门店扩张持续推进，上半年业绩超预期

——大参林 2020 年中报点评

买入|上调

事件：

- 公司公告 2020 年中报，报告期内实现营业收入 69.40 亿元，同比增长 32.14%，归母净利润为 5.95 亿元，同比增长 56.21%，扣非归母净利润 5.81 亿元，同比增长 55.73%。

● **门店数量达 5212 家，Q2 门店拓展加速进行**

截止 2020H1 末公司在全国 10 个省份拥有门店 **5212 家**（包括加盟店 106 家），较 2019 年末增长 9.79%，2020H1 公司门店**净增 456 家**，包括直营门店 439 家、加盟店 52 家、收购门店 2 家、关闭门店 37 家，**Q2 单季度门店净增长 320 家**，门店拓展加速进行。直营门店中医保定点门店共计 3982 家，占比提升至 77.99%。

● **上半年业绩超预期，Q2 业绩加速增长**

2020H1 受新冠疫情影响，药店承接了来自医院的客流，同时公司老门店不断内生增长，新门店逐渐成熟并贡献利润，公司上半年业绩超预期增长。Q2 单季度公司营收达 35.78 亿元，同比增长 33.81%，归母净利润 3.14 亿，同比增长 59.39%，Q2 业绩加速增长。

分品类来看，公司中西成药营收 42.21 亿（+24.89%），毛利率为 31.48%；中参药材营收 9.17 亿（+18.72%），毛利率为 38.59%；非药品类营收 16.42 亿（+70.10%），毛利率为 49.49%，非药品类的高增速主要是因为疫情期间医疗器械用品等毛利率较低的类别带动销售增长。

分地区来看，公司华南地区实现营收 57.44 亿（+27.72%）、华中地区 5.06 亿（+27.35%）、华东地区 3.48 亿（65.49%）；东北华北及西北地区 2.02 亿（+605.12%），公司深耕华南地区的同时加速全国布局，在东北华北及西北地区卓有成效，营收高速增长。

● **毛利率稍降，净利率上升，费用率下降明显**

公司 2020H1 销售毛利率为 38.07%（-1.93 pct），毛利率下滑系零售处方药和防疫商品销售份额提升导致，净利率为 8.73%（+1.51 pct），销售费用率为 22.13%（-3.26 pct），费用率下降主要系新建门店进入高速增长期。

● **投资建议与盈利预测**

公司深耕华南并有序推进全国布局，营收增长趋势显著，经营效率稳步提升。我们调整公司估值，预计公司 20-22 年实现收入 145.59/180.16/221.82 亿元，归母净利润 10.61/13.79/17.66 亿元，对应当前股价 EPS 分别为 1.62/2.10/2.69，PE 分别为 49/38/30，上调至“买入”评级。

● **风险提示**

行业竞争加剧，并购失败，行业政策更迭等。

附表：盈利预测

财务数据和估值	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	8859.27	11141.17	14558.76	18015.97	22181.53
收入同比（%）	19.4%	25.8%	30.7%	23.7%	23.1%
归母净利润(百万元)	531.63	702.66	1060.74	1378.78	1765.66
归母净利润同比(%)	11.9%	32.2%	51.0%	30.0%	28.1%
ROE（%）	17.5%	16.6%	21.4%	21.4%	20.9%
每股收益（元）	0.81	1.07	1.62	2.10	2.69
市盈率(P/E)	98.57	74.58	49.40	38.01	29.68

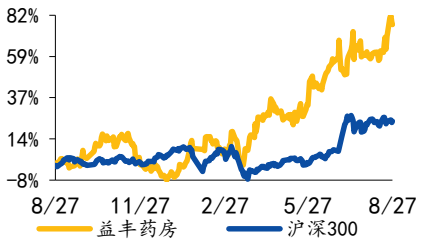
资料来源：Wind,国元证券研究中心

当前价：　79.84 元

基本数据

52 周最高/最低价（元）：	89.1 / 48.89
A 股流通股（百万股）：	656.34
A 股总股本（百万股）：	656.34
流通市值（百万元）：	52402.24
总市值（百万元）：	52402.24

