

# 利润端增长加速， 看好全年高速增长

## 核心观点

10月29日，公司发布2025年三季度业绩报告，2025年前三季度实现营业收入200.68亿元，同比增长1.71%，实现归母净利润10.81亿元，同比增长25.97%，实现扣非后归母净利润10.73亿元，同比增长25.93%，实现基本每股收益0.95元，业绩符合我们预期。展望25Q4及26年，公司门店结构优化进入尾声，加盟门店加速贡献，省外地区经营持续改善，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，我们看好公司业绩潜力稳步释放。

## 事件

公司发布2025年三季度业绩报告，业绩符合我们预期

公司发布2025年三季度业绩报告，2025年前三季度实现营业收入200.68亿元，同比增长1.71%，实现归母净利润10.81亿元，同比增长25.97%，实现扣非后归母净利润10.73亿元，同比增长25.93%，实现基本每股收益0.95元，业绩符合我们预期。

## 简评

利润端增长加速，看好全年高速增长

### 重要财务指标

|           | 2023  | 2024  | 2025E | 2026E | 2027E |
|-----------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 营业收入(百万元) | 24531 | 26497 | 27286 | 30019 | 33059 |
| YOY(%)    | 15.5  | 8.0   | 3.0   | 10.0  | 10.1  |
| 净利润(百万元)  | 1166  | 915   | 1190  | 1368  | 1573  |
| YOY(%)    | 12.6  | -21.6 | 30.0  | 15.0  | 15.0  |
| 毛利率(%)    | 35.9  | 34.3  | 34.5  | 34.5  | 34.4  |
| 净利率(%)    | 5.0   | 3.7   | 4.6   | 4.8   | 5.0   |
| ROE(%)    | 17.1  | 13.3  | 16.0  | 16.9  | 17.9  |
| EPS(摊薄/元) | 1.02  | 0.80  | 1.04  | 1.20  | 1.38  |
| P/E(倍)    | 17.9  | 22.8  | 17.5  | 15.2  | 13.2  |
| P/B(倍)    | 3.1   | 3.1   | 2.9   | 2.6   | 2.4   |

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11月11日

当前股价：18.29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        |
|--------------|------------|-------------|
| 10.92/7.96   | 3.74/-6.26 | 10.11/-8.02 |
| 12月最高/最低价(元) |            | 19.20/13.57 |
| 总股本(万股)      |            | 113,884.79  |
| 流通A股(万股)     |            | 113,884.79  |
| 总市值(亿元)      |            | 208.30      |
| 流通市值(亿元)     |            | 208.30      |
| 近3月日均成交量(万)  |            | 734.77      |
| 主要股东         |            |             |
| 柯云峰          |            | 21.30%      |

### 股价表现



2025 年前三季度，公司收入同比增长 1.71%，归母净利润同比增长 25.97%，扣非后归母净利润同比增长 25.93%。2025 年第三季度，公司营业收入 65.5 亿元，同比增长 2.5%；归母净利润 2.8 亿元，同比增加 41.0%；扣非归母净利润 2.8 亿元，同比增加 47.0%，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；3）利润端基数较低。

### 门店结构优化告一段落，聚焦门店质量提升

2025 年前三季度，公司门店结构优化，新开速度有所放缓，2025 年前三季度，公司新开自建门店 300 家，并购门店 0 家，加盟门店 979 家，关闭门店 447 家，截至报告期末，公司累计拥有门店 17385 家，其中直营门店 10356 家，加盟门店 7029 家。我们认为，公司现阶段盈利能力较弱门店已大规模出清，三季度出清的部分门店实际为二季度确定出清但未走完闭店流程的门店，现阶段门店结构优化或将回归常态化，四季度新开门店数量或将提升，并购项目或将稳步落地，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  | 2025Q3 |
|---------------|------|------|------|------|------|-------|-------|-------|--------|
| 华南地区          | 2600 | 3265 | 3815 | 4707 | 5980 | 7000  | 8925  | 10043 | 10371  |
| 华东地区          | 50   | 221  | 339  | 387  | 599  | 857   | 1221  | 1613  | 1848   |
| 华中地区          | 302  | 394  | 432  | 720  | 961  | 1206  | 1540  | 1928  | 2007   |
| 东北、华北、西北及西南地区 | 0    | 0    | 170  | 206  | 653  | 982   | 2388  | 2969  | 3159   |
| 合计            | 2952 | 3880 | 4756 | 6020 | 8193 | 10045 | 14074 | 16553 | 17385  |

资料来源：公司公告，中信建投证券

**省外地区盈利能力持续提升，多元化转型持续推进。**2025 年前三季度，公司华南以外地区收入同比持续提升，受规模效应影响，盈利能力持续改善，且该趋势有望继续保持，进而带动整体盈利能力提升。同时，公司积极推动门店多元化转型，推进品类持续迭代，引进的药妆、个人护理、食品饮料等品类均实现较快的增长，新门店单店模型完善后有望大规模推广，进而贡献额外业绩及估值。

### 省外地区持续向好，看好利润加速释放

展望 25Q4 及 2026 年，我们认为，现阶段医保系列政策持续驱动行业集中度提升，药店行业或将加速出清，存量门店同店增长有望加快。此外，广东省门诊统筹政策目前仍未完全落地，叠加公司加盟门店加速放量，后续有望加速公司业绩释放，省外地区门店规模效应逐步体现，收入及盈利能力有望持续改善。同时，公司持续优化门店结构及商品结构，降本增效效果逐步体现，且四季度基数较低，利润端有望加速释放。考虑到公司持续开展新型转型门店试点，后续估值有望进一步提升。

### 毛利率基本稳定，其余指标基本正常

2025 年前三季度，公司综合毛利率为 34.82%，同比增加 0.14 个百分点，基本保持稳定；销售费用率为 21.78%，同比下降 1.57 个百分点，控费效果较好；管理费用率为 4.43%，同比增加 0.18 个百分点，基本保持稳定；财务费用率为 0.60%，同比下降 0.16 个百分点，基本保持稳定。经营活动产生的现金流量净额同比增加 48.6%，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 84.54 天，同比增加 1.5 天，基本保持稳定；应收账款周转天数为 16.98 天，同比增加 0.47 天，保持基本稳定；应付账款周转天数为 62.91 天，同比提升 0.53 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 272.86 亿元、300.19 亿元和 330.59 亿元，分别同比增长 3.0%、10.0% 和 10.1%，归母净利润分别为 11.9 亿元、13.68 亿元和 15.73 亿元，分别同比增长 30.0%、15.0% 和 15.0%，折合 EPS 分别为 1.04 元/股、1.20 元/股和 1.38 元/股，分别对应估值 17.5X、15.2X 和 13.2X，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。

## 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

医药消费及生物制品联席首席分析师，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、医药流通、连锁药店、疫苗、血制品、CRO、原料药、基因测序等细分领域。

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，主要负责中药、医美、医药商业、全球视野研究等细分领域，2024 年、2023 年新财富最佳分析师评选医药生物行业第二名、第三名团队核心成员。

### 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