



# 大参林 (603233.SH)

买入 (维持评级)

公司点评  
证券研究报告

## 降本增效成果显著，业绩进一步向好

### 业绩简评

2025年8月28日，公司发布2025年半年报。1H25公司实现收入135.2亿元，同比+1.33%；归母净利润7.98亿元，同比+21.4%；扣非归母净利润7.89亿元，同比+19.7%。

单季度看，2Q25公司实现收入65.7亿元，同比-0.4%；归母净利润3.38亿元，同比+30.5%；扣非归母净利润3.34亿元，同比+27.1%。

### 经营分析

**数智化赋能，降本增效成果显著。**公司坚持将数字化战略融入业务的每一个环节，构建全面的数字化生态系统，实现了员工、产品、客户和管理的全面在线化。为门店持续扩张和高效管理赋能，实现降本、增效、创收。随着数智化升级，运营效率提升，销售费用率有所下降。1H25公司销售费用率为21.52%，同比-1.15pct。**闭店速度放缓，2H25扩张有望提速。**截至1H25末，公司的门店已覆盖全国21个省（含自治区、直辖市），门店数量达16,833家，其中直营门店10,370家，加盟门店6,463家。1H25公司新开自建门店152家，并购门店0家，加盟门店413家，关闭门店285家。Q2闭店数环比已减少，下半年在自建、并购、加盟等方向仍有望继续发力。

**零售业务保持平稳，中西成药持续增长。**1H25，公司零售业务收入约110.0亿元，同比-0.54%，毛利率为37.58%，同比+0.36pct。加盟及分销业务收入约21.4亿元，同比+8.3%。分产品看，中西成药收入约104.0亿元，同比+4.45%，毛利率为30.17%，同比-0.47pct。中参药材、非药品虽然营收同比下降，但毛利率分别提升0.18pct/2.77pct。此外，公司省外拓展亦有成效，华中、华东等地收入均同比实现正增长。

### 盈利预测、估值与评级

24年尤其是下半年，公司处于调整阶段，基数相对较低，1H25公司调整成效逐步显现，我们看好公司下半年业绩延续良好增长节奏，预计公司25-27年归母净利润分别为11.4/13.2/15.2亿元，分别同比增长24.9%/15.3%/15.2%，EPS分别为1.00/1.16/1.33元，现价对应PE分别为17/15/13倍，维持“买入”评级。

### 风险提示

外延并购不确定性风险；处方外流不达预期风险；互联网冲击风险；收入地区集中风险等。

### 医药组

分析师：甘坛煥 (执业 S1130525060003)

gantanhuan@gjzq.com.cn

分析师：王奔奔 (执业 S1130525070006)

wangbenben@gjzq.com.cn

市价 (人民币)：17.13 元

### 相关报告：

1. 《大参林公司点评：短期调整后，业绩恢复态势良好》，2025.4.27



### 公司基本情况 (人民币)

项目	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	24,531	26,497	29,199	32,160	35,392
营业收入增长率	15.45%	8.01%	10.20%	10.14%	10.05%
归母净利润(百万元)	1,166	915	1,143	1,317	1,517
归母净利润增长率	12.63%	-21.58%	24.90%	15.26%	15.16%
摊薄每股收益(元)	1.024	0.803	1.003	1.156	1.332
每股经营性现金流净额	2.79	2.73	1.84	2.55	2.79
ROE(归属母公司)(摊薄)	17.09%	13.26%	15.65%	16.97%	18.25%
P/E	24.31	18.75	17.07	14.81	12.86
P/B	4.16	2.49	2.67	2.51	2.35

来源：公司年报、国金证券研究所



附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)

