

# 大参林 (603233.SH)

## 2025&26Q1 利润端增速亮眼，门店数量稳步扩张

优于大市

### 核心观点

**2025年全年及2026Q1公司利润同比增速亮眼。**2025年公司实现营业收入275.02亿元，同比增长3.8%；归母净利润12.35亿元，同比增长35.0%。单季度来看，公司26Q1实现营业收入69.73亿元，同比增长0.2%；归母净利润5.11亿元，同比增长11.1%。得益于公司精细化运营、营销策略优化、产品品类改善以及降本增效措施的持续落地，公司利润端同比表现亮眼。后续随着门店网络优化影响的不断出清、加盟拓展及行业需求逐步企稳，公司收入端有望逐步改善。

**公司费用率稳步下降，利润率边际改善。**2025年公司销售费用率21.9% (-1.5pp)；管理费用率4.3% (-0.3pp)；财务费用率0.5% (-0.3pp)；研发费用率0.2% (同比持平)，公司各项费用率维持整体下降的趋势，得益于公司数字化与精细化管理成效显著。公司2025年毛利率34.3% (同比基本持平)，净利率4.9% (+1.2pp)。分业务看，公司零售业务2025年实现毛利率37.0% (+0.3pp)，加盟及分销业务毛利率11.6% (+0.4pp)；分产品看，公司中西成药毛利率29.6% (-0.4pp)，中参药材毛利率44.3% (+2.0pp)，非药毛利率45.3% (+3.6pp)。未来随着公司在高毛利产品上的重点布局以及降本措施的持续推进，利润率有望得到长久改善。

**自建门店数量增长趋缓，加盟仍是公司门店数增长的主要动力。**公司2025年末共拥有门店总数17758家 (含加盟店7290家)，相较2024年末净增加1205家。分地区来看，华南地区净增加507家，华东地区净增加239家，华中地区净增加118家，东北华北西北及西南地区净增加341家。公司全年新增自建门店501家，新增加盟门店1240家。在行业门店数量整体减少的环境下，公司依然维持稳定的扩张节奏，覆盖广度和密度进一步强化。

**投资建议：**公司为国内领先的医药零售连锁企业，凭借广阔门店网络和“直营+加盟”双轮驱动模式，持续巩固行业头部地位。考虑到行业增速复苏较为缓慢，略下调2026-2027年盈利预测，引入2028年盈利预测。预计公司2026-2028年营业收入295.02/322.98/354.03亿元 (2025-2027原为300.71/333.63亿元)，同比+7.3%/+9.5%/+9.6%；预计公司2026-2028年归母净利润14.83/17.08/19.66亿元 (2025-2027原为14.85/17.98亿元) 同比增速+20.1%/+15.2%/+15.1%，当前股价对应PE=14.2/12.3/10.7倍，维持“优于大市”评级。

**风险提示：**市场竞争加剧的风险、行业政策风险、开拓新市场影响公司短期盈利能力的风险、人力资源风险。

### 盈利预测和财务指标

	2024	2025	2026E	2027E	2028E
营业收入(百万元)	26,497	27,502	29,502	32,298	35,403
(+/-%)	8.0%	3.8%	7.3%	9.5%	9.6%
归母净利润(百万元)	915	1235	1483	1708	1966
(+/-%)	-21.6%	35.0%	20.1%	15.2%	15.1%
每股收益(元)	0.80	1.08	1.30	1.50	1.73
EBIT Margin	5.7%	7.4%	7.8%	8.2%	8.5%
净资产收益率 (ROE)	13.3%	16.8%	18.8%	19.9%	21.0%
市盈率 (PE)	23.0	17.0	14.2	12.3	10.7
EV/EBITDA	12.7	16.7	14.1	12.6	11.4
市净率 (PB)	3.05	2.86	2.67	2.46	2.25

