

**公司点评**
**大参林 (603233)**
**医药生物 | 医药商业**
**新冠疫情影响+费用增加, 拖累 2021Q2 业绩表现**
**2021年08月31日**
**评级 推荐**

评级变动 维持

**合理区间 67.60-76.05 元**
**交易数据**

当前价格(元)	44.60
52周价格区间(元)	38.68-87.70
总市值(百万)	35249.00
流通市值(百万)	35127.00
总股本(万股)	79034.63
流通股(万股)	78760.97

**涨跌幅比较**


%	1M	3M	12M
大参林	4.99	-27.03	-34.90
医药商业	1.50	-17.51	-29.53

**杨甫**

 执业证书编号: S0530517110001  
 yangfu@cfzq.com

**吴号**

wuhao2@cfzq.com

**分析师**

0731-84403345

**研究助理**

预测指标	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
主营收入(百万元)	11141	14583	18044	22553	27192
净利润(百万元)	688	1026	1334	1655	1997
每股收益(元)	0.87	1.30	1.69	2.09	2.53
每股净资产(元)	5.36	6.81	7.87	9.18	10.75
P/E	51.24	34.35	26.43	21.30	17.65
P/B	8.31	6.55	5.67	4.86	4.15

资料来源: Wind, 财信证券

**投资要点:**

- 事件:** 公司发布 2021 年半年报。2021H1, 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%; 实现扣非归母净利润 5.90 亿元, 同比增长 1.65%。
- 新冠疫情影响+费用增加, 拖累 2021Q2 业绩表现。** 单看 2021Q2, 公司实现营收 39.96 亿元, 同比增长 11.67%, 环比下降 1.56%; 实现归母净利润 3.05 亿元, 同比下降 2.98%, 环比下降 10.41%; 实现扣非归母净利润 2.51 亿元, 同比下降 18.90%, 环比下降 25.78%。公司 2021Q2 业绩表现不佳的原因主要为: (1) 2021 年 5-7 月, 广东地区出现新冠疫情, 部分门店经营受影响; (2) 受可转债发行手续费摊销、股权激励费用增加、研发投入增加以及租赁准则影响, 公司期间费用率同比提升 3.16 个百分点。**分行业看,** 零售实现营收 73.93 亿元 (+12.18%), 批发实现营收 4.21 亿元 (+101.11%)。**分产品看,** 中西成药、中参药材、非药品分别实现营收 54.25、11.55、12.34 亿元, 同比变动+27.92%、+25.97%、-24.85%, 非药品收入同比大幅减少主要因为新冠疫情防控物资销售减少。**分地区看,** 华南、华中、华东、东北华北及西北地区分别实现营收 62.95、8.09、4.08、3.02 亿元, 同比变动+9.59%、+59.93%、+17.45%、+49.37%, 华南地区营收增速放缓主要是新冠疫情影响。后续伴随着新冠疫情影响逐渐消退, 公司业绩有望重回稳定增长轨道。
- 门店扩张速度加快, 2021H1 净增门店 958 家。** 报告期内, 公司净增门店 958 家 (+110.09%), 其中新开门店 589 家 (+34.17%), 收购门店 189 家 (+9250%), 加盟店 237 家 (+355.77%), 关闭门店 57 家 (+54.05%)。截止报告期末, 公司拥有门店 6978 家, 较年初增长 15.91%。分区域看, 华南、华中、华东、东北华北及西北地区分别新增 745、93、106、71 家, 新增门店主要集中在华南地区。
- 新冠疫情影响+新开门店增多, 直营门店坪效同比下降。** 公司直营门店整体月均坪效为 2365 元/平方米, 同比减少 302 元/平方米。其中, 华南、华中、华东、东北华北及西北地区的月均坪效分别为 2512、2000、1658、2093 元/平方米, 同比变动-371、-124、-90、+298 元/平方米。报告期内, 公司直营门店坪效同比下降的主要原因为: (1) 受新冠疫情影响, 疫情地区门店经营活动受限, 非疫情地区门店疫情防控物资