	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
主营业务收入	21,248	24,531	26,497	29,199	32,160	35,392
增长率		15.5%	8.0%	10.2%	10.1%	10.1%
主营业务成本	-13,217	-15,724	-17,401	-19,125	-21,129	-23,288
%销售收入	62.2%	64.1%	65.7%	65.5%	65.7%	65.8%
毛利	8,031	8,807	9,095	10,074	11,031	12,104
%销售收入	37.8%	35.9%	34.3%	34.5%	34.3%	34.2%
营业税金及附加	-80	-95	-119	-117	-129	-142
%销售收入	0.4%	0.4%	0.4%	0.4%	0.4%	0.4%
销售费用	-5,160	-5,623	-6,193	-6,789	-7,397	-8,087
%销售收入	24.3%	22.9%	23.4%	23.3%	22.9%	22.9%
管理费用	-1,110	-1,185	-1,231	-1,314	-1,415	-1,522
%销售收入	5.2%	4.8%	4.6%	4.5%	4.4%	4.3%
研发费用	-74	-81	-52	-58	-64	-71
%销售收入	0.4%	0.3%	0.2%	0.2%	0.2%	0.2%
息税前利润 (EBIT)	1,607	1,824	1,501	1,796	2,026	2,283
%销售收入	7.6%	7.4%	5.7%	6.2%	6.3%	6.5%
财务费用	-208	-190	-201	-152	-131	-106
%销售收入	1.0%	0.8%	0.8%	0.5%	0.4%	0.3%
资产减值损失	-42	-107	-88	-54	-39	-35
公允价值变动收益	-19	4	11	0	0	0
投资收益	6	7	1	5	5	5
%税前利润	0.4%	0.4%	0.1%	0.3%	0.3%	0.2%
营业利润	1,421	1,632	1,354	1,690	1,956	2,242
营业利润率	6.7%	6.7%	5.1%	5.8%	6.1%	6.3%
营业外收支	-6	-4	-14	0	0	0
税前利润	1,415	1,628	1,340	1,690	1,956	2,242
利润率	6.7%	6.6%	5.1%	5.8%	6.1%	6.3%
所得税	-336	-397	-360	-423	-489	-561
所得税率	23.7%	24.4%	26.9%	25.0%	25.0%	25.0%
净利润	1,079	1,231	980	1,268	1,467	1,682
少数股东损益	44	64	65	125	150	165
归属于母公司的净利润	1,036	1,166	915	1,143	1,317	1,517
净利率	4.9%	4.8%	3.5%	3.9%	4.1%	4.3%

现金流量表 (人民币百万元)

	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
净利润	1,079	1,231	980	1,268	1,467	1,682
少数股东损益	44	64	65	125	150	165
非现金支出	1,574	1,803	1,983	747	777	815
非经营收益	198	201	207	307	265	267
营运资金变动	905	-61	-64	-221	389	418
经营活动现金净流	3,757	3,174	3,106	2,100	2,899	3,182
资本开支	-997	-1,782	-1,447	-743	-720	-720
投资	-300	-504	-508	0	0	0
其他	3	-17	16	5	5	5
投资活动现金净流	-1,294	-2,303	-1,939	-738	-715	-715
股权募资	62	349	101	0	0	0
债权募资	686	119	1,189	-1,076	-202	402
其他	-1,682	-2,118	-2,222	-1,020	-1,114	-1,230
筹资活动现金净流	-934	-1,649	-932	-2,096	-1,317	-828
现金净流量	1,529	-779	235	-734	867	1,639

资产负债表 (人民币百万元)

	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
货币资金	4,493	4,416	6,217	5,465	6,314	7,935
应收款项	1,390	1,671	1,703	1,809	1,974	2,144
存货	3,872	4,181	4,128	4,452	4,827	5,231
其他流动资产	914	530	538	608	632	658
流动资产	10,670	10,798	12,586	12,334	13,748	15,968
%总资产	51.2%	44.8%	47.6%	47.1%	49.8%	53.7%
长期投资	132	156	156	156	156	156
固定资产	2,457	3,252	3,474	3,529	3,551	3,540
%总资产	11.8%	13.5%	13.1%	13.5%	12.9%	11.9%
无形资产	3,664	5,553	6,139	6,321	6,463	6,588
非流动资产	10,172	13,325	13,854	13,872	13,845	13,775
%总资产	48.8%	55.2%	52.4%	52.9%	50.2%	46.3%
资产总计	20,841	24,123	26,440	26,206	27,592	29,743
短期借款	1,680	1,789	2,998	1,954	1,753	2,155
应付款项	6,732	8,470	9,523	9,785	10,638	11,539
其他流动负债	1,296	1,194	1,186	1,258	1,398	1,550
流动负债	9,708	11,454	13,707	12,997	13,789	15,244
长期贷款	168	308	485	485	485	485
其他长期负债	4,101	4,429	4,110	4,059	4,040	4,022
负债	13,977	16,190	18,302	17,541	18,314	19,751
普通股股东权益	6,212	6,824	6,897	7,300	7,762	8,311
其中：股本	949	1,139	1,139	1,139	1,139	1,139
未分配利润	3,180	3,684	3,836	4,238	4,701	5,250
少数股东权益	652	1,109	1,241	1,366	1,516	1,681
负债股东权益合计	20,841	24,123	26,440	26,206	27,592	29,743

