

2025Q1 利润稳健，门店优化推动长期发展

买入 (维持)

——大参林 (603233) 点评报告

2025 年 05 月 07 日

事件:

4 月 26 日，公司发布 2024 年年报和 2025 年一季报。2024 年，公司实现总营业收入 264.97 亿元 (+8.01%)；实现归母净利润 9.15 亿元 (-21.58%)。2025Q1，公司实现总营业收入 69.56 亿元 (+3.02%)；实现归母净利润 4.60 亿元 (+15.45%)。

投资要点:

深耕华南，积极实施省外扩张战略

公司持续新开门店、并购和新拓展加盟等方式，继续下沉已布局区域的二、三级市场，同步开拓重要区域的新市场，保持零售业务规模优势。截至 2025Q1，公司拥有门店 16,622 家 (含加盟店 6,239 家)，净增门店 69 家。2025Q1，公司华南/华中/华东/东北华北西南和西北地区收入分别为 43.03/6.76/5.47/12.20 亿元，同比增速分别为 -0.94%/8.31%/5.16%/10.70%，可以看出公司华南以外市场增长较强势。公司持续推进强势区域的加密以及弱势区域的突破，并不断拓展空白区域，积极实施省外扩张战略，东北、华北、西北及西南地区主要是通过门店并购带来的销售增长贡献。

零售业务发展稳定，中西成药需求稳定

2025Q1，公司零售业务收入 56.18 亿元 (-1.27%)，加盟和分销业务收入 11.30 亿元 (+25.34%)。一季度零售收入出现了负增长，主要原因是本期公司优化门店布局关闭了 174 家门店，同时 2024 年一季度爆发流感导致零售收入较高，剔除以上因素，整个零售板块发展健康、稳定、向好。分品类看，中西成药收入 53.24 亿元 (+5.80%)，中参药材 7.14 亿元 (-9.38%)，非药类 7.09 亿元 (-8.04%)。2025 年第一季度增长最快的是中西成药类，增速达 5.80%，主要原因是中西成药属于必选消费以及药店的引流品，需求较为稳定，持续保持较快的增长趋势。

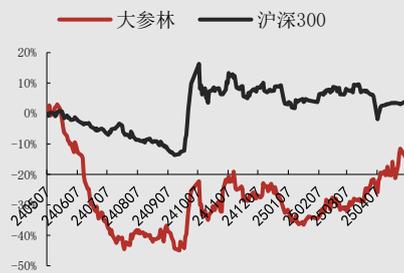
费用优化

公司 2025 年一季度销售毛利率为 34.98% (同比减少 0.48 个百分点)，其中，零售/加盟及分销业务毛利率分别为 37.72%/9.43%，分别同比增

基础数据

总股本 (百万股)	1,138.85
流通 A 股 (百万股)	1,138.85
收盘价 (元)	18.25
总市值 (亿元)	207.84
流通 A 股市值 (亿元)	207.84

个股相对沪深 300 指数表现



数据来源: 聚源, 万联证券研究所

相关研究

深耕华南，拓展全国，规模领先的连锁药店

分析师:

黄婧婧

执业证书编号:

S0270522030001

电话:

18221003557

邮箱:

huangjj@wlzq.com.cn

	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入 (百万元)	26496.55	29080.07	32344.52	36435.49
增长率 (%)	8.01	9.75	11.23	12.65
归母净利润 (百万元)	914.75	1084.80	1222.67	1426.05
增长率 (%)	-21.58	18.59	12.71	16.63
每股收益 (元)	0.80	0.95	1.07	1.25
市盈率 (倍)	22.72	19.16	17.00	14.57
市净率 (倍)	3.01	2.91	2.80	2.68

数据来源: 携宁科技云估值, 万联证券研究所

加 0.21 个百分点和减少 1.75 个百分点，中西成药/中参药材/非药类毛利率分别为 30.59%/42.34%/41.51%，分别同比减少 0.69/增加 0.07/减少 0.97 个百分点。公司销售/管理/财务占总营收比例分别为 20.88%（同比减少 0.86 个百分点）/3.95%（同比减少 0.22 个百分点）/0.62%（同比减少 0.13 个百分点），三费合计 25.46%（同比减少 1.22 个百分点）。

盈利预测与投资建议：处方外流趋势下，门诊统筹加速药品院外市场发展。公司是药品零售行业龙头，有望在稳固华南地区优势地位的同时，提高省外门店业绩和经营效率，提升公司整体盈利水平和管理效率。根据公司最新发布的公告，我们调整公司盈利预测，预计公司 2025/2026/2027 年归母净利润分别为 10.85 亿元/12.23 亿元/14.26 亿元（调整前为 11.44 亿元/13.07 亿元/-），对应 EPS0.95 元/股、1.07 元/股、1.25 元/股，对应 PE 为 19.16/17.00/14.57（对应 2025 年 5 月 6 日收盘价 18.25 元），维持“买入”评级。

风险因素：行业政策风险、市场竞争加剧的风险、并购门店经营不达预期的风险

利润表 (百万元)