销售同比减少；（2）新开门店增多，其坪效相对较低。

- **毛利率略有提升，期间费用率同比提高。**受产品结构优化影响，公司毛利率为 39.10% (+1.03pct)，其中中西成药、中参药材、非药品的毛利率分别为 33.45%、40.05%、51.16%，同比变动+1.97pct、1.46pct、1.67pct；期间费用率为 29.36% (+3.16pct)，其中销售费用率、管理费用率、财务费用率分别为 23.69%、4.77%、0.90%，同比变动+1.56pct、+0.68pct、+0.92pct。销售费用率同比提升主要因为新开门店增多以及新冠疫情影响；管理费用率同比提升主要因为股权激励费用增加；财务费用率同比提升主要因为可转债利息费用及租赁准则费用类别调整增加。综合影响下，公司净利率为 8.15% (-0.58pct)。
- **盈利预测与投资建议：**集中度提升、处方外流是零售药店的长期增长逻辑，公司作为国内零售药店龙头，异地扩张、品牌、管理、规模优势明显，有望在前述趋势中充分受益。2021-2023 年，预计公司实现归母净利润 13.34/16.55/19.97 亿元，同比增长 29.95%、24.05%、20.69%，EPS 分别为 1.69/2.09/2.53 元，对应的 PE 分别为 26.43/21.30/17.65 倍，结合公司业绩增长情况、可比公司估值以及历史估值情况，给予公司 2021 年 40-45 倍 PE，对应的目标价格为 67.60-76.05 元，首次覆盖，给予公司“推荐”评级。
- **风险提示：**门店扩张速度不及预期；药品价格下降风险；医药电商冲击风险；行业政策风险等。

**财务预测摘要**

利润表 (百万元)	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
<b>营业收入</b>	<b>11141</b>	<b>14583</b>	<b>18044</b>	<b>22553</b>	<b>27192</b>
减:营业成本	6743	8973	11000	13878	16856
营业税金及附加	61	60	100	125	150
销售费用	2899	3471	4275	5275	6279
管理费用	520	702	861	1053	1243
财务费用	30	-11	17	4	-12
资产减值损失	-10	-25	0	0	0
加:投资收益	16	18	7	15	20
营业利润	890	1376	1799	2233	2697
加:其他非经营损益	1	-2	0	0	0
利润总额	891	1374	1799	2233	2697
减:所得税	209	327	439	545	660
<b>净利润</b>	<b>682</b>	<b>1047</b>	<b>1361</b>	<b>1688</b>	<b>2037</b>
减:少数股东损益	-6	21	27	34	41
<b>归母净利润</b>	<b>688</b>	<b>1026</b>	<b>1334</b>	<b>1655</b>	<b>1997</b>
资产负债表 (百万元)	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
货币资金	1284	3162	3609	4511	5438
应收和预付款项	655	756	988	1194	1439
存货	2055	2683	3125	4202	4697
其他流动资产	1042	1109	1109	1109	1109
固定资产	1119	1287	1318	1356	1444
无形资产	1369	1872	2459	3045	3632
其他非流动资产	561	683	549	394	220
<b>资产总计</b>	<b>8092</b>	<b>11552</b>	<b>13163</b>	<b>15833</b>	<b>18022</b>
短期借款	63	191	227	152	254
应付和预收款项	3540	4656	5371	7048	7846
长期借款	260	1207	1207	1207	1207
其他负债	5	7	7	7	7
<b>负债合计</b>	<b>3870</b>	<b>6061</b>	<b>6812</b>	<b>8414</b>	<b>9314</b>
股本	540	659	790	790	790
资本公积	1515	1662	1531	1531	1531
留存收益	2185	3064	3897	4931	6179
<b>母公司股东权益</b>	<b>4240</b>	<b>5385</b>	<b>6218</b>	<b>7252</b>	<b>8500</b>
少数股东权益	92	188	215	249	289
<b>权益合计</b>	<b>4332</b>	<b>5573</b>	<b>6433</b>	<b>7501</b>	<b>8789</b>
<b>负债和权益合计</b>	<b>8201</b>	<b>11634</b>	<b>13245</b>	<b>15915</b>	<b>18104</b>
现金流量表 (百万元)	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
经营性现金净流量	1731	1972	1879	2601	2613
投资性现金净流量	-1659	-1071	-950	-1000	-1050
筹资性现金净流量	420	1209	-481	-699	-635

