

业绩增长稳健，处方外流承接能力不断提升

大参林(603233.SH)

事件概述

公司发布2023年半年报，23年H1实现营业收入119.92亿元(+23.37%)，归母净利润9.17亿元(+28.46%)，扣非后归母净利润8.98亿元(+27.48%)；

其中2023年Q2实现营业收入60.45亿元(+19.85%)，归母净利润4.21亿元(+27.49%)，扣非后归母净利润4.01亿元(+29.82%)。

非药品类保持快速增长，期间费用率表现较好

分产品结构来看，公司2023年H1中西成药、中参药材、非药品分别实现营业收入86.24/13.94/16.82亿元，同比增速分别为+23.92%/+19.81%/+28.08%，收入占比分别为71.92%/14.03%/11.63%。非药品类增速保持快速增长，主要来源于消费者保健及健康意识的提升。

分业务板块来看，公司2023年H1零售业务、加盟及分销业务分别实现营业收入102.26/14.74亿元，同比分别+16.46%/+124.7%，加盟及分销业务保持快速增长。

公司23年H1毛利率为37.44%(-2.1pct)，毛利率略有下降主要由于毛利率较低的加盟业务占比提升。净利率为7.96%

(+0.63pct)，净利率有小幅提升。2023年H1期间费用率表现较好，销售/管理/财务费用率分别为21.53%/4.39%/0.81%，分别同比-2.34/-0.43/-0.23pct，公司经营效率提升较为明显。

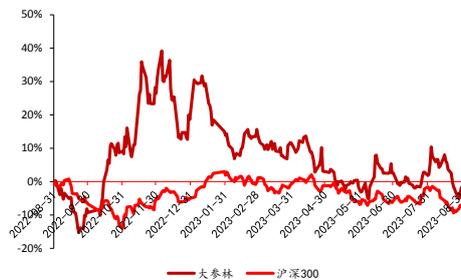
门店数量继续保持快速增长，处方外流承接能力不断提升

公司坚持深耕华南布局全国的战略，通过“自建+并购+加盟”三驾马车持续拓展门店数量。截至2023年H1，公司拥有门店11989家，其中加盟门店3087家，2023年H1公司净增门店1944家，其中自建、并购、加盟方式分别新增610、362、1080家。分地区来看，2023年H1华南地区/华东/华中/其它地区门店数量分别达到7885家/1073家/1384家/1647家，分别净增门店885家/216家/178家/665家，预计全年门店数量仍将保持较快增长。

公司持续拓展院边店、DTP、门慢门特等专业化的药房，强化专业服务能力及处方药品供应体系，处方外流承接能力不断提升。截至2023年H1，公司拥有DTP门店209家，获得各类医

评级及分析师信息

评级:	买入
上次评级:	买入
目标价格:	
最新收盘价:	26.59
股票代码:	603233
52周最高价/最低价:	38.72/22.86
总市值(亿)	302.83
自由流通市值(亿)	118.56
自由流通股数(百万)	445.89



分析师: 崔文亮

邮箱: cuiwl@hx168.com.cn
SAC NO: S1120519110002
联系电话:

研究助理: 曹艳凯

邮箱: caoyk@hx168.com.cn
SAC NO:
联系电话:

相关研究

- 【华西医药】大参林(603233.SH)深度报告: 华南地区连锁药店龙头, 进入全国化扩张高速增长长期
2022.10.20
- 【华西医药】大参林(603233.SH) 季报点评: Q3业绩稳步增长, 全国化扩张持续
2022.11.02

保统筹报销资格的门店 1449 家，其中接入门诊统筹的门店 745 家，双通道门店 554 家（两者有部分重叠）。随着全国各地门诊统筹政策的不断落地，处方外流趋势有望加速，具有较好承接资质的龙头药店有望率先受益。

