

## 公司研究

## 经营回暖拓店加速，发力加盟业务和数字化

## ——大参林（603233.SH）2022 年年报及 2023 年一季报点评

## 买入（维持）

当前价：34.42 元

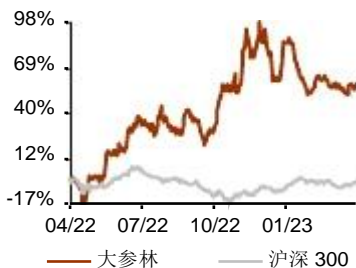
## 作者

分析师：林小伟  
 执业证书编号：S0930517110003  
 021-52523871  
 linxiaowei@ebscn.com  
 分析师：黄素青  
 执业证书编号：S0930521080001  
 021-52523570  
 huangsuqing@ebscn.com

## 市场数据

总股本(亿股) 9.49  
 总市值(亿元)： 326.68  
 一年最低/最高(元)： 21.19/47.36  
 近 3 月换手率： 32.37%

## 股价相对走势



## 收益表现

%	1M	3M	1Y
相对	-7.49	-6.24	19.04
绝对	-7.72	-10.34	45.56

资料来源：Wind

## 相关研报

Q3 利润端加速改善，全年高增无虞——大参林（603233.SH）2022 年三季报点评（2022-10-30）  
 Q2 业绩边际改善，加盟和线上势头强劲——大参林（603233.SH）2022 年中报点评（2022-08-31）

## 要点

## 事件：

- 1) 公司发布 2022 年年报，实现营业收入、归母净利润、扣非归母净利润分别为 212.48/10.36/10.09 亿元，同比+26.78%/30.09%/40.57%。经营活动产生的现金流量净额为 37.57 亿元，同比+141.58%；EPS（基本）1.09 元。业绩符合市场预期。
- 2) 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。
- 3) 公司发布 2023 年一季报，实现营业收入、归母净利润、扣非归母净利润分别为 59.47/4.97/4.98 亿元，同比+27.16%/29.29%/25.66%。经营活动产生的现金流量净额为 7.52 亿元，同比+12.99%；EPS（基本）0.52 元。业绩符合市场预期。

## 点评：

**22 年年底防疫措施优化，推动 4Q22 和 1Q23 业绩高增。**公司 22Q4 实现营业收入 64.30 亿元，同比+46%，归母净利润、扣非归母净利润分别为 1.12/0.92 亿元，而 4Q21 皆为亏损。4Q22 业绩大幅增长与年底防疫措施优化、药品需求高增有关。2022 年公司毛利率同比-0.35pp 至 37.80%，源于毛利率较低的加盟业务收入占比提升。销售净利率同比+0.28pp 至 5.08%，销售/管理/财务/研发费用率同比-1.18/-0.27/-0.04/+0.08pp，除研发投入加大外，各项费用管控较好，与自建门店减速和同店收入增速回暖有关。2022 年中西成药、中参药材、非药品的营收占比为 71%/12%/14%，营收同比+33.67%/5.04%/21.88%，中西成药收入快速增长，源于年底四类药品恢复上架及处方外流。公司特色优势品类中参药材的营收增速趋缓，估计与产品结构调整、北方市场培育较慢有关。23Q1 药店行业持续高景气。

**22 年稳健扩张直营门店，快速推动加盟业务和省外发展。**截至 2022 年底，公司共拥有门店 10045 家（其中直营门店 8038 家，同比增长 11%；加盟门店 2007 家，同比增长 115%），覆盖 16 个省市，新进了辽宁省。2022 年新增自建门店 689 家，加盟门店 1072 家，并购门店 310 家，关闭门店 219 家，扩张速度放缓与市场环境变化加大有关。公司持续深耕华南优势区域，2022 年华南地区净增门店 1020 家，占总净增门店的 55%，以自建扩张为主。为应对外部环境不确定性，公司自建扩张逐季加速，上半年自建门店 194 家，下半年自建门店 495 家。区域分布来看，华南、华中地区的营收较上年分别增长 18.79%/19.30%，而华东和其他地区（含东北、华北、西北及西南地区）的门店拓展成效显著，营收分别同比增长 67.74%/127.96%。

**顺应处方外流趋势，布局多种店型，持续优化商品结构。**公司顺应处方外流之大趋势，拓展专业化药房、强化专业服务能力和处方药供应体系。公司积极争取双通道以及门诊统筹定点门店资格，截至 2022 年底，公司拥有双通道门店 457 家，拥有门诊统筹资格门店 747 家，DTP 专业药房 174 家。公司持续进行商品更新迭代，引入新品的同时淘汰不动销产品。2022 年公司引进 1851 个新药品品种，其中处方品种 239 个，DTP 品种 683 个，淘汰品种 472 个。

数字化征程初见成效，赋能运营和精细化管理。2022 年，公司完成信息安全改造、供应链协同赋能、门店智能运营系统更新迭代、会员精准营销应用等十余项公司级数字化项目，其中智慧运营系统上线 22 项新产品，迭代优化 117 项新功能，稳定支撑着超万家门店的高效运营。公司始终将数字化战略贯穿各业务链条，建设了一整套推动企业内部高效运作的管理系统，为门店可持续扩张和高效管理赋能；打造了接口化的开放平台体系，为公司快速增长的业务规模和持续创新的商业模式赋能。

