

盈利能力稳步向好， 25年分红比例维持高位

核心观点

4月23日，公司发布2025年年度业绩报告，实现营业收入275.02亿元，同比增长3.80%，实现归母净利润12.35亿元，同比增长35.04%，实现扣非归母净利润12.24亿元，同比增长38.36%，实现基本每股收益1.08元，业绩略超我们预期。展望2026年，公司门店经营持续向好，同店增长有望逐步恢复，随着门店规模稳步提升，降租降费成果持续显现，我们期待公司在收入端恢复稳健增长的同时，盈利能力持续提升。

事件

公司发布2025年年度业绩报告，业绩略超我们预期

2025年，公司实现营业收入275.02亿元，同比增长3.80%，实现归母净利润12.35亿元，同比增长35.04%，实现扣非归母净利润12.24亿元，同比增长38.36%，实现基本每股收益1.08元，业绩略超我们预期。26Q1，公司实现营业收入、归母净利润及扣非归母净利润分别为69.73亿元、5.11亿元及5.10亿元，分别同比增长0.25%、11.12%及12.05%，业绩符合我们预期。

大参林拟向全体股东每股派发现金股利人民币0.49元(含税)，加上2025年中期已实施的每股0.34元分红，全年合计每股派发现金股利人民币0.83元(含税)，该方案仍需股东大会审议。

简评

利润端增长加速，盈利能力持续改善

重要财务指标

	2024	2025	2026E	2027E	2028E
营业收入(百万元)	26497	27502	30255	33364	36826
YOY(%)	8.0	3.8	10.0	10.3	10.4
净利润(百万元)	915	1235	1483	1708	1968
YOY(%)	-21.6	35.0	20.1	15.1	15.2
毛利率(%)	34.3	34.3	34.6	34.6	34.7
净利率(%)	3.7	4.9	5.3	5.5	5.7
ROE(%)	13.3	16.8	18.2	18.8	19.4
EPS(摊薄/元)	0.80	1.08	1.30	1.50	1.73
P/E(倍)	22.6	16.8	14.0	12.1	10.5
P/B(倍)	3.1	2.9	2.6	2.3	2.1

资料来源: iFinD, 中信建投证券

大参林(603233.SH)

维持

买入

袁清慧

yuanqinghui@csc.com.cn

010-56135338

SAC 编号:S1440520030001

SFC 编号:BPW879

刘若飞

liuruofei@csc.com.cn

010-56135328

SAC 编号:S1440519080003

SFC 编号:BVX723

沈兴熙

shenxingxi@csc.com.cn

010-56135334

SAC 编号:S1440525070009

袁全

yuanquan@csc.com.cn

010-56135332

SAC 编号:S1440523070006

贺菊颖

hejuying@csc.com.cn

010-56135323

SAC 编号:S1440517050001

SFC 编号:ASZ591

发布日期: 2026年05月09日

当前股价: 18.19元

主要数据

股票价格绝对/相对市场表现(%)

	1个月	3个月	12个月
	7.13/0.13	-14.48/-13.12	4.54/-19.23
12月最高/最低价(元)			21.27/15.58
总股本(万股)			113,884.81
流通A股(万股)			113,884.81
总市值(亿元)			207.16
流通市值(亿元)			207.16
近3月日均成交量(万)			537.44
主要股东			
柯云峰			21.30%

股价表现



2025 年，公司营业收入同比增长 3.80%，主要由于：1) 加盟及分销业务保持快速增长，收入同比增长 13.58% 至 44.75 亿元；2) 零售业务在门店网络优化调整的情况下，仍实现 2.05% 的稳健增长。归母净利润同比增长 35.04%，扣非归母净利润同比增长 38.36%，增速快于收入增长，主要由于：1) 公司持续深化精细化运营管理，数智化转型成效显著，销售费用率和管理费用率分别下降 1.48pct 及 0.3pct；2) 核心零售业务毛利率稳步提升 0.34 个百分点；3) 财务费用因银行借款利息支出减少等原因同比下降 25.9%。

26Q1，公司营业收入同比增长 0.25%，基本保持稳定。归母净利润同比增长 11.12%，扣非归母净利润同比增长 12.05%，利润增速显著快于收入增长，主要由于：1) 公司品类结构持续优化，销售毛利率为 36.05%，同比提升 1.07 个百分点；2) 费用端管控成效显著，财务费用率因银行借款利息支出减少等原因，同比减少 0.24pct。

