

## 证券研究报告

## 公司研究

## 公司点评报告

大参林 (603233)

投资评级

上次评级

唐爱金 医药行业首席分析师  
执业编号: S1500523080002  
邮箱: tangaijin@cindasc.com

章钟涛 医药行业分析师  
执业编号: S1500524030003  
邮箱: zhangzhongtao@cindasc.com

### 相关研究:

25Q1 归母净利润增长 15%，25 年或有望迎来盈利改善拐点

2024Q1 业绩短期承压，门店全国化布局仍在推进

信达证券股份有限公司  
CINDA SECURITIES CO., LTD  
北京市西城区宣武门西大街甲 127 号金隅大厦 B 座  
邮编: 100031

## 25 年归母净利润增长超 35%，26 年期待“门店扩张+经营优化”双轮驱动

2026 年 04 月 27 日

**事件:** 公司发布 2025 年年报及 2026 年一季度报。2025 年公司实现营业收入 275.02 亿元 (同比+3.80%)，归母净利润 12.35 亿元 (同比+35.04%)，扣非归母净利润 12.24 亿元 (同比+38.36%)。2026Q1 公司实现营业收入 69.73 亿元 (同比+0.25%)，实现归母净利润 5.11 亿元 (同比+11.12%)，扣非归母净利润 5.10 亿元 (同比+12.05%)。

### 点评:

- **25 年闭店 536 家，归母净利率提升 1.04 个百分点：①25 年末收购门店而闭店达 536 家，中参药材及非药品承压，加盟业务增速超 13%。**从区域销售上看，25 年华南地区收入 170.9 亿元 (同比+2.18%)，华南门店达 10550 家 (直营店 6506 家)，新增 711 家而闭店 204 家；华中地区收入 26.57 亿元 (同比+7.69%)，华中地区门店达 2046 家 (直营店 1073 家)，新增 181 家而闭店 63 家；华东地区收入 21.84 亿元 (同比+7.03%)，华东地区门店达 1852 家 (直营店 939 家)，新增 305 家而闭店 66 家；东北、华北、西南及西北地区收入 49.15 亿元 (同比+6.18%)，东北、华北、西南及西北地区门店达 3310 家 (直营店 1950 家)，新增 544 家而闭店 203 家。从品类上看，25 年中西成药收入达 213.12 亿元 (同比+6.73%)，中参药材收入达 26.77 亿元 (同比-9.08%)，非药品收入达 28.56 亿元 (同比-3.13%)。从业务类型上看，零售业务收入为 223.7 亿元 (同比+2.05%)，加盟及分销业务收入达 44.75 亿元 (同比+13.58%)。**②25 年毛利率略降，销售费用率下降 1.49 个百分点，归母净利率提升 1.04 个百分点。**在毛利率方面，25 年公司毛利率略微下降 0.01 个百分点 (毛利率为 34.32%)，其中，中西成药毛利率下降 0.42 个百分点 (29.58%)，中参药材毛利率提升 1.99 个百分点 (44.31%)，而非药品毛利率提升 3.61 个百分点 (45.33%)。在期间费用率方面，25 年公司销售费用率下降 1.49 个百分点 (21.89%)，管理费用率下降 0.3 个百分点 (4.35%)。在以上因素的综合作用下，25 年公司归母净利率提升 1.04 个百分点 (4.49%)。
- **26Q1 闭店回归常态，26Q1 毛利率提升 1.07 个百分点：①26Q1 闭店节奏回归常态。**从区域销售上看，公司积极实施省外扩张战略，东北、华北、西北及西南地区继续保持增速，主要是通过加盟拓展带来的销售增长贡献。26Q1 华南地区收入 42.71 亿元 (同比-0.75%)，华南门店达 10642 家 (直营店 6553 家)；华中地区收入 6.7 亿元 (同比-0.97%)，华中地区门店达 2109 家 (直营店 1078 家)；华东地区收入 5.49 亿元 (同比+0.35%)，华东地区门店达 1921 家 (直营店 938 家)；东北、华北、西南及西北地区收入 12.42 亿元 (同比+1.8%)，东北、华北、西南及西北地区门店达 3372 家 (直营店 1947 家)。**②26Q1 毛利率提升 1.07 个百分点，主要得益于营销策略优化、供应链优化等。**从毛利率上看，26Q1 公司毛利率提升 1.07 个百分点 (36.05%)，这主要得益于公司实施的营销促销策略优化、品项优化、供应链整合、谈降采购成本等策略。在具体品类方面，中西成药毛利率提升 0.49 个百分点 (31.08%)，

