

公司研究

现金牛属性稳固，短期利润承压不改长期价值

——大参林（603233.SH）2024 年报及 2025 年一季报点评

要点

事件：1) 公司发布 2024 年报，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%；经营性净现金流 31.06 亿元，同比-2.13%；EPS（基本）0.81 元。

2) 公司发布 2025 年一季报，营业收入 69.56 亿元，同比+3.02%；归母净利润 4.60 亿元，同比+15.45%；扣非归母净利润 4.55 亿元，同比+14.82%；经营性净现金流 17.68 亿元，同比+44.14%。

点评：

消费力拖累短期业绩，现金牛属性稳固：2024Q1~2025Q1，公司单季度营业收入分别为 67.52/65.93/63.86/67.66/69.56 亿元，同比+13.54%/+9.07%/+11.42%/-0.63%/+3.02%；归母净利润 3.98/2.59/2.01/0.57/4.60 亿元，同比-19.79%/-38.40%/-21.95%/扭亏为盈/+15.45%。2024 年公司利润下滑主要原因包括：1) 消费力疲软导致非药品类（中药材、保健品等）需求下降；2) 新开门店处于培育期，销售费用有一定压力。公司现金流保持稳健，经营活动现金流净额 31.06 亿元，虽同比微降 2.13%，但仍维持在高位，显示主业“现金牛”属性稳固。

门店网络持续扩张，直营式加盟成效显著：截至 2024 年报门店总数达 16553 家（直营 10503 家+加盟 6050 家），全年净增 2479 家，覆盖 21 个省份，新进入上海、内蒙古，全国布局基本完成，2024H2 起进入区域加密阶段。2024 年新增 1885 家加盟店，“直营式加盟”模式通过标准化管理（统一品牌、供应链、数字化赋能）快速复制，提升行业集中度的同时反哺直营零售业务。

新零售日渐成熟，处方外流加速落地：截至 2024 年末 O2O 送药服务覆盖门店上线率达 80.38%，24 小时配送服务强化线上线下融合；B2C 业务通过“中央仓+省仓+地区仓+门店”模式覆盖全国，线上业务毛利率稳步提升。处方外流承接能力突出，截至 2024 年末，DTP 专业药房 248 家，门诊统筹定点门店 2065 家，双通道定点门店 652 家，有效受益于“医药分离”政策红利。

盈利预测、估值与评级：考虑到消费环境的变化，下调预测 2025~2026 年归母净利润为 10.48/12.35 亿元（原预测为 16.99/20.60 亿元，分别下调 38%/40%），新增预测 2027 年归母净利润为 14.37 元，同比+14.59%/17.77%/16.41%，现价对应 PE 分别为 20/17/15 倍。考虑到短期利润承压不改长期受益于人口老龄化和处方外流趋势，维持“买入”评级。

风险提示：消费复苏不及预期；行业竞争加剧；加盟业务管理风险。

公司盈利预测与估值简表

指标	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入（百万元）	24,531	26,497	28,857	31,555	34,628
营业收入增长率	15.45%	8.01%	8.91%	9.35%	9.74%
归母净利润（百万元）	1,166	915	1,048	1,235	1,437
归母净利润增长率	12.63%	-21.58%	14.59%	17.77%	16.41%
EPS（元）	1.02	0.80	0.92	1.08	1.26
ROE（归属母公司）（摊薄）	17.09%	13.26%	13.81%	14.73%	15.47%
P/E	18	23	20	17	15
P/B	3.1	3.1	2.8	2.5	2.3

