

评级：买入(维持)

市场价格：34.42

分析师：祝嘉琦

执业证书编号：S0740519040001

电话：021-20315150

Email: zhujq@zts.com.cn

分析师：孙宇瑶

执业证书编号：S0740522060002

Email: sunyy03@zts.com.cn

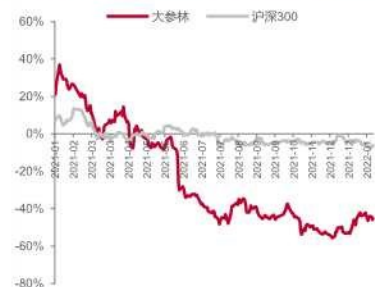
公司盈利预测及估值

指标	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	16759.34	21248.09	25950.60	30687.33	36625.12
增长率 yoy%	14.92%	26.78%	22.13%	18.25%	19.35%
净利润(百万元)	791.23	1035.72	1345.40	1671.02	1967.13
增长率 yoy%	-25.51%	30.90%	29.90%	24.20%	17.72%
每股收益(元)	0.69	0.91	1.18	1.47	1.73
每股现金流量	1.37	0.31	1.63	1.55	2.18
净资产收益率	14.44%	16.67%	19.15%	20.66%	21.14%
P/E	37.85	37.85	29.14	23.46	19.93
PEG	-1.48	1.22	0.97	0.97	1.12
P/B	7.16	6.31	5.58	4.85	4.21

备注：数据截止 2023/04/28

基本状况

总股本(百万股)	949
流通股本(百万股)	948
市价(元)	34.42
市值(亿元)	327
流通市值(亿元)	326

股价与行业-市场走势对比

相关报告
投资要点

- 事件：1) 公司发布 2022 年报，报告期内实现营业收入 212.48 亿元，同比增长 26.8%；归母净利润 10.36 亿元，同比增长 30.9%；扣非净利润 10.09 亿元，同比增长 40.6%。2) 发布 2023 年一季报，报告期内实现营业收入 59.47 亿元，同比增长 27.2%，归母净利润 4.97 亿元，同比增长 29.3%。**
- 业绩符合预期，23 年有望恢复常态化增长。**2022 年单四季度公司实现营收 64.31 亿元，同比增长 46.0%，归母净利润 1.12 亿元，同比增长 515%，扣非净利润 0.92 亿元，同比增长 320%。2021Q4 业绩低基数叠加 2022Q4 防疫政策变化带来自我诊疗需求旺盛，驱动 2022Q4 业绩爆发。2023Q1 继续延续高增态势，防疫物资在 Q1 仍有一定贡献，2023 年随着疫后客流恢复常态、新建门店有望提速，全年稳健增长可期。
- 中西成药增长亮眼，盈利能力稳中有升。**2022 年公司零售业务实现收入 192.42 亿元，同比增长 25.89%，毛利率 38.43% (+0.22pp)；加盟及分销业务实现收入 15.39 亿元，同比增长 52.79%，毛利率 11.22% (+2.11pp)。2022 年中西成药、中参药材、非药品分别实现收入 151.76 亿元(+33.67%)、25.85 亿元(+5.04%)、30.19 亿元(+21.88%)，中西成药增长较快主要系处方外流带来的处方药及 DTP 品种的销售快速增长，以及感冒发烧四类药品在疫情防控措施调整后恢复上架。2022 年公司期间费用率基本保持稳定，其中销售/管理/财务/研发费用率分别同比-1.18pp/-0.27pp/-0.04pp/+0.08pp，费用端基本保持平稳。
- 2022 年自建店有所放缓，发力加盟业务加快走向全国。**截至 2022 年底，公司共拥有门店 10045 家（其中直营门店 8038 家），覆盖 16 个省市。2022 年公司净增门店 1852 家，其中新开门店 689 家，收购门店 310 家，加盟店 1072 家，关闭门店 219 家。公司自建和加盟门店集中于具有较强品牌优势的华南地区，并购门店集中于华东、华中及其他地区。分地区看，华南地区收入 152.15 亿元（同比+18.79%），华中地区收入 20.27 亿元（同比+19.30%），华东地区收入 14.73 亿元（同比+67.74%），东北、华北、西南及西北地区 20.64 亿元（同比+127.96%）。公司在 2022 年 Q3 新进入辽宁省，带动东北、华北、西南、西北地区增速高达 127.96%。
- 盈利预测和投资建议：根据 2022 年报及公司扩张计划，我们对盈利预测略有调整，预计 2023-2025 年公司实现营业收入 259.51、306.87、366.25 亿元，同比增长 22.13%、18.25%、19.35%；归母净利润 13.45、16.71、19.67 亿元（2023-2024 年调整前值分别为 12.43、14.47 亿元），同比增长 29.90%、24.20%、17.72%。连锁药店行业集中度提升与处方外流在加速兑现，公司从华南加速向全国布局，长期空间广阔，维持“买入”评级。**
- 风险提示事件：并购整合不达预期的风险，门店扩张不达预期的风险，医药政策扰动的风险。**

