

# 大参林 (603233)

## 2022 年报及 2023Q1 报点评：加盟业务高速增长，“自建+并购+加盟”三轮驱动持续优化门店网络

买入（维持）

2023 年 05 月 04 日

证券分析师 朱国广  
执业证书：S0600520070004  
zhugg@dwzq.com.cn  
证券分析师 冉胜男  
执业证书：S0600522090008  
ranshn@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入（百万元）	21,248	26,677	33,525	42,131
同比	27%	26%	26%	26%
归属母公司净利润（百万元）	1,036	1,453	1,778	2,165
同比	31%	40%	22%	22%
每股收益-最新股本摊薄（元/股）	1.09	1.53	1.87	2.28
P/E（现价&最新股本摊薄）	31.54	22.49	18.37	15.09

关键词：#业绩符合预期

### 投资要点

- **事件：**2022 年公司实现营收 212.48 亿元（+26.78%，同比，下同），归母净利润 10.36 亿元（+30.90%），扣非归母净利润 10.09 亿元（+40.57%）。2023Q1 实现营收 59.47 亿元（+27.16%），归母净利润 4.97 亿元（+29.29%），扣非归母净利润 4.98 亿元（+25.66%）。业绩符合预期。
- **加盟及分销业务高速增长，公司布局持续突破弱势区域。分业务看，**2022 年公司零售业务实现营收 192.42 亿元（+25.89%）；公司在弱势区域迅速布局直营式加盟店，带动加盟及分销业务高速增长，实现营收 15.39 亿元（+52.79%）。**分产品看，**2022 年中西成药实现营收 151.76 亿元（+33.67%），增速主要源于四类药品恢复上架及处方外流；中参药材 25.85 亿元（+5.04%）；非药品 30.19 亿元（+21.88%）。**分地区看，**公司积极实施省外扩张战略，华南地区实现营收 152.15 亿元（+18.79%）；华中地区 20.27 亿元（+19.30%）；华东地区 147.35 亿元（+67.74%）；东北、华北、西南及西北地区 20.64 亿元（+127.96%）。
- **门店持续拓展，自建+并购+加盟共同发力。**2022 年底，公司合计拥有 10045 家药店，净增门店 1852 家。**自建方面，**新增门店 689 家，其中华南 434 家，华东 95 家，华中 59 家，东北、华北、西北及西南地区 101 家。**加盟方面，**新开加盟店 1072 家，累计加盟数量达 2007 家，直营式加盟为公司贡献利润规模的同时，进一步提升公司的销售规模，并反哺零售业务。**并购方面，**合计并表 310 家，其中华南 2 家，华东 67 家，华中 48 家，东北、华北、西北及西南 193 家。此外，公司根据竞争格局及地区优势动态优化门店网络，全年闭店 219 家。2023Q1 公司发生 7 起投资并购业务，其中新签并购项目 5 起，涉及门店数 371 家。
- **积极承接处方外流，持续优化商品结构。**公司顺应处方外流趋势，扩充院外渠道规模。全年双通道门店合计 457 家，拥有门诊统筹资格门店 747

### 股价走势



### 市场数据

收盘价(元)	34.42
一年最低/最高价	25.81/47.36
市净率(倍)	5.01
流通 A 股市值(百万元)	32,622.11
总市值(百万元)	32,667.51

### 基础数据

每股净资产(元,LF)	6.87
资产负债率(%，LF)	64.15
总股本(百万股)	949.09
流通 A 股(百万股)	947.77

### 相关研究

- 《大参林(603233)：2022 年三季报点评：业绩符合预期，门店网络稳步扩张》  
2022-10-28
- 《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》  
2022-08-30

家，DTP 专业药房 174 家。此外，公司持续做商品的更新迭代，引入新品的同时淘汰不动销商品，2022 全年引进了 1851 个新品种，其中处方品种 239 个，DTP 品种 683 个，并淘汰 472 个品种，集团商品总目录超十种。预计随着处方外流及医药分离趋势的进一步加强，公司有望实现持续增长。

- **盈利预测与投资评级：**考虑到门店扩张速度加快，我们将 2023-2024 年公司归母净利润由为 13.07/15.69 亿元调整至 14.53/17.78 亿元，预计 2025 年为 21.65 亿元，对应当前市值的估值分别为 22/18/15 倍。维持“买入”评级。
- **风险提示：**市场竞争加剧的风险，门店扩张或不及预期的风险，业务增长不及预期的风险。

