



公司评级 增持（首次）

报告日期 2026年05月08日

基础数据

05月07日收盘价(元)	18.49
总市值(亿元)	210.57
总股本(亿股)	11.39

来源: 聚源, 兴业证券经济与金融研究院整理

相关研究

分析师: 黄翰漾

S0190519020002
huanghanyang@xyzq.com.cn

分析师: 孙媛媛

S0190515090001
sunyuanyuan@xyzq.com.cn

分析师: 王佳慧

S0190522080007
wangjihui20@xyzq.com.cn

研究助理: 高尹伟业

gaoyinweiye@xyzq.com.cn

大参林(603233.SH) 利润高速增长, 门店深耕持续推进

投资要点:

- **利润高速增长, 费用率持续优化。**2025年公司营业总收入275.02亿元(YoY+3.80%); 归母净利润12.35亿元(YoY+35.04%); 扣非净利润12.24亿元(YoY+38.36%); 毛利率34.32%(YoY-0.01pp), 经营活动现金流净额53.50亿元(YoY+72.24%), 费用率方面, 销售费用率21.89%(YoY-1.49pp), 管理费用率4.35%(YoY-0.30pp), 研发费用率0.15%(YoY-0.04pp)。2026Q1实现营收69.73亿元(YoY+0.25%), 归母净利润5.11亿元(YoY+11.12%), 扣非净利润5.10亿元(YoY+12.05%); 毛利率36.05%(YoY+1.07pp), 归母净利率7.33%(YoY+0.72pp), 销售费用率23.14%(YoY+0.19pp), 费用率持续优化, 盈利质量显著改善。
- **零售业务保持稳健, 非药毛利率大幅提升。**2025年, 公司零售业务收入223.70亿元(YoY+2.05%), 毛利率36.96%(YoY+0.34pp); 加盟分销业务收入44.75亿元(YoY+13.58%), 毛利率11.58%(YoY+0.41pp); 中西成药收入213.12亿元(YoY+6.73%), 毛利率29.58%(YoY-0.42pp); 中参药材收入26.77亿元(YoY-9.08%), 毛利率44.31%(YoY+1.99pp); 非药收入28.56亿元(YoY-3.13%), 毛利率45.33%(YoY+3.61pp)。2026Q1, 公司零售业务收入56.16亿元(YoY-0.03%), 毛利率38.41%(YoY+0.69pp); 加盟分销业务收入11.16亿元(YoY-1.20%), 毛利率10.63%(YoY+1.20pp); 中西成药收入54.23亿元(YoY+1.87%), 毛利率31.08%(YoY+0.49pp); 中参药材收入5.94亿元(YoY-16.90%), 毛利率44.20%(YoY+1.86pp); 非药收入7.15亿元(YoY+0.84%), 毛利率45.87%(YoY+4.36pp)。
- **加盟扩张转向深耕, 门店网络持续加密。**2025年末公司门店总数达17,758家, 其中加盟店7,290家, 报告期内净增加加盟店1,240家, 2026Q1公司净增门店286家, 加盟店净增238家, 已覆盖21个省, 跨省扩张阶段基本结束, 战略重心转向已覆盖省份的省内加密与市占率提升。华南地区龙头地位稳固, 非华南区域加速突破, 公司直营式加盟模式复制顺畅, 严格执行“七统一”管理, 保障服务质量与扩张速度兼顾, 规模效应持续释放。
- **数智赋能提效, 处方外流加速布局。**公司通过数智化转型降本增效, 自研POS系统与AI补货等工具提升了运营效率, 库存周转天数降低至83.54天, 供应链优势与规模效应构筑护城河; 同时积极承接处方外流, 统筹报销定点门店达3,429家, 医保覆盖率超97%。
- **盈利预测与投资建议:**我们预计2026-2028年公司实现归母净利润14.97/16.29/18.74亿元, 对应2026年5月7日收盘价PE分别为14.1/12.9/11.2倍, 首次覆盖, 给予“增持”评级。
- **风险提示:**药品降价风险, 并购整合不及预期, 行业政策变化。

主要财务指标

会计年度	2025A	2026E	2027E	2028E
营业总收入(百万元)	27502	30323	32809	37804
同比增长	3.8%	10.3%	8.2%	15.2%
归母净利润(百万元)	1235	1497	1629	1874
同比增长	35.0%	21.2%	8.9%	15.1%
毛利率	34.3%	34.1%	34.0%	33.9%
ROE	16.8%	19.4%	20.1%	21.9%
每股收益(元)	1.08	1.31	1.43	1.65
市盈率	17.0	14.1	12.9	11.2

数据来源: 携宁, 兴业证券经济与金融研究院整理

注: 每股收益均按照最新股本摊薄计算

附表
资产负债表

单位：百万元

会计年度	2025A	2026E	2027E	2028E
流动资产	13381	12852	15304	18330
货币资金	6509	5289	7272	9308
交易性金融资产	439	439	439	439
应收票据及应收账款	1264	1386	1500	1729
预付款项	172	200	216	250
存货	4141	4716	4986	5616
其他	855	822	890	988
非流动资产	13106	12327	10928	9802
长期股权投资	0	0	0	0
固定资产	3083	2725	2349	2385
在建工程	359	273	185	61
无形资产	1966	1952	1938	1923
商誉	3468	3468	3468	3468
其他	4232	3908	2988	1965
资产总计	26487	25179	26233	28132
流动负债	15067	13251	13752	15016
短期借款	268	268	268	268
应付票据及应付账款	9937	8384	8717	9643
其他	4863	4599	4767	5105
非流动负债	2758	2758	2758	2758
长期借款	463	463	463	463
其他	2295	2295	2295	2295
负债合计	17826	16010	16510	17774
股本	1139	1139	1139	1139
未分配利润	4311	4445	4590	4757
少数股东权益	1294	1443	1607	1794
股东权益合计	8661	9169	9722	10358
负债及权益合计	26487	25179	26233	28132

