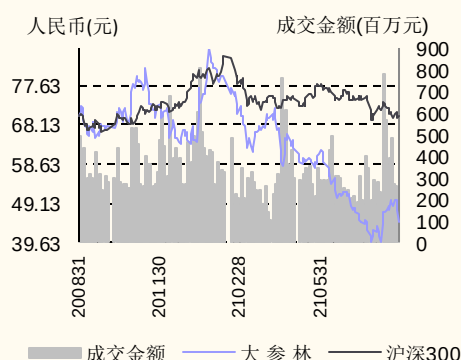


大参林 (603233.SH) 买入 (维持评级)**公司点评**

市场价格 (人民币): 44.60 元

药品高速增长, 期待公司省外扩张**市场数据 (人民币)**

总股本(亿股)	7.90
已上市流通 A 股(亿股)	7.88
总市值(亿元)	352.49
年内股价最高最低(元)	86.52/39.63
沪深 300 指数	4827
上证指数	3522

**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	17,524	21,982	27,512
营业收入增长率	25.76%	30.89%	20.17%	25.44%	25.16%
归母净利润(百万元)	703	1,062	1,262	1,609	2,045
归母净利润增长率	32.17%	51.17%	18.83%	27.49%	27.11%
摊薄每股收益(元)	1.302	1.613	1.597	2.036	2.588
每股经营性现金流净额	3.12	2.88	1.92	3.10	3.85
ROE(归属母公司)(摊薄)	16.57%	19.73%	20.85%	22.93%	24.80%
P/E	34.25	27.65	27.93	21.90	17.23
P/B	5.68	5.46	5.82	5.02	4.27

来源: 公司年报、国金证券研究所

业绩简评:

- 8月29日, 大参林公布半年报: 公司营收、归母净利润、扣非归母净利润分别为 80.54、6.45、5.90 亿元, 较上年同期分别增长 16.05%、8.56%、1.65%; 其中 Q2 营收、归母净利润分别为 39.96、3.05 亿元, 较上年同期分别增长 11.67%、-2.97%。整体业绩略低于预期。

经营分析

- 门店扩张拉动业绩, 省外扩展占比逐渐提升。**上半年公司营收达到 80.54 亿元, 同比增长 16.05%。截止至报告期内, 公司药房连锁覆盖全国十个省(市、自治区) 6978 家药店, 公司新增自建门店 589 家, 加盟门店 237 家, 并购门店 189 家。2021H 华南地区营收占比低于 80%, 公司省外拓展占比逐渐提升。随着省外持续扩张, 公司有望保持较高业绩增速。
- 药品保持高增速, 毛利率有所上升。**公司上半年中西成药收入 54.25 亿元, 同比增长 27.92%; 非药品收入 12.34 亿元, 同比下降 24.85%。非药品收入下降或由于防疫物资销售额下降导致, 药品随着处方外流的顺利进展及非处方药的销售增长, 仍然保持较高增速。公司上半年毛利率 39.1%, 相比去年同期上升 1.03pct, 或由于中西成药、中参药材和非药品毛利率均有所提升导致。随着处方外流的加速, 公司有望保持药品高速增长, 同时维持较高毛利率水平。
- 费用上涨, 加速布局互联网, 线上线下平衡发展:** 公司上半年费用加大投入, 除了由于可转债利息费用及租赁准则费用类别调整增加, 或还用于信息化人员配置、DTP 药房布局及开发互联网医院系统。互联网布局上, 公司已超过 5000 家门店覆盖 O2O 业务, 线上收入同比增长 97.63%。互联网业务有望为公司新零售赋能, 加速公司线上发展, 从而提升公司市场占有率, 加快行业集中度提升的进程。

盈利预测及投资建议

- 由于防疫物资销量的下降以及上半年广东疫情带来的药店客流量增速的下降, 我们下调公司 21-23 年的收入 9%/9%/9%至 175/220/275 亿元, 下调归母净利润 9%/9%/9%至 12.6/16.1/20.5 亿元, EPS 为 1.60/2.04/2.59 元, 目前股价对应摊薄后 28/22/17 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

- 《加大布局互联网医疗, 期待业绩拐点-大参林点评 20210615》, 2021.6.17
- 《短期收入部分承压, 全年业绩有望恢复高增速-大参林 2021Q1...》, 2021.4.29
- 《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
- 《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

