

股票投资评级

买入 | 维持

个股表现



资料来源：聚源，中邮证券研究所

公司基本情况

最新收盘价(元)	16.84
总股本/流通股本(亿股)	11.39 / 11.39
总市值/流通市值(亿元)	192 / 192
52周内最高/最低价	22.94 / 12.01
资产负债率(%)	69.2%
市盈率	20.79
第一大股东	柯云峰

研究所

分析师: 蔡明子
SAC 登记编号: S1340523110001
Email: caimingzi@cnpsec.com
分析师: 龙永茂
SAC 登记编号: S1340523110002
Email: longyongmao@cnpsec.com

大参林(603233)

2025Q1 业绩快速增长，持续优化门店布局

● 2025Q1 业绩快速增长

公司发布 2024 年年报及 2025 年一季报：2024 年营业收入 264.97 亿元 (+8.01%)，归母净利润 9.15 亿元 (-21.58%)，扣非净利润 8.85 亿元 (-22.42%)，经营现金流净额 31.06 亿元 (-2.13%)。2025Q1 营业收入 69.56 亿元 (+3.02%)，归母净利润 4.6 亿元 (+15.45%)，扣非净利润 4.55 亿元 (+14.82%)。

从盈利能力来看，2024 年毛利率为 34.33% (-1.58pct)，其中零售业务毛利率 36.63% (-1.53pct)，加盟及分销业务毛利率 11.17% (-0.07pct)；归母净利率为 3.45% (-1.30pct)；扣非净利率为 3.34% (-1.31pct)。2025Q1 毛利率为 34.98% (-0.48pct)，其中零售业务毛利率 37.72% (+0.21pct)，加盟及分销业务毛利率 9.43% (-1.75pct)；归母净利率为 6.61% (+0.71pct)；扣非净利率为 6.54% (+0.67pct)。

费率方面，2024 年销售费用率为 23.37% (+0.45pct)，管理费用率为 4.65% (-0.18pct)，研发费用率为 0.20% (-0.13pct)，财务费用率为 0.76% (-0.02pct)。

营运能力方面，2024 年应收账款周转天数为 17.02 天 (+0.63 天)，存货账款周转天数为 85.95 天 (-6.24 天)。

现金流方面，2024 年经营现金流净额为 31.06 亿元 (-2%)，投资现金流净额为 -19.39 亿元 (+16%)，筹资现金流净额为 -9.32 亿元 (+43%)。截至 2024 年底，公司期末现金及现金等价物为 32.33 亿元 (+8%)。

● 加盟业务成长迅速，中西成药是增长的主要驱动力

从行业来看，2024 年零售业务营收 219.21 亿元 (+6.88%)，加盟及分销业务营收 39.40 亿元 (+15.12%)，2025Q1 零售业务收入 56.18 亿元 (-1.27%)，加盟及分销收入 11.30 亿元 (+25.34%)。

分产品来看，2024 年中西成药收入 199.68 亿元 (+12.82%)，中参药材收入 29.45 亿元 (-0.99%)，非药品收入 29.48 亿元 (-9.52%)。2025Q1 中西成药收入 53.24 亿元 (+5.80%)，中参药材收入 7.14 亿元 (-9.38%)，非药品收入 7.09 亿元 (-8.04%)。

● 持续优化门店布局，提升利润释放潜力

从门店扩张来看，截至 2024 年底公司拥有门店 16,553 家 (含加盟店 6,050 家)，2024 年公司净增 2,479 家门店，新开门店 907 家，收购门店 420 家，加盟店 1,885 家，关闭门店 733 家。截至 2025Q1，公司总门店数 16,622 家 (含加盟店 6,239 家)，净增 69 家 (新开 54 家，加盟 189 家，关闭 174 家)。

行业出清提速，公司顺应行业周期，2024 年及 2025Q1 分别闭店 733 家、174 家，处置经营亏损店面，将减小对利润端的压力，且预计 2025 年开店计划以稳健为主，新店带来的利润承压可控，预计

公司 2025 年利润率提升。

● 积极承接处方外流，拥抱 AI 增收将本

截至 2024 年底，公司直营门店中拥有 DTP 专业药房 248 家，获得个人账户医保定点门店 10,093 家，各类统筹报销定点门店 2,822 家，其中门诊统筹定点门店 2,065 家，双通道定点门店 652 家，门慢门特定点门店 1,214 家（部分门店获得多项统筹报销定点资格）。

Deepseek 发布后，公司迅速上线接入 DeepSeek-R1 的“AI 小参”，向员工、加盟商和合作伙伴提供更准确及智能的即时问答、客服回复和智能分析等功能。预计“AI 小参”将进一步提升公司运营效率，优化动销促销，增收降本。

