

大参林(603233)

报告日期: 2025 年 05 月 08 日

2025 年利润高增可期

——大参林 2024 年报及 2025 年一季报点评报告

投资要点

公司 2024 年营业收入 264.97 亿元（同比+8.01%），归母净利润 9.15 亿元（同比-21.58%）；其中 Q4 收入 67.66 亿元（同比-0.63%），归母净利润 0.57 亿元（同比+820%），主要受年末闭店计提及费用拖累。2025 年 Q1 收入 69.56 亿元（同比+3.02%），归母净利润 4.60 亿元（同比+15.45%），盈利质量显著提升。我们认为，随着公司闭店及开店节奏恢复，经营管理持续强化等，2025 年利润有望高增。

□ 成长性：2025 年收入利润增长可期

（1）门店扩张趋势放缓，更注重经营效率。2024 年，公司净增门店 2479 家，其中新开门店 907 家，收购门店 420 家，加盟店 1885 家，关闭门店 733 家（2024 年 1-9 月净增门店 2379 家，其中新开门店 841 家，收购门店 420 家，加盟店 1570 家，关闭门店 452 家）。截至 2024 年末，公司 16553 家（含加盟店 6050 家）。2025 年 Q1 公司净增门店 69 家，行业出清等趋势下，公司闭店率较高，开店节奏明显放缓。我们认为，行业出清趋势仍在，但公司作为龙头企业有望拥有更高市占率，在扩张策略上未来 2-3 年或更注重门店的经营效率和盈利能力。

（2）成熟品牌的市场效应和积极的省外拓展战略有望助力公司销售长期稳健增长：公司 2024 年在华南/华中/华东/东北华北西南及西北实现营收同比增速 1.91%/7.83%/14.09%/34.42%，新区域仍保持较高的收入增长，我们认为，随着公司区域新开门店逐步进入盈利周期以及门店稳步扩张，公司新区域收入仍有望保持较好增长。

（3）统筹门店占比提升，有望带来收入新增量。2024 年公司统筹药店增至 2822 家（2023 年末 1985 家），DTP 药房 248 家（2023 年末 227 家），我们认为，随着公司统筹门店逐步落地，有望带来客流新增量，拉动收入利润进一步提升。

□ 盈利能力：降本增效，净利率有望提升

（1）2025 年精细化管理下，毛利率或略升。2024 年公司毛利率为 34.33%，同比下降 1.57pct，2024 年增长最快的品类是中西成药类，增速达 12.82%，收入占比大幅提升。2025 年 Q1 公司毛利率 34.98%，同比下降 0.48pct，我们认为，随着公司区域拓展以及处方药等收入占比的提升，公司长期毛利率或将缓降，但 2025 年在精细化管理与低基数影响下，毛利率或略有回升；（2）策略调整下，盈利能力有望改善。2024 年公司净利率为 3.70%，同比下降 1.32pct，关店等影响下净利率降幅较大；2025 年 Q1 净利率 7.15%（同比+0.43pct）。我们认为，随着公司门店扩张策略的调整和新开门店盈利能力逐步好转，2025 年盈利能力或将改善。

□ 营运能力：存货周转率持续上升

2024 年公司存货周转率（wind 计算值）4.19 次，同比提升 0.29 次。2021-2024 年，公司存货周转率分别为 3.28/3.52/3.90/4.19（次），在精细化管理强化、加盟门店占比提升等驱动下，存货周转率持续上行。我们认为，公司数字化投入持续有望带来 sku 精细化管理能力的稳步提升，带动存货周转率上升。

□ 盈利预测及估值

基于以上分析，我们预计公司 2025-2027 年营业总收入分别为 299.20/338.31/370.79 亿元，分别同比增长 12.92%、13.07%、9.60%；归母净利润 11.39/14.06/15.35 亿元，分别同比增长 24.48%、23.51%、9.13%，对应 EPS 为 1.00/1.23/1.35 元，对应 2025 年 18 倍 PE，维持“增持”评级。

□ 风险提示

行业竞争加剧的风险；政策变动的风险；需求波动的风险。

投资评级：增持(维持)

分析师：司清蕊

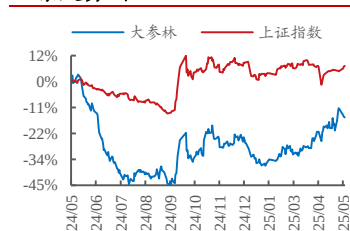
执业证书号：S1230523080006

siqingrui@stocke.com.cn

基本数据

收盘价	¥ 18.06
总市值(百万元)	20,567.59
总股本(百万股)	1,138.85

股票走势图



相关报告

- 1 《存货周转上行，全年收入有望较好增长》2024.11.03
- 2 《门店保持高增，存货周转上行》2024.09.08
- 3 《门店拓展加速，存货周转上行》2024.05.05

财务摘要

(百万元)	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入	26496.55	29920.41	33830.77	37079.45
(+/-) (%)	8.01%	12.92%	13.07%	9.60%
归母净利润	914.75	1138.72	1406.44	1534.84
(+/-) (%)	-21.58%	24.48%	23.51%	9.13%
每股收益(元)	0.80	1.00	1.23	1.35
P/E	22	18	15	13

