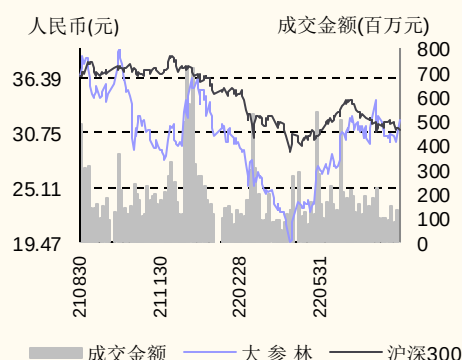


大参林 (603233.SH) 买入 (维持评级)**公司点评**

市场价格 (人民币): 32.08 元

市场数据 (人民币)

总股本(亿股)	9.49
已上市流通 A 股(亿股)	9.46
总市值(亿元)	304.48
年内股价最高最低(元)	39.45/19.47
沪深 300 指数	4090
上证指数	3241

**相关报告**

1. 《业绩短期承压, 门店扩张稳步推进-大参林年报点评》, 2022.4.28
2. 《药品高速增长, 期待公司省外扩张-大参林 2021H1 业绩点评》, 2021.8.30

袁维

分析师 SAC 执业编号: S1130518080002
(8621)60230221
yuan wei@aiza.com.cn

业绩增长符合预期, 省外扩张成效显著**公司基本情况 (人民币)**

项目	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	14,583	16,759	20,239	25,069	31,700
营业收入增长率	30.89%	14.92%	20.76%	23.86%	26.45%
归母净利润(百万元)	1,062	791	1,077	1,443	1,968
归母净利润增长率	51.17%	-25.51%	36.13%	33.97%	36.35%
摊薄每股收益(元)	1.613	1.000	1.135	1.520	2.073
每股经营性现金流净额	2.97	1.97	1.99	3.18	3.58
ROE(归属母公司)(摊薄)	19.73%	14.44%	18.21%	21.28%	24.72%
P/E	48.58	42.09	28.27	21.10	15.47
P/B	9.58	6.08	5.15	4.49	3.82

来源: 公司年报、国金证券研究所

业绩简评

- 8 月 29 日, 公司发布 2022 年半年度报告, 2022H1 公司实现营业收入 97 亿元 (+21%), 归母净利润 7.1 亿元 (+11%), 扣非归母净利润 7.0 亿元 (+19%)。
- 从单二季度来看, 2022 年 Q2 公司实现收入 50 亿元 (+26%), 归母净利润 3.3 亿元 (+8%), 扣非归母净利润 3.1 亿元 (+22%)。

经营分析

- **公司业绩稳定增长, 盈利能力持续提升。**从产品结构来看, 公司中西成药实现营收 70 亿元 (+28%); 中参药材实现营收 12 亿元 (+1%); 非药品实现营收 13 亿元 (+6%)。2022H1 公司期间费用率略有上升, 其中销售费用率为 23.9% (+0.18pct), 管理费用率为 4.8% (+0.13pct), 研发费用率为 0.2% (+0.11pct)。随着四类药品恢复上架、处方药外流以及次新店利润的逐步释放, 叠加去年较低基数, 公司下半年业绩有望持续增长。
- **省外扩张战略成效显著, 规模效应强化公司盈利能力。**截至 2022H1, 公司门店共计 8,896 家 (含加盟店 1,376 家), 上半年净增门店 703 家, 其中华南净增 331 家, 华东净增 154 家, 华中净增 133 家, 东北、华北、西北及西南净增 85 家。2022H1, 公司实现华南市场营收 69 亿元 (+10%), 华中市场营收 10 亿元 (+22%), 华东市场营收 6 亿元 (+53%), 东北、华北、西北及西南市场营收 9 亿元 (+197%)。公司在华南以外地区业绩增长突出, 省外拓展成效显著。随着门店数量增加, 公司规模效应、议价能力将逐渐提升, 预期公司盈利能力将不断强化。
- **公司深化会员服务, 客户粘性不断增强。**截至 2022H1, 公司会员人数超 6900 万, 环比增长 11%。公司持续对会员资质进行分层运营, 深化会员服务, 不断激活存量会员。此外公司还借助健康美业、零售快消等异业友商资源, 扩充会员权益广度, 会员忠诚度和活跃度持续提升。随着会员管理精细化程度提高, 用户粘性将不断增强, 公司品牌核心竞争力将持续提升。

盈利预测及投资建议

- 随着公司持续外延扩张, 预计 22-24 年归母净利润分别为 10.8 亿、14.4 亿和 19.7 亿, 增速分别为 36%、34%、36%, 维持“买入”评级。

风险提示

- 外延并购不确定性; 处方外流不达预期; 互联网冲击风险; 收入地区集中

附录：三张报表预测摘要
损益表 (人民币百万元)

