



大参林 (603233.SH)

买入 (维持评级)

公司点评
证券研究报告

业绩短期波动,看好逐步回归正常增长

业绩简评

2024年4月28日,公司发布2023年年度报告及2024年第一季度报告。2023年公司实现收入245.3亿元,同比+15.5%;归母净利润11.7亿元,同比+12.6%;扣非归母净利润11.4亿元,同比+13.6%。

公司2023年Q4实现收入68.1亿元,同比+5.87%;归母净利润-0.03亿元,扣非归母净利润-0.16亿元。

公司2024年Q1实现收入67.5亿元,同比+13.5%;归母净利润3.98亿元,同比-19.8%;扣非归母净利润3.96亿元,同比-20.4%。

经营分析

门店持续拓展,自建+并购+加盟共同发力。2023年,公司门店已覆盖全国19个省(自治区、直辖市),新开自建门店1382家,加盟门店2158家,并购门店750家,新进3省(自治区、直辖市)、31个地级市及省辖县。24年Q1,公司净增门店841家,其中:新开门店396家,收购门店68家,加盟店445家,关闭门店68家。截至24年Q1末,公司拥有门店14915家(含加盟店4610家)。

中西成药需求稳定,增长良好。23年,公司中西成药实现收入177.0亿元,同比+16.6%;中参药材实现收入29.7亿元,同比+15.0%;非药品实现收入32.6亿元,同比+7.9%。24年Q1,公司中西成药实现收入50.3亿元,同比+21.4%;中参药材实现收入7.9亿元,同比+8.6%;非药品实现收入7.7亿元,同比-14.8%。中西成药属于必选消费以及药店的引流品,需求较为稳定,持续保持较快的增长趋势。

盈利预测、估值与评级

公司23年Q4及24年Q1业绩出现短期波动,可能是受上年同期基数较高、新门店数量较多等因素影响。随着高基数消化、新门店逐步实现盈利爬坡,公司业绩有望回归正常增长轨道。基于发展现状,我们下调2024-2025年利润预测,2024-2025年归母净利润原预测值为15.89/19.23亿元,现预计公司2024-2026年归母净利润分别为14.36/17.73/21.88亿元,分别同比增长23%/24%/23%,EPS分别为1.26/1.56/1.92元,现价对应PE分别为17/14/11倍,维持“买入”评级。

风险提示

外延并购不确定性风险;处方外流不达预期风险;互联网冲击风险;收入地区集中风险等

医药组

分析师:袁维(执业S1130518080002)

yuan_wei@gjzq.com.cn

市价(人民币):21.20元

相关报告:

1.《大参林公司点评:三季度业绩稳健,加盟及分销业务高速增长》,2023.10.31

2.《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



公司基本情况(人民币)

项目	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	21,248	24,531	29,869	36,166	43,526
营业收入增长率	26.78%	15.45%	21.76%	21.08%	20.35%
归母净利润(百万元)	1,036	1,166	1,436	1,773	2,188
归母净利润增长率	30.90%	12.63%	23.07%	23.53%	23.37%
摊薄每股收益(元)	1.091	1.024	1.261	1.557	1.921
每股经营性现金流净额	3.96	2.79	1.64	2.97	3.43
ROE(归属母公司)(摊薄)	16.67%	17.09%	18.53%	20.07%	21.39%
P/E	19.43	20.70	16.82	13.62	11.04
P/B	3.24	3.54	3.12	2.73	2.36

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)

	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
主营业务收入	16,759	21,248	24,531	29,869	36,166	43,526
增长率		26.8%	15.5%	21.8%	21.1%	20.4%
主营业务成本	-10,366	-13,217	-15,724	-19,176	-23,291	-28,118
%销售收入	61.9%	62.2%	64.1%	64.2%	64.4%	64.6%
毛利	6,394	8,031	8,807	10,693	12,875	15,408
%销售收入	38.1%	37.8%	35.9%	35.8%	35.6%	35.4%
营业税金及附加	-68	-80	-95	-119	-145	-174
%销售收入	0.4%	0.4%	0.4%	0.4%	0.4%	0.4%
销售费用	-4,266	-5,160	-5,623	-6,900	-8,340	-10,011
%销售收入	25.5%	24.3%	22.9%	23.1%	23.1%	23.0%
管理费用	-921	-1,110	-1,185	-1,419	-1,736	-2,067
%销售收入	5.5%	5.2%	4.8%	4.8%	4.8%	4.8%
研发费用	-45	-74	-81	-90	-108	-131
%销售收入	0.3%	0.4%	0.3%	0.3%	0.3%	0.3%
息税前利润 (EBIT)	1,094	1,607	1,824	2,166	2,546	3,025
%销售收入	6.5%	7.6%	7.4%	7.2%	7.0%	6.9%
财务费用	-170	-208	-190	-193	-163	-108
%销售收入	1.0%	1.0%	0.8%	0.6%	0.4%	0.2%
资产减值损失	-34	-42	-107	-60	-54	-58
公允价值变动收益	35	-19	4	0	0	0
投资收益	9	6	7	5	5	5
%税前利润	0.9%	0.4%	0.4%	0.3%	0.2%	0.2%
营业利润	1,041	1,421	1,632	1,988	2,414	2,934
营业利润率	6.2%	6.7%	6.7%	6.7%	6.7%	6.7%
营业外收支	3	-6	-4	0	0	0
税前利润	1,044	1,415	1,628	1,988	2,414	2,934
利润率	6.2%	6.7%	6.6%	6.7%	6.7%	6.7%
所得税	-240	-336	-397	-457	-531	-616
所得税率	22.9%	23.7%	24.4%	23.0%	22.0%	21.0%
净利润	804	1,079	1,231	1,531	1,883	2,318
少数股东损益	13	44	64	95	110	130
归属于母公司的净利润	791	1,036	1,166	1,436	1,773	2,188
净利率	4.7%	4.9%	4.8%	4.8%	4.9%	5.0%

