

大参林(603233)

报告日期: 2023年04月28日

门店拓展加速, 收入增长可期

——大参林 2022 年报及 2023 一季报点评报告

投资要点

2023年4月27日, 公司披露2022年年报及2023年一季报, 2022年营业收入212.48亿元, 同比增长26.8%; 归母净利润10.36亿元, 同比增长30.9%; 扣非净利润10.09亿元, 同比增长40.6%。其中Q4收入64.31亿元, 同比增长46.0%, 归母净利润1.12亿元, 同比增长515%, 扣非净利润0.92亿元, 同比增长320%。2021Q4低基数叠加2022Q4疫情相关产品需求增长, 2022Q4收入利润均呈现高速增长态势。2023Q1收入59.47亿元, 同比增长27.2%, 归母净利润4.97亿元, 同比增长29.3%。一月份疫情相关产品需求销量高增长对冲2022年疫情下新建门店较少影响, 收入利润仍呈现高速增长状态, 我们认为2023年随新建门店有望加速以及疫后客流量、常规产品需求恢复, 全年收入与利润高速增长可期。

□ 业绩: 2022年与2023Q1均呈现收入利润高速增长, 2022年经营性现金流同比提升142%, 收益质量明显好转

2022年营业收入212.48亿元, 同比增长26.8%; 归母净利润10.36亿元, 同比增长30.9%; 扣非净利润10.09亿元, 同比增长40.6%; 经营活动现金流37.57亿元, 同比提升142%, 主要为净利润增加带来的资金流入和库存优化、采购开支得到有效控制等整体营运能力的提升优化所致。2022年公司新增门店2071家(其中自建并购999家, 加盟1072家), 新进入辽宁省。2023Q1收入59.47亿元, 同比增长27.2%, 归母净利润4.97亿元, 同比增长29.3%, 一季度仍呈现高速增长态势。我们认为, 2023年随新建门店有望加速以及疫后客流量、常规产品需求恢复, 全年收入与利润高速增长可期。

□ 成长性: 门店高速增长持续, 有望拉动收入持续高增长

(1) 新定增规划发布, 门店高速增长有望持续。2022年疫情影响下, 公司新增门店节奏有所放缓, 2022年公司新增门店2071家(其中自建并购999家, 加盟1072家), 但整体看来, 自建门店数量在2022年仍呈现逐季加速趋势, 上半年自建门店194家, 下半年随疫情形势逐渐明朗, 扩张速度加快, 下半年自建门店495家。2023年1月, 公司发布定增规划, 其中16.38亿元用于门店建设, 主要规划为新增3600家门店, 执行周期3年, 2023年门店新增有望加速。我们认为, 集中度提升仍是连锁药店的核心逻辑, 2023年疫情恢复后公司门店数量或将恢复高速增长状态, 门店数量的快速增长有望拉动公司收入的长期高增长;(2) DTP药店快速增长, 有望承接更多外流处方。2022年, 公司双通道门店457家, 拥有门诊统筹资格门店747家, DTP药房174家(2021年DTP门店133家), 门店数量快速增长, 我们认为, 随医保账户改革, 准备充分的药店龙头有望承接更多处方外流, 带来收入天花板的持续打开。

□ 盈利能力: 净利率有望略有提升

(1) 随中西成药占比提升, 毛利率或将缓降。2023Q1, 公司毛利率38.1%, 同比下降3.4pct。我们认为, 随公司区域拓展以及处方药等收入占比的提升, 公司毛利率或将缓降;(2) 期间费用率或将略有下降。2022Q1公司净利率8.82%, 同比提升0.62pct, 销售费用率下降3.34pct, 管理费用下降0.52pct, 研发费用提升0.07pct。我们认为, 随公司疫后收入的快速增长, 公司期间费用率有望略降, 对应2023年净利率有望略有提升。

□ 经营质量: 收益质量有望保持较高水平

2022年公司经营活动现金流37.57亿元, 同比提升142%; 公司经营活动净收益/利润总额为95.93%, 同比提升10.66pct, 随疫后营业利润增加、采购开支有效控制等带来的营运能力提升优化, 公司收益质量提升趋势鲜明。2023Q1公司经营