谢天

联系人
xietian@gjzq.com.cn

(0021)01030201
zhaohc@gjzq.com.cn

11

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	17,524	21,982	27,512
增长率		25.8%	30.9%	20.2%	25.4%	25.2%
主营业务成本	-5,170	-6,743	-8,973	-10,672	-13,453	-16,892
%销售收入	58.4%	60.5%	61.5%	60.9%	61.2%	61.4%
毛利	3,689	4,399	5,609	6,852	8,529	10,620
%销售收入	41.6%	39.5%	38.5%	39.1%	38.8%	38.6%
营业税金及附加	-62	-61	-60	-79	-121	-151
%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	-4,171	-5,276	-6,603
%销售收入	28.1%	26.0%	23.8%	23.8%	24.0%	24.0%
管理费用	-415	-520	-702	-824	-1,022	-1,205
%销售收入	4.7%	4.7%	4.8%	4.7%	4.7%	4.4%
研发费用	0	0	-5	-14	-2	-3
%销售收入	0.0%	0.0%	0.0%	0.1%	0.0%	0.0%
息税前利润 (EBIT)	725	918	1,372	1,765	2,108	2,658
%销售收入	8.2%	8.2%	9.4%	10.1%	9.6%	9.7%
财务费用	-32	-30	11	-82	38	65
%销售收入	0.4%	0.3%	-0.1%	0.5%	-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%	1.2%	0.9%	0.9%
营业利润	718	918	1,448	1,703	2,166	2,747
营业利润率	8.1%	8.2%	9.9%	9.7%	9.9%	10.0%
营业外收支	1	1	-2	0	0	0
税前利润	720	919	1,446	1,703	2,166	2,747
利润率	8.1%	8.3%	9.9%	9.7%	9.9%	10.0%
所得税	-194	-223	-363	-426	-541	-687
所得税率	26.9%	24.2%	25.1%	25.0%	25.0%	25.0%
净利润	526	697	1,083	1,277	1,624	2,060
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	1,262	1,609	2,045
净利率	6.0%	6.3%	7.3%	7.2%	7.3%	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	1,277	1,624	2,060
少数股东损益	-6	-6	21	15	15	15
非现金支出	249	283	315	271	317	364
非经营收益	-6	3	-14	82	34	29
营运资金变动	105	701	512	-114	477	586
经营活动现金净流	874	1,684	1,896	1,517	2,453	3,040
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	-565	-698	-873
筹资活动现金净流	-437	420	1,209	-929	-698	-873
现金净流量	120	445	2,034	126	1,125	1,492

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	3,877	5,001	6,494
应收款项	469	558	659	768	964	1,206
存货	1,886	2,055	2,683	2,924	3,686	4,628
其他流动资产	341	1,139	1,205	1,307	1,338	1,376
流动资产	4,025	5,468	8,297	8,876	10,988	13,703
%总资产	61.6%	63.1%	67.3%	67.9%	70.8%	73.8%
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%	10.1%	8.5%	7.2%
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%	32.1%	29.2%	26.2%
资产总计	6,537	8,672	12,332	13,079	15,524	18,575
短期借款	331	69	192	0	0	0
应付款项	2,732	3,496	4,656	4,997	6,299	7,907
其他流动负债	351	438	621	618	781	982
流动负债	3,414	4,003	5,468	5,615	7,080	8,889
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	6,822	8,287	10,096
普通股股东权益	3,038	4,240	5,385	6,054	7,019	8,246
其中：股本	400	540	659	790	790	790
未分配利润	1,549	1,968	2,627	3,385	4,350	5,578
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	13,079	15,524	18,575

比率分析

	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E
每股指标						
每股收益	1.329	1.302	1.613	1.597	2.036	2.588
每股净资产	7.595	7.858	8.176	7.659	8.881	10.434
每股经营现金净流	2.184	3.120	2.879	1.919	3.103	3.846
每股股利	0.000	0.000	0.000	0.639	0.814	1.035
回报率						
净资产收益率	17.50%	16.57%	19.73%	20.85%	22.93%	24.80%
总资产收益率	8.13%	8.10%	8.61%	9.65%	10.37%	11.01%
投入资本收益率	15.41%	14.93%	14.74%	17.73%	18.72%	20.58%
增长率						
主营业务收入增长率	19.38%	25.76%	30.89%	20.17%	25.44%	25.16%
EBIT增长率	9.16%	26.61%	49.40%	28.60%	19.46%	26.07%
净利润增长率	11.93%	32.17%	51.17%	18.83%	27.49%	27.11%
总资产增长率	12.27%	32.66%	42.21%	6.06%	18.70%	19.65%
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	23.9	19.1	15.5
偿债能力						
净负债/股东权益	-31.63%	-32.02%	-54.57%	-53.69%	-61.96%	-70.48%
EBIT利息保障倍数	22.7	30.1	-124.1	21.6	-56.1	-41.1
资产负债率	52.78%	50.05%	54.81%	52.16%	53.38%	54.35%

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	二个月内	三月内	六月内
买入	0	3	5	12	60
增持	0	1	2	3	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	0.00	1.25	1.29	1.20	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
5	2021-04-29	买入	76.67	N/A
6	2021-06-17	买入	53.98	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，不作为或被视为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。

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