

大参林（603233.SH）

头部连锁药房，立足华南翼展全国

优于大市

核心观点

2025 年前三季度公司利润同比增速亮眼。2025 年前三季度公司实现营业收入 200.68 亿元，同比增长 1.7%；归母净利润 10.81 亿元，同比增长 26.0%。单三季度来看，公司 25Q3 实现营业收入 65.46 亿元，同比增长 2.5%；归母净利润 2.83 亿元，同比增长 41.0%。得益于公司营销策略的改善、产品品类的优化以及降本增效措施的不断落地，公司利润端同比表现亮眼。后续公司收入端也有望随着闭店影响的不断出清而逐步改善。

公司费用率整体呈下降趋势，利润率有所提升。2025 年前三季度公司销售费用率 21.8%（-1.6pp）；管理费用率 4.4%（+0.2pp）；财务费用率 0.6%（-0.2pp）；研发费用率 0.2%（同比持平），得益于数字化与精细化管理成效，公司各项费用率维持整体下降的趋势。公司 2025 年前三季度毛利率 34.8%（+0.1pp），净利率 5.8%（+1.2pp）。分业务，公司零售业务前三季度实现毛利率 37.7%（+0.4pp），加盟及分销业务毛利率 9.4%（-1.55pp）；分产品，公司中西成药毛利率 30.1%（-0.3pp），中参药材毛利率 42.7%（+0.5pp），非药毛利率 45.6%（+3.3pp）。未来随着公司在高毛利产品的重点布局以及降本措施持续推进，利润率有望得到长久改善。

立足华南，翼展全国，在行业转型阶段逐步确立领先地位。在药店行业由高速扩张迈向深度整合的转型阶段，行业增速有所放缓，但处方外流、门诊统筹及零售终端专业化建设持续推进，为龙头企业带来结构性增长机遇。公司立足华南，通过“自建+加盟+并购”三线并举，在巩固华南高密度网点的同时，稳步向长三角、东北及中部等区域扩张，已形成覆盖全国 21 省市的头部连锁药房网络。公司有望凭借规模优势、运营能力和专业化服务能力，有望持续扩大市场份额，把握行业良性竞争和政策红利带来的新一轮成长空间

投资建议：公司为国内领先的医药零售连锁企业，凭借广阔门店网络和“直营+加盟”双轮驱动模式，持续巩固行业头部地位。我们预计公司 2025-2027 年营业收入 272.05/300.71/333.63 亿元，同比+2.7%/+10.5%/+11.0%；预计公司 2025-2027 年归母净利润 12.08/14.85/17.98 亿元，同比增速 +32.0%/23.0%/21.1%，当前股价对应 PE=17.6/14.3/11.8 倍。综合两种估值方法，我们认为公司合理市值区间为 241.52~253.59 亿元，较当前有 14.0%~19.7%溢价空间。首次覆盖，给予“优于大市”评级。

风险提示：市场竞争加剧的风险、行业政策风险、开拓新市场影响公司短期盈利能力的风险、人力资源风险。

盈利预测和财务指标

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	24,531	26,497	27,205	30,071	33,363
(+/-%)	15.5%	8.0%	2.7%	10.5%	11.0%
归母净利润(百万元)	1166	915	1208	1485	1798
(+/-%)	12.6%	-21.6%	32.0%	23.0%	21.1%
每股收益(元)	1.02	0.80	1.06	1.30	1.58
EBIT Margin	7.4%	5.7%	7.0%	7.7%	8.2%
净资产收益率 (ROE)	17.1%	13.3%	15.8%	17.6%	19.3%
市盈率 (PE)	18.2	23.2	17.6	14.3	11.8
EV/EBITDA	18.1	12.7	16.9	14.5	12.6
市净率 (PB)	3.11	3.07	2.78	2.51	2.27

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

注：摊薄每股收益按最新总股本计算

公司研究·财报点评

医药生物·医药商业

证券分析师：陈曦炳

0755-81982939

chenxibing@guosen.com.cn

S0980521120001

证券分析师：彭思宇

0755-81982723

cnpengsiyu@guosen.com.cn

S0980521060003

联系人：贾瑞祥

021-60875137

jiaruixiang@guosen.com.cn

基础数据

投资评级	优于大市(首次)
合理估值	
收盘价	18.16 元
总市值/流通市值	20681/20681 百万元
52 周最高价/最低价	19.96/13.50 元
近 3 个月日均成交额	145.37 百万元

市场走势

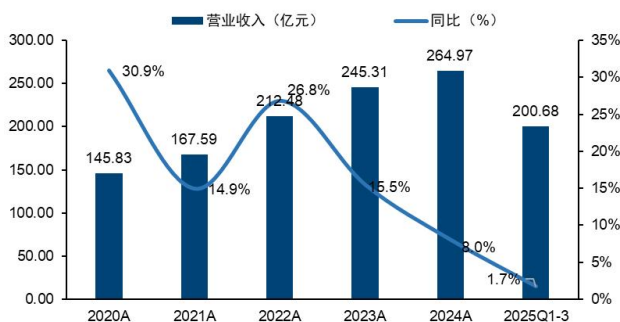


资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

相关研究报告

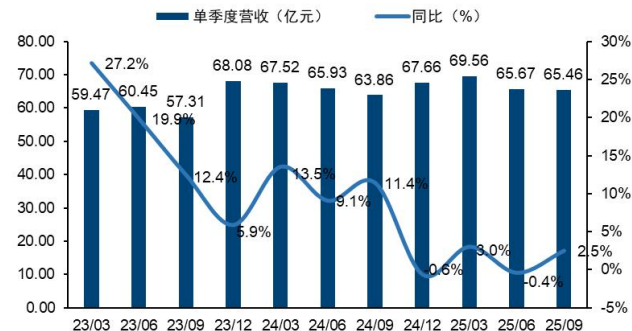
2025 年前三季度公司利润同比增速亮眼。2025 年前三季度公司实现营业收入 200.68 亿元，同比增长 1.7%；归母净利润 10.81 亿元，同比增长 26.0%。单三季度来看，公司 25Q3 实现营业收入 65.46 亿元，同比增长 2.5%；归母净利润 2.83 亿元，同比增长 41.0%。得益于公司营销策略的改善、产品品类的优化以及降本增效措施的不断落地，公司利润端同比表现亮眼。后续公司收入端也有望随着闭店影响的不断出清而逐步改善。

图1: 大参林营业收入及增速（单位：亿元、%）



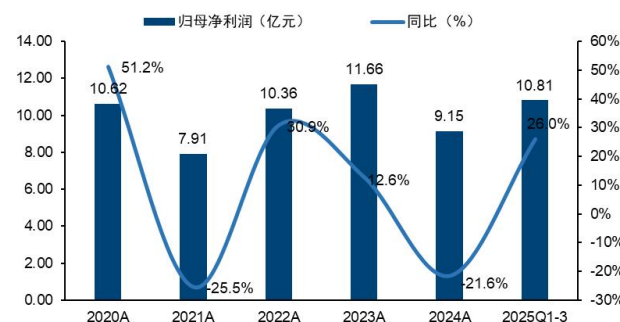
资料来源：公司公告，Wind，国信证券经济研究所整理

图2: 大参林单季营业收入及增速（单位：亿元、%）



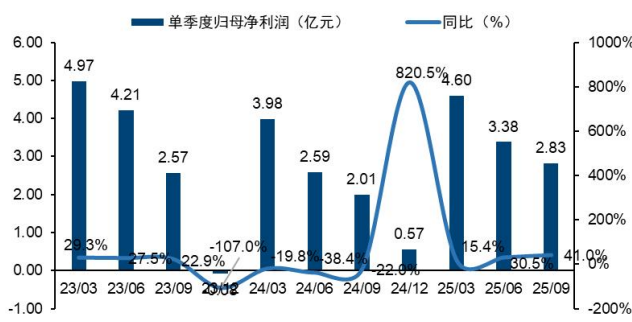
资料来源：公司公告，Wind，国信证券经济研究所整理

图3: 大参林归母净利润及增速（单位：亿元、%）



资料来源：公司公告，Wind，国信证券经济研究所整理

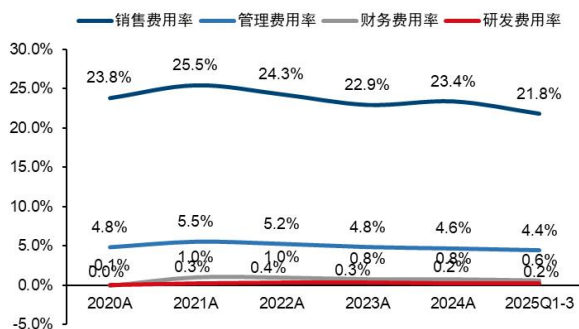
图4: 大参林单季归母净利润及增速（单位：亿元、%）



资料来源：公司公告，Wind，国信证券经济研究所整理

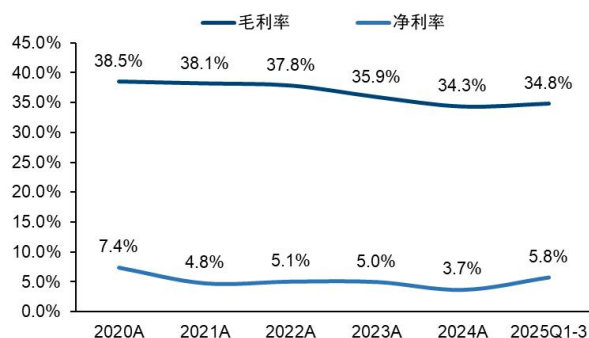
公司费用率整体呈下降趋势，利润率有所提升。2025 年前三季度公司销售费用率 21.8% (-1.6pp)；管理费用率 4.4% (+0.2pp)；财务费用率 0.6% (-0.2pp)；研发费用率 0.2% (同比持平)，公司各项费用率维持整体下降的趋势，得益于公司数字化与精细化管理成效显著。公司 2025 年前三季度毛利率 34.8% (+0.1pp)，净利率 5.8% (+1.2pp)。分业务看，公司零售业务前三季度实现毛利率 37.7% (+0.4pp)，加盟及分销业务毛利率 9.4% (-1.55pp)；分产品看，公司中西成药毛利率 30.1% (-0.3pp)，中参药材毛利率 42.7% (+0.5pp)，非药毛利率 45.6% (+3.3pp)。未来随着公司在高毛利产品上的重点布局以及降本措施的持续推进，利润率有望得到长久改善。

