

收入稳健增长，利润拐点已现

核心观点

- 24 年业绩承压，25Q1 利润环比修复。**2024 年，公司实现营收 265.0 亿元（同比+8.0%），系零售业已有店的内生增长及新开、行业并购而新增门店的业绩贡献所致；实现归母净利润 9.1 亿元（同比-21.6%），系消费力下降、尚在培育期的新店较多等原因导致毛利率下降及销售费用率增加所致。2025Q1，公司实现营收 69.6 亿元（同比+3.0%，环比+2.8%）；实现归母净利润 4.6 亿元（同比+15.4%，环比+712.3%），显著修复。
- 零售业务持续扩大，加盟及分销业务表现亮眼。**分业务来看，2024 年，公司零售业务实现 219.2 亿元（同比+6.9%，占比 82.7%），系不断扩大的直营门店数量以及次新店和老店的内生增长所致，毛利率为 36.6%（同比-1.5pct）。同时，公司利用直营式加盟店的特点及优势，在弱势区域迅速布局直营式加盟店，带动加盟及分销业务收入的快速增长，2024 年加盟及分销业务实现收入 39.4 亿元（同比+15.1%，占比 14.9%），毛利率为 11.2%（同比-0.1pct），直营式加盟进一步提升公司的销售规模，规模优势得以进一步加强并反哺直营零售业务。
- 门店网络进一步扩张，新零售快速增长。**2024 年，公司新开自建门店 907 家，并购门店 420 家，加盟门店 1885 家，新进上海市及内蒙古自治区；并动态优化门店网络，关闭门店 733 家。截至 2024 年底，公司门店数量达 16553 家，其中直营门店 10503 家，加盟门店 6050 家。同时，公司积极开拓新零售业务，截至 2024 年底，O2O 送药服务覆盖门店上线率达到 80.4%，B2C 业务覆盖全国。且公司持续优化新零售业务团队架构及业务流程，线上业务规模实现快速增长。

盈利预测与投资建议

- 根据 2024 年报及 2025 年一季报，我们下调收入预测，上调销售费用率预测，预测公司 2025-2027 年归母净利润为 10.73/12.47/13.95 亿元（原预测 25-26 年归母净利润为 14.88/17.89 亿元），参考可比公司给予公司 2025 年 PE 估值 21X，对应目标价 19.74 元，维持给予“买入”评级。

风险提示

- 带量采购导致的风险、门店扩张不及预期的风险、市场竞争加剧风险

公司主要财务信息

	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	24,531	26,497	29,649	33,012	36,383
同比增长(%)	15.5%	8.0%	11.9%	11.3%	10.2%
营业利润(百万元)	1,632	1,354	1,450	1,682	1,880
同比增长(%)	14.9%	-17.0%	7.1%	16.1%	11.8%
归属母公司净利润(百万元)	1,166	915	1,073	1,247	1,395
同比增长(%)	12.6%	-21.6%	17.3%	16.2%	11.9%
每股收益(元)	1.02	0.80	0.94	1.09	1.22
毛利率(%)	35.9%	34.3%	35.0%	35.1%	35.5%
净利率(%)	4.8%	3.5%	3.6%	3.8%	3.8%
净资产收益率(%)	17.9%	13.3%	14.3%	14.7%	15.1%
市盈率	17.0	21.7	18.5	15.9	14.2
市净率	2.9	2.9	2.5	2.2	2.0

资料来源：公司数据，东方证券研究所预测。每股收益使用最新股本全面摊薄计算。

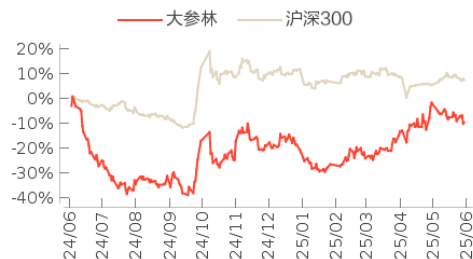
有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

投资评级 买入（维持）

股价（2025年05月30日）	17.4 元
目标价格	19.74 元
52 周最高价/最低价	19.54/11.68 元
总股本/流通 A 股（万股）	113,885/113,885
A 股市值（百万元）	19,816
国家/地区	中国
行业	医药生物
报告发布日期	2025 年 06 月 04 日

股价表现

	1 周	1 月	3 月	12 月
绝对表现%	-0.57	-8.03	19.1	-9.53
相对表现%	0.51	-9.88	20.38	-16.37
沪深 300%	-1.08	1.85	-1.28	6.84



