

大参林（603233）

2024 年报及 2025 一季报点评：25Q1 利润快速增长，门店结构持续优化

买入（维持）

2025 年 04 月 28 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

证券分析师 苏丰

执业证书：S0600525040005

suf@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入（百万元）	24,531	26,497	29,587	32,673	35,861
同比（%）	15.45	8.01	11.66	10.43	9.76
归母净利润（百万元）	1,166.50	914.76	1,084.32	1,252.19	1,444.62
同比（%）	12.63	(21.58)	18.54	15.48	15.37
EPS-最新摊薄（元/股）	1.02	0.80	0.95	1.10	1.27
P/E（现价&最新摊薄）	17.34	22.11	18.65	16.15	14.00

投资要点

■ **事件：**公司发布 2024 年年报及 2025 年一季报，2024 年实现收入 264.97 亿元（+8.01%，同比，下同），归母净利润 9.15 亿元（-21.58%），扣非归母净利润 8.85 亿元（-22.42%）。2025 年一季度实现收入 69.56 亿元（+3.02%），归母净利润 4.60 亿元（+15.45%），扣非归母净利润 4.55 亿元（+14.82%）。2025Q1 利润超预期。

■ **25Q1 各项费用率下降。**公司 2024 年实现销售毛利率 34.33%（-1.57pp），销售净利率 3.70%（-1.32pp），原因系消费力下降、新店爬坡及销售费用率增加。2024 销售/管理/研发/财务费用率分别为 23.37%/4.65%/0.20%/0.76%，同比变化+0.45/-0.18/-0.13/-0.02pp。2025Q1 销售毛利率 34.98%（-0.48pp），销售净利率 7.15%（+0.43pp），控费成效显著，销售/管理/研发/财务费用率分别为 20.88%/3.95%/0.13/0.62%，同比变化-0.87/-0.22/-0.06/-0.14pp。

■ **2024 年：加盟业务及中西成药产品快速增长。**①分行业：零售实现收入 219.21 亿元（+6.88%），毛利率 36.62%（-1.53pp）；加盟及分销实现收入 39.40 亿元（+15.12%），毛利率 11.17%（-0.07pp）。②分产品：中西成药实现收入 199.68 亿元（+12.82%），毛利率 30.00%（-1.16pp）；中参药材实现收入 29.45 亿元（-0.99%），毛利率 42.32%（-0.56pp）；非药实现收入 29.48 亿元（-9.52%），毛利率 41.72%（-1.80pp）。

■ **2025Q1：中西成药需求稳定。**①分行业：零售实现收入 56.18 亿元（-1.27%），毛利率 37.72%（+0.21pp），原因系 25Q1 公司优化布局闭店 174 家且 24Q1 因流感因素基数较高；加盟及分销实现收入 11.30 亿元（+25.34%），毛利率 9.43%（-1.75pp）。②分产品：中西成药实现收入 53.24 亿元（+5.80%），毛利率 30.59%（-0.69pp）；中参药材实现收入 7.14 亿元（-9.38%），毛利率 42.34%（+0.07pp）；非药实现收入 7.09 亿元（-8.04%），毛利率 41.51%（-0.97pp）。

■ **门店布局持续优化，赋予利润增长动能。**截至 2025Q1，公司门店已覆盖全国 21 省（自治区、直辖市），公司拥有门店 16622 家，其中加盟 6239 家。2025Q1 公司净增门店 69 家，其中自建 54 家、并购 0 家、加盟 189 家、闭店 174 家。公司 2024 全年净增门店 2479 家，其中自建 907 家、并购 420 家、加盟 1885 家、闭店 733 家。随着部分亏损门店闭店优化后，公司整体利润承压可控，有望实现稳健增长。

■ **盈利预测与投资评级：**考虑公司门店扩张节奏放缓，我们将公司 2025-2026 年归母净利润由 11.98/13.84 下调至 10.84/12.52 亿元，2027 年预计为 14.45 亿元，对应当前市值的 PE 估值为 19/16/14X。考虑公司门店结构优化后释放盈利潜力，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。

股价走势



市场数据

收盘价(元)	16.84
一年最低/最高价	11.92/23.26
市净率(倍)	2.68
流通 A 股市值(百万元)	19,178.20
总市值(百万元)	19,178.20

