减值损失	-11	-15	33	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	8	0	0	0
投资收益	23	16	18	20	20	25
%税前利润	3.2%	1.8%	1.3%	1.1%	0.9%	0.8%
营业利润	718	918	1,448	1,806	2,321	2,972
营业利润率	8.1%	8.2%	9.9%	9.9%	9.9%	10.0%
营业外收支	1	1	-2	0	0	0
税前利润	720	919	1,446	1,806	2,321	2,972
利润率	8.1%	8.3%	9.9%	9.9%	9.9%	10.0%
所得税	-194	-223	-363	-448	-576	-737
所得税率	26.9%	24.2%	25.1%	24.8%	24.8%	24.8%
净利润	526	697	1,083	1,358	1,746	2,235
少数股东损益	-6	-6	21	15	15	15
归属于母公司的净利润	532	703	1,062	1,343	1,731	2,220
净利率	6.0%	6.3%	7.3%	7.3%	7.4%	7.4%

现金流量表 (人民币百万元)

	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E
净利润	526	697	1,083	1,358	1,746	2,235
少数股东损益	-6	-6	21	15	15	15
非现金支出	249	302	315	271	317	364
非经营收益	-6	3	-14	82	34	29
营运资金变动	105	701	512	-184	498	624
经营活动现金净流	874	1,703	1,896	1,528	2,595	3,252
资本开支	-549	-494	-780	-481	-650	-700
投资	209	-1,180	-309	0	0	0
其他	22	15	18	20	20	25
投资活动现金净流	-317	-1,659	-1,071	-461	-630	-675
股权募资	12	18	116	-89	0	0
债权募资	-162	704	1,451	-275	0	0
其他	-287	-301	-358	-598	-747	-942
筹资活动现金净流	-437	420	1,209	-962	-747	-942
现金净流量	120	464	2,034	105	1,219	1,635

来源：公司年报、国金证券研究所

资产负债表 (人民币百万元)

	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E
货币资金	1,329	1,716	3,750	3,855	5,074	6,709
应收账款	469	558	659	803	1,025	1,307
存货	1,886	2,055	2,683	3,061	3,920	5,015
其他流动资产	341	1,139	1,205	1,358	1,405	1,465
流动资产	4,025	5,468	8,297	9,077	11,424	14,495
%总资产	61.6%	63.1%	67.3%	68.4%	71.6%	74.8%
长期投资	144	117	150	150	150	150
固定资产	983	1,119	1,287	1,317	1,319	1,339
%总资产	15.0%	12.9%	10.4%	9.9%	8.3%	6.9%
无形资产	1,265	1,827	2,396	2,736	3,067	3,383
非流动资产	2,512	3,204	4,035	4,203	4,536	4,872
%总资产	38.4%	36.9%	32.7%	31.6%	28.4%	25.2%
资产总计	6,537	8,672	12,332	13,280	15,960	19,367
短期借款	331	69	192	0	0	0
应付款项	2,732	3,496	4,656	5,080	6,515	8,331
其他流动负债	351	438	621	687	879	1,122
流动负债	3,414	4,003	5,468	5,767	7,394	9,454
长期贷款	21	16	0	0	0	0
其他长期负债	15	321	1,291	1,207	1,207	1,207
负债	3,450	4,340	6,759	6,975	8,601	10,661
普通股股东权益	3,038	4,240	5,385	6,102	7,141	8,473
其中：股本	400	540	659	790	790	790
未分配利润	1,549	1,968	2,627	3,433	4,472	5,804
少数股东权益	49	92	188	203	218	233
负债股东权益合计	6,537	8,672	12,332	13,280	15,960	19,367

比率分析

	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E
每股指标						
每股收益	1.329	1.302	1.613	1.700	2.190	2.809
每股净资产	7.595	7.858	8.176	7.721	9.035	10.720
每股经营现金净流	2.184	3.156	2.879	1.933	3.284	4.115
每股股利	0.000	0.000	0.000	0.680	0.876	1.124
回报率						
净资产收益率	17.50%	16.57%	19.73%	22.01%	24.24%	26.20%
总资产收益率	8.13%	8.10%	8.61%	10.11%	10.84%	11.46%
投入资本收益率	15.41%	14.93%	14.74%	17.70%	19.87%	21.85%
增长率						
主营业务收入增长率	19.38%	25.76%	30.89%	25.61%	27.64%	27.50%
EBIT增长率	9.16%	26.61%	49.40%	28.85%	28.02%	27.24%
净利润增长率	11.93%	32.17%	51.17%	26.46%	28.85%	28.29%
总资产增长率	12.27%	32.66%	42.21%	7.69%	20.18%	21.35%
资产管理能力						
应收账款周转天数	10.8	10.4	9.9	10.0	10.0	10.0
存货周转天数	127.2	106.7	96.4	100.0	100.0	100.0
应付账款周转天数	63.0	59.4	60.3	61.0	61.0	61.0
固定资产周转天数	34.7	30.7	27.9	22.8	17.9	14.3
偿债能力						
净负债/股东权益	-31.63%	-32.02%	-54.57%	-52.93%	-61.92%	-71.12%
EBIT利息保障倍数	22.7	30.1	-124.1	-97.6	-59.4	-42.6
资产负债率	52.78%	50.05%	54.81%	52.52%	53.89%	55.05%

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	6	20	22	28	81
增持	1	2	2	3	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	1.14	1.09	1.08	1.10	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
4	2021-04-20	买入	70.78	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