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

注：摊薄每股收益按最新总股本计算

### 公司研究·财报点评

#### 医药生物·医药商业

证券分析师：陈曦炳 0755-81982939  
chenxibing@guosen.com.cn  
S0980521120001

证券分析师：彭思宇 0755-81982723  
cnpengsiyu@guosen.com.cn  
S0980521060003

联系人：贾瑞祥 021-60875137  
jiaruixiang@guosen.com.cn

#### 基础数据

投资评级 优于大市(维持)  
合理估值  
收盘价 18.49元  
总市值/流通市值 21057/21057百万元  
52周最高价/最低价 21.78/15.50元  
近3个月日均成交额 96.19百万元

#### 市场走势



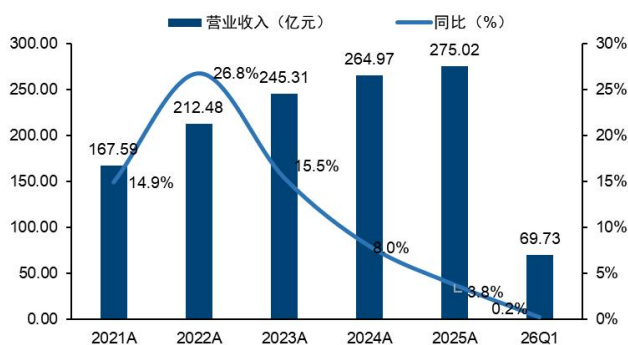
资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

#### 相关研究报告

《大参林 (603233.SH) - 规模领先的连锁药房，立足华南翼展全国》——2025-12-06  
《大参林 (603233.SH) - 头部连锁药房，立足华南翼展全国》——2025-11-18

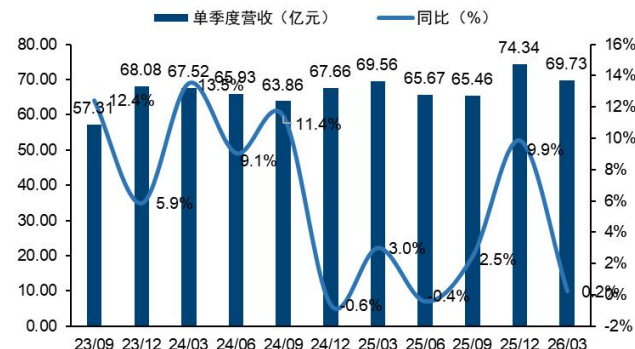
**2025 年全年及 2026Q1 公司利润同比增速亮眼。**2025 年公司实现营业收入 275.02 亿元，同比增长 3.8%；归母净利润 12.35 亿元，同比增长 35.0%。单季度来看，公司 26Q1 实现营业收入 69.73 亿元，同比增长 0.2%；归母净利润 5.11 亿元，同比增长 11.1%。得益于公司精细化运营、营销策略优化、产品品类改善以及降本增效措施的持续落地，公司利润端同比表现亮眼。后续随着门店网络优化影响的不断出清、加盟拓展及行业需求逐步企稳，公司收入端有望逐步改善。

图1: 大参林营业收入及增速 (单位: 亿元、%)



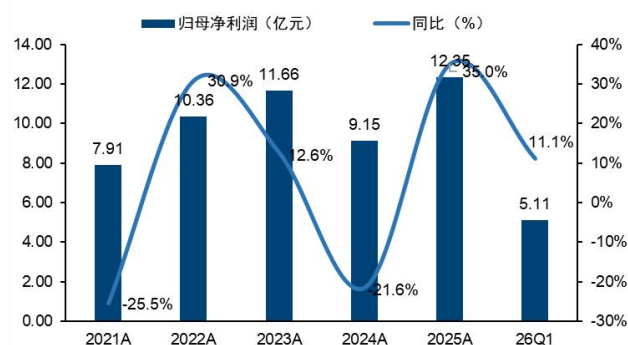
资料来源: 公司公告, Wind, 国信证券经济研究所整理

图2: 大参林单季营业收入及增速 (单位: 亿元、%)



