大参林（603233.SH）

业绩基本符合预期，门店继续快速扩张

公司发布 2021 年一季报。2021 年 Q1 公司实现收入 40.59 亿元，同比增长 20.73%，实现归母净利润 3.41 亿元，同比增长 21.51%，实现扣非归母净利润 3.39 亿元，同比增长 25.20%。

公司一季度业绩基本符合预期。公司 2021 年 Q1 实现扣非后归母净利润增速 25.20%，基本符合预期。**我们认为，展望全年来看，公司业绩增速将呈现前低后高的趋势，主要有几大原因：1）疫情状态下的高基数：**2020 年的疫情环境下，一方面公司是防疫物资定点销售机构，导致去年防疫物资的基数较高，另一方面去年医院大部分科室停诊，也导致院外市场销售基数高；**2）新建门店的影响：**由于去年 Q1、Q2 受到疫情影响，公司的新建门店大部分集中在 Q3、Q4，导致对 Q1 的经营贡献较弱；**3）费用的影响：**如股权激励、可转债利息的摊销、新租赁准则等估计合计对利润端影响 3000 万元左右。

- **分业务板块来看：**2021 年 Q1 公司零售板块实现收入 37.43 亿元，同比增长 15.33%，毛利率为 39.37%，较上年同期增加 2.27pp；批发板块实现收入 2.07 亿元，同比增长 270.69%，毛利率为 7.75%，较上年同期减少 6.16pp。
- **分区域来看：**公司基本盘华南地区稳健增长，华中地区因并购实现快速增长，新开拓地区同样也在快速放量。2021 年 Q1 华南地区实现收入 32.10 亿元，同比增长 15.31%；华中地区实现收入 4.02 亿元，同比增长 59.41%；华东地区实现收入 1.98 亿元，同比增长 19.69%；东北华北及西北地区实现收入 1.40 亿元，同比增长 39.94%。
- **分产品来看：**非药端在后疫情时代有所回落。2021 年 Q1 中西成药实现收入 27.49 亿元，同比增长 23.36%；中参药材实现收入 5.87 亿元，同比增长 38.14%；非药品实现收入 6.14 亿元，同比下滑 5.24%。
- **从财务数据上来看：**公司销售费用率、管理费用率、研发费用率、财务费用率分别为 23.15%、4.57%、0.05%、0.82%，分别较上年同期+0.71pp、+0.47pp、+0.05pp、+0.81。公司 2021 年 Q1 实现经营性现金流 5.12 亿元，同比增长 59.55%。
- **从门店扩张情况来看：**截止 2021 年 3 月 31 日，公司拥有公司拥有门店 6451 家（含加盟店 394 家），2021 年 1-3 月，公司净增门店 431 家，其中：新开门店 294 家，收购门店 76 家，加盟店 79 家，关闭门店 18 家。公司在报告期内发生了 14 起同行业投资并购业务，其中，以前年度并购项目于本年度完成交割 4 起，待交割 5 起；新签并购项目 5 起；涉及门店数为 371 家（其中已签约未交割门店 295 家）；2 起参股投资项目，投资成本为 5,993 万元。
- **从医保店资质来看：**公司 6057 家直营门店中，已取得各类“医疗保险定点零售药店”资格的药店达 5157 家，其中 2021 年 1-3 月份新增医保门店 462 家，医保门店总数占公司直营药店总数的 85.14%。
- **从平效来看：**2020 年 Q1 公司月均平效为 2504.49 元/平方米，整体较去年有所下滑。

公司逻辑再梳理：自建+并购+加盟加速扩张，率先受益于处方外流

- **公司自建+并购+加盟有望加速扩张。**目前公司已经在广东省实现了市占率第一，在广西省、河南省均实现了市占率第二，“深耕华南，布局全国”的战略在逐渐落地。从自建上来说，公司一直保持着较快的扩张速度；而从并购上来说，目前药店的一级市场估值较过去两年火热的时候已经有所下降，当前公司手上握着充裕的现金，同时债权融资和股权融资的空间都非常大，未来外延可期；此外，公司在成熟地区放开直营式加盟店，对直营店形成有力补充的同时，快速扩张。
- **公司是率先受益于处方外流的连锁药店龙头。**公司在广西省“梧州模式”的探索已经积累了充分的承接外流处方的经验，同时 19 年 11 月广东省开始放开药店两病用药的统筹支付意味着公司作为龙头将率先受益于外流的处方，为公司业绩快速增长提供强有力的保障。
- **公司参茸的销售已经具备了日本“药妆店”的雏形，未来更多健康消费品类的对接有望带来新的增长点。**公司在华南地区大力推广符合当地特色的参茸滋补业务，本质上是对标日本的药妆店模式，满足消费者多元化需求，从而提升门店盈利能力，未来其他的健康消费品类有望复制参茸的发展模式。

