

# 利润端增长明显， 看好 H2 加速增长

## 核心观点

8月28日，公司发布2025年半年度业绩报告，2025年上半年实现营业收入135.23亿元，同比增长1.33%，实现归母净利润7.98亿元，同比增长21.38%，实现扣非后归母净利润7.89亿元，同比增长19.73%，实现基本每股收益0.70元，业绩符合我们预期。展望25年下半年，公司门店结构优化进入尾声，加盟门店加速贡献，同时通过优化商品结构、推进多元化门店发展、稳步推进降本增效提升盈利能力，我们看好公司下半年业绩增长加速。

## 事件

### 公司发布2025年半年度业绩报告，业绩符合我们预期

公司发布2025年半年报，2025年上半年实现营业收入135.23亿元，同比增长1.33%，实现归母净利润7.98亿元，同比增长21.38%，实现扣非后归母净利润7.89亿元，同比增长19.73%，实现基本每股收益0.70元，业绩符合我们预期。

大参林拟以实施权益分派股权登记日登记的总股本扣减回购部分的股份为基数分配利润，拟向全体股东每股派发现金红利0.34元(含税)，本次拟分配的现金红利总额占2025年半年度归属于上市公司股东的净利润的48.23%。

## 简评

### 利润快速增长，期待H2加速增长

#### 重要财务指标

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	24531	26497	29152	32073	35330
YOY(%)	15.5	8.0	10.0	10.0	10.2
净利润(百万元)	1166	915	1145	1318	1520
YOY(%)	12.6	-21.6	25.2	15.1	15.3
毛利率(%)	35.9	34.3	34.2	33.9	33.8
净利率(%)	5.0	3.7	4.1	4.3	4.5
ROE(%)	17.1	13.3	15.4	16.4	17.4
EPS(摊薄/元)	1.02	0.80	1.01	1.16	1.34
P/E(倍)	16.5	21.1	16.8	14.6	12.7
P/B(倍)	2.9	2.9	2.7	2.5	2.3

资料来源：iFinD，中信建投证券

## 大参林(603233.SH)

维持

买入

贺菊颖

hejuying@csc.com.cn

010-56135323

SAC 编号:S1440517050001

SFC 编号:ASZ591

刘若飞

liuruofei@csc.com.cn

010-56135328

SAC 编号:S1440519080003

SFC 编号:BVX723

袁全

yuanquan@csc.com.cn

010-56135332

SAC 编号:S1440523070006

沈兴熙

shenxingxi@csc.com.cn

010-56135334

SAC 编号:S1440525070009

发布日期：2025年09月05日

当前股价：16.93元

## 主要数据

### 股票价格绝对/相对市场表现(%)

1个月	3个月	12个月
-2.20/-10.66	-2.70/-18.48	25.31/-11.04

12月最高/最低价(元) 18.92/12.01

总股本(万股) 113,884.79

流通A股(万股) 113,884.79

总市值(亿元) 192.81

流通市值(亿元) 192.81

近3月日均成交量(万) 627.74

主要股东

柯云峰 21.30%

## 股价表现



2025年上半年，公司收入同比增长1.33%，主要由于加盟及分销业务规模加速扩大，上半年收入同比增长8.26%为21.36亿元。归母净利润同比增长21.38%，扣非归母净利润同比增长19.73%，快于收入增长，主要由于：1) 盈利能力较弱门店持续出清，利润端拖累较少；2) 省外地区盈利能力持续上行；3) 公司持续推进AI技术应用，叠加降本增效落地，期间费用率同比下降1.33个百分点。

2025年第二季度，公司营业收入65.67亿元，同比下降0.41%；归母净利润3.38亿元，同比增加30.49%；扣非归母净利润3.34亿元，同比增加27.15%，利润端表现较好，主要由于：1) 省外地区盈利能力上行；2) 降本增效成果显著，期间费用率下降1.34个百分点。

### 门店结构优化告一段落，加盟门店加速放量

2025年上半年，公司持续推进门店结构优化，新开速度有所放缓，2025年上半年，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，截至报告期末，公司累计拥有门店16833家，其中直营门店10370家，加盟门店6463家。我们认为，公司现阶段盈利能力较弱门店已大规模出清，门店结构优化布局或将回归常态化，下半年新开门店数量或将提升，稳步推进并购项目落地，同时，公司积极推动加盟签约，门店数量或将回归稳步增长节奏，有望贡献较多额外增量。