图5: 大参林费用率变化情况



资料来源: 公司公告, Wind, 国信证券经济研究所整理

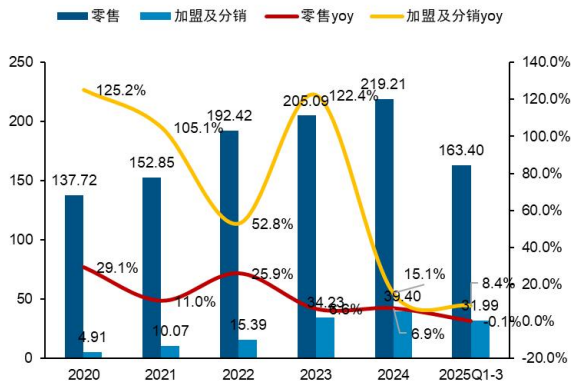
图6: 大参林毛利率、净利率变化情况



资料来源: 公司公告, Wind, 国信证券经济研究所整理

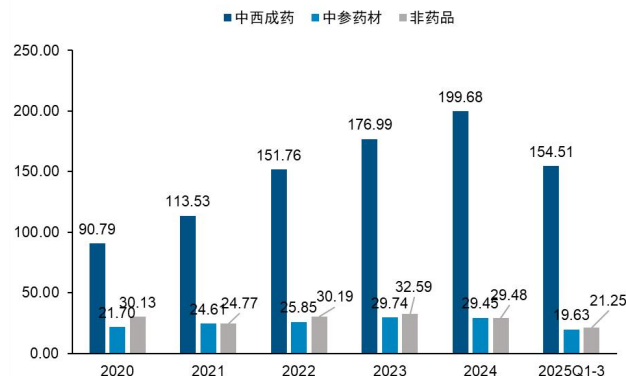
加盟及分销业务前三季度增长稳健, 中西成药销售为主要增长来源。2025 年前三季度公司零售业务收入 163.40 亿元, 同比下降 0.1%; 加盟及分销业务收入 31.99 亿元, 同比增长 8.4%。分产品来看, 公司 2025 年前三季度中西成药收入 154.51 亿元, 同比增长 5.0%; 中参药材收入 19.63 亿元, 同比减少 13.5%, 主要因宏观经济影响下的高单价滋补类药材需求低迷; 非药品收入 21.25 亿元, 同比减少 8.4%, 主要因公司逐步减少低效及低毛利的非药品类铺货, 短期内对收入规模有所影响。中西成药为公司前三季度收入增长来源。

图7: 大参林营业收入按业务拆分 (2020-2025Q3)



资料来源: 公司公告, Wind, 国信证券经济研究所整理

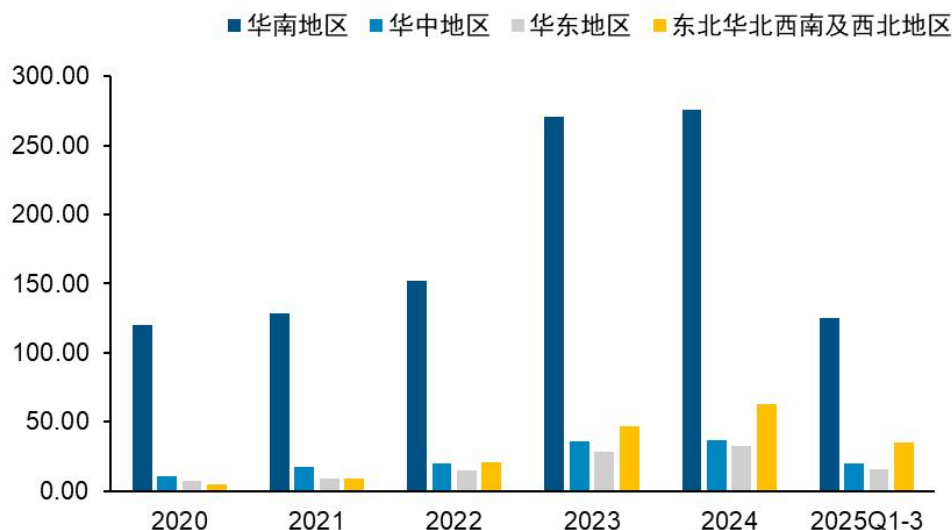
图8: 大参林营业收入按产品拆分 (2020-2025Q3)



资料来源: 公司公告, Wind, 国信证券经济研究所整理

前三季度华中及华东表现较好, 华南地区同比基本持平。分地区来看, 2025 年前三季度公司中南地区收入 124.73 亿元, 同比微降 0.3%; 华中地区收入 19.55 亿元, 同比增长 6.9%; 华东地区收入 15.64 亿元, 同比增长 4.4%; 东北华北西南及西北地区收入 35.47 亿元, 同比增长 2.3%。受益于“直营式加盟”模式下的门店扩张以及本地化运营的深化, 公司在华南以外的地区增长势头稳健。

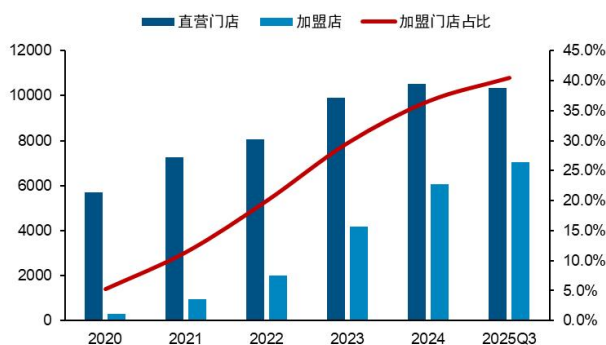
图9: 大参林分地区收入情况 (2020-2025Q3)



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

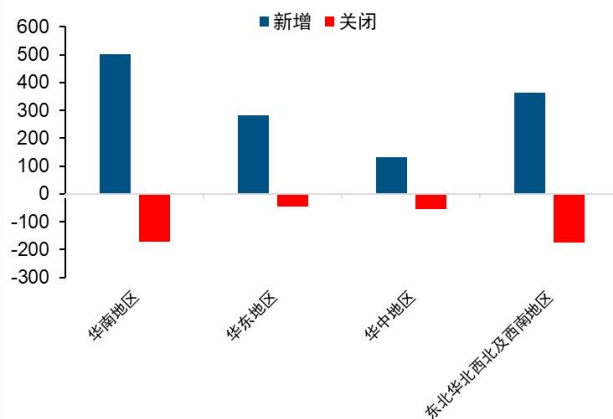
2025 前三季度公司门店数量维持增长, 加盟店占比持续提升。公司 2025 年三季度末共拥有门店总数 17385 家 (含加盟店 7029 家), 相较 2024 年末净增加 832 家。分地区来看, 华南地区净增加 328 家, 华东地区净增加 235 家, 华中地区净增加 79 家, 东北华北西北及西南地区净增加 190 家。在行业门店数量整体减少的环境下, 公司依然维持稳定的扩张节奏, 覆盖广度和密度进一步强化。

图10: 大参林门店数量情况 (2020-2025Q3)



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

图11: 大参林 2025Q1-3 不同地区开闭店情况



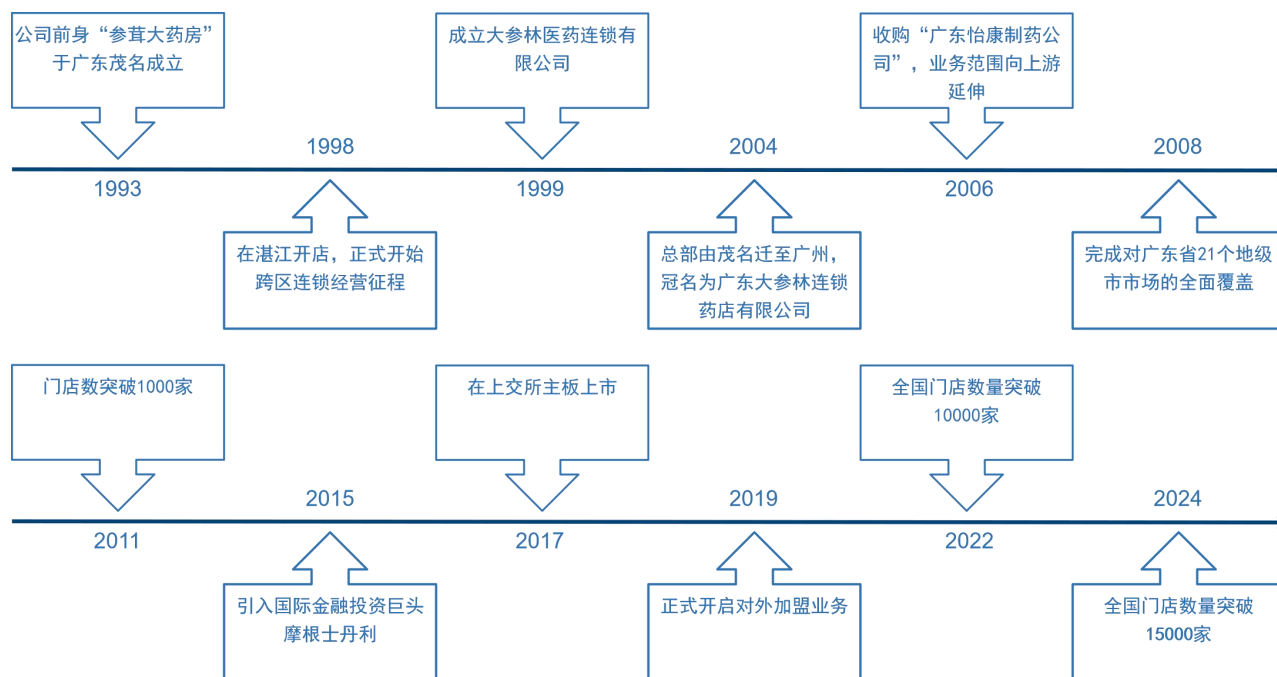
资料来源: 公司公告, Wind, 国信证券经济研究所整理

大参林：立足华南翼展全国的头部连锁药房

公司概况

发展历程：多年稳健的内生增长与精准的外延并购，发展成为规模领先、覆盖广泛的头部医药零售连锁企业。大参林自 1999 年 2 月在广州创立以来，始终聚焦药品零售主业，以直营连锁为根基，逐步构建起覆盖中国 21 个省（自治区、直辖市）的庞大终端网络。2017 年 7 月 31 日，公司在上交所主板成功上市，标志着资本运作进入新阶段，此后通过多轮战略性并购，包括 2021 年对河南等地区区域连锁企业的股权收购与增资，以及 2023 年以 11.99 亿元完成重要区域整合，持续强化全国网络密度与区域控制力；公司创新推出“直营式加盟”模式，自 2019 年起成为快速拓展低渗透市场的核心引擎，有效提升扩张效率与单店盈利能力。截至 2025 年 9 月 30 日，门店总数达 17385 家，其中直营门店 10356 家，加盟门店 7029 家，服务范围从华南核心区域延伸至华东、华中、华北及西南等全国主要市场。

