

## 2021 半年报点评：二季度业绩受疫情影响，门店规模稳步扩张

买入（维持）

2021 年 08 月 31 日

证券分析师 朱国广

执业证号：S0600520070004

zhugg@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入（百万元）	14,583	17,470	21,560	27,101
同比（%）	30.9%	19.8%	23.4%	25.7%
归母净利润（百万元）	1,062	1,219	1,617	2,165
同比（%）	51.2%	14.7%	32.7%	33.8%
每股收益（元/股）	1.34	1.54	2.05	2.74
P/E（倍）	33.19	28.92	21.80	16.28

### 投资要点

- **事件：**2021H1，公司实现营收 80.55 亿元（+16.05%），归母净利润 6.46 亿元（+8.56%），扣非归母净利润 5.90 亿元（+1.65%）。实现经营性现金流净额 7.37 亿元（+17.85%）。业绩略低于我们预期。（注：全文括号内除特别注明外都是同比增速）。
- **Q2 季度业绩受疫情影响，线上业务收入高速增长。**2021H1，分季度来看，Q1 季度，公司营收、归母净利润、扣非归母净利润分别增长 20.73%、21.51%、25.20%，Q2 季度的增速分别为 11.67%、-2.98%、-18.90%。经营活动产生的现金流量净额较上年同期增加 17.85%，主要是营业利润增加带来的资金流入、库存优化得到采购开支的有效控制等整体营运能力的提升优化以及新租赁准则将租金费用支出调整至筹资活动中所致。后疫情时代，公司与时俱进规划互联网+药事服务的创新业务，通过已有 O2O、B2C、第三方平台业务融合新零售的多元化经营发展。截至 2021 年 6 月 30 日，公司超过 5000 家门店覆盖 O2O 业务，线上收入同比增长 97.63%。
- **华南市场短期受疫情影响，零售业务继续下沉市场及开拓新市场。**2021H1，分地区看：华南、华中、华东、东北华北及西北地区收入分别增长 9.59%、59.93%、17.45%、49.37%。华南市场在二季度受疫情影响，省外市场持续扩张。分业务看：零售业务收入 73.93 亿元（+12.18%），毛利率 38.88%（+1.38pct）；批发业务收入 4.21 亿元（+101.11%），毛利率 8.18%（+6.19pct）。零售业务继续下沉已布局区域的二、三级市场，同步开拓重要区域的新市场。分产品看：中西成药实现营收 54.25 亿元（+27.92%），毛利率 33.45%（+1.97pct）；中参药材实现营收 11.55 亿元（+25.97%），毛利率 40.05%（+1.46pct）；非药品实现营收 12.34 亿元（-24.85%），毛利率 51.16%（+1.67pct）。公司整体毛利率 37.22%（0.44pct）。
- **拓展+并购+直营式加盟，公司门店稳步扩张。**截至 2021 年 06 月 30 日，公司拥有门店 6978 家（含加盟店 552 家），净增门店 958 家，其中，新开门店 589 家，收购门店 189 家，加盟店 237 家，关闭门店 57 家（主要由于地方性规划、资源整合及策略性调整等因素）。在 6426 家直营连锁门店中，已取得医保资质的药店 5608 家，占比 87.27%。2021 年上半年直营门店的有效月均平效为 2365.45 元/平方米（含税）。
- **盈利预测与投资评级：**考虑到二季度受到疫情影响，我们将公司 2021-2023 年归母净利润由 13.54/17.39/22.20 亿元调整至 12.19/16.17/21.65 亿元，对应当前市值的 PE 分别为 29X/22X/16X。公司规模持续扩张，下半年业绩有望恢复性增长。维持“买入”评级。
- **风险提示：**门店扩张或不及预期；门店业务增长或不及预期。

### 股价走势



### 市场数据

收盘价(元)	44.60
一年最低/最高价	38.68/106.50
市净率(倍)	6.87
流通 A 股市值(百万元)	35127.39

### 基础数据

每股净资产(元)	6.49
资产负债率(%)	64.01
总股本(百万股)	790.35
流通 A 股(百万股)	787.61

### 相关研究

- 1、《大参林 (603233)：年报点评：经营业绩略超我们预期，门店坪效继续提升》2021-04-20
- 2、《大参林 (603233)：经营业绩稳健增长，月均坪效同比提高》2020-11-01
- 3、《大参林 (603233)：经营业绩高速增长，运营管理持续优化》2020-08-28