现金流量表 (人民币百万元)

	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
净利润	804	1,079	1,231	1,531	1,883	2,318
少数股东损益	13	44	64	95	110	130
非现金支出	1,401	1,574	1,803	698	736	781
非经营收益	113	198	201	303	272	260
营运资金变动	-763	905	-61	-659	495	550
经营活动现金净流	1,555	3,757	3,174	1,873	3,387	3,909
资本开支	-1,273	-997	-1,782	-738	-710	-720
投资	284	-300	-504	0	0	0
其他	21	3	-17	5	5	5
投资活动现金净流	-968	-1,294	-2,303	-733	-705	-715
股权募资	152	62	349	0	0	0
债权募资	-77	686	119	-16	-692	-237
其他	-1,686	-1,682	-2,118	-806	-961	-1,052
筹资活动现金净流	-1,612	-934	-1,649	-822	-1,652	-1,290
现金净流量	-1,025	1,529	-779	317	1,029	1,904

资产负债表 (人民币百万元)

	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
货币资金	2,792	4,493	4,416	4,713	5,722	7,607
应收款项	1,052	1,390	1,671	1,809	2,141	2,517
存货	3,630	3,872	4,181	4,931	5,884	6,992
其他流动资产	393	914	530	721	801	889
流动资产	7,868	10,670	10,798	12,175	14,549	18,005
%总资产	45.4%	51.2%	44.8%	47.6%	52.0%	57.3%
长期投资	150	132	156	156	156	156
固定资产	1,920	2,457	3,252	3,374	3,463	3,519
%总资产	11.1%	11.8%	13.5%	13.2%	12.4%	11.2%
无形资产	3,348	3,664	5,553	5,734	5,875	5,998
非流动资产	9,468	10,172	13,325	13,410	13,437	13,424
%总资产	54.6%	48.8%	55.2%	52.4%	48.0%	42.7%
资产总计	17,336	20,841	24,123	25,585	27,986	31,429
短期借款	1,071	1,680	1,789	1,828	1,187	1,000
应付款项	5,374	6,732	8,470	8,878	10,534	12,416
其他流动负债	731	1,296	1,194	1,272	1,528	1,826
流动负债	7,176	9,708	11,454	11,978	13,250	15,242
长期贷款	0	168	308	258	208	158
其他长期负债	4,224	4,101	4,429	4,398	4,378	4,357
负债	11,400	13,977	16,190	16,634	17,835	19,758
普通股股东权益	5,479	6,212	6,824	7,747	8,837	10,227
其中：股本	791	949	1,139	1,139	1,139	1,139
未分配利润	2,601	3,180	3,684	4,607	5,697	7,087
少数股东权益	457	652	1,109	1,204	1,314	1,444
负债股东权益合计	17,336	20,841	24,123	25,585	27,986	31,429

比率分析

	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
每股指标						
每股收益	1.000	1.091	1.024	1.261	1.557	1.921
每股净资产	6.927	6.545	5.992	6.802	7.759	8.980
每股经营现金净流	1.966	3.958	2.787	1.644	2.974	3.432
每股股利	0.500	0.600	0.310	0.450	0.600	0.700
回报率						
净资产收益率	14.44%	16.67%	17.09%	18.53%	20.07%	21.39%
总资产收益率	4.56%	4.97%	4.84%	5.61%	6.34%	6.96%
投入资本收益率	10.21%	12.25%	12.14%	13.48%	15.42%	16.88%
增长率						
主营业务收入增长率	14.92%	26.78%	15.45%	21.76%	21.08%	20.35%
EBIT增长率	-20.26%	46.90%	13.49%	18.72%	17.57%	18.81%
净利润增长率	-25.51%	30.90%	12.63%	23.07%	23.53%	23.37%
总资产增长率	40.58%	20.22%	15.75%	6.06%	9.39%	12.30%
资产管理能力						
应收账款周转天数	12.8	15.1	16.6	16.0	15.5	15.0
存货周转天数	111.1	103.6	93.5	95.0	94.0	93.0
应付账款周转天数	65.2	66.6	64.0	63.0	62.0	61.0
固定资产周转天数	25.1	24.2	35.4	29.3	24.1	19.7
偿债能力						
净负债/股东权益	-9.75%	-21.04%	-13.01%	-14.96%	-29.94%	-44.22%
EBIT利息保障倍数	6.4	7.7	9.6	11.2	15.7	27.9
资产负债率	65.76%	67.06%	67.11%	65.01%	63.73%	62.86%

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
买入	0	1	3	4	29
增持	0	1	1	2	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	0.00	1.50	1.25	1.33	1.00

来源：聚源数据

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

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。



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：0755-86695353
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn	邮箱：researchbj@gjzq.com.cn	邮箱：researchsz@gjzq.com.cn
邮编：201204	邮编：100005	邮编：518000
地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号 紫竹国际大厦 5 楼	地址：北京市东城区建国内大街 26 号 新闻大厦 8 层南侧	地址：深圳市福田区金田路 2028 号皇岗商务中心 18 楼 1806



【小程序】
国金证券研究服务



【公众号】
国金证券研究