投资评级: 增持(维持)

分析师: 孙建
 执业证书号: S1230520080006
 02180105933
 sunjian@stocke.com.cn

研究助理: 司清蕊
 siqingrui@stocke.com.cn

基本数据

收盘价	34.42
总市值(百万元)	32667.51
总股本(百万股)	949.09

股票走势图



相关报告

- 《定增30.25亿元, 助力门店快速扩张——大参林定增预案点评报告》2023.01.19
- 《利润快速增长, 收益质量明显提升——大参林2022Q3点评报告》2022.10.27
- 《同店增长逐月恢复, 收入高速增长有望持续——大参林2022H1点评报告》2022.08.30
- 《【浙商医药】大参林深度: 快速扩张的高利润率药店龙头》2022.08.05

活动净收益/利润总额为 98.60%，同比下降 2.71pct，但仍处于行业较高水平，我们认为，2023 年随着公司营运能力的持续提升，收益质量有望维持较高水平。

□ 盈利预测及估值

基于以上分析，我们预计公司 2023-2025 年营业总收入分别为 268.13/337.52/408.59 亿元，分别同比增长 26.19%、25.88%、21.05%；归母净利润 13.56/17.24/20.90 亿元，分别同比增长 30.88%、27.18%、21.25%，对应 2023-2025 年 EPS 为 1.43/1.82/2.20 元，对应 2023 年 24 倍 PE，维持“增持”评级。

□ 风险提示

行业竞争加剧的风险；门店扩张不及预期的风险；疫情波动的风险；集采药品降价超预期的风险；政策推进不及预期的风险；药品行业规模增长不及预期的风险

财务摘要

(百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	21248.09	26813.37	33752.19	40858.69
(+/-) (%)	26.78%	26.19%	25.88%	21.05%
归母净利润	1035.72	1355.51	1724.00	2090.44
(+/-) (%)	30.90%	30.88%	27.18%	21.25%
每股收益(元)	1.09	1.43	1.82	2.20
P/E	32	24	19	16

资料来源：wind，浙商证券研究所

表附录：三大报表预测值

资产负债表

(百万元)	2022	2023E	2024E	2025E
流动资产	10670	12429	15987	20123
现金	4493	4882	6173	8457
交易性金融资产	92	101	96	99
应收账款	1017	1116	1536	1837
其它应收款	368	458	594	709
预付账款	621	403	603	855
存货	3872	5295	6795	7984
其他	206	174	190	182
非流动资产	10172	10015	11630	12159
金额资产类	0	0	0	0
长期投资	0	0	0	0
固定资产	1408	1731	2045	2375
无形资产	637	713	773	815
在建工程	1049	1071	1168	1191
其他	7077	6500	7644	7778
资产总计	20841	22444	27617	32282
流动负债	9708	10779	13541	16176
短期借款	697	351	405	484
应付款项	6127	7814	9825	11970
预收账款	1	1	1	1
其他	2882	2613	3311	3720
非流动负债	4269	3374	4012	3885
长期借款	168	168	168	168
其他	4101	3205	3844	3717
负债合计	13977	14153	17553	20061
少数股东权益	652	687	736	803
归属母公司股东权益	6212	7604	9328	11419
负债和股东权益	20841	22444	27617	32282

现金流量表

(百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
经营活动现金流	3757	2650	2304	3449
净利润	1079	1391	1772	2157
折旧摊销	462	330	373	403
财务费用	208	179	158	135
投资损失	(6)	(11)	(9)	(9)
营运资金变动	1045	1881	1730	1905
其它	969	(1120)	(1720)	(1142)
投资活动现金流	(1294)	(1378)	(1133)	(1092)
资本支出	(537)	(446)	(539)	(507)
长期投资	0	(0)	0	0
其他	(757)	(932)	(594)	(585)
筹资活动现金流	(934)	(883)	120	(73)
短期借款	532	(346)	53	80
长期借款	168	0	0	0
其他	(1634)	(537)	66	(152)
现金净增加额	1529	389	1291	2285