证券分析师

伍云飞 wuyunfei1@orientsec.com.cn
执业证书编号：S0860524020001
香港证监会牌照：BRX199

联系人

陆佳晶 lujiating@orientsec.com.cn

相关报告

业绩短期波动，门店加速扩张：——大参林 2024-09-09
林 2024 中报点评
业绩稳定增长，门店规模持续扩张：——大参林 2023 年三季报点评

表 1：可比公司估值表（2025 年 5 月 30 日收盘价）

公司	代码	最新价格(元)	每股收益（元）			市盈率		
			2024A	2025E	2026E	2024A	2025E	2026E
益丰药房	603939	26.06	1.26	1.45	1.69	20.67	17.93	15.45
老百姓	603883	19.24	0.68	0.99	1.15	28.17	19.44	16.76
一心堂	002727	16.88	0.19	0.97	1.14	86.61	17.32	14.82
健之佳	605266	22.67	0.83	1.73	2.08	27.34	13.13	10.89
爱尔眼科	300015	12.41	0.38	0.44	0.51	32.55	28.14	24.29
通策医疗	600763	41.32	1.12	1.21	1.34	36.86	34.12	30.85
	最大值					86.61	34.12	30.85
	最小值					20.67	13.13	10.89
	平均数					38.70	21.68	18.84
	调整后平均						21	18

数据来源：wind，东方证券研究所

附表：财务报表预测与比率分析

资产负债表					
单位:百万元	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
货币资金	4,416	6,217	2,174	2,393	3,444
应收票据及应收账款	1,234	1,303	1,314	1,560	1,740
预付账款	239	180	362	440	519
存货	4,181	4,128	5,574	6,151	6,445
其他	727	758	768	826	878
流动资产合计	10,798	12,586	10,192	11,371	13,026
长期股权投资	0	0	0	0	0
固定资产	2,378	2,986	3,080	3,177	3,268
在建工程	875	488	655	788	894
无形资产	1,859	1,969	1,968	1,966	1,962
其他	8,214	8,410	8,543	9,070	9,249
非流动资产合计	13,325	13,854	14,247	15,001	15,372
资产总计	24,123	26,440	24,440	26,372	28,398
短期借款	733	1,778	713	817	948
应付票据及应付账款	6,871	8,433	8,917	9,876	10,843
其他	3,850	3,496	995	1,093	1,179
流动负债合计	11,454	13,707	10,626	11,786	12,969
长期借款	308	485	485	485	485
应付债券	1,330	1,361	1,263	1,263	1,263
其他	3,099	2,749	2,751	2,755	2,760
非流动负债合计	4,737	4,595	4,499	4,503	4,508
负债合计	16,190	18,302	15,125	16,290	17,477
少数股东权益	1,109	1,241	1,244	1,248	1,252
股本	1,139	1,139	1,139	1,139	1,139
资本公积	1,325	1,188	1,288	1,288	1,288
留存收益	4,170	4,381	5,454	6,218	7,052
其他	190	190	190	190	190
股东权益合计	7,933	8,138	9,315	10,083	10,921
负债和股东权益总计	24,123	26,440	24,440	26,372	28,398

现金流量表					
单位:百万元	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
净利润	1,231	980	1,076	1,250	1,399
折旧摊销	459	506	416	449	484
财务费用	190	201	194	144	145
投资损失	(7)	(1)	(5)	(5)	(5)
营运资金变动	1,319	1,097	(2,489)	33	412
其它	(18)	324	6	19	(2)
经营活动现金流	3,174	3,106	(802)	1,890	2,433
资本支出	(2,240)	(480)	(576)	(576)	(576)
长期投资	0	0	0	0	0
其他	(64)	(1,459)	(201)	(572)	(231)
投资活动现金流	(2,303)	(1,939)	(778)	(1,148)	(808)
债权融资	256	404	(1,305)	0	0
股权融资	15	(138)	101	0	0
其他	(1,920)	(1,198)	(1,259)	(522)	(575)
筹资活动现金流	(1,649)	(932)	(2,464)	(522)	(575)
汇率变动影响	0	0	-0	-0	-0
现金净增加额	(779)	235	(4,043)	220	1,050