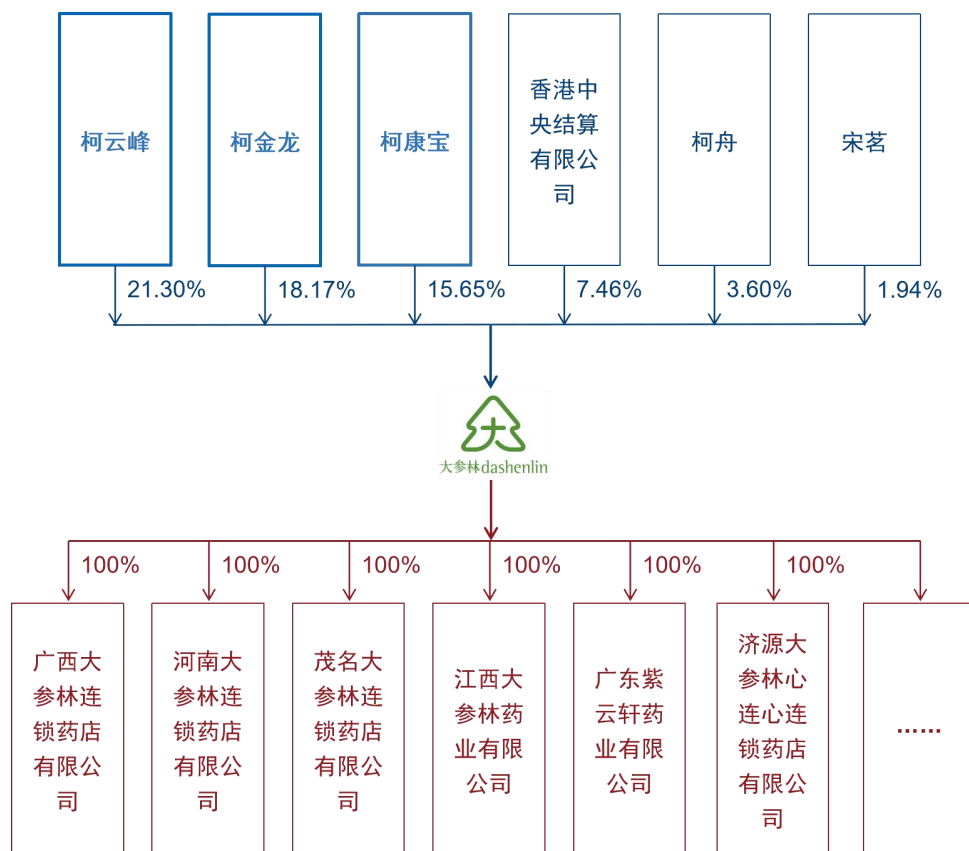
图12: 公司发展历程



资料来源：公司公告，公司官网，国信证券经济研究所整理

股权结构：公司实控人为柯云峰、柯金龙及柯康宝，三人为兄弟关系，分别持有公司 21.30%、18.17%、15.65%股份，合计持有 55.12%，股权较为集中。三人为一致行动人，对公司具有绝对控制权，保证决策高效稳定。

图13: 公司股权结构



资料来源：公司公告，Wind，国信证券经济研究所整理

公司高管：管理层团队由经验丰富、专业背景扎实的行业精英组成，展现卓越的公司治理能力和战略执行力。公司创始人及董事长，柯云峰先生深耕医药零售行业三十余年，具备深厚的行业洞察力与卓越的领导力，主导了大参林从区域性连锁企业向全国性龙头企业的跨越式发展。管理团队核心成员多拥有医药、管理、财务或物流等专业背景，平均从业年限超 15 年，多数曾任职于知名医药流通或零售企业，具备丰富的实战经验，为大参林持续稳健增长提供了坚实保障。

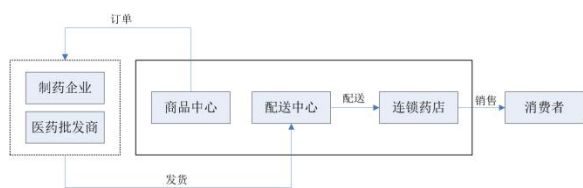
表1: 公司管理层

姓名	职务	任职日期	个人简介
柯云峰	董事长	2013	1967 年出生，工商管理硕士，经济师。曾任广东大参林连锁药店有限公司董事长，曾先后荣获“华南地区健康行业十大风云人物”，“2000-2010 年中国药店十大影响力人物”，“2012 中国药品零售市场最具魅力人物”等荣誉称号
柯国强	董事，总经理	2019	1982 年出生，本科学历，药师，助理人力资源管理师。曾任广东大参林连锁药店有限公司营运中心副总监，负责人，大参林股份副总经理，监事，现任公司总经理
李杰	董事	2019	1966 年出生，本科学历。曾任中共茂名市直属机关工委办公室副主任，主任，茂名市港航管理局办公室主任，茂名市世和城建房地产开发有限公司副总经理。现任广州市时瑞置业有限公司执行董事，总经理，广东晟信仪表电气有限公司董事长
谭群飞	董事，副总经理	2024	1967 年出生，大专学历，曾任广东大参林连锁药店有限公司总裁助理，商品中心总经理。现任本公司副总经理，广州营运大区，佛山营运大区，黑龙江营运大区主管，佛山大参林，东莞大参林，中山大参林执行董事兼经理
柯拓基	董事，副总经理	2025	1995 年出生，经济学学士。曾任集团商品中心专员、深圳营运大区店长、片区主任、营运区经理、大区总经理职务，现任集团副总经理
彭广智	财务总监，董事会秘书	2018	1982 年出生，本科学历。曾任广东大参林连锁药店有限公司财务部主任、大参林医药集团股份有限公司财务中心会计部经理、财务中心副总监，2022 年 12 月至今担任广东药交商务服务有限公司董事，现任公司财务总监

资料来源：公司公告，Wind，国信证券经济研究所整理

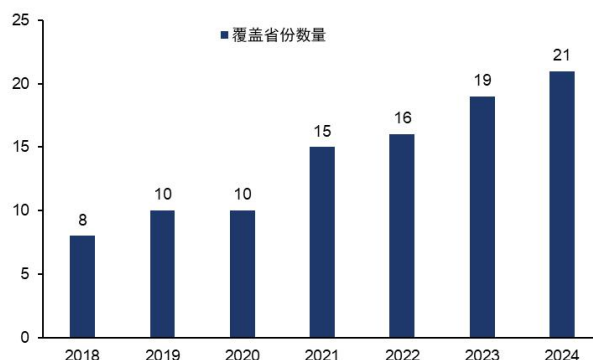
公司业务：以药品零售为核心，形成“直营零售、直营式加盟、分销及生产制造”一体化的经营模式。公司主要从事中西成药、参茸滋补药材、保健品及医疗器械等商品的连锁零售，并通过直营、加盟和分销三种模式拓展市场；同时建立了完善的商品供应链与物流体系，在全国布局仓储配送中心以保障高效采购与配送；公司还开展中药饮片及滋补品等自有品牌产品的生产制造，形成从采购、配送到销售的一体化经营模式；依托标准化管理和品牌化运营，公司持续提升服务质量与经营效率。目前公司直营业务范围覆盖广东、广西、江西、河南等全国 21 个省市，销售额及门店数量均位居药店零售行业第一。

图14: 公司主营业务流程



资料来源：公司招股书，国信证券经济研究所整理

图15: 公司门店覆盖省份数量



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

行业现状：由规模扩张至质量竞争的深度转型期

药房承接了医药健康产品刚性需求，渠道渗透率领先。随着老龄化进程加快以及居民将康消费意识不断增强，大众对医疗保健领域的消费需求持续增加。据国家统计局数据，我国居民人均医疗保健消费支出由 2013 年的 912 元/每年迅速提升至 2024 年的 2547 元/每年，对应 2013-2024 年 CAGR 为 9.8%。根据中康产业研究院的统计，2024 年我国医药健康产品购买渠道中，线下药房以 85.3% 的渗透率位居第一，其次为 B2C、O2O 等新零售渠道以及医疗机构渠道。

图16: 我国居民人均医疗保健消费支出情况（2013-2024）



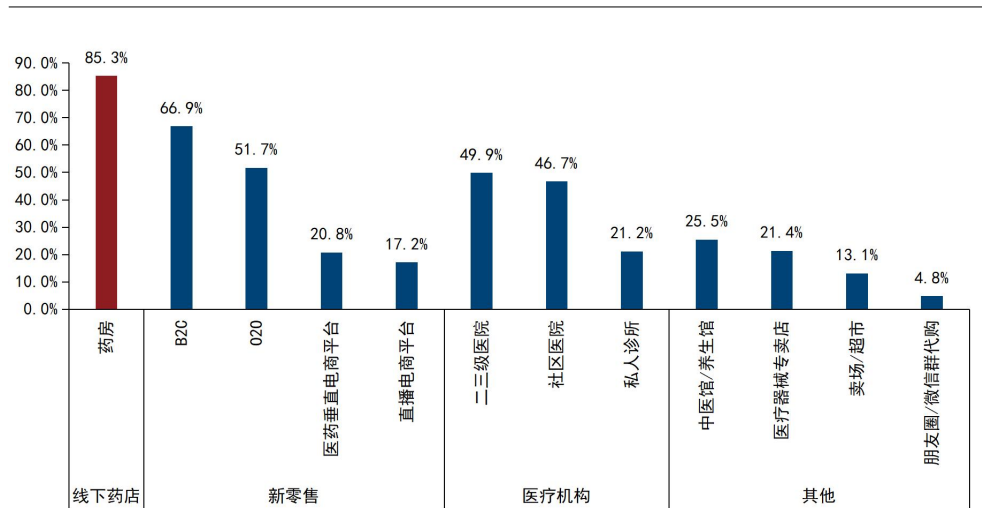
资料来源：国家统计局，国信证券经济研究所整理

图17: 我国 65 岁及以上人口数量及占比情况（2013-2024）



资料来源：国家统计局，国信证券经济研究所整理

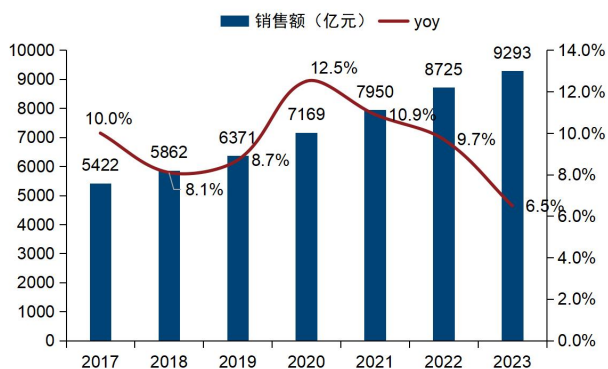
图18: 2024 年医药健康产品购买渠道渗透率



资料来源：中康产业研究院，国信证券经济研究所整理

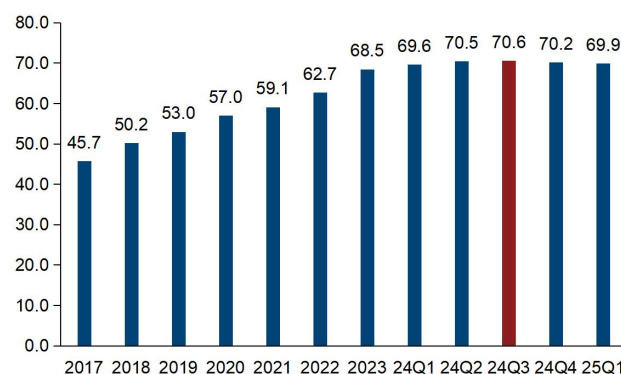
短期：市场规模增速下滑，线下药房门店数量开始减少，行业进入转型期。根据米内网的统计，2023 年我国零售药店市场规模（含线下药房及网上药店）为 9293 亿元，同比增长 6.5%，增速近几年呈现明显下滑趋势。由于行业增速放缓、线上平台的冲击以及政策监管的变动，我国零售药店数量增长停滞，自 24Q3 末 70.6 万家的高点以来，数量已减少至 25Q1 末的 69.9 万家。

