

大参林 (603233)

2021 年年报&2022 年一季报点评: 疫情导致短期业绩承压, 内生外延扩张保长期增长

买入 (维持)

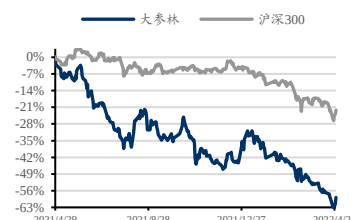
2022 年 04 月 29 日

证券分析师 朱国广

执业证书: S0600520070004

zhugg@dwzq.com.cn

股价走势



市场数据

收盘价(元)	26.40
一年最低/最高价	23.72/75.62
市净率(倍)	3.68
流通 A 股市值(百万元)	20,818.08
总市值(百万元)	20,880.55

基础数据

每股净资产(元,LF)	7.17
资产负债率(% ,LF)	63.82
总股本(百万股)	790.93
流通 A 股(百万股)	788.56

相关研究

《大参林(603233): 2021 半年报点评: 二季度业绩受疫情影响, 门店规模稳步扩张》

2021-08-31

《大参林(603233): 年报点评: 经营业绩略超我们预期, 门店坪效持续提升》

2021-04-20

《大参林(603233): 经营业绩稳健增长, 月均坪效同比提高》

2020-11-01

盈利预测与估值	2021A	2022E	2023E	2024E
营业总收入 (百万元)	16,759	20,547	24,727	29,650
同比	14.92	22.60	20.35	19.91
归属母公司净利润 (百万元)	791	979	1,146	1,322
同比	-25.51	23.70	17.10	15.39
每股收益-最新股本摊薄 (元/股)	1.00	1.24	1.45	1.67
P/E (现价&最新股本摊薄)	23.97	19.38	16.55	14.34

投资要点

- **事件:** 2021 年公司实现收入 167.59 亿元 (+14.92%), 归母净利润 7.91 亿元 (-25.51%), 扣非归母净利润 7.18 亿元 (-29.77%), 业绩略低于我们预期。2022Q1, 公司实现收入 46.77 亿元 (+15.22%), 归母净利润 3.84 亿元 (+12.82%), 扣非归母净利润 3.96 亿元 (+16.93%)。
- **疫情影响短期业绩, 华中及西南等地区快速增长:** 2021 年, 分地区看: 华南、华中、华东收入分别增长 6.93%、54.93%、20.85%, 东北华北西北及西南地区收入增长 96.67%, 继续开拓西南地区等地, 销售达到预期目标。分业务看: 零售业务收入 152.85 亿元 (+10.99%), 毛利率 38.21% (+0.32pct), 公司将继续下沉已布局区域的二、三级市场, 不断扩大零售渠道品牌规模, 维持规模优势, 同时利用供应链优势及销售渠道, 进一步提升对药品的渠道市场资源。批发业务收入 10.07 亿元 (+105.29%), 毛利率 9.11% (-5.79pct), 收入增长主要来自公司拓展加盟业务带来的增量。分产品类型看: 中西成药实现营收 113.53 亿元 (+25.05%), 增速最快, 主要由于非处方药带来的销售增长。公司主营业务毛利率 36.41% (-0.69pct), 主要由于非药品类产品毛利率的下降。
- **内生+外延持续扩张, 省外扩张形势良好:** 2021 年公司新增自建门店 903 家, 加盟门店 620 家, 并购门店 748 家, 新进湖北、湖南、四川、山东和重庆等省份, 关闭门店 98 家。截至 2021 年末, 公司药房连锁已覆盖全国 15 个省的 8193 家药店, 其中含加盟店 935 家。公司积极开发存量市场, 老药店转加盟的占比不断提升, 老药店转加盟后销售、利润、客流、客单均有较大增长。公司针对河南、黑龙江及四川等重点地区积极开展收购计划, 实现快速进入新区域或提升弱势区域内的规模。
- **公司积极探索新零售业务, 未来有望提供增量:** 公司正加速布局互联网业务, 积极探索新零售商业模式, 截至 2021 年末, 公司 O2O 送药服务已覆盖全国 7240 家门店, 覆盖门店上线率达到 89%, 同时开展 B2C 业务, 利用“中心仓+地区仓+前置仓”的发货模式, 覆盖全国。2021 年公司新零售业务 (O2O+B2C) 销售同比增长 87%, 我们认为互联业务有望为公司新零售赋能, 为公司提供活力及增量。
- **盈利预测与投资评级:** 考虑疫情影响等, 我们将公司 2022-2023 年归母净利润由 16.17/21.65 亿元调整为 9.79/11.46 亿元, 预计 2024 年为 13.22 亿元, 对应当前市值 2022-2024 年的 PE 估值分别为 19/17/14 倍, 维持“买入评级”。
- **风险提示:** 门店扩张或不及预期, 业务增长或不及预期, 疫情反复加剧的风险等。