门店网络持续优化，直营式加盟加速扩张

2025 年，公司持续优化门店布局，战略重心从跨省扩张转向已覆盖省份的省内加密。2025 年，公司全年净增加门店 1205 家，其中自建门店 501 家，加盟门店 1240 家，同时主动关闭直营门店 536 家。26Q1，公司净增门店 286 家，其中自建门店 115 家，加盟店 238 家，关闭门店 67 家，截至 26Q1，公司合计拥有门店 18044 家，其中直营门店 10516 家，加盟门店 7528 家。公司门店网络优化已于 2025 年第三季度基本完成，预计 2026 年关店速度将大幅放缓，回归常态化动态调整。展望 26 年，公司门店规模有望继续扩大，并购项目或将稳步落地，有望贡献较多额外增量。

表 1: 大参林近年门店扩张梳理（含加盟）

地区	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	26Q1
华南地区	2600	3265	3815	4707	5980	7000	8925	10043	10550	10642
华东地区	50	221	339	387	599	857	1221	1613	1852	1921
华中地区	302	394	432	720	961	1206	1540	1928	2046	2109
东北、华北、西北及西南地区	0	0	170	206	653	982	2388	2969	3310	3372
合计	2952	3880	4756	6020	8193	10045	14074	16553	17758	18044

资料来源：公司公告，中信建投证券

数智化转型成效显著，专业服务能力持续加强

2025 年，公司持续加强专业药房布局，截至 2025 年底，公司拥有各类统筹报销定点门店 3429 家，其中门诊统筹定点门店 2457 家，“双通道”定点门店 705 家，门慢门特定点门店 1322 家，医保服务覆盖面与服务能力持续提升，为承接处方外流红利奠定坚实基础。同时，公司积极推动门店多元化转型，推进品类持续迭代，引进药妆、个人护理、保健食品、家清日化等新品类，有效提升门店坪效及综合盈利能力。此外，公司持续推进数智化转型，报告期内落地十余项数字化项目。其中，自研 POS 系统已覆盖超 16000 家门店，收银速度提升 62%；AI 智能补货系统使门店缺货率下降 50%。通过供应链整合、数字化促销、成本管控、自有品牌推广等一系列精细化运营举措，公司核心的零售业务毛利率同比提升 0.34 个百分点。我们认为，公司专业化能力优越，品类多元化转型持续推进，叠加 AI 降本增效稳步落地，盈利能力有望持续改善。

加盟、新零售稳步推进，多元化增长可期

2025 年，公司新开加盟店 1240 家，加盟及分销业务实现收入 44.75 亿元，同比增长 13.58%，成为公司规

模增长的核心增量。此外，公司加速拓展新零售板块，O2O 送药服务覆盖门店上线率达到 80.38%，通过优化选品、定价和营销体系，线上业务在保持市占率的同时，实现了毛利率和净利率的提升。我们认为，加盟等轻资产模式在行业承压阶段性价比较高，线上板块边际成本较低，两者有望同步贡献额外收入及利润增量。

门店优化影响消退，期待 26 年稳健增长

展望 2026 年，我们认为，随着行业出清加速，市场份额将进一步向具备规模、合规和数字化优势的头部企业集中。公司 2025 年主动进行的门店网络优化调整已基本完成，其对业绩的短期影响将逐步消退。公司将继续贯彻“深耕华南，布局全国”的战略，聚焦已覆盖省份的加密，并通过自建、并购和加盟“三驾马车”协同发力，收入端有望恢复稳健增长。同时，公司持续推进的数智化转型、供应链优化和精细化费用管控，有望继续驱动盈利能力进一步改善，我们期待公司 26 年利润增速快于收入端。

25 年毛利率基本稳定，其余指标基本正常

2025 年，公司综合毛利率为 34.32%，同比基本持平。销售费用率为 21.89%，同比下降 1.48 个百分点，管理费用率为 4.35%，同比下降 0.3 个百分点，财务费用率同比下降 0.22 个百分点至 0.54%，控费效果较好。经营活动产生的现金流量净额同比增加 72.24% 至 53.50 亿元，主要系净利润增长、存货周转效率提升所致。公司存货周转天数为 82.4 天，同比下降 3.55 天，基本保持稳定，应收账款周转天数为 16.68 天，同比下降 0.34 天，基本保持稳定，应付账款周转天数为 57.25 天，同比下降 0.46 天，基本保持稳定。其余指标基本正常。

2026 年第一季度，公司综合毛利率为 36.05%，同比提升 1.07 个百分点，主要得益于产品结构优化和供应链效率提升。销售费用率为 20.83%，同比下降 0.05 个百分点；管理费用率为 4.22%，同比提升 0.27 个百分点；因利息支出减少，财务费用率同比下降 0.24 个百分点为 0.38%。经营活动产生的现金流量净额为 9.68 亿元，同比下降 45.25%。公司存货周转天数为 85.61 天，同比增加 3.56 天，基本保持稳定，应收账款周转天数为 16.33 天，同比下降 0.54 天，基本保持稳定，应付账款周转天数为 61.19 天，同比提升 1.23 天，基本保持稳定。其余财务指标基本正常。