请阅读最后一页免责声明及信息披露 <http://www.cindasc.com> 1

中参药材毛利率提升 1.86 个百分点 (44.2%)，非药品毛利率提升 4.36 个百分点 (45.87%)。从费用率上看，26Q1 公司销售费用率下降 0.05 个百分点 (20.83%)，而管理费用率提升 0.27 个百分点 (4.22%)。26Q1 归母净利率提升 0.72 个百分点 (7.33%)。

- **盈利预测：**我们预计公司 2026-2028 年营业收入分别为 292.75 亿元、317.87 亿元、344.1 亿元，同比增速分别约为 6.4%、8.6%、8.3%，实现归母净利润分别为 13.89 亿元、16.06 亿元、18.57 亿元，同比分别增长约 12.5%、15.6%、15.7%，对应当前股价 PE 分别约为 15 倍、13 倍、11 倍。
- **风险因素：**零售药房市场竞争加剧、医保政策变动风险、税收政策变动风险、门店扩张不及预期、商誉减值风险。

重要财务指标	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
营业总收入(百万元)	26,497	27,502	29,275	31,787	34,410
增长率 YoY %	8.0%	3.8%	6.4%	8.6%	8.3%
归属母公司净利润 (百万元)	915	1,235	1,389	1,606	1,857
增长率 YoY%	-21.6%	35.0%	12.5%	15.6%	15.7%
毛利率%	34.3%	34.3%	34.3%	34.4%	34.5%
净资产收益率ROE%	13.3%	16.8%	18.0%	19.9%	21.8%
EPS(摊薄)(元)	0.80	1.08	1.22	1.41	1.63
市盈率 P/E(倍)	22.65	16.77	14.91	12.90	11.15
市净率 P/B(倍)	3.00	2.81	2.69	2.56	2.43

资料来源: wind, 信达证券研发中心预测; 股价为 2026 年 4 月 24 日收盘价

资产负债表		单位:百万元				
会计年度	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E	
<b>流动资产</b>	12,586	13,381	14,793	16,429	18,247	
货币资金	6,217	6,509	7,492	8,618	9,902	
应收票据	6	4	4	4	5	
应收账款	1,289	1,260	1,352	1,441	1,535	
预付账款	180	172	192	208	225	
存货	4,128	4,141	4,371	4,686	5,017	
其他	767	1,294	1,382	1,472	1,563	
<b>非流动资产</b>	13,854	13,106	13,047	13,030	12,958	
长期股权投资	0	0	0	0	0	
固定资产(合计)	2,986	3,083	3,126	3,131	3,100	
无形资产	1,969	1,966	1,968	1,967	1,964	
其他	8,898	8,058	7,954	7,931	7,893	
<b>资产总计</b>	26,440	26,487	27,840	29,459	31,205	
<b>流动负债</b>	13,707	15,067	15,984	17,097	18,259	
短期借款	1,778	268	268	268	268	
应付票据	5,601	7,023	7,474	8,107	8,767	
应付账款	2,832	2,913	3,203	3,474	3,757	
其他	3,496	4,863	5,038	5,248	5,467	
<b>非流动负债</b>	4,595	2,758	2,758	2,758	2,758	
长期借款	485	463	463	463	463	
其他	4,110	2,295	2,295	2,295	2,295	
<b>负债合计</b>	18,302	17,826	18,742	19,855	21,018	
少数股东权益	1,241	1,294	1,398	1,519	1,659	
归属母公司股东权益	6,897	7,368	7,700	8,084	8,529	
<b>负债和股东权益</b>	26,440	26,487	27,840	29,459	31,205	

