

业绩符合预期，门店扩张进程加快

——大参林 2021 年中报点评

事件：

2021 年 8 月 29 日，公司公告 2021 年半年报：2021 年上半年公司实现营业收入 80.55 亿元，同比增长 16.05%，实现归母净利润 6.46 亿元，同比增长 8.56%，扣非后归母净利润 5.90 亿元，同比增长 1.65%。

国元观点：

● 21H1 业绩符合预期，21Q2 短期承压

公司 2021H1 业绩基本符合预期，实现营收增速 16.05%，归母净利润增速 8.56%。Q2 单季度实现营收 39.96 亿元 (+11.67%)，实现归母净利润 3.05 亿元 (-2.98%)，扣非归母净利润 2.51 亿元 (-18.90%)，业绩增速下滑预计系 Q2 广东散发疫情所致。2021H1 公司毛利率及净利率分别为 39.10% (+1.03 pct) 与 8.15% (-0.58 pct)，疫情物资销售减少后毛利率显著回升。公司期间销售费用率为 23.69% (+1.56 pct)，管理费用率为 4.69% (+0.61 pct)，财务费用率为 0.90% (+0.92 pct)，费用提升预计系疫情后销售活动恢复与政府补贴减少所致。分产品看，21H1 公司中西成药实现营收 54.25 亿元 (+27.92%)，毛利率为 33.45% (+1.97 pct)；中参药材实现营收 11.55 亿元 (+25.97%)，毛利率为 40.05% (+1.46 pct)；非药品实现营收 12.34 亿元 (-24.85%)，毛利率为 51.16% (+1.67 pct)，其中毛利较高的非药品板块营收较去年同期有所下降，预计受疫情物资需求降低影响。

● “拓展+并购+直营式加盟”三足协力策略，加速市场扩张

截至 2021 年 6 月 30 日，公司在全国 10 个省级市场共开设门店 6978 家(含加盟店 552 家)，净增门店 958 家，其中新开门店 589 家，并购 189 家，加盟店 237 家，关店 57 家。截至报告期末，公司获各类医保资质的门店数为 5608 家，占直营药店总数的 87.27%。门店月均平效为 2365.45 元/平方米，平效稍有下滑，主要系门店增速过快所致。公司坚持深耕华南地区，报告期内华南地区门店总数为 5416 家，预计公司未来将进一步在两广等优势区域进行市场下沉同时加速全国布局，进一步拓宽品牌渗透率。

● 投资建议与盈利预测

公司深耕两广并有序推进全国布局，门店在疫情中加速扩张，业绩增长显著。我们预计公司 2021-2023 年营收为 176.65/215.55/265.18 亿元，同比增长 21.1%/22.0%/23.0%，归母净利润分别为 13.17/16.31/20.25 亿元，同比增长 23.9%/23.9%/24.1%，对应 EPS 为 1.67/2.06/2.56 元/股，对应 PE 为 27/22/17，维持“买入”评级。

● 风险提示

开拓新市场影响公司短期盈利能力的风险；行业政策迭代风险；并购门店经营不达预期风险；行业竞争加剧风险。

附表：盈利预测

财务数据和估值	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	11141.17	14582.87	17665.28	21554.53	26518.24
收入同比 (%)	25.8%	30.9%	21.1%	22.0%	23.0%
归母净利润(百万元)	702.66	1062.18	1316.56	1631.41	2025.06
归母净利润同比 (%)	32.2%	51.2%	23.9%	23.9%	24.1%
ROE (%)	16.6%	19.7%	21.8%	21.0%	20.1%
每股收益 (元)	0.89	1.34	1.67	2.06	2.56
市盈率(P/E)	50.17	33.19	26.77	21.61	17.41

