

大参林 (603233.SH)

买入 (维持评级)

公司点评

证券研究报告

三季度业绩稳健，加盟及分销业务高增长

业绩简评

2023年10月30日，公司发布23年三季度报告。2023年前三季度，公司实现收入177.23亿元，同比+19.61%；归母净利润11.74亿元，同比+27.20%；扣非归母净利润11.64亿元，同比+26.91%。单季度看，公司2023Q3实现收入57.31亿元，同比+12.44%；归母净利润2.57亿元，同比+22.90%；扣非归母净利润2.66亿元，同比+25.02%。

经营分析

自建+并购+加盟共同发力，门店拓展顺利。截至2023年9月30日，公司拥有门店12,993家（含加盟店3,688家），总经营面积809,470平方米（不含加盟店面积），2023年1-9月，公司净增门店2,948家，其中：新开门店1,019家，收购门店427家，加盟店1,681家，关闭门店179家。

加盟及分销业务收入快速增长。得益于不断扩大的直营门店数量以及次新店和老店的内生增长，零售业务收入同比增长12.04%，占比86.41%；与此同时，公司利用直营式加盟店的特点及优势，在弱势区域迅速布局直营式加盟店，带动加盟及分销业务收入的快速增长，同比增长达109.36%，直营式加盟不仅贡献毛利润及净利润规模，而且进一步提升公司的销售规模，规模优势得以进一步加强并反哺直营零售业务。

深耕华南地区，积极进行省外扩张。分地区看，2023年1-9月，公司华南地区营收119.50亿，同比+12.69%；华中地区营收16.61亿，同比+13.65%；华东地区营收12.72亿，同比+30.92%；东北、华北、西北及西南地区营收23.65亿，同比+70.91%。公司深耕华南地区，通过成熟品牌市场效应保持销售的稳步增长，在东北华北西南及西北地区取得了较高的增速。总体上，公司在各地区的发展基本平衡，积极实施省外扩张战略，东北、华北、西南、西北地区继续保持高增速，主要是通过门店并购带来的销售增长贡献。

盈利预测、估值与评级

预计2023-2025年公司分别实现归母净利润12.97、15.89、19.23亿元，同比增长25%、23%、21%。公司2023-2025年EPS分别为1.14、1.40、1.69元，对应PE分别为21、17、14倍。维持“买入”评级。

风险提示

外延并购不确定性；处方外流不达预期；互联网冲击风险；收入地区集中。

医药组

分析师：袁维（执业S1130518080002）

yuan_wei@gjzq.com.cn

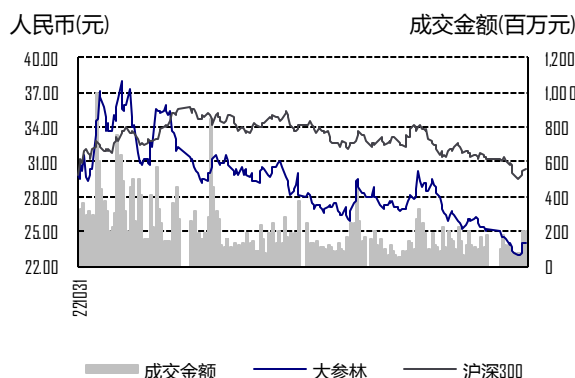
市价（人民币）：24.06元

相关报告：

1.《大参林公司点评：门店拓展符合预期，多举措承接处方外流》，2023.8.30

2.《大参林公司点评：“内生+外延”双驱动，业绩增长符合预期》，2023.4.28

3.《大参林公司点评：拟定增30亿元，加强门店拓展及相关配套基础建...》，2023.1.19



公司基本情况（人民币）

项目	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	16,759	21,248	25,939	31,428	36,946
营业收入增长率	14.92%	26.78%	22.08%	21.16%	17.56%
归母净利润(百万元)	791	1,036	1,297	1,589	1,923
归母净利润增长率	-25.51%	30.90%	25.22%	22.52%	21.04%
摊薄每股收益(元)	1.000	1.091	1.139	1.395	1.689
每股经营性现金流净额	1.97	3.96	1.96	2.84	3.31
ROE(归属母公司)(摊薄)	14.44%	16.67%	19.07%	20.49%	21.59%
P/E	42.09	36.29	21.13	17.24	14.25
P/B	6.08	6.05	4.03	3.53	3.08