大参林三大财务预测表

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2022A	2023E	2024E	2025E		2022A	2023E	2024E	2025E
<b>流动资产</b>	<b>10,670</b>	<b>13,559</b>	<b>17,459</b>	<b>22,322</b>	<b>营业总收入</b>	<b>21,248</b>	<b>26,677</b>	<b>33,525</b>	<b>42,131</b>
货币资金及交易性金融资产	4,585	5,656	7,598	10,000	营业成本(含金融类)	13,217	16,540	20,736	26,008
经营性应收款项	1,643	1,418	1,781	2,238	税金及附加	80	109	137	173
存货	3,872	5,793	7,262	9,109	销售费用	5,160	6,612	8,476	10,863
合同资产	0	0	0	0	管理费用	1,110	1,393	1,751	2,200
其他流动资产	570	692	818	976	研发费用	74	93	117	147
<b>非流动资产</b>	<b>10,172</b>	<b>10,531</b>	<b>10,960</b>	<b>11,452</b>	财务费用	208	114	89	43
长期股权投资	0	4	8	12	加:其他收益	58	72	91	114
固定资产及使用权资产	5,046	5,111	5,210	5,341	投资净收益	6	7	9	12
在建工程	1,049	919	815	732	公允价值变动	-19	0	0	0
无形资产	637	659	682	704	减值损失	-42	0	0	0
商誉	2,364	2,664	2,964	3,264	资产处置收益	19	24	30	37
长期待摊费用	600	697	805	923	<b>营业利润</b>	<b>1,421</b>	<b>1,918</b>	<b>2,347</b>	<b>2,859</b>
其他非流动资产	476	476	476	476	营业外净收支	-6	-1	-1	-3
<b>资产总计</b>	<b>20,841</b>	<b>24,090</b>	<b>28,419</b>	<b>33,774</b>	<b>利润总额</b>	<b>1,415</b>	<b>1,917</b>	<b>2,346</b>	<b>2,856</b>
<b>流动负债</b>	<b>9,708</b>	<b>11,434</b>	<b>13,911</b>	<b>17,021</b>	减:所得税	336	440	538	655
短期借款及一年内到期的非流动负债	1,680	1,680	1,680	1,680	<b>净利润</b>	<b>1,079</b>	<b>1,477</b>	<b>1,808</b>	<b>2,201</b>
经营性应付款项	6,128	7,562	9,481	11,891	减:少数股东损益	44	24	30	36
合同负债	435	260	326	408	<b>归属母公司净利润</b>	<b>1,036</b>	<b>1,453</b>	<b>1,778</b>	<b>2,165</b>
其他流动负债	1,465	1,932	2,425	3,042	每股收益-最新股本摊薄(元)	1.09	1.53	1.87	2.28
非流动负债	4,269	4,314	4,359	4,404	EBIT	1,623	1,929	2,307	2,739
长期借款	168	168	168	168	EBITDA	3,154	2,223	2,641	3,121
应付债券	1,293	1,338	1,383	1,428	毛利率(%)	37.80	38.00	38.15	38.27
租赁负债	2,790	2,790	2,790	2,790	归母净利率(%)	4.87	5.45	5.30	5.14
其他非流动负债	18	18	18	18	收入增长率(%)	26.78	25.55	25.67	25.67
<b>负债合计</b>	<b>13,977</b>	<b>15,748</b>	<b>18,270</b>	<b>21,425</b>	归母净利润增长率(%)	30.90	40.26	22.38	21.75
归属母公司股东权益	6,212	7,665	9,443	11,607					
少数股东权益	652	676	706	742					
<b>所有者权益合计</b>	<b>6,864</b>	<b>8,341</b>	<b>10,149</b>	<b>12,349</b>					
<b>负债和股东权益</b>	<b>20,841</b>	<b>24,090</b>	<b>28,419</b>	<b>33,774</b>					

现金流量表 (百万元)					重要财务与估值指标				
	2022A	2023E	2024E	2025E		2022A	2023E	2024E	2025E
经营活动现金流	3,757	1,877	2,851	3,416	每股净资产(元)	6.34	7.88	9.75	12.03
投资活动现金流	-1,294	-624	-726	-828	最新发行在外股份(百万股)	949	949	949	949
筹资活动现金流	-934	-182	-184	-186	ROIC(%)	10.31	10.96	11.66	12.20
现金净增加额	1,529	1,071	1,942	2,402	ROE-摊薄(%)	16.67	18.95	18.83	18.65
折旧和摊销	1,532	294	334	382	资产负债率(%)	67.06	65.37	64.29	63.44
资本开支	-997	-530	-624	-718	P/E (现价&最新股本摊薄)	31.54	22.49	18.37	15.09
营运资本变动	856	-437	151	190	P/B (现价)	5.42	4.37	3.53	2.86

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>

