

大参林 (603233.SH)

买入 (维持评级)

公司点评
证券研究报告

“内生+外延”双驱动，业绩增长符合预期

合预期

业绩简评

4月27日，公司发布2022年年报及2023年一季报，2022年实现收入212亿元(+26.8%)，归母净利润10.4亿元(+30.9%)，扣非归母净利润10.1亿元(+40.6%)。

2022Q4单季度实现收入64.3亿元(+46.0%)，归母净利润1.12亿元(扭亏为盈)，扣非归母净利润0.92亿元(扭亏为盈)。

2023Q1单季度实现收入59.5亿元(+27.2%)，归母净利润4.97亿元(+29.3%)，扣非归母净利润4.98亿元(+25.7%)。

经营分析

业绩稳健增长，门店持续拓展。2022年，公司中西成药收入152亿元(+33.67%)，中参药材收入25.9亿元(+5.04%)，非药品收入30.2亿元(+21.88%)。公司中西成药类增速主要来源于四类药品恢复上架及处方外流，中西成药毛利率33.25%，同比增加0.67pct。公司自建+并购+加盟共同发力，已覆盖全国16个省级市场(新进辽宁省)，2022年公司新增自建门店689家，并购门店310家，加盟门店1072家。截至2022年底公司门店总数10045家，其中加盟店2007家；2023年一季度公司净增门店850家，其中新开门店214家，收购门店249家，加盟店454家，关闭门店67家。

新零售快速增长，数字化征程精准营销。公司积极探索新零售商业模式，线上线下融合发展。公司完成管理驾驶舱、自营小程序整合、POS系统升级等10余项公司级数字化项目。公司会员人数快速提升，客户流失率下降。

积极承接外流处方药，持续优化商品结构。公司通过拓展院边店、DTP、门慢门特等专业化的药房，强化专业服务能力和处方药品供应体系，对接处方流转等方式积极承接外流处方药。截止2022年末，公司双通道门店457家，拥有门诊统筹资格门店747家，DTP专业药房174家。

盈利预测、估值与评级

随着公司持续外延扩张，预计23-25年归母净利润分别为13.3亿、16.3亿和19.7亿，增速分别为28%、23%、21%，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。

医药组

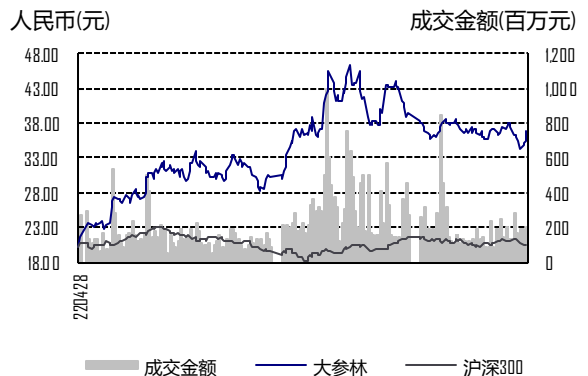
分析师：袁维 (执业S1130518080002)

yuan_wei@gjzq.com.cn

市价(人民币)：36.79元

相关报告：

- 1.《大参林公司点评：拟定增30亿元，加强门店拓展及相关配套基础建...》，2023.1.19
- 2.《业绩增长符合预期，全国布局稳健推进-大参林点评》，2022.10.28
- 3.《业绩增长符合预期，规模效应提高盈利能力-大参林点评》，2022.10.17



公司基本情况 (人民币)

项目	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	16,759	21,248	26,468	32,069	37,700
营业收入增长率	14.92%	26.78%	24.57%	21.16%	17.56%
归母净利润(百万元)	791	1,036	1,326	1,626	1,940
归母净利润增长率	-25.51%	30.90%	28.06%	22.60%	19.28%
摊薄每股收益(元)	1.000	1.091	1.398	1.713	2.044
每股经营性现金流净额	1.97	3.96	2.03	2.88	3.33
ROE(归属母公司)(摊薄)	14.44%	16.67%	19.35%	20.77%	21.57%
P/E	42.09	36.29	26.33	21.47	18.00
P/B	6.08	6.05	5.09	4.46	3.88

