

证券研究报告

公司研究

公司点评报告

大参林(603233)

投资评级

上次评级

唐爱金 医药行业首席分析师

执业编号: S1500523080002

邮箱: tangaijin@cindasc.com

章钟涛 医药行业分析师

执业编号: S1500524030003

邮箱: zhangzhongtao@cindasc.com

相关研究:

2024Q1 业绩短期承压, 门店全国化布局仍在推进

信达证券股份有限公司

CINDA SECURITIES CO., LTD

北京市西城区宣武门西大街甲127号金隅大厦B座

邮编: 100031

25Q1 归母净利润增长 15%, 25 年或有望迎来盈利改善拐点

2025 年 04 月 29 日

事件: 公司发布 2024 年年报及 2025 年一季报, 2024 年公司实现营业收入 264.97 亿元 (同比+8.01%), 归母净利润 9.15 亿元 (同比-21.58%), 扣非归母净利润 8.85 亿元 (同比-22.42%)。2025Q1 年公司实现营业收入 69.56 亿元 (同比+3.02%), 实现归母净利润 4.6 亿元 (同比+15.45%), 扣非归母净利润 4.55 亿元 (同比+14.82%)。

点评:

- **24 年营收稳健增长, 利润端略有承压:** ①24 年公司收入 264.97 亿元 (同比+8.01%)。从区域销售上看, 24 年华南地区收入 167.25 亿元 (同比+1.91%), 华南门店达 10043 家 (直营店 6392 家); 东北、华北、西南及西北地区收入 46.29 亿元 (同比+34.42%), 东北、华北、西南及西北地区门店达 2969 家 (直营店 2066 家); 华中地区收入 24.67 亿元 (同比+7.83%), 华中地区门店达 1928 家 (直营店 1093 家); 华东地区收入 20.4 亿元 (同比+14.09%), 华东地区门店达 1613 家 (直营店 952 家)。从品类上看, 24 年中西成药收入达 199.68 亿元 (同比+12.82%), 中参药材收入达 29.45 亿元 (同比-0.99%), 非药品收入达 29.48 亿元 (同比-9.52%)。从业务类型上看, 零售业务收入为 219.21 亿元 (同比+6.88%), 加盟及分销业务收入达 39.4 亿元 (同比+15.12%)。②24 年利润承压, 一方面系公司毛利率同比下降 1.58 个百分点 (24 年毛利率达 34.33%), 24 年零售业务毛利率下滑 1.53 个百分点 (24 年零售业务毛利率为 36.62%), 加盟及分销业务毛利率下滑 0.07 个百分点 (24 年加盟及分销业务毛利率为 11.17%); 另一方面系公司销售费用率同比提升 0.45 个百分点 (24 年销售费用率达 23.37%), 24 年公司归母净利率同比下滑 1.3 个百分点 (24 年归母净利率达 3.45%)。
- **25Q1 利润增速亮眼, 25 年或有望迎来盈利改善拐点:** ①2025Q1 年公司实现营业收入 69.56 亿元 (同比+3.02%)。从区域销售上看, 25Q1 年华南地区收入 43.03 亿元 (同比-0.94%), 华南门店达 10064 家 (直营店 6323 家); 东北、华北、西南及西北地区收入 12.2 亿元 (同比+10.7%), 东北、华北、西南及西北地区门店达 2932 家 (直营店 2028 家); 华中地区收入 6.76 亿元 (同比+8.31%), 华中地区门店达 1931 家 (直营店 1077 家); 华东地区收入 5.47 亿元 (同比+5.16%), 华东地区门店达 1695 家 (直营店 955 家)。②25Q1 归母净利润增速明显高于营收增速, 主要系公司归母净利率提升 0.72 个百分点 (25Q1 公司归母净利率达 6.61%)。从毛利率上看, 25Q1 公司毛利率下降 0.48 个百分点 (25Q1 毛利率为 34.98%)。从费用率上看, 25Q1 公司销售费用率下降 0.86 个百分点 (25Q1 销售费用率为 20.88%), 25Q1 管理费用率下降 0.22 个百分点 (25Q1 管理费用率为 3.95%)。我们认为, 公司关闭亏损门店有助于公司改善盈利水平, 同时随着门诊统筹的推进, 门店的客流有望得以改善进而改善单店盈利能力, 25 年或将迎来盈利改