资料来源: wind, 浙商证券研究所

表附录：三大报表预测值

资产负债表

(百万元)	2024	2025E	2026E	2027E
流动资产	12586	14295	17328	20212
现金	6217	6455	8937	11209
交易性金融资产	16	16	16	16
应收账款	1295	1372	1471	1511
其它应收款	400	501	560	598
预付账款	180	474	368	415
存货	4128	5204	5681	6157
其他	351	273	296	307
非流动资产	13854	13822	13916	14128
金融资产类	0	0	0	0
长期投资	0	0	0	0
固定资产	2986	3107	3129	3242
无形资产	1969	2084	2196	2307
在建工程	488	270	136	173
其他	8410	8360	8456	8406
资产总计	26440	28116	31244	34340
流动负债	13707	13939	15649	17069
短期借款	1778	1070	1194	1347
应付款项	8433	9054	10225	11421
预收账款	9	7	10	11
其他	3486	3809	4221	4290
非流动负债	4595	4736	4662	4707
长期借款	485	485	485	485
其他	4110	4251	4177	4222
负债合计	18302	18675	20311	21776
少数股东权益	1241	1305	1390	1486
归属母公司股东权益	6897	8137	9543	11078
负债和股东权益	26440	28116	31244	34340

现金流量表

(百万元)	2024	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	3106	1964	3326	3379
净利润	980	1202	1492	1631
折旧摊销	1895	493	519	543
财务费用	201	349	311	284
投资损失	(1)	(4)	(4)	(3)
营运资金变动	968	596	1375	994
其它	(937)	(672)	(367)	(69)
投资活动现金流	(1939)	(599)	(704)	(1002)
资本支出	(222)	(100)	(100)	(380)
长期投资	0	(0)	0	(0)
其他	(1717)	(499)	(604)	(622)
筹资活动现金流	(932)	(1127)	(140)	(105)
短期借款	1045	(709)	124	153
长期借款	177	0	0	0
其他	(2154)	(418)	(264)	(258)
现金净增加额	235	238	2482	2272

利润表

(百万元)	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入	26497	29920	33831	37079
营业成本	17401	19609	22176	24343
营业税金及附加	119	121	140	156
营业费用	6193	6803	7574	8297
管理费用	1231	1388	1570	1720
研发费用	52	60	70	80
财务费用	201	349	311	284
资产减值损失	88	99	112	123
公允价值变动损益	11	11	11	11
投资净收益	1	4	4	3
其他经营收益	131	106	115	117
营业利润	1354	1611	2009	2207
营业外收支	(14)	(8)	(9)	(10)
利润总额	1340	1603	2000	2197
所得税	360	401	508	566
净利润	980	1202	1492	1631
少数股东损益	65	64	85	96
归属母公司净利润	915	1139	1406	1535
EBITDA	3259	2242	2629	2821
EPS (最新摊薄)	0.80	1.00	1.23	1.35

主要财务比率

	2024	2025E	2026E	2027E
成长能力				
营业收入	8.01%	12.92%	13.07%	9.60%
营业利润	-17.02%	18.99%	24.69%	9.86%
归属母公司净利润	-21.58%	24.48%	23.51%	9.13%
获利能力				
毛利率	34.33%	34.46%	34.45%	34.35%
净利率	3.70%	4.02%	4.41%	4.40%
ROE	11.38%	12.95%	13.81%	13.06%
ROIC	7.61%	9.59%	10.38%	10.00%
偿债能力				
资产负债率	69.22%	66.42%	65.01%	63.41%
净负债比率	19.03%	14.14%	13.78%	13.66%
流动比率	0.92	1.03	1.11	1.18
速动比率	0.62	0.65	0.74	0.82
营运能力				
总资产周转率	1.05	1.10	1.14	1.13
应收账款周转率	21.16	21.79	21.73	21.40
应付账款周转率	6.24	6.12	5.98	6.05
每股指标(元)				
每股收益	0.80	1.00	1.23	1.35
每股经营现金	2.73	1.72	2.92	2.97
每股净资产	6.06	7.14	8.38	9.73
估值比率				
P/E	22.48	18.06	14.62	13.40
P/B	2.98	2.53	2.16	1.86
EV/EBITDA	5.64	9.34	7.08	5.91

资料来源：wind，浙商证券研究所

股票投资评级说明

以报告日后的 6 个月内，证券相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

1. 买入：相对于沪深 300 指数表现 + 20% 以上；
2. 增持：相对于沪深 300 指数表现 + 10% ~ + 20%；
3. 中性：相对于沪深 300 指数表现 - 10% ~ + 10% 之间波动；
4. 减持：相对于沪深 300 指数表现 - 10% 以下。

行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

1. 看好：行业指数相对于沪深 300 指数表现 + 10% 以上；
2. 中性：行业指数相对于沪深 300 指数表现 - 10% ~ + 10% 以上；
3. 看淡：行业指数相对于沪深 300 指数表现 - 10% 以下。

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。投资者不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

法律声明及风险提示

本报告由浙商证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，经营许可证编号为：Z39833000）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但浙商证券股份有限公司及其关联机构（以下统称“本公司”）对这些信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不发生任何变更。本公司没有将变更的信息和建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告仅供本公司的客户作参考之用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告仅反映报告作者的出具日的观点和判断，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，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。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本公司的交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理公司、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告版权均归本公司所有，未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、发布、传播本报告的全部或部分内容。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明本报告发布人和发布日期，并提示使用本报告的风险。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。

浙商证券研究所

上海总部地址：杨高南路 729 号陆家嘴世纪金融广场 1 号楼 25 层

北京地址：北京市东城区朝阳门北大街 8 号富华大厦 E 座 4 层

深圳地址：广东省深圳市福田区广电金融中心 33 层

上海总部邮政编码：200127

上海总部电话：(8621) 80108518

上海总部传真：(8621) 80106010

浙商证券研究所：<https://www.stocke.com.cn>