盈利预测投资建议

公司门店数量保持快速增长，有望带动整体规模不断提升。上调此前盈利预测并新增 2025 年盈利预测，预计公司在 2023/2024/2025 分别实现营业收入 269.35/339.52/423.94 亿元（前值分别为 249.33/317.82 亿元），同比增长 26.76%/26.06%/24.86%，归母净利润 13.55/16.89/20.64 亿元（前值分别为 12.69/15.95 亿元），同比增长 30.8%/24.6%/22.2%，对应 2023 年 8 月 31 日收盘价 26.59 元/股，EPS 分别为 1.43/1.78/2.17 元，PE 分别 18.62/14.94/12.23 倍，维持“买入”评级。

风险提示

门诊统筹政策不及预期、门店扩张速度不及预期、行业竞争加剧导致盈利能力下滑。

盈利预测与估值

财务摘要	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	16,759	21,248	26,935	33,952	42,394
YoY (%)	14.9%	26.8%	26.8%	26.1%	24.9%
归母净利润(百万元)	791	1,036	1,355	1,689	2,064
YoY (%)	-25.5%	30.9%	30.8%	24.6%	22.2%
毛利率 (%)	38.1%	37.8%	37.3%	36.9%	36.4%
每股收益(元)	0.84	1.09	1.43	1.78	2.17
ROE	14.4%	16.7%	17.9%	18.2%	18.2%
市盈率	31.65	24.39	18.62	14.94	12.23

资料来源：wind，华西证券研究所

财务报表和主要财务比率

利润表 (百万元)					现金流量表 (百万元)				
	2022A	2023E	2024E	2025E		2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入	21,248	26,935	33,952	42,394	净利润	1,079	1,395	1,749	2,131
YoY (%)	26.8%	26.8%	26.1%	24.9%	折旧和摊销	1,532	2,882	2,994	2,984
营业成本	13,217	16,891	21,436	26,953	营运资金变动	905	277	862	725
营业税金及附加	80	105	130	164	经营活动现金流	3,757	4,620	5,640	5,868
销售费用	5,160	6,734	8,386	10,429	资本开支	-997	-3,172	-2,047	-2,602
管理费用	1,110	1,387	1,738	2,141	投资	-300	0	0	0
财务费用	208	41	8	-22	投资活动现金流	-1,294	-3,160	-2,036	-2,585
研发费用	74	102	124	158	股权募资	62	0	0	0
资产减值损失	-9	0	0	0	债务募资	686	-697	0	0
投资收益	6	11	12	16	筹资活动现金流	-934	-791	-73	-73
营业利润	1,421	1,819	2,287	2,783	现金净流量	1,529	669	3,532	3,210
营业外收支	-6	0	0	0					
利润总额	1,415	1,819	2,287	2,783	主要财务指标	2022A	2023E	2024E	2025E
所得税	336	424	538	652	成长能力				
净利润	1,079	1,395	1,749	2,131	营业收入增长率	26.8%	26.8%	26.1%	24.9%
归属于母公司净利润	1,036	1,355	1,689	2,064	净利润增长率	30.9%	30.8%	24.6%	22.2%
YoY (%)	30.9%	30.8%	24.6%	22.2%	盈利能力				
每股收益	1.09	1.43	1.78	2.17	毛利率	37.8%	37.3%	36.9%	36.4%
					净利率	5.1%	5.2%	5.2%	5.0%
					总资产收益率 ROA	5.0%	5.7%	6.0%	6.2%
资产负债表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E	净资产收益率 ROE	16.7%	17.9%	18.2%	18.2%
货币资金	4,493	5,162	8,694	11,903	偿债能力				
预付款项	621	515	830	933	流动比率	1.10	1.19	1.34	1.42
存货	3,872	5,432	6,587	8,475	速动比率	0.64	0.65	0.81	0.87
其他流动资产	1,683	2,020	2,492	3,025	现金比率	0.46	0.47	0.63	0.69
流动资产合计	10,670	13,129	18,603	24,336	资产负债率	67.1%	65.0%	64.5%	63.8%
长期股权投资	0	0	0	0	经营效率				
固定资产	1,408	1,477	1,574	1,611	总资产周转率	1.02	1.14	1.21	1.26
无形资产	637	711	757	817	每股指标 (元)				
非流动资产合计	10,172	10,477	9,556	9,202	每股收益	1.09	1.43	1.78	2.17
资产合计	20,841	23,607	28,159	33,539	每股净资产	6.54	7.97	9.75	11.93
短期借款	697	0	0	0	每股经营现金流	3.96	4.87	5.94	6.18
应付账款及票据	6,127	7,776	9,903	12,429	每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00
其他流动负债	2,883	3,303	3,979	4,701	估值分析				
流动负债合计	9,708	11,078	13,882	17,131	PE	24.39	18.62	14.94	12.23
长期借款	168	168	168	168	PB	6.05	3.34	2.73	2.23
其他长期负债	4,101	4,101	4,101	4,101					
非流动负债合计	4,269	4,269	4,269	4,269					
负债合计	13,977	15,348	18,152	21,400					
股本	949	949	949	949					
少数股东权益	652	692	752	819					
股东权益合计	6,864	8,259	10,008	12,139					
负债和股东权益合计	20,841	23,607	28,159	33,539					