盈利预测及投资评级

我们预计公司 2026 - 2028 年实现营业收入分别为 302.55 亿元、333.64 亿元和 368.26 亿元，分别同比增长 10.0%、10.3% 和 10.4%，归母净利润分别为 14.83 亿元、17.08 亿元和 19.68 亿元，分别同比增长 20.1%、15.1% 和 15.2%，折合 EPS 分别为 1.30 元/股、1.50 元/股和 1.73 元/股，分别对应估值 14X、12.1X 和 10.5X，维持买入评级。

风险分析

1) 行业政策变动风险：倘若国家或地方在医疗体制改革的过程中出台有利医疗机构药品销售的措施或限制零售药店行业发展的政策，对公司经营或有不利影响；2) 市场竞争加剧：行业集中度逐渐提高，竞争或将日趋激烈，可能对公司经营造成不利影响；3) 规模扩张进度不达预期：倘若门店规模扩张不及预期，公司长期业绩增长潜力可能无法释放，或对公司长期业绩增长存在不利影响；4) 并购门店整合不达预期：对于已并购项目，若公司在后续业务整合、人员整合、绩效提升等方面达不到预期，则可能影响公司经营业绩；5) 商誉减值计提：公司并购资产存在一定规模商誉，若后续经营不及预期，或存在减值风险，影响利润增长；6) 公司实控人之一被留置风险：公司实控人之一柯金龙被采取刑事拘留措施，但该实控人较少参与公司经营，涉子公司对公司整体业务影响不大，后续风险相对可控；7) 公司的全资子公司茂名大参林连锁药店有限公司于 2023 年 8 月 18

日收到茂名市监察委员会下发的《立案通知书》，该诉讼涉及茂名子公司历史的批发业务，公司主营业务集中在连锁药店零售业务。2020-2022 年期间，公司对涉案客户销售额占公司收入比例分别为 0.25%、0.20% 和 0.15%，占比较低，对后续经营影响较小；8）公司收到广东省茂名市电白区人民法院下发的《刑事判决书》，具体判决如下：1、被告单位茂名大参林连锁药店有限公司犯单位行贿罪，处罚金人民币四百万元。2、被告人柯金龙犯单位行贿罪，判处有期徒刑三年六个月，并处罚金人民币五十万元。公司于 2024 年 7 月 10 日左右收到广东省茂名市中级人民法院关于本案二审的《刑事裁定书》，裁定如下：驳回上诉，维持原判，本裁定为终审裁定。相关子公司业务收入占比较小，柯金龙本人目前未在大参林担任任何职务，不参与大参林任何的经营管理事务，本次柯金龙涉及诉讼的事项，不会对大参林的正常生产运营产生重大不利影响，此外本次诉讼的二审裁定结果对公司损益影响较小，不会影响公司的正常生产运营。

分析师介绍

袁清慧

中信建投研究发展部医药及大健康联席组长，医药行业首席分析师。中山大学理学本科，佐治亚州立大学理学硕士，北卡大学教堂山分校医学院研究学者。曾从事阿尔茨海默、肿瘤相关新药研发，擅长创新药产业研究。2018 年加入中信建投证券研究发展部。

2020 年-2023 年新财富最佳分析师医药行业入围、第 5 名、第 4 名、第 3 名团队核心成员，2024-2025 年证券时报医药行业最佳分析师第 2 名团队核心成员。2024 年-2025 年新浪金麒麟创新药行业最佳分析师第 1 名、第 2 名。

刘若飞

医药消费及生物制品首席分析师，北京大学生物技术硕士，2017 年加入中信建投证券研究发展部。主要覆盖中药、医药商业、生物制品、原料药、CRO、基因测序等细分领域。

2025 年、2024 年、2023 年、2022 年、2021 年新财富最佳分析师评选医药生物行业第二名、第二名、第三名、第四名、第五名团队核心成员。

沈兴熙

医药行业分析师，武汉大学健康经济学硕士，2023 年加入中信建投证券研究发展部医药团队，主要覆盖基因检测、药店、医药流通、中药及商保板块。

袁全

中信建投证券医药分析师，耶鲁大学医疗管理硕士，曾就职于瑞士信贷香港投行部，2021 年加入中信建投证券研究发展部，主要负责中药、医美、原料药、医药商业、全球视野研究等细分领域，2024 年、2023 年新财富最佳分析师评选医药生物行业第二名、第三名团队核心成员。

