

大参林医药集团股份有限公司相 关债券2026年跟踪评级报告

中鹏信评【2026】跟踪第【207】号 01



让评级彰显价值

信用评级报告声明

除因本次评级事项本评级机构与评级对象构成委托关系外，本评级机构及评级从业人员与评级对象不存在任何足以影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

本评级机构与评级从业人员已履行尽职调查义务，有充分理由保证所出具的评级报告遵循了真实、客观、公正原则，但不对评级对象及其相关方提供或已正式对外公布信息的合法性、真实性、准确性和完整性作任何保证。

本评级机构依据内部信用评级标准和工作程序对评级结果作出独立判断，不受任何组织或个人的影响。

本评级报告观点仅为本评级机构对评级对象信用状况的个体意见，不作为购买、出售、持有任何证券的建议。本评级机构不对任何机构或个人因使用本评级报告及评级结果而导致的任何损失负责。

本次评级结果自本评级报告所注明日期起生效，有效期为被评证券的存续期。同时，本评级机构已对受评对象的跟踪评级事项做出了明确安排，并有权在被评证券存续期间变更信用评级。本评级机构提醒报告使用者应及时登陆本公司网站关注被评证券信用评级的变化情况。

本评级报告版权归本评级机构所有，未经授权不得修改、复制、转载和出售。除委托评级合同约定外，未经本评级机构书面同意，本评级报告及评级结论不得用于其他债券的发行等证券业务活动或其他用途。

大参林医药集团股份有限公司相关债券2026年跟踪评级报告

评级结果

	本次评级	上次评级
主体信用等级	AA	AA
评级展望	稳定	稳定
大参转债	AA	AA

评级观点

本次等级的评定是考虑到：大参林医药集团股份有限公司（以下简称“大参林”或“公司”，股票代码 603233.SH）为华南区域龙头、国内排名靠前的大型连锁药店企业，2025 年在行业加速出清、竞争加剧以及医保控费深化的背景下，公司暂缓扩张节奏，暂停大规模门店并购，重点聚焦已布局省份的门店加密布局，同时通过数字化运营、租金压降及人效提升等方式降本增效，净利润同比大幅增长，整体经营获现能力稳健增强；同时中证鹏元关注到，公司前期门店并购形成的高誉规模仍较大、面临一定减值风险，财务杠杆水平较高、流动性指标表现偏弱，仍面临一定的短期债务压力。

评级日期

2026 年 6 月 23 日

公司主要财务数据及指标（单位：亿元）

项目	2026.3	2025	2024	2023
总资产	268.30	264.87	264.40	241.23
归母所有者权益	78.71	73.68	68.97	68.24
总债务	122.36	125.77	131.75	106.27
营业收入	69.73	275.02	264.97	245.31
净利润	5.44	13.59	9.80	12.31
经营活动现金流净额	9.68	53.50	31.06	31.74
净债务/EBITDA	--	1.64	2.21	1.89
EBITDA 利息保障倍数	--	20.54	13.70	14.64
总债务/总资本	59.30%	61.59%	64.47%	59.21%
FFO/净债务	--	37.32%	26.58%	34.28%
EBITDA 利润率	--	14.15%	13.24%	14.74%
总资产回报率	--	7.96%	6.47%	8.47%
速动比率	0.64	0.61	0.62	0.58
现金短期债务比	0.75	0.71	0.72	0.75
销售毛利率	36.05%	34.32%	34.33%	35.90%
资产负债率	65.77%	67.30%	69.22%	67.11%

资料来源：公司 2023-2025 年审计报告及未经审计的 2026 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

联系方式

项目负责人：张旻燊
zhangmy@cspengyuan.com

项目组成员：曾利利
zengll@cspengyuan.com

评级总监：

联系电话：0755-82872897

正面

- **2025 年公司放缓门店扩张节奏，并通过费用控制和运营效率提升，净利润大幅增长。**在行业加速出清、竞争加剧以及医保控费深化的背景下，2025 年公司暂缓扩张节奏，暂停大规模门店并购，以加盟为主、自建为辅，重点深耕已布局省份的网格化加密，同时通过数字化运营、租金压降及人效提升推动期间费用下行，归属于上市公司股东的净利润同比增长 35.04%，盈利改善显著。
- **公司主营业务现金生成能力较强。**2025 年，公司应收账款周转天数 16.68 天，回款速度持续优于行业平均水平；收现比为 111.60%，仍维持在较高水平。同时，得益于期间费用的有效控制和运营效率提升，EBITDA、FFO 分别增至 38.90 亿元、23.76 亿元，整体经营获取现金能力稳健增强。

关注

- **公司前期门店并购形成的商誉规模仍较大、面临一定减值风险。**2025 年公司虽然暂停大规模门店扩张，但前期门店扩张已形成较大规模商誉，2025 年底公司商誉规模 34.68 亿元，占总资产的 13.09%，当期公司计提商誉减值准备 5,357.52 万元，新并购的门店对公司经营、管理能力形成挑战，若并购的门店未来经营不达预期，公司将面临一定商誉减值风险。
- **公司财务杠杆水平仍较高，面临一定短期债务压力。**截至 2025 年底，公司财务杠杆仍维持在高位，刚性债务仍以应付票据、租赁负债、本期债券为主，受本期债券年内即将到期调整到短期债务科目的影响，短期债务占总债务比重升至 78.19%，速动比率、现金短期债务比表现偏弱。公司在建项目及门店并购扩张仍需持续投入资金，未来或推高财务杠杆水平，加大偿债压力。

未来展望

- **中证鹏元给予公司稳定的信用评级展望。**我们认为公司为全国排名靠前的大型连锁药店企业，是华南区域龙头、品牌知名度较高，业务现金生成能力仍较强，且成本控制和运营效率提升能力持续增强，经营风险和财务风险相对稳定。

