

大参林 (603233)

2024 半年报点评: 加盟业务增速亮眼, 门店全国化布局持续推进

买入 (维持)

2024 年 09 月 03 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

研究助理 苏丰

执业证书: S0600123040070

suf@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业总收入 (百万元)	21248	24531	28214	34914	41925
同比 (%)	26.78	15.45	15.01	23.75	20.08
归母净利润 (百万元)	1036	1166	1352	1689	2046
同比 (%)	30.90	12.63	15.90	24.91	21.14
EPS-最新摊薄 (元/股)	0.91	1.02	1.19	1.48	1.80
P/E (现价&最新摊薄)	13.91	12.35	10.66	8.53	7.04

股价走势



投资要点

- **事件:** 公司 2024 年上半年实现收入 133.45 亿元 (+11.29%, 同比, 下同), 归母净利润 6.58 亿元 (-28.24%), 经营性现金流净额 17.67 亿元 (+19.61%)。单 Q2 季度, 公司实现收入 65.93 亿元 (+9.07%), 归母净利润 2.6 亿元 (-38.10%)。
- **加盟业务快速增长。** 分业务看, 2024H1 公司实现零售业务收入 110.65 亿元 (+8.20%), 毛利率 37.22% (-2.17pp); 加盟及分销业务 19.73 亿元 (+33.85%), 毛利率 11.76% (+0.09pp), 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。分产品看, 2024H1 公司实现中西成药收入 99.59 亿元 (+15.48%), 毛利率 30.64% (-1.88pp); 中参药材 15.15 亿元, 毛利率 42.28% (-1.22pp); 非药品 15.64 亿元, 毛利率 42.10% (-4.83pp)。
- **利润受体内培育新店及外部消费环境影响略承压。** 2024H1, 公司实现毛利率 33.36% (-2.54pp)、净利率 4.93% (-3.03pp), 原因为新店及次新店等尚在培育的新店仍在爬坡及外部消费环境力下降。从费用率看, 公司 2024H1 实现期销售费用率 22.67% (+1.14pp)、管理原因费用率 4.30% (+0.09pp)、财务费用率 0.77% (-0.04pp), 原因为借款利息费用增加。
- **“自建+并购+加盟”三驾马车推进, 不断拓展空白省份。** 截至 2024H1, 公司布局广东、广西、河南、湖北、四川、黑龙江等 21 省份合计门店总数为 16151 家 (较年初新增 2077 家), 其中直营门店 10772 家 (较年初新增 863 家), 加盟门店 5379 家 (较年初新增 1214 家)。公司通过“自建+并购+加盟”三驾马车共同发力, 规模效应有望进一步凸显。
- **盈利预测与投资评级:** 考虑公司体内培育新店逐步扭亏, 并持续拓展空白省份, 我们将公司 2024-2026 年归母净利润由 14.28/17.39/21.06 亿元调整至 13.52/16.89/20.46 亿元, 对应当前市值的 PE 估值分别为 11/9/7 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, 加盟店发展或不及预期的风险。

市场数据

收盘价(元)	12.65
一年最低/最高价	11.96/27.10
市净率(倍)	2.08
流通 A 股市值(百万元)	14,406.42
总市值(百万元)	14,406.42

基础数据

每股净资产(元,LF)	6.08
资产负债率(% ,LF)	67.15
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 年报&2024 一季报点评: 24Q1 利润承压, 下半年有望恢复增长》

2024-05-01

《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	11,842	14,674	17,956	营业总收入	24,531	28,214	34,914	41,925
货币资金及交易性金融资产	4,458	3,192	4,028	5,223	营业成本(含金融类)	15,724	18,198	22,520	27,042
经营性应收款项	1,473	1,510	1,868	2,243	税金及附加	95	113	140	168
存货	4,181	6,373	7,887	9,471	销售费用	5,623	6,489	8,030	9,643
合同资产	0	0	0	0	管理费用	1,185	1,411	1,746	2,096
其他流动资产	685	768	891	1,020	研发费用	81	93	115	138
非流动资产	13,325	14,791	16,330	17,933	财务费用	190	138	172	154
长期股权投资	0	4	8	12	加:其他收益	90	104	129	155
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	9	11
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	1,887	2,334	2,856
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	26,633	31,003	35,890	利润总额	1,628	1,885	2,330	2,853
流动负债	11,454	12,496	15,043	17,708	减:所得税	397	462	553	677
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	1,423	1,778	2,176
经营性应付款项	6,877	8,320	10,296	12,363	减:少数股东损益	64	71	89	131
合同负债	356	286	354	425	归属母公司净利润	1,166	1,352	1,689	2,046
其他流动负债	2,432	2,101	2,605	3,132	每股收益-最新股本摊薄(元)	1.02	1.19	1.48	1.80
非流动负债	4,737	4,782	4,826	4,871	EBIT	1,814	1,910	2,364	2,838
长期借款	308	308	308	308	EBITDA	3,510	2,315	2,806	3,326
应付债券	1,330	1,375	1,420	1,464	毛利率(%)	35.90	35.50	35.50	35.50
租赁负债	3,070	3,070	3,070	3,070	归母净利率(%)	4.76	4.79	4.84	4.88
其他非流动负债	29	29	29	29	收入增长率(%)	15.45	15.01	23.75	20.08
负债合计	16,190	17,277	19,870	22,580	归母净利润增长率(%)	12.63	15.90	24.91	21.14
归属母公司股东权益	6,824	8,176	9,864	11,910					
少数股东权益	1,109	1,180	1,269	1,400					
所有者权益合计	7,933	9,356	11,134	13,310					
负债和股东权益	24,123	26,633	31,003	35,890					

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	800	3,013	3,481	每股净资产(元)	5.82	7.01	8.49	10.29
投资活动现金流	(2,303)	(1,862)	(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	9.51	10.73	11.50
现金净增加额	(779)	(1,266)	836	1,195	ROE-摊薄(%)	17.09	16.54	17.12	17.18
折旧和摊销	1,696	405	442	488	资产负债率(%)	67.11	64.87	64.09	62.91
资本开支	(1,782)	(1,768)	(1,869)	(1,967)	P/E(现价&最新股本摊薄)	12.35	10.66	8.53	7.04
营运资本变动	(61)	(1,268)	552	577	P/B(现价)	2.17	1.80	1.49	1.23

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>