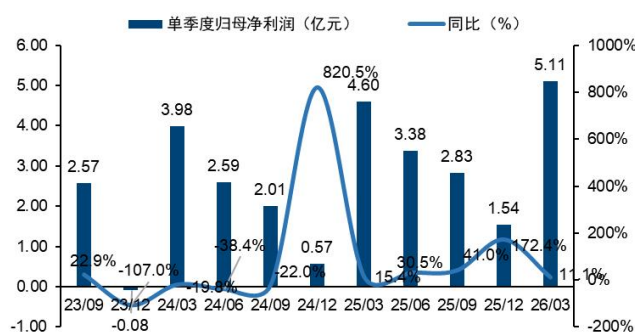
资料来源: 公司公告, Wind, 国信证券经济研究所整理

图3: 大参林归母净利润及增速 (单位: 亿元、%)



资料来源: 公司公告, Wind, 国信证券经济研究所整理

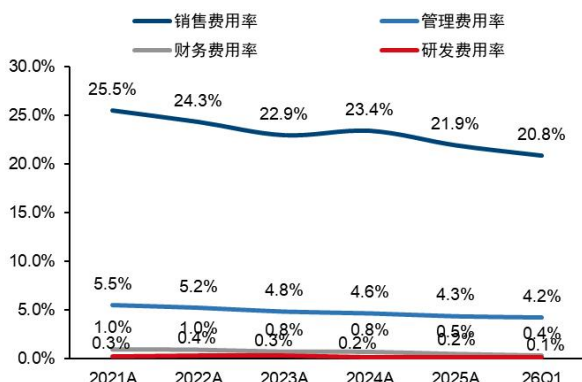
图4: 大参林单季归母净利润及增速 (单位: 亿元、%)



资料来源: 公司公告, Wind, 国信证券经济研究所整理

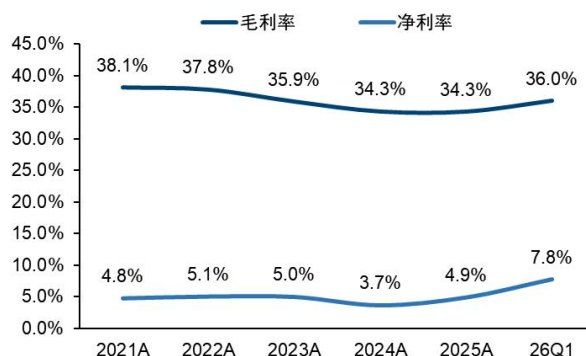
**公司费用率稳步下降, 利润率边际改善。**2025 年公司销售费用率 21.9% (-1.5pp); 管理费用率 4.3% (-0.3pp); 财务费用率 0.5% (-0.3pp); 研发费用率 0.2% (同比持平), 公司各项费用率维持整体下降的趋势, 得益于公司数字化与精细化管理成效显著。公司 2025 年毛利率 34.3% (同比基本持平), 净利率 4.9% (+1.2pp)。分业务看, 公司零售业务 2025 年实现毛利率 37.0% (+0.3pp), 加盟及分销业务毛利率 11.6% (+0.4pp); 分产品看, 公司中西成药毛利率 29.6% (-0.4pp), 中参药材毛利率 44.3% (+2.0pp), 非药毛利率 45.3% (+3.6pp)。未来随着公司在高毛利产品上的重点布局以及降本措施的持续推进, 利润率有望得到长久改善。