● 盈利预测及投资建议

公司顺应行业周期，提质增效，利润释放潜力大，我们预计公司 2025~2027 营收分别为 291.68、321.44、354.00 亿元，归母净利润分别为 11.05、12.72、14.65 亿元，当前股价对应 PE 分别为 17.4、15.1、13.1 倍，维持“买入”评级。

● 风险提示：

门店盈利不及预期风险，政策落地不及预期风险。

■ 盈利预测和财务指标

项目\年度	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入（百万元）	26497	29168	32144	35400
增长率(%)	8.01	10.08	10.20	10.13
EBITDA（百万元）	3457.55	1523.69	1758.59	2020.15
归属母公司净利润（百万元）	914.75	1105.30	1271.84	1465.44
增长率(%)	-21.58	20.83	15.07	15.22
EPS(元/股)	0.80	0.97	1.12	1.29
市盈率（P/E）	20.97	17.35	15.08	13.09
市净率（P/B）	2.78	2.68	2.57	2.46
EV/EBITDA	5.34	14.00	11.65	9.88

资料来源：公司公告，中邮证券研究所

财务报表和主要财务比率

财务报表(百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E	主要财务比率	2024A	2025E	2026E	2027E
利润表					成长能力				
营业收入	26497	29168	32144	35400	营业收入	8.0%	10.1%	10.2%	10.1%
营业成本	17401	19021	20813	22693	营业利润	-17.0%	13.3%	15.3%	14.8%
税金及附加	119	112	124	137	归属于母公司净利润	-21.6%	20.8%	15.1%	15.2%
销售费用	6193	6930	7715	8478	获利能力				
管理费用	1231	1604	1768	1947	毛利率	34.3%	34.8%	35.3%	35.9%
研发费用	52	97	105	115	净利率	3.5%	3.8%	4.0%	4.1%
财务费用	201	0	0	0	ROE	13.3%	15.4%	17.1%	18.8%
资产减值损失	-60	0	0	0	ROIC	7.3%	7.2%	8.2%	9.1%
营业利润	1354	1534	1769	2030	偿债能力				
营业外收入	32	20	20	20	资产负债率	69.2%	69.3%	69.7%	69.8%
营业外支出	47	30	30	30	流动比率	0.92	0.94	0.97	1.00
利润总额	1340	1524	1759	2020	营运能力				
所得税	360	369	429	492	应收账款周转率	21.16	21.65	21.73	21.79
净利润	980	1155	1330	1528	存货周转率	4.19	3.97	3.65	3.61
归母净利润	915	1105	1272	1465	总资产周转率	1.05	1.08	1.14	1.19
每股收益(元)	0.80	0.97	1.12	1.29	每股指标(元)				
资产负债表					每股收益	0.80	0.97	1.12	1.29
货币资金	6217	5353	6203	6719	每股净资产	6.06	6.28	6.54	6.84
交易性金融资产	16	16	16	16	估值比率				
应收票据及应收账款	1295	1408	1556	1698	PE	20.97	17.35	15.08	13.09
预付款项	180	555	484	589	PB	2.78	2.68	2.57	2.46
存货	4128	5465	5940	6625	现金流量表				
流动资产合计	12586	13665	15127	16631	净利润	980	1155	1330	1528
固定资产	2986	2986	2986	2986	折旧和摊销	1895	0	0	0
在建工程	488	488	488	488	营运资本变动	-64	-1117	496	112
无形资产	1969	1969	1969	1969	其他	295	-28	-12	10
非流动资产合计	13854	13870	13870	13870	经营活动现金流净额	3106	9	1814	1650
资产总计	26440	27536	28998	30502	资本开支	-1447	6	2	-10
短期借款	1778	1778	1778	1778	其他	-492	5	10	0
应付票据及应付账款	8433	8579	9300	10215	投资活动现金流净额	-1939	11	12	-10
其他流动负债	3496	4140	4527	4712	股权融资	101	0	0	0
流动负债合计	13707	14497	15605	16705	债务融资	1189	-36	0	0
其他	4595	4594	4594	4594	其他	-2222	-849	-976	-1124
非流动负债合计	4595	4594	4594	4594	筹资活动现金流净额	-932	-885	-976	-1124
负债合计	18302	19091	20199	21299	现金及现金等价物净增加额	235	-864	851	515
股本	1139	1139	1139	1139					
资本公积金	1288	1288	1288	1288					
未分配利润	3836	3927	4033	4154					
少数股东权益	1241	1291	1349	1411					
其他	634	800	991	1211					
所有者权益合计	8138	8445	8799	9203					
负债和所有者权益总计	26440	27536	28998	30502					