过去一年股价走势



资料来源：Wind

相关研究报告

《国元证券公司研究-大参林（603233）2019 年报暨 2020Q1 点评：一季度业绩超预期，全国布局有序推进》2020.04.29

《国元证券公司研究-大参林(603233)19 三季报点评：业绩持续高增长，自建+并购扩张加速》2019.10.31

报告作者

分析师　常启辉

执业证书编号　S0020517090001

电话　021-51097188-1936

邮箱　changqihui@gyzq.com.cn

联系人　刘慧敏

电话　021-51097188

邮箱　liuhuimin@gyzq.com.cn

财务预测表

资产负债表					单位:百万元
会计年度	2018	2019	2020E	2021E	2022E
流动资产	4025	5468	7389	9734	13005
现金	1329	1716	2948	4222	6121
应收账款	277	356	479	592	790
其他应收款	187	202	319	444	608
预付账款	131	97	237	292	359
存货	1886	2055	3279	4044	4968
其他流动资产	216	1042	128	139	159
非流动资产	2512	3204	2990	3216	3411
长期投资	5	7	5	6	6
固定资产	841	938	839	736	635
无形资产	269	352	352	352	352
其他非流动资产	1396	1907	1794	2122	2418
资产总计	6537	8672	10379	12950	16416
流动负债	3414	4003	5289	6390	7855
短期借款	326	63	326	119	0
应付账款	884	1312	4242	5386	6805
其他流动负债	2204	2627	721	884	1050
非流动负债	36	337	54	59	69
长期借款	21	16	16	16	16
其他非流动负债	15	321	38	43	53
负债合计	3450	4340	5343	6449	7924
少数股东权益	49	92	81	67	51
股本	400	540	656	656	656
资本公积	961	1515	1407	1501	1736
留存收益	1677	2140	2877	4256	6021
归属母公司股东权益	3038	4240	4955	6433	8441
负债和股东权益	6537	8672	10379	12950	16416

现金流量表					单位:百万元
会计年度	2018	2019	2020E	2021E	2022E
经营活动现金流	874	1708	1537	1699	2038
净利润	526	697	1050	1365	1749
折旧摊销	238	292	113	115	117
财务费用	32	30	18	15	13
投资损失	-23	-16	-20	-35	-50
营运资金变动	225	611	347	245	216
其他经营现金流	-123	94	29	-7	-6
投资活动现金流	-317	-1659	26	-294	-245
资本支出	554	501	80	62	65
长期投资	-521	820	152	15	16
其他投资现金流	-285	-337	258	-217	-164
筹资活动现金流	-437	420	-331	-131	107
短期借款	-160	-263	263	-207	-119
长期借款	21	-5	0	0	0
普通股增加	0	140	117	0	0
资本公积增加	-6	554	-108	94	235
其他筹资现金流	-291	-5	-603	-18	-9
现金净增加额	120	469	1232	1274	1900

利润表					单位:百万元
会计年度	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入	8859	11141	14559	18016	22182
营业成本	5170	6743	9108	11233	13799
营业税金及附加	62	61	87	99	122
营业费用	2487	2899	3349	4108	5013
管理费用	415	520	655	811	998
研发费用	1	0	0	0	0
财务费用	32	30	18	15	13
资产减值损失	-11	-10	-10	-10	-10
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资净收益	23	16	20	35	50
营业利润	718	918	1386	1810	2310
营业外收入	8	9	7	9	9
营业外支出	7	7	3	3	3
利润总额	720	919	1391	1815	2317
所得税	194	223	341	450	568
净利润	526	697	1050	1365	1749
少数股东损益	-6	-6	-11	-14	-17
归属母公司净利润	532	703	1061	1379	1766
EBITDA	988	1241	1518	1940	2440
EPS（元）	1.33	1.30	1.62	2.10	2.69