利润表

(百万元)	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入	21248	26813	33752	40859
营业成本	13217	16860	21294	25864
营业税金及附加	80	107	133	159
营业费用	5160	6447	8084	9693
管理费用	1110	1441	1789	2166
研发费用	74	75	90	90
财务费用	208	179	158	135
资产减值损失	42	(21)	(9)	13
公允价值变动损益	(19)	8	8	(1)
投资净收益	6	11	9	9
其他经营收益	76	85	89	84
营业利润	1421	1830	2319	2831
营业外收支	(6)	(1)	(1)	(3)
利润总额	1415	1828	2318	2828
所得税	336	437	545	671
净利润	1079	1391	1772	2157
少数股东损益	44	35	48	67
归属母公司净利润	1036	1356	1724	2090
EBITDA	1854	2247	2758	3276
EPS (最新摊薄)	1.09	1.43	1.82	2.20

主要财务比率

	2022	2023E	2024E	2025E
成长能力				
营业收入	26.78%	26.19%	25.88%	21.05%
营业利润	36.54%	28.77%	26.76%	22.08%
归属母公司净利润	30.90%	30.88%	27.18%	21.25%
获利能力				
毛利率	37.80%	37.12%	36.91%	36.70%
净利率	5.08%	5.19%	5.25%	5.28%
ROE	16.18%	17.89%	18.78%	18.76%
ROIC	9.79%	13.67%	13.73%	14.32%
偿债能力				
资产负债率	67.06%	63.06%	63.56%	62.14%
净负债比率	13.22%	8.12%	8.05%	7.33%
流动比率	1.10	1.15	1.18	1.24
速动比率	0.70	0.66	0.68	0.75
营运能力				
总资产周转率	1.11	1.24	1.35	1.36
应收账款周转率	24.19	25.48	26.18	24.78
应付账款周转率	5.48	5.53	5.59	5.42
每股指标(元)				
每股收益	1.09	1.43	1.82	2.20
每股经营现金	3.96	2.79	2.43	3.63
每股净资产	6.54	8.01	9.83	12.03
估值比率				
P/E	31.54	24.10	18.95	15.63
P/B	5.26	4.30	3.50	2.86
EV/EBITDA	20.65	13.99	11.27	8.79

资料来源：wind，浙商证券研究所

股票投资评级说明

以报告日后的6个月内，证券相对于沪深300指数的涨跌幅为标准，定义如下：

1. 买入：相对于沪深300指数表现+20%以上；
2. 增持：相对于沪深300指数表现+10%~+20%；
3. 中性：相对于沪深300指数表现-10%~+10%之间波动；
4. 减持：相对于沪深300指数表现-10%以下。

行业的投资评级：

以报告日后的6个月内，行业指数相对于沪深300指数的涨跌幅为标准，定义如下：

1. 看好：行业指数相对于沪深300指数表现+10%以上；
2. 中性：行业指数相对于沪深300指数表现-10%~+10%以上；
3. 看淡：行业指数相对于沪深300指数表现-10%以下。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重。

建议：投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

法律声明及风险提示

本报告由浙商证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，经营许可证编号为：Z39833000）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但浙商证券股份有限公司及其关联机构（以下统称“本公司”）对这些信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不发生任何变更。本公司没有将变更的信息和建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告仅供本公司的客户作参考之用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告仅反映报告作者的出具日的观点和判断，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本公司的交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理公司、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告版权均归本公司所有，未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、发布、传播本报告的全部或部分内容。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明本报告发布人和发布日期，并提示使用本报告的风险。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

浙商证券研究所

上海总部地址：杨高南路729号陆家嘴世纪金融广场1号楼25层

北京地址：北京市东城区朝阳门北大街8号富华大厦E座4层

深圳地址：广东省深圳市福田区广电金融中心33层

上海总部邮政编码：200127

上海总部电话：(8621) 80108518

上海总部传真：(8621) 80106010

浙商证券研究所：<https://www.stocke.com.cn>