



股票投资评级

买入 | 维持

个股表现



资料来源：聚源，中邮证券研究所

公司基本情况

最新收盘价(元)	18.19
总股本/流通股本(亿股)	11.39 / 11.39
总市值/流通市值(亿元)	207 / 207
52周内最高/最低价	21.27 / 15.58
资产负债率(%)	67.3%
市盈率	16.84
第一大股东	柯云峰

研究所

分析师：盛丽华
SAC 登记编号：S1340525060001
Email: shenglihua@cnpsec.com
分析师：龙永茂
SAC 登记编号：S1340523110002
Email: longyongmao@cnpsec.com

大参林(603233)

利润增长超预期，多举措提升业绩释放潜力

● 利润增长超预期

公司发布 2025 年报及 2026 年一季报：2025 年公司实现营业收入 275.02 亿元 (+3.80%)，归母净利润 12.35 亿元 (+35.04%)，扣非净利润 12.24 亿元 (+38.36%)，经营现金流净额 53.5 亿元 (+72.24%)。2026Q1 公司实现营业收入 69.73 亿元 (+0.25%)，归母净利润 5.11 亿元 (+11.12%)，扣非净利润 5.1 亿元 (+12.05%)，经营现金流净额 9.68 亿元 (-45.25%)。

分季度来看，2025Q1、Q2、Q3、Q4 营业收入分别为 69.56 亿元 (+3.02%)、65.67 亿元 (-0.41%)、65.46 亿元 (+2.51%)、74.34 亿元 (+9.88%)，归母净利润分别为 4.6 亿元 (+15.45%)、3.38 亿元 (+30.49%)、2.83 亿元 (+41.04%)、1.54 亿元 (+172.37%)，扣非净利润分别为 4.55 亿元 (+14.82%)、3.34 亿元 (+27.15%)、2.84 亿元 (+47.01%)、1.51 亿元 (+363.93%)。

从盈利能力来看，2025 年毛利率为 34.32% (-0.01pct)，归母净利率为 4.49% (+1.04pct)，扣非净利率为 4.45% (+1.11pct)。2026Q1 毛利率为 36.05% (+1.07pct)，归母净利率为 7.33% (+0.72pct)，扣非净利率为 7.31% (+0.77pct)。

费率方面，2025 年销售费用率为 21.89% (-1.49pct)，管理费用率为 4.35% (-0.30pct)，研发费用率为 0.15% (-0.04pct)，财务费用率为 0.54% (-0.22pct)。2026Q1 销售费用率为 20.83% (-0.05pct)，管理费用率为 4.22% (+0.27pct)，研发费用率为 0.14% (+0.01pct)，财务费用率为 0.38% (-0.24pct)。

● 加盟及分销业务、中西成药营收增长较好

分行业来看，2025 年零售业务营收 223.70 亿元 (+2.05%)，加盟及分销业务营收 44.75 亿元 (+13.58%)，2026Q1 零售业务收入 56.16 亿元 (-0.03%)，加盟及分销收入 11.16 亿元 (-1.20%)。

分产品来看，2025 年中西成药收入 213.12 亿元 (+6.73%)，中参药材收入 26.77 亿元 (-9.08%)，非药品收入 28.56 亿元 (-3.13%)。2026Q1 中西成药收入 54.23 亿元 (+1.87%)，中参药材收入 5.94 亿元 (-16.90%)，非药品收入 7.15 亿元 (+0.84%)。

● 持续优化门店布局，提升利润释放潜力

从门店扩张来看，截至 2025 年底公司拥有门店 17,758 家(含加盟店 7,290 家)，净增门店 1,205 家，其中：新开门店 501 家，收购门店 0 家，加盟店 1,240 家，关闭门店 536 家。截至 2026Q1，公司拥有门店 18,044 家(含加盟店 7,528 家)，公司净增门店 286 家，其中：新开自建门店 115 家，收购门店 0 家，加盟店 238 家，关闭门店 67 家。

● 积极承接处方外流，探索“非药调改”

截至 2025 年底，公司获得个人账户医保定点门店 10,170 家，各类统筹报销定点门店 3,429 家，其中门诊统筹定点门店 2,457 家，“双通道”定点门店 705 家，门慢门特定点门店 1,322 家（部分门店获得多项统筹报销定点资格）。

为进一步挖掘顾客价值、提升门店综合效益，公司积极探索商品结构多元化发展路径，探索并试点“非药调改”门店形态，聚焦门店非药区域升级改造，扩大非药陈列面积、增设专属货架，以消费使用场景为导向进行分类陈列，着力营造场景化的非药销售氛围。同时，公司将持续引入药妆、皮肤护理、个人护理、保健食品、家清日化等非药新品，通过丰富非药品类供给、优化陈列布局，深度挖掘顾客潜在需求，有效提升门店坪效与综合盈利能力。