来源：公司年报、国金证券研究所

附录：三张报表预测摘要
损益表 (人民币百万元)

	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
主营业务收入	14,583	16,759	21,248	25,939	31,428	36,946
增长率		14.9%	26.8%	22.1%	21.2%	17.6%
主营业务成本	-8,973	-10,366	-13,217	-15,952	-19,391	-22,870
%销售收入	61.5%	61.9%	62.2%	61.5%	61.7%	61.9%
毛利	5,609	6,394	8,031	9,986	12,037	14,076
%销售收入	38.5%	38.1%	37.8%	38.5%	38.3%	38.1%
营业税金及附加	-60	-68	-80	-130	-157	-185
%销售收入	0.4%	0.4%	0.4%	0.5%	0.5%	0.5%
销售费用	-3,471	-4,266	-5,160	-6,498	-7,888	-9,273
%销售收入	23.8%	25.5%	24.3%	25.1%	25.1%	25.1%
管理费用	-702	-921	-1,110	-1,349	-1,666	-1,847
%销售收入	4.8%	5.5%	5.2%	5.2%	5.3%	5.0%
研发费用	-5	-45	-74	-104	-63	-74
%销售收入	0.0%	0.3%	0.4%	0.4%	0.2%	0.2%
息税前利润 (EBIT)	1,372	1,094	1,607	1,906	2,263	2,697
%销售收入	9.4%	6.5%	7.6%	7.4%	7.2%	7.3%
财务费用	11	-170	-208	-239	-231	-207
%销售收入	-0.1%	1.0%	1.0%	0.9%	0.7%	0.6%
资产减值损失	-33	-34	-42	-48	-25	-30
公允价值变动收益	8	35	-19	20	20	20
投资收益	18	9	6	-5	10	10
%税前利润	1.3%	0.9%	0.4%	n.a	0.5%	0.4%
营业利润	1,448	1,041	1,421	1,739	2,142	2,595
营业利润率	9.9%	6.2%	6.7%	6.7%	6.8%	7.0%
营业外收支	-2	3	-6	10	3	3
税前利润	1,446	1,044	1,415	1,749	2,145	2,598
利润率	9.9%	6.2%	6.7%	6.7%	6.8%	7.0%
所得税	-363	-240	-336	-437	-536	-649
所得税率	25.1%	22.9%	23.7%	25.0%	25.0%	25.0%
净利润	1,083	804	1,079	1,312	1,609	1,948
少数股东损益	21	13	44	15	20	25
归属于母公司的净利润	1,062	791	1,036	1,297	1,589	1,923
净利率	7.3%	4.7%	4.9%	5.0%	5.1%	5.2%

现金流量表 (人民币百万元)

	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
净利润	1,083	804	1,079	1,312	1,609	1,948
少数股东损益	21	13	44	15	20	25
非现金支出	373	1,401	1,574	603	647	720
非经营收益	-14	113	198	254	235	210
营运资金变动	512	-763	905	-313	206	267
经营活动现金净流	1,954	1,555	3,757	1,857	2,698	3,145
资本开支	-780	-1,273	-997	-1,527	-1,392	-1,392
投资	-309	284	-300	20	20	20
其他	18	21	3	-5	10	10
投资活动现金净流	-1,071	-968	-1,294	-1,512	-1,362	-1,362
股权募资	116	152	62	-189	0	0
债权募资	1,451	-77	686	196	-719	130
其他	-358	-1,686	-1,682	-817	-909	-1,017
筹资活动现金净流	1,209	-1,612	-934	-810	-1,628	-887
现金净流量	2,092	-1,025	1,529	-466	-292	896

资产负债表 (人民币百万元)

