

降本增效落地，盈利趋势向好

——大参林 25 年报&26 一季报点评

核心观点

- 净利率持续改善，降本增效显著。**随着医保药品追溯码监管政策全面落地、全国统一电子处方流转平台加速推进，在国家及地方医保局飞行检查常态化且持续趋严的背景下，行业迎来整体企稳、出清提速的新发展阶段。根据米内网统计，2025 年全国实体药店零售市场（药+非药）达 6165 亿元（同比-0.6%），降幅明显收窄。根据中康 CMH 数据，2025 年全国净关店 21925 家，闭店率达 7.8%，已连续五个季度环比净关店，行业出清提速。在多变的外部环境下，公司积极优化内部管理，降本增效持续落地。2025 年，公司实现营收 275.0 亿元（同比+3.8%），主要系老店内生增长及新开门店贡献；实现归母净利润 12.4 亿元（同比+35.0%），主要系收入增长、管理和运营效率提升、营业总成本得到有效控制。26Q1，公司实现营收 69.7 亿元（同比+0.3%），归母净利润 5.1 亿元（同比+11.1%），值得注意的是，同期净利率达到 7.8%（同比+0.7pct），盈利修复趋势进一步明确。
- 零售业务稳健，加盟和分销增速亮眼。**分业务来看，2025 年公司零售业务收入 223.7 亿元（同比+2.1%），毛利率 37.0%（同比+0.3pct），收入表现稳健，盈利质量提升；同时，公司持续优化“直营式加盟”赋能，以翻牌形式为主，在近几年新进驻的、市占率较低的非华南地区快速提升市占率。同期加盟及分销业务收入 44.8 亿元（同比+13.6%），毛利率 11.6%（同比+0.4pct），该业务不仅贡献利润，还提升销售总额，使得公司规模优势进一步加强并反哺直营零售业务。
- 新零售业务稳中有升、盈利优化。**截至 25 年底，O2O 送药服务覆盖门店上线率达 80.4%，B2C 业务覆盖全国，且持续优化线上线下差异选品、协同定价，大幅降低线上折扣及补贴力度，实现线上市占率稳中有升，同时毛净利率进一步提升。

盈利预测与投资建议

- 根据 25 年报和 26 年一季报，我们下调 26-28 年营收、毛利率和费用率预测，调整 26-28 年归母净利润预测为 14.2、16.3、18.8（原预测 26-27 年为 13.7 和 15.6）亿元，根据可比公司给予 26 年 21 倍 PE，对应目标价 26.04 元，维持“买入”评级。

风险提示

医保政策导致的风险、门店扩张不及预期的风险、管理能力提升不足的风险、市场竞争加剧的风险。

公司主要财务信息

	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
营业收入(百万元)	26,497	27,502	29,727	32,602	35,928
同比增长(%)	8.0%	3.8%	8.1%	9.7%	10.2%
营业利润(百万元)	1,354	1,859	2,003	2,333	2,690
同比增长(%)	-17.0%	37.3%	7.7%	16.5%	15.3%
归属母公司净利润(百万元)	915	1,235	1,415	1,631	1,881
同比增长(%)	-21.6%	35.0%	14.5%	15.3%	15.3%
每股收益(元)	0.80	1.08	1.24	1.43	1.65
毛利率(%)	34.3%	34.3%	34.1%	33.9%	33.7%
净利率(%)	3.5%	4.5%	4.8%	5.0%	5.2%
净资产收益率(%)	13.3%	17.3%	17.4%	17.4%	18.0%
市盈率	23.3	17.3	15.1	13.1	11.4
市净率	3.1	2.9	2.4	2.2	1.9

资料来源：公司数据、东方证券研究所预测。每股收益使用最新股本全面摊薄计算。

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责声明。

投资评级

投资评级	买入（维持）
股价（2026年04月29日）	19.35元
目标价格	26.04元
52周最高价/最低价	21.78/15.1元
总股本/流通A股（万股）	113,885/113,885
A股市值（百万元）	22,037
国家/地区	中国
行业	医药生物
报告发布日期	2026年04月29日

股价表现

	1周	1月	3月	12月
绝对表现%	8.77	10.19	-4.44	8.21
相对表现%	8.55	3.35	-5.63	-19.21
沪深300%	0.22	6.84	1.19	27.42