善的拐点。

- **盈利预测：**我们预计公司 2025-2027 年营业收入分别为 289.38 亿元、317.88 亿元、351.49 亿元，同比增速分别约为 9%、10%、11%，实现归母净利润分别为 10.99 亿元、12.77 亿元、14.92 亿元，同比分别增长约 20%、16%、17%，对应 2025/4/28 股价 PE 分别约为 18 倍、16 倍、14 倍。
- **风险因素：**零售药房市场竞争加剧、医保政策变动风险、税收政策变动风险、门店扩张不及预期、商誉减值风险。

重要财务指标	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入(百万元)	24,531	26,497	28,938	31,788	35,149
增长率 YoY %	15.5%	8.0%	9.2%	9.8%	10.6%
归属母公司净利润 (百万元)	1,166	915	1,099	1,277	1,492
增长率 YoY%	12.6%	-21.6%	20.1%	16.2%	16.9%
毛利率%	35.9%	34.3%	34.3%	34.1%	34.0%
净资产收益率ROE%	17.1%	13.3%	15.4%	17.1%	19.1%
EPS(摊薄)(元)	1.02	0.80	0.96	1.12	1.31
市盈率 P/E(倍)	17.34	22.11	18.41	15.84	13.55
市净率 P/B(倍)	2.96	2.93	2.83	2.71	2.59

资料来源：wind，信达证券研发中心预测；股价为 2025 年 4 月 28 日收盘价

资产负债表					
单位:百万元					
会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	10,798	12,586	13,218	13,566	15,694
货币资金	4,416	6,217	6,353	6,130	7,568
应收票据	4	6	6	7	8
应收账款	1,216	1,289	1,377	1,485	1,619
预付账款	239	180	247	272	302
存货	4,181	4,128	4,432	4,824	5,298
其他	742	767	803	847	899
非流动资产	13,325	13,854	13,731	13,467	13,135
长期股权投资	0	0	0	0	0
固定资产(合计)	2,378	2,986	2,972	2,909	2,799
无形资产	1,859	1,969	1,998	2,022	2,040
其他	9,088	8,898	8,761	8,536	8,296
资产总计	24,123	26,440	26,949	27,032	28,829
流动负债	11,454	13,707	13,987	15,192	16,609
短期借款	733	1,778	1,278	1,328	1,378
应付票据	4,124	5,601	6,077	6,688	7,412
应付账款	2,746	2,832	3,171	3,490	3,867
其他	3,850	3,496	3,461	3,686	3,952
非流动负债	4,737	4,595	4,507	3,016	2,966
长期借款	308	485	535	435	385
其他	4,429	4,110	3,972	2,581	2,581
负债合计	16,190	18,302	18,494	18,208	19,575
少数股东权益	1,109	1,241	1,303	1,374	1,458
归属母公司股东权益	6,824	6,897	7,153	7,450	7,797
负债和股东权益	24,123	26,440	26,949	27,032	28,829

重要财务指标					
单位:百万元					
会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入	24,531	26,497	28,938	31,788	35,149
同比(%)	15.5%	8.0%	9.2%	9.8%	10.6%
归属母公司净利润	1,166	915	1,099	1,277	1,492
同比(%)	12.6%	-21.6%	20.1%	16.2%	16.9%
毛利率(%)	35.9%	34.3%	34.3%	34.1%	34.0%
ROE%	17.1%	13.3%	15.4%	17.1%	19.1%
EPS(摊薄)(元)	1.02	0.80	0.96	1.12	1.31
P/E	17.34	22.11	18.41	15.84	13.55
P/B	8.67	5.34	6.91	5.91	4.93