	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
货币资金	3,750	2,792	4,493	3,616	2,927	3,441
应收款项	659	1,052	1,390	1,657	1,907	2,225
存货	2,683	3,630	3,872	4,589	5,578	6,579
其他流动资产	1,205	393	914	515	525	566
流动资产	8,297	7,868	10,670	10,377	10,937	12,811
%总资产	67.3%	45.4%	51.2%	47.5%	46.6%	48.6%
长期投资	150	150	132	132	132	132
固定资产	1,287	1,920	2,457	2,916	3,315	3,653
%总资产	10.4%	11.1%	11.8%	13.3%	14.1%	13.9%
无形资产	2,396	3,348	3,664	4,276	4,850	5,422
非流动资产	4,035	9,468	10,172	11,473	12,550	13,561
%总资产	32.7%	54.6%	48.8%	52.5%	53.4%	51.4%
资产总计	12,332	17,336	20,841	21,850	23,488	26,372
短期借款	192	1,071	1,680	1,873	1,154	1,284
应付款项	4,656	5,374	6,732	7,447	8,821	10,398
其他流动负债	621	731	1,296	902	1,007	1,087
流动负债	5,468	7,176	9,708	10,221	10,982	12,770
长期贷款	0	0	168	168	168	168
其他长期负债	1,291	4,224	4,101	3,991	3,895	3,813
负债	6,759	11,400	13,977	14,381	15,046	16,751
普通股股东权益	5,385	5,479	6,212	6,801	7,754	8,908
其中：股本	659	791	949	949	949	949
未分配利润	2,627	2,601	3,180	3,958	4,912	6,066
少数股东权益	188	457	652	667	687	712
负债股东权益合计	12,332	17,336	20,841	21,850	23,488	26,372

比率分析

	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
每股指标						
每股收益	1.613	1.000	1.091	1.139	1.395	1.689
每股净资产	8.176	6.927	6.545	5.972	6.809	7.822
每股经营现金净流	2.967	1.966	3.958	1.956	2.843	3.314
每股股利	0.600	0.800	0.500	0.547	0.670	0.811
回报率						
净资产收益率	19.73%	14.44%	16.67%	19.07%	20.49%	21.59%
总资产收益率	8.61%	4.56%	4.97%	5.94%	6.77%	7.29%
投入资本收益率	14.74%	10.21%	12.25%	13.24%	15.35%	16.36%
增长率						
主营业务收入增长率	30.89%	14.92%	26.78%	22.08%	21.16%	17.56%
EBIT 增长率	49.40%	-20.26%	46.90%	18.62%	18.69%	19.19%
净利润增长率	51.17%	-25.51%	30.90%	25.22%	22.52%	21.04%
总资产增长率	42.21%	40.58%	20.22%	4.84%	7.50%	12.28%
资产管理能力						
应收账款周转天数	9.9	12.8	15.1	17.0	17.0	17.0
存货周转天数	96.4	111.1	103.6	105.0	105.0	105.0
应付账款周转天数	60.3	65.2	66.6	62.0	65.0	65.0
固定资产周转天数	27.9	25.1	24.2	22.0	19.3	16.8
偿债能力						
净负债/股东权益	-54.57%	-9.75%	-21.04%	-5.00%	-4.79%	-8.19%
EBIT 利息保障倍数	-124.1	6.4	7.7	8.0	9.8	13.0
资产负债率	54.81%	65.76%	67.06%	65.82%	64.06%	63.52%

来源：公司年报、国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
----	-----	-----	-----	-----	-----

来源：聚源数据

历史推荐和目标定价(人民币)

序号	日期	评级	市价	目标价
1	2022-04-28	买入	23.98	N/A
2	2022-08-30	买入	32.08	N/A
3	2022-10-17	买入	33.35	N/A
4	2022-10-28	买入	37.23	N/A
5	2023-01-19	买入	40.42	N/A
6	2023-04-28	买入	36.79	N/A
7	2023-08-30	买入	26.43	N/A

来源：国金证券研究所

投资评级的说明：

买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 15%以上；

增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—15%；

中性：预期未来 6—12 个月内变动幅度在 -5%—5%；

减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以上。

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得 1 分，为“增持”得 2 分，为“中性”得 3 分，为“减持”得 4 分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性
3.01~4.0=减持



特别声明：

国金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。

形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告反映撰写研究人员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，国金证券不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他任何损失承担任何责任。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，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券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多种金融服务。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密，只有符合条件的收件人才能使用。根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于 C3 级（含 C3 级）的投资者使用；本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告，则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议，国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

上海	北京	深圳
电话：021-80234211	电话：010-85950438	电话：0755-83831378
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn	邮箱：researchbj@gjzq.com.cn	传真：0755-83830558
邮编：201204	邮编：100005	邮箱：researchsz@gjzq.com.cn
地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号 紫竹国际大厦 5 楼	地址：北京市东城区建国门内大街 26 号 新闻大厦 8 层南侧	邮编：518000 地址：深圳市福田区金田路 2028 号皇岗商务中心 18 楼 1806