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为 2025-04-29

买入（维持）

当前价：18.58 元

作者

分析师：王明瑞

执业证书编号：S0930520080004

021-52523867

wangmingrui@ebsecn.com

分析师：黄素青

执业证书编号：S0930521080001

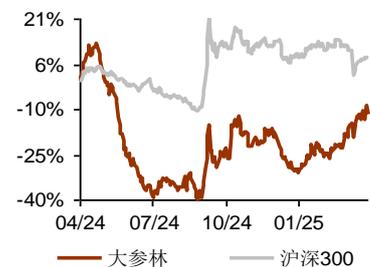
021-52523570

huangsuqing@ebsecn.com

市场数据

总股本(亿股)	11.39
总市值(亿元)	211.60
一年最低/最高(元)	11.68/22.33
近 3 月换手率	43.65%

股价相对走势



收益表现

%	1M	3M	1Y
相对	16.11	33.24	-14.59
绝对	13.22	32.71	-10.41

资料来源：Wind

财务报表与盈利预测

利润表 (百万元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入	24,531	26,497	28,857	31,555	34,628
营业成本	15,724	17,401	19,085	21,018	23,219
折旧和摊销	1,448	1,602	1,029	1,060	1,094
税金及附加	95	119	129	138	152
销售费用	5,623	6,193	6,637	7,037	7,445
管理费用	1,185	1,231	1,414	1,483	1,628
研发费用	81	52	84	92	101
财务费用	190	201	55	66	73
投资收益	7	1	1	1	1
营业利润	1,632	1,354	1,532	1,815	2,115
利润总额	1,628	1,340	1,519	1,804	2,106
所得税	397	360	380	451	526
净利润	1,231	980	1,140	1,353	1,579
少数股东损益	64	65	91	119	142
归属母公司净利润	1,166	915	1,048	1,235	1,437
EPS (元)	1.02	0.80	0.92	1.08	1.26

现金流量表 (百万元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	3,174	3,106	1,905	2,783	3,090
净利润	1,166	915	1,048	1,235	1,437
折旧摊销	1,448	1,602	1,029	1,060	1,094
净营运资金增加	-725	-637	812	235	269
其他	1,284	1,227	-984	253	290
投资活动产生现金流	-2,303	-1,939	-1,311	-1,399	-1,299
净资本支出	-1,782	-1,447	-1,514	-1,400	-1,300
长期投资变化	0	0	0	0	0
其他资产变化	-521	-492	203	1	1
融资活动现金流	-1,649	-932	-1,040	-845	-1,177
股本变化	190	0	0	0	0
债务净变化	285	1,417	-632	-332	-574
无息负债变化	1,928	694	668	981	1,116
净现金流	-779	235	-445	540	615

主要指标

盈利能力 (%)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
毛利率	35.9%	34.3%	33.9%	33.4%	32.9%
EBITDA 率	15.1%	13.5%	9.2%	9.4%	9.6%
EBIT 率	8.1%	6.3%	5.6%	6.0%	6.4%
税前净利润率	6.6%	5.1%	5.3%	5.7%	6.1%
归母净利润率	4.8%	3.5%	3.6%	3.9%	4.2%
ROA	5.1%	3.7%	4.2%	4.7%	5.2%
ROE (摊薄)	17.1%	13.3%	13.8%	14.7%	15.5%
经营性 ROIC	12.9%	10.3%	9.3%	10.5%	11.8%

偿债能力	2023	2024	2025E	2026E	2027E
资产负债率	67%	69%	67%	66%	64%
流动比率	0.94	0.92	0.96	0.91	0.97
速动比率	0.58	0.62	0.60	0.57	0.60
归母权益/有息债务	1.99	1.42	1.80	2.16	2.81
有形资产/有息债务	5.36	4.14	4.96	5.79	7.28

