

# 大参林（603233.SH）

## 2026Q2 收入及利润加速增长，门店数稳健扩张

优于大市

### 核心观点

**2026H1 公司利润端增速亮眼，收入稳健增长。**2026H1 公司实现营业收入 139.91 亿元，同比增长 3.5%；归母净利润 9.27 亿元，同比增长 16.1%；扣非归母净利润 9.31 亿元，同比增长 18.1%。收入端保持稳健，利润增速明显快于收入，主要受零售业务毛利率提升、销售费用率下降及管理效益改善带动门店网络优化影响基本出清后，公司通过直营、自建、收购及直营式加盟持续扩张，经营质量继续改善。

**费用率稳步下降，毛利率和净利率同步改善。**2026H1 公司销售费用率 20.9%（-0.6pp）；管理费用率 4.3%（持平）；财务费用率 0.5%（-0.1pp）；研发费用率 0.1%（-0.1pp），销售费用率在数智化升级和运营效率提升下继续下降。公司整体毛利率 35.6%（+0.7pp），净利率 6.6%（+0.7pp）。分业务看，零售业务毛利率 38.4%（+0.9pp），加盟及分销业务毛利率 10.1%（+0.8pp）；分产品看，中西成药毛利率 30.5%（+0.3pp），中参药材毛利率 46.8%（+4.4pp），非药品毛利率 45.4%（+0.6pp）。毛利率改善与商品结构、自有品牌、采购整合及 O2O 履约优化有关。

**加盟仍是门店扩张主动力，直营网络进入稳健扩张阶段。**截至 2026 年 6 月末，公司共拥有门店 18,726 家，其中直营门店 10,740 家、加盟门店 7,986 家，较 2025 年末净增加 968 家。2026H1 公司新开自建门店 273 家、收购门店 146 家、新增加盟门店 696 家，同时关闭直营门店 147 家；加盟新增数量明显高于自建和收购，继续贡献门店网络扩张的主要增量。公司在华南以外区域持续加密布局，叠加直营式加盟的标准化赋能，覆盖广度和区域密度进一步提升。

**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。维持 2026-2028 年盈利预测：预计公司 2026-2028 年营业收入 295.02/322.98/354.03 亿元，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，同比增速 +20.1%/+15.2%/+15.1%，当前股价对应 PE=13.3/11.6/10.1 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)     | 21.6   | 16.0   | 13.3   | 11.6   | 10.1   |
| EV/EBITDA    | 12.3   | 16.1   | 13.6   | 12.2   | 11.0   |
| 市净率 (PB)     | 2.87   | 2.68   | 2.51   | 2.31   | 2.11   |

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

证券分析师：贾瑞祥 021-60875137  
jiaruixiang@guosen.com.cn  
S0980526070005

#### 基础数据

投资评级 优于大市(维持)  
合理估值  
收盘价 17.36 元  
总市值/流通市值 19771/19771 百万元  
52 周最高价/最低价 21.78/14.39 元  
近 3 个月日均成交额 144.93 百万元

#### 市场走势



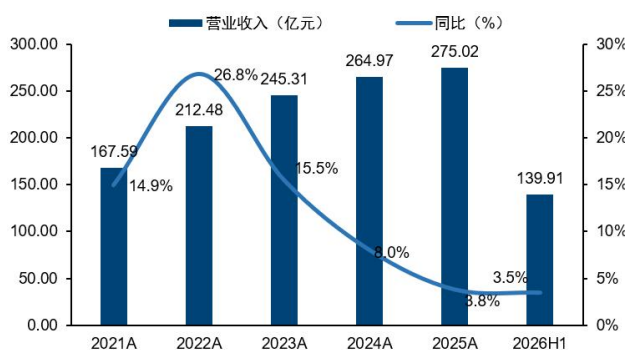
资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

#### 相关研究报告

《大参林（603233.SH）-2025&26Q1 利润端增速亮眼，门店数量稳步扩张》——2026-05-10  
《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

**2026H1 公司利润端增速亮眼，收入稳健增长。**2026H1 公司实现营业收入 139.91 亿元，同比增长 3.5%；归母净利润 9.27 亿元，同比增长 16.1%；扣非归母净利润 9.31 亿元，同比增长 18.1%。收入端保持稳健，利润增速明显快于收入，主要受零售业务毛利率提升、销售费用率下降及管理效益改善带动门店网络优化影响基本出清后，公司通过直营、自建、收购及直营式加盟持续扩张，经营质量继续改善。

