

大参林 (603233.SH)

增持 (维持)

业绩符合预期，全年有望延续高增势头

公司发布 2022 年年报及 2023 年一季报：2022 年实现营业收入、归母净利润、扣非归母净利润 212.48、10.36、10.09 亿元，同比分别增长 26.78%、30.90%、40.57%。2023Q1 实现营业收入 59.47 亿元 (yoy+27.16%)，归母净利润 4.97 亿元 (yoy+29.29%)，扣非归母净利润 4.98 亿元 (yoy+25.66%)。

公司发布 2022 年利润分配及资本公积金转增股本的公告：向全体股东每 10 股派发现金红利 6 元 (含税)，同时拟以资本公积金每 10 股转增 2 股。

- **业绩增长符合预期，全年仍有信心。** 受益于疫情扩散期间的集中国药需求，公司 2022Q4 单季度实现营收 64.3 亿元、归母净利润 1.1 亿元、扣非归母净利润 0.9 亿元，同比分别增长 46.0%、515.1%和 320.1%，其中少数股东损益 4168 万元、体现了公司跨区域扩张成效。在疫后康复需求及非药驱动下 2023Q1 同样表现亮眼。小规模纳税人税率调整预计对利润端带来小幅影响，但随着疫后客流的恢复以及新店次新店的驱动，我们认为 2023 全年有望延续高增长态势。
- **门店拓展加速：**截至 2023Q1 已覆盖 16 省，拥有门店 10,895 家 (含加盟店 2,461 家)，其中 2022 年净增 1852 家 (自建 689，加盟 1072，并购 310，关闭 219)，2023Q1 净增 850 家 (自建 214，并购 249、加盟 454、关闭 67)，扩张提速。分地区看，2022 新建门店中华南地区 434 家，华东地区 95 家，华中地区 59 家，东北、华北、西北及西南地区 101 家 (2022 营收同比+127.96%)。
- **提高专业化服务能力：**①**拓展专业门店：**2022 年末双通道门店 457 家，拥有门诊统筹资格门店 747 家，DTP 专业药房 174 家。②**优化品类：**2022 年引进 1851 个新品种，其中处方品类 239 个，DTP 品类 683 个，淘汰 472 个，集团商品总目录超十种。③**优化会员体系：**通过会员画像分析，形成总部、区域和门店三位一体的差异性精准营销服务体系，通过双轨制会员形成运营壁垒，激活存量会员。
- **探索多元业态：**未来店型店态将更加丰富，除专业化药房外也将布局 O2O、参茸、药妆、医养等类型的药房。O2O 业务建立 30 分钟到家的 24 小时送药服务，同时利用中心仓+省仓+地区仓模式开展 B2C 业务，覆盖全国，线上业务快速增长，毛利率和净利率也稳步提升。
- **投资建议与盈利预测：**我们看好公司在疫后恢复逻辑下维持全年业绩高增，完善全国门店布局，乘处方外流东风，预计 2023-2025 年分别实现归母净利润 13.43/16.79/20.16 亿元，对应 PE24/20/16 倍，维持“增持”评级
- **风险提示：**处方外流不达预期、药品降价、行业竞争加剧等风险。

财务数据与估值

会计年度	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业总收入(百万元)	16759	21248	26528	32922	39708
同比增长	15%	27%	25%	24%	21%
营业利润(百万元)	1041	1421	1851	2310	2772
同比增长	-28%	37%	30%	25%	20%
归母净利润(百万元)	791	1036	1343	1679	2016
同比增长	-26%	31%	30%	25%	20%
每股收益(元)	1.00	1.09	1.41	1.77	2.12
PE	34.4	31.5	24.3	19.5	16.2
PB	5.0	5.3	4.6	4.1	3.6

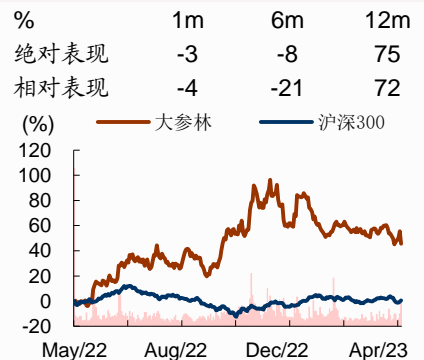
资料来源：公司数据、招商证券

消费品/医药生物
目标估值：NA
当前股价：34.42 元

基础数据

总股本 (万股)	94909
已上市流通股 (万)	94777
总市值 (亿元)	327
流通市值 (亿元)	326
每股净资产 (MRQ)	7.1
ROE (TTM)	17.1
资产负债率	64.2%
主要股东	柯云峰
主要股东持股比例	21.3%