基础数据

每股净资产(元,LF)	6.29
资产负债率(%,LF)	67.76
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)：2024 年三季报点评：批发业务快速增长，门店数量持续提升》

2024-11-03

《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》

2024-09-03

大参林三大财务预测表

资产负债表(百万元)					利润表(百万元)				
	2024A	2025E	2026E	2027E		2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	12,586	14,209	16,403	18,771	营业总收入	26,497	29,587	32,673	35,861
货币资金及交易性金融资产	6,232	4,916	6,171	7,567	营业成本(含金融类)	17,401	19,468	21,515	23,633
经营性应收款项	1,483	1,588	1,754	1,926	税金及附加	119	133	131	143
存货	4,128	6,818	7,535	8,277	销售费用	6,193	6,953	7,515	8,176
合同资产	0	0	0	0	管理费用	1,231	1,420	1,634	1,793
其他流动资产	742	886	943	1,002	研发费用	52	98	108	118
非流动资产	13,854	14,156	14,537	14,988	财务费用	201	132	167	138
长期股权投资	0	4	8	12	加:其他收益	112	125	138	151
固定资产及使用权资产	6,817	6,589	6,426	6,319	投资净收益	1	1	1	1
在建工程	488	470	456	445	公允价值变动	11	0	0	0
无形资产	1,969	2,116	2,263	2,409	减值损失	(88)	0	0	0
商誉	3,522	3,822	4,122	4,422	资产处置收益	19	21	24	26
长期待摊费用	626	724	831	950	营业利润	1,354	1,530	1,766	2,038
其他非流动资产	431	431	431	431	营业外净收支	(14)	(8)	(9)	(10)
资产总计	26,440	28,365	30,940	33,759	利润总额	1,340	1,522	1,757	2,028
流动负债	13,707	14,446	15,658	16,911	减:所得税	360	380	439	507
短期借款及一年内到期的非流动负债	2,998	2,998	2,998	2,998	净利润	980	1,141	1,318	1,521
经营性应付款项	8,442	8,901	9,837	10,805	减:少数股东损益	65	57	66	76
合同负债	399	306	338	371	归属母公司净利润	915	1,084	1,252	1,445
其他流动负债	1,867	2,242	2,486	2,738	每股收益-最新股本摊薄(元)	0.80	0.95	1.10	1.27
非流动负债	4,595	4,640	4,684	4,729	EBIT	1,563	1,515	1,771	1,997
长期借款	485	485	485	485	EBITDA	3,458	1,991	2,278	2,545
应付债券	1,361	1,406	1,451	1,496	毛利率(%)	34.33	34.20	34.15	34.10
租赁负债	2,697	2,697	2,697	2,697	归母净利率(%)	3.45	3.66	3.83	4.03
其他非流动负债	52	52	52	52	收入增长率(%)	8.01	11.66	10.43	9.76
负债合计	18,302	19,085	20,342	21,641	归母净利润增长率(%)	(21.58)	18.54	15.48	15.37
归属母公司股东权益	6,897	7,982	9,234	10,678					
少数股东权益	1,241	1,298	1,364	1,440					
所有者权益合计	8,138	9,280	10,598	12,118					
负债和股东权益	26,440	28,365	30,940	33,759					

现金流量表(百万元)					重要财务与估值指标				
	2024A	2025E	2026E	2027E		2024A	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	3,106	(310)	2,371	2,625	每股净资产(元)	5.89	6.84	7.94	9.21
投资活动现金流	(1,939)	(764)	(872)	(982)	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	(932)	(243)	(245)	(247)	ROIC(%)	7.59	6.98	7.57	7.88
现金净增加额	235	(1,316)	1,254	1,396	ROE-摊薄(%)	13.26	13.59	13.56	13.53
折旧和摊销	1,895	476	507	547	资产负债率(%)	69.22	67.28	65.75	64.10
资本开支	(1,447)	(663)	(761)	(861)	P/E(现价&最新股本摊薄)	22.11	18.65	16.15	14.00
营运资本变动	(64)	(2,200)	273	282	P/B(现价)	3.02	2.60	2.24	1.93

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>