● 盈利预测及投资建议

公司顺应行业周期，提质增效，利润释放潜力大，我们预计公司 2026~2028 营收分别为 303.60、336.04、371.96 亿元，归母净利润分别为 14.86、16.57、18.76 亿元，当前股价对应 PE 分别为 14、13、11 倍，维持“买入”评级。

● 风险提示：

门店盈利不及预期风险，政策落地不及预期风险。

■ 盈利预测和财务指标

项目\年度	2025A	2026E	2027E	2028E
营业收入（百万元）	27502	30360	33604	37196
增长率(%)	3.80	10.39	10.68	10.69
EBITDA（百万元）	3842.35	2871.13	3171.05	3532.20
归属母公司净利润（百万元）	1235.25	1486.43	1656.82	1876.34
增长率(%)	35.04	20.34	11.46	13.25
EPS(元/股)	1.08	1.31	1.45	1.65
市盈率 (P/E)	16.77	13.94	12.50	11.04
市净率 (P/B)	2.81	2.68	2.55	2.42
EV/EBITDA	4.96	6.75	5.48	4.33

资料来源：公司公告，中邮证券研究所

财务报表和主要财务比率

财务报表(百万元)					主要财务比率				
	2025A	2026E	2027E	2028E		2025A	2026E	2027E	2028E
利润表					成长能力				
营业收入	27502	30360	33604	37196	营业收入	3.8%	10.4%	10.7%	10.7%
营业成本	18064	19904	21938	24181	营业利润	37.3%	17.5%	12.4%	13.4%
税金及附加	138	135	157	175	归属于母公司净利润	35.0%	20.3%	11.5%	13.2%
销售费用	6019	6740	7556	8254	获利能力				
管理费用	1195	1399	1523	1672	毛利率	34.3%	34.4%	34.7%	35.0%
研发费用	41	68	64	70	净利率	4.5%	4.9%	4.9%	5.0%
财务费用	149	0	0	0	ROE	16.8%	19.2%	20.4%	21.9%
资产减值损失	-81	-30	-30	-30	ROIC	10.6%	10.9%	11.8%	12.9%
营业利润	1859	2184	2454	2783	偿债能力				
营业外收入	33	31	32	32	资产负债率	67.3%	66.6%	67.1%	67.5%
营业外支出	42	40	43	42	流动比率	0.89	0.95	1.01	1.07
利润总额	1849	2174	2443	2773	营运能力				
所得税	491	576	651	736	应收账款周转率	21.58	22.59	22.68	23.26
净利润	1359	1598	1793	2037	存货周转率	4.37	4.44	4.40	4.49
归母净利润	1235	1486	1657	1876	总资产周转率	1.04	1.13	1.19	1.22
每股收益(元)	1.08	1.31	1.45	1.65	每股指标(元)				
资产负债表					每股收益	1.08	1.31	1.45	1.65
货币资金	6509	6831	8853	10931	每股净资产	6.47	6.78	7.13	7.52
交易性金融资产	439	439	439	439	估值比率				
应收票据及应收账款	1264	1433	1542	1668	PE	16.77	13.94	12.50	11.04
预付款项	172	233	231	256	PB	2.81	2.68	2.55	2.42
存货	4141	4829	5136	5635	现金流量表				
流动资产合计	13381	14694	17161	19950	净利润	1359	1598	1793	2037
固定资产	3083	3127	3143	3131	折旧和摊销	1795	697	728	759
在建工程	359	309	259	209	营运资本变动	1905	-653	952	899
无形资产	1966	1922	1876	1828	其他	292	44	48	70
非流动资产合计	13106	12662	12185	11676	经营活动现金流净额	5350	1686	3521	3765
资产总计	26487	27356	29346	31625	资本开支	-455	-245	-249	-260
短期借款	268	268	268	268	其他	-515	8	10	0
应付票据及应付账款	9937	9764	11153	12486	投资活动现金流净额	-970	-236	-238	-260
其他流动负债	4863	5437	5505	5842	股权融资	36	0	0	0
流动负债合计	15067	15470	16927	18596	债务融资	-1533	3	0	0
其他	2758	2758	2758	2758	其他	-2201	-1131	-1260	-1427
非流动负债合计	2758	2758	2758	2758	筹资活动现金流净额	-3698	-1128	-1260	-1427
负债合计	17826	18228	19685	21354	现金及现金等价物净增加额	681	322	2022	2078
股本	1139	1139	1139	1139					
资本公积金	1259	1259	1259	1259					
未分配利润	4311	4444	4592	4759					
少数股东权益	1294	1405	1541	1702					
其他	659	882	1130	1412					
所有者权益合计	8661	9129	9661	10271					
负债和所有者权益总计	26487	27356	29346	31625					