财务指标	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
<b>费用率</b>					
毛利率	0.39	0.38	0.39	0.38	0.38
三费/销售收入	0.31	0.29	0.29	0.28	0.28
EBIT/销售收入	0.08	0.09	0.10	0.10	0.10
销售净利率	0.06	0.07	0.08	0.07	0.07
<b>投资回报率</b>					
ROE	0.16	0.19	0.21	0.23	0.23
ROA	0.11	0.12	0.14	0.14	0.15
ROIC	0.21	0.22	0.23	0.24	0.25
<b>增长率</b>					
销售收入增长率	0.26	0.31	0.24	0.25	0.21
EBIT 增长率	0.26	0.49	0.36	0.23	0.20
EBITDA 增长率	0.25	0.41	0.37	0.21	0.17
净利润增长率	0.31	0.54	0.30	0.24	0.21
总资产增长率	0.31	0.43	0.14	0.20	0.14
股东权益增长率	0.40	0.27	0.15	0.17	0.17
营运资本增长率	0.42	-0.13	0.31	0.18	0.27
<b>资本结构</b>					
资产负债率	0.48	0.52	0.52	0.53	0.52
投资资本/总资产	0.58	0.52	0.55	0.52	0.53
带息债务/总负债	0.08	0.23	0.21	0.16	0.16
流动比率	1.40	1.59	1.58	1.53	1.56
速动比率	0.54	0.95	0.94	0.89	0.93
股利支付率	0.35	0.32	0.38	0.38	0.38
收益留存率	0.65	0.68	0.62	0.62	0.62
<b>营运能力</b>					
总资产周转率	1.38	1.26	1.37	1.42	1.51
固定资产周转率	11.88	13.06	17.73	22.42	39.19
应收账款周转率	31.32	34	33	33	34
存货周转率	3.28	3.35	3.52	3.30	3.59
业绩和估值指标	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
EPS	0.87	1.30	1.69	2.09	2.53
BPS	5.36	6.81	7.87	9.18	10.75
PE	51.24	34.35	26.43	21.30	17.65
PEG	1.64	0.64	0.88	0.89	0.85
PB	8.31	6.55	5.67	4.86	4.15
PS	3.16	2.42	1.95	1.56	1.30
PCF	20.36	17.87	18.76	13.55	13.49
EBIT	898.12	1336	1816	2237	2685
EV/EBIT	27.26	22.47	19.93	16.17	13.52

资料来源: Wind, 财信证券

## 投资评级系统说明

以报告发布日后的 6—12 个月内，所评股票/行业涨跌幅相对于同期市场指数的涨跌幅度为基准。

类别	投资评级	评级说明
股票投资评级	推荐	投资收益率超越沪深 300 指数 15% 以上
	谨慎推荐	投资收益率相对沪深 300 指数变动幅度为 5%—15%
	中性	投资收益率相对沪深 300 指数变动幅度为 -10%—5%
	回避	投资收益率落后沪深 300 指数 10% 以上
行业投资评级	领先大市	行业指数涨跌幅超越沪深 300 指数 5% 以上
	同步大市	行业指数涨跌幅相对沪深 300 指数变动幅度为 -5%—5%
	落后大市	行业指数涨跌幅落后沪深 300 指数 5% 以上

## 免责声明

本公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格，作者具有中国证券业协会注册分析师执业资格或相当的专业胜任能力。

本报告仅供财信证券有限责任公司客户及员工使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司当然客户。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发送，概不构成任何广告。

本报告信息来源于公开资料，本公司对该信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本公司对已发报告无更新义务，若报告中所含信息发生变化，本公司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。

本报告中所指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。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。在任何情况下，本公司及本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，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。投资者务必注意，其据此作出的任何投资决策与本公司及本公司员工或者关联机构无关。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为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。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人（包括本公司客户及员工）不得以任何形式复制、发表、引用或传播。

本报告由财信证券研究发展中心对许可范围内人员统一发送，任何人不得在公众媒体或其它渠道对外公开发布。任何机构和个人（包括本公司内部客户及员工）对外散发本报告的，则该机构和个人独自为此发送行为负责，本公司保留对该机构和个人追究相应法律责任的权利。

## 财信证券研究发展中心

网址：[www.cfzq.com](http://www.cfzq.com)

地址：湖南省长沙市芙蓉中路二段 80 号顺天国际财富中心 28 层

邮编：410005

电话：0731-84403360

传真：0731-84403438