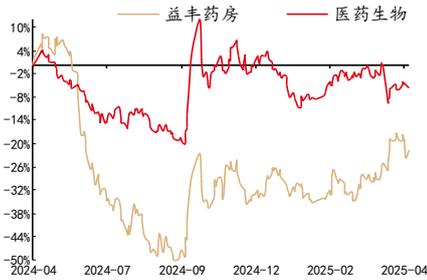




股票投资评级

买入 | 维持

个股表现



资料来源：聚源，中邮证券研究所

公司基本情况

最新收盘价(元)	27.51
总股本/流通股本(亿股)	12.12 / 12.12
总市值/流通市值(亿元)	334 / 333
52周内最高/最低价	46.63 / 17.75
资产负债率(%)	59.3%
市盈率	21.83
宁波梅山保税港区厚信	
第一大股东	创业投资合伙企业(有限合伙)

研究所

分析师: 蔡明子  
SAC 登记编号: S1340523110001  
Email: caimingzi@cnpsec.com  
分析师: 龙永茂  
SAC 登记编号: S1340523110002  
Email: longyongmao@cnpsec.com

益丰药房(603939)

营收、利润稳健增长，精细化运营持续带动盈利能力提升

● 营收、利润稳健增长，盈利能力持续提升

公司发布2024年年报及2025年一季报：2024年营业收入240.62亿元(+6.53%)，归母净利润15.29亿元(+8.26%)，扣非净利润14.97亿元(+9.96%)，经营现金流净额42.21亿元(-8.70%)。2025Q1营业收入60.09亿元(+0.64%)，归母净利润4.49亿元(+10.51%)，扣非净利润4.38亿元(+9.65%)。公司营收、利润均实现稳健增长。

从盈利能力来看，公司利润率持续稳健提升，2024年毛利率为40.12%(+1.91pct)，主要原因是零售端中西成药毛利率有所上升，归母净利率为6.35%(+0.10pct)，扣非净利率为6.22%(+0.19pct)。2025Q1毛利率为39.64%(+0.39pct)，归母净利率为7.48%(+0.67pct)，扣非净利率为7.29%(+0.60pct)。

费率方面，2024年销售费用率为25.68%(+1.39pct)，管理费用率为4.50%(+0.24pct)，研发费用率为0.14%(-0.01pct)，财务费用率为0.72%(+0.34pct)。2025Q1销售费用率为23.53%(-0.87pct)，管理费用率为4.65%(+0.47pct)，研发费用率为0.11%(-0.05pct)，财务费用率为0.69%(+0.22pct)。

营运能力方面，2024年应收账款周转天数为31.88天(+0.15天)，存货账款周转天数为104.14天(+8.42天)。

现金流方面，2024年经营现金流净额为42.21亿元(-9%)，投资现金流净额为-36.09亿元(-21%)，筹资现金流净额为-9.20亿元(+56%)。截至2024年底，公司期末现金及现金等价物为21.61亿元(同比-12%)。

● 加盟及分销业务增长较快，全品类均实现增长

分行业来看，2024年零售业务营收211.88亿元(+4.97%)，加盟及分销业务营收21.07亿元(+11.34%)，2025Q1零售业务收入52.63亿元(-0.09%)，加盟及分销收入5.73亿元(+12.94%)。

分产品来看，2024年中西成药收入180.45亿元(+5.56%)，中药收入23.13亿元(+6.09%)，非药品收入29.37亿元(+4.80%)。2025Q1中西成药收入45.32亿元(+0.77%)，中药收入6.11亿元(+0.11%)，非药品收入6.94亿元(+3.83%)。

● 坚持“区域聚焦、稳健扩张”战略，门店扩张稳中求进

从门店扩张来看，公司根据市场环境变化，在深耕中南海东华北市场，坚持“区域聚焦、稳健扩张”发展战略的同时，及时调整拓展策略，通过“新开+并购+加盟”一城一策的门店拓展模式，截至2024年12月31日，公司在全国十省市拥有14,684家门店，其中自营门店10,872家，加盟店3,812家，净增1,434家，自建1,305家，并购381家，加盟826家，关闭1,078家。截至2025Q1，公司总门店数14,694家(含加盟店3,880家)，净增10家(自建26家，加盟68

家，关闭 84 家)。

● **线上线下积极承接处方外流**

线下领域，截至 2024 年底公司拥有院边店（二甲及以上医院直线距离 100 米范围内）688 家，DTP 专业药房 318 家，其中开通双通道医保门店 259 家，开通门诊统筹医保药房 4,600 多家，与近 200 家专业处方药供应商建立了深度合作伙伴关系。线上领域公司对接省市级医保、卫健处方流转平台 10 余家，直接或者间接对接医院 100 余家，互联网医院 50 余家。

● **盈利预测及投资建议**

预计 2025-2027 年营业收入分别为 264.97、291.68、321.31 亿元，归母净利润分别为 17.62、20.28、23.36 亿元，当前股价对应 PE 分别为 18.9、16.5、14.3 倍，维持“买入”评级。