同业比较（单位：亿元、家）

指标	益丰药房	大参林	老百姓	一心堂
门店数量	14,831	17,758	14,975	11,112
2025 年净增门店数量	147	1,205	-302	-386
总资产	274.52	264.87	198.45	156.08
归母所有者权益	116.34	73.68	65.35	73.03
营业收入	244.33	275.02	222.37	173.36
净利润	18.31	13.59	5.40	2.72
销售毛利率	39.36%	34.32%	32.30%	32.62%
资产负债率	54.91%	67.30%	64.75%	52.22%
商誉	47.65	34.68	56.13	19.61
商誉/总资产	17.36%	13.09%	28.28%	12.57%

注：1、以上各指标均为 2025 年/2025 年末数据；

2、一心堂以自建门店为主，披露的门店数量仅为自营门店数量，其余公司均为自营和加盟门店合计数。

资料来源：Wind、益丰药房、大参林、老百姓、一心堂 2025 年年度报告

本次评级适用评级方法和模型

评级方法/模型名称	版本号
工商企业通用信用评级方法和模型	cspy_ffmx_2023V1.0
外部特殊支持评价方法和模型	cspy_ffmx_2025V1.0

注：上述评级方法和模型已披露于中证鹏元官方网站

本次评级模型打分表及结果

评分要素	指标	评分等级	评分要素	指标	评分等级
业务状况	宏观环境	4/5	财务状况	初步财务状况	8/9
	行业&经营风险状况	5/7		杠杆状况	7/9
	行业风险状况	4/5		盈利状况	强
	经营状况	5/7		流动性状况	4/7
业务状况评估结果		5/7	财务状况评估结果		8/9
调整因素	ESG 因素				0
	重大特殊事项				0
	补充调整				0
个体信用状况					aa
外部特殊支持					0
主体信用等级					AA

注：各指标得分越高，表示表现越好；

本次跟踪债券概况

债券简称	发行规模（亿元）	债券余额（亿元）	上次评级日期	债券到期日期
大参转债	14.05	14.05	2025-6-26	2026-10-22

一、 债券募集资金使用情况

本期债券募集资金原计划用于医药零售门店建设项目、南宁大参林中心项目、汕头大参林医药产业基地项目、南昌大参林产业基地项目（一期）、新零售及企业数字化升级项目、老店升级改造项目、茂名大参林生产基地立库项目等项目。截至2024年底，本期债券募投项目均已结项，本期债券募集资金专项账户余额为0元。

二、 发行主体概况

“大参转债”于2021年4月进入转股期，最新转股价格为16.86元/股¹，截至2026年6月22日，公司股票收盘价为15.87元/股。截至2026年3月31日，累计有365,000元“大参转债”转换为公司股份，占可转债发行总量的0.0260%；累计转股数量6,414股，累计转股占可转债转股前公司已发行股份总额0.001%。2026年3月末公司股本仍为11.39亿元。

跟踪期内，公司名称、控股股东、实际控制人未发生变化。2025年10月，根据公司公告，公司取消监事会，并由董事会审计委员会履行《中华人民共和国公司法》规定的监事会职权。截至2026年3月底，公司实控人仍为柯云峰、柯金龙、柯康保三兄弟，持股比例分别为21.30%、18.17%、15.65%，柯金龙于2025年9月通过大宗交易方式减持2,270万股，占公司总股本的1.99%；其中，柯金龙、柯康保质押的股票分别占其持有公司股份的14.30%、22.73%。

2025年6月公司新增1名董事，2026年4月，公司董事会完成换届选举，独立董事变更3人，非独立董事变更1人（董事共8人），详细的董事、高级管理人员变动情况见下表。

表1 跟踪期内公司核心高管变动情况

时间	姓名	变动前主要职务	变动后主要职务
2026.4	苏祖耀	独立董事	-
2026.4	卢利平	独立董事	-
2026.4	李杰	外部董事	-
2026.4	柯舟	电商事业部总监、投资工程中心总监	董事、集团国际投资中心总经理
2026.4	杨小强		独立董事
2026.4	龚凯颂	-	独立董事
2026.4	刘国常	-	独立董事
2026.3	柯国强	副总经理、监事	职工董事、总经理
2025.6	柯拓基	大区总经理	董事、集团副总经理

资料来源：公司公告，中证鹏元整理

¹ “大参转债”转股价格 2024 年 6 月调整为 46.80 元/股（权益分派），2024 年 10 月调整为 46.49 元/股（权益分派），2024 年 11 月调整为 18.00 元/股（向下修正），2025 年 6 月调整为 17.69 元/股（权益分派），2025 年 11 月调整为 17.35 元/股（权益分派），2026 年 6 月调整为 16.86 元/股（权益分派）。

跟踪期内，公司业务发展战略已从此前的全国跨省份扩张阶段，有序过渡至已覆盖省份的省内加密阶段，主要聚焦于现有已进入省份的门店加密布局，提升区域市场占有率，2025年全年无新增并购门店。

三、运营环境

宏观经济和政策环境

2026年一季度经济起步有力，但内需仍待强化；宏观政策用好用足，货币政策精准灵活，努力实现“十五五”良好开局

2026年一季度实际GDP同比增长5.0%，持平2025年全年增速。宏观政策持续发力、靠前发力，效果逐步显现。供给端表现强劲，需求端结构分化，社零温和修复，投资托底企稳，出口保持高景气。价格水平持续改善，输入性通胀压力增加。经济在结构优化中稳步前行，转型压力仍存、修复节奏分化，但也不乏亮点，新质生产力加快形成，先进制造业和新兴产业快速增长，重点领域风险有序缓释，外贸结构持续优化，资本市场活力增强。展望二季度，外部形势严峻复杂，中东冲突对全球经济和能源的影响逐步显现，国内供强需弱格局延续，经济回升基础仍需巩固。宏观政策将立足用好用足现有存量政策，提升宏观经济治理效能，着力稳就业、稳企业、稳市场、稳预期。财政政策持续用力，充分发挥专项债、特别国债和新型政策性金融工具的杠杆作用，继续优化支出结构，加大对提振消费、投资于人、保障民生等方面的支持，推进化债和扩大内需。货币政策适度宽松，增强前瞻性、灵活性、针对性，总量工具更加审慎，保持流动性充裕和社融成本低位运行。探索多渠道盘活存量商品房，进一步发挥“保交房”的白名单制度作用，努力稳定房地产市场。加快建设全国统一大市场，深化落地“反内卷”政策，优化产能与供给结构。我国经济转型将继续推进，推动新旧动能再平衡，进一步做强国内大循环，做优国内国际双循环，加快建设现代化产业体系，推动科技自立自强、产业链自主可控，把握人工智能发展的历史机遇，努力实现“十五五”良好开局。