**表 1: 大参林近年门店扩张梳理 (含加盟)**

地区	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025H1
华南地区	2600	3265	3815	4707	5980	7000	8925	10043	10236
华东地区	50	221	339	387	599	857	1221	1613	1713
华中地区	302	394	432	720	961	1206	1540	1928	1952
东北、华北、西北及西南地区	0	0	170	206	653	982	2388	2969	2932
合计	2952	3880	4756	6020	8193	10045	14074	16553	16833

资料来源：公司公告，中信建投证券

### 专业能力持续提升，多元化布局满足客户需求

**专业门店数量持续提升，积极承接处方外流。**2025年上半年，公司稳步提升专业化的药事服务能力，截至2025年6月底，公司合计拥有医保门店10157家，占直营门店总数的97.95%，此外，公司拥有DTP专业药房278家，各类统筹报销定点门店2982家，其中门诊统筹定点门店2105家，双通道定点门店654家，门慢门特定点门店1231家，专业化服务网络持续完善。我们认为，公司现阶段专业化服务优势相对明显，且随着处方外流持续推进、门诊统筹政策稳步落地，公司后续有望获取额外增量客流。

**品类结构持续优化，满足客户多元化需求。**2025年上半年，公司持续更新迭代商品品类，引入新品的同时淘汰不动销商品，同时不断探索商品结构的多元化，引进的药妆、个人护理、食品饮料等品类均实现较快的增长。2025年上半年，公司引进了375个新品种（不含DTP类），淘汰1532个品种。此外，公司积极推进数字化建设，大幅提升经营效率同时完善客户会员画像，形成精准营销体系，满足客户多元化需求，截至2025年6月底，公司拥有超过1.2亿名会员，其中6382万名活跃会员（两年内）。我们认为，公司全生命周期管理模式较为优越，随着公司品类结构持续丰富，多元化产品提升毛利率，业绩潜力有望加速释放。

**新零售板块加速放量，数字化业务提质增效。**2025年上半年，公司积极探索新零售商业模式，打造线上线下深度融合的零售生态体系，线上业务规模实现了快速增长，毛利率及净利率均稳步提升。此外，公司进一步

往数字化以及智能化方向转型升级，从“降本、增效、创收”三大底层逻辑出发，结合业务需求，持续开发工具及系统，持续丰富及迭代功能，赋能运营管理，支持人才成长。我们认为，现阶段居民消费习惯逐步改变，公司积极布局新零售板块，后续有望带来新增量，此外，公司通过 AI 等技术推进业务流程优化及效率提升，有望带动整体盈利能力改善。

### 降本增效稳步推进，看好 H2 利润加速释放

展望 2025 年下半年，我们认为，随着行业合规程度逐步提升，药店行业或将加速出清，部分中小药店或将加速淘汰，市场集中度或将进一步提升。此外，广东省门诊统筹政策或将落地，有望加速处方外流进程，叠加公司加盟门店加速放量，公司收入端增速有望改善。同时，公司持续优化门店结构及商品结构，省外市场盈利能力逐步提升，同时通过数字化手段稳步推进降本增效，考虑到公司下半年利润端基数较低，公司下半年利润端增速有望加快。

### 毛利率基本稳定，其余指标基本正常

2025 年上半年，公司综合毛利率为 34.86%，同比下降 0.03 个百分点，基本保持稳定；销售费用率为 21.52%，同比下降 1.15 个百分点，控费效果较好；管理费用率为 4.30%，同比持平；财务费用率为 0.61%，同比下降 0.17 个百分点，控费效果较好。经营活动产生的现金流量净额同比增加 64.67%，主要由于销售收入增长，加快货款回笼和供应链优化所致。存货周转天数为 83.04 天，同比下降 4.65 天，主要由于公司优化库存管理；应收账款周转天数为 16.51 天，同比增加 0.55 天，保持基本稳定；应付账款周转天数为 62.38 天，同比提升 1.46 天，基本保持稳定。其余财务指标基本正常。

