

大参林 (603233)

证券研究报告

2021 年 10 月 29 日

门店持续快速扩张，股权激励促进长期发展

事件：

10月28日，公司发布2021年三季报，2021年前三季度实现营业收入123.55亿元，同比增长17.75%；归母净利润8.18亿元，同比下降5.62%；扣非归母净利润7.60亿元，同比下降10.33%。2021年Q3单季度实现营业收入43.01亿元，同比增长21.08%；归母净利润1.73亿元，同比下降36.59%；扣非净利润1.7亿元，同比下降36.44%。

点评：

积极推进省外扩张，营业收入稳步增长

截止至2021年9月30日，公司共拥有门店7610家（加盟店738家），2021年前三季度公司净增门店1590家，其中新开门店829家，收购门店416家，加盟店423家，关店78家。公司坚持深耕华南地区，积极实施省外扩张，其中华东地区净增门店183家，华中地区净增门店178家，东北、华北、西北及西南地区净增门店165家；借助成熟的品牌市场效应及门店并购，公司在各地区的营业收入稳步增长，其中东北、华北、西北及西南地区营业收入同比增长71.37%；华中地区营业收入同比增长60.05%。

紧跟医保“双通道”试点政策，专业化服务能力出众

2021年9月，国家医保局联合卫健委发布《关于适应国家医保谈判常态化持续做好谈判药品落地工作的通知》，指出要扎实推进“双通道”管理，细化完善定点药店遴选准入，原则上2021年11月底前，各省份要实现每个地级市（州、盟）至少有1家符合条件的“双通道”零售药店。公司紧跟双通道试点政策，充分利用院边店、DTP专业药房、O2O等业务优势，构建处方+药店零售的生态价值抢占市场先机，截止至2021年上半年，公司拥有655家院边店及106家DTP药房，专业化服务能力出众，有望在“双通道”门店的承接上形成差异化竞争优势。

授予预留股票，股权激励促进长期发展

公司2020年度限制性股票激励计划的预留授予条件已经满足，将以22.09元/股的价格向22名核心业务（技术）人员授予60万股限制性股票，占股权激励计划总授予数量的17.98%。预留股权的授予将进一步健全公司的激励机制，保留优秀人才，调动核心人员的积极性，促进公司长期稳定发展。

盈利预测与评级

公司作为连锁药店龙头，受疫情影响业绩增长不及预期，根据公司三季报业绩情况，将2021-2023年营业收入预测下调至173.64/211.40/261.29亿元；净利润预测下调至11.06/13.19/16.50亿元，维持“买入”评级。

风险提示：省外扩张不及预期风险，疫情影响风险，市场竞争加剧风险

投资评级

行业	医药生物/医药商业
6个月评级	买入（维持评级）
当前价格	41.01元
目标价格	元

基本数据

A股总股本(百万股)	790.35
流通A股股本(百万股)	787.61
A股总市值(百万元)	32,412.11
流通A股市值(百万元)	32,299.89
每股净资产(元)	6.73
资产负债率(%)	63.48
一年内最高/最低(元)	106.50/38.68

作者

杨松 分析师
SAC执业证书编号：S1110521020001
yangsong@tfzq.com

股价走势



资料来源：贝格数据

相关报告

- 1 《大参林-半年报点评:门店扩展加速，慢病管理服务促进长期发展》 2021-08-30
- 2 《大参林-年报点评报告:业绩延续高速增长，激励促进长期发展》 2021-04-25
- 3 《大参林-季报点评:业绩略超预期，延续高速增长》 2020-11-02

财务数据和估值	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	11,141.17	14,582.87	17,364.03	21,139.90	26,128.78
增长率(%)	25.76	30.89	19.07	21.75	23.60
EBITDA(百万元)	1,087.50	1,598.33	1,512.12	1,794.37	2,232.16
净利润(百万元)	702.66	1,062.18	1,106.09	1,318.99	1,649.55
增长率(%)	32.17	51.17	4.13	19.25	25.06
EPS(元/股)	0.89	1.34	1.40	1.67	2.09
市盈率(P/E)	46.13	30.51	29.30	24.57	19.65
市净率(P/B)	7.64	6.02	5.37	4.79	4.23
市销率(P/S)	2.91	2.22	1.87	1.53	1.24
EV/EBITDA	24.08	29.95	19.28	15.06	12.20