行业环境

国内医药零售行业龙头格局已定、集中度持续提升，长期处方外流空间仍大；虽短期受医保改革及竞争加剧影响增速放缓、经营承压，但具备强成本控制与精细化运营能力的企业有望率先走出困境

人口老龄化加速、居民可支配收入提升及全民健康意识增强，为国内医疗健康支出扩容提供支撑，药品刚性需求持续释放将带动医药流通市场稳步上行。但行业已从高速增长转入稳健发展阶段，根据商务部数据，2024年全国七大类医药商品销售总额29,470亿元，同比仅增长0.6%；其中药品零售市场销售额6,500亿元，同比增长1.3%，增速明显放缓。

从行业格局看，零售药店龙头格局初步成型，集中度呈持续提升态势。2024年TOP10连锁药店销售额占全国零售市场总额的23.1%，百强连锁占比38.0%；相较日本TOP10零售药房约70%的市占率，国内龙头集中度仍有较大提升空间。2024年末全国零售药店门店总数68.37万家，连锁化率达57.0%。2025年

受监管趋严及医保合规要求升级影响，中小连锁及单体药店生存空间被挤压，行业加速出清，头部企业凭借资本与合规优势通过“自建+并购+加盟”持续整合。

作为处方外流的核心承接者，零售药店中长期重要性抬升趋势确定。但短期来看，药店终端对医保个人账户支付依赖较强，受门诊共济保障改革及医保严监管影响，处方外流实际放量节奏低于预期、增速放缓，叠加线上渠道分流与同业竞争加剧，实体药店经营承压。从技术迭代看，行业正从传统“搬运式流通”向“数字化+服务化”转型，智能仓储、药品追溯、SPD管理平台逐步普及，零售端依托O2O、慢病管理系统提升运营效率。从经营效能看，受行业竞争加剧及分流影响，门店日均人效、坪效持续下滑，行业进入存量整合与精细化运营阶段，未来具备较强成本控制能力、供应链优势及专业化服务能力的企业有望率先走出困境。

四、 经营与竞争

跟踪期内，公司仍为华南区域龙头、国内排名靠前的大型连锁药店企业。2025年公司整体业务策略是暂缓并购进入新省份，并聚焦现有已进入省份的门店加密布局，门店扩张以加盟为主、自建为辅；同时公司持续推进降本增效，主要通过自动补货、智能选址、智能促销等一系列数智化工具提升运营效率、并通过门店租金压降及门店人效提升来降低费用。受益于区域深耕与精细化管控成效，2025年公司营收同比增长3.80%，归属于上市公司股东的净利润同比增长35.04%，盈利改善显著。公司毛利率水平受加盟店占比、新店占比、产品品规、区域分布等因素影响，有所波动、整体相对稳定。2026年一季度公司营业收入基本与上年同期持平。

从行业来看，直营门店零售仍为收入及利润的主要来源，2025年公司零售收入增速为2.05%，收入规模在零售药店上市公司中排名第一，零售毛利率水平低于益丰药房，与老百姓、一心堂相近；公司加盟及分销收入仍保持较快增速、占比继续提高，毛利率相对稳定。

从产品品类来看，中西成药收入持续增加，非药品、参茸滋补药材等消费类产品收入呈下降趋势。

表2 公司营业收入销售模式构成及毛利率情况（单位：亿元）

项目	2026年 1-3月			2025年			2024年		
	金额	占比	毛利率	金额	占比	毛利率	金额	占比	毛利率
主营业务	67.32	96.54%	33.80%	268.45	97.61%	32.73%	258.61	97.60%	32.74%
其中：零售	56.16	80.54%	38.41%	223.70	81.34%	36.96%	219.21	82.73%	36.62%
加盟及分销	1.16	1.67%	10.63%	44.75	16.27%	11.58%	39.40	14.87%	11.17%
其他业务	2.41	3.46%	98.76%	6.57	2.39%	97.04%	6.36	2.40%	98.78%
合计	69.73	100.00%	36.05%	275.02	100.00%	34.32%	264.97	100.00%	34.33%

资料来源：公司 2024-2025 年年度报告、2026 年第一季度主要经营数据公告，中证鹏元整理

表3 公司营业收入产品构成及毛利率情况（单位：亿元）

项目	2026年 1-3月	2025年	2024年
----	------------	-------	-------

	金额	占比	毛利率	金额	占比	毛利率	金额	占比	毛利率
中西成药	54.23	77.77%	31.08%	213.12	77.49%	29.58%	199.68	75.36%	30.00%
非药品	7.15	10.26%	45.87%	28.56	10.38%	45.33%	29.48	11.13%	41.72%
参茸滋补药材	5.94	8.51%	44.20%	26.77	9.73%	44.31%	29.45	11.11%	42.32%
其他业务	2.41	3.46%	98.76%	6.57	2.39%	97.04%	6.36	2.40%	98.78%
合计	69.73	100.00%	36.05%	275.02	100.00%	34.32%	264.97	100.00%	34.33%

资料来源：公司 2024-2025 年年度报告、2026 年第一季度主要经营数据公告，中证鹏元整理

2025年，公司暂停门店并购，门店扩张以加盟为主、自建为辅，整体节奏持续放缓，重点聚焦已布局省份的加密渗透；运营效率有所优化，门店有效月均平效同比提升；传统优势区域（广东、广西、河南）营收稳健微增，黑龙江市场保持高速增长