来源：公司年报、国金证券研究所

附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)							资产负债表 (人民币百万元)							
	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E		2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E	
主营业务收入	14,583	16,759	21,248	26,468	32,069	37,700	货币资金	3,750	2,792	4,493	3,691	2,988	3,515	
增长率		14.9%	26.8%	24.6%	21.2%	17.6%	应收款项	659	1,052	1,390	1,691	1,946	2,270	
主营业务成本	-8,973	-10,366	-13,217	-16,278	-19,787	-23,336	存货	2,683	3,630	3,872	4,683	5,692	6,713	
%销售收入	61.5%	61.9%	62.2%	61.5%	61.7%	61.9%	其他流动资产	1,205	393	914	520	529	572	
毛利	5,609	6,394	8,031	10,190	12,282	14,364	流动资产	8,297	7,868	10,670	10,584	11,156	13,071	
%销售收入	38.5%	38.1%	37.8%	38.5%	38.3%	38.1%	%总资产	67.3%	45.4%	51.2%	48.0%	47.1%	49.1%	
营业税金及附加	-60	-68	-80	-132	-160	-189	长期投资	150	150	132	132	132	132	
%销售收入	0.4%	0.4%	0.4%	0.5%	0.5%	0.5%	固定资产	1,287	1,920	2,457	2,916	3,315	3,653	
销售费用	-3,471	-4,266	-5,160	-6,630	-8,049	-9,500	%总资产	10.4%	11.1%	11.8%	13.2%	14.0%	13.7%	
%销售收入	23.8%	25.5%	24.3%	25.1%	25.1%	25.2%	无形资产	2,396	3,348	3,664	4,276	4,850	5,422	
管理费用	-702	-921	-1,110	-1,376	-1,700	-1,885	非流动资产	4,035	9,468	10,172	11,473	12,550	13,561	
%销售收入	4.8%	5.5%	5.2%	5.2%	5.3%	5.0%	%总资产	32.7%	54.6%	48.8%	52.0%	52.9%	50.9%	
研发费用	-5	-45	-74	-106	-64	-75	资产总计	12,332	17,336	20,841	22,057	23,706	26,631	
%销售收入	0.0%	0.3%	0.4%	0.4%	0.2%	0.2%	短期借款	192	1,071	1,680	1,856	1,095	1,226	
息税前利润 (EBIT)	1,372	1,094	1,607	1,945	2,309	2,714	应付款项	4,656	5,374	6,732	7,599	9,001	10,612	
%销售收入	9.4%	6.5%	7.6%	7.4%	7.2%	7.2%	其他流动负债	621	731	1,296	921	1,028	1,106	
财务费用	11	-170	-208	-238	-227	-202	流动负债	5,468	7,176	9,708	10,375	11,125	12,944	
%销售收入	-0.1%	1.0%	1.0%	0.9%	0.7%	0.5%	长期贷款	0	0	168	168	168	168	
资产减值损失	-33	-34	-42	-49	-25	-31	其他长期负债	1,291	4,224	4,101	3,991	3,895	3,813	
公允价值变动收益	8	35	-19	20	20	20	负债	6,759	11,400	13,977	14,535	15,188	16,925	
投资收益	18	9	6	-5	10	10	普通股股东权益	5,385	5,479	6,212	6,854	7,830	8,994	
%税前利润	1.3%	0.9%	0.4%	n.a	0.5%	0.4%	其中：股本	659	791	949	949	949	949	
营业利润	1,448	1,041	1,421	1,778	2,192	2,617	未分配利润	2,627	2,601	3,180	3,976	4,952	6,116	
营业利润率	9.9%	6.2%	6.7%	6.7%	6.8%	6.9%	少数股东权益	188	457	652	667	687	712	
营业外收支	-2	3	-6	10	3	3	负债股东权益合计	12,332	17,336	20,841	22,057	23,706	26,631	
税前利润	1,446	1,044	1,415	1,788	2,195	2,620	比率分析		2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
利润率	9.9%	6.2%	6.7%	6.8%	6.8%	6.9%	每股指标							
所得税	-363	-240	-336	-447	-549	-655	每股收益	1.613	1.000	1.091	1.398	1.713	2.044	
所得税率	25.1%	22.9%	23.7%	25.0%	25.0%	25.0%	每股净资产	8.176	6.927	6.545	7.222	8.250	9.477	
净利润	1,083	804	1,079	1,341	1,646	1,965	每股经营现金净流	2.967	1.966	3.958	2.027	2.884	3.331	
少数股东损益	21	13	44	15	20	25	每股股利	0.600	0.800	0.500	0.559	0.685	0.817	
归属于母公司的净利润	1,062	791	1,036	1,326	1,626	1,940	回报率							
净利率	7.3%	4.7%	4.9%	5.0%	5.1%	5.1%	净资产收益率	19.73%	14.44%	16.67%	19.35%	20.77%	21.57%	
现金流量表 (人民币百万元)							总资产收益率	8.61%	4.56%	4.97%	6.01%	6.86%	7.28%	
