

益丰药房 (603939.SH)

业绩韧性凸显，利润拐点可期

公司发布 2024 年报和 2025 年一季报：2024 年实现了营业收入 240.62 亿元、归母净利润 15.29 亿元、扣非归母净利润 14.97 亿元，同比分别增长 6.53%、8.26%、9.96%。其中 2024 年 Q4 实现营业收入 68.43 亿元、归母净利润 4.18 亿元、扣非归母净利润 4.05 亿元，同比分别增长 2.14%、1.28%、2.49%。2025 年 Q1 实现营业收入 60.09 亿元、归母净利润 4.49 亿元、扣非归母净利润 4.38 亿元，同比分别增长 0.64%、10.51%、9.65%。

□行业环境+关店压力下业绩仍有韧性，提质增效下利润率有望改善，加大分红力度提升股东回报。2024 年受宏观环境、监管趋严等多方面影响，零售药房行业整体承压、竞争力较弱的中小连锁加速出清。公司 2024 年主动关闭门店 1078 家（下半年居多）、对收入同比增长带来短期影响，但整体仍有韧性。随着公司持续推进数字化转型与供应链、门店成本优化，叠加亏损门店关闭带来的利润，预计 2025 年规模效应释放将驱动盈利质量改善。2024 年度（含中期分红）公司共计派发现金红利 7.88 亿元，占归母净利润比例提升至 51.56%，提高股东回报。

□专业化门店网络健全，中西成药收入占比继续提升。公司坚持“区域聚焦，稳健扩张”的发展战略，深耕中南华东华北市场，2024 年新增门店 2512 家（自建 1305 家、并购 381 家、加盟 826 家）。截至 2025 一季报，公司门店总数 1.47 万家（含加盟店 3880 家）。其中专业化门店方面，截至 2024 年年报，公司拥有院边店 688 家、DTP 专业药房 318 家，其中双通道门店 259 家，开通门诊统筹医保药房 4600+家，经营国家集采品种超 2800 个 SKU，并与近 200 家专业处方药供应商建立深度合作。依托统筹医保接入与电子处方流转平台升级，公司 2024 年全年中西成药收入达 180.45 亿元，占总营收比重 77.46%，同比提升 0.06 个百分点，处方外流承接效应持续显现。

□积极拥抱线上新零售：公司线上业务收入 21.27 亿元（含税），其中 O2O 贡献 17.21 亿元，B2C 贡献 4.06 亿元，O2O 多渠道多平台上线直营门店超过 10,000 家，累计会员人数达 1.04 亿，会员销售占比为 82.03%。

□投资建议与盈利预测：我们认为零售药房行业集中度提升处方外流两大趋势不变，在具备挑战的外部环境之下龙头优势将会放大，同时提质增效加速利润释放，维持“增持”评级。预计 2025-2027 年实现归母净利润 17.59/20.25/22.97 亿元，对应 PE19/16/14x。

□风险提示：政策变化、竞争加剧、需求波动、处方外流不及预期等影响。

财务数据与估值

会计年度	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业总收入(百万元)	22588	24062	26468	29115	32027
同比增长	14%	7%	10%	10%	10%
营业利润(百万元)	2055	2204	2559	2945	3340
同比增长	9%	7%	16%	15%	13%
归母净利润(百万元)	1412	1529	1759	2025	2297
同比增长	12%	8%	15%	15%	13%
每股收益(元)	1.16	1.26	1.45	1.67	1.89
PE	23.5	21.7	18.8	16.4	14.4
PB	3.4	3.1	2.8	2.6	2.3

资料来源：公司数据、招商证券

增持（维持）

消费品/生物医药

目标估值：NA

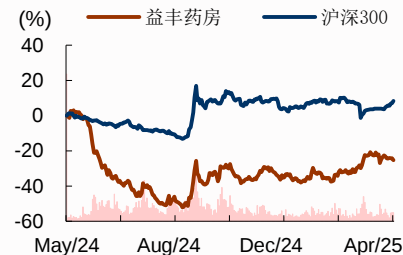
当前股价：27.35 元

基础数据

总股本（百万股）	1212
已上市流通股（百万股）	1212
总市值（十亿元）	33.2
流通市值（十亿元）	33.2
每股净资产（MRQ）	9.2
ROE（TTM）	14.0
资产负债率	57.2%
主要股东	香港中央结算有限公司
主要股东持股比例	22.5%

股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	-3	7	-27
相对表现	-8	9	-35



资料来源：公司数据、招商证券

相关报告

- 1、《益丰药房（603939）—业绩稳健增长，盈利能力维持行业领先》2024-11-10
- 2、《益丰药房（603939）—利润增长亮眼，毛利率进一步提升》2024-09-03
- 3、《益丰药房（603939）—高基数下仍稳健增长，扩张+统筹利好共驱动》2024-05-14