大参林三大财务预测表

资产负债表(百万元)					利润表(百万元)				
2021A	2022E	2023E	2024E		2021A	2022E	2023E	2024E	
流动资产	7,868	9,761	11,889	14,395	营业总收入	16,759	20,547	24,727	29,650
货币资金及交易性金融资产	2,902	3,718	4,658	5,765	营业成本(含金融类)	10,366	12,667	15,207	18,199
经营性应收款项	890	1,091	1,313	1,573	税金及附加	68	84	101	122
存货	3,630	4,436	5,326	6,374	销售费用	4,266	5,333	6,542	7,992
合同资产	0	0	0	0	管理费用	921	1,129	1,358	1,629
其他流动资产	446	516	593	683	研发费用	45	55	66	79
非流动资产	9,468	9,980	10,568	11,221	财务费用	170	131	112	91
长期股权投资	0	4	8	12	加:其他收益	101	124	149	178
固定资产及使用权资产	4,888	4,943	5,049	5,198	投资净收益	9	12	14	17
在建工程	766	693	634	587	公允价值变动	35	0	0	0
无形资产	619	748	876	1,005	减值损失	-34	0	0	0
商誉	2,060	2,360	2,660	2,960	资产处置收益	6	7	8	10
长期待摊费用	612	710	817	936	营业利润	1,041	1,290	1,511	1,743
其他非流动资产	523	523	523	523	营业外净收支	3	1	1	2
资产总计	17,336	19,742	22,457	25,616	利润总额	1,044	1,291	1,512	1,745
流动负债	7,176	8,542	10,047	11,817	减:所得税	240	296	347	400
短期借款及一年内到期的非流动负债	1,071	1,071	1,071	1,071	净利润	804	995	1,165	1,345
经营性应付款项	4,739	5,792	6,953	8,321	减:少数股东损益	13	16	19	22
合同负债	163	199	239	286	归属母公司净利润	791	979	1,146	1,322
其他流动负债	1,203	1,480	1,784	2,139	每股收益-最新股本摊薄(元)	1.00	1.24	1.45	1.67
非流动负债	4,224	4,269	4,314	4,359	EBIT	1,094	1,279	1,453	1,629
长期借款	0	0	0	0	EBITDA	2,461	1,527	1,736	1,957
应付债券	1,252	1,297	1,342	1,387	毛利率(%)	38.15	38.35	38.50	38.62
租赁负债	2,952	2,952	2,952	2,952	归母净利率(%)	4.72	4.76	4.63	4.46
其他非流动负债	20	20	20	20	收入增长率(%)	14.92	22.60	20.35	19.91
负债合计	11,400	12,811	14,360	16,176	归母净利润增长率(%)	-25.51	23.70	17.10	15.39
归属母公司股东权益	5,479	6,457	7,603	8,926					
少数股东权益	457	474	493	515					
所有者权益合计	5,936	6,931	8,096	9,441					
负债和股东权益	17,336	19,742	22,457	25,616					

现金流量表(百万元)					重要财务与估值指标				
2021A	2022E	2023E	2024E		2021A	2022E	2023E	2024E	
经营活动现金流	1,555	1,713	1,945	2,219	每股净资产(元)	6.69	7.92	9.37	11.04
投资活动现金流	-968	-741	-847	-952	最新发行在外股份(百万股)	791	791	791	791
筹资活动现金流	-1,612	-156	-158	-160	ROIC(%)	9.27	8.40	8.71	8.87
现金净增加额	-1,025	816	940	1,107	ROE-摊薄(%)	14.44	15.16	15.07	14.82
折旧和摊销	1,367	248	283	327	资产负债率(%)	65.76	64.89	63.95	63.15
资本开支	-1,273	-651	-749	-847	P/E(现价&最新股本摊薄)	23.97	19.38	16.55	14.34
营运资本变动	-829	81	90	106	P/B(现价)	3.59	3.03	2.56	2.17

数据来源:Wind,东吴证券研究所,全文如无特殊注明,相关数据的货币单位均为人民币,预测均为东吴证券研究所预测。

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>