### 盈利预测及投资评级

我们预计公司 2025 - 2027 年实现营业收入分别为 291.52 亿元、320.73 亿元和 353.30 亿元，分别同比增长 10.0%、10.0% 和 10.2%，归母净利润分别为 11.45 亿元、13.18 亿元和 15.20 亿元，分别同比增长 25.2%、15.1% 和 15.3%，折合 EPS 分别为 1.01 元/股、1.16 元/股和 1.34 元/股，分别对应估值 16.8X、14.6X 和 12.7X，维持买入评级。

## 风险分析

1) 行业政策变动风险：倘若国家或地方在医疗体制改革的过程中出台有利医疗机构药品销售的措施或限制零售药店行业发展的政策，对公司经营或有不利影响；2) 市场竞争加剧：行业集中度逐渐提高，竞争或将日趋激烈，可能对公司经营造成不利影响；3) 规模扩张进度不达预期：倘若门店规模扩张不及预期，公司长期业绩增长潜力可能无法释放，或对公司长期业绩增长存在不利影响；4) 并购门店整合不达预期：对于已并购项目，若公司在后续业务整合、人员整合、绩效提升等方面达不到预期，则可能影响公司经营业绩；5) 商誉减值计提：公司并购资产存在一定规模商誉，若后续经营不及预期，或存在减值风险，影响利润增长；6) 公司实控人之一被留置风险：公司实控人之一柯金龙被采取刑事拘留措施，但该实控人较少参与公司经营，涉子公司对公司整体业务影响不大，后续风险相对可控；7) 公司的全资子公司茂名大参林连锁药店有限公司于 2023 年 8 月 18 日收到茂名市监察委员会下发的《立案通知书》，该诉讼涉及茂名子公司历史的批发业务，公司主营业务集中在连锁药店零售业务。2020-2022 年期间，公司对涉案客户销售额占公司收入比例分别为 0.25%、0.20% 和 0.15%，占比较低，对后续经营影响较小；8) 公司收到广东省茂名市电白区人民法院下发的《刑事判决书》，具体判决如下：1、被告单位茂名大参林连锁药店有限公司犯单位行贿罪，处罚金人民币四百万元。2、被告人柯金龙

犯单位行贿罪，判处有期徒刑三年六个月，并处罚金人民币五十万元。公司于 7 月 10 日左右收到广东省茂名市中级人民法院关于本案二审的《刑事裁定书》，裁定如下：驳回上诉，维持原判，本裁定为终审裁定。相关子公司业务收入占比较小，柯金龙本人目前未在大参林担任任何职务，不参与大参林任何的经营管理事务，本次柯金龙涉及诉讼的事项，不会对大参林的正常生产运营产生重大不利影响，此外本次诉讼的二审裁定结果对公司损益影响较小，不会影响公司的正常生产运营。

## 分析师介绍

### 贺菊颖

中信建投证券医药行业首席分析师，复旦大学管理学硕士，10年以上医药卖方研究从业经验，善于前瞻性把握细分赛道机会，公司研究深入细致，负责整体投资方向判断。2020年度新浪财经金麒麟分析师医药行业第七名、新财富最佳分析师医药行业入围、万德最佳分析师医药行业第四名等荣誉。2019年Wind“金牌分析师”医药行业第1名。2018年Wind“金牌分析师”医药行业第3名，2018第一财经最佳分析师医药行业第1名。2013年新财富医药行业第3名，水晶球医药行业第5名。

### 刘若飞

医药行业分析师，北京大学生物技术硕士，2017年加入中信建投证券研究发展部。主要覆盖中药、医药商业、生物制品、原料药、基因测序、CRO等细分领域。2024年、2023年、2022年、2021年新财富最佳分析师评选医药生物行业第二名、第三名、第四名、第五名团队核心成员。

### 袁全

中信建投证券医药分析师，耶鲁大学医疗管理硕士，曾就职于瑞士信贷香港投行部，2021年加入中信建投证券研究发展部，主要负责全球视野研究、中药、医美板块。

### 沈兴熙

医药行业分析师，武汉大学健康经济学硕士，2023年加入中信建投证券研究发展部医药团队，主要覆盖基因检测、药店、医药流通、中药及商保板块。

**评级说明**

投资评级标准		评级	说明
报告中投资建议涉及的评级标准为报告发布日后6个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的6个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A股市场以沪深300指数作为基准；新三板市场以三板成指为基准；香港市场以恒生指数作为基准；美国市场以标普500指数为基准。	股票评级	买入	相对涨幅 15%以上
		增持	相对涨幅 5%—15%
		中性	相对涨幅-5%—5%之间
		减持	相对跌幅 5%—15%
		卖出	相对跌幅 15%以上
	行业评级	强于大市	相对涨幅 10%以上
		中性	相对涨幅-10-10%之间
		弱于大市	相对跌幅 10%以上

