

2021 年 10 月 29 日 大参林 (603233): 门店持续扩张, 业绩短期放缓

推荐 (维持)

医药生物

当前股价 35.37 元

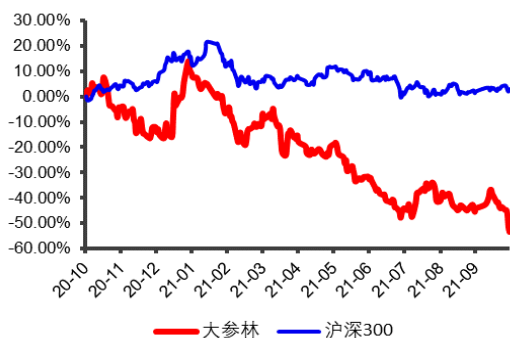
主要财务指标 (单位: 百万元)

	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入	14,583	18,708	23,648	29,292
(+/-)	30.9%	28.3%	26.4%	23.9%
营业利润	1,448	1,911	2,462	3,072
(+/-)	57.7%	32.0%	28.9%	24.8%
归属母公司净利润	1,062	1,408	1,821	2,277
(+/-)	51.2%	32.6%	29.3%	25.1%
EPS (元)	1.61	1.78	2.30	2.88
市盈率	21.9	19.9	15.4	12.3

公司基本情况 (最新)

总股本/已流通股 (万股)	79035 / 78761
流通市值 (亿元)	279
每股净资产 (元)	6.73
资产负债率 (%)	63.5

股价表现 (最近一年)



资料来源: Wind, 华鑫证券研发部

分析师: 杜永宏

执业证书编号: S1050517060001

电话: 021-54967706

邮箱: duyh@cfsc.com.cn

分析师: 陈成

执业证书编号: S1050520080001

电话: 021-54967650

邮箱: chencheng@cfsc.com.cn

华鑫证券有限责任公司

地址: 上海市徐汇区肇嘉浜路 750 号

邮编: 200030

电话: (8621) 64339000

网址: http://www.cfsc.com.cn

投资要点:

● **公司业绩短期放缓。**公司 2021 前三季度实现营业收入 123.55 亿元, 同比增长 17.75%; 归属于母公司股东净利润 8.18 亿元, 同比增长-5.62%; 扣非后归属于母公司股东净利润 7.60 亿元, 同比增长-10.33%, 对应 EPS1.04 元。其中 2021Q3 单季实现营业收入 43.01 亿元 (21.08%); 归母净利润 1.73 亿元 (-36.59%), 公司收入端增速良好, 利润端下降明显, 业绩低于预期。

● **药品领域增长良好, 门店数量持续扩张。**2021 前三季度, 公司零售业务实现收入 112.92 亿元 (+13.26%), 批发业务实现收入 7.22 亿元 (+142.97%)。零售业务中, 中西成药实现收入 83.67 亿元 (+28.69%), 非处方药维持良好增长; 非药品收入为 18.26 亿元 (-19.99%), 去年同期基数较高; 中参药材实现收入 18.20 亿元 (+22.81%)。截至 2021 年 9 月 30 日, 公司门店数达到 7610 家 (含加盟 738 家)。2021 年 1-9 月, 公司净增门店 1590 家, 其中新开门店 829 家, 收购门店 416 家, 加盟店 423 家, 关闭门店 78 家。从销售收入的区域分布上看, 华南地区实现收入 96.11 亿元 (+10.97%), 营收规模占比最大, 药店数量达到 5771 家, 且新增门店多为自建, 整体维持平稳增长态势; 东北、华北、西北及西南地区实现收入 5.46 亿元 (+71.37%), 药店数量达到 371 家, 该区域主要通过并购方式来新增门店, 因此增速较高; 华东地区和华中地区实现收入 6.41 亿元 (+21.40%) 和 12.15 亿元 (+60.05%), 自建和并购同步推进, 目前药店数量分别达到 570 家和 898 家。

● **费用支出影响利润增长。**前三季度, 公司产品销售毛利率为 38.25%, 与去年同期 38.58% 基本持平。但从费用上看, 销

售费用率为 24.15%，同比上升 1.12pp；销售费用率为 4.97%，同比上升 0.75pp；财务费用率为 0.91%，同比上升 0.98pp。营业总成本上升明显，销售净利率为 6.71%，相比去年同期的 8.39%有所下降。持续扩张模式下，新增门店可能短期内投入较大，同时 020 等新兴业务的发展也在短期内增加了公司的运营成本，利润端短期承压。长期来看，公司依旧处于快速扩张的过程中，连锁率持续提升，未来发展值得期待。

● **盈利预测：**我们预测公司 2021-2023 年实现归属于母公司净利润分别为 14.08 亿元、18.21 亿元、22.77 亿元，对应 EPS 分别为 1.78 元、2.30 元、2.88 元，当前股价对应 PE 分别为 19.9/15.4/12.3 倍，维持“推荐”评级。

