

证券研究报告

公司研究

公司点评报告

大参林(603233)

投资评级

上次评级

唐爱金 医药行业首席分析师

执业编号: S1500523080002

邮箱: tangaijin@cindasc.com

章钟涛 医药行业分析师

执业编号: S1500524030003

邮箱: zhangzhongtao@cindasc.com

信达证券股份有限公司

CINDA SECURITIES CO., LTD

北京市西城区闹市口大街9号院1号楼

邮编: 100031

2024Q1 业绩短期承压，门店全国化布局仍在推进

2024年05月07日

事件:公司发布2023年年报及2024年一季报,2023年实现营业收入245.31亿元(yoy+15.45%),归母净利润11.66亿元(yoy+12.63%),扣非归母净利润11.41亿元(yoy+13.56%)。2024年一季度实现营业收入67.52亿元(yoy+13.54%),归母净利润3.98亿元(yoy-19.79%),扣非归母净利润3.96亿元(yoy-20.4%)。

点评:

- **2023年加盟及分销业务实现翻倍增长,2024Q1营收仍保持稳健增长而利润端短期承压。**①2023年公司营业收入和归母净利润实现稳健增长。从业务构成上看,2023年公司医药零售业务营收205.08亿元(占比总营业收入的85.70%),同比增长6.58%,主要得益于不断增加的直营门店数量以及次新店和老店的内生增长;而加盟及分销业务营收34.23亿元,同比增长高达122.46%,加盟及分销业务实现高速增长主要得益于公司利用直营式加盟店在弱势区域迅速布局。从区域分布上看,公司深耕华南地区,通过成熟品牌市场效应保持销售稳步增长,2023年华南地区营业收入164.12亿元,同比增长7.86%;华中地区和华东地区营业收入分别为22.88亿元和17.88亿元,增速为12.84%和21.38%;东北、华北、西南及西北地区营业收入34.44亿元,增速达66.84%,此区域高速增长主要是此区域存在门店并购。②2024年一季度公司营收保持增长态势,而扣非归母净利润及归母净利润均同比有所下滑,一方面系2024Q1公司毛利率同比下降2.68个百分点(2024Q1公司毛利率为35.46%),另一方面系公司2024Q1期间费用率同比提升0.74个百分点(2024Q1公司期间费用率为26.87%)。
- **门店全国化布局仍在持续,2024Q1净增门店841家。**①2023年末公司门店已覆盖全国19个省(自治区、直辖市),门店数量达到14074家(净增门店4029家),其中直营门店为9909家,加盟店4165家。从增量门店的构成看,2023年公司新增自建门店1382家,其中华南地区924家,华东地区136家,华中地区110家,东北、华北、西北及西南地区212家。在并购方面,2023年公司合计并表门店750家,其中华东地区60家,东北、华北、西北及西南地区690家。在加盟店布局方面,2023年公司新开加盟店2158家,其中华南地区新增1129家,华东地区新增224家,华中地区新增264家,东北、华北、西北及西南地区新增541家。②2024Q1末公司拥有门店14915家(其中加盟店4610家),较2023年末公司净增门店841家。从增量门店的构成看,2024Q1公司新开门店396家,收购门店68家,加盟店445家,关闭门店68家。
- **盈利预测:**我们预计公司2024-2026年营业收入分别为297.3亿元、361.89亿元、440.78亿元,同比增速分别为21%、22%、22%,实现归母净利润分别为14.31亿元、17.66元、21.97亿元,同比分别增长

23%、23%、24%，对应当前股价 PE 分别为 18 倍、14 倍、12 倍。

- **风险因素：**零售药房市场竞争加剧、医保政策变动风险、税收政策变动风险、门店扩张不及预期、并购整合不顺利、商誉减值风险。

重要财务指标	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业总收入(百万元)	21,248	24,531	29,730	36,189	44,078
增长率 YoY %	26.8%	15.5%	21.2%	21.7%	21.8%
归属母公司净利润 (百万元)	1,036	1,166	1,431	1,766	2,197
增长率 YoY%	30.9%	12.6%	22.7%	23.4%	24.4%
毛利率%	37.8%	35.9%	35.4%	35.2%	35.2%
净资产收益率ROE%	16.7%	17.1%	17.4%	17.7%	18.0%
EPS(摊薄)(元)	0.91	1.02	1.26	1.55	1.93
市盈率 P/E(倍)	24.44	21.70	17.69	14.33	11.52
市净率 P/B(倍)	4.08	3.71	3.07	2.53	2.07

资料来源: wind, 信达证券研发中心预测; 股价为 2024 年 5 月 6 日收盘价

资产负债表		单位:百万元				
会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E	
流动资产	10,670	10,798	13,225	16,393	19,341	
货币资金	4,493	4,416	5,647	7,166	8,118	
应收票据	0	4	4	5	6	
应收账款	1,017	1,216	1,440	1,729	2,089	
预付账款	621	239	292	357	434	
存货	3,872	4,181	5,115	6,235	7,591	
其他	666	742	727	901	1,101	
非流动资产	10,172	13,325	14,875	16,315	17,629	
长期股权投资	0	0	0	0	0	
固定资产(合)	1,408	2,378	3,000	3,526	3,950	
无形资产	637	1,859	1,809	1,759	1,709	
其他	8,126	9,088	10,066	11,030	11,969	
资产总计	20,841	24,123	28,100	32,707	36,969	
流动负债	9,708	11,454	13,539	16,179	19,363	
短期借款	697	733	633	683	733	
应付票据	3,355	4,124	5,018	6,124	7,463	
应付账款	2,772	2,746	3,363	4,105	5,002	
其他	2,883	3,850	4,524	5,267	6,165	
非流动负债	4,269	4,737	5,137	5,244	4,010	
长期借款	168	308	408	208	108	
其他	4,101	4,429	4,729	5,036	3,902	
负债合计	13,977	16,190	18,675	21,423	23,372	
少数股东权益	652	1,109	1,185	1,278	1,393	
归属母公司股	6,212	6,824	8,240	10,007	12,204	
负债和股东权益	20,841	24,123	28,100	32,707	36,969	