证券分析师

伍云飞 执业证书编号：S0860524020001
香港证监会牌照：BRX199
wuyunfei1@orientsec.com.cn
021-63326320

联系人

袁润璞 执业证书编号：S0860124100008
yuanrunpu@orientsec.com.cn
021-63326320

相关报告

提质增效，看好业绩逐季改善：——大参林 2025-09-08
林 2025 年中报点评
收入稳健增长，利润拐点已现 2025-06-04
业绩短期波动，门店加速扩张：——大参林 2024-09-09
林 2024 中报点评

表 1：可比公司估值表（2026 年 4 月 29 日收盘价）

公司	代码	最新价格(元)	每股收益（元）			市盈率		
			2025A	2026E	2027E	2025A	2026E	2027E
益丰药房	603939	23.43	1.38	1.62	1.84	16.92	14.51	12.74
老百姓	603883	14.11	0.50	0.79	0.88	28.04	17.97	15.97
一心堂	002727	12.75	0.45	0.71	0.81	28.35	18.03	15.73
爱尔眼科	300015	10.95	0.35	0.42	0.48	31.51	26.15	22.94
通策医疗	600763	43.26	1.12	1.32	1.51	38.55	32.69	28.71
	最大值					38.55	32.69	28.71
	最小值					16.92	14.51	12.74
	平均数					28.67	21.87	19.22
	调整后平均					29	21	18

数据来源：wind，东方证券研究所

附表：财务报表预测与比率分析

资产负债表						利润表					
单位:百万元	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E	单位:百万元	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
货币资金	6,217	6,509	6,986	7,661	8,443	营业收入	26,497	27,502	29,727	32,602	35,928
应收票据及应收账款	1,303	1,281	1,424	1,583	1,744	营业成本	17,401	18,064	19,596	21,556	23,812
预付账款	180	172	361	418	343	销售费用	6,193	6,019	6,508	7,000	7,606
存货	4,128	4,141	4,311	4,527	4,762	管理费用	1,231	1,195	1,232	1,313	1,426
其他	758	1,277	963	1,106	1,100	研发费用	52	41	45	49	54
流动资产合计	12,586	13,381	14,045	15,295	16,393	财务费用	201	149	152	160	116
长期股权投资	0	0	0	0	0	资产减值损失	88	101	173	159	175
固定资产	2,986	3,083	3,182	3,295	3,413	公允价值变动收益	11	(2)	10	10	10
在建工程	488	359	553	707	829	投资净收益	1	0	5	5	5
无形资产	1,969	1,966	1,970	1,972	1,974	其他	12	(72)	(34)	(48)	(65)
其他	8,410	7,700	7,831	8,356	8,533	营业利润	1,354	1,859	2,003	2,333	2,690
非流动资产合计	13,854	13,106	13,535	14,330	14,749	营业外收入	32	33	33	33	33
资产总计	26,440	26,487	27,580	29,625	31,142	营业外支出	47	42	30	30	30
短期借款	1,778	268	3,306	3,120	2,137	利润总额	1,340	1,849	2,006	2,336	2,693
应付票据及应付账款	8,433	9,937	9,376	10,406	11,586	所得税	360	491	501	584	673
其他	3,496	4,863	1,870	1,953	1,982	净利润	980	1,359	1,504	1,752	2,020
流动负债合计	13,707	15,067	14,552	15,479	15,705	少数股东损益	65	124	90	121	139
长期借款	485	463	463	463	463	归属于母公司净利润	915	1,235	1,415	1,631	1,881
应付债券	1,361	0	0	0	0	每股收益(元)	0.80	1.08	1.24	1.43	1.65
其他	2,749	2,295	2,298	2,302	2,306						
非流动负债合计	4,595	2,758	2,761	2,765	2,769	主要财务比率					
负债合计	18,302	17,826	17,314	18,244	18,475		2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
少数股东权益	1,241	1,294	1,383	1,504	1,644	成长能力					
股本	1,139	1,139	1,139	1,139	1,139	营业收入	8.0%	3.8%	8.1%	9.7%	10.2%
资本公积	1,188	1,159	1,259	1,259	1,259	营业利润	-17.0%	37.3%	7.7%	16.5%	15.3%
留存收益	4,381	4,880	6,295	7,289	8,436	归属于母公司净利润	-21.6%	35.0%	14.5%	15.3%	15.3%
其他	190	190	190	190	190	获利能力					
股东权益合计	8,138	8,661	10,266	11,382	12,668	毛利率	34.3%	34.3%	34.1%	33.9%	33.7%
负债和股东权益总计	26,440	26,487	27,580	29,625	31,142	净利率	3.5%	4.5%	4.8%	5.0%	5.2%
						ROE	13.3%	17.3%	17.4%	17.4%	18.0%
						ROIC	9.3%	11.8%	12.4%	12.9%	13.9%
现金流量表						偿债能力					
单位:百万元	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E	资产负债率	69.2%	67.3%	62.8%	61.6%	59.3%
净利润	980	1,359	1,504	1,752	2,020	净负债率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
折旧摊销	506	476	379	406	435	流动比率	0.92	0.89	0.97	0.99	1.04
财务费用	201	149	152	160	116	速动比率	0.62	0.61	0.66	0.68	0.72
投资损失	(1)	(0)	(5)	(5)	(5)	营运能力					
营运资金变动	1,097	1,474	(1,600)	486	665	应收账款周转率	21.2	21.6	22.0	21.1	20.6
其它	324	1,893	142	126	140	存货周转率	4.2	4.4	4.6	4.7	4.8
经营活动现金流	3,106	5,350	572	2,925	3,370	总资产周转率	1.0	1.0	1.1	1.1	1.2
资本支出	(480)	(15)	(576)	(576)	(576)	每股指标(元)					
长期投资	0	0	0	0	0	每股收益	0.80	1.08	1.24	1.43	1.65
其他	(1,459)	(955)	19	(689)	(180)	每股经营现金流	2.73	4.70	0.50	2.57	2.96
投资活动现金流	(1,939)	(970)	(557)	(1,266)	(756)	每股净资产	6.06	6.47	7.80	8.67	9.68
债权融资	404	(45)	(2,525)	0	0	估值比率					
股权融资	(138)	(29)	101	0	0	市盈率	23.3	17.3	15.1	13.1	11.4
其他	(1,198)	(3,624)	2,886	(983)	(1,832)	市净率	3.1	2.9	2.4	2.2	1.9
筹资活动现金流	(932)	(3,698)	462	(983)	(1,832)	EV/EBITDA	8.3	6.9	6.8	5.9	5.3
汇率变动影响	0	(1)	-0	-0	-0	EV/EBIT	11.0	8.5	8.0	6.9	6.1
现金净增加额	235	681	477	676	782						