资料来源：Wind，国元证券研究所

买入|维持

当前价： 44.60 元

基本数据

52 周最高/最低价 (元): 105.07 / 39.63

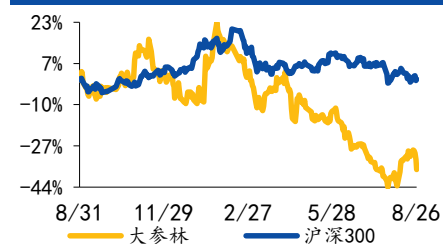
A 股流通股 (百万股): 787.61

A 股总股本 (百万股): 790.35

流通市值 (百万元): 35127.39

总市值 (百万元): 35249.44

过去一年股价走势



资料来源：Wind

相关研究报告

《国元证券行业研究-零售药店行业深度报告：解惑新时期零售药店，连锁龙头确定性高》2021.05.17

《国元证券公司研究-大参林 (603233) 2021 年一季报点评：业绩稳健增长，门店扩张持续推进》2021.04.30

报告作者

分析师 徐偲

执业证书编号 S002052105003

电话 021-51097188

邮箱 xucai@gyzq.com.cn

联系人 张俊

电话 021-51097188

邮箱 zhangjun_sh@gyzq.com.cn

财务预测表

资产负债表					
单位:百万元					
会计年度	2019	2020	2021E	2022E	2023E
流动资产	5468	8297	8889	11485	15120
现金	1716	3750	3577	4942	6935
应收账款	356	432	581	709	944
其他应收款	202	227	387	531	727
预付账款	97	97	284	348	428
存货	2055	2683	3930	4815	5926
其他流动资产	1042	1109	130	140	160
非流动资产	3204	4035	4777	5253	5665
长期投资	7	0	5	6	6
固定资产	938	1116	1443	1726	1970
无形资产	352	490	490	490	490
其他非流动资产	1907	2428	2838	3031	3199
资产总计	8672	12332	13666	16737	20786
流动负债	4003	5468	6164	7458	9221
短期借款	63	191	326	119	0
应付账款	1312	1651	5085	6412	8118
其他流动负债	2627	3627	753	926	1103
非流动负债	337	1291	1299	1339	1363
长期借款	16	0	0	0	0
其他非流动负债	321	1291	1299	1339	1363
负债合计	4340	6759	7463	8796	10584
少数股东权益	92	188	175	159	140
股本	540	659	656	659	659
资本公积	1515	1762	1630	1724	1960
留存收益	2140	2874	3663	5295	7320
归属母公司股东权益	4240	5385	6028	7782	10062
负债和股东权益	8672	12332	13666	16737	20786

现金流量表					
单位:百万元					
会计年度	2019	2020	2021E	2022E	2023E
经营活动现金流	1708	1954	682	2112	2544
净利润	697	1083	1303	1615	2006
折旧摊销	292	340	173	238	305
财务费用	30	-11	18	15	13
投资损失	-16	-18	-20	-20	-20
营运资金变动	692	498	-870	278	243
其他经营现金流	13	62	77	-14	-3
投资活动现金流	-1659	-1071	-351	-665	-696
资本支出	501	792	565	570	600
长期投资	820	19	159	15	16
其他投资现金流	-337	-260	373	-80	-80
筹资活动现金流	420	1209	-504	-83	145
短期借款	-263	127	135	-207	-119
长期借款	-5	-16	0	0	0
普通股增加	140	119	-2	2	0
资本公积增加	554	247	-132	94	235
其他筹资现金流	-5	732	-505	28	29
现金净增加额	469	2092	-173	1365	1993

利润表					
单位:百万元					
会计年度	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入	11141	14583	17665	21555	26518
营业成本	6743	8973	10918	13374	16461
营业税金及附加	61	60	106	119	146
营业费用	2899	3471	4151	5022	6152
管理费用	520	702	795	927	1140
研发费用	0	5	0	0	0
财务费用	30	-11	18	15	13
资产减值损失	-10	-25	-10	-10	-10
公允价值变动收益	0	8	0	0	0
投资净收益	16	18	20	20	20
营业利润	918	1448	1722	2142	2651
营业外收入	9	7	7	9	9
营业外支出	7	8	3	3	3
利润总额	919	1446	1726	2148	2657
所得税	223	363	423	533	651
净利润	697	1083	1303	1615	2006
少数股东损益	-6	21	-13	-16	-19
归属母公司净利润	703	1062	1317	1631	2025
EBITDA	1241	1777	1913	2395	2969
EPS (元)	1.30	1.61	2.01	2.48	3.07

主要财务比率

会计年度	2019	2020	2021E	2022E	2023E
成长能力					
营业收入(%)	25.8%	30.9%	21.1%	22.0%	23.0%
营业利润(%)	27.8%	57.7%	18.9%	24.4%	23.7%
归属母公司净利润(%)	32.2%	51.2%	23.9%	23.9%	24.1%
获利能力					
毛利率(%)	39.5%	38.5%	38.2%	38.0%	37.9%
净利率(%)	6.3%	7.3%	7.5%	7.6%	7.6%
ROE(%)	16.6%	19.7%	21.8%	21.0%	20.1%
ROIC(%)	22.3%	38.6%	29.7%	35.4%	42.5%
偿债能力					
资产负债率(%)	50.0%	54.8%	54.6%	52.6%	50.9%
净负债比率(%)	1.96%	2.84%	4.37%	1.36%	0.00%
流动比率	1.37	1.52	1.44	1.54	1.64
速动比率	0.85	1.02	0.80	0.89	1.00
营运能力					
总资产周转率	1.47	1.39	1.36	1.42	1.41
应收账款周转率	33	35	34	33	32
应付账款周转率	6.14	6.06	3.24	2.33	2.27
每股指标 (元)					
每股收益(最新摊薄)	0.89	1.34	1.67	2.06	2.56
每股经营现金流(最新摊薄)	2.16	2.47	0.86	2.67	3.22
每股净资产(最新摊薄)	5.36	6.81	7.63	9.85	12.73
估值比率					
P/E	50.17	33.19	26.77	21.61	17.41
P/B	8.31	6.55	5.85	4.53	3.50
EV/EBITDA	26	18	17	13	11

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

本报告由国元证券股份有限公司(以下简称“本公司”)在中华人民共和国境内(香港、澳门、台湾除外)发布, 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。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, 务必与本公司研究所联系。 网址: www.gyzq.com.cn

国元证券研究所

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