跟踪期内，公司结算方式无重大变动，门店扩张以直营式加盟为主、自建为辅。2025年向加盟商收取的加盟费、服务费、药品批发差价无重大变动。公司继续探索新零售商业模式²，2025年电商渠道实现销售收入6.20亿元，同比增长22.24%，占比同比略有提高，但规模仍较小、对营收、利润贡献较小；结算方式仍主要为微信、支付宝、医保卡、现金等，其中医保卡结算占比仍在30%左右。

2025年，公司已顺利完成全国跨省份扩张关键阶段，零售门店网络已覆盖全国21个省份（自治区、直辖市）³。在深耕现有区域方面，2025年公司以加盟为核心、自建为补充的策略，持续加密门店密度，公司加盟门店同比大幅增加，直营门店略有缩减。2025年第四季度以及之后，公司门店关闭的速度将大幅放缓，回归到以往的动态调整的关店节奏。

表4 公司门店情况（单位：家）

项目	2026年1-3月	2025年	2024年
当期净增	0	1,205	2,479
其中：自建	115	501	907
并购	0	0	420
加盟	238	1,240	1,885
关闭	353	536	733
期末门店数量	18,044	17,758	16,553
其中：加盟	7,528	7,290	6,050
直营	10,516	10,468	10,503

资料来源：公司 2024-2025 年年度报告、2026 年第一季度主要经营数据公告，中证鹏元整理

跟踪期内，公司主营业务区域、直营门店优势区域无重大变动。2025年，公司主营收入仍以华南区域为主，华中、东北、华北、西北及西南、华东地区收入增速较快、收入占比均有所提升。从直营门店

² 公司进驻了几乎所有头部 O2O 平台（美团、饿了么、京东到家、京东健康）、B2C 平台（天猫、京东、拼多多等），还通过“大参林健康”微信小程序开展 O2O、B2C 等线上服务。

³ 广东、广西、河南、黑龙江、江苏、新疆、辽宁、四川、重庆、河北、陕西、江西、山西、浙江、湖北、山东、福建、安徽、海南、上海、内蒙古等 21 个省（自治区、直辖市）。

来看，华南区域直营门店经营效率继续高于其他地区，优势区域仍为广东、广西以及河南，2025年上述三个地区零售收入分别为118.95亿元、23.34亿元、19.77亿元，同比略有增长。2025年黑龙江地区零售收入继续保持高速增长，当期实现收入12.63亿元，同比增长29.01%。此外，2025年公司推行全行业首创的 POS 终端系统自研策略，实现 POS 终端系统与门店销售全流程的深度适配，截至2025年末，该系统已累计推广至 16,000 余家门店，使门店收银速度提升 62%，大幅提升门店运营效率。

表5 公司主营业务区域构成及毛利率情况（单位：亿元）

项目	2026年1-3月			2025年			2024年		
	金额	占比	毛利率	金额	占比	毛利率	金额	占比	毛利率
华南	42.71	63.44%	37.11%	170.90	63.66%	35.49%	167.25	64.67%	35.43%
东北、华北、西北及西南地区	12.42	18.45%	27.03%	49.15	18.31%	28.41%	46.29	17.90%	27.46%
华中	6.70	9.94%	27.27%	26.57	9.90%	26.02%	24.67	9.54%	26.75%
华东	5.49	8.16%	31.39%	21.84	8.13%	28.97%	20.40	7.89%	29.98%
合计	67.32	100.00%	33.80%	268.45	100.00%	32.73%	258.61	100.00%	32.74%

注：华南地区包括广东省、广西省、海南省；华东地区包括江西省、浙江省、福建省、江苏省、山东省、安徽省、上海市；华中地区包括河南省、湖北省；东北、华北、西北及西南地区包括河北省、黑龙江省、陕西省、四川省、重庆市、辽宁省、新疆维吾尔自治区。

资料来源：公司提供、公司 2024-2025 年年度报告及 2026 年第一季度主要经营数据公告，中证鹏元整理

表6 公司各区域直营门店经营效率情况（单位：家、元/平方米）

项目	2026年1-3月		2025年		2024年	
	门店数	有效月均平效	门店数	有效月均平效	门店数	有效月均平效
华南	6,553	2,374.87	6,506	2,386.67	6,392	2,336.89
东北、华北、西北及西南地区	1,947	1,933.45	1,950	1,974.97	2,066	1,841.46
华中	1,078	2,150.20	1,073	2,035.43	1,093	1,973.22
华东	938	1,844.02	939	1,860.70	952	1,866.08
合计	10,516	2,212.12	10,468	2,214.14	10,503	2,149.79

注：月均平效=月均含税零售收入/门店经营面积。

资料来源：公司 2024-2025 年年度报告、2026 年第一季度主要经营数据公告，中证鹏元整理

从单店平均效益来看，2025年广东省内老店单店平均营业收入继续下降、但利润总额有所回升，广东省内新店单店利润亏损收窄；广东省外老店单店收入和利润总额均有所提升，省外新店单店收入大幅下降、利润总额亏损加大。从老店、新店来看，老店盈利情况仍较好，平均营业收入、利润仍明显高于当年新开门店。从广东省内、省外来看，广东省内老店单店效益仍继续高于省外区域。

表7 公司直营门店单店平均效益情况（单位：万元）

省份	项目	2025年		2024年		
		老店	新店	老店	新店	
广东省	存货	总额	115,513.44	3,522.02	127,177.52	7,795.73
		单店平均	24.02	18.44	28.83	18.30
	营业收入	总额	1,144,361.08	6,420.68	1,107,487.00	29,036.08

	单店平均	237.96	33.62	251.02	68.16	
	销售毛利率	35.53%	37.07%	37.07%	36.86%	
	利润总额	总额	118,609.31	-466.39	88,807.02	-3,708.72
		单店平均	24.66	-2.44	20.13	-8.71
	存货	总额	97,785.72	2,395.14	102,582.81	9,845.56
		单店平均	18.54	20.30	21.09	13.16
	营业收入	总额	1,045,705.19	3,721.38	936,314.47	75,568.08
		单店平均	198.31	31.54	192.46	101.03
广东省外	销售毛利率		29.78%	34.05%	34.05%	31.34%
	利润总额	总额	70,247.90	-833.23	57,060.23	-3,261.35
		单店平均	13.32	-7.06	11.73	-4.36