图5: 大参林费用率变化情况



资料来源: 公司公告, Wind, 国信证券经济研究所整理

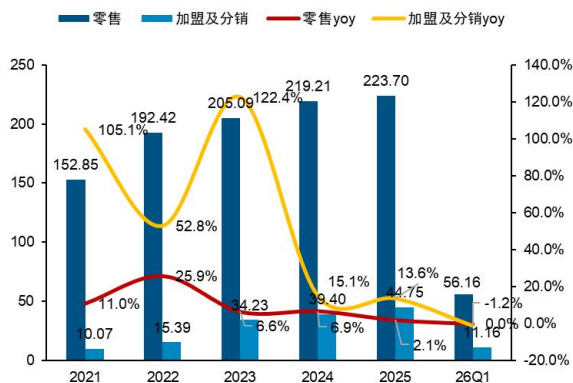
图6: 大参林毛利率、净利率变化情况



资料来源: 公司公告, Wind, 国信证券经济研究所整理

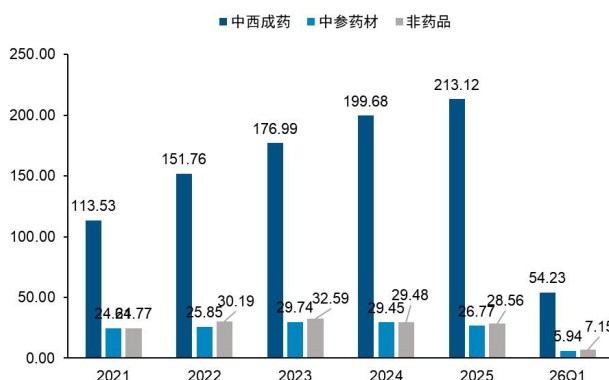
**加盟及分销业务全年增速亮眼, 中西成药收入稳步提升。**2025 年公司零售业务收入 223.70 亿元, 同比增长 2.1%; 加盟及分销业务收入 44.75 亿元, 同比增长 13.6%。分产品来看, 公司 2025 年中西成药收入 213.12 亿元, 同比增长 6.7%; 中参药材收入 26.77 亿元, 同比减少 9.1%, 主要因宏观经济影响下的高单价滋补类药材需求低迷; 非药品收入 28.56 亿元, 同比减少 3.1%, 主要因公司逐步减少低效及低毛利的非药品类铺货, 短期内对收入规模有所影响。中西成药为公司 2025 收入增长主要来源。26Q1 公司中西成药和非药品收入均实现同比增长。

图7: 大参林营业收入按业务拆分 (2021-2026Q1)



资料来源: 公司公告, Wind, 国信证券经济研究所整理

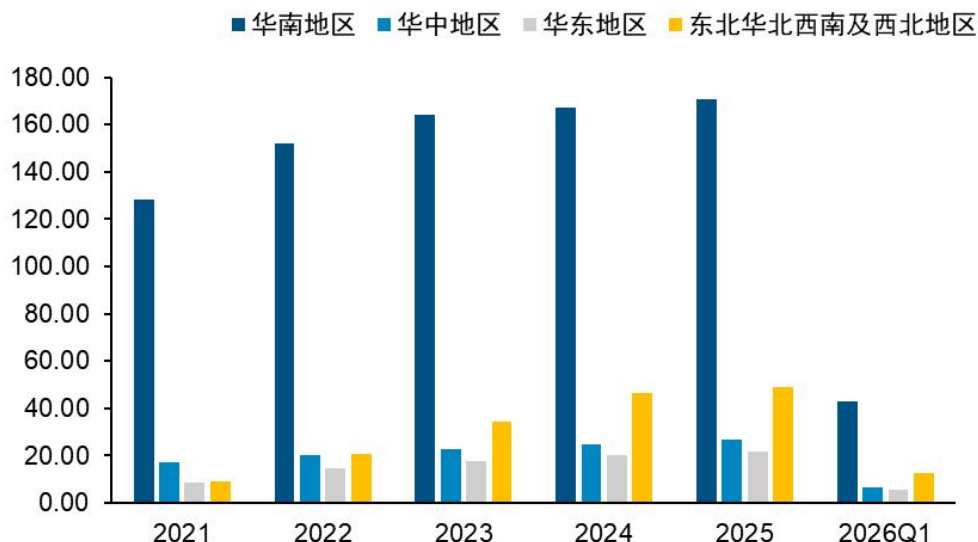
图8: 大参林营业收入按产品拆分 (2021-2026Q1)



资料来源: 公司公告, Wind, 国信证券经济研究所整理

**公司 2025 年各地区收入均实现同比增长。**分地区来看, 2025 年公司华南地区收入 170.90 亿元, 同比增长 2.2%; 华中地区收入 26.57 亿元, 同比增长 7.7%; 华东地区收入 21.84 亿元, 同比增长 7.0%; 东北华北西南及西北地区收入 49.15 亿元, 同比增长 6.2%。受益于“直营式加盟”模式下的门店扩张以及本地化运营的深化, 公司在华南以外的地区增长势头稳健。

