

大参林 (603233)

2023 年报&2024 一季报点评: 24Q1 利润承压, 下半年有望恢复增长

买入 (维持)

2024 年 05 月 01 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	2023A	2024E	2025E	2026E
营业总收入 (百万元)	21,248	24,531	29,693	35,916	43,405
同比 (%)	26.78	15.45	21.04	20.96	20.85
归母净利润 (百万元)	1,036	1,166	1,428	1,739	2,106
同比 (%)	30.90	12.63	22.43	21.75	21.15
EPS-最新摊薄 (元/股)	0.91	1.02	1.25	1.53	1.85
P/E (现价&最新摊薄)	23.95	21.26	17.37	14.27	11.78

投资要点

- **事件:** 公司公告, 2023 年实现营收 245.31 亿元 (+15.45%, 表示同比增速, 下同), 归母净利润 11.66 亿元 (+12.63%), 扣非归母净利润 11.41 亿元 (+13.56%); 2024Q1 实现营收 67.52 亿元 (+13.54%), 归母净利润 3.98 亿元 (-19.79%), 扣非归母净利润 3.96 亿元 (-20.40%)。
- **23 年加盟业务实现翻倍以上增长。** 分行业看, 公司 2023 年实现药品零售收入 205.09 亿元 (+6.58%), 毛利率 38.15% (-0.28pct); 加盟及分销收入 34.23 亿元 (+122.46%), 毛利率 11.24% (-0.02pct), 公司“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。分产品看, 公司 2023 年实现中西成药收入 176.99 亿元 (+16.62%), 毛利率 31.16% (-2.09pct); 中参药材收入 29.74 亿元 (+15.04%), 毛利率 42.88% (+0.55pct); 非药收入 32.59 亿元 (+7.93%), 毛利率 43.52% (-3.70pct)。
- **2023 年经营数据梳理: 加盟门店倍增, 东北、华北、西北及西南地区增长明显。** 23 年全年公司实现毛利率 35.90% (-1.90pct), 扣非净利率 4.65% (-0.10pct)。从费用端看, 2023 年公司销售费用率 22.92% (-1.36pct), 原因为门店人效的提升; 管理费用率 4.83% (-0.39pct), 原因为数智化升级带来的管理效率提升; 财务费用率 0.78% (-0.20pct)。截至 2023 年底, 公司门店数量达 14074 家, 其中直营 9909 家, 加盟 4165 家。全年新增自建门店 1382 家, 加盟门店 2158 家, 并购门店 750 家, 新进 3 省 (自治区、直辖市), 新进入 31 个地级市及省辖县。从扩张区域看, 全年东北、华北、西北及西南地区合计新增 1443 家门店, 同时这些区域实现营收 34.44 亿元, 同比增长 66.84%。
- **2024Q1: 新店及次新店扰动利润, 下半年有望恢复业绩高增。** 公司 2024Q1 实现毛利率 35.46% (-2.68pct), 扣非净利率 5.87% (-2.50pct), 利润率下滑原因是 24Q1 新建门店为及 23 全年次新建门店仍在爬坡; 24Q1 销售费用率 21.75% (+0.79pct), 管理费用率 4.17% (-0.02pct), 财务费用率 0.76% (+0.02pct)。预计未来随着次新店扭亏, 下半年业绩有望恢复高增。
- **盈利预测与投资评级:** 考虑公司扩张步伐稳健, 我们将公司 2024-2025 年归母净利润由 16.24/19.97 亿元下调至 14.28/17.39 亿元, 2026 年为 21.06 亿元, 对应 PE 为 17/14/12X, 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, 加盟店发展或不及预期的风险。

股价走势



市场数据

收盘价(元)	21.78
一年最低/最高价	19.83/34.75
市净率(倍)	3.49
流通 A 股市值(百万元)	24,804.06
总市值(百万元)	24,804.06

