

大参林(603233)

报告日期: 2024年11月03日

## 存货周转上行, 全年收入有望较好增长

### ——大参林 2024 年三季度报点评报告

#### 投资要点

公司披露 2024 三季度报, 2024 前三季度营业收入 197.31 亿元, 同比增长 11.33%; 归母净利润 8.58 亿元, 同比下降 26.93%; 扣非归母净利润 8.52 亿元, 同比下降 26.31%。其中 Q3 收入 63.86 亿元, 同比增长 11.42%; 归母净利润 2.01 亿元, 同比下降 21.95%; 扣非归母净利润 1.94 亿元, 同比下降 26.47%。在行业整体增长承压的背景下, 公司保持营业收入高增长, 我们认为, 随着四季度需求增长, 全年收入仍有望保持较好增长, 但闭店等影响下, 全年利润或仍有压力。

#### 成长性: 门店扩张趋势放缓, 省外拓展驱动长期增长

(1) 门店扩张趋势放缓, 更注重经营效率。 2024 年 1-9 月, 公司净增门店 2379 家, 其中新开门店 841 家, 收购门店 420 家, 加盟店 1570 家, 关闭门店 452 家, 门店总数 16453 家 (含加盟店 5735 家)。2024 年行业出清等趋势下, 公司闭店率较高, 三季度末直营门店数量相较于 2024H1 减少了 54 家。我们认为, 行业出清趋势仍在, 但公司作为龙头企业有望拥有更高市占率, 在扩张策略上未来 2-3 年或更注重门店的经营效率和盈利能力。

(2) 成熟品牌的市场效应和积极的省外拓展战略有望助力公司销售长期稳健增长: 公司 2024 前三季度在华南/华中/华东/东北华北西南及西北实现营收同比增速 4.68%/10.12%/17.81%/46.61%, 新区域仍保持较高的收入增长, 我们认为, 随着公司 2023 年等区域新开门店逐步进入盈利周期以及门店稳步扩张, 公司新区域收入仍有望保持较好增长。

#### 盈利能力: 毛利率或略降, 净利率有望修复

(1) 随中西成药占比提升, 毛利率或将缓降。 2024 年前三季度公司毛利率为 34.67%, 同比下降 2.38pct。其中 Q3 公司毛利率为 34.22%, 同比下降 2.02pct。2024 年前三季度增长最快的品类是中西成药类, 增速达 15.48%。我们认为, 随着公司区域拓展以及处方药等收入占比的提升, 公司毛利率或将缓降; (2) 净利率短期承压, 未来盈利能力有望改善。 2024 年前三季度公司净利率为 4.63%, 同比下降 2.27pct, 其中 Q3 公司净利率为 3.34%, 同比下降 1.35pct, 环比下降 0.41pct。我们认为, 随着公司门店扩张策略的调整和 2023 年新开门店盈利能力逐步好转, 2025-2026 年盈利能力或将改善。

#### 营运能力: 存货周转率持续上升

2024 前三季度公司存货周转率 (wind 计算值) 3.07 次, 同比提升 0.33 次。2021-2023 年, 公司存货周转率分别为 3.28/3.52/3.90 (次), 在精细化管理强化、加盟门店占比提升等驱动下, 存货周转率持续上行。我们认为, 公司数字化投入持续有望带来 sku 精细化管理能力的稳步提升, 进一步持续带动存货周转率上行。

#### 盈利预测及估值

基于以上分析, 我们预计公司 2024-2026 年营业总收入分别为 266.31/305.05/348.16 亿元, 分别同比增长 8.56%、14.54%、14.13%; 归母净利润 9.64/11.57/14.29 亿元, 分别同比增长 -17.39%、20.03%、23.58%, 对应 EPS 为 0.85/1.02/1.26 元, 对应 2025 年 16 倍 PE, 维持“增持”评级。