重要财务指标		单位:百万元				
会计年度	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E	
营业总收入	26,497	27,502	29,275	31,787	34,410	
同比(%)	8.0%	3.8%	6.4%	8.6%	8.3%	
归属母公司净利润	915	1,235	1,389	1,606	1,857	
同比(%)	-21.6%	35.0%	12.5%	15.6%	15.7%	
毛利率(%)	34.3%	34.3%	34.3%	34.4%	34.5%	
ROE%	13.3%	16.8%	18.0%	19.9%	21.8%	
EPS(摊薄)(元)	0.80	1.08	1.22	1.41	1.63	
P/E	22.65	16.77	14.91	12.90	11.15	
P/B	3.00	2.81	2.69	2.56	2.43	

利润表		单位:百万元				
会计年度	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E	
<b>营业总收入</b>	26,497	27,502	29,275	31,787	34,410	
营业成本	17,401	18,064	19,220	20,846	22,543	
营业税金及附加	119	138	146	159	172	
销售费用	6,193	6,019	6,382	6,866	7,329	
管理费用	1,231	1,195	1,259	1,335	1,411	
研发费用	52	41	44	48	52	
财务费用	201	149	149	141	142	
减值损失合计	-88	-101	-90	-90	-90	
投资净收益	1	0	0	0	0	
其他	141	65	60	60	60	
<b>营业利润</b>	1,354	1,859	2,045	2,363	2,731	
营业外收支	-14	-9	-10	-10	-10	
<b>利润总额</b>	1,340	1,849	2,035	2,353	2,721	
所得税	360	491	541	626	724	
<b>净利润</b>	980	1,359	1,494	1,727	1,997	
少数股东损益	65	124	105	121	140	
<b>归属母公司净利润</b>	915	1,235	1,389	1,606	1,857	
EBITDA	3,458	3,842	2,996	3,361	3,785	
EPS(当年)(元)	0.81	1.08	1.22	1.41	1.63	

现金流量表		单位:百万元				
会计年度	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E	
<b>经营活动现金流</b>	3,106	5,350	2,998	3,409	3,769	
净利润	980	1,359	1,494	1,727	1,997	
折旧摊销	1,895	1,795	812	867	922	
财务费用	248	190	211	211	221	
投资损失	-1	0	0	0	0	
营运资金变动	-64	1,905	393	514	538	
其它	48	102	88	90	90	
<b>投资活动现金流</b>	-1,939	-970	-751	-850	-850	
资本支出	-1,447	-455	-550	-650	-650	
长期投资	-508	-516	0	0	0	
其他	16	1	-201	-200	-200	
<b>筹资活动现金流</b>	-932	-3,698	-1,265	-1,433	-1,634	
吸收投资	101	36	0	0	0	
借款	1,222	-1,532	0	0	0	
支付利息或股息	235	681	982	1,126	1,285	

## 研究团队简介

**唐爱金**，医药首席分析师，浙江大学硕士，曾就职于东阳光药先后任研发工程师及营销市场专员，具备优异的药物化学专业背景和医药市场经营运作经验，曾经就职于广证恒生和方正证券研究所负责医药团队卖方业务工作超9年。

**章钟涛**，医药分析师，暨南大学国际投融资硕士，超2年医药生物行业研究经历，CPA(专业阶段)，曾任职于方正证券，2023年加入信达证券，主要覆盖中药、医药商业&药店、疫苗。

**李春辰**，医药研究员，中国药科大学本科，北京大学硕士，1年医药行业研究经历，2025年加入信达证券，主要覆盖创新药、新兴生物技术等领域。

## 分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

## 免责声明

信达证券股份有限公司（以下简称“信达证券”）具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

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、意见及推测仅供参考，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做出邀请。

在法律允许的情况下，信达证券或其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，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

## 评级说明

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数：沪深 300 指数（以下简称基准）；  时间段：报告发布之日起 6 个月内。	<b>买入</b> ：股价相对强于基准 15% 以上；	<b>看好</b> ：行业指数超越基准；
	<b>增持</b> ：股价相对强于基准 5%~15%；	<b>中性</b> ：行业指数与基准基本持平；
	<b>持有</b> ：股价相对基准波动在±5% 之间；	<b>看淡</b> ：行业指数弱于基准。
	<b>卖出</b> ：股价相对弱于基准 5% 以下。	

## 风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券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，投资者需自行承担风险。