图表 1: 大参林主要财务指标变化 (亿元)



来源: 公司公告, 中泰证券研究所

图表 2: 大参林分季度财务数据 (单位: 百万)

	2021-1Q	2021-2Q	2021-3Q	2021-4Q	2022-1Q	2022-2Q	2022-3Q	2022-4Q	2023-1Q
营业收入	4,059.0	3,995.5	4,300.5	4,404.3	4,676.8	5,043.7	5,097.0	6,430.5	5,946.8
营收同比增长	20.7%	11.7%	21.1%	7.7%	15.2%	26.2%	18.5%	46.0%	27.2%
营收环比增长	-0.8%	-1.6%	7.6%	2.4%	6.2%	7.8%	1.1%	26.2%	-7.5%
营业成本	2,460.7	2,444.8	2,724.4	2,735.9	2,734.1	3,143.3	3,195.4	4,144.0	3,678.5
毛利	1,598.4	1,550.8	1,576.1	1,668.3	1,942.7	1,900.4	1,901.6	2,286.5	2,268.4
营业费用	939.5	968.3	1,076.4	1,281.9	1,136.7	1,183.8	1,256.5	1,582.9	1,246.5
管理费用	185.5	192.4	226.9	315.8	220.1	248.3	271.6	369.8	249.1
财务费用	33.2	38.9	40.0	58.1	57.8	43.5	43.4	62.9	43.9
营业利润	456.7	400.8	224.4	-41.4	492.4	438.9	291.9	197.6	684.1
利润总额	457.6	396.0	224.7	-34.4	493.8	443.4	288.6	189.0	679.4
所得税	109.6	87.5	52.3	-10.0	110.3	114.1	76.3	34.8	155.1
归母净利润	340.6	305.1	172.7	-27.1	384.2	330.0	209.1	112.5	496.8
毛利率	39.38%	38.81%	36.65%	37.88%	41.54%	37.68%	37.31%	35.56%	38.14%
销售费用率	23.15%	24.23%	25.03%	29.11%	24.30%	23.47%	24.65%	24.62%	20.96%
管理费用率	4.57%	4.82%	5.28%	7.17%	4.71%	4.92%	5.33%	5.75%	4.19%
财务费用率	0.82%	0.97%	0.93%	1.32%	1.24%	0.86%	0.85%	0.98%	0.74%
净利率	8.39%	7.64%	5.41%	0.28%	11.29%	8.42%	6.48%	4.21%	12.26%

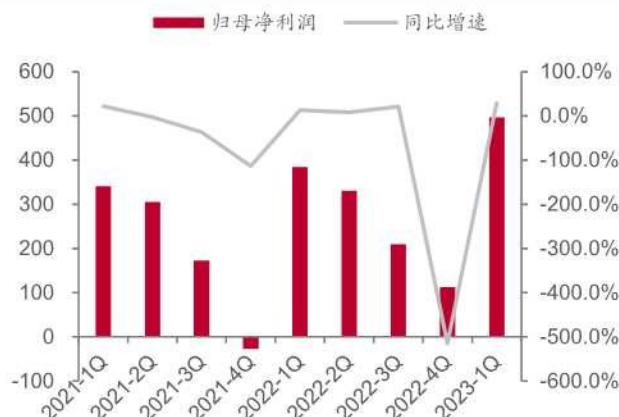
来源: 公司公告, 中泰证券研究所

图表 3: 大参林分季度营业收入及增速 (单位: 百万)



来源: 公司公告, 中泰证券研究所

图表 4: 大参林分季度净利润及增速 (单位: 百万)



来源: 公司公告, 中泰证券研究所

图表 5: 大参林历年销售毛利率及净利率



来源: 公司公告, 中泰证券研究所

图表 6: 大参林历年三项费用率情况



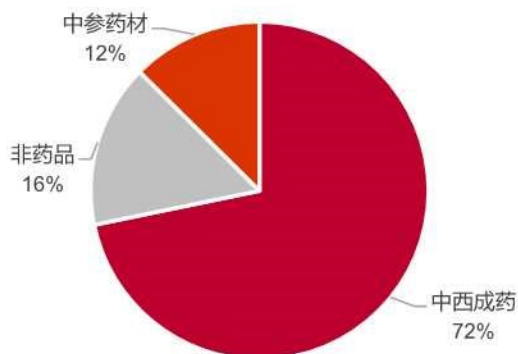
来源: 公司公告, 中泰证券研究所

图表 7: 2021-2022 年大参林主营产品收入及毛利率 (单位: 亿)