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测

资产负债表 (百万元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
总资产	24,123	26,440	27,262	28,818	30,409
货币资金	4,416	6,217	5,771	6,311	6,926
交易性金融资产	42	16	15	15	15
应收账款	1,216	1,289	1,369	1,497	1,642
应收票据	4	6	0	0	0
其他应收款 (合计)	437	400	462	506	555
存货	4,181	4,128	4,826	5,311	5,864
其他流动资产	264	351	351	351	351
流动资产合计	10,798	12,586	12,992	14,208	15,594
其他权益工具	0	0	0	0	0
长期股权投资	0	0	0	0	0
固定资产	2,378	2,986	3,287	3,512	3,647
在建工程	875	488	658	764	820
无形资产	1,859	1,969	1,962	1,956	1,951
商誉	3,024	3,522	3,522	3,522	3,522
其他非流动资产	101	22	22	22	22
非流动资产合计	13,325	13,854	14,270	14,610	14,815
总负债	16,190	18,302	18,337	18,986	19,528
短期借款	733	1,778	1,246	2,299	1,719
应付账款	2,746	2,832	3,220	3,546	3,917
应付票据	4,124	5,601	5,574	6,139	6,782
预收账款	7	9	9	10	11
其他流动负债	14	19	19	19	19
流动负债合计	11,454	13,707	13,553	15,587	16,123
长期借款	308	485	490	495	500
应付债券	1,330	1,361	1,390	0	0
其他非流动负债	29	52	52	52	52
非流动负债合计	4,737	4,595	4,784	3,399	3,404
股东权益	7,933	8,138	8,925	9,832	10,881
股本	1,139	1,139	1,139	1,139	1,139
公积金	1,841	1,833	1,858	1,858	1,858
未分配利润	3,684	3,836	4,507	5,295	6,202
归属母公司权益	6,824	6,897	7,592	8,381	9,288
少数股东权益	1,109	1,241	1,332	1,451	1,593

费用率	2023	2024	2025E	2026E	2027E
销售费用率	22.92%	23.37%	23.00%	22.30%	21.50%
管理费用率	4.83%	4.65%	4.90%	4.70%	4.70%
财务费用率	0.78%	0.76%	0.19%	0.21%	0.21%
研发费用率	0.33%	0.20%	0.29%	0.29%	0.29%
所得税率	24%	27%	25%	25%	25%

每股指标	2023	2024	2025E	2026E	2027E
每股红利	0.31	0.31	0.39	0.47	0.54
每股经营现金流	2.79	2.73	1.67	2.44	2.71
每股净资产	5.99	6.06	6.67	7.36	8.16
每股销售收入	21.54	23.27	25.34	27.71	30.41

估值指标	2023	2024	2025E	2026E	2027E
PE	18	23	20	17	15
PB	3.1	3.1	2.8	2.5	2.3
EV/EBITDA	7.9	8.4	10.6	9.4	8.4
股息率	1.7%	1.7%	2.1%	2.5%	2.9%

行业及公司评级体系

	评级	说明
行业及公司评级	买入	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上
	增持	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
	中性	未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
	减持	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；
	卖出	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；
	无评级	因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。
基准指数说明：		A 股市场基准为沪深 300 指数；香港市场基准为恒生指数；美国市场基准为纳斯达克综合指数或标普 500 指数。

分析、估值方法的局限性说明

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。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证，本研究报告中任何关于发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。研究人员获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

法律主体声明

本报告由光大证券股份有限公司制作，光大证券股份有限公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格，负责本报告在中华人民共和国境内（仅为本报告目的，不包括港澳台）的分销。本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格编号已披露在报告首页。

中国光大证券国际有限公司和 Everbright Securities(UK) Company Limited 是光大证券股份有限公司的关联机构。

特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）成立于 1996 年，是中国证监会批准的首批三家创新试点证券公司之一，也是世界 500 强企业——中国光大集团股份公司的核心金融服务平台之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可，本公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。此外，本公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整且不予通知。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。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表述的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。投资者应当充分考虑自身特定状况，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。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

不同时期，本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理子公司、自营部门以及其他投资业务板块可能会独立做出与本报告的意见或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在做出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅向特定客户传送。本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、复制、转载、刊登、发表、篡改或引用。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失，本公司保留追究一切法律责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

光大证券股份有限公司版权所有。保留一切权利。

光大证券研究所

上海

静安区新闻路 1508 号
静安国际广场 3 楼

北京

西城区武定侯街 2 号
泰康国际大厦 7 层

深圳

福田区深南大道 6011 号
NEO 绿景纪元大厦 A 座 17 楼

光大证券股份有限公司关联机构

香港

中国光大证券国际有限公司
香港铜锣湾希慎道 33 号利园一期 28 楼

英国

Everbright Securities(UK) Company Limited
6th Floor, 9 Appold Street, London, United Kingdom, EC2A 2AP