图19: 中国线上及线下药店零售规模（2017-2023）



资料来源：米内网，国信证券经济研究所整理

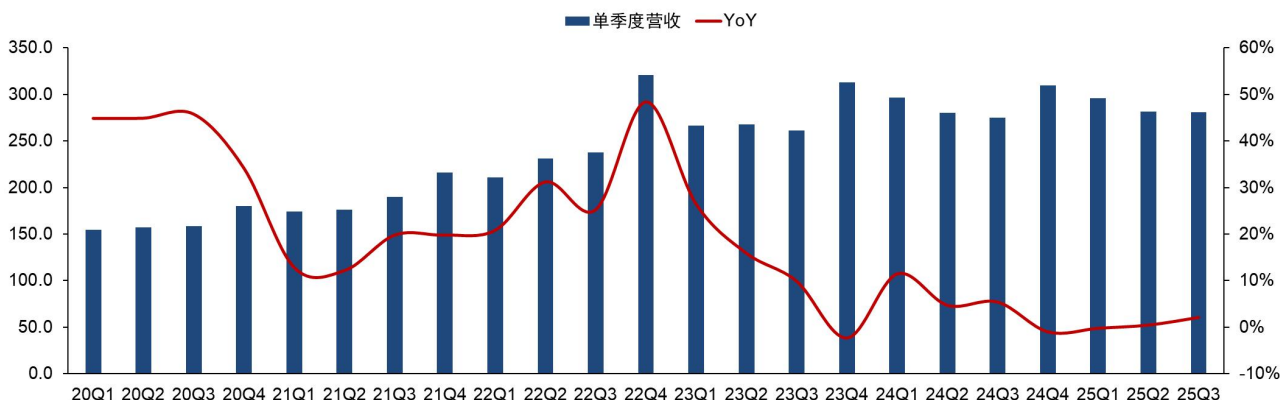
图20: 零售药店门店数量（2017-2025Q1）



资料来源：中康药店通，国信证券经济研究所整理

行业增长失速背景下，连锁药房上市公司收入及利润亦有所承压。A 股上市连锁药房企业的营业收入增速在近两年有所放缓。2025 年前三季度，8 家连锁药房企业营业收入合计 858.5 亿元，同比增长 0.74%，自 2022 年以来收入增速逐年下降（2022-2024 年营收同比增速分别为 30.44%/10.83%/4.86%）。从逐季的情况来看，单季度营业收入增速在 24Q4 出现同比下滑，在 25Q2 恢复同比增长；单季度净利润自 23Q4 起多个季度显著同比下滑，25Q2 恢复同比增长。上市连锁药房经营情况已经出现边际好转。

图21: A 股连锁药房上市企业单季度营收及同比增速情况（亿元，2020Q1-2025Q3）



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理 注: 图中数据包含益丰药房、一心堂、漱玉平民、华人健康、第一医药、大参林、老百姓、健之佳 8 家 A 股上市公司

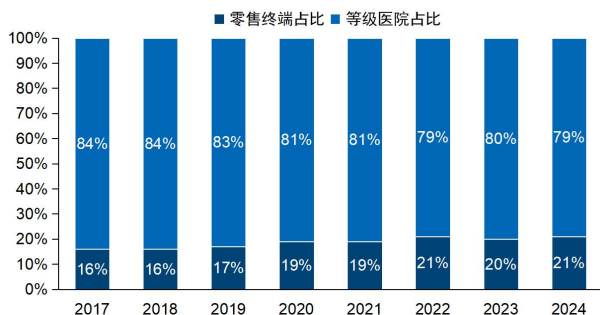
图22: A 股连锁药房上市企业单季度利润及同比增速情况（亿元，2020Q1-2025Q3）



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理 注: 图中数据包含益丰药房、一心堂、漱玉平民、华人健康、第一医药、大参林、老百姓、健之佳 8 家 A 股上市公司

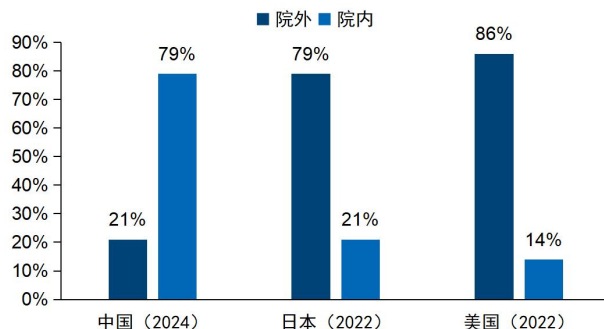
中远期：处方外流带来行业增长空间。在“医药分开”的背景下，处方外流为零售药店市场带来新的增量。自从 2023 年 2 月定点零售药房纳入门诊统筹后，处方外流的进展逐步取得成效。零售终端在处方药中的占比已经从 2017 年的 16% 提升至 2024 年的 21%，但与发达国家相比，仍有较大的提升空间。根据 IQVIA 及日本厚生劳动省的统计，2022 年美国及日本处方药院外占比分别为 79% 和 86%。

图23: 2017-2024 年中国处方药院内外占比情况



资料来源：中康 CMH，国信证券经济研究所整理

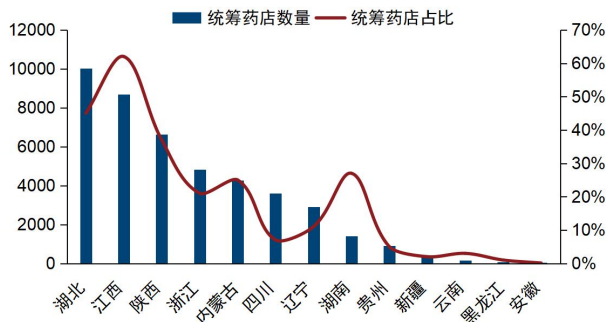
图24: 中、日、美处方药院内外市场占比



资料来源：中康 CMH，日本厚生劳动省，IQVIA，国信证券经济研究所整理

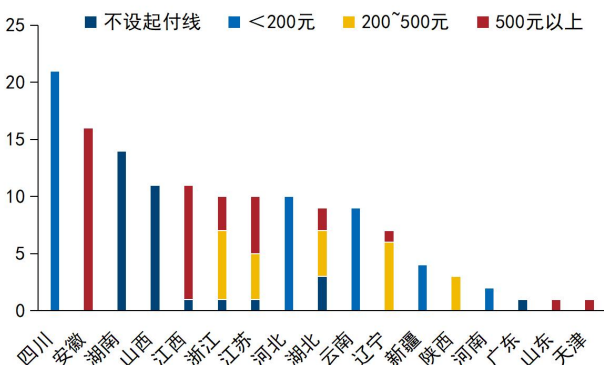
门诊统筹落地较快，但各地进展和起付线标准差别较大。据统计，门诊统筹政策出台后，截至 2023H1 末全国已有月 40000 多家药店纳入医保统筹管理，其中湖北、江西、陕西、浙江等地进展较快。从起付线标准来看，湖南、陕西、湖北等地政策较为友好，部分省份报销起付线超过 500 元。随着后续零售药店纳入门诊统筹管理的比例提升以及各地报销政策的不断出台和优化，预计将会切实提升一包供给能力，加速处方外流。

图25: 部分省份统筹药店数量及占比情况（截至 23H1 末）



资料来源：中国药店，国信证券经济研究所整理

图26: 统筹药店报销不同起付线范围的各省市地级市数量



资料来源：中国药店，国信证券经济研究所整理

表2: 部分省份零售药店纳入门诊统筹政策梳理

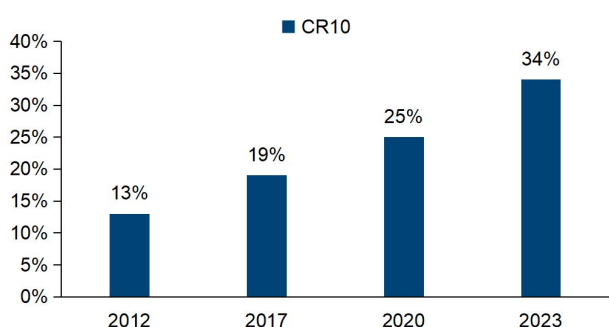
省份	发布时间	纳入模式 / 要求	处方流转来源
安徽省	2023-05-11	“自愿申请、应纳尽纳、动态调整、有进有出”；申请药店需“进销存”系统、医保系统对接等（安徽省医保局）	定点医药机构开具处方 + 互联网医院复诊处方（安徽省医保局）
湖南省	2023-05-18	鼓励符合条件的定点零售药店自愿申请；“应纳尽医保定点医药机构处方 + 本省审批互联网医院电子处方纳”引导纳入（湖南省烟草专卖局）	（可能有约束）（湖南省烟草专卖局）
四川省	2023-03-01	鼓励符合条件的药店申请开通，需符合资质、管理规范、进销存系统且与医保系统对接（四川省人民政府）	定点医药机构处方 + 鼓励互联网医院（依托实体定点医疗机构）处方流转（四川省人民政府）

广东省 2023-05-04 扩大纳入范围，明确“门诊外配处方流转至药店的医保目录内药品均纳入”（广东省医疗保障局） 医药机构门诊外配处方流转至药店（广东省医疗保障局）

资料来源：各省份政府官网，国信证券经济研究所整理

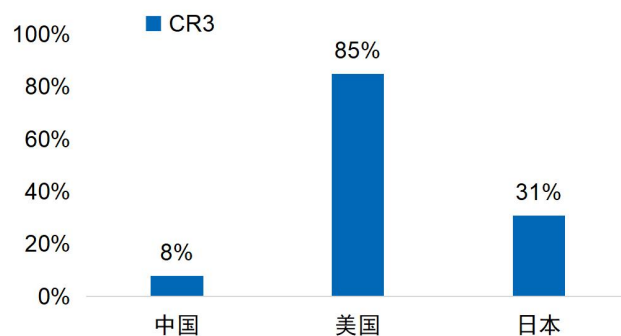
中远期：行业集中度和连锁化率上升，相较海外依然有较大提升空间。根据华经产业研究院的统计，2023 年我国连锁药房行业 CR10 为 34%，较 2012 年的 13% 有显著提升。2022 年连锁药房 CR3 为 8%，相较美国（85%）和日本（31%）差距明显。2024 年药店行业连锁化率为 57.56%，同比略有下降，相较于 2017 年的 50.50%整体呈现提升的趋势，但与美国 90%的连锁化率水平相差较大。预计后续大型医药零售企业将依托规模和品牌优势，在行业竞争中表现出强者恒强的态势。

