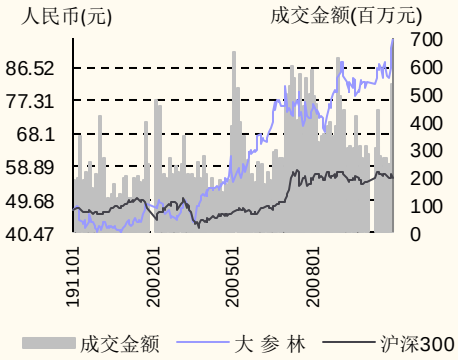
大参林 (603233.SH) 买入（上调评级）

公司点评

市场价格（人民币）：94.50 元

市场数据(人民币)

总股本(亿股)	6.56
已上市流通 A 股(亿股)	6.56
总市值(亿元)	620.24
年内股价最高最低(元)	94.50/40.47
沪深 300 指数	4695
上证指数	3225



相关报告

1.《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

王麟 分析师 SAC 执业编号：S1130520030001
(8621)60230233
wang_lin@gjzq.com.cn

处方外流进程加快，深耕华南持续扩大版图

公司基本情况(人民币)

项目	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	8,859	11,141	14,528	18,467	23,757
营业收入增长率	19.38%	25.76%	30.40%	27.11%	28.65%
归母净利润(百万元)	532	703	1,055	1,351	1,712
归母净利润增长率	11.93%	32.17%	50.15%	28.03%	26.74%
摊薄每股收益(元)	1.329	1.302	1.607	2.058	2.608
每股经营性现金流净额	2.18	3.16	2.07	2.92	4.47
ROE(归属母公司)(摊薄)	17.50%	16.57%	16.93%	23.96%	25.69%
P/E	71.10	72.56	58.79	45.92	36.23
P/B	12.44	12.03	9.95	11.00	9.31

来源：公司年报、国金证券研究所

业绩简评

- 10 月 31 日，公司发布 2020 三季报：2020 前三季度营业收入 104.92 亿元，同比增长 30.49%；归母净利润 8.67 亿元，同比增长 55.9%；经营性现金流 13.43 亿元，同比增长 23.78%，业绩增长略超预期。

经营分析

- **2020 年前三季度增速略超预期，处方外流进程加快：**2020 年前三季度公司实现营收 104.92 亿元，同比增长 30.49%；归母净利润 8.67 亿元，同比增长 55.9%。单三季度实现营收 35.53 亿元，归母净利润 2.72 亿元；同比增长 27.4%、55.21%。由于集采的推进及处方外流进程的加快，公司与流通厂商和医院在广东地区深度合作，预计未来能为公司提供较大客流增量，带来业绩持续快速增长。
- **深耕华南地区，华中河南地区逐步扩张至成熟：**2020 前三季度公司拥有门店 5541 家（包括加盟店 145 家），2020 第三季度净增门店 329 家，其中新开门店 172 家，收购门店 138 家，加盟店 39 家，关闭 20 家。新增门店主要位于华南地区，114 家收购门店位于华中地区河南省，河南地区快速扩张。目前河南地区月均坪效 2077.15 元/平方米，门店数达到 568 家，成为门店数第二多的地区。未来待该地区品牌市场效应成熟后，预计为公司带来持续较高收入增速。
- **特色产品中参药材保证高毛利率，同时费用率不断下降，盈利能力逐步提升：**公司中参药材毛利率为 40.09%，相比中西成药毛利率较高，为公司毛利率带来较高的保障。同时公司今年前三季度销售费用率下降 2.62 个百分点，财务费用率下降 0.41 个百分点，使得净利率较上年同期提升 1.53 个百分点，达到 8.39%，盈利能力逐步提升，带来净利润较大增速。

盈利预测及投资建议

- 考虑到未来处方药有望进一步外流，公司持续受益，我们给予公司 20-22 年归母净利润 10.6/13.5/17.1 亿元，EPS 为 1.6/2.1/2.6 元（20-22 年 EPS 比上次预测提升 5.6%/7.8%/8.8%,主要由于今年费用率下降使得净利率提升），目前股价对应摊薄后 59/46/36 倍 PE。给予“买入”评级。

