

大参林 (603233.SH)

门店优化提质增效，利润拐点已现

公司发布 2024 年报及 2025 一季报：2024 年收入 264.97 亿元，归母净利 9.15 亿元、扣非归母净利 8.85 亿元，同比分别增长 8.01%、-21.58%、-22.42%。其中 2024Q4 收入 67.66 亿元，归母净利 0.57 亿元、扣非归母净利 0.33 亿元，同比分别增长-0.63%、820.48%、240.71%。2025Q1 收入 69.56 亿元，归母净利 4.60 亿元、扣非归母净利 4.55 亿元，同比分别增长 3.02%、15.45%、14.82%。

□ 门店优化提质增效，利润拐点已现。在行业环境承压背景下，公司 2024 年关闭了 733 家门店以优化其门店网络（主要集中在下半年），在利于利润逐步释放的同时、会因基数问题给零售业务收入带来短期压力（2024 年增速 6.88%、2025Q1 增速-1.27%）。同时分产品看，中西成药业务表现稳定（2024 年收入增速 12.82%，2025Q1 收入增速 5.80%），消费性品种短期受大环境影响表现较弱（中参药材收入 2024 年增速-0.99%、2025Q1 增速-9.38%，非药品 2024 年增速-9.52%、2025Q1 增速-8.04%）。公司亦积极拥抱 AI 机遇，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准确智能的即时问答、客服回复和智能分析等功能，有利于提升经营效率。预计 2025 年整体利润增长将优于收入，零售收入增速下半年亦有望改善。

□ 扩张趋势不减，轻资产加盟模式实现门店快速加密。截至 2025 年一季报，公司总门店 16,622 家（含加盟店 6,239 家），2024 全年净增 2479 家（自建 907 + 并购 420 家 + 加盟 1,885 家 - 关闭 733 家，新进上海及内蒙古），2025Q1 净增 69 家（新开 54 家 + 加盟 189 家 - 关闭 174 家）。随着加盟门店的增加，加盟及分销业务 2024 年实现营收 39.40 亿元（+15.12%）、2025Q1 实现营收 11.30 亿元（+25.34%）。

□ 专业性药房资质稳步推进。2024 年末公司拥有 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 2822 家（门诊统筹定点门店 2065 家，双通道定点门店 652 家），门慢门特定点门店 1214 家（部分门店获得多项统筹报销定点资格）。

□ 盈利预测与投资建议：我们看好公司顺应行业发展趋势、优化门店网络提质增效、全国扩张市占率逐步提升，业绩拐点逐步体现，预计 2025-2027 年分别实现归母净利润 10.7/12.3/14.0 亿元，对应 PE18/16/14x，维持“增持”评级。

□ 风险提示：医保改革、统筹推进不及预期、竞争加剧等。

财务数据与估值

会计年度	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业总收入(百万元)	24531	26497	29146	32644	36887
同比增长	15%	8%	10%	12%	13%
营业利润(百万元)	1632	1354	1579	1809	2060
同比增长	15%	-17%	17%	15%	14%
归母净利润(百万元)	1166	915	1068	1225	1397
同比增长	13%	-22%	17%	15%	14%
每股收益(元)	1.02	0.80	0.94	1.08	1.23
PE	16.4	21.0	18.0	15.7	13.7
PB	2.8	2.8	2.6	2.3	2.1

资料来源：公司数据、招商证券

增持（维持）

消费品/生物医药

目标估值：NA

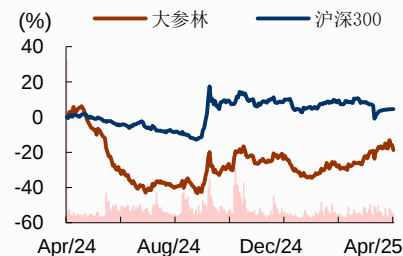
当前股价：16.84 元

基础数据

总股本（百万股）	1139
已上市流通股（百万股）	1139
总市值（十亿元）	19.2
流通市值（十亿元）	19.2
每股净资产（MRQ）	6.5
ROE（TTM）	13.3
资产负债率	67.8%
主要股东	柯云峰
主要股东持股比例	21.3%

股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	11	15	-14
相对表现	15	20	-21



资料来源：公司数据、招商证券

相关报告

- 1、《大参林（603233）—收入稳健增长，加盟业务快速扩张》2024-11-11
- 2、《大参林（603233）—全国扩张再进 3 省，利润有望逐步改善》2024-05-14
- 3、《大参林（603233）—强弱势区域兼顾，加盟业务快速放量》2023-11-02