大参林三大财务预测表

资产负债表(百万元)					利润表(百万元)				
	2020A	2021E	2022E	2023E		2020A	2021E	2022E	2023E
<b>流动资产</b>	<b>8,297</b>	<b>8,791</b>	<b>11,922</b>	<b>13,215</b>	<b>营业收入</b>	<b>14,583</b>	<b>17,470</b>	<b>21,560</b>	<b>27,101</b>
现金	3,750	4,708	5,810	7,109	减:营业成本	8,973	11,367	14,180	17,759
应收账款	432	487	648	778	营业税金及附加	60	72	89	112
存货	2,683	2,065	3,858	3,560	营业费用	3,471	3,634	4,161	5,095
其他流动资产	1,432	1,531	1,607	1,768	管理费用	702	771	951	1,196
<b>非流动资产</b>	<b>4,035</b>	<b>4,267</b>	<b>4,552</b>	<b>4,897</b>	研发费用	5	6	6	8
长期股权投资	0	4	9	15	财务费用	-11	38	49	63
固定资产	1,116	1,289	1,538	1,870	资产减值损失	25	13	17	26
在建工程	171	193	216	243	加:投资净收益	18	18	18	18
无形资产	539	667	788	903	其他收益	75	50	55	56
其他非流动资产	2,209	2,114	2,001	1,865	资产处置收益	-3	-2	-2	-2
<b>资产总计</b>	<b>12,332</b>	<b>13,058</b>	<b>16,474</b>	<b>18,112</b>	<b>营业利润</b>	<b>1,448</b>	<b>1,636</b>	<b>2,176</b>	<b>2,916</b>
<b>流动负债</b>	<b>5,468</b>	<b>5,047</b>	<b>7,037</b>	<b>6,696</b>	加:营业外净收支	-2	-0	-0	-1
短期借款	191	191	191	191	<b>利润总额</b>	<b>1,446</b>	<b>1,635</b>	<b>2,176</b>	<b>2,916</b>
应付账款	4,215	3,436	5,278	4,748	减:所得税费用	363	411	547	733
其他流动负债	1,063	1,420	1,568	1,757	少数股东损益	21	6	12	19
<b>非流动负债</b>	<b>1,291</b>	<b>1,082</b>	<b>878</b>	<b>675</b>	<b>归属母公司净利润</b>	<b>1,062</b>	<b>1,219</b>	<b>1,617</b>	<b>2,165</b>
长期借款	1,207	999	795	591	EBIT	1,425	1,557	2,059	2,756
其他非流动负债	83	83	83	83	EBITDA	1,765	1,902	2,477	3,260
<b>负债合计</b>	<b>6,759</b>	<b>6,129</b>	<b>7,915</b>	<b>7,371</b>	<b>重要财务与估值指标</b>	<b>2020A</b>	<b>2021E</b>	<b>2022E</b>	<b>2023E</b>
少数股东权益	188	194	206	224	每股收益(元)	1.34	1.54	2.05	2.74
归属母公司股东权益	5,385	6,735	8,353	10,517	每股净资产(元)	6.57	8.11	10.16	12.90
<b>负债和股东权益</b>	<b>12,332</b>	<b>13,058</b>	<b>16,474</b>	<b>18,112</b>	发行在外股份(百万股)	659	790	790	790
					ROIC(%)	50.4%	48.3%	56.4%	60.7%
					ROE(%)	19.4%	18.0%	19.3%	20.6%
					毛利率(%)	38.5%	34.9%	34.2%	34.5%
					销售净利率(%)	7.3%	7.0%	7.5%	8.0%
					资产负债率(%)	54.8%	46.9%	48.0%	40.7%
					收入增长率(%)	30.9%	19.8%	23.4%	25.7%
					净利润增长率(%)	55.5%	13.1%	33.1%	34.0%
					P/E	33.19	28.92	21.80	16.28
					P/B	6.79	5.50	4.39	3.46
					EV/EBITDA	18.40	16.60	12.23	8.84

数据来源: wind, 东吴证券研究所

## 免责声明

东吴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。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司(以下简称“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,本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议,本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下,东吴证券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并进行交易,还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险,投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息,本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性,也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更,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。

本报告的版权归本公司所有,未经书面许可,任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发、转载,需征得东吴证券研究所同意,并注明出处为东吴证券研究所,且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

## 东吴证券投资评级标准:

### 公司投资评级:

- 买入: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15% 以上;
- 增持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5% 与 15% 之间;
- 中性: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -5% 与 5% 之间;
- 减持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -15% 与 -5% 之间;
- 卖出: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 -15% 以下。

### 行业投资评级:

- 增持: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对强于大盘 5% 以上;
- 中性: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对大盘 -5% 与 5%;
- 减持: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对弱于大盘 5% 以上。

东吴证券研究所

苏州工业园区星阳街 5 号

邮政编码: 215021

传真: (0512) 62938527

公司网址: <http://www.dwzq.com.cn>

