

2025年05月14日

**买入（维持）**

报告原因：业绩点评

**证券分析师**

杜永宏 S0630522040001

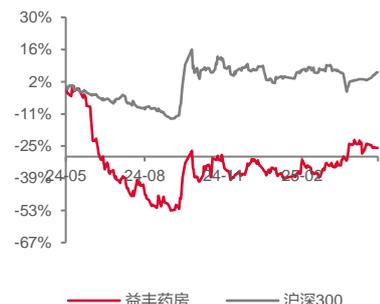
dyh@longone.com.cn

**证券分析师**

赖菲虹 S0630525050001

lfhong@longone.com.cn

数据日期	2025/05/13
收盘价	27.77
总股本(万股)	121,242
流通A股/B股(万股)	121,219/0
资产负债率(%)	57.20%
市净率(倍)	2.83
净资产收益率(加权)	4.02
12个月内最高/最低价	46.88/17.56

**相关研究**

《益丰药房（603939）：业绩增长稳健，盈利维持较高水平——公司简评报告》2024.11.01

《益丰药房（603939）：业绩稳健增长，门店稳步扩张——公司简评报告》2024.09.04

《益丰药房（603939）：区域聚焦稳健扩张，2024Q1业绩向好——公司简评报告》2024.05.08

# 益丰药房（603939）：精细化管理成效显著，业绩增长稳健

——公司简评报告

**投资要点**

- 业绩增长稳健，公司精细化管理能力凸显。**公司2024年实现营业收入240.62亿元（同比+6.53%），归母净利润15.29亿元（同比+8.26%），扣非归母净利润14.97亿元（同比+9.96%）；2025年Q1实现营业收入60.09亿元（同比+0.64%，环比-12.19%），归母净利润4.49亿元（同比+10.51%，环比+7.51%），扣非归母净利润4.38亿元（同比+9.65%，环比+8.08%）。公司业绩增长稳健，在行业经营普遍承压的情况下，彰显了公司强大的精细化管理能力。
- 加盟及分销业务双位数增长，O2O业务高速发展。**拆分业务板块，公司2024年零售业务实现营收211.88亿元（同比+4.97%），加盟及分销实现营收21.07亿元（同比+11.34%）；中西成药实现营收180.45亿元（同比+5.56%），中药实现营收23.13亿元（同比+6.09%），非药品实现营收29.37亿元（同比+4.80%）。2024年线上业务实现营收21.27亿元，其中O2O贡献17.21亿元，同比增长23.02%。公司O2O直营门店已超1万家，24小时配送营业门店超600家，新零售业务配送效率、订单满足率以及人效、品效等经营指标均持续提升。
- 毛利率持续提升，经营指标基本稳定。**公司2024年-2025年Q1分别实现毛利率40.12%、39.64%（同比+1.91pct、+0.39pct），净利率6.87%、8.21%（同比-0.13pct、+0.74pct）；拆分各产品毛利率，中西成药为35.89%（同比+1.09pct），中药为48.40%（同比+1.27pct）、非药品为45.68%（同比+3.14pct），各品类毛利率均有提升。费用率方面，公司销售/管理/财务费用率2024年分别为25.68%、4.50%、0.72%，同比+1.39pct、+0.24pct、+0.34pct；各项经营指标基本保持稳定。
- 扩张节奏稳健，降本增效持续推进。**公司持续贯彻“区域聚焦、稳健扩张”的发展战略，截止2024年报告期末，门店总数为14,684家（含加盟店3,812家），较上期末净增门店1,434家，同比增长10.82%，增速有所放缓（2022-2023年门店净增数量分别为2,459家、2,982家，同比增长31.49%、29.04%）。2024年公司新增门店总数2,512家，其中自建1,305家、并购381家、新增加盟826家，关闭门店数量为1,078家，主要是顺应行业去产能趋势，对亏损和效益下降的门店进行关停和降租控费。同时公司根据门店客流和线上订单对人员进行精准调配，以期实现人员成本的降低。随着门店结构调整告一段落，预计后续公司将一方面保持良好的门店扩张节奏，同步推进跨省布局+区域重点渗透；另一方面深入挖掘重点区域的盈利能力，实现同店收入和利润率水平的稳步提升。
- 加强处方外流纵深布局+实现多品类横向扩张经营。**公司积极承接外流处方，积极引进国家医保谈判品种，截至2024年报告期末拥有院边店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。除持续加强专业化服务优势外，公司将力求抓住《促进健康消费专项行动方案》带来的机遇，扩充功能性和非功能性食品/日用品等，丰富门店产品结构，在提高门店客流量的同时实现人力成本和门店租金的摊薄。
- 投资建议：**公司是精细化管理的连锁药店龙头，考虑到行业政策等多因素的影响，我们适当下调公司2025/2026年盈利预测，新增2027年盈利预测，预计公司2025-2027年归母净利润分别为17.55/19.92/22.45亿元（原预测：21.29/25.84亿元），EPS分别为1.45/1.64/1.85元。维持“买入”评级。