图1：大参林营业收入及增速（单位：亿元、%）



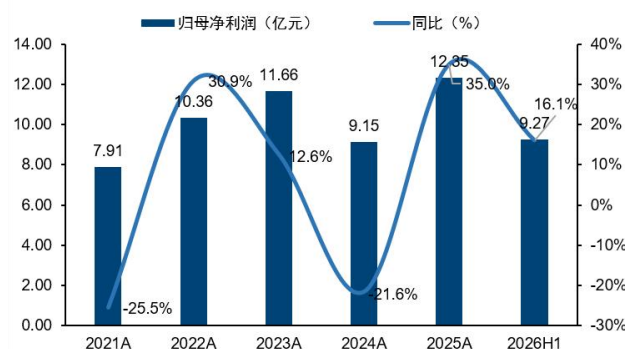
资料来源：公司公告，Wind，国信证券经济研究所整理

图2：大参林单季营业收入及增速（单位：亿元、%）



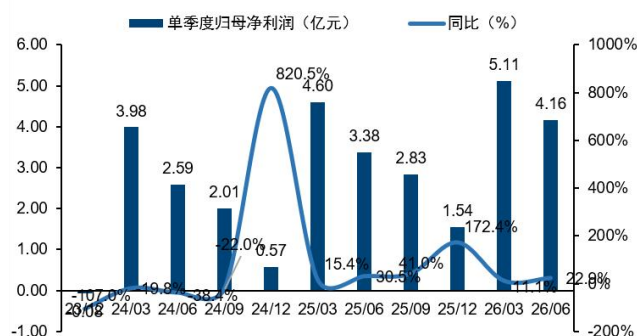
资料来源：公司公告，Wind，国信证券经济研究所整理

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

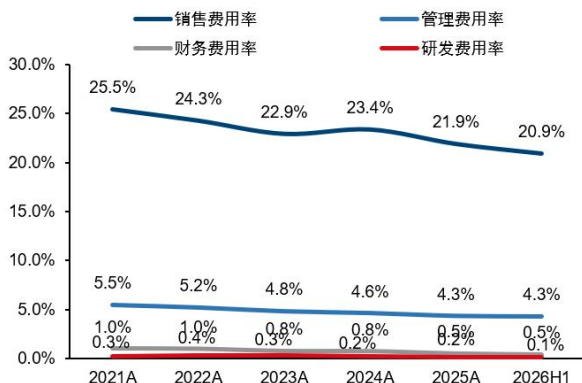
图4：大参林单季归母净利润及增速（单位：亿元、%）



资料来源：公司公告，Wind，国信证券经济研究所整理

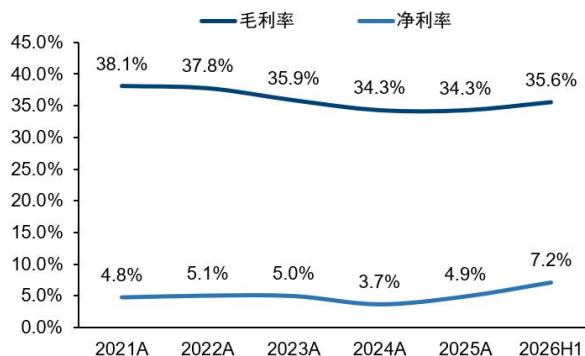
**费用率稳步下降，毛利率和净利率同步改善。**2026H1 公司销售费用率 20.9%（-0.6pp）；管理费用率 4.3%（持平）；财务费用率 0.5%（-0.1pp）；研发费用率 0.1%（-0.1pp），销售费用率在数智化升级和运营效率提升下继续下降。公司整体毛利率 35.6%（+0.7pp），净利率 6.6%（+0.7pp）。分业务看，零售业务毛利率 38.4%（+0.9pp），加盟及分销业务毛利率 10.1%（+0.8pp）；分产品看，中西成药毛利率 30.5%（+0.3pp），中参药材毛利率 46.8%（+4.4pp），非药品毛利率 45.4%（+0.6pp）。毛利率改善与商品结构、自有品牌、采购整合及 O2O 履约优化有关。