资料来源：公司公告，中邮证券研究所

中邮证券投资评级说明

投资评级标准	类型	评级	说明
报告中投资建议的评级标准： 报告发布日后的 6 个月内的相对市场表现，即报告发布日后的 6 个月内的公司股价（或行业指数、可转债价格）的涨跌幅相对同期相关证券市场基准指数的涨跌幅。 市场基准指数的选取：A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指为基准；可转债市场以中信标普可转债指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	预期个股相对同期基准指数涨幅在 20%以上
		增持	预期个股相对同期基准指数涨幅在 10%与 20%之间
		中性	预期个股相对同期基准指数涨幅在-10%与 10%之间
		回避	预期个股相对同期基准指数涨幅在-10%以下
	行业评级	强于大市	预期行业相对同期基准指数涨幅在 10%以上
		中性	预期行业相对同期基准指数涨幅在-10%与 10%之间
		弱于大市	预期行业相对同期基准指数涨幅在-10%以下
	可转债评级	推荐	预期可转债相对同期基准指数涨幅在 10%以上
		谨慎推荐	预期可转债相对同期基准指数涨幅在 5%与 10%之间
		中性	预期可转债相对同期基准指数涨幅在-5%与 5%之间
		回避	预期可转债相对同期基准指数涨幅在-5%以下

分析师声明

撰写此报告的分析师（一人或多人）承诺本机构、本人以及财产利害关系人与所评价或推荐的证券无利害关系。

本报告所采用的数据均来自我们认为可靠的目前已公开的信息，并通过独立判断并得出结论，力求独立、客观、公平，报告结论不受本公司其他部门和人员以及证券发行人、上市公司、基金公司、证券资产管理公司、特定客户等利益相关方的干涉和影响，特此声明。

免责声明

中邮证券有限责任公司（以下简称“中邮证券”）具备经中国证监会批准的开展证券投资咨询业务的资格。

本报告信息均来源于公开资料或者我们认为可靠的资料，我们力求但不保证这些信息的准确性和完整性。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价，中邮证券不对因使用本报告的内容而导致的损失承担任何责任。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。

中邮证券可发出其它与本报告所载信息不一致或有不同结论的报告。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且不予通告。

中邮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头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者计划提供投资银行、财务顾问或者其他金融产品等相关服务。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供中邮证券客户中的专业投资者使用，若您非中邮证券客户中的专业投资者，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司不会因接收人收到、阅读或关注本报告中的内容而视其为专业投资者。

本报告版权归中邮证券所有，未经书面许可，任何机构或个人不得存在对本报告以任何形式进行翻版、修改、节选、复制、发布，或对本报告进行改编、汇编等侵犯知识产权的行为，亦不得存在其他有损中邮证券商业性权益的任何情形。如经中邮证券授权后引用发布，需注明出处为中邮证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节或修改。

中邮证券对于本声明具有最终解释权。

公司简介

中邮证券有限责任公司，2002年9月经中国证券监督管理委员会批准设立，注册资本50.6亿元人民币。中邮证券是中国邮政集团有限公司绝对控股的证券类金融子公司。

公司经营范围包括：证券经纪；证券自营；证券投资咨询；证券资产管理；融资融券；证券投资基金销售；证券承销与保荐；代理销售金融产品；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问。此外，公司还具有：证券经纪人业务资格；企业债券主承销资格；沪港通；深港通；利率互换；投资管理人受托管理保险资金；全国银行间同业拆借；作为主办券商在全国中小企业股份转让系统从事经纪、做市、推荐业务资格等业务资格。

公司目前已经在北京、陕西、深圳、山东、江苏、四川、江西、湖北、湖南、福建、辽宁、吉林、黑龙江、广东、浙江、贵州、新疆、河南、山西、上海、云南、内蒙古、重庆、天津、河北等地设有分支机构，全国多家分支机构正在建设中。

中邮证券紧紧依托中国邮政集团有限公司雄厚的实力，坚持诚信经营，践行普惠服务，为社会大众提供全方位专业化的证券投、融资服务，帮助客户实现价值增长，努力成为客户认同、社会尊重、股东满意、员工自豪的优秀企业。

中邮证券研究所

北京

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com

地址：北京市东城区前门街道珠市口东大街17号

邮编：100050

上海

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com

地址：上海市虹口区东大名路1080号邮储银行大厦3楼

邮编：200000

深圳

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com

地址：深圳市福田区滨河大道9023号国通大厦二楼

邮编：518048