梁广楷 S1090524010001

✉ liangguangkai@cmschina.com.cn

许菲菲 S1090520040003

✉ xufeifei@cmschina.com.cn

方秋实 S1090523040003

✉ fangqiushi@cmschina.com.cn

附：财务预测表

资产负债表

单位：百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
流动资产	10798	12586	12852	15533	18578
现金	4416	6217	5860	7704	9732
交易性投资	42	16	16	16	16
应收票据	4	6	6	7	8
应收款项	1216	1289	1418	1588	1795
其它应收款	437	400	440	493	557
存货	4181	4128	4529	5072	5732
其他	503	531	584	654	739
非流动资产	13325	13854	13388	12865	12364
长期股权投资	0	0	0	0	0
固定资产	2378	2986	3197	3271	3297
无形资产商誉	4904	5513	4962	4465	4019
其他	6044	5354	5229	5129	5049
资产总计	24123	26440	26240	28398	30942
流动负债	11454	13707	13069	14235	15650
短期借款	733	1778	1500	1500	1500
应付账款	6871	8433	9252	10362	11709
预收账款	362	409	449	502	568
其他	3487	3087	1869	1871	1873
长期负债	4737	4595	4595	4595	4595
长期借款	308	485	485	485	485
其他	4429	4110	4110	4110	4110
负债合计	16190	18302	17664	18830	20245
股本	1139	1139	1139	1139	1139
资本公积金	1515	1377	1377	1377	1377
留存收益	4170	4381	4743	5648	6677
少数股东权益	1109	1241	1317	1404	1504
归属于母公司所有者权益	6824	6897	7260	8164	9193
负债及权益合计	24123	26440	26240	28398	30942

现金流量表

单位：百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	3174	3106	4022	4288	4505
净利润	1231	980	1144	1312	1496
折旧摊销	487	1895	2633	2691	2670
财务费用	239	248	129	78	63
投资收益	(7)	(1)	(123)	(123)	(123)
营运资金变动	1247	(5)	234	325	395
其它	(24)	(11)	4	4	5
投资活动现金流	(2303)	(1939)	(2046)	(2046)	(2046)
资本支出	(1797)	(1476)	(2169)	(2169)	(2169)
其他投资	(507)	(463)	123	123	123
筹资活动现金流	(1649)	(932)	(2333)	(399)	(430)
借款变动	(1232)	432	(1498)	0	0
普通股增加	190	(0)	0	0	0
资本公积增加	(175)	(138)	0	0	0
股利分配	(569)	(706)	(706)	(321)	(368)
其他	138	(520)	(129)	(78)	(63)
现金净增加额	(779)	235	(357)	1844	2029

资料来源：公司数据、招商证券

利润表

单位：百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业总收入	24531	26497	29146	32644	36887
营业成本	15724	17401	19091	21382	24161
营业税金及附加	95	119	131	146	165
营业费用	5623	6193	6879	7671	8669
管理费用	1185	1231	1354	1567	1771
研发费用	81	52	57	64	72
财务费用	190	201	129	78	63
资产减值损失	(103)	(69)	(50)	(50)	(50)
公允价值变动收益	4	11	11	11	11
其他收益	90	112	112	112	112
投资收益	7	1	1	1	1
营业利润	1632	1354	1579	1809	2060
营业外收入	26	32	32	32	32
营业外支出	30	47	47	47	47
利润总额	1628	1340	1565	1794	2046
所得税	397	360	420	482	549
少数股东损益	64	65	76	87	100
归属于母公司净利润	1166	915	1068	1225	1397

主要财务比率

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
年成长率					
营业总收入	15%	8%	10%	12%	13%
营业利润	15%	-17%	17%	15%	14%
归母净利润	13%	-22%	17%	15%	14%
获利能力					
毛利率	35.9%	34.3%	34.5%	34.5%	34.5%
净利率	4.8%	3.5%	3.7%	3.8%	3.8%
ROE	17.9%	13.3%	15.1%	15.9%	16.1%
ROIC	14.7%	10.5%	11.3%	12.5%	12.8%
偿债能力					
资产负债率	67.1%	69.2%	67.3%	66.3%	65.4%
净负债比率	8.7%	13.2%	7.6%	7.0%	6.4%
流动比率	0.9	0.9	1.0	1.1	1.2
速动比率	0.6	0.6	0.6	0.7	0.8
营运能力					
总资产周转率	1.1	1.0	1.1	1.2	1.2
存货周转率	3.9	4.2	4.4	4.5	4.5
应收账款周转率	21.9	21.1	21.4	21.6	21.7
应付账款周转率	2.4	2.3	2.2	2.2	2.2
每股资料(元)					
EPS	1.02	0.80	0.94	1.08	1.23
每股经营净现金	2.79	2.73	3.53	3.77	3.96
每股净资产	5.99	6.06	6.37	7.17	8.07
每股股利	0.31	0.62	0.28	0.32	0.37
估值比率					
PE	16.4	21.0	18.0	15.7	13.7
PB	2.8	2.8	2.6	2.3	2.1
EV/EBITDA	16.1	10.4	7.5	7.1	6.8

分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

评级说明

报告中所涉及的投资评级采用相对评级体系，基于报告发布日后 6-12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期当地市场基准指数的市场表现预期。其中，A 股市场以沪深 300 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 指数为基准。具体标准如下：

股票评级

强烈推荐：预期公司股价涨幅超越基准指数 20%以上

增持：预期公司股价涨幅超越基准指数 5-20%之间

中性：预期公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间

减持：预期公司股价表现弱于基准指数 5%以上

行业评级

推荐：行业基本面向好，预期行业指数超越基准指数

中性：行业基本面稳定，预期行业指数跟随基准指数

回避：行业基本面转弱，预期行业指数弱于基准指数

重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价，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。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。