资料来源：东方证券研究所

分析师申明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明：

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

投资评级和相关定义

报告发布日后的 12 个月内行业或公司的涨跌幅相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅为基准（A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数）；

公司投资评级的量化标准

- 买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；
- 增持：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15%；
- 中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；
- 减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级 —— 由于在报告发出之时该股票不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该股票的研究状况，未给予投资评级相关信息。

暂停评级 —— 根据监管制度及本公司相关规定，研究报告发布之时该投资对象可能与本公司存在潜在的利益冲突情形；亦或是研究报告发布当时该股票的价值和价格分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确投资评级；分析师在上述情况下暂停对该股票给予投资评级等信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该股票的投资评级、盈利预测及目标价格等信息不再有效。

行业投资评级的量化标准：

- 看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；
- 中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；
- 看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级：由于在报告发出之时该行业不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该行业的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：由于研究报告发布当时该行业的投资价值分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确行业投资评级；分析师在上述情况下暂停对该行业给予投资评级信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该行业的投资评级信息不再有效。

免责声明

本证券研究报告（以下简称“本报告”）由东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告的全体接收人应当采取必要措施防止本报告被转发给他人。

本报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的证券研究报告。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的证券研究报告之外，绝大多数证券研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

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，也没有考虑到个别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、意见及推测只提供给客户作参考之用，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作出邀请。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

在任何情况下，本公司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，投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险，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。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面协议授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容。不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

经本公司事先书面协议授权刊载或转发的，被授权机构承担相关刊载或者转发责任。不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

提示客户及公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告，慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

电话：021-63325888

传真：021-63326786

网址：www.dfzq.com.cn

东方证券股份有限公司经相关主管机关核准具备证券投资咨询业务资格，据此开展发布证券研究报告业务。

东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的范围内正在或将要与本研究报告所分析的企业发展业务关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在对报告的客观性产生影响的利益冲突，不应视本证券研究报告为作出投资决策的唯一因素。