重要财务指标		单位:百万元				
会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E	
营业总收入	21,248	24,531	29,730	36,189	44,078	
同比(%)	26.8%	15.5%	21.2%	21.7%	21.8%	
归属母公司净利润	1,036	1,166	1,431	1,766	2,197	
同比(%)	30.9%	12.6%	22.7%	23.4%	24.4%	
毛利率(%)	37.8%	35.9%	35.4%	35.2%	35.2%	
ROE%	16.7%	17.1%	17.4%	17.7%	18.0%	
EPS(摊薄)(元)	0.91	1.02	1.26	1.55	1.93	
P/E	24.44	21.70	17.69	14.33	11.52	
P/B	4.08	3.71	3.07	2.53	2.07	
EV/EBITDA	12.37	8.67	8.88	7.06	5.38	

利润表		单位:百万元				
会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E	
营业总收入	21,248	24,531	29,730	36,189	44,078	
营业成本	13,217	15,724	19,218	23,455	28,580	
营业税金及	80	95	116	141	172	
销售费用	5,160	5,623	6,808	8,215	9,962	
管理费用	1,110	1,185	1,397	1,665	1,983	
研发费用	74	81	98	119	145	
财务费用	208	190	169	206	251	
减值损失合计	-9	-77	-10	-10	-10	
投资净收益	6	7	6	6	6	
其他	24	69	63	63	63	
营业利润	1,421	1,632	1,982	2,446	3,043	
营业外收支	-6	-4	0	0	0	
利润总额	1,415	1,628	1,982	2,446	3,043	
所得税	336	397	476	587	730	
净利润	1,079	1,231	1,506	1,859	2,313	
少数股东损益	44	64	75	93	116	
归属母公司	1,036	1,166	1,431	1,766	2,197	
EBITDA	3,154	3,510	2,994	3,573	4,290	
EPS(当年)(元)	0.91	1.03	1.26	1.55	1.93	

现金流量表		单位:百万元				
会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E	
经营活动现金流	3,757	3,174	3,478	4,044	4,839	
净利润	1,079	1,231	1,506	1,859	2,313	
折旧摊销	1,532	1,696	843	920	996	
财务费用	232	239	268	326	397	
投资损失	-6	-7	-6	-6	-6	
营运资金变	905	-61	833	907	1,103	
其它	14	75	35	37	37	
投资活动现金流	-1,294	-2,303	-2,371	-2,356	-2,306	
资本支出	-997	-1,782	-2,307	-2,307	-2,257	
长期投资	-300	-504	10	-5	-5	
其他	3	-17	-74	-44	-44	
筹资活动现金流	-934	-1,649	123	-169	-1,581	
吸收投资	62	349	-14	0	0	
借款	1,095	1,094	0	-150	-50	
支付利息或股息	-433	-686	-268	-326	-397	
现金流净增加额	1,529	-779	1,231	1,519	952	

研究团队简介

唐爱金，医药首席分析师。浙江大学硕士，曾就职于东阳光药先后任研发工程师及营销市场专员，具备优异的药物化学专业背景和医药市场经营运作经验，曾经就职于广证恒生和方正证券研究所负责医药团队卖方业务工作超9年。

史慧颖，医药研究员，上海交通大学药学硕士，曾在PPC佳生和 Parexel 从事临床CRO工作，2021年加入信达证券，负责CXO行业研究。

王桥天，医药研究员，中国科学院化学研究所有机化学博士，北京大学博士后。2021年12月加入信达证券，负责科研服务与小分子创新药行业研究。

吴欣，医药研究员，上海交通大学生物医学工程本科及硕士，曾在长城证券研究所医药团队工作，2022年4月加入信达证券，负责医疗器械和中药板块行业研究。

赵晓翔，医药研究员，上海交通大学生物技术专业学士，卡耐基梅隆大学信息管理专业硕士，2年证券从业经验，2022年加入信达证券，负责医疗器械、医疗设备、AI医疗、数字医疗等行业研究。

曹佳琳，医药研究员，中山大学岭南学院数量经济学硕士，2年医药生物行业研究经历，曾任职于方正证券，2023年加入信达证券，负责医疗器械设备、体外诊断、ICL等领域的研究工作。

章钟涛，医药研究员，暨南大学国际投融资硕士，1年医药生物行业研究经历，CPA(专业阶段)，曾任职于方正证券，2023年加入信达证券，主要覆盖中药、医药商业&药店、疫苗。

赵丹，医药研究员，北京大学生物医学工程硕士，2年创新药行业研究经历，2024年加入信达证券。主要覆盖创新药。

分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

免责声明

信达证券股份有限公司（以下简称“信达证券”）具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

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，也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人做出邀请。

在法律允许的情况下，信达证券或其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，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达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，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权，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。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

评级说明

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数：沪深 300 指数（以下简称基准）； 时间段：报告发布之日起 6 个月内。	买入 ：股价相对强于基准 15% 以上；	看好 ：行业指数超越基准；
	增持 ：股价相对强于基准 5%~15%；	中性 ：行业指数与基准基本持平；
	持有 ：股价相对基准波动在±5% 之间；	看淡 ：行业指数弱于基准。
	卖出 ：股价相对弱于基准 5% 以下。	

风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，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、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，投资者需自行承担风险。