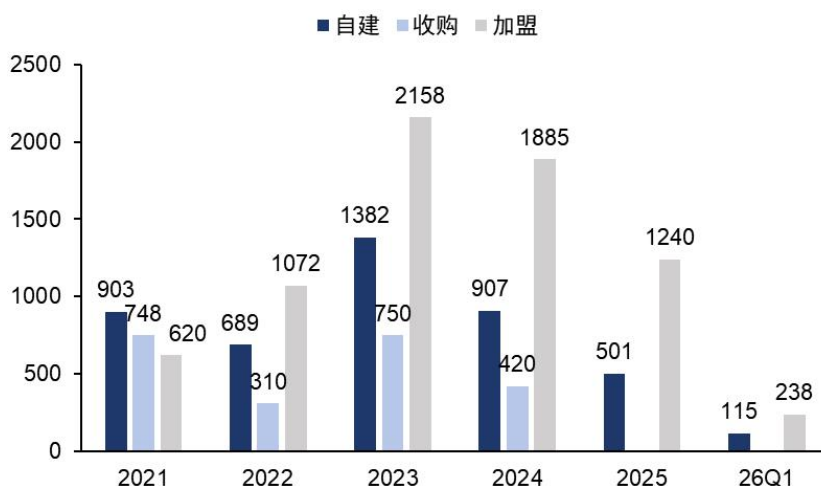
图9: 大参林分地区收入情况 (2021-2026Q1)



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

**自建门店数量增长趋缓, 加盟仍是公司门店数增长的主要动力。**公司 2025 年末共拥有门店总数 17758 家(含加盟店 7290 家), 相较 2024 年末净增加 1205 家。分地区来看, 华南地区净增加 507 家, 华东地区净增加 239 家, 华中地区净增加 118 家, 东北华北西北及西南地区净增加 341 家。公司全年新增自建门店 501 家, 新增加盟门店 1240 家。在行业门店数量整体减少的环境下, 公司依然维持稳定的扩张节奏, 覆盖广度和密度进一步强化。