注：表中统计数据为门店前台核算的经营数据，未包括审计调整金额、总部管理费用等，故与审计报告数据存在差异；资料来源：公司提供，中证鹏元整理

跟踪期内公司采购、供应商、物流仓网体系无重大变动，自主配送量占比仍较高；随着门店及仓库的智能补货系统、铺货系统以及退货系统的全面推广，缺货率及库存周转天数持续提升；在建项目资金需自筹，面临一定的资金压力

跟踪期内，公司采购模式、结算方式、主要供应商无重大变动。公司仍采用统一采购和地区采购相结合的采购模式。结算方式方面，对定制生产及部分代理产品、畅销产品，采取预付款形式；其他产品主要采用货到付款或者信用期付款，少数采取实销实结（以当月实际销量为付款标准）。公司供应商仍主要为大型医药流通企业、合作较为稳定，2025年前五大供应商采购占比为44.70%，同比有所提高。

2025年公司依托 AI 算法，搭建门店、仓库智能补货系统，目前已完成全国绝大部分门店及仓库的推广应用，实现门店全经营目录缺货率下降 50%，库存周转天数低至 82.40天，库存周转效率持续提升。公司物流配送模式、物流仓网体系无重大变动。公司仍根据门店规模，采用“一周一次”、“一周两次”、“一周三次”的频率对门店进行配送；门店订购商品为加快发货速度采取快递到店模式。公司通过租赁及自建方式建立了“集团仓+大区仓+地区仓”的物流仓网体系，覆盖了目前的所有业务地区。2025年公司新建的顺德仓（仓储面积7.5万平方米）逐步投入运营，配送范围覆盖东莞、惠州、河源、深圳、清远、韶关、云浮、肇庆、佛山、顺德营运区、江门、中山、珠海等区域，并同步关闭了集团仓东莞分仓、清远分仓和江门分仓，区域投运能力进一步集中。截至2025年末，公司共有35个仓库，仓储总面积达38万平方米，自主配送量占总配送量的比例80%以上；仓库总发货满足率达到99%，发货差错率低于0.008%。

截至2026年3月底，公司在建项目主要为大参林创新总部项目⁴、大参林一号产业基地（物流中心）等，资金来源均为自筹及银行贷款，面临一定的资金压力。

⁴控股子公司广州参力科技有限公司（以下简称“参力科技”）以 119,924.50 万元购买广州市海珠区琶洲中二区土地，拟用于建设大参林互联网大健康创新总部，建成后拟作为公司新的办公大楼，目前正在建设中。

表8 截至 2026 年 3 月底公司主要在建项目情况（单位：亿元）

项目名称	建设内容	计划总投资	已投资	尚需投资
大参林创新总部项目	办公楼	21.00	15.71	5.29
大参林一号产业基地（物流中心）	配送中心	10.00	6.49	3.51
江苏医护医疗以及中药饮片生产项目	办公楼、配送中心	5.00	2.69	2.31
大参林医药智造总部项目	药厂	4.77	0.78	3.99
大参林医疗器械产业园项目	办公楼、厂房	2.16	0.22	1.94
合计		42.93	25.89	17.04

注：1、表中计划总投资与审计报告在建工程-预算数差异主要系土地款和税金差异；
 2、大参林一号产业基地（物流中心）项目主要为在佛山顺德建造大参林产业园物流中心；
 3、江苏医护医疗以及中药饮片生产项目包括一期、二期，一期已完工转固；
 4、大参林医药智造总部项目已投资金额主要为土地款，目前处于设计阶段，预计 2026 年 7 月开工；
 5、大参林创新总部项目 2025 年 4 月已开工。

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

五、 财务分析

财务分析基础说明

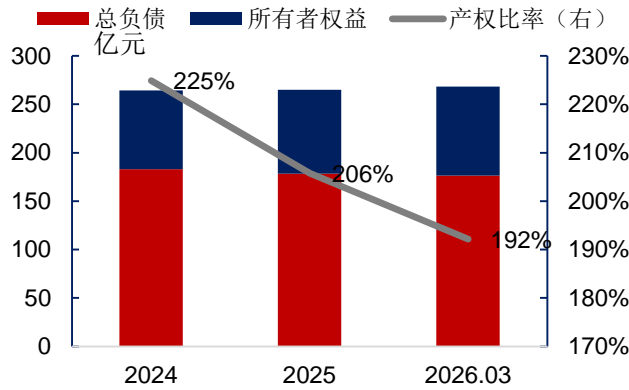
以下分析基于公司提供的经天健会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的 2024-2025 年审计报告及未经审计的 2026 年一季度报告。

2025 年公司放缓自营门店扩张节奏，并通过降本增效（优化单店人力配置、缩短租期、压降租金等）推动期间费用率同比下降，主营业务盈利能力提升，整体现金生成能力依然较强；但公司财务杠杆水平仍较高、流动性指标表现偏弱，仍面临一定的短期债务压力；此外，前期并购形成的商誉规模较大，未来仍面临一定减值风险

资本实力与资产质量

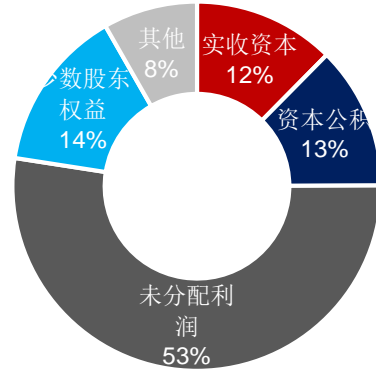
2025 年公司盈余积累持续增厚，推动净资产稳步提升。同年，公司采用轻资产运营策略，以加盟模式为主导进行门店扩张，带动总负债规模收缩。受此综合影响，公司产权比率随之改善，但净资产对负债总额的保障程度仍欠佳。