- 风险提示：行业竞争加剧的风险；门店扩张不及预期风险；行业政策带来的不确定性风险等。

#### 盈利预测与估值简表

	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入	24,062.15	26,497.63	29,136.06	31,957.14
增长率 (%)	6.53%	10.12%	9.96%	9.68%
归母净利润	1,528.58	1,755.39	1,992.13	2,245.08
增长率 (%)	8.26%	14.84%	13.49%	12.70%
EPS (元/股)	1.26	1.45	1.64	1.85
市盈率 (P/E)	22.03	19.18	16.90	15.00
市净率 (P/B)	3.14	2.91	2.68	2.47

资料来源：携宁，东海证券研究所（截止至2025年05月13日收盘）

## 附录：三大报表预测值

### 利润表

单位：百万元	2024A	2025E	20256E	2027E
营业总收入	24,062	26,498	29,136	31,957
%同比增速	7%	10%	10%	10%
营业成本	14,408	16,002	17,696	19,548
毛利	9,654	10,495	11,440	12,409
%营业收入	40%	40%	39%	39%
税金及附加	95	105	116	127
%营业收入	0%	0%	0%	0%
销售费用	6,179	6,783	7,313	7,845
%营业收入	26%	26%	25%	25%
管理费用	1,083	1,192	1,282	1,374
%营业收入	5%	5%	4%	4%
研发费用	34	37	41	45
%营业收入	0%	0%	0%	0%
财务费用	174	26	15	0
%营业收入	1%	0%	0%	0%
资产减值损失	-102	0	0	0
信用减值损失	2	0	0	0
其他收益	58	64	70	77
投资收益	108	119	131	144
净敞口套期收益	0	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0
资产处置收益	50	55	60	66
营业利润	2,204	2,588	2,934	3,304
%营业收入	9%	10%	10%	10%
营业外收支	-21	-22	-22	-22
利润总额	2,182	2,566	2,912	3,282
%营业收入	9%	10%	10%	10%
所得税费用	530	616	699	788
净利润	1,653	1,950	2,213	2,495
%同比增速	5%	18%	13%	13%
归属于母公司的净利润	1,529	1,755	1,992	2,245
%营业收入	6%	7%	7%	7%
少数股东损益	124	195	221	249
EPS (元/股)	1.26	1.45	1.64	1.85

### 基本指标

	2024A	2025E	2026E	2027E
EPS	1.26	1.45	1.64	1.85
BVPS	8.85	9.56	10.35	11.25
PE	22.03	19.18	16.90	15.00
PEG	2.67	1.29	1.25	1.18
PB	3.14	2.91	2.68	2.47
EV/EBITDA	7.06	10.84	10.20	8.82
ROE	14%	15%	16%	16%
ROIC	10%	11%	12%	12%

### 资产负债表

单位：百万元	2024A	2025E	20256E	2027E
货币资金	3,579	4,485	5,602	6,883
交易性金融资产	4,407	4,607	4,907	5,307
应收账款及应收票据	2,124	2,355	2,549	2,752
存货	4,528	4,890	5,260	5,593
预付账款	303	320	354	391
其他流动资产	915	974	1,054	1,139
流动资产合计	15,856	17,631	19,726	22,065
长期股权投资	0	0	0	0
投资性房地产	0	0	0	0
固定资产合计	1,573	1,649	1,627	1,551
无形资产	483	469	454	438
商誉	4,769	4,969	5,169	5,369
递延所得税资产	149	149	149	149
其他非流动资产	5,146	5,144	5,217	5,319
资产总计	27,975	30,011	32,342	34,890
短期借款	30	30	30	30
应付票据及应付账款	9,492	10,224	11,060	11,946
预收账款	23	26	29	32
应付职工薪酬	494	560	619	684
应交税费	308	344	379	415
其他流动负债	2,251	2,296	2,408	2,529
流动负债合计	12,598	13,481	14,525	15,636
长期借款	0	0	0	0
应付债券	1,601	1,601	1,601	1,601
递延所得税负债	15	14	14	14
其他非流动负债	2,366	2,466	2,566	2,666
负债合计	16,581	17,563	18,707	19,918
归属于母公司的所有者权益	10,726	11,585	12,550	13,638
少数股东权益	668	863	1,084	1,334
股东权益	11,394	12,448	13,635	14,972
负债及股东权益	27,975	30,011	32,342	34,890