资料来源：公司公告，中邮证券研究所

中邮证券投资评级说明

投资评级标准	类型	评级	说明
报告中投资建议的评级标准： 报告发布日后的 6 个月内的相对市场表现，即报告发布日后的 6 个月内的公司股价（或行业指数、可转债价格）的涨跌幅相对同期相关证券市场基准指数的涨跌幅。 市场基准指数的选取：A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指为基准；可转债市场以中信标普可转债指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	预期个股相对同期基准指数涨幅在 20%以上
		增持	预期个股相对同期基准指数涨幅在 10%与 20%之间
		中性	预期个股相对同期基准指数涨幅在-10%与 10%之间
		回避	预期个股相对同期基准指数涨幅在-10%以下
	行业评级	强于大市	预期行业相对同期基准指数涨幅在 10%以上
		中性	预期行业相对同期基准指数涨幅在-10%与 10%之间
		弱于大市	预期行业相对同期基准指数涨幅在-10%以下
	可转债评级	推荐	预期可转债相对同期基准指数涨幅在 10%以上
		谨慎推荐	预期可转债相对同期基准指数涨幅在 5%与 10%之间
		中性	预期可转债相对同期基准指数涨幅在-5%与 5%之间
		回避	预期可转债相对同期基准指数涨幅在-5%以下

分析师声明

撰写此报告的分析师（一人或多人）承诺本机构、本人以及财产利害关系人与所评价或推荐的证券无利害关系。

本报告所采用的数据均来自我们认为可靠的目前已公开的信息，并通过独立判断并得出结论，力求独立、客观、公平，报告结论不受本公司其他部门和人员以及证券发行人、上市公司、基金公司、证券资产管理公司、特定客户等利益相关方的干涉和影响，特此声明。

免责声明

中邮证券有限责任公司（以下简称“中邮证券”）具备经中国证监会批准的开展证券投资咨询业务的资格。

本报告信息均来源于公开资料或者我们认为可靠的资料，我们力求但不保证这些信息的准确性和完整性。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价，中邮证券不对因使用本报告的内容而导致的损失承担任何责任。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，中邮证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

中邮证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者计划提供投资银行、财务顾问或者其他金融产品等相关服务。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供中邮证券签约客户使用，若您非中邮证券签约客户，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司不会因接收人收到、阅读或关注本报告中的内容而视其为签约客户。

本报告版权归中邮证券所有，未经书面许可，任何机构或个人不得存在对本报告以任何形式进行翻版、修改、节选、复制、发布，或对本报告进行改编、汇编等侵犯知识产权的行为，亦不得存在其他有损中邮证券商业性权益的任何情形。如经中邮证券授权后引用发布，需注明出处为中邮证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节或修改。

中邮证券对于本声明具有最终解释权。

公司简介

中邮证券有限责任公司于2002年9月经中国证券监督管理委员会批准设立，公司注册资本61.68亿元人民币，是中国邮政集团有限公司绝对控股的证券类金融子公司，公司是中邮创业基金管理股份有限公司的第二大股东。

公司经营范围包括：证券经纪，证券自营，证券投资咨询，证券资产管理，融资融券，证券投资基金销售，证券承销与保荐，代理销售金融产品，与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问，具备展业的各项资格。截至2025年10月底，公司在全国设有58家分支机构(含29家分公司、29家营业部)，1家资产管理分公司和1家另类投资公司。

中邮证券紧密依托中国邮政集团有限公司的雄厚实力，通过强化“自营+协同”发展模式，实现快速发展，当前服务的经纪客户已超过260万人。公司始终坚持诚信经营、践行金融为民，为社会大众提供全方位专业化的证券投融资服务，努力成为员工自豪、股东放心、客户信赖、社会尊重的优秀企业，打造契合中国邮政资源禀赋和市场地位的特色精品券商。

中邮证券研究所

北京

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com

地址：北京市东城区前门街道珠市口东大街17号

邮编：100050

上海

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com

地址：上海市虹口区东大名路1080号邮储银行大厦3楼

邮编：200000

深圳

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com

地址：深圳市福田区滨河大道9023号国通大厦二楼

邮编：518048