图1 公司资本结构



资料来源：公司 2024-2025 年审计报告及未经审计的 2026 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

图2 2026年3月末公司所有者权益构成



资料来源：公司未经审计的 2026 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

公司为连锁药店零售企业，库存商品、门店、仓储物流配送中心为其核心资产。受益于门店及仓库的智能补货系统、铺货系统以及退货系统的推广，公司存货规模较为稳定，2025年存货周转天数继续下降至82.40天，低于医药零售行业平均水平。公司库存商品规模较大，随着带量采购等国家医改政策的推进，部分药品销售价格存在下降可能，且因市场需求变化可能出现滞销情况，公司存货仍存在一定跌价风险。公司直营门店、仓储物流配送中心以租赁为主，故使用权资产规模较大。

公司商誉主要系对外并购门店形成，2025年公司未开展大规模并购活动，并于当期计提商誉减值准备5,357.52万元，商誉规模同比略有下降。公司整体商誉规模仍偏高，并购门店能否实现预期收益、收回投资成本存在不确定性，仍面临一定商誉减值风险。公司固定资产主要系行政办公楼、自建的门店和配送中心以及生产厂房等；随着大参林一号产业基地、江苏医疗器械医护用品中药饮片生产等项目部分竣工转固，2025年底公司固定资产同比增长，在建工程同比下降。公司无形资产主要系购入的大参林创新总部项目琶洲中二区 AH041104 地块等土地使用权，相关权证均已办理完毕。

2025年底受限资产26.64亿元，主要系银行承兑汇票保证金。公司应收账款主要系应收医保款及赊销款，2025年应收账款周转天数16.68天，同比略降，周转速度快于同行业平均水平。

表9 公司主要资产构成情况（单位：亿元）

项目	2026年3月		2025年		2024年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
货币资金	68.97	25.71%	65.09	24.58%	62.17	23.51%
应收账款	12.71	4.74%	12.60	4.76%	12.89	4.88%
其他应收款	4.10	1.53%	4.07	1.53%	4.00	1.51%
存货	43.43	16.19%	41.41	15.63%	41.28	15.61%
其他流动资产	5.41	2.02%	4.31	1.63%	3.42	1.30%
流动资产合计	138.78	51.73%	133.81	50.52%	125.86	47.60%
固定资产	30.48	11.36%	30.83	11.64%	29.86	11.30%

在建工程	4.03	1.50%	3.59	1.35%	4.88	1.84%
使用权资产	31.91	11.89%	33.19	12.53%	38.31	14.49%
无形资产	19.55	7.29%	19.66	7.42%	19.69	7.45%
商誉	34.68	12.93%	34.68	13.09%	35.22	13.32%
非流动资产合计	129.52	48.27%	131.06	49.48%	138.54	52.40%
资产总计	268.30	100.00%	264.87	100.00%	264.40	100.00%

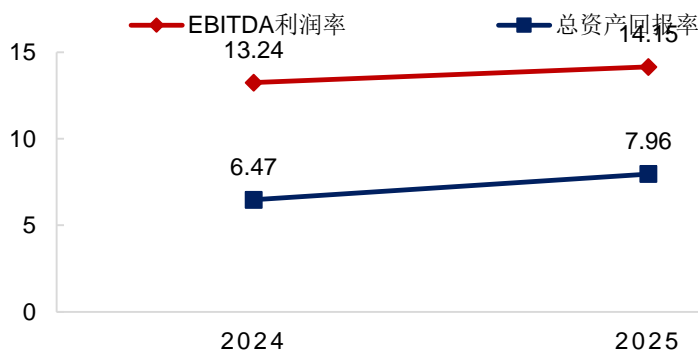
资料来源：公司 2024-2025 年审计报告及未经审计的 2026 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

盈利能力

2025年公司放缓自营门店扩张节奏，由规模驱动转向存量深耕，聚焦已进驻省份的网格化加密与门店提质增效，全年营收实现3.80%的小幅增长，主营业务毛利率保持平稳。

在费用管控方面，2025年公司通过“降本”与“提效”双轮驱动：一是借助智能排班、营业时长优化及数字化工具，有效降低单店人力配置；二是通过数字化运营、租金压降及人效提升等方式降本增效，推动销售费用率下降1.48个百分点至21.89%。同时，得益于办公租金优化与管理人效提升，管理费用率亦有所改善。综合影响下，2025年公司期间费用率下降至26.92%，归属于上市公司股东的净利润同比增长35.04%，EBITDA利润率、总资产回报率均有所提升。2026年一季度公司营业收入同比微增0.25%，归属于上市公司股东的净利润同比增长11.12%，得益于降本增效举措，利润端表现优于收入端。受医保改革深化及行业竞争加剧影响，零售药店经营整体承压，预计公司短期内经营承压的局面短期内仍将存在。

图3 公司盈利能力指标情况（单位：%）



资料来源：公司 2024-2025 年审计报告，中证鹏元整理

现金流与偿债能力

2025年，公司日常采购结算仍以票据为主，刚性债务中应付票据规模仍较大，辅以银行借款、债券融资；租赁负债主要系门店以及仓库租赁形成，随着公司进一步缩短租期或压降租金，规模持续下降。2025年公司采用轻资产运营策略，以加盟模式为主导进行门店扩张，总债务规模同比小幅下降，但本期债券将于2026年10月到期，当前转股比例很低，面临一定的集中偿付压力。