	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
主营业务收入	11,141	14,583	16,759	20,239	25,069	31,700
增长率		30.9%	14.9%	20.8%	23.9%	26.5%
主营业务成本	-6,743	-8,973	-10,366	-12,407	-15,342	-19,369
%销售收入	60.5%	61.5%	61.9%	61.3%	61.2%	61.1%
毛利	4,399	5,609	6,394	7,832	9,727	12,331
%销售收入	39.5%	38.5%	38.1%	38.7%	38.8%	38.9%
营业税金及附加	-61	-60	-68	-101	-125	-159
%销售收入	0.5%	0.4%	0.4%	0.5%	0.5%	0.5%
销售费用	-2,899	-3,471	-4,266	-4,999	-6,167	-7,735
%销售收入	26.0%	23.8%	25.5%	24.7%	24.6%	24.4%
管理费用	-520	-702	-921	-1,052	-1,253	-1,522
%销售收入	4.7%	4.8%	5.5%	5.2%	5.0%	4.8%
研发费用	0	-5	-45	-40	-50	-63
%销售收入	0.0%	0.0%	0.3%	0.2%	0.2%	0.2%
息税前利润 (EBIT)	918	1,372	1,094	1,639	2,131	2,853
%销售收入	8.2%	9.4%	6.5%	8.1%	8.5%	9.0%
财务费用	-30	11	-170	-269	-301	-302
%销售收入	0.3%	-0.1%	1.0%	1.3%	1.2%	1.0%
资产减值损失	-15	-33	-34	-44	-17	-32
公允价值变动收益	0	8	35	20	20	20
投资收益	16	18	9	-5	10	10
%税前利润	1.8%	1.3%	0.9%	n.a	0.5%	0.4%
营业利润	918	1,448	1,041	1,446	1,948	2,654
营业利润率	8.2%	9.9%	6.2%	7.1%	7.8%	8.4%
营业外收支	1	-2	3	10	3	3
税前利润	919	1,446	1,044	1,456	1,951	2,657
利润率	8.3%	9.9%	6.2%	7.2%	7.8%	8.4%
所得税	-223	-363	-240	-364	-488	-664
所得税率	24.2%	25.1%	22.9%	25.0%	25.0%	25.0%
净利润	697	1,083	804	1,092	1,463	1,993
少数股东损益	-6	21	13	15	20	25
归属于母公司的净利润	703	1,062	791	1,077	1,443	1,968
净利率	6.3%	7.3%	4.7%	5.3%	5.8%	6.2%

现金流量表 (人民币百万元)

	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
净利润	697	1,083	804	1,092	1,463	1,993
少数股东损益	-6	21	13	15	20	25
非现金支出	307	373	1,401	563	592	660
非经营收益	3	-14	113	260	259	266
营运资金变动	701	512	-763	-24	699	477
经营活动现金净流	1,708	1,954	1,555	1,891	3,013	3,396
资本开支	-494	-780	-1,273	-1,219	-1,092	-1,092
投资	-1,180	-309	284	20	20	20
其他	15	18	21	-5	10	10
投资活动现金净流	-1,659	-1,071	-968	-1,204	-1,062	-1,062
股权募资	18	116	152	-210	0	0
债权募资	704	1,451	-77	-680	104	31
其他	-301	-358	-1,686	-713	-875	-1,091
筹资活动现金净流	420	1,209	-1,612	-1,603	-770	-1,060
现金净流量	469	2,092	-1,025	-916	1,181	1,274

来源：公司年报、国金证券研究所

资产负债表 (人民币百万元)

	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
货币资金	1,716	3,750	2,792	933	1,155	1,459
应收款项	558	659	1,052	1,453	1,587	1,991
存货	2,055	2,683	3,630	3,569	4,414	5,572
其他流动资产	1,139	1,205	393	483	493	542
流动资产	5,468	8,297	7,868	6,438	7,649	9,563
%总资产	63.1%	67.3%	45.4%	36.5%	37.6%	40.3%
长期投资	117	150	150	150	150	150
固定资产	1,119	1,287	1,920	2,139	2,344	2,533
%总资产	12.9%	10.4%	11.1%	12.1%	11.5%	10.7%
无形资产	1,827	2,396	3,348	3,915	4,487	5,058
非流动资产	3,204	4,035	9,468	11,176	12,702	14,174
%总资产	36.9%	32.7%	54.6%	63.5%	62.4%	59.7%
资产总计	8,672	12,332	17,336	17,614	20,351	23,737
短期借款	69	192	1,071	412	516	547
应付款项	3,496	4,656	5,374	5,881	7,480	9,439
其他流动负债	438	621	731	674	780	941
流动负债	4,003	5,468	7,176	6,966	8,776	10,927
长期贷款	16	0	0	0	0	0
其他长期负债	321	1,291	4,224	4,261	4,302	4,331
负债	4,340	6,759	11,400	11,227	13,078	15,258
普通股股东权益	4,240	5,385	5,479	5,915	6,781	7,961
其中：股本	540	659	791	949	949	949
未分配利润	1,968	2,627	2,601	3,247	4,113	5,293
少数股东权益	92	188	457	472	492	517
负债股东权益合计	8,672	12,332	17,336	17,614	20,351	23,737