盈利预测。我们预计公司 21-23 年归母净利润为 13.76、18.10、23.51 亿元，同比增长 29.6%、31.5%、29.9%，对应 PE 为 37x、28x、22x，公司作为药店龙头之一，估值具备明显配置价值，维持“买入”评级。

风险提示：医保控费政策超预期。

财务指标	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入（百万元）	11,141	14,583	18,975	24,622	31,544
增长率 yoy（%）	25.8	30.9	30.1	29.8	28.1
归母净利润（百万元）	703	1,062	1,376	1,810	2,351
增长率 yoy（%）	32.2	51.2	29.6	31.5	29.9
EPS 最新摊薄（元/股）	1.07	1.61	2.09	2.75	3.57
净资产收益率（%）	16.1	19.4	21.4	23.4	24.7
P/E（倍）	71.9	47.5	36.7	27.9	21.5
P/B（倍）	12.0	9.7	8.4	6.9	5.5

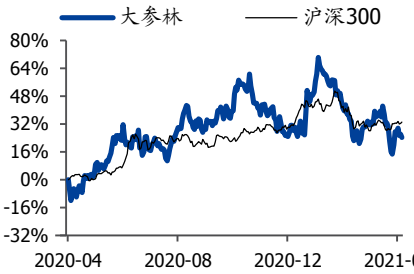
资料来源：贝格数据，国盛证券研究所　注：股价为 2021 年 4 月 28 日收盘价

买入（维持）

股票信息

行业	医药商业
前次评级	买入
4 月 28 日收盘价(元)	76.67
总市值(百万元)	50,496.48
总股本(百万股)	658.62
其中自由流通股(%)	99.65
30 日日均成交量(百万股)	3.52

股价走势



作者

分析师　张金洋
执业证书编号：S0680519010001
邮箱：zhangjy@gszq.com
分析师　缪牧一
执业证书编号：S0680519010004
邮箱：miaomuyi@gszq.com

相关研究

1、《大参林（603233.SH）：业绩持续超预期，门店扩张加速明显》2020-11-01
2、《大参林（603233.SH）：Q2 业绩超预期，持续推进全国布局》2020-08-28
3、《大参林（603233.SH）：一季度业绩大超预期，现金充裕有望加速扩张》2020-04-28

财务报表和主要财务比率

资产负债表（百万元）

会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
流动资产	5468	8297	10260	12810	16152
现金	1716	3750	4564	5846	7496
应收票据及应收账款	356	432	593	737	967
其他应收款	202	227	332	393	536
预付账款	97	97	155	171	247
存货	2055	2683	3508	4553	5799
其他流动资产	1042	1109	1109	1109	1109
非流动资产	3204	4035	4344	4718	5127
长期投资	7	0	-7	-14	-21
固定资产	938	1116	1393	1756	2163
无形资产	385	539	611	697	793
其他非流动资产	1874	2380	2347	2279	2192
资产总计	8672	12332	14604	17529	21280
流动负债	4003	5468	7112	8958	11092
短期借款	63	191	191	191	191
应付票据及应付账款	3200	4215	5473	7143	9058
其他流动负债	740	1063	1448	1625	1843
非流动负债	337	1291	1070	853	637
长期借款	260	1207	987	769	554
其他非流动负债	77	83	83	83	83
负债合计	4340	6759	8182	9811	11729
少数股东权益	92	188	188	187	193
股本	540	659	790	790	790
资本公积	1515	1762	1630	1630	1630
留存收益	2140	2874	3591	4548	5781
归属母公司股东权益	4240	5385	6234	7531	9358
负债和股东权益	8672	12332	14604	17529	21280

现金流量表（百万元）

会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
经营活动现金流	1708	1954	1931	2744	3216
净利润	697	1083	1376	1810	2356
折旧摊销	292	340	327	402	490
财务费用	30	-11	-2	-18	-42
投资损失	-16	-18	-16	-18	-17
营运资金变动	611	498	248	571	432
其他经营现金流	94	62	-2	-2	-3
投资活动现金流	-1659	-1071	-618	-756	-878
资本支出	501	792	316	382	416
长期投资	-820	-19	7	7	7
其他投资现金流	-1977	-298	-295	-367	-455
筹资活动现金流	420	1209	-499	-706	-688
短期借款	-263	127	0	0	0
长期借款	239	947	-220	-218	-216
普通股增加	140	119	132	0	0
资本公积增加	554	247	-132	0	0
其他筹资现金流	-250	-231	-279	-488	-472
现金净增加额	469	2092	814	1282	1649