图10: 公司历年新增自建/收购/加盟数量情况



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

# 财务预测与估值

资产负债表 (百万元)						利润表 (百万元)					
	2024	2025	2026E	2027E	2028E		2024	2025	2026E	2027E	2028E
现金及现金等价物	6217	6509	6195	6970	8211	营业收入	26497	27502	29502	32298	35403
应收款项	1695	1670	1768	1908	2063	营业成本	17401	18064	19315	21089	23063
存货净额	4128	4141	4268	4507	4768	营业税金及附加	119	138	118	129	142
其他流动资产	531	621	738	807	885	销售费用	6193	6019	6432	7009	7647
<b>流动资产合计</b>	<b>12586</b>	<b>13381</b>	<b>12998</b>	<b>14222</b>	<b>15957</b>	管理费用	1231	1195	1288	1387	1495
固定资产	3474	3441	4215	4920	5357	研发费用	52	41	44	48	53
无形资产及其他	1969	1966	1888	1810	1733	财务费用	201	149	92	94	84
投资性房地产	8410	7700	7700	7700	7700	投资收益	1	0	3	3	3
长期股权投资	0	0	0	0	0	资产减值及公允价值变动	(49)	(83)	(40)	(40)	(40)
<b>资产总计</b>	<b>26440</b>	<b>26487</b>	<b>26801</b>	<b>28652</b>	<b>30746</b>	其他收入	51	5	(44)	(48)	(53)
短期借款及交易性金融负债	2998	2811	3000	3000	3000	营业利润	1354	1859	2176	2505	2883
应付款项	8433	9937	9144	9961	10881	营业外净收支	(14)	(9)	(5)	(5)	(5)
其他流动负债	2276	2320	2618	2851	3112	<b>利润总额</b>	<b>1340</b>	<b>1849</b>	<b>2171</b>	<b>2500</b>	<b>2878</b>
<b>流动负债合计</b>	<b>13707</b>	<b>15067</b>	<b>14762</b>	<b>15812</b>	<b>16993</b>	所得税费用	360	491	543	625	719
长期借款及应付债券	1846	463	463	463	463	少数股东损益	65	124	145	167	192
其他长期负债	2749	2295	2345	2395	2445	<b>归属于母公司净利润</b>	<b>915</b>	<b>1235</b>	<b>1483</b>	<b>1708</b>	<b>1966</b>
<b>长期负债合计</b>	<b>4595</b>	<b>2758</b>	<b>2808</b>	<b>2858</b>	<b>2908</b>	<b>现金流量表 (百万元)</b>					
<b>负债合计</b>	<b>18302</b>	<b>17826</b>	<b>17570</b>	<b>18671</b>	<b>19901</b>	净利润	915	1235	1483	1708	1966
少数股东权益	1241	1294	1344	1411	1488	资产减值准备	(47)	22	24	15	12
股东权益	6897	7368	7887	8570	9357	折旧摊销	1602	289	440	520	589
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>26440</b>	<b>26487</b>	<b>26801</b>	<b>28652</b>	<b>30746</b>	公允价值变动损失	49	83	40	40	40
<b>关键财务与估值指标</b>						财务费用	201	149	92	94	84
每股收益	0.80	1.08	1.30	1.50	1.73	营运资本变动	437	1748	(761)	665	750
每股红利	0.70	0.77	0.85	0.90	1.04	其它	56	15	26	52	65
每股净资产	6.06	6.47	6.93	7.53	8.22	<b>经营活动现金流</b>	<b>3011</b>	<b>3392</b>	<b>1253</b>	<b>3000</b>	<b>3422</b>
ROIC	8.09%	11.64%	14%	16%	18%	资本开支	0	(152)	(1201)	(1201)	(1001)
ROE	13.26%	16.77%	19%	20%	21%	其它投资现金流	26	(423)	409	0	0
毛利率	34%	34%	35%	35%	35%	<b>投资活动现金流</b>	<b>26</b>	<b>(576)</b>	<b>(792)</b>	<b>(1201)</b>	<b>(1001)</b>
EBIT Margin	6%	7%	8%	8%	8%	权益性融资	0	36	0	0	0
EBITDA Margin	12%	8%	9%	10%	10%	负债净变化	177	(22)	0	0	0
收入增长	8%	4%	7%	9%	10%	支付股利、利息	(797)	(871)	(964)	(1025)	(1180)
净利润增长率	-22%	35%	20%	15%	15%	其它融资现金流	2	(774)	189	0	0
资产负债率	74%	72%	71%	70%	70%	<b>融资活动现金流</b>	<b>(1237)</b>	<b>(2524)</b>	<b>(775)</b>	<b>(1025)</b>	<b>(1180)</b>
股息率	3.8%	4.1%	4.6%	4.9%	5.6%	现金净变动	1800	293	(314)	774	1241
P/E	23.0	17.0	14.2	12.3	10.7	货币资金的期初余额	4416	6217	6509	6195	6970
P/B	3.1	2.9	2.7	2.5	2.3	货币资金的期末余额	6217	6509	6195	6970	8211
EV/EBITDA	12.7	16.7	14.1	12.6	11.4	企业自由现金流	0	3387	207	1961	2591
						权益自由现金流	0	2591	327	1891	2528

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

## 免责声明

### 分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

### 国信证券投资评级

投资评级标准	类别	级别	说明
报告中投资建议所涉及的评级（如有）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6到12个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的6到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作为基准。A股市场以沪深300指数（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.CSI）为基准；香港市场以恒生指数（HSI.HI）作为基准；美国市场以标普500指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。	股票 投资评级	优于大市	股价表现优于市场代表性指数10%以上
		中性	股价表现介于市场代表性指数±10%之间
		弱于大市	股价表现弱于市场代表性指数10%以上
		无评级	股价与市场代表性指数相比无明确观点
	行业 投资评级	优于大市	行业指数表现优于市场代表性指数10%以上
		中性	行业指数表现介于市场代表性指数±10%之间
		弱于大市	行业指数表现弱于市场代表性指数10%以上

### 重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司

关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、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所提及的意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。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。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

### 证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

## 国信证券经济研究所

### 深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层  
邮编：518046 总机：0755-82130833

### 上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层  
邮编：200135

### 北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层  
邮编：100032