比率分析

	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
每股指标						
每股收益	1.302	1.613	1.000	1.135	1.520	2.073
每股净资产	7.858	8.176	6.927	6.232	7.144	8.388
每股经营现金净流	3.165	2.967	1.966	1.993	3.175	3.578
每股股利	0.600	0.800	0.500	0.454	0.608	0.829
回报率						
净资产收益率	16.57%	19.73%	14.44%	18.21%	21.28%	24.72%
总资产收益率	8.10%	8.61%	4.56%	6.12%	7.09%	8.29%
投入资本收益率	14.93%	14.74%	10.21%	15.27%	17.68%	20.82%
增长率						
主营业务收入增长率	25.76%	30.89%	14.92%	20.76%	23.86%	26.45%
EBIT增长率	26.61%	49.40%	-20.26%	49.83%	29.98%	33.89%
净利润增长率	32.17%	51.17%	-25.51%	36.13%	33.97%	36.35%
总资产增长率	32.66%	42.21%	40.58%	1.61%	15.54%	16.64%
资产管理能力						
应收账款周转天数	10.4	9.9	12.8	20.0	18.0	18.0
存货周转天数	106.7	96.4	111.1	105.0	105.0	105.0
应付账款周转天数	59.4	60.3	65.2	60.0	65.0	65.0
固定资产周转天数	30.7	27.9	25.1	19.4	14.2	10.0
偿债能力						
净负债/股东权益	-32.02%	-54.57%	-9.75%	9.73%	6.92%	2.73%
EBIT利息保障倍数	30.1	-124.1	6.4	6.1	7.1	9.4
资产负债率	50.05%	54.81%	65.76%	63.74%	64.26%	64.28%

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二个月内	三月内	六月内
买入	0	2	7	13	40
增持	0	2	3	5	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	0.00	1.50	1.30	1.28	1.00

来源：聚源数据

历史推荐和目标定价(人民币)

序号	日期	评级	市价	目标价
1	2020-10-08	增持	82.46	93.70 ~ 93.70
2	2020-11-01	买入	94.50	N/A
3	2021-01-27	买入	102.20	N/A
4	2021-04-20	买入	70.78	N/A
5	2021-04-29	买入	76.67	N/A
6	2021-06-17	买入	53.98	N/A
7	2021-08-30	买入	44.60	N/A
8	2022-04-28	买入	23.98	N/A

来源：国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得 1 分，为“增持”得 2 分，为“中性”得 3 分，为“减持”得 4 分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 = 买入； 1.01~2.0 = 增持； 2.01~3.0 = 中性
 3.01~4.0 = 减持


投资评级的说明：

买入：预期未来 6-12 个月内上涨幅度在 15%以上；

增持：预期未来 6-12 个月内上涨幅度在 5%-15%；

中性：预期未来 6-12 个月内变动幅度在 -5%-5%；

减持：预期未来 6-12 个月内下跌幅度在 5%以上。

特别声明:

国金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。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”(以下简称“国金证券”)所有,未经事先书面授权,任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发,或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发,需注明出处为“国金证券股份有限公司”,且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料,但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告反映撰写研究人员的不同设想、见解及分析方法,故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致,国金证券不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他任何损失承担任何责任。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断,在不作事先通知的情况下,可能会随时调整,亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用,在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险,可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突,而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品,使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况,以及(若有必要)咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议,国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保,在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下,国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易,并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密,只有符合条件的收件人才能使用。根据《证券期货投资者适当性管理办法》,本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于C3级(含C3级)的投资者使用;本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要,不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具,本报告的收件人须保持自身的独立判断。使用国金证券研究报告进行投资,遭受任何损失,国金证券不承担相关法律责任。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告,则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议,国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有,保留一切权利。

上海

电话: 021-60753903

传真: 021-61038200

邮箱: researchsh@gjzq.com.cn

邮编: 201204

地址: 上海浦东新区芳甸路 1088 号

紫竹国际大厦 7 楼

北京

电话: 010-66216979

传真: 010-66216793

邮箱: researchbj@gjzq.com.cn

邮编: 100053

地址: 中国北京西城区长椿街 3 号 4 层

深圳

电话: 0755-83831378

传真: 0755-83830558

邮箱: researchsz@gjzq.com.cn

邮编: 518000

地址: 中国深圳市福田区中心四路 1-1 号

嘉里建设广场 T3-2402