	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E	投入资本收益率	14.74%	10.21%	12.25%	13.46%	15.64%	16.43%	
净利润	1,083	804	1,079	1,341	1,646	1,965	增长率							
少数股东损益	21	13	44	15	20	25	主营业务收入增长率	30.89%	14.92%	26.78%	24.57%	21.16%	17.56%	
非现金支出	373	1,401	1,574	604	648	720	EBIT 增长率	49.40%	-20.26%	46.90%	21.04%	18.69%	17.56%	
非经营收益	-14	113	198	254	233	206	净利润增长率	51.17%	-25.51%	30.90%	28.06%	22.60%	19.28%	
营运资金变动	512	-763	905	-276	211	270	总资产增长率	42.21%	40.58%	20.22%	5.83%	7.48%	12.34%	
经营活动现金净流	1,954	1,555	3,757	1,924	2,738	3,161	资产管理能力							
资本开支	-780	-1,273	-997	-1,527	-1,392	-1,392	应收账款周转天数	9.9	12.8	15.1	17.0	17.0	17.0	
投资	-309	284	-300	20	20	20	存货周转天数	96.4	111.1	103.6	105.0	105.0	105.0	
其他	18	21	3	-5	10	10	应付账款周转天数	60.3	65.2	66.6	62.0	65.0	65.0	
投资活动现金净流	-1,071	-968	-1,294	-1,512	-1,362	-1,362	固定资产周转天数	27.9	25.1	24.2	21.6	19.0	16.5	
股权募资	116	152	62	-153	0	0	偿债能力							
债权募资	1,451	-77	686	179	-761	131	净负债/股东权益	-54.57%	-9.75%	-21.04%	-6.18%	-6.14%	-9.48%	
其他	-358	-1,686	-1,682	-828	-921	-1,020	EBIT 利息保障倍数	-124.1	6.4	7.7	8.2	10.2	13.4	
筹资活动现金净流	1,209	-1,612	-934	-802	-1,682	-890	资产负债率	54.81%	65.76%	67.06%	65.90%	64.07%	63.55%	
现金净流量	2,092	-1,025	1,529	-391	-306	910								

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

来源：聚源数据

历史推荐和目标定价(人民币)

序号	日期	评级	市价	目标价
1	2021-04-29	买入	76.67	N/A
2	2021-06-17	买入	53.98	N/A
3	2021-08-30	买入	44.60	N/A
4	2022-04-28	买入	23.98	N/A
5	2022-08-30	买入	32.08	N/A
6	2022-10-17	买入	33.35	N/A
7	2022-10-28	买入	37.23	N/A
8	2023-01-19	买入	40.42	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。

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



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。

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。本报告反映撰写研究人员的不同设想、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，国金证券不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他任何损失承担任何责任。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，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

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。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密，只有符合条件的收件人才能使用。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；本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。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。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告，则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议，国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

上海	北京	深圳
电话：021-60753903	电话：010-85950438	电话：0755-83831378
传真：021-61038200	邮箱：researchbj@gjzq.com.cn	传真：0755-83830558
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn	邮编：100005	邮箱：researchsz@gjzq.com.cn
邮编：201204	地址：北京市东城区建内大街 26 号	邮编：518000
地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号	新闻大厦 8 层南侧	地址：中国深圳市福田区中心四路 1-1 号
紫竹国际大厦 7 楼		嘉里建设广场 T3-2402