#### 风险提示

行业竞争加剧的风险; 政策变动的风险; 需求波动的风险。

#### 投资评级: 增持(维持)

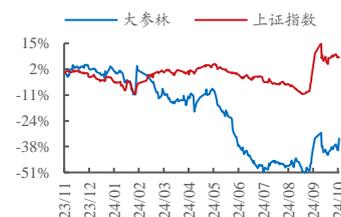
分析师: 孙建  
 执业证书号: S1230520080006  
 02180105933  
 sunjian@stocke.com.cn

分析师: 司清蕊  
 执业证书号: S1230523080006  
 siqingrui@stocke.com.cn

#### 基本数据

收盘价	¥ 15.94
总市值(百万元)	18,153.24
总股本(百万股)	1,138.85

#### 股票走势图



#### 相关报告

- 《门店保持高增, 存货周转上行》2024.09.08
- 《门店拓展加速, 存货周转上行》2024.05.05
- 《门店拓展加速, 收益质量提升》2023.11.01

## 财务摘要

(百万元)	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入	24531.39	26631.30	30504.68	34815.88
(+/-) (%)	15.45%	8.56%	14.54%	14.13%
归母净利润	1166.50	963.65	1156.66	1429.45
(+/-) (%)	12.63%	-17.39%	20.03%	23.58%
每股收益(元)	1.02	0.85	1.02	1.26
P/E	16	19	16	13

资料来源: wind, 浙商证券研究所

## 表附录：三大报表预测值

### 资产负债表

(百万元)	2023	2024E	2025E	2026E
<b>流动资产</b>	10798	11729	14387	16965
现金	4416	4146	6019	7713
交易性金融资产	42	42	42	42
应收账款	1219	1146	1232	1298
其它应收款	437	475	539	618
预付账款	239	442	584	533
存货	4181	5274	5747	6530
其他	264	204	224	231
<b>非流动资产</b>	13325	13253	13474	14018
金融资产类	0	0	0	0
长期投资	0	0	0	0
固定资产	2378	2612	2726	2917
无形资产	1859	1981	2101	2219
在建工程	875	580	384	371
其他	8214	8080	8263	8511
<b>资产总计</b>	24123	24982	27861	30983
<b>流动负债</b>	11454	11267	12852	14510
短期借款	733	0	0	0
应付款项	6871	7876	9021	10223
预收账款	7	3	4	6
其他	3843	3388	3826	4281
<b>非流动负债</b>	4737	4753	4838	4807
长期借款	308	508	508	508
其他	4429	4245	4330	4299
<b>负债合计</b>	16190	16019	17689	19317
少数股东权益	1109	1146	1197	1263
归属母公司股东权益	6824	7817	8974	10403
<b>负债和股东权益</b>	24123	24982	27861	30983

### 现金流量表

(百万元)	2023	2024E	2025E	2026E
<b>经营活动现金流</b>	3174	1452	2913	3012
净利润	1231	1000	1209	1495
折旧摊销	487	425	455	476
财务费用	190	323	295	270
投资损失	(7)	(7)	(7)	(7)
营运资金变动	1695	398	1120	1404
其它	(423)	(687)	(159)	(627)
<b>投资活动现金流</b>	(2303)	(782)	(783)	(1059)
资本支出	(795)	(100)	(100)	(380)
长期投资	0	(0)	0	0
其他	(1508)	(682)	(683)	(679)
<b>筹资活动现金流</b>	(1649)	(940)	(257)	(258)
短期借款	36	(733)	0	0
长期借款	139	200	0	0
其他	(1825)	(406)	(257)	(258)
<b>现金净增加额</b>	(779)	(270)	1873	1694