● **风险提示：**

门店经营不及预期风险，门诊统筹政策落地不及预期风险。

■ **盈利预测和财务指标**

项目\年度	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入（百万元）	24062	26497	29168	32131
增长率(%)	6.53	10.12	10.08	10.16
EBITDA（百万元）	4386.02	4619.62	5059.66	4878.42
归属母公司净利润（百万元）	1528.58	1762.15	2027.55	2336.07
增长率(%)	8.26	15.28	15.06	15.22
EPS(元/股)	1.26	1.45	1.67	1.93
市盈率 (P/E)	21.82	18.93	16.45	14.28
市净率 (P/B)	3.11	2.76	2.44	2.16
EV/EBITDA	7.06	7.06	5.77	5.39

资料来源：公司公告，中邮证券研究所

**财务报表和主要财务比率**

财务报表(百万元)					主要财务比率				
	2024A	2025E	2026E	2027E		2024A	2025E	2026E	2027E
<b>利润表</b>					<b>成长能力</b>				
营业收入	24062	26497	29168	32131	营业收入	6.5%	10.1%	10.1%	10.2%
营业成本	14408	15812	17407	19170	营业利润	7.3%	17.9%	13.5%	15.2%
税金及附加	95	106	116	128	归属于母公司净利润	8.3%	15.3%	15.1%	15.2%
销售费用	6179	6598	7272	7878	<b>获利能力</b>				
管理费用	1083	1206	1321	1455	毛利率	40.1%	40.3%	40.3%	40.3%
研发费用	34	41	43	47	净利率	6.4%	6.7%	7.0%	7.3%
财务费用	174	166	173	180	ROE	14.3%	14.6%	14.9%	15.1%
资产减值损失	-102	-77	-84	-88	ROIC	10.2%	11.4%	11.8%	12.1%
<b>营业利润</b>	<b>2204</b>	<b>2598</b>	<b>2948</b>	<b>3396</b>	<b>偿债能力</b>				
营业外收入	13	13	13	13	资产负债率	59.3%	56.6%	55.4%	54.3%
营业外支出	34	28	31	31	流动比率	1.26	1.46	1.62	1.72
<b>利润总额</b>	<b>2182</b>	<b>2582</b>	<b>2930</b>	<b>3378</b>	<b>营运能力</b>				
所得税	530	627	693	813	应收账款周转率	11.29	11.62	11.42	11.50
<b>净利润</b>	<b>1653</b>	<b>1955</b>	<b>2237</b>	<b>2564</b>	存货周转率	3.46	3.46	3.64	3.65
归母净利润	1529	1762	2028	2336	总资产周转率	0.92	0.92	0.93	0.92
<b>每股收益(元)</b>	<b>1.26</b>	<b>1.45</b>	<b>1.67</b>	<b>1.93</b>	<b>每股指标(元)</b>				
<b>资产负债表</b>					每股收益	1.26	1.45	1.67	1.93
货币资金	3579	6050	9558	12592	每股净资产	8.85	9.97	11.26	12.74
交易性金融资产	4407	4407	4407	4407	<b>估值比率</b>				
应收票据及应收账款	2124	2436	2674	2914	PE	21.82	18.93	16.45	14.28
预付款项	303	263	277	342	PB	3.11	2.76	2.44	2.16
存货	4528	4602	4962	5531	<b>现金流量表</b>				
<b>流动资产合计</b>	<b>15856</b>	<b>18738</b>	<b>22932</b>	<b>26926</b>	净利润	1653	1955	2237	2564
固定资产	1573	1790	1984	2156	折旧和摊销	2148	1871	1957	1321
在建工程	229	279	249	219	营运资本变动	313	-219	563	465
无形资产	483	497	509	519	其他	108	203	154	149
<b>非流动资产合计</b>	<b>12119</b>	<b>11094</b>	<b>10102</b>	<b>9746</b>	<b>经营活动现金流净额</b>	<b>4221</b>	<b>3811</b>	<b>4911</b>	<b>4499</b>
<b>资产总计</b>	<b>27975</b>	<b>29831</b>	<b>33034</b>	<b>36672</b>	资本开支	-616	-589	-680	-678
短期借款	30	30	30	30	其他	-2992	-220	-183	-170
应付票据及应付账款	9492	9521	10713	11990	<b>投资活动现金流净额</b>	<b>-3609</b>	<b>-808</b>	<b>-863</b>	<b>-848</b>
其他流动负债	3076	3246	3386	3620	股权融资	6	0	0	0
<b>流动负债合计</b>	<b>12598</b>	<b>12797</b>	<b>14130</b>	<b>15640</b>	债务融资	-145	30	100	100
其他	3983	4082	4182	4282	其他	-781	-562	-639	-717
<b>非流动负债合计</b>	<b>3983</b>	<b>4082</b>	<b>4182</b>	<b>4282</b>	<b>筹资活动现金流净额</b>	<b>-920</b>	<b>-532</b>	<b>-539</b>	<b>-617</b>
<b>负债合计</b>	<b>16581</b>	<b>16879</b>	<b>18312</b>	<b>19922</b>	<b>现金及现金等价物净增加额</b>	<b>-308</b>	<b>2471</b>	<b>3508</b>	<b>3034</b>
股本	1212	1212	1212	1212					
资本公积金	3651	3651	3651	3651					
未分配利润	5367	6459	7716	9165					
少数股东权益	668	860	1070	1298					
其他	496	770	1074	1424					
<b>所有者权益合计</b>	<b>11394</b>	<b>12952</b>	<b>14723</b>	<b>16750</b>					
<b>负债和所有者权益总计</b>	<b>27975</b>	<b>29831</b>	<b>33034</b>	<b>36672</b>					