来源: 公司公告, 中泰证券研究所

图表 8: 2023Q1 按品类收入构成



来源: 公司公告, 中泰证券研究所

图表 9: 大参林历年新增门店数量变化



来源: 公司公告, 中泰证券研究所

图表 10: 大参林门店数量按区域划分



来源: 公司公告, 中泰证券研究所

- 风险提示事件: 并购整合不达预期的风险; 门店扩张不达预期的风险; 医药政策扰动的风险。

图表 11: 大参林财务预测模型

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2022	2023E	2024E	2025E	会计年度	2022	2023E	2024E	2025E
流动资产	10670	12736	15548	19131	营业收入	21248	25951	30687	36625
现金	4493	5130	6596	8523	营业成本	13217	16349	19333	23147
应收账款	1017	1128	1382	1648	营业税金及附加	80	102	119	142
其他应收款	368	451	538	639	营业费用	5160	6436	7549	9010
预付账款	621	490	638	794	管理费用	1110	1298	1504	1758
存货	3872	5119	6044	7164	财务费用	208	28	2	-22
其他流动资产	298	417	350	364	资产减值损失	-9	-15	-14	-13
非流动资产	10172	8380	8897	8345	公允价值变动收益	-19	15	15	15
长期投资	0	0	0	0	投资净收益	6	12	11	10
固定资产	1408	1698	1671	1485	营业利润	1421	1813	2248	2654
无形资产	637	716	813	940	营业外收入	24	10	15	15
其他非流动资产	8126	5966	6413	5920	营业外支出	30	8	7	8
资产总计	20841	21115	24445	27477	利润总额	1415	1816	2256	2660
流动负债	9708	10011	11586	13438	所得税	336	430	532	629
短期借款	697	436	478	500	净利润	1079	1385	1724	2031
应付账款	2772	3295	3938	4721	少数股东损益	44	40	53	64
其他流动负债	6238	6280	7170	8216	归属母公司净利润	1036	1345	1671	1967
非流动负债	4269	3388	4024	3924	EBITDA	2090	2320	2790	3201
长期借款	168	168	173	204	EPS (元)	1.09	1.18	1.47	1.73
其他非流动负债	4101	3220	3850	3720					
负债合计	13977	13399	15610	17362					
少数股东权益	652	692	745	809	主要财务比率				
股本	949	1139	1139	1139	会计年度	2022	2023E	2024E	2025E
资本公积	1537	1347	1347	1347	成长能力				
留存收益	3573	4349	5414	6630	营业收入	26.8%	22.1%	18.3%	19.3%
归属母公司股东权益	6212	7025	8090	9305	营业利润	36.5%	27.6%	24.0%	18.1%
负债和股东权益	20841	21115	24445	27477	归属于母公司净利润	30.9%	29.9%	24.2%	17.7%
					获利能力				
					毛利率(%)	37.8%	37.0%	37.0%	36.8%
					净利率(%)	4.9%	5.2%	5.4%	5.4%
					ROE(%)	16.7%	19.2%	20.7%	21.1%
					ROIC(%)	26.0%	31.0%	43.3%	63.1%
					偿债能力				
					资产负债率(%)	67.1%	63.5%	63.9%	63.2%
					净负债比率(%)	13.22%	10.43%	9.78%	9.04%
					流动比率	1.10	1.27	1.34	1.42
					速动比率	0.70	0.76	0.82	0.89
					营运能力				
					总资产周转率	1.11	1.24	1.35	1.41
					应收账款周转率	24	24	24	24
					应付账款周转率	5.48	5.39	5.35	5.35
					每股指标(元)				
					每股收益(最新摊薄)	0.91	1.18	1.47	1.73
					每股经营现金流(最新摊薄)	3.30	1.57	2.01	2.60
					每股净资产(最新摊薄)	5.45	6.17	7.10	8.17
					估值比率				
					P/E	37.85	29.14	23.46	19.93
					P/B	6.31	5.58	4.85	4.21
					EV/EBITDA	15	14	11	10

来源: 中泰证券研究所

投资评级说明:

	评级	说明
股票评级	买入	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 15%以上
	增持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
	持有	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在-10%~+5%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数跌幅在 10%以上
行业评级	增持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在 10%以上
	中性	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数跌幅在 10%以上

备注：评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准（另有说明的除外）。

重要声明:

中泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响。本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，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，可能会随时调整。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。

市场有风险，投资需谨慎。在任何情况下，本公司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。

投资者应注意，在法律允许的情况下，本公司及其本公司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投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“中泰证券股份有限公司”所有。事先未经本公司书面授权，任何机构和个人，不得对本报告进行任何形式的翻版、发布、复制、转载、刊登、篡改，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。