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

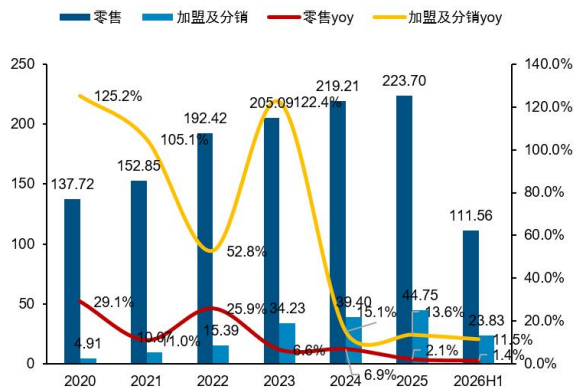
图6: 大参林毛利率、净利率变化情况



资料来源: 公司公告, Wind, 国信证券经济研究所整理

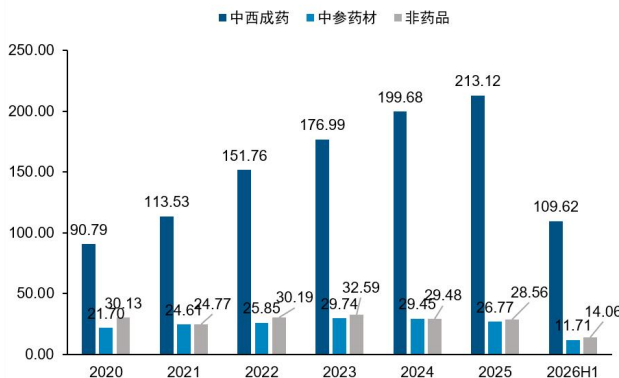
加盟及分销保持较快增长, 中西成药贡献主要收入增量。2026H1 公司零售业务收入 111.56 亿元, 同比增长 1.4%; 加盟及分销业务收入 23.83 亿元, 同比增长 11.5%, 直营式加盟继续成为门店扩张和收入增长的重要抓手。分产品来看, 中西成药收入 109.62 亿元, 同比增长 5.4%, 仍是收入增长的主要来源; 中参药材收入 11.71 亿元, 同比减少 11.2%, 高单价滋补类需求仍偏弱; 非药品收入 14.06 亿元, 同比减少 1.0%, 公司持续优化低效及低毛利品类。

图7: 大参林营业收入按业务拆分 (2020-2026H1)



资料来源: 公司公告, Wind, 国信证券经济研究所整理

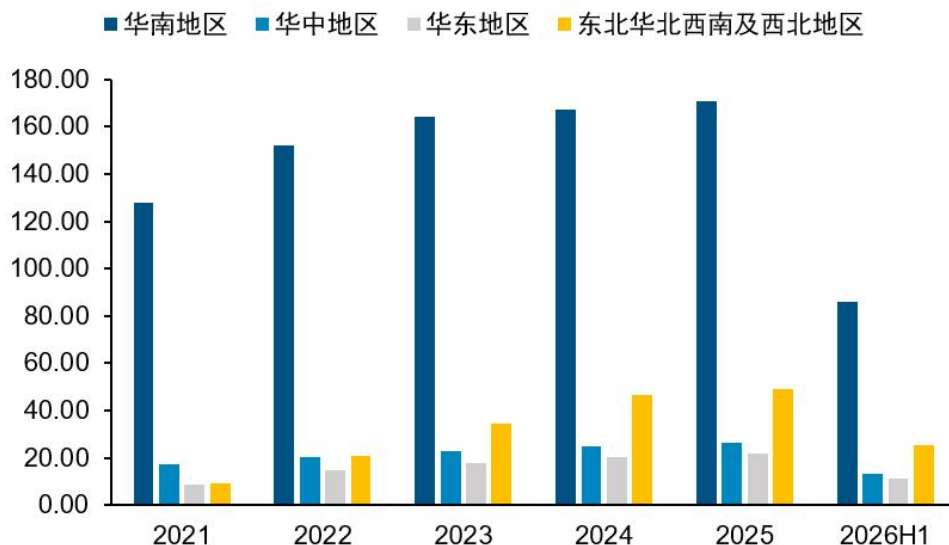
图8: 大参林营业收入按产品拆分 (2020-2026H1)



资料来源: 公司公告, Wind, 国信证券经济研究所整理

各区域收入均实现增长, 华东地区表现相对突出。2026H1 公司华南地区收入 85.78 亿元, 同比增长 2.3%; 华中地区收入 13.40 亿元, 同比增长 2.4%; 华东地区收入 11.09 亿元, 同比增长 5.7%; 东北、华北、西南及西北地区收入 25.12 亿元, 同比增长 4.7%。华南基本盘保持稳健, 华东及其他区域在直营式加盟扩张和本地化运营深化推动下增长较快, 公司全国化布局持续推进。