表10公司主要负债构成情况（单位：亿元）

项目	2026年3月		2025年		2024年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
短期借款	0.11	0.06%	2.68	1.51%	17.78	9.72%
应付票据	70.16	39.75%	70.23	39.40%	56.01	30.60%
应付账款	31.51	17.85%	29.13	16.34%	28.32	15.48%
合同负债	4.67	2.65%	4.69	2.63%	3.99	2.18%
其他应付款	10.31	5.84%	10.19	5.72%	10.90	5.96%
一年内到期的非流动负债	25.45	14.42%	25.42	14.26%	12.20	6.66%
流动负债合计	149.68	84.82%	150.67	84.53%	137.07	74.89%
长期借款	5.01	2.84%	4.63	2.60%	4.85	2.65%
应付债券	0.00	0.00%	0.00	0.00%	13.61	7.44%
租赁负债	21.10	11.96%	22.27	12.49%	26.97	14.73%
长期应付款	0.54	0.30%	0.53	0.30%	0.34	0.18%
非流动负债合计	26.79	15.18%	27.58	15.47%	45.95	25.11%
负债合计	176.47	100.00%	178.26	100.00%	183.02	100.00%
总债务	122.36	69.34%	125.77	70.56%	131.75	71.99%
其中：短期债务	95.71	78.22%	98.34	78.19%	85.99	65.27%
长期债务	26.65	21.78%	27.43	21.81%	45.76	34.73%

资料来源：公司 2024-2025 年审计报告及未经审计的 2026 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

公司业务回款情况较好，现金生成能力较强，2025年收现比同比略增，为111.60%，维持在较高水平。由于门店装修开支在投资活动中核算、门店租金支出在筹资活动中核算，公司经营活动净现金流规模较大、远高于净利润、FFO。2025年受益于公司经营效率提升以及收回银行保证金增加，经营活动现金流净额同比大幅增加，EBITDA、FFO也有所增长。同期，公司财务杠杆水平同比小幅下降，偿债指标同比有所改善，整体偿债压力仍较可控。

公司流动性指标小幅波动、表现仍欠佳，仍面临一定的短期债务压力。2026年3月底，公司尚未使用的银行授信额度186.65亿元，尚未抵押的自建门店、仓储物流中心、行政办公楼以及土地、厂房等未来亦可为公司对外融资提供一定支持。实控人尚未质押的公司股权亦可为公司融资提供一定支持。

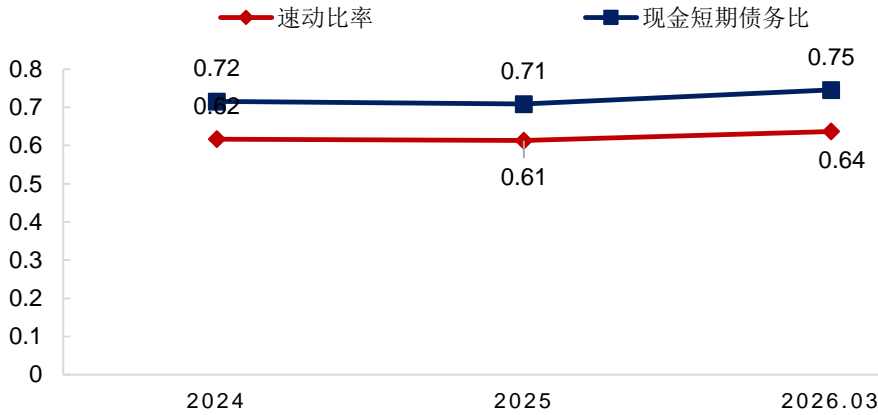
表11公司现金流及杠杆状况指标

指标名称	2026年3月	2025年	2024年
经营活动现金流净额（亿元）	9.68	53.50	31.06
FFO（亿元）	--	23.76	20.65
资产负债率	65.77%	67.30%	69.22%
净债务/EBITDA	--	1.64	2.21
EBITDA 利息保障倍数	--	20.54	13.70
总债务/总资本	59.30%	61.59%	64.47%
FFO/净债务	--	37.32%	26.58%
经营活动现金流净额/净债务	18.30%	84.03%	39.98%

自由现金流/净债务	16.11%	76.42%	20.99%
-----------	--------	--------	--------

资料来源：公司 2024-2025 年审计报告及未经审计的 2026 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

图4 公司流动性比率情况



资料来源：公司 2024-2025 年审计报告及未经审计的 2026 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

六、 其他事项分析

过往债务履约情况

根据公司提供的企业信用报告，从2023年1月1日至报告查询日（2026年5月27日），公司本部不存在未结清不良类信贷记录，已结清信贷信息无不良类账户；公司公开发行的各类债券均按时偿付利息，无到期未偿付或逾期偿付情况。

