大参林（603233）

经营业绩稳健增长，月均坪效同比提高

买入（维持）

2020 年 10 月 30 日

盈利预测与估值	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入（百万元）	11,141	14,250	17,819	22,185
同比（%）	25.8%	27.9%	25.1%	24.5%
归母净利润（百万元）	703	942	1,194	1,503
同比（%）	32.2%	34.0%	26.8%	25.9%
每股收益（元/股）	1.07	1.43	1.82	2.29
P/E（倍）	88.27	65.88	51.94	41.26

投资要点

- **事件：**2020 年前三季度公司实现营业收入 104.92 亿元，同比增长 30.49%，实现归母净利润 8.67 亿元，同比增长 55.90%，实现扣非归母净利润 8.47 亿元，同比增长 57.70%。经营性现金流净额 13.43 亿元，同比增长 23.78%。

- **公司业绩稳健增长，Q3 扣非归母净利润同比增长 62.17%。**2020 年 Q1、Q2、Q3 单季度，公司营业收入分别同比增长 30.39%、33.82%、27.39%，扣非归母净利润分别同比增长 52.69%、58.48%、62.17%；营业收入增速略有下降，同时扣非净利润增速逐季提高。公司业绩稳健增长，主要得益于已有零售店的内生增长、新开和并购门店的业绩增量。在规模效应、管理效益提升以及成本有效控制下，公司保持净利润增速高于收入增速的发展态势。随着经营营运能力提升等，前三季度公司经营活动产生的现金流量净额同比增加 23.78%。

- **门店规模有序扩张，有效月均平效达 2634.76 元/平方米。**至 2020 年 9 月 30 日，公司拥有门店 5541 家（含加盟店 145 家），华南地区门店总数达 4389 家。2020 年 Q3 单季度，公司净增门店 329 家，其中新开门店 172 家，收购门店 138 家，加盟店 39 家，关闭门店 20 家。前三季度，直营门店的有效月均平效为 2634.76 元/平方米（含税），相较于上半年 2667.82 元/平方米减少了 33.06 元/平方米，相较于去年同期 2574.03 元/平方米增加了 60.73 元/平方米。公司持续优化门店管理，提升整体盈利水平。前三季度，公司销售费用率 23.03%（-2.64pct），管理费用率 4.21%（+0.05pct），综合来看，公司销售净利率 8.39%，同比提升 1.53 个百分点。

- **持续推进门店并购事件，完善零售网络布局：**2020 年前三季度，公司发生 6 起同行业投资并购业务，其中上年度并购项目于本季度完成交割 1 起，待交割 1 起；新签并购项目 4 起；涉及门店数为 253 家（其中已签约未交割门店 120 家）。在新开直营门店的同时，公司也通过高效的并购活动，持续完善零售网络布局。同时，公司通过完善品类结构与强化采购、销售优势，持续打造公司商品核心竞争力；通过坚持发展自有物流配送模式、仓储管理，提升零售物流服务水平；通过持续创新的多元化业务融合，不断发展“互联网+大健康”药事服务。随着持续的规模扩张与营运优化，公司将实现长期稳健增长。

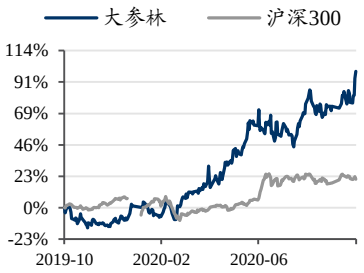
- **盈利预测与投资评级：**预计 2020-2022 年归母净利润分别为 9.42 亿和 11.94 亿元、15.03 亿元，2020-2022 年 EPS 分别为 1.43 元、1.82 元、2.29 元。当前股价对应估值分别为 66 倍、52 倍、41 倍。公司规模持续扩张，运营管理能力优化带来盈利水平提升。维持“买入”评级。