股价表现



资料来源：公司数据、招商证券

相关报告

- 1、《大参林 (603233) 一新增辽宁布局，业绩稳步高增》2022-10-31
- 2、《大参林 (603233) 一跨区域扩张加速，全年高增可期》2022-08-31
- 3、《大参林 (603233) 一收入环比持续恢复，利润拐点可期》2022-04-28

许菲菲 S1090520040003
xufeifei@cmschina.com.cn
方秋实 S1090523040003
fangqiushi@cmschina.com.cn

表 1: 大参林季度数据

	21Q2	21Q3	21Q4	22Q1	22Q2	22Q3	22Q4	23Q1
一、营业总收入	3996	4301	4404	4677	5044	5097	6430	5947
二、营业总成本	3675	4090	4467	4177	4661	4797	6256	5277
其中: 营业成本	2445	2724	2736	2734	3143	3195	4144	3678
营业税金及附加	15	17	21	17	18	18	26	19
营业费用	968	1076	1282	1137	1184	1256	1583	1247
管理费用	192	227	316	220	248	272	370	249
研发费用	5	3	35	9	10	17	39	15
财务费用	39	40	58	58	44	43	63	44
资产减值损失	-5	-2	-12	0	-5	-1	-2	-23
三、其他经营收益	80	14	21	-8	57	-8	23	14
其它收益	4	21	47	17	47	3	-10	16
公允价值变动收益	74	-13	-27	-26	12	-17	12	-2
投资收益	1	7	-5	0	-3	5	3	0
四、营业利润	401	224	-41	492	439	292	198	684
加: 营业外收入	2	3	4	3	11	2	8	6
减: 营业外支出	7	2	-3	1	7	5	17	11
五、利润总额	396	225	-34	494	443	289	189	679
减: 所得税	88	52	-10	110	114	76	35	155
六、净利润	308	172	-24	384	329	212	154	524
减: 少数股东损益	3	0	3	-1	-1	3	42	28
七、归属母公司所有者净利润	305	173	-27	384	330	209	112	497
EPS	0.32	0.18	-0.03	0.40	0.35	0.22	0.12	0.52
毛利率	38.8%	36.6%	37.9%	41.5%	37.7%	37.3%	35.6%	38.1%
主营税金率	0.4%	0.4%	0.5%	0.4%	0.4%	0.4%	0.4%	0.3%
营业费率	24.2%	25.0%	29.1%	24.3%	23.5%	24.7%	24.6%	21.0%
管理费率	4.8%	5.3%	7.2%	4.7%	4.9%	5.3%	5.8%	4.2%
营业利润率	10.0%	5.2%	-0.9%	10.5%	8.7%	5.7%	3.1%	11.5%
实际税率	22.1%	23.3%	29.0%	22.3%	25.7%	26.5%	18.4%	22.8%
净利率	7.6%	4.0%	-0.6%	8.2%	6.5%	4.1%	1.7%	8.4%
YoY								
收入增长率	11.7%	21.1%	7.7%	15.2%	26.2%	18.5%	46.0%	27.2%
营业利润增长率	-6.6%	-39.1%	-115.8%	7.8%	9.5%	30.1%	-576.8%	38.9%
净利润增长率	-3.0%	-36.6%	-113.9%	12.8%	8.2%	21.1%	-515.1%	29.3%

资料来源: 公司数据, 招商证券

附：财务预测表

资产负债表

单位：百万元	2021	2022	2023E	2024E	2025E
流动资产	7868	10670	11736	14672	18442
现金	2792	4493	3901	4907	6587
交易性投资	109	92	100	100	100
应收票据	0	0	0	0	0
应收款项	739	1017	1252	1553	1873
其它应收款	308	368	460	571	688
存货	3630	3872	4970	6224	7591
其他	289	827	1054	1317	1603
非流动资产	9468	10172	10733	10948	10773
长期股权投资	0	0	4	4	4
固定资产	1154	1408	1550	1821	1749
无形资产商誉	2736	3064	3349	3409	3469
其他	5577	5699	5829	5713	5551
资产总计	17336	20841	22469	25621	29215
流动负债	7176	9708	10404	12540	14869
短期借款	165	697	500	500	500
应付账款	4738	6127	7872	9857	12023
预收账款	164	436	560	701	855
其他	2108	2447	1473	1482	1492
长期负债	4224	4269	4269	4269	4269
长期借款	0	168	168	168	168
其他	4224	4101	4101	4101	4101
负债合计	11400	13977	14674	16809	19139
股本	791	949	949	949	949
资本公积金	1755	1690	1690	1690	1690
留存收益	2933	3573	4441	5381	6558
少数股东权益	457	652	716	791	879
归属于母公司所有者	5479	6212	7080	8020	9197
负债及权益合计	17336	20841	22469	25621	29215