主要财务比率					
会计年度	2018	2019	2020E	2021E	2022E
成长能力					
营业收入(%)	19.4%	25.8%	30.7%	23.7%	23.1%
营业利润(%)	13.4%	27.8%	51.0%	30.5%	27.7%
归属母公司净利润(%)	11.9%	32.2%	51.0%	30.0%	28.1%
获利能力					
毛利率(%)	41.6%	39.5%	37.4%	37.6%	37.8%
净利率(%)	6.0%	6.3%	7.3%	7.7%	8.0%
ROE(%)	17.5%	16.6%	21.4%	21.4%	20.9%
ROIC(%)	23.8%	22.3%	40.3%	53.1%	69.3%
偿债能力					
资产负债率(%)	52.8%	50.0%	51.5%	49.8%	48.3%
净负债比率(%)	10.23%	1.96%	6.40%	2.10%	0.20%
流动比率	1.18	1.37	1.40	1.52	1.66
速动比率	0.63	0.85	0.78	0.89	1.02
营运能力					
总资产周转率	1.43	1.47	1.53	1.54	1.51
应收账款周转率	32	33	34	34	32
应付账款周转率	5.79	6.14	3.28	2.33	2.26
每股指标（元）					
每股收益(最新摊薄)	0.81	1.07	1.62	2.10	2.69
每股经营现金流(最新摊薄)	1.33	2.60	2.34	2.59	3.10
每股净资产(最新摊薄)	4.63	6.46	7.55	9.80	12.86
估值比率					
P/E	98.57	74.58	49.40	38.01	29.68
P/B	17.25	12.36	10.57	8.15	6.21
EV/EBITDA	52	41	34	26	21

投资评级说明

（1）公司评级定义		（2）行业评级定义	
买入	预计未来 6 个月内，股价涨跌幅优于上证指数 20%以上	推荐	预计未来 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上
增持	预计未来 6 个月内，股价涨跌幅优于上证指数 5-20%之间	中性	预计未来 6 个月内，行业指数表现介于市场指数±10%之间
持有	预计未来 6 个月内，股价涨跌幅介于上证指数±5%之间	回避	预计未来 6 个月内，行业指数表现劣于市场指数 10%以上
卖出	预计未来 6 个月内，股价涨跌幅劣于上证指数 5%以上		

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本人承诺报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业操守和专业能力，本报告清晰准确地反映了本人的研究观点并通过合理判断得出结论，结论不受任何第三方的授意、影响。

证券投资咨询业务的说明

根据中国证监会颁发的《经营证券业务许可证》（Z23834000),国元证券股份有限公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

一般性声明

本报告仅供国元证券股份有限公司（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。若国元证券以外的金融机构或任何第三方机构发送本报告，则由该金融机构或第三方机构独自为此发送行为负责。 本报告不构成国元证券向发送本报告的金融机构或第三方机构之客户提供的投资建议，国元证券及其员工亦不为上述金融机构或第三方机构之客户因使用本报告或报告载述的内容引起的直接或连带损失承担任何责任。本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的信息、资料、 分析工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的投资建议或要约邀请。本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。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。本公司建议客户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。在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取投资银行业务服务或其他服务。

免责条款

本报告是为特定客户和其他专业人士提供的参考资料。文中所有内容均代表个人观点。本公司力求报告内容的准确可靠，但并不对报告内容及所引用资料的准确性和完整性作出任何承诺和保证。本公司不会承担因使用本报告而产生的法律责任。本报告版权归国元证券所有，未经授权不得复印、转发或向特定读者群以外的人士传阅，如需引用或转载本报告，务必与本公司研究中心联系。网址: www.gyzq.com.cn

国元证券研究中心

合肥	上海
地址：安徽省合肥市梅山路 18 号安徽国际金融中心 A 座国元证券	地址：上海市浦东新区民生路 1199 号证大五道口广场 16 楼国元证券
邮编：230000	邮编：200135
传真：（0551）62207952	传真：（021）68869125
	电话：（021）51097188