资料来源：wind，天风证券研究所

财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
货币资金	1,716.09	3,750.37	2,784.03	5,206.77	5,296.25
应收票据及应收账款	355.69	432.32	557.45	628.54	827.18
预付账款	96.92	96.50	249.15	127.75	314.62
存货	2,055.06	2,682.53	3,831.76	3,575.83	6,007.60
其他	1,244.27	1,335.59	1,624.25	1,684.17	1,765.19
流动资产合计	5,468.04	8,297.31	9,046.63	11,223.06	14,210.84
长期股权投资	7.08	0.32	0.32	0.32	0.32
固定资产	937.51	1,116.26	1,157.12	1,188.68	1,201.64
在建工程	181.62	170.91	138.54	131.13	108.68
无形资产	384.83	538.53	525.88	513.23	500.58
其他	1,692.85	2,208.61	1,917.49	1,777.61	1,624.73
非流动资产合计	3,203.88	4,034.62	3,739.36	3,610.96	3,435.95
资产总计	8,671.93	12,331.93	12,785.98	14,834.03	17,646.78
短期借款	63.47	190.86	120.00	110.00	100.00
应付票据及应付账款	3,199.62	4,214.83	5,079.94	5,885.12	7,673.44
其他	739.75	1,062.78	821.75	1,168.86	1,151.42
流动负债合计	4,002.84	5,468.47	6,021.69	7,163.99	8,924.87
长期借款	16.11	0.00	0.00	0.00	0.00
应付债券	244.34	1,207.28	483.87	645.16	778.77
其他	76.94	83.27	58.32	72.84	71.48
非流动负债合计	337.38	1,290.56	542.20	718.01	850.25
负债合计	4,340.22	6,759.03	6,563.88	7,882.00	9,775.12
少数股东权益	91.80	188.09	187.78	192.27	204.65
股本	539.54	658.62	790.35	790.35	790.35
资本公积	1,514.93	1,761.89	1,761.89	1,761.89	1,761.89
留存收益	3,654.65	4,635.62	5,243.97	5,969.41	6,876.67
其他	(1,469.22)	(1,671.33)	(1,761.89)	(1,761.89)	(1,761.89)
股东权益合计	4,331.70	5,572.90	6,222.10	6,952.03	7,871.66
负债和股东权益总计	8,671.93	12,331.93	12,785.98	14,834.03	17,646.78

现金流量表(百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
净利润	696.54	1,083.02	1,106.09	1,318.99	1,649.55
折旧摊销	292.45	339.80	64.14	68.51	72.14
财务费用	32.05	11.50	(45.99)	(62.63)	(86.24)
投资损失	(16.32)	(18.16)	(19.20)	(17.90)	(18.42)
营运资金变动	(228.83)	1,253.20	(828.30)	1,553.48	(975.25)
其它	931.88	(715.44)	(0.32)	4.49	12.38
经营活动现金流	1,707.77	1,953.92	276.42	2,864.95	654.15
资本支出	765.21	829.46	84.95	65.48	51.36
长期投资	1.91	(6.76)	0.00	0.00	0.00
其他	(2,425.77)	(1,893.94)	(125.75)	(127.58)	(82.94)
投资活动现金流	(1,658.65)	(1,071.24)	(40.80)	(62.10)	(31.58)
债权融资	329.29	1,399.18	607.80	758.61	881.58
股权融资	708.66	421.94	87.16	62.63	86.24
其他	(617.76)	(612.09)	(1,896.92)	(1,201.34)	(1,500.91)
筹资活动现金流	420.18	1,209.03	(1,201.97)	(380.11)	(533.09)
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
现金净增加额	469.31	2,091.71	(966.34)	2,422.74	89.48