风险提示

- 并购不确定性；处方外流不达预期；互联网冲击风险；可转债发行风险。

附录：三张报表预测摘要

损益表（人民币百万元）

	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
主营业务收入	**7,421**	**8,859**	**11,141**	**14,528**	**18,467**	**23,757**
增长率		19.4%	25.8%	30.4%	27.1%	28.6%
主营业务成本	-4,434	-5,170	-6,743	-9,080	-11,634	-15,085
%销售收入	59.7%	58.4%	60.5%	62.5%	63.0%	63.5%
毛利	2,988	3,689	4,399	5,448	6,833	8,671
%销售收入	40.3%	41.6%	39.5%	37.5%	37.0%	36.5%
营业税金及附加	-54	-62	-61	-80	-89	-78
%销售收入	0.7%	0.7%	0.5%	0.6%	0.5%	0.3%
销售费用	-1,923	-2,487	-2,899	-3,378	-4,247	-5,416
%销售收入	25.9%	28.1%	26.0%	23.3%	23.0%	22.8%
管理费用	-346	-415	-520	-593	-739	-950
%销售收入	4.7%	4.7%	4.7%	4.1%	4.0%	4.0%
研发费用	0	0	0	-1	-2	-2
%销售收入	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
息税前利润（EBIT）	665	725	918	1,397	1,756	2,224
%销售收入	9.0%	8.2%	8.2%	9.6%	9.5%	9.4%
财务费用	-26	-32	-30	37	45	54
%销售收入	0.4%	0.4%	0.3%	-0.3%	-0.2%	-0.2%
资产减值损失	-15	-11	-15	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0
投资收益	7	23	16	12	20	25
%税前利润	1.1%	3.2%	1.8%	0.8%	1.1%	1.1%
营业利润	633	718	918	1,446	1,821	2,303
营业利润率	8.5%	8.1%	8.2%	10.0%	9.9%	9.7%
营业外收支	1	1	1	0	0	0
税前利润	635	720	919	1,446	1,821	2,303
利润率	8.6%	8.1%	8.3%	10.0%	9.9%	9.7%
所得税	-160	-194	-223	-376	-455	-576
所得税率	25.2%	26.9%	24.2%	26.0%	25.0%	25.0%
净利润	475	526	697	1,070	1,366	1,727
少数股东损益	0	-6	-6	15	15	15
归属于母公司的净利润	**475**	**532**	**703**	**1,055**	**1,351**	**1,712**
净利率	6.4%	6.0%	6.3%	7.3%	7.3%	7.2%

现金流量表（人民币百万元）

	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
净利润	475	526	697	1,070	1,366	1,727
少数股东损益	0	-6	-6	15	15	15
非现金支出	175	249	302	221	247	277
非经营收益	-1	-6	3	40	-6	-16
营运资金变动	-8	105	701	-216	-34	423
经营活动现金净流	**640**	**874**	**1,703**	**1,114**	**1,574**	**2,411**
资本开支	-664	-549	-494	-415	-410	-430
投资	-766	209	-1,180	2	0	0
其他	1	22	15	12	20	25
投资活动现金净流	**-1,430**	**-317**	**-1,659**	**-402**	**-390**	**-405**
股权募资	992	12	18	1,359	-1,405	0
债权募资	106	-162	704	-164	125	-282
其他	-36	-287	-301	-435	-555	-694
筹资活动现金净流	**1,061**	**-437**	**420**	**522**	**-1,591**	**-1,062**
现金净流量	**272**	**120**	**464**	**1,232**	**-410**	**944**