贺菊颖

中信建投证券医药行业首席分析师，复旦大学管理学硕士，10 年以上医药卖方研究从业经验，善于前瞻性把握细分赛道机会，公司研究深入细致，负责整体投资方向判断。2020 年度新浪财经金麒麟分析师医药行业第七名、新财富最佳分析师医药行业入围、万德最佳分析师医药行业第四名等荣誉。2019 年 Wind “金牌分析师”医药行业第 1 名。2018 年 Wind “金牌分析师”医药行业第 3 名，2018 第一财经最佳分析师医药行业第 1 名。2013 年新财富医药行业第 3 名，水晶球医药行业第 5 名。

评级说明

投资评级标准		评级	说明
报告中投资建议涉及的评级标准为报告发布日后6个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的6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指数作为基准；新三板市场以三板成指为基准；香港市场以恒生指数作为基准；美国市场以标普500指数为基准。	股票评级	买入	相对涨幅 15%以上
		增持	相对涨幅 5%—15%
		中性	相对涨幅-5%—5%之间
		减持	相对跌幅 5%—15%
		卖出	相对跌幅 15%以上
	行业评级	强于大市	相对涨幅 10%以上
		中性	相对涨幅-10-10%之间
		弱于大市	相对跌幅 10%以上

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：（i）以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，结论不受任何第三方的授意或影响。（ii）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。

法律主体说明

本报告由中信建投证券股份有限公司及/或其附属机构（以下合称“中信建投”）制作，由中信建投证券股份有限公司在中华人民共和国（仅为本报告目的，不包括香港、澳门、台湾）提供。中信建投证券股份有限公司具有中国证监会许可的投资咨询业务资格，本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格证书编号已披露在报告首页。

在遵守适用的法律法规情况下，本报告亦可能由中信建投（国际）证券有限公司在香港提供。本报告作者所持香港证监会牌照的中央编号已披露在报告首页。

一般性声明

本报告由中信建投制作。发送本报告不构成任何合同或承诺的基础，不因接收者收到本报告而视其为中信建投客户。

本报告的信息均来源于中信建投认为可靠的公开资料，但中信建投对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载观点、评估和预测仅反映本报告出具日该分析师的判断，该等观点、评估和预测可能在不发出通知的情况下有所变更，亦有可能因使用不同假设和标准或者采用不同分析方法而与中信建投其他部门、人员口头或书面表达的意见不同或相反。本报告所引证券或其他金融工具的过往业绩不代表其未来表现。报告中所含任何具有预测性质的内容皆基于相应的假设条件，而任何假设条件都可能随时发生变化并影响实际投资收益。中信建投不承诺、不保证本报告所含具有预测性质的内容必然得以实现。

本报告内容的全部或部分均不构成投资建议。本报告所包含的观点、建议并未考虑报告接收人在财务状况、投资目的、风险偏好等方面的具体情况，报告接收者应当独立评估本报告所含信息，基于自身投资目标、需求、市场机会、风险及其他因素自主做出决策并自行承担投资风险。中信建投建议所有投资者应就任何潜在投资向其税务、会计或法律顾问咨询。不论报告接收者是否根据本报告做出投资决策，中信建投都不对该等投资决策提供任何形式的担保，亦不以任何形式分享投资收益或者分担投资损失。中信建投不对使用本报告所产生的任何直接或间接损失承担责任。

在法律法规及监管规定允许的范围内，中信建投可能持有并交易本报告中所提公司的股份或其他财产权益，也可能在过去12个月、目前或者将来为本报中所提公司提供或者争取为其提供投资银行、做市交易、财务顾问或其他金融服务。本报告内容真实、准确、完整地反映了署名分析师的观点，分析师的薪酬无论过去、现在或未来都不会直接或间接与其所撰写报告中的具体观点相联系，分析师亦不会因撰写本报告而获取不当利益。

本报告为中信建投所有。未经中信建投事先书面许可，任何机构和/或个人不得以任何形式转发、翻版、复制、发布或引用本报告全部或部分内 容，亦不得从未经中信建投书面授权的任何机构、个人或其运营的媒体平台接收、翻版、复制或引用本报告全部或部分内 容。违者必究。

中信建投证券研究发展部

北京
 朝阳区景辉街16号院1号楼18层
 电话：（8610）56135088
 联系人：李祉瑶
 邮箱：lizhiyao@csc.com.cn

上海
 上海浦东新区浦东南路528号南塔2103室
 电话：（8621）6882-1600
 联系人：翁起帆
 邮箱：wengqifan@csc.com.cn

深圳
 福田区福中三路与鹏程一路交汇处广电金融中心35楼
 电话：（86755）8252-1369
 联系人：曹莹
 邮箱：caoying@csc.com.cn

中信建投（国际）

香港
 中环交易广场2期18楼
 电话：（852）3465-5600
 联系人：刘泓麟
 邮箱：charleneliu@csci.hk