图27：中国连锁药店行业 CR10



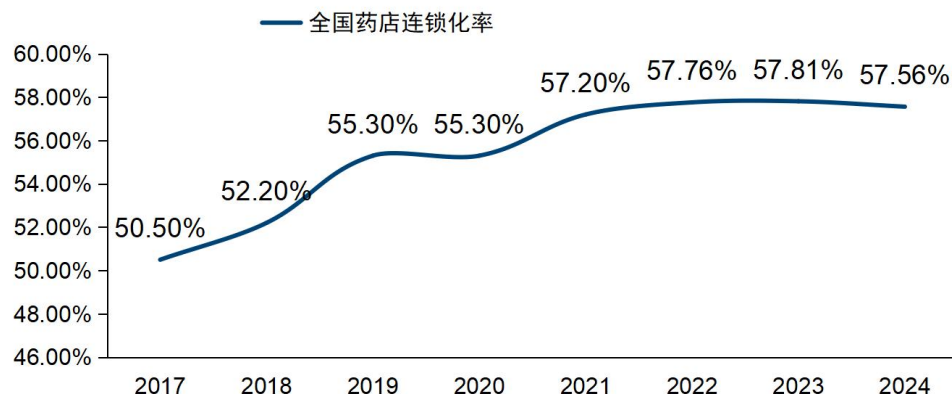
资料来源：华经产业研究院，国信证券经济研究所整理

图28：2022 年中、美、日连锁药店 CR3 对比



资料来源：华经产业研究院，国信证券经济研究所整理

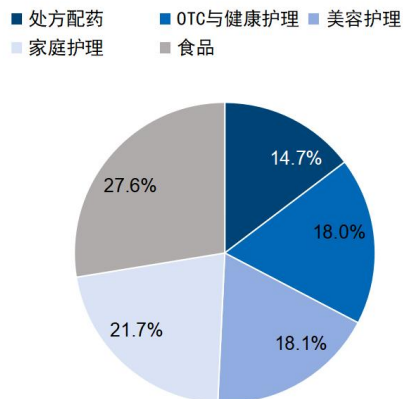
图29：全国药店连锁化率情况（2017-2024）



资料来源：国家药监局，国信证券经济研究所整理

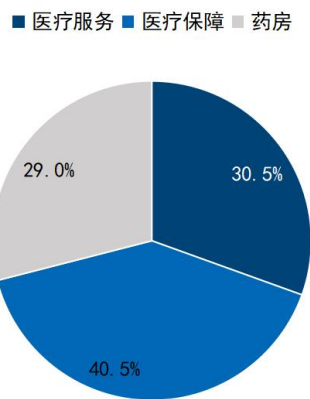
线上与线下融合，药品与非药并举，零售药房迎来发展新机遇。当前国家正推动零售药店向数智化、专业化、多元化和线上线下融合方向发展。零售药店通过完善管理制度和信息化建设，提升药品储存配送、用药指导及慢病管理能力，并拓展医药电商业务，利用互联网平台扩大服务范围。线上线下药品销售持续增长，服务内容不断丰富。2024 年 11 月，商务部等七部门发布政策，鼓励药店依法开展非药品销售和健康服务，实现多元化发展。日本药妆行业非药品销售占比高达 67.3%，美国 CVS 药店医疗服务和医保收入占比 71%，而我国药店非药品销售仅 18.6%，显示出我国药店在商品和服务多元化方面仍有巨大提升空间。

图30: 2022 年日本药妆行业销售品类结构



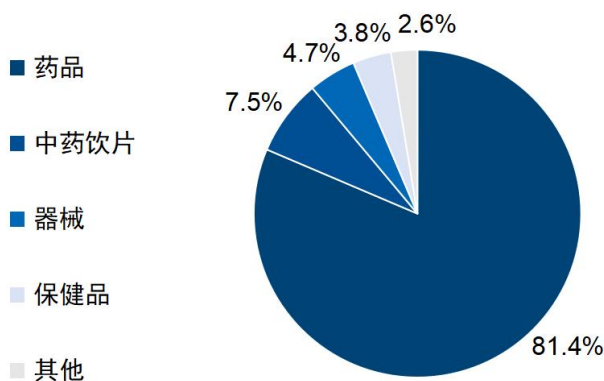
资料来源：日本连锁药店协会，国信证券经济研究所整理

图31: 美国 CVS 药店 2024 年财报营业收入结构



资料来源：CVS 财报，国信证券经济研究所整理

图32: 2024 年中国实体药店销售品类结构

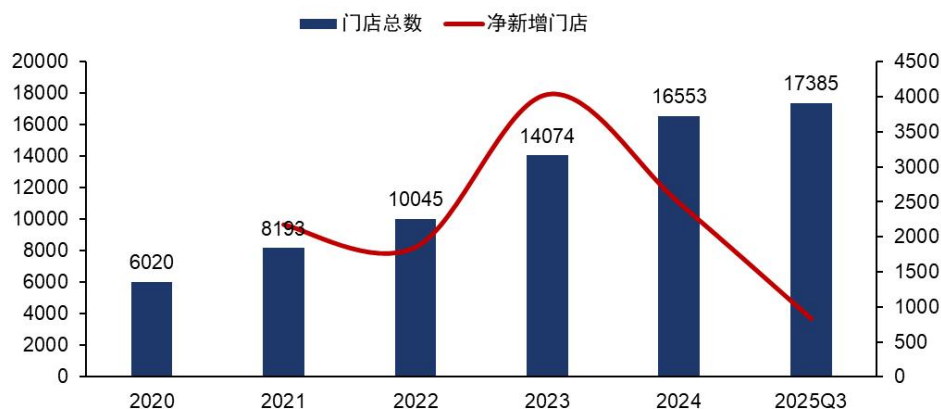


资料来源：米内网，国信证券经济研究所整理

大参林：立足华南翼展全国的头部连锁药房

“自建+加盟+并购”三线驱动门店扩张，逐步从区域密集走向跨区深耕。公司坚持“深耕华南、布局全国”的发展战略，已实现全国 21 个省市的覆盖，在华南地区持续下沉渗透，在长三角、东北及中部地区稳健扩张，已构建出规模领先的零售药店网络。

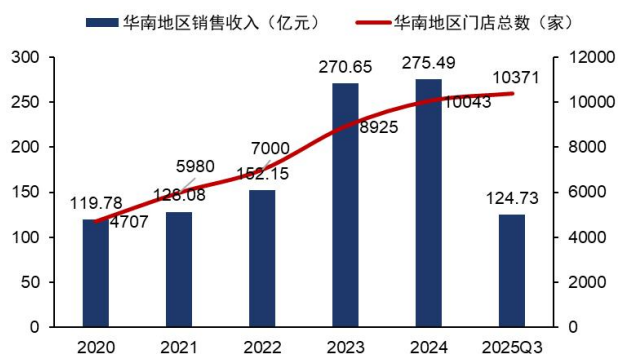
图33: 大参林门店数量及年净增门店数情况 (2020-2025Q3)



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

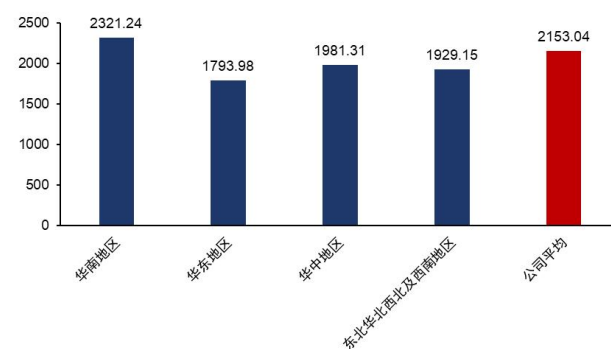
公司在华南地区门店实现覆盖“1公里服务半径”的高密度服务网络。截至2025年三季度末，公司在华南地区门店总数为10371家，占公司门店总数的59.7%。前三季度公司在华南地区自建门店新增173家，加盟门店新增328家。公司通过热力图分析、人口密度、医保覆盖及竞品分布等大数据，实现门店选址科学化，确保新店在社区与院边双重场景中高效布点。从门店经营效率来看，公司2025前三季度华南地区直营门店有效月均坪效为2321.24元/平方米，显著高于公司其他地区门店，反映出高密度网络带来的规模协同效应。公司在广东、广西等核心区域实现了门店密度的绝对领先，形成强大的区域渗透力与品牌可见度。

图34: 公司华南地区收入及门店数量情况 (2020-2025Q3)



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图35: 公司2025前三季度各地区直营门店月均坪效 (元/平方米)

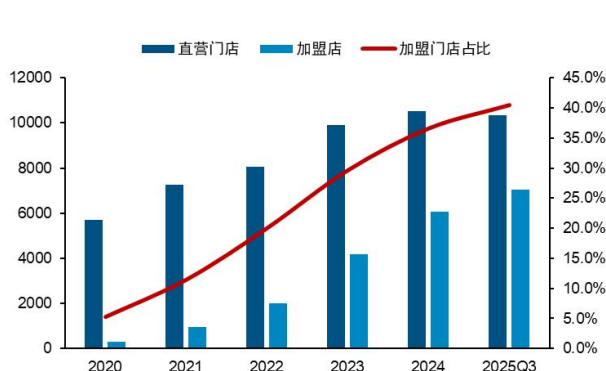


资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

加盟逐步成为主要的门店数量增长途径。公司2025前三季度新增加盟门店979家，自建门店300家。2024年全年加盟门店1885家，自建门店907家，收购门店420家。截至2025年三季度末，公司加盟门店数量占比已达40.4%，远高于2020年的5.2%水平，同时高于同行业其他公司水平（益丰药房27.9%，一心堂10.3%，老百姓37.1%）。公司“直营式加盟”将加盟店当直营店来运营管理，通过品牌形象、采购供应链、系统运营和“五同”赋能全面统一、与总部“同频共振”，让加盟商用更小投入享受强大平台和标准化管理，从而降低开店风险、