### 利润表

(百万元)	2023	2024E	2025E	2026E
<b>营业收入</b>	24531	26631	30505	34816
营业成本	15724	17403	20001	22879
营业税金及附加	95	104	117	135
营业费用	5623	6074	6840	7704
管理费用	1185	1278	1495	1671
研发费用	81	95	105	110
财务费用	190	323	295	270
资产减值损失	107	116	133	152
公允价值变动损益	4	4	4	4
投资净收益	7	7	7	7
其他经营收益	94	63	63	63
<b>营业利润</b>	1632	1313	1593	1971
营业外收支	(4)	(2)	(4)	(3)
<b>利润总额</b>	1628	1310	1589	1967
所得税	397	310	380	472
<b>净利润</b>	1231	1000	1209	1495
少数股东损益	64	36	52	65
<b>归属母公司净利润</b>	1166	964	1157	1429
EBITDA	2104	1843	2126	2499
EPS (最新摊薄)	1.02	0.85	1.02	1.26

### 主要财务比率

	2023	2024E	2025E	2026E
<b>成长能力</b>				
营业收入	15.45%	8.56%	14.54%	14.13%
营业利润	14.85%	-19.57%	21.36%	23.71%
归属母公司净利润	12.63%	-17.39%	20.03%	23.58%
<b>获利能力</b>				
毛利率	35.90%	34.65%	34.43%	34.29%
净利率	5.02%	3.75%	3.96%	4.29%
ROE	15.77%	11.41%	12.09%	13.09%
ROIC	10.19%	8.84%	9.42%	10.32%
<b>偿债能力</b>				
资产负债率	67.11%	64.12%	63.49%	62.35%
净负债比率	12.95%	9.29%	8.56%	7.88%
流动比率	0.94	1.04	1.12	1.17
速动比率	0.58	0.57	0.67	0.72
<b>营运能力</b>				
总资产周转率	1.09	1.08	1.15	1.18
应收账款周转率	21.97	21.54	22.37	22.09
应付账款周转率	5.70	5.68	5.53	5.62
<b>每股指标(元)</b>				
每股收益	1.02	0.85	1.02	1.26
每股经营现金	2.79	1.27	2.56	2.64
每股净资产	5.99	6.86	7.88	9.13
<b>估值比率</b>				
P/E	15.56	18.84	15.70	12.70
P/B	2.66	2.32	2.02	1.75
EV/EBITDA	14.34	10.60	8.38	6.46

资料来源: wind, 浙商证券研究所

## 股票投资评级说明

以报告日后的6个月内，证券相对于沪深300指数的涨跌幅为标准，定义如下：

1. 买入：相对于沪深300指数表现 + 20% 以上；
2. 增持：相对于沪深300指数表现 + 10% ~ + 20%；
3. 中性：相对于沪深300指数表现 - 10% ~ + 10% 之间波动；
4. 减持：相对于沪深300指数表现 - 10% 以下。

## 行业的投资评级：

以报告日后的6个月内，行业指数相对于沪深300指数的涨跌幅为标准，定义如下：

1. 看好：行业指数相对于沪深300指数表现 + 10% 以上；
2. 中性：行业指数相对于沪深300指数表现 - 10% ~ + 10% 以上；
3. 看淡：行业指数相对于沪深300指数表现 - 10% 以下。

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取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

## 法律声明及风险提示

本报告由浙商证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，经营许可证编号为：Z39833000）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但浙商证券股份有限公司及其关联机构（以下统称“本公司”）对这些信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不发生任何变更。本公司没有将变更的信息和建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告仅供本公司的客户作参考之用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告仅反映报告作者的出具日的观点和判断，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本公司的交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理公司、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告版权均归本公司所有，未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、发布、传播本报告的全部或部分内容。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明本报告发布人和发布日期，并提示使用本报告的风险。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。

## 浙商证券研究所

上海总部地址：杨高南路729号陆家嘴世纪金融广场1号楼25层

北京地址：北京市东城区朝阳门北大街8号富华大厦E座4层

深圳地址：广东省深圳市福田区广电金融中心33层

上海总部邮政编码：200127

上海总部电话：(8621) 80108518

上海总部传真：(8621) 80106010

浙商证券研究所：<https://www.stocke.com.cn>