	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	26497	29080	32345	36435
同比增速 (%)	8.01	9.75	11.23	12.65
营业成本	17401	18989	21274	24101
毛利	9095	10091	11070	12335
营业收入 (%)	34.33	34.70	34.23	33.85
税金及附加	119	116	129	146
营业收入 (%)	0.45	0.40	0.40	0.40
销售费用	6193	6979	7698	8380
营业收入 (%)	23.37	24.00	23.80	23.00
管理费用	1231	1396	1456	1567
营业收入 (%)	4.65	4.80	4.50	4.30
研发费用	52	81	91	102
营业收入 (%)	0.20	0.28	0.28	0.28
财务费用	201	181	191	184
营业收入 (%)	0.76	0.62	0.59	0.51
资产减值损失	-60	0	0	0
信用减值损失	-28	0	0	0
其他收益	112	110	126	0
投资收益	1	0	0	0
净敞口套期收益	0	0	0	0
公允价值变动收益	11	0	0	0
资产处置收益	19	40	45	0
营业利润	1354	1488	1677	1956
营业收入 (%)	5.11	5.12	5.18	5.37
营业外收支	-14	-1	-1	-1
利润总额	1340	1487	1676	1955
营业收入 (%)	5.06	5.11	5.18	5.36
所得税费用	360	357	402	469
净利润	980	1130	1274	1485
营业收入 (%)	3.70	3.89	3.94	4.08
归属于母公司的净利润	915	1085	1223	1426
同比增速 (%)	-21.58	18.59	12.71	16.63
少数股东损益	65	45	51	59
EPS (元/股)	0.80	0.95	1.07	1.25

基本指标

	2024A	2025E	2026E	2027E
EPS	0.80	0.95	1.07	1.25
BVPS	6.06	6.28	6.53	6.82
PE	22.72	19.16	17.00	14.57
PEG	-1.05	1.03	1.34	0.88
PB	3.01	2.91	2.80	2.68
EV/EBITDA	5.34	7.95	6.83	5.73
ROE	13.26%	15.17%	16.45%	18.36%
ROIC	7.29%	7.70%	8.25%	9.02%

资产负债表 (百万元)

	2024A	2025E	2026E	2027E
货币资金	6217	6934	8622	10415
交易性金融资产	16	16	16	16
应收票据及应收账款	1295	1424	1587	1785
存货	4128	4863	5349	6040
预付款项	180	343	320	368
合同资产	0	0	0	0
其他流动资产	751	830	879	942
流动资产合计	12586	14410	16772	19566
长期股权投资	0	0	0	0
固定资产	2986	2865	2718	2547
在建工程	488	646	807	969
无形资产	1969	1928	1885	1839
商誉	3522	3822	4122	4422
递延所得税资产	232	246	246	246
其他非流动资产	4657	4231	3762	3253
资产总计	26440	28147	30311	32842
短期借款	1778	2078	2278	2478
应付票据及应付账款	8433	8834	9935	11311
预收账款	9	8	10	11
合同负债	399	459	496	563
应付职工薪酬	496	622	668	756
应交税费	260	314	345	385
其他流动负债	4108	4666	5062	5414
流动负债合计	13707	14902	16515	18440
长期借款	485	585	685	785
应付债券	1361	1376	1391	1406
递延所得税负债	0	0	0	0
其他非流动负债	2749	2848	2948	3048
负债合计	18302	19711	21539	23679
归属于母公司的所有者权益	6897	7150	7434	7766
少数股东权益	1241	1286	1337	1397
股东权益	8138	8436	8771	9163
负债及股东权益	26440	28147	30311	32842

现金流量表 (百万元)

	2024A	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流净额	3106	2259	3411	3738
投资	-508	0	0	0
资本性支出	-1447	-910	-906	-951
其他	16	-4	0	0
投资活动现金流净额	-1939	-914	-906	-951
债权融资	-33	79	115	115
股权融资	101	0	0	0
银行贷款增加 (减少)	1222	400	300	300
筹资成本	-797	-1106	-1233	-1408
其他	-1425	-1	0	0
筹资活动现金流净额	-932	-628	-818	-993
现金净流量	235	717	1687	1794

数据来源: 携宁科技云估值, 万联证券研究所

行业投资评级

强于大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10%以上；

同步大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10%至-10%之间；

弱于大市：未来6个月内行业指数相对大盘跌幅10%以上。

公司投资评级

买入：未来6个月内公司相对大盘涨幅15%以上；

增持：未来6个月内公司相对大盘涨幅5%至15%；

观望：未来6个月内公司相对大盘涨幅-5%至5%；

卖出：未来6个月内公司相对大盘跌幅5%以上。

基准指数：沪深300指数

风险提示

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取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

证券分析师承诺

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并登记为证券分析师，以勤勉的执业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

免责声明

万联证券股份有限公司（以下简称“本公司”）是一家覆盖证券经纪、投资银行、投资管理和证券咨询等多项业务的全国性综合类证券公司。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告仅供本公司的客户使用。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。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可情况下，本公司或其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，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或类似的金融服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司认为可靠且已公开的信息撰写，本公司力求但不保证这些信息的准确性及完整性，也不保证文中的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。分析师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。

本报告的版权仅为本公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、发表和引用。未经我方许可而引用、刊发或转载的引起法律后果和造成我公司经济损失的概由对方承担，我公司保留追究的权利。

万联证券股份有限公司 研究所

上海浦东新区世纪大道 1528 号陆家嘴基金大厦

北京西城区平安里西大街 28 号中海国际中心

深圳福田区深南大道 2007 号金地中心

广州天河区珠江东路 11 号高德置地广场