梁广楷 S1090524010001

✉ lianguangkai@cmschina.com.cn

许菲菲 S1090520040003

✉ xufeifei@cmschina.com.cn

方秋实 S1090523040003

✉ fangqiushi@cmschina.com.cn

附：财务预测表

资产负债表

单位：百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
流动资产	12129	15856	17465	20543	23844
现金	3566	3579	4283	6454	8754
交易性投资	1631	4407	4407	4407	4407
应收票据	0	0	0	0	0
应收款项	2138	2124	2382	2620	2882
其它应收款	449	478	526	578	636
存货	3808	4528	5049	5582	6170
其他	538	740	819	902	995
非流动资产	12008	12119	11498	10954	10476
长期股权投资	6	0	0	0	0
固定资产	1524	1573	1546	1523	1503
无形资产商誉	5085	5255	4730	4257	3831
其他	5393	5291	5223	5174	5141
资产总计	24137	27975	28963	31497	34320
流动负债	11269	12598	12472	13696	15048
短期借款	0	30	50	50	50
应付账款	8171	9492	10585	11701	12934
预收账款	96	153	171	189	208
其他	3002	2923	1667	1757	1855
长期负债	2420	3983	3983	3983	3983
长期借款	134	0	0	0	0
其他	2286	3983	3983	3983	3983
负债合计	13689	16581	16455	17679	19031
股本	1011	1212	1212	1212	1212
资本公积金	3800	3868	3868	3868	3868
留存收益	4994	5645	6616	7762	9046
少数股东权益	643	668	811	975	1162
归属于母公司所有者权益	9804	10726	11697	12842	14127
负债及权益合计	24137	27975	28963	31497	34320

现金流量表

单位：百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	4624	4221	2978	3169	3414
净利润	1581	1653	1902	2190	2484
折旧摊销	401	537	871	794	728
财务费用	161	174	27	(24)	(42)
投资收益	(42)	(108)	(108)	(108)	(108)
营运资金变动	2544	1978	286	317	351
其它	(21)	(13)	0	0	0
投资活动现金流	(2980)	(3609)	(142)	(142)	(142)
资本支出	(740)	(683)	(250)	(250)	(250)
其他投资	(2240)	(2926)	108	108	108
筹资活动现金流	(2093)	(920)	(2132)	(856)	(971)
借款变动	(2062)	(1916)	(1317)	0	0
普通股增加	289	202	0	0	0
资本公积增加	(199)	68	0	0	0
股利分配	(289)	(808)	(788)	(880)	(1013)
其他	168	1534	(27)	24	42
现金净增加额	(450)	(308)	704	2171	2301

资料来源：公司数据、招商证券

利润表

单位：百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业总收入	22588	24062	26468	29115	32027
营业成本	13958	14408	16066	17760	19632
营业税金及附加	89	95	105	116	127
营业费用	5487	6179	6723	7279	7847
管理费用	962	1083	1059	1106	1185
研发费用	34	34	37	41	45
财务费用	86	174	27	(24)	(42)
资产减值损失	(35)	(50)	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
其他收益	76	58	58	58	58
投资收益	42	108	50	50	50
营业利润	2055	2204	2559	2945	3340
营业外收入	13	13	13	13	13
营业外支出	30	34	34	34	34
利润总额	2038	2182	2537	2923	3319
所得税	457	530	635	734	835
少数股东损益	169	124	143	165	187
归属于母公司净利润	1412	1529	1759	2025	2297

主要财务比率

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
年成长率					
营业总收入	14%	7%	10%	10%	10%
营业利润	9%	7%	16%	15%	13%
归母净利润	12%	8%	15%	15%	13%
获利能力					
毛利率	38.2%	40.1%	39.3%	39.0%	38.7%
净利率	6.3%	6.4%	6.6%	7.0%	7.2%
ROE	15.4%	14.9%	15.7%	16.5%	17.0%
ROIC	14.6%	14.3%	15.2%	16.5%	16.8%
偿债能力					
资产负债率	56.7%	59.3%	56.8%	56.1%	55.5%
净负债比率	6.6%	4.9%	0.2%	0.2%	0.1%
流动比率	1.1	1.3	1.4	1.5	1.6
速动比率	0.7	0.9	1.0	1.1	1.2
营运能力					
总资产周转率	1.0	0.9	0.9	1.0	1.0
存货周转率	3.8	3.5	3.4	3.3	3.3
应收账款周转率	11.3	11.3	11.7	11.6	11.6
应付账款周转率	1.9	1.6	1.6	1.6	1.6
每股资料(元)					
EPS	1.16	1.26	1.45	1.67	1.89
每股经营净现金	3.81	3.48	2.46	2.61	2.82
每股净资产	8.09	8.85	9.65	10.59	11.65
每股股利	0.42	0.65	0.73	0.84	0.95
估值比率					
PE	23.5	21.7	18.8	16.4	14.4
PB	3.4	3.1	2.8	2.6	2.3
EV/EBITDA	19.8	17.6	13.3	12.4	11.5

分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

评级说明

报告中所涉及的投资评级采用相对评级体系，基于报告发布日后 6-12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期当地市场基准指数的市场表现预期。其中，A 股市场以沪深 300 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 指数为基准。具体标准如下：

股票评级

强烈推荐：预期公司股价涨幅超越基准指数 20%以上

增持：预期公司股价涨幅超越基准指数 5-20%之间

中性：预期公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间

减持：预期公司股价表现弱于基准指数 5%以上

行业评级

推荐：行业基本面向好，预期行业指数超越基准指数

中性：行业基本面稳定，预期行业指数跟随基准指数

回避：行业基本面转弱，预期行业指数弱于基准指数

重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。