资料来源:公司公告, 华西证券研究所

分析师与研究助理简介

崔文亮：10年证券从业经验，2015-2017年新财富分别获得第五名、第三名、第六名，并获得金牛奖、水晶球、最受保险机构欢迎分析师等奖项。先后就职于大成基金、中信建投证券、安信证券等，2019年10月加入华西证券，任医药行业首席分析师、副所长，北京大学光华管理学院金融学硕士、北京大学化学与分子工程学院理学学士。

分析师承诺

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，保证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理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的6个月内公司股价相对上证指数的涨跌幅为基准。	买入	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数达到或超过15%
	增持	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数在5%—15%之间
	中性	分析师预测在此期间股价相对上证指数在-5%—5%之间
	减持	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数5%—15%之间
	卖出	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数达到或超过15%
行业评级标准		
以报告发布日后的6个月内行业指数的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测在此期间行业指数相对强于上证指数达到或超过10%
	中性	分析师预测在此期间行业指数相对上证指数在-10%—10%之间
	回避	分析师预测在此期间行业指数相对弱于上证指数达到或超过10%

华西证券研究所：

地址：北京市西城区太平桥大街丰汇园11号丰汇时代大厦南座5层

网址：<http://www.hx168.com.cn/hxzq/hxindex.html>

华西证券免责声明

华西证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司签约客户使用。本公司不会因接收人收到或者经由其他渠道转发收到本报告而直接视其为本公司客户。

本报告基于本公司研究所及其研究人员认为的已经公开的资料或者研究人员的实地调研资料，但本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载资料、意见以及推测仅于本报告发布当日的判断，且这种判断受到研究方法、研究依据等多方面的制约。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及预测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息始终保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者需自行关注相应更新或修改。

在任何情况下，本报告仅提供给签约客户参考使用，任何信息或所表述的意见绝不构成对任何人的投资建议。市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告视为做出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在任何情况下，本报告均未考虑到个别客户的特殊投资目标、财务状况或需求，不能作为客户进行客户买卖、认购证券或者其他金融工具的保证或邀请。在任何情况下，本公司、本公司员工或者其他关联方均不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告而导致的任何可能损失负有任何责任。投资者因使用本公司研究报告做出的任何投资决策均是独立行为，与本公司、本公司员工及其他关联方无关。

本公司建立起信息隔离墙制度、跨墙制度来规范管理跨部门、跨关联机构之间的信息流动。务请投资者注意，在法律许可的前提下，本公司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或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的前提下，本公司的董事、高级职员或员工可能担任本报告所提到的公司的董事。本公司及其所属关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

所有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、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为华西证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。