**23Q1 加盟及分销业务毛利率快速提升，门店拓展显著提速。**分行业看，1Q23 零售、加盟及分销的营业收入分别为 51.10/6.66 亿元，同比+20.53%/148.95%，毛利率同比-1.89pp/+4.26pp，加盟及分销业务收入和毛利率快速增长，主要因为公司在弱势地区加快布局直营式加盟店，规模效应逐步显现。分产品看，中西成药、中参药材和非药品的营收同比+24.91%/+26.83%/+46.81%，毛利率同比-3.20/+0.32/-7.01pp，非药品类营业收入增速较快，主要源于医疗器械类商品收入的增长。门店拓展方面，2023Q1 公司净增加门店 850 家，其中新开门店 214 家，收购门店 249 家，加盟店 454 家，关闭门店 67 家，扩张大幅提速。

**盈利预测、估值与评级：**公司为华南地区连锁药店龙头，品牌和管理优势明显。考虑到拓店加速，我们上调公司 23-24 年归母净利润预测为 13.55/17.10 亿元（较前次预测上调 0.2%/0.8%），新增 25 年归母净利润预测为 21.39 亿元，现价对应 23-25 年 PE 为 24/19/15 倍。维持“买入”评级。

**风险提示：**异地扩张受阻；集采扩面降价超预期；互联网医疗的政策冲击等。

表 1：公司盈利预测与估值简表

指标	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入（百万元）	16,759	21,248	26,621	33,257	40,770
营业收入增长率	14.92%	26.78%	25.28%	24.93%	22.59%
净利润（百万元）	791	1,036	1,355	1,710	2,139
净利润增长率	-25.51%	30.90%	30.87%	26.16%	25.07%
EPS（元）	1.00	1.09	1.43	1.80	2.25
ROE（归属母公司）（摊薄）	14.44%	16.67%	19.37%	21.38%	23.12%
P/E	34	32	24	19	15
P/B	5.0	5.3	4.7	4.1	3.5

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为 2023-04-28（注：2021 年底总股本为 7.91 亿股，2022 年因回购、转债转股、转增等事项总股本变更为 9.49 亿股）

## 财务报表与盈利预测

利润表 (百万元)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入	16,759	21,248	26,621	33,257	40,770
营业成本	10,366	13,217	16,742	21,073	26,042
折旧和摊销	205	218	497	655	815
税金及附加	68	80	100	125	153
销售费用	4,266	5,160	6,438	7,910	9,574
管理费用	921	1,110	1,311	1,504	1,762
研发费用	45	74	106	93	90
财务费用	170	208	132	284	309
投资收益	9	6	10	11	12
营业利润	1,041	1,421	1,867	2,343	2,918
利润总额	1,044	1,415	1,869	2,345	2,920
所得税	240	336	453	568	707
净利润	804	1,079	1,416	1,777	2,213
少数股东损益	13	44	61	67	74
归属母公司净利润	791	1,036	1,355	1,710	2,139
EPS(元)	1.00	1.09	1.43	1.80	2.25

现金流量表 (百万元)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
经营活动现金流	1,555	3,757	1,522	2,989	3,632
净利润	791	1,036	1,355	1,710	2,139
折旧摊销	205	218	497	655	815
净营运资金增加	804	272	1,975	1,278	1,446
其他	-244	2,230	-2,306	-654	-768
投资活动产生现金流	-968	-1,294	-4,488	-1,129	-1,128
净资本支出	-1,273	-997	-1,122	-1,140	-1,140
长期投资变化	0	0	0	0	0
其他资产变化	305	-297	-3,366	11	12
融资活动现金流	-1,612	-934	4,862	-267	-701
股本变化	132	158	0	0	0
债务净变化	924	818	5,564	725	496
无息负债变化	3,717	1,759	-1,544	2,322	2,650
净现金流	-1,025	1,529	1,896	1,593	1,803

## 主要指标

盈利能力 (%)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
毛利率	38.1%	37.8%	37.1%	36.6%	36.1%
EBITDA 率	9.8%	10.1%	9.4%	9.9%	10.0%
EBIT 率	7.3%	7.9%	7.5%	7.9%	8.0%
税前净利润率	6.2%	6.7%	7.0%	7.1%	7.2%
归母净利润率	4.7%	4.9%	5.1%	5.1%	5.2%
ROA	4.6%	5.2%	5.5%	6.0%	6.5%
ROE (摊薄)	14.4%	16.7%	19.4%	21.4%	23.1%
经营性 ROIC	10.1%	12.3%	9.7%	11.5%	12.8%

偿债能力	2021	2022	2023E	2024E	2025E
资产负债率	66%	67%	70%	71%	71%
流动比率	1.10	1.10	0.91	0.96	1.00
速动比率	0.59	0.70	0.59	0.61	0.64
归母权益/有息债务	2.36	1.98	0.80	0.85	0.93
有形资产/有息债务	5.95	5.41	2.52	2.74	3.04