利润表					
单位:百万元	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	24,531	26,497	29,649	33,012	36,383
营业成本	15,724	17,401	19,285	21,427	23,485
销售费用	5,623	6,193	6,977	7,777	8,612
管理费用	1,185	1,231	1,470	1,704	1,976
研发费用	81	52	89	99	109
财务费用	190	201	194	144	145
资产减值损失	107	88	44	58	39
公允价值变动收益	4	11	15	15	15
投资净收益	7	1	5	5	5
其他	(1)	12	(161)	(141)	(157)
营业利润	1,632	1,354	1,450	1,682	1,880
营业外收入	26	32	15	15	15
营业外支出	30	47	30	30	30
利润总额	1,628	1,340	1,435	1,667	1,865
所得税	397	360	359	417	466
净利润	1,231	980	1,076	1,250	1,399
少数股东损益	64	65	3	4	4
归属于母公司净利润	1,166	915	1,073	1,247	1,395
每股收益（元）	1.02	0.80	0.94	1.09	1.22

主要财务比率					
	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
成长能力					
营业收入	15.5%	8.0%	11.9%	11.3%	10.2%
营业利润	14.9%	-17.0%	7.1%	16.1%	11.8%
归属于母公司净利润	12.6%	-21.6%	17.3%	16.2%	11.9%
获利能力					
毛利率	35.9%	34.3%	35.0%	35.1%	35.5%
净利率	4.8%	3.5%	3.6%	3.8%	3.8%
ROE	17.9%	13.3%	14.3%	14.7%	15.1%
ROIC	12.9%	9.3%	10.0%	11.2%	11.6%
偿债能力					
资产负债率	67.1%	69.2%	61.9%	61.8%	61.5%
净负债率	0.0%	0.0%	3.2%	1.9%	0.0%
流动比率	0.94	0.92	0.96	0.96	1.00
速动比率	0.57	0.62	0.43	0.44	0.50
营运能力					
应收账款周转率	22.0	21.2	22.7	22.7	21.6
存货周转率	3.9	4.2	4.0	3.6	3.7
总资产周转率	1.1	1.0	1.2	1.3	1.3
每股指标（元）					
每股收益	1.02	0.80	0.94	1.09	1.22
每股经营现金流	2.79	2.73	-0.70	1.66	2.14
每股净资产	5.99	6.06	7.09	7.76	8.49
估值比率					
市盈率	17.0	21.7	18.5	15.9	14.2
市净率	2.9	2.9	2.5	2.2	2.0
EV/EBITDA	7.5	8.4	8.4	7.6	6.9
EV/EBIT	9.5	11.1	10.5	9.4	8.5

资料来源：东方证券研究所

分析师申明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明：

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

投资评级和相关定义

报告发布日后的 12 个月内行业或公司的涨跌幅相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅为基准（A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数）；

公司投资评级的量化标准

- 买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；
- 增持：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15%；
- 中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；
- 减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级 —— 由于在报告发出之时该股票不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该股票的研究状况，未给予投资评级相关信息。

暂停评级 —— 根据监管制度及本公司相关规定，研究报告发布之时该投资对象可能与本公司存在潜在的利益冲突情形；亦或是研究报告发布当时该股票的价值和价格分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确投资评级；分析师在上述情况下暂停对该股票给予投资评级等信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该股票的投资评级、盈利预测及目标价格等信息不再有效。

行业投资评级的量化标准：

- 看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；
- 中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；
- 看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级：由于在报告发出之时该行业不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该行业的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：由于研究报告发布当时该行业的投资价值分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确行业投资评级；分析师在上述情况下暂停对该行业给予投资评级信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该行业的投资评级信息不再有效。

免责声明

本证券研究报告（以下简称“本报告”）由东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

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本公司的当然客户。本报告的全体接收人应当采取必要措施防止本报告被转发给他人。

本报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中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证券研究报告。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的证券研究报告之外，绝大多数证券研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

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，也没有考虑到个别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、意见及推测只提供给客户作参考之用，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作出邀请。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

在任何情况下，本公司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，投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险，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。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面协议授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容。不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

经本公司事先书面协议授权刊载或转发的，被授权机构承担相关刊载或者转发责任。不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

提示客户及公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告，慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

电话：021-63325888

传真：021-63326786

网址：www.dfzq.com.cn

东方证券股份有限公司经相关主管机关核准具备证券投资咨询业务资格，据此开展发布证券研究报告业务。

东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的范围内正在或将要与本研究报告所分析的企业发展业务关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在对报告的客观性产生影响的利益冲突，不应视本证券研究报告为作出投资决策的唯一因素。