现金流量表

单位：百万元

会计年度	2025A	2026E	2027E	2028E
归母净利润	1235	1497	1629	1874
折旧和摊销	1795	1820	2470	2493
营运资金的变动	1905	-2519	31	274
经营活动产生现金流量	5350	1168	4479	5013
资本支出	-455	-818	-817	-1317
长期投资	-516	0	0	0
投资活动产生现金流量	-970	-1089	-1092	-1386
债权融资	-1533	3	0	0
股权融资	36	0	0	0
融资活动产生现金流量	-3698	-1300	-1404	-1590
现金净变动	681	-1221	1983	2036

数据来源：携宁、兴业证券经济与金融研究院

注：每股收益均按照最新股本摊薄计算

利润表

单位：百万元

会计年度	2025A	2026E	2027E	2028E
营业总收入	27502	30323	32809	37804
营业成本	18064	19988	21642	24974
税金及附加	138	120	130	150
销售费用	6019	6519	7054	8128
管理费用	1195	1318	1426	1643
研发费用	41	46	52	60
财务费用	149	99	112	92
投资收益	0	0	0	0
公允价值变动收益	-2	0	0	0
信用减值损失	-20	-5	0	0
资产减值损失	-81	-53	-20	-20
营业利润	1859	2225	2422	2787
营业外收支	-9	0	0	0
利润总额	1849	2225	2422	2787
所得税	491	578	630	725
净利润	1359	1646	1792	2062
少数股东损益	124	150	163	188
归属母公司净利润	1235	1497	1629	1874
EPS(元)	1.08	1.31	1.43	1.65

主要财务比率

会计年度	2025A	2026E	2027E	2028E
成长性				
营业总收入增长率	3.8%	10.3%	8.2%	15.2%
营业利润增长率	37.3%	19.7%	8.9%	15.1%
归母净利润增长率	35.0%	21.2%	8.9%	15.1%
盈利能力				
毛利率	34.3%	34.1%	34.0%	33.9%
归母净利率	4.5%	4.9%	5.0%	5.0%
ROE	16.8%	19.4%	20.1%	21.9%
偿债能力				
资产负债率	67.3%	63.6%	62.9%	63.2%
流动比率	0.89	0.97	1.11	1.22
速动比率	0.57	0.56	0.70	0.79
营运能力				
资产周转率	103.9%	117.4%	127.6%	139.1%
每股资料(元)				
每股收益	1.08	1.31	1.43	1.65
每股经营现金	4.70	1.03	3.93	4.40
估值比率(倍)				
PE	17.0	14.1	12.9	11.2
PB	2.9	2.7	2.6	2.5

分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。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。

投资评级说明

投资建议的评级标准	类别	评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级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的 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。其中：沪深两市以沪深 300 指数为基准；北交所市场以北证 50 指数为基准；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	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于 15%
		增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 5% ~ 15% 之间
		中性	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 -5% ~ 5% 之间
		减持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅小于 -5%
		无评级	由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级
	行业评级	推荐	相对表现优于同期相关证券市场代表性指数
		中性	相对表现与同期相关证券市场代表性指数持平
		回避	相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数

信息披露

本公司在知晓的范围内履行信息披露义务。客户可登录 www.xyzq.com.cn 内幕交易防控栏内查询静默期安排和关联公司持股情况。

使用本研究报告的风险提示以及法律声明

兴业证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约，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，任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户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、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但本公司不保证其准确性或完整性，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。本公司并不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此相关的其他任何损失承担任何责任。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据；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报告；本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现。过往的业绩表现亦不应作为日后回报的预示。我们不承诺也不保证，任何所预示的回报会得以实现。分析中所做的回报预测可能是基于相应的假设。任何假设的变化可能会显著地影响所预测的回报。

本公司的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理部、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的意见或建议不一致的投资决策。

本报告并非针对或意图发送予或为任何就发送、发布、可得到或使用此报告而使兴业证券股份有限公司及其关联子公司等违反当地的法律或法规或可致使兴业证券股份有限公司受制于相关法律或法规的任何地区、国家或其他管辖区域的公民或居民，包括但不限于美国及美国公民（1934 年美国《证券交易所》第 15a-6 条例定义为本「主要美国机构投资者」除外）。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。未经授权的转载，本公司不承担任何转载责任。

特别声明

在法律许可的情况下，兴业证券股份有限公司可能会持有本报告中提及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争取提供投资银行业务服务。因此，投资者应当考虑到兴业证券股份有限公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。

兴业证券研究

上海	北京	深圳
地址：上海浦东新区长柳路 36 号兴业证券大厦 15 层	地址：北京市朝阳区建国门外大街甲 6 号世界财富大厦 32 层 01-08 单元	地址：深圳市福田区皇岗路 5001 号深业上城 T2 座 52 楼
邮编：200135	邮编：100020	邮编：518035
邮箱：research@xyzq.com.cn	邮箱：research@xyzq.com.cn	邮箱：research@xyzq.com.cn