资料来源：公司公告，天风证券研究所

利润表(百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入	11,141.17	14,582.87	17,364.03	21,139.90	26,128.78
营业成本	6,742.56	8,973.44	10,801.22	12,953.57	16,056.50
营业税金及附加	61.10	60.04	71.49	87.03	107.57
营业费用	2,898.83	3,470.89	4,167.37	5,136.99	6,270.91
管理费用	519.80	701.65	902.93	1,268.39	1,567.73
研发费用	0.43	4.70	0.00	0.00	0.00
财务费用	30.47	(11.05)	(45.99)	(62.63)	(86.24)
资产减值损失	(9.65)	(24.77)	(7.75)	(14.06)	(15.53)
公允价值变动收益	0.00	7.76	0.00	0.00	0.00
投资净收益	16.32	18.16	19.20	17.90	18.42
其他	(36.96)	(65.90)	(38.40)	(35.79)	(36.84)
营业利润	918.26	1,447.96	1,493.97	1,788.48	2,246.26
营业外收入	8.54	6.86	7.85	7.75	7.49
营业外支出	7.30	8.41	7.53	7.75	7.90
利润总额	919.50	1,446.41	1,494.29	1,788.48	2,245.85
所得税	222.95	363.39	388.51	465.01	583.92
净利润	696.54	1,083.02	1,105.77	1,323.48	1,661.93
少数股东损益	(6.12)	20.84	(0.32)	4.49	12.38
归属于母公司净利润	702.66	1,062.18	1,106.09	1,318.99	1,649.55
每股收益（元）	0.89	1.34	1.40	1.67	2.09

主要财务比率	2019	2020	2021E	2022E	2023E
成长能力					
营业收入	25.76%	30.89%	19.07%	21.75%	23.60%
营业利润	27.84%	57.69%	3.18%	19.71%	25.60%
归属于母公司净利润	32.17%	51.17%	4.13%	19.25%	25.06%
获利能力					
毛利率	39.48%	38.47%	37.80%	38.72%	38.55%
净利率	6.31%	7.28%	6.37%	6.24%	6.31%
ROE	16.57%	19.73%	18.33%	19.51%	21.51%
ROIC	51.02%	48.12%	64.67%	46.07%	116.67%
偿债能力					
资产负债率	50.05%	54.81%	51.34%	53.13%	55.39%
净负债率	-32.02%	-42.19%	-34.98%	-63.98%	-56.08%
流动比率	1.37	1.52	1.50	1.57	1.59
速动比率	0.85	1.03	0.87	1.07	0.92
营运能力					
应收账款周转率	34.92	37.01	35.09	35.65	35.90
存货周转率	5.65	6.16	5.33	5.71	5.45
总资产周转率	1.47	1.39	1.38	1.53	1.61
每股指标（元）					
每股收益	0.89	1.34	1.40	1.67	2.09
每股经营现金流	2.16	2.47	0.35	3.62	0.83
每股净资产	5.36	6.81	7.63	8.55	9.70
估值比率					
市盈率	46.13	30.51	29.30	24.57	19.65
市净率	7.64	6.02	5.37	4.79	4.23
EV/EBITDA	24.08	29.95	19.28	15.06	12.20
EV/EBIT	27.72	33.54	20.13	15.66	12.60

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，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将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。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。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。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风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。天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风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。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司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。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	武汉	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号 邮编：100031 邮箱：research@tfzq.com	湖北武汉市武昌区中南路 99 号保利广场 A 座 37 楼 邮编：430071 电话：(8627)-87618889 传真：(8627)-87618863 邮箱：research@tfzq.com	上海市虹口区北外滩国际 客运中心 6 号楼 4 层 邮编：200086 电话：(8621)-65055515 传真：(8621)-61069806 邮箱：research@tfzq.com	深圳市福田区益田路 5033 号 平安金融中心 71 楼 邮编：518000 电话：(86755)-23915663 传真：(86755)-82571995 邮箱：research@tfzq.com