

大参林（603233）

2023 三季报点评：经营稳健，持续扩张，加盟及分销业务快速增长

买入（维持）

2023 年 10 月 31 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

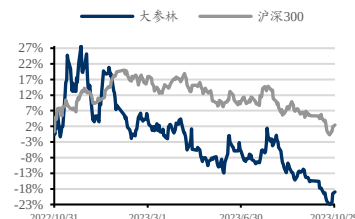
盈利预测与估值	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入（百万元）	21,248	25,500	31,169	37,552
同比	27%	20%	22%	20%
归属母公司净利润（百万元）	1,036	1,309	1,624	1,997
同比	31%	26%	24%	23%
每股收益-最新股本摊薄（元/股）	0.91	1.15	1.43	1.75
P/E（现价&最新股本摊薄）	26.46	20.94	16.88	13.72

关键词：#业绩符合预期

投资要点

- **事件：**公司发布 2023 年三季报，前三季度实现营业收入 177.23 亿元（+19.61%，同比，下同）；归母净利润 11.74 亿元（+27.20%）；扣非归母净利润 11.64 亿元（+26.91%）。单 Q3 实现营业收入 57.31 亿元（+12.44%）；归母净利润 2.57 亿元（+22.90%）；扣非归母净利润 2.66 亿元（+25.02%）。业绩符合预期。
- **期间费用率同比下降。**公司前三季度毛利率 37.05%（-1.72pp）；销售净利率 6.90%（+0.66pp）；销售费用率 22.03%（-2.11pp）；管理费用率 4.71%（-0.28pp）；财务费用率 0.85%（-0.13pp）。单三季度毛利率 36.24%（-1.07pp）；销售净利率 4.69%（+0.53pp）。
- **加盟及分销业务快速增长，中西成药表现亮眼。**分业务看，公司前三季度零售业务实现收入 149.03 亿元（+12.04%），毛利率 39.07%（-0.4pp）；加盟及分销业务 23.44 亿元（+109.36%），毛利率 11.51%（+2.33pp），直营式加盟迅速布局弱势区域，带动加盟及分销业务快速增长。分品类看，公司前三季度中西成药实现收入 127.42 亿元（+20.87%），主要源于成药商品的增长，毛利率 32.03%（-2.11pp）；中参药材 20.82 亿元（+16.16%），毛利率 43.36%（+1.51pp）；非药 24.23 亿元（+16.12%），毛利率 45.74%（-2.36pp）。
- **门店持续拓展，深耕华南，布局全国。**截至 2023Q3，公司拥有门店 12993 家（含加盟店 3688 家）；前三季度净增门店 2948 家，其中新开门店 1019 家、收购门店 427 家、加盟店 1681 家、关闭门店 179 家。从平效看，公司前三季度华南地区月均平效达 2469.7 元/平米，高于公司均值 2269.87 元/平米，华南地区经营优势明显。
- **盈利预测与投资评级：**考虑公司门店持续拓展，我们将公司 2023-2024 年归母净利润由 14.53/17.78 亿元调整至 13.09/16.24 亿元，2025 年由 21.65 亿元调整为 19.97 亿元，对应估值 21/17/14 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。

股价走势



市场数据

收盘价(元)	24.06
一年最低/最高价	22.56/47.36
市净率(倍)	4.12
流通 A 股市值(百万元)	27,363.91
总市值(百万元)	27,401.98

基础数据

每股净资产(元,LF)	5.83
资产负债率(%，LF)	63.28
总股本(百万股)	1,138.90
流通 A 股(百万股)	1,137.32

相关研究

《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》

2023-05-04

《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	
流动资产	10,670	13,498	16,983	21,061	营业总收入	21,248	25,500	31,169	37,552
货币资金及交易性金融资产	4,585	5,607	7,365	9,499	营业成本(含金融类)	13,217	16,711	20,474	24,710
经营性应收款项	1,643	1,368	1,673	2,016	税金及附加	80	105	128	154
存货	3,872	5,852	7,171	8,654	销售费用	5,160	5,584	6,795	8,149
合同资产	0	0	0	0	管理费用	1,110	1,275	1,558	1,878
其他流动资产	570	670	774	892	研发费用	74	64	78	94
非流动资产	10,172	10,531	10,960	11,452	财务费用	208	114	91	49
长期股权投资	0	4	8	12	加:其他收益	58	69	85	102
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	10
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	22	27	33
长期待摊费用	600	697	805	923	营业利润	1,421	1,746	2,165	2,665
其他非流动资产	476	476	476	476	营业外净收支	(6)	(1)	(1)	(3)
资产总计	20,841	24,029	27,942	32,513	利润总额	1,415	1,744	2,164	2,662
流动负债	9,708	11,520	13,738	16,233	减:所得税	336	414	513	631
短期借款及一年内到期的非流动负债	1,680	1,680	1,680	1,680	净利润	1,079	1,331	1,651	2,030
经营性应付款项	6,128	7,640	9,361	11,297	减:少数股东损益	44	22	27	33
合同负债	435	262	321	388	归属母公司净利润	1,036	1,309	1,624	1,997
其他流动负债	1,465	1,937	2,376	2,868	每股收益-最新股本摊薄(元)	0.91	1.15	1.43	1.75
非流动负债	4,269	4,314	4,359	4,404	EBIT	1,623	1,761	2,135	2,568
长期借款	168	168	168	168	EBITDA	3,154	2,055	2,470	2,950
应付债券	1,293	1,338	1,383	1,428	毛利率(%)	37.80	34.47	34.31	34.20
租赁负债	2,790	2,790	2,790	2,790	归母净利率(%)	4.87	5.13	5.21	5.32
其他非流动负债	18	18	18	18	收入增长率(%)	26.78	20.01	22.23	20.48
负债合计	13,977	15,834	18,097	20,637	归母净利润增长率(%)	30.90	26.36	24.06	23.01
归属母公司股东权益	6,212	7,521	9,144	11,141					
少数股东权益	652	674	701	734					
所有者权益合计	6,864	8,195	9,845	11,876					
负债和股东权益	20,841	24,029	27,942	32,513					

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	1,829	2,670	3,154	每股净资产(元)	6.34	7.72	9.43	11.54
投资活动现金流	(1,294)	(625)	(729)	(834)	最新发行在外股份(百万股)	1,139	1,139	1,139	1,139
筹资活动现金流	(934)	(182)	(184)	(186)	ROIC(%)	10.31	9.96	10.85	11.59
现金净增加额	1,529	1,022	1,758	2,134	ROE-摊薄(%)	16.67	17.40	17.75	17.92
折旧和摊销	1,532	294	334	382	资产负债率(%)	67.06	65.90	64.77	63.47
资本开支	(997)	(531)	(626)	(722)	P/E(现价&最新股本摊薄)	26.46	20.94	16.88	13.72
营运资本变动	856	(366)	157	176	P/B(现价)	3.79	3.12	2.55	2.09

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，本公司及作者不对任何人因使用本报告中的内容所导致的任何后果负任何责任。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

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。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明出处为东吴证券研究所，并注明本报告发布人和发布日期，提示使用本报告的风险，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

东吴证券投资评级标准

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力相对基准表现的预期（A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数，新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）），具体如下：

公司投资评级：

买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 15%以上；

增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 5%与 15%之间；

中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-5%与 5%之间；

减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-15%与-5%之间；

卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在-15%以下。

行业投资评级：

增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于基准 5%以上；

中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对基准-5%与 5%；

减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于基准 5%以上。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议。投资者买入或者卖出证券的决定应当充分考虑自身特定状况，如具体投资目的、财务状况以及特定需求等，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。

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>