利润表（百万元）

会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入	11141	14583	18975	24622	31544
营业成本	6743	8973	11725	15268	19607
营业税金及附加	61	60	113	139	167
营业费用	2899	3471	4446	5707	7246
管理费用	520	702	877	1138	1457
研发费用	0	5	2	3	5
财务费用	30	-11	-2	-18	-42
资产减值损失	-10	-25	0	0	0
其他收益	30	75	10	20	20
公允价值变动收益	0	8	2	2	3
投资净收益	16	18	16	18	17
资产处置收益	-2	-3	0	0	0
营业利润	918	1448	1843	2426	3144
营业外收入	9	7	8	8	8
营业外支出	7	8	7	7	8
利润总额	919	1446	1844	2427	3144
所得税	223	363	468	617	787
净利润	697	1083	1376	1810	2356
少数股东损益	-6	21	-1	-1	6
归属母公司净利润	703	1062	1376	1810	2351
EBITDA	1181	1765	2094	2713	3467
EPS（元）	1.07	1.61	2.09	2.75	3.57

主要财务比率

会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
成长能力					
营业收入(%)	25.8	30.9	30.1	29.8	28.1
营业利润(%)	27.8	57.7	27.3	31.6	29.6
归属于母公司净利润(%)	32.2	51.2	29.6	31.5	29.9
获利能力					
毛利率(%)	39.5	38.5	38.2	38.0	37.8
净利率(%)	6.3	7.3	7.3	7.4	7.5
ROE(%)	16.1	19.4	21.4	23.4	24.7
ROIC(%)	14.5	15.5	17.0	19.5	21.4
偿债能力					
资产负债率(%)	50.0	54.8	56.0	56.0	55.1
净负债比率(%)	-30.2	-40.7	-47.6	-58.9	-67.1
流动比率	1.4	1.5	1.4	1.4	1.5
速动比率	0.6	0.9	0.9	0.9	0.9
营运能力					
总资产周转率	1.5	1.4	1.4	1.5	1.6
应收账款周转率	34.9	37.0	37.0	37.0	37.0
应付账款周转率	2.3	2.4	2.4	2.4	2.4
每股指标（元）					
每股收益(最新摊薄)	1.07	1.61	2.09	2.75	3.57
每股经营现金流(最新摊薄)	2.59	2.97	2.93	4.17	4.88
每股净资产(最新摊薄)	6.37	7.89	9.18	11.15	13.92
估值比率					
P/E	71.9	47.5	36.7	27.9	21.5
P/B	12.0	9.7	8.4	6.9	5.5
EV/EBITDA	50.3	32.8	27.2	20.5	15.5

资料来源：贝格数据，国盛证券研究所　注：股价为 2021 年 4 月 28 日收盘价

免责声明

国盛证券有限责任公司（以下简称"本公司"）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。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，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及其研究人员对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，可能会随时调整。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。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议,本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。

本报告版权归"国盛证券有限责任公司"所有。未经事先本公司书面授权，任何机构或个人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。任何机构或个人如引用、刊发本报告，需注明出处为"国盛证券研究所"，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们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，本报告所表述的任何观点均精准地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法，结论不受任何第三方的授意或影响。我们所得报酬的任何部分无论是在过去、现在及将来均不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

投资评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
评级标准为报告发布日后的 6 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期基准指数涨幅在 15%以上
		增持	相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
		持有	相对同期基准指数涨幅在-5%~+5%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在 5%以上
	行业评级	增持	相对同期基准指数涨幅在 10%以上
		中性	相对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在 10%以上

国盛证券研究所

北京
地址：北京市西城区平安里西大街 26 号楼 3 层
邮编：100032
传真：010-57671718
邮箱：gsresearch@gszq.com

上海
地址：上海市浦明路 868 号保利 One56　1 号楼 10 层
邮编：200120
电话：021-38934111
邮箱：gsresearch@gszq.com

南昌
地址：南昌市红谷滩新区凤凰中大道 1115 号北京银行大厦
邮编：330038
传真：0791-86281485
邮箱：gsresearch@gszq.com

深圳
地址：深圳市福田区福华三路 100 号鼎和大厦 24 楼
邮编：518033
邮箱：gsresearch@gszq.com