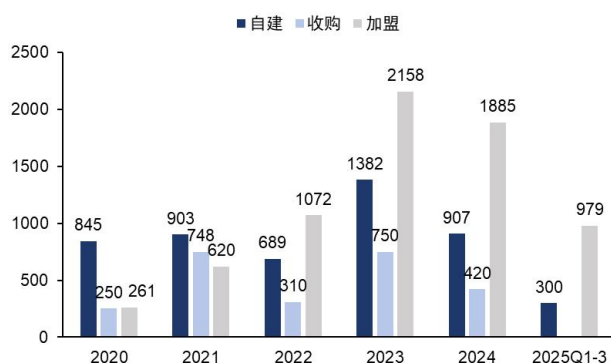
提升盈利能力和长期发展空间,为公司后续的成长探索出了一条高效可行的路径。

图36: 公司加盟店数量及占比情况 (2020-2025Q3)



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

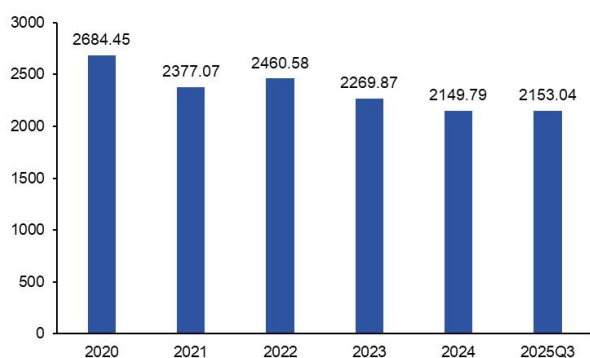
图37: 公司每年自营、收购、加盟新增门店数情况



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

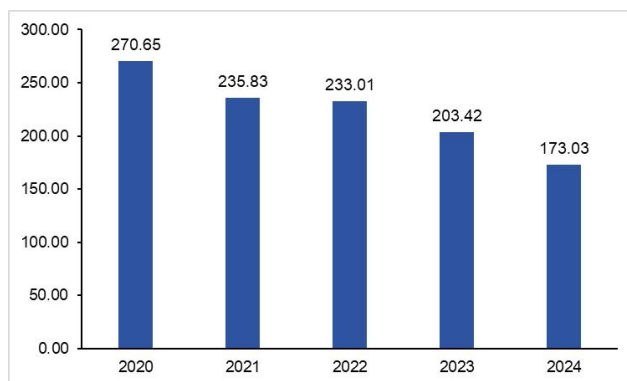
智能物流中台与数字化运营体系驱动单店效率优化。公司通过打造覆盖门店与仓库的智能物流中台和数字化运营体系,以智能补货、铺货与退货系统打通供应链协同,显著降低缺货率和库存周转天数,提升单店货品周转效率和坪效。依托商品数字化、智慧供应链、经营决策平台和财务、人力等多维度数字化,公司实现从“降本、增效、创收”的全链路精细化运营,并通过与鸿蒙生态合作及自研系统持续优化业务流程。同时,上线并迭代基于 DeepSeek-R1 的“AI 小参”,为员工和加盟商提供智能问答、业务决策支持及客服数据分析,将门店一线的咨询、销售与服务闭环纳入数字运营中,进一步提升顾客满意度和单店运营质量。整体来看,智能物流中台与数字化运营体系相互协同,为行业出清环境下公司单店效率的稳定提供了关键驱动力。

图38: 公司直营门店月均坪效情况 (元/平方米)



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

图39: 公司门店年均收入情况 (万元)



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理 注: 门店年均收入算法=公司年收入/年初及年末门店总数平均值

参茸滋补自有品牌与慢病管理服务打造高毛利护城河。公司通过自主开发与生产“东紫云轩”“东滕阿胶”“可可康”等系列参茸滋补自有品牌,构建了区别于代工贴牌商品的高毛利产品矩阵。公司自有品牌品种已超 1,000 个,覆盖中药饮片、阿胶、滋补保健品及中西成药等多个品类,依托对参茸滋补药材消费市场的深度理解,在消费者中建立了稳固的品牌口碑。这一战略一方面降低了对第三方供应商的依赖,更通过向上游供应链延伸,使公司能够精准控制产品质量与供应

稳定性，尤其在高端滋补品市场中形成差异化优势，支撑了整体商品结构的优化与利润空间的拓展。此外，公司同步构建以慢病管理服务为核心的客户粘性体系，截至 2025 年 6 月末，公司直营门店中拥有 DTP 药房 278 家，各类统筹报销定点门店 2982 家，其中门慢门特定点门店 1231 家。公司布局“医+药+养+检+险”的业务闭环，提供从疾病预防到用药保障的一站式健康管理，帮助患者以更低成本、更便捷渠道享受前沿的药品和医疗服务，降低患者使用创新药的负担，进一步推动了药品特别是创新药品种的销售。

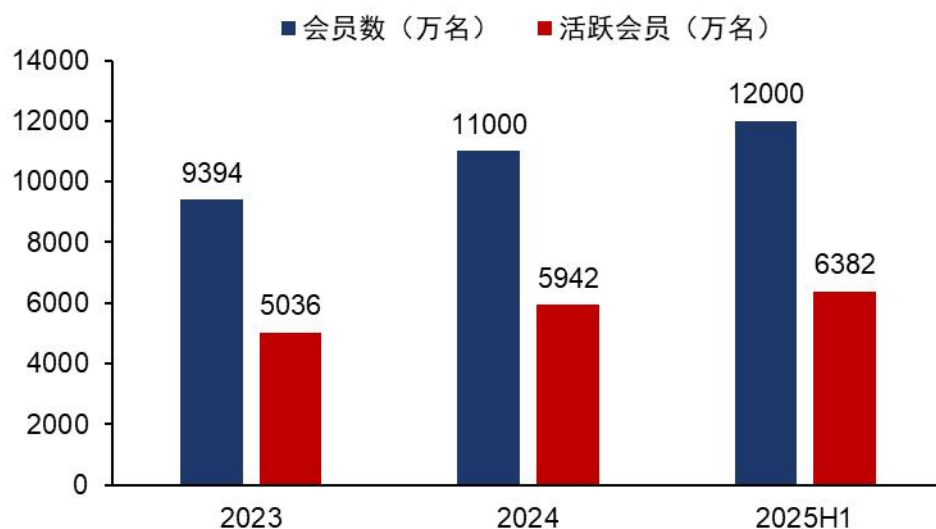
表3: 公司直营门店资质获得情况

	2022	2023	2024	2025H1
DTP 药房	174	227	248	278
个人账户医保定点门店		9100	10093	10157
统筹报销定点门店		1985	2822	2982
门诊统筹定点门店	747	1281	2065	2105
双通道定点门店	457	574	652	654
门慢门特定点门店		1021	1214	1231

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

持续升级会员运营和数字化管理，构建起规模庞大、精细分层、线上线下一体联动的会员体系，带动会员数量与价值双提升。公司通过完善会员画像与 AI 人群模型，形成总部—区域—门店三位一体的差异化精细营销服务体系，多渠道精准触达线上线下流量。依托“会员等级体系+付费会员”的双轨制管理模式和丰富的权益、服务与积分机制，公司不断激活存量会员、提升核心会员忠诚度并降低流失率。截至 2025 年 6 月末，公司会员总数超 1.2 亿、活跃会员 6,382 万，通办卡占比超过 80%。公司建设基于 SCRM 的会员通道和全渠道数据中台，实现客户与店员的双向互动、权益联通和成本更低的触达。近两年公司加大 IT 投入和数字化运营人才建设，推动精细化会员营销、区域差异化优惠和“一客一体化管理”，提升导购工具使用效率和门店服务能力。凭借大数据分析与 AI 模型，公司围绕个性化关怀和健康咨询等场景开展精准触达，健康咨询达 1.83 亿人次，有效提升会员购物转化率与忠诚度。

图40: 公司会员总数及活跃会员数量情况



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

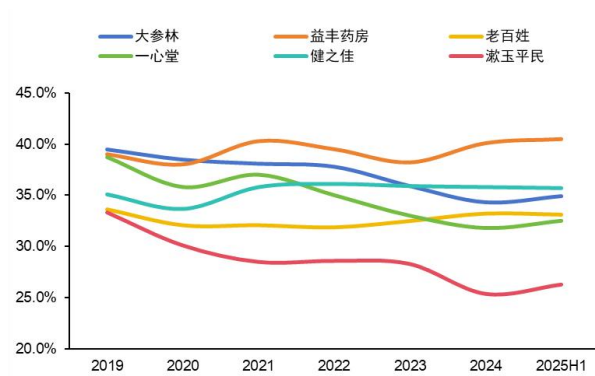
盈利能力及单店表现在行业中名列前茅。公司凭借规模效益以及领先的经营能力，各项指标在行业中处于前列。2024 年全年营收规模、收入增速位居 A 股连锁药房公司首位，毛利率、归母净利润规模以及 ROE 等指标亦处行业领先水平。

表4: A 股主要上市连锁药房公司 2024 年业绩及经营数据

公司简称	大参林	老百姓	益丰药房	一心堂	健之佳	漱玉平民
证券代码	603233.SH	603883.SH	603939.SH	002727.SZ	605266.SH	301017.SZ
营业收入（亿元）	264.97	223.58	240.62	180.00	92.83	95.70
yoy	8.0%	-0.4%	6.5%	3.6%	2.2%	4.1%
毛利率	34.3%	33.2%	40.1%	31.8%	35.8%	25.4%
归母净利润（亿元）	9.15	5.19	15.29	1.14	1.28	-1.89
yoy	-21.6%	-44.1%	8.3%	-79.2%	-69.1%	-241.9%
经营活动现金流净额（亿元）	31.06	20.26	42.21	17.21	5.09	4.89
ROE	13.3%	7.8%	14.9%	1.5%	4.5%	-8.7%
资产负债率	69.2%	66.0%	59.3%	54.5%	73.8%	77.1%
门店数量（家）	16533	15277	14684	11498	5486	4438
单店年均收入（万元）	160.27	146.35	163.87	156.55	169.21	215.64

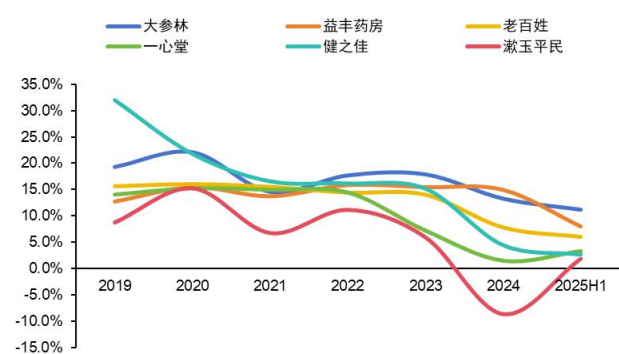
资料来源：Wind，各公司公告，国信证券经济研究所整理

图41: A 股主要上市连锁药房公司毛利率情况比较



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图42: A 股主要上市连锁药房公司 ROE 情况比较



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

盈利预测

假设前提

我们的盈利预测基于以下假设条件：

零售：近年来公司零售业务增长较为稳健。受益于供应链整合、品项优化与数智化降本增效，公司零售业务经营效率持续优化。未来随着老店同店销售提升、省外区域市占率深化及宠物健康、医疗器械等高毛利品类的试点拓展，公司零售业务有望恢复较快增长。2025 年前三季度公司零售业务收入 163.40 亿元，同比减少 0.1%；毛利率 37.70%，同比增长 0.44pp。预计公司零售业务 2025-2027 年营业收入 221.40/243.54/267.89 亿元，同比增长 1.0%/10.0%/10.0%，毛利率分别为 37.0%/37.5%/38.0%。