**分析师声明**

本报告署名分析师在此声明：（i）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，结论不受任何第三方的授意或影响。（ii）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。

**法律主体说明**

本报告由中信建投证券股份有限公司及/或其附属机构（以下合称“中信建投”）制作，由中信建投证券股份有限公司在中华人民共和国（仅为本报告目的，不包括香港、澳门、台湾）提供。中信建投证券股份有限公司具有中国证监会许可的投资咨询业务资格，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证书编号已披露在报告首页。

在遵守适用的法律法规情况下，本报告亦可能由中信建投（国际）证券有限公司在香港提供。本报告作者所持香港证监会牌照的中央编号已披露在报告首页。

**一般性声明**

本报告由中信建投制作。发送本报告不构成任何合同或承诺的基础，不因接收者收到本报告而视其为中信建投客户。

本报告的信息均来源于中信建投认为可靠的公开资料，但中信建投对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载观点、评估和预测仅反映本报告出具日该分析师的判断，该等观点、评估和预测可能在不发出通知的情况下有所变更，亦有可能因使用不同假设和标准或者采用不同分析方法而与中信建投其他部门、人员口头或书面表达的意见不同或相反。本报告所引证券或其他金融工具的过往业绩不代表其未来表现。报告中所含任何具有预测性质的内容皆基于相应的假设条件，而任何假设条件都可能随时发生变化并影响实际投资收益。中信建投不承诺、不保证本报告所含具有预测性质的内容必然得以实现。

本报告内容的全部或部分均不构成投资建议。本报告所包含的观点、建议并未考虑报告接收人在财务状况、投资目的、风险偏好等方面的具体情况，报告接收者应当独立评估本报告所含信息，基于自身投资目标、需求、市场机会、风险及其他因素自主做出决策并自行承担投资风险。中信建投建议所有投资者应就任何潜在投资向其税务、会计或法律顾问咨询。不论报告接收者是否根据本报告做出投资决策，中信建投都不对该等投资决策提供任何形式的担保，亦不以任何形式分享投资收益或者分担投资损失。中信建投不对使用本报告所产生的任何直接或间接损失承担责任。

在法律法规及监管规定允许的范围内，中信建投可能持有并交易本报告中所提公司的股份或其他财产权益，也可能在过去12个月、目前或者将来为本报中所提公司提供或者争取为其提供投资银行、做市交易、财务顾问或其他金融服务。本报告内容真实、准确、完整地反映了署名分析师的观点，分析师的薪酬无论过去、现在或未来都不会直接或间接与其所撰写报告中的具体观点相联系，分析师亦不会因撰写本报告而获取不当利益。

本报告为中信建投所有。未经中信建投事先书面许可，任何机构和/或个人不得以任何形式转发、翻版、复制、发布或引用本报告全部或部分内容，亦不得从未经中信建投书面授权的任何机构、个人或其运营的媒体平台接收、翻版、复制或引用本报告全部或部分内容。版权所有，违者必究。

**中信建投证券研究发展部**

北京  
 朝阳区景辉街16号院1号楼18层  
 电话：(8610) 56135088  
 联系人：李祉瑶  
 邮箱：lizhiyao@csc.com.cn

上海  
 上海浦东新区浦东南路528号南塔2103室  
 电话：(8621) 6882-1600  
 联系人：翁起帆  
 邮箱：wengqifan@csc.com.cn

深圳  
 福田区福中三路与鹏程一路交汇处广电金融中心35楼  
 电话：(86755) 8252-1369  
 联系人：曹莹  
 邮箱：caoying@csc.com.cn

**中信建投（国际）**

香港  
 中环交易广场2期18楼  
 电话：(852) 3465-5600  
 联系人：刘泓麟  
 邮箱：charleneliu@csci.hk