资产负债表（人民币百万元）

	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
货币资金	1,082	1,329	1,716	3,189	2,538	3,568
应收款项	414	469	558	653	830	1,067
存货	1,717	1,886	2,055	2,488	3,187	4,133
其他流动资产	843	341	1,139	1,154	1,198	1,256
流动资产	4,055	4,025	5,468	7,484	7,753	10,025
%总资产	69.6%	61.6%	63.1%	69.0%	68.8%	73.2%
长期投资	94	144	117	115	115	115
固定资产	802	983	1,119	1,127	1,143	1,151
%总资产	13.8%	15.0%	12.9%	10.4%	10.1%	8.4%
无形资产	626	1,265	1,827	2,115	2,263	2,407
非流动资产	1,768	2,512	3,204	3,358	3,521	3,673
%总资产	30.4%	38.4%	36.9%	31.0%	31.2%	26.8%
资产总计	**5,823**	**6,537**	**8,672**	**10,842**	**11,273**	**13,698**
短期借款	515	331	69	157	282	0
应付款项	2,208	2,732	3,496	3,691	4,508	5,994
其他流动负债	275	351	438	569	639	817
流动负债	2,997	3,414	4,003	4,418	5,429	6,812
长期贷款	0	21	16	0	0	0
其他长期负债	23	15	321	85	85	85
负债	**3,020**	**3,450**	**4,340**	**4,503**	**5,514**	**6,897**
普通股股东权益	**2,753**	**3,038**	**4,240**	**6,232**	**5,638**	**6,665**
其中：股本	400	400	540	656	656	656
未分配利润	1,302	1,549	1,968	2,601	3,412	4,439
少数股东权益	50	49	92	107	122	137
负债股东权益合计	**5,823**	**6,537**	**8,672**	**10,842**	**11,273**	**13,698**

比率分析

	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
每股指标						
每股收益	1.187	1.329	1.302	1.607	2.058	2.608
每股净资产	6.882	7.595	7.858	9.495	8.590	10.154
每股经营现金净流	1.601	2.184	3.156	2.065	2.917	4.469
每股股利	0.000	0.000	0.000	0.782	1.001	1.269
回报率						
净资产收益率	17.25%	17.50%	16.57%	16.93%	23.96%	25.69%
总资产收益率	8.16%	8.13%	8.10%	9.73%	11.98%	12.50%
投入资本收益率	14.98%	15.41%	14.93%	15.91%	21.80%	24.52%
增长率						
主营业务收入增长率	18.29%	19.38%	25.76%	30.40%	27.11%	28.65%
EBIT增长率	8.04%	9.16%	26.61%	52.05%	25.75%	26.62%
净利润增长率	10.41%	11.93%	32.17%	50.15%	28.03%	26.74%
总资产增长率	62.64%	12.27%	32.66%	25.02%	3.98%	21.51%
资产管理能力						
应收账款周转天数	11.1	10.8	10.4	10.0	10.0	10.0
存货周转天数	124.4	127.2	106.7	100.0	100.0	100.0
应付账款周转天数	68.0	63.0	59.4	62.0	58.0	58.0
固定资产周转天数	34.9	34.7	30.7	23.8	19.0	14.9
偿债能力						
净负债/股东权益	-20.21%	-31.63%	-32.02%	-47.82%	-39.16%	-52.46%
EBIT利息保障倍数	25.4	22.7	30.1	-34.8	-39.2	-44.2
资产负债率	51.87%	52.78%	50.05%	40.19%	48.90%	50.04%

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	二月内	三月内	六月内
买入	0	0	0	0	0
增持	0	0	0	0	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	**0.00**	**0.00**	**0.00**	**0.00**	**0.00**

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。

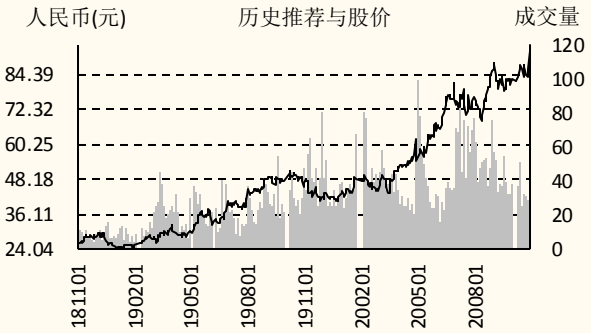
最终评分与平均投资建议对照：

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

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。

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：中国深圳福田区深南大道 4001 号时代金融中心 7GH