资料来源：公司公告，中邮证券研究所

## 中邮证券投资评级说明

投资评级标准	类型	评级	说明
报告中投资建议的评级标准： 报告发布日后的 6 个月内的相对市场表现，即报告发布日后的 6 个月内的公司股价（或行业指数、可转债价格）的涨跌幅相对同期相关证券市场基准指数的涨跌幅。 市场基准指数的选取：A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指为基准；可转债市场以中信标普可转债指数为基准；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	预期个股相对同期基准指数涨幅在 20%以上
		增持	预期个股相对同期基准指数涨幅在 10%与 20%之间
		中性	预期个股相对同期基准指数涨幅在-10%与 10%之间
		回避	预期个股相对同期基准指数涨幅在-10%以下
	行业评级	强于大市	预期行业相对同期基准指数涨幅在 10%以上
		中性	预期行业相对同期基准指数涨幅在-10%与 10%之间
		弱于大市	预期行业相对同期基准指数涨幅在-10%以下
	可转债评级	推荐	预期可转债相对同期基准指数涨幅在 10%以上
		谨慎推荐	预期可转债相对同期基准指数涨幅在 5%与 10%之间
		中性	预期可转债相对同期基准指数涨幅在-5%与 5%之间
		回避	预期可转债相对同期基准指数涨幅在-5%以下

## 分析师声明

撰写此报告的分析师（一人或多人）承诺本机构、本人以及财产利害关系人与所评价或推荐的证券无利害关系。

本报告所采用的数据均来自我们认为可靠的目前已公开的信息，并通过独立判断并得出结论，力求独立、客观、公平，报告结论不受本公司其他部门和人员以及证券发行人、上市公司、基金公司、证券资产管理公司、特定客户等利益相关方的干涉和影响，特此声明。

## 免责声明

中邮证券有限责任公司（以下简称“中邮证券”）具备经中国证监会批准的开展证券投资咨询业务的资格。

本报告信息均来源于公开资料或者我们认为可靠的资料，我们力求但不保证这些信息的准确性和完整性。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价，中邮证券不对因使用本报告的内容而导致的损失承担任何责任。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。

中邮证券可发出其它与本报告所载信息不一致或有不同结论的报告。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且不予通告。

中邮证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的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者计划提供投资银行、财务顾问或者其他金融产品等相关服务。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供中邮证券客户中的专业投资者使用，若您非中邮证券客户中的专业投资者，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司不会因接收人收到、阅读或关注本报告中的内容而视其为专业投资者。

本报告版权归中邮证券所有，未经书面许可，任何机构或个人不得存在对本报告以任何形式进行翻版、修改、节选、复制、发布，或对本报告进行改编、汇编等侵犯知识产权的行为，亦不得存在其他有损中邮证券商业性权益的任何情形。如经中邮证券授权后引用发布，需注明出处为中邮证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节或修改。

中邮证券对于本申明具有最终解释权。

---

## 公司简介

---

中邮证券有限责任公司，2002年9月经中国证券监督管理委员会批准设立，注册资本50.6亿元人民币。中邮证券是中国邮政集团有限公司绝对控股的证券类金融子公司。

公司经营范围包括：证券经纪；证券自营；证券投资咨询；证券资产管理；融资融券；证券投资基金销售；证券承销与保荐；代理销售金融产品；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问。此外，公司还具有：证券经纪人业务资格；企业债券主承销资格；沪港通；深港通；利率互换；投资管理人受托管理保险资金；全国银行间同业拆借；作为主办券商在全国中小企业股份转让系统从事经纪、做市、推荐业务资格等业务资格。

公司目前已经在北京、陕西、深圳、山东、江苏、四川、江西、湖北、湖南、福建、辽宁、吉林、黑龙江、广东、浙江、贵州、新疆、河南、山西、上海、云南、内蒙古、重庆、天津、河北等地设有分支机构，全国多家分支机构正在建设中。

中邮证券紧紧依托中国邮政集团有限公司雄厚的实力，坚持诚信经营，践行普惠服务，为社会大众提供全方位专业化的证券投、融资服务，帮助客户实现价值增长，努力成为客户认同、社会尊重、股东满意、员工自豪的优秀企业。

---

## 中邮证券研究所

---

### 北京

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com

地址：北京市东城区前门街道珠市口东大街17号

邮编：100050

### 上海

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com

地址：上海市虹口区东大名路1080号邮储银行大厦3楼

邮编：200000

### 深圳

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com

地址：深圳市福田区滨河大道9023号国通大厦二楼

邮编：518048