大参林（603233）

经营业绩高速增长，运营管理持续优化

买入（首次）

2020 年 08 月 27 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）	74.54	55.63	43.86	34.84

投资要点

- **事件：**2020 年上半年公司实现营业收入 69.40 亿元，同比增长 32.14%；实现归母净利润 5.95 亿元，同比增长 56.21%；实现扣非归母净利润 5.81 亿元，同比增长 55.73%。经营性现金流净额 6.26 亿元，同比增长 8.91 %。

- **经营业绩高速增长，经营现金流同比改善。**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，公司营收实现 32%的快速增长。同时，叠加管理效益提升以及营业总成本的有效控制，净利润增速高于收入增速，归母净利润与扣非归母净利润均实现 56%左右的高速增长。此外，由于公司库存优化、整理营运能力提升等，经营活动产生的现金流量净额同比增加 8.91%。

- **华东市场高速增长，非药品类增长最快。分地区来看**，华南市场销售增长 27.72%，华中市场销售增长 27.35%，华东市场销售增长 65.49%。在“深耕华南，布局全国”战略下，体现公司跨省进行品牌扩张、经营的能力持续提升。**分业务类型来看**，零售业务收入 65.90 亿元（+31.34%），占总收入比重约 96.92%，毛利率 37.5%（-1.84pct），公司将通过继续下沉二、三级市场及深化大健康市场等，保持零售业务强势地位和领先优势。批发业务收入 2.09 亿元（+81.62%），毛利率 14.37%（+7.91pct），主要系开拓医药渠道市场和开发优势品类带来毛利率提升。**分产品种类来看**，非药品类增长最快，增速高达 70.10%，主要由于疫情期间医疗器械用品等类别带动销售增长。同时，由于相对低毛利的零售处方药与防疫商品等销售份额提升，导致公司整体毛利率同比下降 1.82pct。

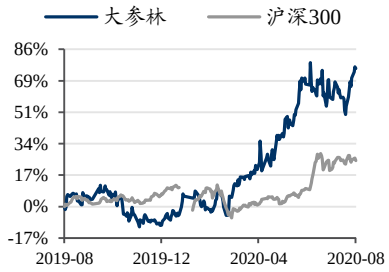
- **门店扩张有序推进，运营管理持续优化。**上半年，公司净增加门店 456 家，其中，新增直营门店 439 家，加盟店 52 家，收购门店 2 家，关闭门店 37 家，截止 2020 年 6 月 30 日，公司门店总数 5212 家（含加盟店 106 家）。在 5106 家直营连锁门店中，已取得医保资质的药店达 3982 家，占直营药店总数的 77.99%。上半年，直营门店的有效月均平效为 2667.82 元/平方米（含税），会员复购率占比提升 7%，公司全方面优化门店管理，有望加速整体盈利水平的提升。综合来看，上半年公司整体销售净利率 8.73%，同比提升 1.51 个百分点。

- **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 56 倍、44 倍、35 倍。考虑到公司持续完善全国布局，运营管理能力持续优化，有望带来盈利水平加速提升。首次覆盖，给予“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；行业政策变动的风险；行业竞争加剧的风险。

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
执业证书：S0600517010002
021-60199793
quanm@dwzq.com.cn

股价走势



市场数据

收盘价(元)	79.80
一年最低/最高价	39.73/82.31
市净率(倍)	11.08
流通 A 股市值(百万元)	52375.98

基础数据

每股净资产(元)	7.20
资产负债率(%)	46.45
总股本(百万股)	656.34
流通 A 股(百万股)	656.34

相关研究

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	74.54	55.63	43.86	34.84
P/B	12.49	10.86	8.71	6.97
EV/EBITDA	43.30	34.34	26.63	21.17

数据来源：贝格数据，东吴证券研究所

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