- **风险提示：**门店扩张或不及预期；门店业务增长或不及预期。

证券分析师 朱国广
执业证号：S0600520070004
021-60199793
zhugg@dwzq.com.cn

证券分析师 全铭
执业证号：S0600517010002
021-60199793
quanm@dwzq.com.cn

股价走势



市场数据

收盘价(元)	94.50
一年最低/最高价	39.73/95.50
市净率(倍)	12.42
流通 A 股市值(百万元)	62024.19

基础数据

每股净资产(元)	7.61
资产负债率(%)	48.07
总股本(百万股)	656.34
流通 A 股(百万股)	656.34

相关研究

1、《大参林（603233）：经营业绩高速增长，运营管理持续优化》2020-08-28

请务必阅读正文之后的免责声明部分

大参林三大财务预测表

资产负债表（百万元）	2019A	2020E	2021E	2022E
流动资产	**5,468**	**6,554**	**8,782**	**11,077**
现金	1,716	1,721	3,502	4,376
应收账款	356	453	558	701
存货	2,055	2,935	3,305	4,464
其他流动资产	1,341	1,445	1,416	1,536
非流动资产	**3,204**	**3,394**	**3,590**	**3,823**
长期股权投资	7	7	7	7
固定资产	938	1,120	1,326	1,579
在建工程	182	217	242	262
无形资产	385	431	484	548
其他非流动资产	1,693	1,619	1,531	1,426
资产总计	**8,672**	**9,948**	**12,372**	**14,900**
流动负债	**4,003**	**4,704**	**5,990**	**7,076**
短期借款	63	63	63	63
应付账款	1,312	1,469	2,009	2,321
其他流动负债	2,627	3,171	3,918	4,691
非流动负债	**337**	**292**	**243**	**194**
长期借款	260	215	166	117
其他非流动负债	77	77	77	77
负债合计	**4,340**	**4,996**	**6,233**	**7,270**
少数股东权益	92	86	78	66
归属母公司股东权益	4,240	4,867	6,061	7,564
负债和股东权益	**8,672**	**9,948**	**12,372**	**14,900**

现金流量表（百万元）	2019A	2020E	2021E	2022E
经营活动现金流	1,708	809	2,370	1,546
投资活动现金流	-1,659	-463	-524	-625
筹资活动现金流	420	-342	-65	-48
现金净增加额	469	4	1,782	873
折旧和摊销	292	272	328	392
资本开支	501	190	196	233
营运资本变动	611	-429	839	-338

利润表（百万元）	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	**11,141**	**14,250**	**17,819**	**22,185**
减:营业成本	6,743	8,537	10,676	13,292
营业税金及附加	61	78	98	122
营业费用	2,899	3,689	4,613	5,743
管理费用	520	658	823	1,025
财务费用	30	30	17	0
资产减值损失	-10	0	0	0
加:投资净收益	16	0	0	0
其他收益	0	0	0	0
营业利润	**918**	**1,257**	**1,592**	**2,003**
加:营业外净收支	1	0	0	0
利润总额	**919**	**1,257**	**1,592**	**2,003**
减:所得税费用	223	321	406	512
少数股东损益	-6	-6	-8	-12
归属母公司净利润	**703**	**942**	**1,194**	**1,503**
EBIT	889	1,217	1,524	1,893
EBITDA	1,181	1,489	1,852	2,285

重要财务与估值指标	2019A	2020E	2021E	2022E
每股收益(元)	1.07	1.43	1.82	2.29
每股净资产(元)	6.39	7.35	9.16	11.45
发行在外股份(百万股)	540	656	656	656
ROIC(%)	14.5%	17.2%	17.7%	17.9%
ROE(%)	16.1%	18.9%	19.3%	19.5%
毛利率(%)	39.5%	40.1%	40.1%	40.1%
销售净利率(%)	6.3%	6.6%	6.7%	6.8%
资产负债率(%)	50.0%	50.2%	50.4%	48.8%
收入增长率(%)	25.8%	27.9%	25.1%	24.5%
净利润增长率(%)	32.2%	34.0%	26.8%	25.9%
P/E	88.27	65.88	51.94	41.26
P/B	14.79	12.87	10.31	8.25
EV/EBITDA	51.47	40.82	31.84	25.39

数据来源：贝格数据，东吴证券研究所

请务必阅读正文之后的免责声明部分

免责声明

东吴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。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“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。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下，东吴证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发、转载，需征得东吴证券研究所同意，并注明出处为东吴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东吴证券投资评级标准:

公司投资评级:

买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15%以上;

增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5%与 15%之间;

中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-5%与 5%之间;

减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-15%与-5%之间;

卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在-15%以下。

行业投资评级:

增持： 预期未来 6 个月内，行业指数相对强于大盘 5%以上;

中性： 预期未来 6 个月内，行业指数相对大盘-5%与 5%;

减持： 预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于大盘 5%以上。

东吴证券研究所
苏州工业园区星阳街 5 号
邮政编码：215021
传真：（0512）62938527
公司网址： http://www.dwzq.com.cn