### 现金流量表

单位：百万元	2024A	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流净额	4,221	2,750	2,846	3,225
投资	-248	-320	-420	-520
资本性支出	-616	-447	-432	-426
其他	-2,745	-132	131	144
投资活动现金流净额	-3,609	-899	-721	-802
债权融资	-145	30	100	100
股权融资	6	0	0	0
支付股利及利息	-951	-985	-1,109	-1,241
其他	171	9	0	0
筹资活动现金流净额	-920	-945	-1,009	-1,141
现金净流量	-308	906	1,117	1,281

资料来源：携宁，东海证券研究所（截止至 2025 年 05 月 13 日收盘）

## 一、评级说明

	评级	说明
市场指数评级	看多	未来 6 个月内上证综指上升幅度达到或超过 20%
	看平	未来 6 个月内上证综指波动幅度在-20%—20%之间
	看空	未来 6 个月内上证综指下跌幅度达到或超过 20%
行业指数评级	超配	未来 6 个月内行业指数相对强于上证指数达到或超过 10%
	标配	未来 6 个月内行业指数相对上证指数在-10%—10%之间
	低配	未来 6 个月内行业指数相对弱于上证指数达到或超过 10%
公司股票评级	买入	未来 6 个月内股价相对强于上证指数达到或超过 15%
	增持	未来 6 个月内股价相对强于上证指数在 5%—15%之间
	中性	未来 6 个月内股价相对上证指数在-5%—5%之间
	减持	未来 6 个月内股价相对弱于上证指数 5%—15%之间
	卖出	未来 6 个月内股价相对弱于上证指数达到或超过 15%

## 二、分析师声明:

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师,具备专业胜任能力,保证以专业严谨的研究方法和分析逻辑,采用合法合规的数据信息,审慎提出研究结论,独立、客观地出具本报告。

本报告中准确反映了署名分析师的个人研究观点和结论,不受任何第三方的授意或影响,其薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来,均与其在本报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

署名分析师本人及直系亲属与本报告中涉及的内容不存在任何利益关系。

## 三、免责声明:

本报告基于本公司研究所及研究人员认为合法合规的公开资料或实地调研的资料,但对这些信息的真实性、准确性和完整性不做任何保证。本报告仅反映研究人员个人出具本报告当时的分析和判断,并不代表东海证券股份有限公司,或任何其附属或联营公司的立场,本公司可能发表其他与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告可能因时间等因素的变化而变化从而导致与事实不完全一致,敬请关注本公司就同一主题所出具的相关后续研究报告及评论文章。在法律允许的情况下,本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易,并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告仅供“东海证券股份有限公司”客户、员工及经本公司许可的机构与个人阅读和参考。在任何情况下,本报告中的信息和意见均不构成对任何机构和个人的投资建议,任何形式的保证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,本公司亦不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。本公司客户如有任何疑问应当咨询独立财务顾问并独自进行投资判断。

本报告版权归“东海证券股份有限公司”所有,未经本公司书面授权,任何人不得对本报告进行任何形式的翻版、复制、刊登、发表或者引用。

## 四、资质声明:

东海证券股份有限公司是经中国证监会核准的合法证券经营机构,已经具备证券投资咨询业务资格。我们欢迎社会监督并提醒广大投资者,参与证券相关活动应当审慎选择具有相当资质的证券经营机构,注意防范非法证券活动。

### 上海 东海证券研究所

地址:上海市浦东新区东方路1928号 东海证券大厦  
 网址: [Http://www.longone.com.cn](http://www.longone.com.cn)  
 电话:(8621) 20333619  
 传真:(8621) 50585608  
 邮编:200215

### 北京 东海证券研究所

地址:北京市西三环北路87号国际财经中心D座15F  
 网址: [Http://www.longone.com.cn](http://www.longone.com.cn)  
 电话:(8610) 59707105  
 传真:(8610) 59707100  
 邮编:100089