现金流量表

单位：百万元	2021	2022	2023E	2024E	2025E
经营活动现金流	1555	3757	1942	2260	2673
净利润	791	1036	1343	1679	2016
折旧摊销	423	462	371	388	425
财务费用	212	232	45	16	8
投资收益	(9)	(6)	(105)	(105)	(105)
营运资金变动	175	2017	221	201	233
其它	(37)	16	68	81	94
投资活动现金流	(968)	(1294)	(835)	(499)	(145)
资本支出	(1295)	(1035)	(828)	(503)	(150)
其他投资	327	(259)	(7)	5	5
筹资活动现金流	(1612)	(934)	(1699)	(755)	(848)
借款变动	(4015)	(63)	(1180)	0	0
普通股增加	132	158	0	0	0
资本公积增加	(97)	(65)	0	0	0
股利分配	(395)	(633)	(475)	(738)	(839)
其他	2763	(331)	(45)	(16)	(8)
现金净增加额	(1025)	1529	(592)	1007	1680

利润表

单位：百万元	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业总收入	16759	21248	26528	32922	39708
营业成本	10366	13217	16979	21262	25933
营业税金及附加	68	80	100	124	149
营业费用	4266	5160	6208	7572	8974
管理费用	921	1110	1340	1646	1906
研发费用	45	74	80	66	40
财务费用	170	208	45	16	8
资产减值损失	(34)	(42)	(30)	(30)	(30)
公允价值变动收	35	(19)	10	10	10
其他收益	101	58	70	70	70
投资收益	15	25	25	25	25
营业利润	1041	1421	1851	2310	2772
营业外收入	11	24	24	24	24
营业外支出	8	30	30	30	30
利润总额	1044	1415	1846	2304	2766
所得税	240	336	440	550	662
少数股东损益	13	44	63	75	88
归属于母公司净利	791	1036	1343	1679	2016

主要财务比率

	2021	2022	2023E	2024E	2025E
年成长率					
营业总收入	15%	27%	25%	24%	21%
营业利润	-28%	37%	30%	25%	20%
归母净利润	-26%	31%	30%	25%	20%
获利能力					
毛利率	38.1%	37.8%	36.0%	35.4%	34.7%
净利率	4.7%	4.9%	5.1%	5.1%	5.1%
ROE	14.4%	16.7%	19.0%	20.9%	21.9%
ROIC	13.3%	14.2%	17.0%	18.6%	19.6%
偿债能力					
资产负债率	65.8%	67.1%	65.3%	65.6%	65.5%
净负债比率	6.2%	8.9%	3.0%	2.6%	2.3%
流动比率	1.1	1.1	1.1	1.2	1.2
速动比率	0.6	0.7	0.7	0.7	0.7
营运能力					
总资产周转率	1.0	1.0	1.2	1.3	1.4
存货周转率	3.3	3.5	3.8	3.8	3.8
应收账款周转率	28.6	24.2	23.4	23.5	23.2
应付账款周转率	2.3	2.4	2.4	2.4	2.4
每股资料(元)					
EPS	1.00	1.09	1.41	1.77	2.12
每股经营净现	1.97	3.96	2.05	2.38	2.82
每股净资产	6.93	6.54	7.46	8.45	9.69
每股股利	0.80	0.50	0.78	0.88	1.06
估值比率					
PE	34.4	31.5	24.3	19.5	16.2
PB	5.0	5.3	4.6	4.1	3.6
EV/EBITDA	18.4	14.1	11.3	9.5	8.0

资料来源：公司数据、招商证券

分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

许菲菲 生物医药行业联席首席分析师

复旦大学学士、哥伦比亚大学硕士，2020年4月加入招商证券，此前就职于国金证券。

方秋实 生物医药行业研究助理

浙江大学财务管理学学士、会计学硕士，2021年4月加入招商证券。

评级说明

报告中所涉及的投资评级采用相对评级体系，基于报告发布日后 6-12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期当地市场基准指数的市场表现预期。其中，A 股市场以沪深 300 指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 指数为基准。具体标准如下：

股票评级

强烈推荐：预期公司股价涨幅超越基准指数 20%以上

增持：预期公司股价涨幅超越基准指数 5-20%之间

中性：预期公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间

减持：预期公司股价表现弱于基准指数 5%以上

行业评级

推荐：行业基本面向好，预期行业指数超越基准指数

中性：行业基本面稳定，预期行业指数跟随基准指数

回避：行业基本面转弱，预期行业指数弱于基准指数

重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价，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。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。