加盟及分销：公司加盟及分销业务已成为重要增长引擎，通过“直营式加盟”模式实现快速区域渗透与规模扩张。未来随着公司在弱势区域持续加密网络、加盟门店盈利能力改善及加盟体系对整体销售规模的反哺效应，该板块收入规模占比有望持续提升。2025 年前三季度公司加盟及分销业务收入 31.99 亿元，同比增长 8.4%；毛利率 9.39%，同比下降 1.55pp。预计公司加盟及分销业务 2025-2027 年营业收入 43.34/48.76/56.08 亿元，同比增长 10.0%/12.5%/15.0%，毛利率分别为 10.0%/11.0%/12.0%。

表5：公司收入及毛利预测（单位：百万元）

	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入	21248.09	24531.39	26496.55	27205.12	30070.54	33363.43
yoy	26.8%	15.5%	8.0%	2.7%	10.5%	11.0%
毛利	8031.23	8807.32	9095.41	9348.76	10501.18	11809.75
毛利率	37.8%	35.9%	34.3%	34.4%	34.9%	35.4%
分业务收入						
1、零售	19241.82	20508.66	21920.63	22139.84	24353.82	26789.202
yoy	25.9%	6.6%	6.9%	1.0%	10.0%	10.0%
毛利	7393.87	7823.77	8027.3	8191.739	9132.6825	10179.897
毛利率	38.4%	38.1%	36.6%	37.0%	37.5%	38.0%
2、加盟及分销	1538.61	3422.79	3940.36	4334.40	4876.20	5607.62
yoy	52.8%	122.5%	15.1%	10.0%	12.5%	15.0%
毛利	172.61	384.62	440.28	433.44	536.38	672.91
毛利率	11.2%	11.2%	11.2%	10.0%	11.0%	12.0%
3、其他	467.66	599.94	635.56	730.89	840.52	966.60
yoy	0.0%	28.3%	5.9%	15.0%	15.0%	15.0%
毛利	464.75	598.93	627.83	723.58	832.12	956.94
毛利率	99.4%	99.8%	98.8%	99.0%	99.0%	99.0%

资料来源：Wind，公司公告，国信证券经济研究所预测

综上所述，预计公司 2025-2027 年营收 272.05/300.71/333.63 亿元，同比 +2.7%/+10.5%/+11.0%；毛利率 34.4%/34.9%/35.4%，毛利 93.49/105.01/118.10 亿元。

未来三年业绩预测

表6: 未来三年盈利预测（单位：百万元）

	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	24531	26497	27205	30071	33363
营业成本	15724	17401	17856	19569	21554
销售费用	5623	6193	5985	6616	7340
管理费用	1185	1231	1276	1387	1513
研发费用	81	52	68	75	83
财务费用	190	201	147	144	134
营业利润	1632	1354	1727	2122	2569
利润总额	1628	1340	1722	2117	2564
归母净利润	1166	915	1208	1485	1798
摊薄 EPS（元）	1.02	0.80	1.06	1.30	1.58
ROE	17.1%	13.3%	15.8%	17.6%	19.3%

资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理预测

销售费用率：受益于数智化运营升级、门店结构优化及加盟模式带来的规模效应，叠加省外区域盈利改善与精准营销体系成熟，降本增效成果持续释放。后续非药品类扩张、新进地区门店扩张仍会带来一定销售费用的投入需求。预计后续公司销售费用率将维持稳定。预计 2025-2027 年销售费用率为 22.00%/22.00%/22.00%。

管理费用率：公司管理费用控制效果良好，管理效率逐步提升，预计 2025-2027 年管理费用率为 4.40%/4.35%/4.30%。

研发费用率：公司研发投入主要主要用于数字化系统与供应链平台建设，整体规模占收入比例较低。预计 2025-2027 年研发费用率为 0.25%/0.25%/0.25%。

按上述假设条件，我们得到公司 2025-2027 年营收 272.05/300.71/333.63 亿元，同比 +2.7%/+10.5%/+11.0%；归母净利润 12.08/14.85/17.98 亿元，同比 +32.0%/23.0%/21.1%；每股收益 1.06/1.30/1.58 元；ROE 15.8%/17.6%/19.3%。

盈利预测敏感性分析

考虑以下三种情况对公司经营情况的影响分析，乐观假设与悲观假设在现有预测基础上下浮动 10%。

表7: 情景分析（单位：百万元）

	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
乐观预测					
营业收入	24,531	26,497	27,276	30,436	34,102
yoy	15.5%	8.0%	2.9%	11.6%	12.0%
归母净利润	1166	915	3092	3601	4190
yoy	12.6%	-21.6%	238.0%	16.5%	16.3%
EPS（元）	1.02	0.80	2.72	3.16	3.68
中性预测					
营业收入	24,531	26,497	27,205	30,071	33,363
yoy	15.5%	8.0%	2.7%	10.5%	11.0%
归母净利润	1166	915	1208	1485	1798
yoy	12.6%	-21.6%	32.0%	23.0%	21.1%
EPS（元）	1.02	0.80	1.06	1.30	1.58
悲观预测					
营业收入	24,531	26,497	27,134	29,706	32,634
yoy	15.5%	8.0%	2.4%	9.5%	9.9%
归母净利润	1166	915	-551	-470	-377
yoy	12.6%	-21.6%	--	--	--
EPS（元）	1.02	0.80	-0.48	-0.41	-0.33

资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理预测

估值与投资建议

考虑公司的业务特点，我们采用绝对估值和相对估值两种方法来估算公司的合理价值区间。

绝对估值：299.55~377.34 亿元

未来 10 年估值假设条件见下表：

表8：公司盈利预测假设条件

	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E	2031E	2032E	2033E	2034E
营业收入增长率	2.67%	10.53%	10.95%	8.00%	8.00%	5.00%	5.00%	2.50%	2.50%	2.50%
营业成本/营业收入	65.64%	65.08%	64.60%	64.50%	64.40%	64.30%	64.20%	64.10%	64.00%	63.90%
管理费用/营业收入	4.40%	4.35%	4.30%	4.25%	4.20%	4.15%	4.10%	4.05%	4.00%	3.95%
研发费用/营业收入	0.25%	0.25%	0.25%	0.25%	0.25%	0.25%	0.25%	0.25%	0.25%	0.25%
销售费用/销售收入	22.00%	22.00%	22.00%	21.80%	21.60%	21.40%	21.20%	21.00%	20.80%	20.60%
营业税及附加/营业收入	0.40%	0.40%	0.40%	0.40%	0.40%	0.40%	0.40%	0.40%	0.40%	0.40%
所得税税率	25.00%	25.00%	25.00%	25.00%	25.00%	25.00%	25.00%	25.00%	25.00%	25.00%
股利分配比率	40.00%	45.00%	50.00%	50.00%	50.00%	55.00%	55.00%	60.00%	60.00%	60.00%

资料来源：Wind，国信证券经济研究所预测

表9：资本成本假设

无杠杆 Beta	1.05	T	27.50%
无风险利率	2.50%	Ka	9.59%
股票风险溢价	6.75%	有杠杆 Beta	1.26
公司股价	18.85	Ke	10.99%
发行在外股数	1139	E/(D+E)	78.59%
股票市值(E)	21467	D/(D+E)	21.41%
债务总额(D)	5591	WACC	9.46%
Kd	5.30%	永续增长率（10年后）	0.5%

资料来源：国信证券经济研究所假设

根据以上主要假设条件，采用 FCFF 估值方法，得出公司股票价格区间为 26.30~33.13 元，对应市值区间为 299.55~377.34 亿元。

表10：大参林 FCFF 估值表（单位：百万元）

	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E	2031E	2032E	2033E	TV
EBIT	1,911.0	2,303.4	2,739.5	3,091.1	3,480.9	3,801.9	4,146.1	4,405.6	4,675.5	4,956.1	
所得税税率	25.00%	25.00%	25.00%	25.00%	25.00%	25.00%	25.00%	25.00%	25.00%	25.00%	
EBIT*(1-所得税税率)	1,433.2	1,727.5	2,054.6	2,318.3	2,610.7	2,851.4	3,109.6	3,304.2	3,506.6	3,717.1	
折旧与摊销	432.0	516.0	585.7	649.1	705.8	755.7	798.8	834.9	864.2	891.3	
营运资金的净变动	(242.8)	572.4	668.8	625.2	685.2	546.3	581.2	420.1	435.0	449.4	
资本性投资	(1,201.0)	(1,201.0)	(1,001.0)	(801.0)	(801.0)	(601.0)	(601.0)	(401.0)	(401.0)	(401.0)	
FCFF	421.4	1,614.9	2,308.1	2,791.6	3,200.7	3,552.5	3,888.6	4,158.2	4,404.8	4,656.7	51,814.2
PV(FCFF)	384.8	1,346.0	1,756.4	1,939.5	2,030.2	2,057.2	2,055.9	2,007.1	1,941.1	1,873.5	20,846.3
核心企业价值	38,238.0										
减：净债务	4,808.5										
股票价值	33,429.5										
每股价值（元）	29.35										

资料来源：国信证券经济研究所预测

绝对估值敏感性分析：

该绝对估值对于 WACC 和永续增长率较为敏感，下表为敏感性分析。

表11：绝对估值相对折现率和永续增长率的敏感性分析（元）

		WACC 变化					
永续 增长 率变 化	29.35	8.5%	9.0%	9.53%	10.0%	10.5%	
	2.0%	40.08	36.46	33.33	30.60	28.19	
	1.5%	37.95	34.69	31.84	29.33	27.12	
	1.0%	36.10	33.13	30.52	28.21	26.15	
	0.5%	34.49	31.76	29.35	27.21	25.28	
	0.0%	33.06	30.55	28.31	26.30	24.50	
	-0.5%	31.79	29.45	27.37	25.48	23.78	
	-1.0%	30.65	28.47	26.51	24.74	23.13	

资料来源：国信证券经济研究所分析

相对估值：241.52~253.59 亿元

公司为国内连锁药房企业领先企业，我们选择同属于连锁药房行业的老百姓、益丰药房、一心堂、健之佳作为可比公司。以 2025 年 11 月 15 日股价为基础，四家可比公司 2025 年平均 PE 为 18.09 倍，考虑到公司行业领先的规模带来的规模效益，以及成熟的扩张模式和强大的运营能力，我们给予大参林 2025 年 20.00~21.00 倍 PE，合理市值为 241.52~253.59 亿元，对应目标价 21.21~22.27 元。

