

大参林 (603233)

2022 年中报点评：业绩符合预期，稳步扩张打开增长空间

买入（维持）

2022 年 08 月 30 日

证券分析师 朱国广

执业证书：S0600520070004

zhugg@dwzq.com.cn

研究助理 冉胜男

执业证书：S0600120100019

ranshn@dwzq.com.cn

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	15%	23%	20%	20%
归属母公司净利润（百万元）	791	1,091	1,307	1,569
同比	-26%	38%	20%	20%
每股收益-最新股本摊薄（元/股）	0.83	1.15	1.38	1.65
P/E（现价&最新股本摊薄）	39.54	28.68	23.93	19.94

投资要点

■ **事件：**2022H1，公司营收 97.21 亿元（+20.68%，同比增长 20.68%，下同），实现归母净利润 7.14 亿元（+10.62%），扣非归母净利润 7.05 亿元（+19.39%）。2022 单 Q2 季度，营收 50.44 亿元（+26.23%），归母净利润 3.30 亿元（+8.15%），扣非归母净利润 3.09 亿元（+22.70%）。

■ **业绩符合预期，各类业务均保持正增长。**分地区看：2022 年 H1 华南、华中、华东收入分别增长 10.00%、22.46%、53.23%，东北华北西北及西南地区收入增长 196.79%，地区开拓成效显著。分业务看：2022 年 H1，公司零售业务收入 87.81 亿元（+18.78%），毛利率 39.89%（+1.01pct，较 2021 年同期提升 1.01 个百分点，下同），公司将继续扩大零售渠道品牌规模优势；2022 年 H1，批发业务收入为 6.56 亿元（+55.84%），毛利率 9.12%（+0.94pct），凭借公司商品代理优势、物流配送能力及生产能力，批发业务有望快速发展。分产品类型看：2022 年 H1 中西成药实现营收 69.60 亿元（+28.28%），毛利率 34.74%（+1.29pct），主要系四类药品恢复上架及处方外流；中参药材营收 11.64 亿元（+0.79%），毛利率 42.21%（+2.16pct）。作为中参茸为特色的零售连锁药店，公司持续提高产品质量，自有品牌影响力不断提升。

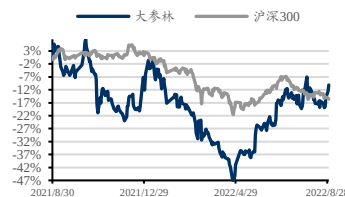
■ **门店网络持续优化，“内生+外延”打开增长空间。**2022 年 H1 公司新增自建门店 194 家，加盟门店 441 家，并购门店 172 家，关闭门店 104 家。截至 2022 年 H1，公司药房连锁已覆盖全国 15 个省的 8896 家药店，其中含加盟店 1376 家。公司根据不同商圈的特点，布局社区店、参茸旗舰店、O2O 店和院边店等不同店型店态。一方面，公司积极开发存量市场，老药店转加盟的占比不断提升，老药店转加盟后销售、利润、客流、客单均有较大增长。另一方面，公司针对河南、江苏等重点地区以及未布局的省份积极开展收购计划，实现快速进入新区域或快速提升弱势区域内的占比规模。新增门店在集团赋能下有望实现销售规模、盈利水平的快速提升。

■ **新零售业务模式实现对传统零售的补充，未来有望继续提供增量。**公司积极探索新零售商业模式，以“大参林健康”小程序为主要载体推动私域流量的新零售业务（O2O+B2C），并进入几乎所有头部 O2O 和 B2C 平台同步发展公域流量新零售业务，全面满足各类消费者不同渠道的购药需求。截至 2022 年 H1，公司 O2O 送药服务已覆盖全国 7639 家门店，上线率达 85.17%，新零售业务销售同比增长 63.95%。我们认为互联业务有望继续为公司新零售赋能，为公司提供活力及增量。

■ **盈利预测与投资评级：**考虑到公司品牌规模优势不断提升，门店网络布局逐步优化，我们将公司 2022-2024 年归母净利润的预测由 9.79/11.46/13.22 亿元上调至 10.91/13.07/15.69 亿元，当前市值对应的 PE 估值分别为 29/24/20 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。

股价走势



市场数据

收盘价(元)	32.96
一年最低/最高价	22.90/48.93
市净率(倍)	5.56
流通 A 股市值(百万元)	31,189.36
总市值(百万元)	31,282.94

基础数据

每股净资产(元,LF)	5.92
资产负债率(% ,LF)	64.60
总股本(百万股)	949.12
流通 A 股(百万股)	946.28

相关研究

《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》

2022-04-30

《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	9,739	12,042	14,799	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	3,782	4,890	6,248	营业成本(含金融类)	10,366	12,429	14,989	17,982
经营性应收款项	890	1,088	1,309	1,570	税金及附加	68	84	101	122
存货	3,630	4,353	5,249	6,298	销售费用	4,266	5,333	6,517	7,848
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	111	85
长期股权投资	0	4	8	12	加:其他收益	101	41	124	148
固定资产及使用权资产	4,888	4,943	5,049	5,198	投资净收益	9	4	10	12
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	5	3
长期待摊费用	612	710	817	936	营业利润	1,041	1,439	1,724	2,068
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	19,719	22,609	26,020	利润总额	1,044	1,440	1,725	2,070
流动负债	7,176	8,406	9,922	11,693	减:所得税	240	331	396	475
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	1,109	1,329	1,595
经营性应付款项	4,739	5,683	6,853	8,221	减:少数股东损益	13	18	22	26
合同负债	163	195	235	282	归属母公司净利润	791	1,091	1,307	1,569
其他流动负债	1,203	1,457	1,762	2,118	每股收益-最新股本摊薄(元)	0.83	1.15	1.38	1.65
非流动负债	4,224	4,269	4,314	4,359	EBIT	1,161	1,518	1,696	1,991
长期借款	0	0	0	0	EBITDA	2,528	1,765	1,979	2,318
应付债券	1,252	1,297	1,342	1,387	毛利率(%)	38.15	39.51	39.38	39.35
租赁负债	2,952	2,952	2,952	2,952	归母净利率(%)	4.72	5.31	5.29	5.29
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	12,675	14,236	16,051	归母净利润增长率(%)	-25.51	37.83	19.86	20.03
归属母公司股东权益	5,479	6,569	7,876	9,445					
少数股东权益	457	475	497	523					
所有者权益合计	5,936	7,045	8,374	9,969					
负债和股东权益	17,336	19,719	22,609	26,020					

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	1,784	2,120	2,482	每股净资产(元)	6.69	8.07	9.72	11.70
投资活动现金流	-968	-748	-854	-964	最新发行在外股份(百万股)	949	949	949	949
筹资活动现金流	-1,612	-156	-158	-160	ROIC(%)	9.84	9.91	10.01	10.54
现金净增加额	-1,025	881	1,108	1,358	ROE-摊薄(%)	14.44	16.60	16.60	16.61
折旧和摊销	1,367	248	283	327	资产负债率(%)	65.76	64.28	62.96	61.69
资本开支	-1,273	-651	-753	-854	P/E(现价&最新股本摊薄)	39.54	28.68	23.93	19.94
营运资本变动	-829	55	92	106	P/B(现价)	4.93	4.09	3.39	2.82

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>