资料来源：Wind，光大证券研究所预测

资产负债表 (百万元)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
总资产	17,336	20,841	25,708	29,823	34,293
货币资金	2,792	4,493	6,389	7,982	9,785
交易性金融资产	109	92	700	700	700
应收账款	739	1,017	1,264	1,580	1,936
应收票据	0	0	0	0	0
其他应收款 (合计)	308	368	486	607	744
存货	3,630	3,872	5,390	6,787	8,388
其他流动资产	143	206	206	206	206
流动资产合计	7,868	10,670	15,105	18,704	22,801
其他权益工具	0	0	0	0	0
长期股权投资	0	0	0	0	0
固定资产	1,154	1,408	1,969	2,375	2,621
在建工程	766	1,049	1,087	1,115	1,136
无形资产	619	637	753	867	978
商誉	2,060	2,364	2,364	2,364	2,364
其他非流动资产	158	94	94	94	94
非流动资产合计	9,468	10,172	10,603	11,119	11,493
总负债	11,400	13,977	17,996	21,043	24,189
短期借款	165	697	7,231	7,950	8,438
应付账款	2,053	2,772	3,413	4,297	5,310
应付票据	2,685	3,355	4,293	5,404	6,678
预收账款	1	1	1	1	2
其他流动负债	18	27	27	27	27
流动负债合计	7,176	9,708	16,512	19,554	22,695
长期借款	0	168	173	178	183
应付债券	1,252	1,293	1,293	1,293	1,293
其他非流动负债	20	18	18	18	18
非流动负债合计	4,224	4,269	1,484	1,489	1,494
股东权益	5,936	6,864	7,711	8,780	10,104
股本	791	949	949	949	949
公积金	1,975	1,929	2,011	2,011	2,011
未分配利润	2,601	3,180	3,884	4,886	6,136
归属母公司权益	5,479	6,212	6,998	8,000	9,250
少数股东权益	457	652	713	780	854

费用率	2021	2022	2023E	2024E	2025E
销售费用率	25.46%	24.28%	24.18%	23.78%	23.48%
管理费用率	5.49%	5.22%	4.92%	4.52%	4.32%
财务费用率	1.02%	0.98%	0.50%	0.85%	0.76%
研发费用率	0.27%	0.35%	0.40%	0.28%	0.22%
所得税率	23%	24%	24%	24%	24%

每股指标	2021	2022	2023E	2024E	2025E
每股红利	0.50	0.60	0.75	0.94	1.17
每股经营现金流	1.97	3.96	1.60	3.15	3.83
每股净资产	6.93	6.54	7.37	8.43	9.75
每股销售收入	21.19	22.39	28.05	35.04	42.96

估值指标	2021	2022	2023E	2024E	2025E
PE	34	32	24	19	15
PB	5.0	5.3	4.7	4.1	3.5
EV/EBITDA	22.2	19.9	16.9	13.0	10.7
股息率	1.5%	1.7%	2.2%	2.7%	3.4%

## 行业及公司评级体系

	评级	说明
行业及公司评级	买入	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上
	增持	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
	中性	未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
	减持	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；
	卖出	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；
	无评级	因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。
基准指数说明：		A 股主板基准为沪深 300 指数；中小盘基准为中小板指；创业板基准为创业板指；新三板基准为新三板指数；港股基准指数为恒生指数。

## 分析、估值方法的局限性说明

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。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

## 分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证，本研究报告中任何关于发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。研究人员获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究人员保证他们报酬的任何一部分不与、不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

## 法律主体声明

本报告由光大证券股份有限公司制作，光大证券股份有限公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格，负责本报告在中华人民共和国境内（仅为本报告目的，不包括港澳台）的分销。本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格编号已披露在报告首页。

中国光大证券国际有限公司和 Everbright Securities(UK) Company Limited 是光大证券股份有限公司的关联机构。

## 特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）创建于 1996 年，系由中国光大（集团）总公司投资控股的全国性综合类股份制证券公司，是中国证监会批准的首批三家创新试点公司之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可，本公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。此外，本公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整且不予通知。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。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表述的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

不同时期，本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理子公司、自营部门以及其他投资业务板块可能会独立做出与本报告的意见或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在做出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅向特定客户传送。本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构和個人不得以任何形式、任何目的进行翻版、复制、转载、刊登、发表、篡改或引用。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失，本公司保留追究一切法律责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

光大证券股份有限公司版权所有。保留一切权利。

## 光大证券研究所

### 上海

静安区南京西路 1266 号  
恒隆广场 1 期办公楼 48 层

### 北京

西城区武定侯街 2 号  
泰康国际大厦 7 层

### 深圳

福田区深南大道 6011 号  
NEO 绿景纪元大厦 A 座 17 楼

## 光大证券股份有限公司关联机构

### 香港

中国光大证券国际有限公司  
香港铜锣湾希慎道 33 号利园一期 28 楼

### 英国

Everbright Securities(UK) Company Limited  
64 Cannon Street, London, United Kingdom EC4N 6AE