比率分析

	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
每股指标						
每股收益	1.091	1.024	0.803	1.003	1.156	1.332
每股净资产	6.545	5.992	6.056	6.410	6.816	7.298
每股经营现金净流	3.958	2.787	2.728	1.844	2.545	2.794
每股股利	0.600	0.310	0.620	0.650	0.750	0.850
回报率						
净资产收益率	16.67%	17.09%	13.26%	15.65%	16.97%	18.25%
总资产收益率	4.97%	4.84%	3.46%	4.36%	4.77%	5.10%
投入资本收益率	12.25%	12.14%	8.45%	10.80%	11.80%	12.24%
增长率						
主营业务收入增长率	26.78%	15.45%	8.01%	10.20%	10.14%	10.05%
EBIT增长率	46.90%	13.49%	-17.74%	19.68%	12.83%	12.67%
净利润增长率	30.90%	12.63%	-21.58%	24.90%	15.26%	15.16%
总资产增长率	20.22%	15.75%	9.60%	-0.88%	5.29%	7.79%
资产管理能力						
应收账款周转天数	15.1	16.6	17.3	16.5	16.3	16.0
存货周转天数	103.6	93.5	87.1	86.0	85.0	84.0
应付账款周转天数	66.6	64.0	58.5	58.5	58.0	57.5
固定资产周转天数	24.2	35.4	41.1	36.8	32.5	28.4
偿债能力						
净负债/股东权益	-21.04%	-13.01%	-17.06%	-19.39%	-29.44%	-39.53%
EBIT利息保障倍数	7.7	9.6	7.5	11.8	15.5	21.6
资产负债率	67.06%	67.11%	69.22%	66.93%	66.37%	66.41%

来源：公司年报、国金证券研究所


**市场中相关报告评级比率分析**

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	0	0	1	2	17
增持	0	1	3	4	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
<b>评分</b>	<b>0.00</b>	<b>2.00</b>	<b>1.75</b>	<b>1.67</b>	<b>1.00</b>

来源：聚源数据

**市场中相关报告评级比率分析说明：**

市场中相关报告投资建议为“买入”得 1 分，为“增持”得 2 分，为“中性”得 3 分，为“减持”得 4 分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性  
 3.01~4.0=减持

**投资评级的说明：**

买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 15%以上；

增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—15%；

中性：预期未来 6—12 个月内变动幅度在 -5%—5%；

减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以上。



**特别声明：**

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告反映撰写研究人员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，国金证券不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他任何损失承担任何责任。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密，只有符合条件的收件人才能使用。根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于C3级（含C3级）的投资者使用；本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告，则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议，国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

上海	北京	深圳
电话：021-80234211	电话：010-85950438	电话：0755-86695353
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn	邮箱：researchbj@gjzq.com.cn	邮箱：researchsz@gjzq.com.cn
邮编：201204	邮编：100005	邮编：518000
地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号 紫竹国际大厦 5 楼	地址：北京市东城区建国内大街 26 号 新闻大厦 8 层南侧	地址：深圳市福田区金田路 2028 号皇岗商务中心 18 楼 1806



**【小程序】**  
国金证券研究服务



**【公众号】**  
国金证券研究