基础数据

每股净资产(元,LF)	6.24
资产负债率(%,LF)	66.66
总股本(百万股)	1,138.85
流通 A 股(百万股)	1,138.85

相关研究

《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》

2023-10-31

《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

大参林三大财务预测表

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2023A	2024E	2025E	2026E		2023A	2024E	2025E	2026E
流动资产	10,798	12,396	15,075	18,528	营业总收入	24,531	29,693	35,916	43,405
货币资金及交易性金融资产	4,458	3,360	4,202	5,472	营业成本(含金融类)	15,724	19,000	22,972	27,671
经营性应收款项	1,473	1,587	1,919	2,318	税金及附加	95	122	147	178
存货	4,181	6,654	8,045	9,691	销售费用	5,623	6,918	8,386	10,200
合同资产	0	0	0	0	管理费用	1,185	1,544	1,868	2,300
其他流动资产	685	795	909	1,047	研发费用	81	98	119	143
非流动资产	13,325	14,791	16,330	17,933	财务费用	190	138	168	149
长期股权投资	0	4	8	12	加:其他收益	90	109	132	160
固定资产及使用权资产	6,427	6,346	6,309	6,311	投资净收益	7	8	10	12
在建工程	875	780	704	643	公允价值变动	4	0	0	0
无形资产	1,859	3,099	4,339	5,579	减值损失	(107)	0	0	0
商誉	3,024	3,324	3,624	3,924	资产处置收益	3	4	5	6
长期待摊费用	649	747	854	973	营业利润	1,632	1,993	2,403	2,941
其他非流动资产	492	492	492	492	营业外净收支	(4)	(2)	(4)	(3)
资产总计	24,123	27,187	31,405	36,461	利润总额	1,628	1,991	2,399	2,938
流动负债	11,454	12,969	15,312	18,082	减:所得税	397	488	569	697
短期借款及一年内到期的非流动负债	1,789	1,789	1,789	1,789	净利润	1,231	1,503	1,830	2,241
经营性应付款项	6,877	8,687	10,503	12,651	减:少数股东损益	64	75	92	134
合同负债	356	298	361	434	归属母公司净利润	1,166	1,428	1,739	2,106
其他流动负债	2,432	2,195	2,659	3,208	每股收益-最新股本摊薄(元)	1.02	1.25	1.53	1.85
非流动负债	4,737	4,782	4,826	4,871	EBIT	1,814	2,010	2,424	2,912
长期借款	308	308	308	308	EBITDA	3,510	2,415	2,867	3,401
应付债券	1,330	1,375	1,420	1,464	毛利率(%)	35.90	36.01	36.04	36.25
租赁负债	3,070	3,070	3,070	3,070	归母净利率(%)	4.76	4.81	4.84	4.85
其他非流动负债	29	29	29	29	收入增长率(%)	15.45	21.04	20.96	20.85
负债合计	16,190	17,750	20,138	22,954	归母净利润增长率(%)	12.63	22.43	21.75	21.15
归属母公司股东权益	6,824	8,252	9,991	12,097					
少数股东权益	1,109	1,184	1,276	1,410					
所有者权益合计	7,933	9,436	11,267	13,507					
负债和股东权益	24,123	27,187	31,405	36,461					

现金流量表 (百万元)					重要财务与估值指标				
	2023A	2024E	2025E	2026E		2023A	2024E	2025E	2026E
经营活动现金流	3,174	967	3,018	3,557	每股净资产(元)	5.82	7.08	8.61	10.45
投资活动现金流	(2,303)	(1,861)	(1,971)	(2,078)	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	(1,649)	(204)	(206)	(208)	ROIC(%)	10.07	9.98	10.93	11.70
现金净增加额	(779)	(1,098)	842	1,271	ROE-摊薄(%)	17.09	17.31	17.40	17.41
折旧和摊销	1,696	405	442	488	资产负债率(%)	67.11	65.29	64.12	62.95
资本开支	(1,782)	(1,768)	(1,869)	(1,967)	P/E(现价&最新股本摊薄)	21.26	17.37	14.27	11.78
营运资本变动	(61)	(1,180)	505	589	P/B(现价)	3.74	3.08	2.53	2.08

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），北交所基准指数为北证 50 指数），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>