根据中国执行信息公开网，从2023年1月1日至报告查询日（2026年6月9日），中证鹏元未发现公司曾被列入全国失信被执行人名单。

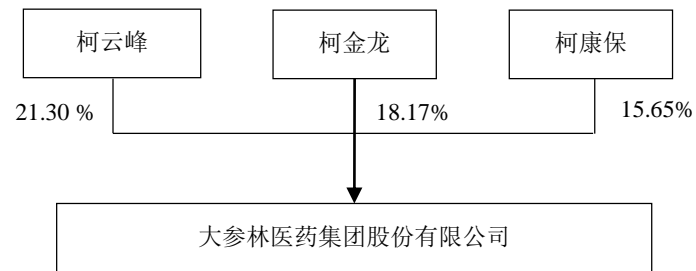
附录一 公司主要财务数据和财务指标（合并口径）

财务数据（单位：亿元）	2026年3月	2025年	2024年	2023年
货币资金	68.97	65.09	62.17	44.16
存货	43.43	41.41	41.28	41.81
流动资产合计	138.78	133.81	125.86	107.98
固定资产	30.48	30.83	29.86	23.78
使用权资产	31.91	33.19	38.31	40.49
商誉	34.68	34.68	35.22	30.24
非流动资产合计	129.52	131.06	138.54	133.25
资产总计	268.30	264.87	264.40	241.23
短期借款	0.11	2.68	17.78	7.33
应付票据	70.16	70.23	56.01	41.24
应付账款	31.51	29.13	28.32	27.46
一年内到期的非流动负债	25.45	25.42	12.20	10.56
流动负债合计	149.68	150.67	137.07	114.54
长期借款	5.01	4.63	4.85	3.08
应付债券	0.00	0.00	13.61	13.30
租赁负债	21.10	22.27	26.97	30.70
长期应付款	0.54	0.53	0.34	0.06
非流动负债合计	26.79	27.58	45.95	47.37
负债合计	176.47	178.26	183.02	161.90
总债务	122.36	125.77	131.75	106.27
其中：短期债务	95.71	98.34	85.99	59.13
长期债务	26.65	27.43	45.76	47.13
所有者权益	91.83	86.61	81.38	79.33
营业收入	69.73	275.02	264.97	245.31
营业利润	7.10	18.59	13.54	16.32
净利润	5.44	13.59	9.80	12.31
经营活动产生的现金流量净额	9.68	53.50	31.06	31.74
投资活动产生的现金流量净额	1.03	-9.70	-19.39	-23.03
筹资活动产生的现金流量净额	-6.00	-36.98	-9.32	-16.49
财务指标	2026年3月	2025年	2024年	2023年
EBITDA（亿元）	--	38.90	35.08	36.17
FFO（亿元）	--	23.76	20.65	23.47
净债务（亿元）	52.88	63.67	77.69	68.47
销售毛利率	36.05%	34.32%	34.33%	35.90%
EBITDA 利润率	--	14.15%	13.24%	14.74%

总资产回报率	--	7.96%	6.47%	8.47%
资产负债率	65.77%	67.30%	69.22%	67.11%
净债务/EBITDA	--	1.64	2.21	1.89
EBITDA 利息保障倍数	--	20.54	13.70	14.64
总债务/总资本	59.30%	61.59%	64.47%	59.21%
FFO/净债务	--	37.32%	26.58%	34.28%
经营活动现金流净额/净债务	18.30%	84.03%	39.98%	46.35%
速动比率	0.64	0.61	0.62	0.58
现金短期债务比	0.75	0.71	0.72	0.75

资料来源：公司 2023-2025 年审计报告及未经审计的 2026 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

附录二 公司股权结构图（截至 2026 年 3 月）



资料来源：公司提供，中证鹏元整理

附录三 主要财务指标计算公式

指标名称	计算公式
短期债务	短期借款+应付票据+1年内到期的非流动负债+其他短期债务调整项
长期债务	长期借款+应付债券+其他长期债务调整项
总债务	短期债务+长期债务
现金类资产	未受限货币资金+交易性金融资产+应收票据+应收款项融资中的应收票据+其他现金类资产调整项
净债务	总债务-盈余现金
总资本	总债务+经调整所有者权益
EBITDA	营业总收入-营业成本-税金及附加-销售费用-管理费用-研发费用+固定资产折旧、油气资产折耗、生产性生物资产折旧+使用权资产折旧+无形资产摊销+长期待摊费用摊销+其他经常性收入
EBITDA 利息保障倍数	EBITDA/（计入财务费用的利息支出+资本化利息支出）
FFO	EBITDA-净利息支出-支付的各项税费
自由现金流（FCF）	经营活动产生的现金流（OCF）-资本支出
毛利率	（营业收入-营业成本）/营业收入×100%
EBITDA 利润率	EBITDA/营业收入×100%
总资产回报率	（利润总额+计入财务费用的利息支出）/[（本年资产总额+上年资产总额）/2]×100%
产权比率	总负债/所有者权益合计*100%
资产负债率	总负债/总资产*100%
速动比率	（流动资产-存货）/流动负债
现金短期债务比	现金类资产/短期债务

附录四 信用等级符号及定义

中长期债务信用等级符号及定义

符号	定义
AAA	债务安全性极高，违约风险极低。
AA	债务安全性很高，违约风险很低。
A	债务安全性较高，违约风险较低。
BBB	债务安全性一般，违约风险一般。
BB	债务安全性较低，违约风险较高。
B	债务安全性低，违约风险高。
CCC	债务安全性很低，违约风险很高。
CC	债务安全性极低，违约风险极高。
C	债务无法得到偿还。

注：除 AAA 级，CCC 级（含）以下等级外，每一个信用等级可用“+”、“-”符号进行微调，表示略高或略低于本等级。

债务人主体信用等级符号及定义

符号	定义
AAA	偿还债务的能力极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低。
AA	偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响不大，违约风险很低。
A	偿还债务能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低。
BBB	偿还债务能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般。
BB	偿还债务能力较弱，受不利经济环境影响很大，违约风险较高。
B	偿还债务的能力较大地依赖于良好的经济环境，违约风险很高。
CCC	偿还债务的能力极度依赖于良好的经济环境，违约风险极高。
CC	在破产或重组时可获得保护较小，基本不能保证偿还债务。
C	不能偿还债务。

注：除 AAA 级，CCC 级（含）以下等级外，每一个信用等级可用“+”、“-”符号进行微调，表示略高或略低于本等级。

债务人个体信用状况符号及定义

符号	定义
aaa	在不考虑外部特殊支持的情况下，偿还债务的能力极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低。
aa	在不考虑外部特殊支持的情况下，偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响不大，违约风险很低。
a	在不考虑外部特殊支持的情况下，偿还债务能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低。
bbb	在不考虑外部特殊支持的情况下，偿还债务能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般。
bb	在不考虑外部特殊支持的情况下，偿还债务能力较弱，受不利经济环境影响很大，违约风险较高。
b	在不考虑外部特殊支持的情况下，偿还债务的能力较大地依赖于良好的经济环境，违约风险很高。
ccc	在不考虑外部特殊支持的情况下，偿还债务的能力极度依赖于良好的经济环境，违约风险极高。
cc	在不考虑外部特殊支持的情况下，在破产或重组时可获得保护较小，基本不能保证偿还债务。
c	在不考虑外部特殊支持的情况下，不能偿还债务。

注：除 aaa 级，ccc 级（含）以下等级外，每一个信用等级可用“+”、“-”符号进行微调，表示略高或略低于本等级。

展望符号及定义

类型	定义
正面	存在积极因素，未来信用等级可能提升。
稳定	情况稳定，未来信用等级大致不变。
负面	存在不利因素，未来信用等级可能降低。



中证鹏元公众号



中证鹏元视频号