● **风险提示：**并购整合不及预期风险；行业政策风险。



表附录：三大报表预测值（百万元）

资产负债表(百万元)	2020A	2021E	2022E	2023E	利润表(百万元)	2020A	2021E	2022E	2023E
流动资产：					营业收入	14,583	18,708	23,648	29,292
货币资金	3,750	3,723	4,239	4,988	营业成本	8,973	11,549	14,646	18,179
应收款	659	831	985	1,220	营业税金及附加	60	60	60	60
存货	2,683	3,401	4,231	5,151	销售费用	3,471	4,396	5,486	6,737
其他流动资产	1,205	1,265	1,329	1,395	管理费用	702	898	1,111	1,377
流动资产合计	8,297	9,220	10,784	12,754	财务费用	-11	-36	-38	-46
非流动资产：					研发费用	5	9	12	15
金融类资产	150	165	181	200	费用合计	4,166	5,268	6,571	8,083
固定资产+在建工程	1,287	1,630	1,946	2,235	资产减值损失	-33	-23	-16	-11
无形资产+商誉	1,824	2,006	2,207	2,427	公允价值变动	8	8	9	9
其他非流动资产	774	851	936	1,030	投资收益	18	19	20	21
非流动资产合计	4,035	4,652	5,271	5,892	营业利润	1,448	1,911	2,462	3,072
资产总计	12,332	13,873	16,055	18,646	加：营业外收入	7	8	8	9
流动负债：					减：营业外支出	8	9	10	11
短期借款	191	200	210	221	利润总额	1,446	1,909	2,460	3,070
应付账款、票据	4,215	5,358	6,713	8,180	所得税费用	363	480	618	771
其他流动负债	1,063	1,169	1,286	1,415	净利润	1,083	1,429	1,842	2,299
流动负债合计	5,468	6,727	8,209	9,816	少数股东损益	21	21	22	22
非流动负债：					归母净利润	1,062	1,408	1,821	2,277
长期借款	0	0	0	0					
其他非流动负债	1,291	645	323	32					
非流动负债合计	1,291	645	323	32					
负债合计	6,759	7,372	8,532	9,848					
所有者权益									
股本	659	790	790	790					
资本公积金	1,762	1,762	1,762	1,762					
未分配利润	2,627	3,280	4,119	5,163					
少数股东权益	188	188	188	188					
所有者权益合计	5,573	6,500	7,523	8,798					
负债和所有者权益	12,332	13,873	16,055	18,646					
现金流量表(百万元)	2020E	2021E	2022E	2023E	主要财务指标	2020A	2021E	2022E	2023E
净利润	1083	1429	1842	2299	成长性				
折旧与摊销	340	212	266	323	营业收入增长率	30.9%	28.3%	26.4%	23.9%
财务费用	11	-36	-38	-46	营业利润增长率	57.7%	32.0%	28.9%	24.8%
存货的减少	-540	-718	-831	-919	归母净利润增长率	51.2%	32.6%	29.3%	25.1%
营运资本变化	1037	971	1202	1232	总资产增长率	42.2%	12.5%	15.7%	16.1%
其他非现金部分	13	-859	-555	-543	盈利能力				
经营活动现金净流量	1954	998	1886	2347	毛利率	38.5%	38.3%	38.1%	37.9%
投资活动现金净流量	-1071	-570	-599	-630	营业利润率	9.9%	10.2%	10.4%	10.5%
筹资活动现金净流量	1209	-456	-771	-968	三项费用/营收	28.6%	28.2%	27.8%	27.6%
现金流量净额	2,092	-27	516	749	EBIT/销售收入	10.0%	10.3%	10.4%	10.5%
					净利率	7.4%	7.6%	7.8%	7.8%
					ROE	19.4%	22.0%	24.5%	26.1%
					营运能力				
					总资产周转率	118.3%	134.9%	147.3%	157.1%
					资产结构				
					资产负债率	54.8%	53.1%	53.1%	52.8%
					现金流质量				
					经营净现金流/净利润	1.80	0.70	1.02	1.02
					每股数据（元/股）				
					每股收益	1.61	1.78	2.30	2.88
					每股净资产	8.46	8.22	9.52	11.13

资料来源：公司公告、华鑫证券研发部



分析师简介

杜永宏：华鑫证券行业分析师，2017 年 6 月加入华鑫证券研发部，主要研究和跟踪领域：医药生物行业。

陈成：华鑫证券行业分析师，2018 年 7 月加入华鑫证券研发部，主要研究和跟踪领域：医药生物行业。

华鑫证券有限责任公司投资评级说明

股票的投资评级说明：

	投资建议	预期个股相对沪深 300 指数涨幅
1	推荐	>15%
2	审慎推荐	5%—15%
3	中性	(-) 5%— (+) 5%
4	减持	(-) 15%— (-) 5%
5	回避	< (-) 15%

以报告日后的 6 个月内，证券相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准。

行业的投资评级说明：

	投资建议	预期行业相对沪深 300 指数涨幅
1	增持	明显强于沪深 300 指数
2	中性	基本与沪深 300 指数持平
3	减持	明显弱于沪深 300 指数

以报告日后的 6 个月内，行业相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准。



免责声明

华鑫证券有限责任公司（以下简称“华鑫证券”）具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。本报告由华鑫证券制作，仅供华鑫证券的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告中的信息均来源于公开资料，华鑫证券研究发展部及相关研究人员力求准确可靠，但对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。我们已力求报告内容客观、公正，但报告中的信息与所表达的观点不构成所述证券买卖的出价或询价的依据，该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时结合各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就财务、法律、商业、税收等方面咨询专业顾问的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，华鑫证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告中的资料、意见、预测均只反映报告初次发布时的判断，可能会随时调整。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。在不同时期，华鑫证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。华鑫证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告版权仅为华鑫证券所有，未经华鑫证券书面授权，任何机构和个人不得以任何形式刊载、翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若华鑫证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，华鑫证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成华鑫证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。如未经华鑫证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。华鑫证券将保留随时追究其法律责任的权利。请投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的华鑫证券研究报告。

华鑫证券有限责任公司

研究发展部

地址：上海市徐汇区肇嘉浜路 750 号

邮编：200030

电话：(+86 21) 64339000

网址：<http://www.cfsc.com.cn>