利润表					
单位:百万元					
会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入	24,531	26,497	28,938	31,788	35,149
营业成本	15,724	17,401	19,024	20,938	23,201
营业税金及附加	95	119	119	130	144
销售费用	5,623	6,193	6,656	7,248	7,909
管理费用	1,185	1,231	1,343	1,430	1,547
研发费用	81	52	58	64	70
财务费用	190	201	197	185	182
减值损失合计	-77	-60	-60	-60	-60
投资净收益	7	1	5	5	5
其他	69	113	65	65	65
营业利润	1,632	1,354	1,552	1,803	2,106
营业外收支	-4	-14	-5	-5	-5
利润总额	1,628	1,340	1,547	1,798	2,101
所得税	397	360	387	449	525
净利润	1,231	980	1,160	1,348	1,576
少数股东损益	64	65	61	71	84
归属母公司净利润	1,166	915	1,099	1,277	1,492
EBITDA	3,510	3,458	3,007	3,313	3,680
EPS(当年)(元)	1.03	0.81	0.96	1.12	1.31

现金流量表					
单位:百万元					
会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	3,174	3,106	2,975	3,495	3,875
净利润	1,231	980	1,160	1,348	1,576
折旧摊销	1,696	1,895	1,263	1,330	1,397
财务费用	239	248	247	236	231
投资损失	-7	-1	-5	-5	-5
营运资金变动	-61	-64	234	495	586
其它	75	48	76	90	90
投资活动现金流	-2,303	-1,939	-1,125	-1,061	-1,061
资本支出	-1,782	-1,447	-849	-800	-800
长期投资	-504	-508	-11	0	0
其他	-17	16	-265	-261	-261
筹资活动现金流	-1,649	-932	-1,714	-2,657	-1,376
吸收投资	349	101	0	0	0
借款	175	1,222	-450	-50	0
支付利息或股息	-779	235	137	-223	1,438

研究团队简介

唐爱金，医药首席分析师，浙江大学硕士，曾就职于东阳光药先后任研发工程师及营销市场专员，具备优异的药物化学专业背景和医药市场经营运作经验，曾经就职于广证恒生和方正证券研究所负责医药团队卖方业务工作超 9 年。

贺鑫，医药分析师，医疗健康研究组长，北京大学汇丰商学院硕士，上海交通大学工学学士，5 年医药行业研究经验，2024 年加入信达证券，主要覆盖医疗服务、CXO、生命科学上游、中药等细分领域。

曹佳琳，医药分析师，中山大学岭南学院数量经济学硕士，3 年医药生物行业研究经历，曾任职于方正证券，2023 年加入信达证券，负责医疗器械设备、体外诊断、ICL 等领域的研究工作。

章钟涛，医药分析师，暨南大学国际投融资硕士，超 2 年医药生物行业研究经历，CPA(专业阶段)，曾任职于方正证券，2023 年加入信达证券，主要覆盖中药、医药商业&药店、疫苗。

赵丹，医药分析师，北京大学生物医学工程硕士，2 年创新药行业研究经历，2024 年加入信达证券。主要覆盖创新药。

分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

免责声明

信达证券股份有限公司（以下简称“信达证券”）具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

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，也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人做出邀请。

在法律允许的情况下，信达证券或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

评级说明

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数：沪深 300 指数（以下简称基准）； 时间段：报告发布之日起 6 个月内。	买入 ：股价相对强于基准 15% 以上；	看好 ：行业指数超越基准；
	增持 ：股价相对强于基准 5%~15%；	中性 ：行业指数与基准基本持平；
	持有 ：股价相对基准波动在±5% 之间；	看淡 ：行业指数弱于基准。
	卖出 ：股价相对弱于基准 5% 以下。	

风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，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，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，投资者需自行承担风险。