表12：可比公司估值表

代码	公司简称	股价 25/11/6	总市值 亿元	归母净利润（亿元）				PE				ROE (24A)	PEG (25E)	投资评级
				24A	25E	26E	27E	24A	25E	26E	27E			
603939.SH	益丰药房	24.88	301.65	15.29	17.25	20.07	23.16	19.73	17.49	15.03	13.02	14.3%	0.85	优于大市
603883.SH	老百姓	17.57	133.34	5.19	6.52	7.61	8.66	25.69	20.45	17.52	15.40	7.9%	-4.91	无评级
002727.SZ	一心堂	14.17	82.98	1.14	5.03	5.75	6.55	72.70	16.48	14.43	12.67	1.5%	0.88	无评级
605266.SH	健之佳	21.92	33.88	1.28	1.96	2.42	2.80	26.44	17.32	14.01	12.09	4.6%	1.88	无评级
	平均							41.61	18.09	15.32	13.39	4.7%	-	
603233.SH	大参林	18.61	211.94	9.15	12.08	14.85	17.98	23.17	17.55	14.27	11.79	14.3%	1.55	优于大市

资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理 注：除益丰药房外均为 Wind 一致预测

投资建议：公司为国内领先的医药零售连锁企业，凭借 21 省覆盖的 17385 家门店网络和“直营+加盟”双轮驱动模式，持续巩固行业头部地位。我们预计公司 2025-2027 年营业收入 272.05/300.71/333.63 亿元，同比+2.7%/+10.5%/+11.0%；预计公司 2025-2027 年归母净利润 12.08/14.85/17.98 亿元，同比增速+32.0%/23.0%/21.1%，当前股价对应 PE=17.6/14.3/11.8 倍。综合两种估值方法，我们认为公司合理市值区间为 241.52~253.59 亿元，较当前有 14.0%~19.7%溢价空间。首次覆盖，给予“优于大市”评级。

风险提示

估值的风险

- ◆ 我们采取了绝对估值和相对估值方法，多角度综合得出公司的合理估值在 241.52~253.59 亿元之间，但该估值是建立在相关假设前提基础上的，特别是对公司未来几年自由现金流的计算、加权平均资本成本（WACC）的计算、TV 的假定和可比公司的估值参数的选定，都融入了很多个人的判断，进而导致估值出现偏差的风险，具体来说：
- ◆ 可能由于对公司收入和利润增长率估计偏乐观，导致未来 10 年自由现金流计算值偏高，从而导致估值偏乐观的风险；
- ◆ 加权平均资本成本（WACC）对公司绝对估值影响非常大，我们在计算 WACC 时假设无风险利率为 2.5%、风险溢价 6.5%，可能仍然存在对该等参数估计或取值偏低、导致 WACC 计算值偏低，从而导致公司估值高估的风险；
- ◆ 我们假定未来 10 年后公司 TV 增长率为 0.5%，公司所处行业可能在未来 10 年后发生较大的不利变化，公司持续成长性实际很低或负增长，从而导致公司估值高估的风险；
- ◆ 相对估值方面：我们选取了与公司业务相近的老百姓、益丰药房、一心堂、健之佳的相对估值指标进行比较，选取了可比公司 2025 年平均 PE 作为相对估值的参考，最终给予公司 2025 年 PE 为 20.00~21.00 倍，可能未充分考虑市场及该行业整体估值偏高的风险。

盈利预测的风险

- ◆ 我们假设公司未来 3 年收入同比+2.7%/+10.5%/+11.0%，可能存在对公司产品销量及价格预计偏乐观、进而高估未来 3 年业绩的风险；
- ◆ 我们预计公司未来 3 年毛利率分别为 34.4%/34.9%/35.4%，可能存在对公司成本估计偏低、毛利高估，从而导致对公司未来 3 年盈利预测值高于实际值的风险。

市场竞争加剧的风险

随着行业集中度不断提高，国内外大型医药零售连锁陆续上市，并依托资本持续开店和并购，一些企业还通过加盟模式加快扩张。大型连锁在加速扩张的同时，不断强化规模与品牌优势。中小连锁和单体药店也积极应对，通过成立采购联盟降低成本，或利用区域品牌与选址优势提升市场占有率，也有部分选择被收购或加入龙头体系。在集中度上升和规模效应凸显的趋势下，大型连锁之间及其与中小药店的竞争愈发激烈。。

行业政策风险

医药行业关乎国计民生，一直处于严格监管之下。医改以来，各类政策持续推出并深刻影响药品零售行业，如医保控费、带量采购、网售处方药、双通道及门诊统筹等，都改变了行业竞争态势。随着改革深化，政策仍会根据实际情况不断调整，未来仍存在不确定性。同时，监管标准持续提升，飞行检查也更加频繁。若企业无法及时顺应政策变化、创新业务模式并确保内部管理有效执行，经营将面

临一定风险。

开拓新市场影响公司短期盈利能力的风险

公司主要优势区域集中在广东、广西、河南等地，在这些市场已形成较高的知名度、市场份额和盈利能力。为落实“深耕华南、布局全国”的战略，公司自 2019 年起陆续进入江苏、河北、山西、山东、四川、重庆、黑龙江、辽宁、新疆、上海、内蒙古、海南、湖北、安徽、陕西等 15 个省区。由于部分区域仍处于早期发展阶段，品牌影响力、市占率及盈利能力相对较弱。同时，新区域在消费习惯、医保体系等方面与华南存在差异，公司需投入资金和经验人员，并承担前期宣传促销等成本，短期内可能导致整体盈利能力承压。

人力资源风险

优秀的人才队伍是连锁企业长期稳健运营的关键。公司自成立以来始终重视人才建设。随着规模扩大，总部及各子公司对药学、营销、信息、物流和管理等专业与复合型人才的需求不断上升，门店对具备药学背景、服务意识强且敬业的一线员工需求也持续增加。若公司在人才引进、培养、使用或储备方面无法匹配未来的快速发展，或因管理不当导致核心人员流失，将可能影响公司的扩张进程和经营表现。

财务预测与估值

资产负债表（百万元）	2023	2024	2025E	2026E	2027E	利润表（百万元）	2023	2024	2025E	2026E	2027E
现金及现金等价物	4416	6217	6007	6808	8063	营业收入	24531	26497	27205	30071	33363
应收款项	1656	1695	1718	1874	2052	营业成本	15724	17401	17856	19569	21554
存货净额	4181	4128	4435	4716	5043	营业税金及附加	95	119	109	120	133
其他流动资产	503	531	680	752	834	销售费用	5623	6193	5985	6616	7340
流动资产合计	10798	12586	12870	14180	16022	管理费用	1185	1231	1276	1387	1513
固定资产	3252	3474	4260	4971	5415	研发费用	81	52	68	75	83
无形资产及其他	1859	1969	1892	1814	1736	财务费用	190	201	147	144	134
投资性房地产	8214	8410	8410	8410	8410	投资收益	7	1	3	3	3
长期股权投资	0	0	0	0	0	资产减值及公允价值变动	(73)	(49)	(40)	(40)	(40)
资产总计	24123	26440	27432	29375	31583	其他收入	(17)	51	(68)	(75)	(83)
短期借款及交易性金融负债	1789	2998	3000	3000	3000	营业利润	1632	1354	1727	2122	2569
应付款项	6871	8433	8444	9231	10155	营业外净收支	(4)	(14)	(5)	(5)	(5)
其他流动负债	2794	2276	2430	2663	2936	利润总额	1628	1340	1722	2117	2564
流动负债合计	11454	13707	13874	14894	16090	所得税费用	397	360	430	529	641
长期借款及应付债券	1638	1846	1846	1846	1846	少数股东损益	64	65	84	103	125
其他长期负债	3099	2749	2799	2849	2899	归属于母公司净利润	1166	915	1208	1485	1798
长期负债合计	4737	4595	4645	4695	4745	现金流量表（百万元）	2023	2024	2025E	2026E	2027E
负债合计	16190	18302	18519	19589	20835	净利润	1166	915	1208	1485	1798
少数股东权益	1109	1241	1291	1348	1410	资产减值准备	65	(47)	21	11	9
股东权益	6824	6897	7622	8438	9337	折旧摊销	239	1602	432	516	586
负债和股东权益总计	24123	26440	27432	29375	31583	公允价值变动损失	73	49	40	40	40
关键财务与估值指标	2023	2024	2025E	2026E	2027E	财务费用	190	201	147	144	134
每股收益	1.02	0.80	1.06	1.30	1.58	营运资本变动	600	437	(243)	572	669
每股红利	0.60	0.70	0.42	0.59	0.79	其它	(38)	56	29	45	53
每股净资产	5.99	6.06	6.69	7.41	8.20	经营活动现金流	2105	3011	1487	2670	3155
ROIC	11.90%	8.09%	10%	12%	15%	资本开支	0	(1686)	(1201)	(1201)	(1001)
ROE	17.09%	13.26%	16%	18%	19%	其它投资现金流	50	26	(14)	0	0
毛利率	36%	34%	34%	35%	35%	投资活动现金流	50	(1659)	(1215)	(1201)	(1001)
EBIT Margin	7%	6%	7%	8%	8%	权益性融资	0	101	0	0	0
EBITDA Margin	8%	12%	9%	9%	10%	负债净变化	139	177	0	0	0
收入增长	15%	8%	3%	11%	11%	支付股利、利息	(686)	(797)	(483)	(668)	(899)
净利润增长率	13%	-22%	32%	23%	21%	其它融资现金流	(1140)	1588	2	0	0
资产负债率	72%	74%	72%	71%	70%	融资活动现金流	(2232)	449	(481)	(668)	(899)
股息率	3.2%	3.8%	2.3%	3.2%	4.2%	现金净变动	(77)	1800	(209)	801	1255
P/E	18.2	23.2	17.6	14.3	11.8	货币资金的期初余额	4493	4416	6217	6007	6808
P/B	3.1	3.1	2.8	2.5	2.3	货币资金的期末余额	4416	6217	6007	6808	8063
EV/EBITDA	18.1	12.7	16.9	14.5	12.6	企业自由现金流	0	1451	421	1615	2308
						权益自由现金流	0	3216	313	1507	2208

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

免责声明

分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

国信证券投资评级

投资评级标准	类别	级别	说明
报告中投资建议所涉及的评级（如有）分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 到 12 个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的 6 到 12 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（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.CSI）为基准；香港市场以恒生指数（HSI.HI）作为基准；美国市场以标普 500 指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。	股票 投资评级	优于大市	股价表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	股价表现介于市场代表性指数 $\pm 10\%$ 之间
		弱于大市	股价表现弱于市场代表性指数 10%以上
		无评级	股价与市场代表性指数相比无明确观点
	行业 投资评级	优于大市	行业指数表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	行业指数表现介于市场代表性指数 $\pm 10\%$ 之间
		弱于大市	行业指数表现弱于市场代表性指数 10%以上

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司

关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、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意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。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。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层

邮编：518046 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层

邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层

邮编：100032