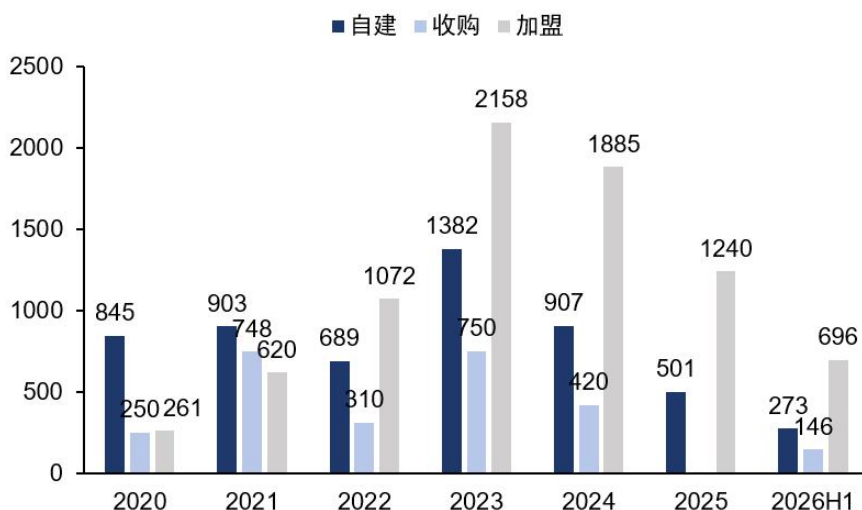
图9：大参林分地区收入情况（2021-2026H1）



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

**加盟仍是门店扩张主力，直营网络进入稳健扩张阶段。**截至 2026 年 6 月末，公司共拥有门店 18,726 家，其中直营门店 10,740 家、加盟门店 7,986 家，较 2025 年末净增加 968 家。2026H1 公司新开自建门店 273 家、收购门店 146 家、新增加盟门店 696 家，同时关闭直营门店 147 家；加盟新增数量明显高于自建和收购，继续贡献门店网络扩张的主要增量。公司在华南以外区域持续加密布局，叠加直营式加盟的标准化赋能，覆盖广度和区域密度进一步提升。

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）       | 2024         | 2025         | 2026E        | 2027E        | 2028E        | 利润表（百万元）          | 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>2024</b>   | <b>2025</b>   | <b>2026E</b> | <b>2027E</b>  | <b>2028E</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            |
|                  |              |              |              |              |              | 财务费用              | 201           | 149           | 92           | 94            | 84            |
| <b>关键财务与估值指标</b> | <b>2024</b>  | <b>2025</b>  | <b>2026E</b> | <b>2027E</b> | <b>2028E</b> | 营运资本变动            | 437           | 1748          | (761)        | 665           | 750           |
| 每股收益             | 0.80         | 1.08         | 1.30         | 1.50         | 1.73         | 其它                | 56            | 15            | 26           | 52            | 65            |
| 每股红利             | 0.70         | 0.77         | 0.85         | 0.90         | 1.04         | <b>经营活动现金流</b>    | <b>3011</b>   | <b>3392</b>   | <b>1253</b>  | <b>3000</b>   | <b>3422</b>   |
| 每股净资产            | 6.06         | 6.47         | 6.93         | 7.53         | 8.22         | 资本开支              | 0             | (152)         | (1201)       | (1201)        | (1001)        |
| ROIC             | 8.09%        | 11.64%       | 14%          | 16%          | 18%          | 其它投资现金流           | 26            | (423)         | 409          | 0             | 0             |
| ROE              | 13.26%       | 16.77%       | 19%          | 20%          | 21%          | <b>投资活动现金流</b>    | <b>26</b>     | <b>(576)</b>  | <b>(792)</b> | <b>(1201)</b> | <b>(1001)</b> |
| 毛利率              | 34%          | 34%          | 35%          | 35%          | 35%          | 权益性融资             | 0             | 36            | 0            | 0             | 0             |
| EBIT Margin      | 6%           | 7%           | 8%           | 8%           | 8%           | 负债净变化             | 177           | (22)          | 0            | 0             | 0             |
| EBITDA Margin    | 12%          | 8%           | 9%           | 10%          | 10%          | 支付股利、利息           | (797)         | (871)         | (964)        | (1025)        | (1180)        |
| 收入增长             | 8%           | 4%           | 7%           | 9%           | 10%          | 其它融资现金流           | 2             | (774)         | 189          | 0             | 0             |
| 净利润增长率           | -22%         | 35%          | 20%          | 15%          | 15%          | <b>融资活动现金流</b>    | <b>(1237)</b> | <b>(2524)</b> | <b>(775)</b> | <b>(1025)</b> | <b>(1180)</b> |
| 资产负债率            | 74%          | 72%          | 71%          | 70%          | 70%          | <b>现金净变动</b>      | <b>1800</b>   | <b>293</b>    | <b>(314)</b> | <b>774</b>    | <b>1241</b>   |
| 股息率              | 4.0%         | 4.4%         | 4.9%         | 5.2%         | 6.0%         | 货币资金的期初余额         | 4416          | 6217          | 6509         | 6195          | 6970          |
| P/E              | 21.6         | 16.0         | 13.3         | 11.6         | 10.1         | 货币资金的期末余额         | 6217          | 6509          | 6195         | 6970          | 8211          |
| P/B              | 2.9          | 2.7          | 2.5          | 2.3          | 2.1          | 企业自由现金流           | 0             | 3387          | 207          | 1961          | 2591          |
| EV/EBITDA        | 12.3         | 16.1         | 13.6         | 12.2         | 11.0         | 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<br>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 $\pm 10\%$ 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<br>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 $\pm 10\%$ 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