

益丰药房(603939)

报告日期: 2025年05月15日

## 2025年净利率有望恢复

### ——益丰药房 2024 年报及 2025 年一季报点评报告

#### 投资要点

公司 2024 年收入 240.62 亿元, 同比增长 6.53%; 归母净利润 15.29 亿元, 同比增长 8.26%; 扣非归母净利润 14.97 亿元, 同比增长 9.96%。其中 Q4 公司收入 68.43 亿元, 同比增长 2.14%; 归母净利润 4.18 亿元, 同比增长 1.28%; 扣非归母净利润 4.05 亿元, 同比增长 2.49%。2024 年行业出清加速下, 公司依托精细化管理优势仍有较稳健的收入利润增长。2025 年 Q1 公司收入 60.09 亿元, 同比增长 0.64%; 归母净利润 4.49 亿元, 同比增长 10.51%; 扣非归母净利润 4.38 亿元, 同比增长 9.65%。2025 年 Q1 公司净利率环比显著恢复, 我们认为, 随着公司大幅的门店调整阶段性完成, 公司 2025 年净利率有望提升。

#### □ 成长性: 门店数量增长持续, 有望拉动收入长期增长

(1) 门店扩张稳健, 有望带来收入长期高增长。2024 年, 公司新增门店 2512 家 (前三季度新增 2254 家), 其中自建门店 1305 家, 并购 381 家, 加盟 826 家, 关闭门店 1078 家; 截至 2024 年公司门店总数 14684 (含加盟店 3812 家), 截至 2024 年前三季度 15050 家, 四季度关店加速, 门店数量减少。2025 年 Q1, 公司新增门店 94 家, 其中, 自建门店 26 家, 加盟店 68 家, 关闭门店 84 家, 相比 2024 年末净增门店 10 家, 一季度门店净增加数量环比提升, 关店有所放缓。我们认为, 2024 年公司快速关店应对行业变化, 2025 年门店关店同比或有放缓趋势, 有望拉动收入和利润增长。(2) 医保资质覆盖广泛, 助力处方外流。截至 2024 年, 公司 10872 家直营连锁门店中, 已取得各类“医疗保险定点零售药店”资格的门店 10300 家, 占公司直营门店总数的 94.74%。我们认为, 随着医保资质的广泛覆盖, 公司将更好地把握处方外流的市场机遇, 从而带动收入的增长。

#### □ 盈利能力: 2025 年净利率有望提升

(1) 产品精细化管理优势凸显, 毛利率有望维持行业较高水平。2024 年公司毛利率为 40.12%, 同比提升 1.9pct, 其中中西成药/中药/非药品毛利率为 35.9%/48.4%/45.7%, 分别同比提升 1.1pct/1.3pct/3.1pct; 2025 年 Q1 公司毛利率为 39.64%, 同比提升 0.4pct。尽管行业竞争加剧, 公司毛利率仍保持上升趋势, 显示出公司在产品管理上的精细化优势。我们认为, 公司精细化管理能力有望有效对冲行业毛利率下降影响, 公司零售毛利率将保持行业较高水平;(2) 2025 年 Q1 闭店环比放缓, 2025 年净利率有望提升。2024 年公司净利率为 6.87%, 同比下降 0.13pct, 关店加速下费用率提升, 净利率下降; 2025 年 Q1 净利率为 8.21%, 同比提升 0.74pct, 净利率同比环比均有提升。我们认为, 2024 年阶段性门店大幅调整有利于提升经营质量, 2025 年 Q1 公司关店放缓下, 净利率同比环比均有提升, 2025 年净利率恢复可期。

#### □ 盈利预测及估值

我们预计, 公司 2025-2027 年营业总收入分别为 269.20/308.34/340.79 亿元, 分别增长 11.88%、14.54%、10.53%; 归母净利润分别为 17.58/20.92/23.33 亿元, 分别同比增长 15.00%、19.00%、11.53%; 对应 EPS 为 1.45/1.73/1.92 元, 对应 2025 年 19 倍 PE, 维持“增持”评级。

#### □ 风险提示

行业竞争加剧的风险; 政策变动的风险; 需求波动的风险。

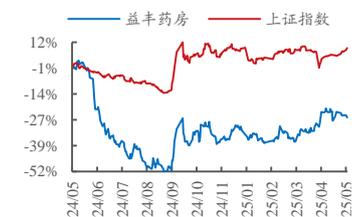
#### 投资评级: 增持(维持)

分析师: 司清蕊  
 执业证书号: S1230523080006  
 siqingrui@stocke.com.cn

#### 基本数据

收盘价	¥27.35
总市值(百万元)	33,159.60
总股本(百万股)	1,212.42

#### 股票走势图



#### 相关报告

- 《利润正增长, 净利率有望维持较高水平》2024.11.03
- 《利润正增长, 全年更稳健》2024.09.10
- 《利润高速增长有望持续》2024.05.05

## 财务摘要

(百万元)	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入	24062.15	26919.75	30833.90	34079.44
(+/-)(%)	6.53%	11.88%	14.54%	10.53%
归母净利润	1528.58	1757.93	2091.88	2333.14
(+/-)(%)	8.26%	15.00%	19.00%	11.53%
每股收益(元)	1.26	1.45	1.73	1.92
P/E	22	19	16	14

资料来源: wind, 浙商证券研究所

## 表附录：三大报表预测值

### 资产负债表

(百万元)	2024	2025E	2026E	2027E
<b>流动资产</b>	15856	17332	21661	25751
现金	3579	5911	8540	12033
交易性金融资产	4407	3019	3713	3366
应收账款	2124	2361	2584	2705
其它应收款	478	546	617	683
预付账款	303	269	296	365
存货	4528	4789	5474	6162
其他	437	437	437	437
<b>非流动资产</b>	12119	12012	12099	12173
金融资产类	0	0	0	0
长期投资	0	0	0	0
固定资产	1573	1500	1427	1355
无形资产	483	484	464	451
在建工程	229	231	241	257
其他	9834	9797	9967	10110
<b>资产总计</b>	27975	29343	33760	37924
<b>流动负债</b>	12598	12986	14818	16086
短期借款	30	0	0	0
应付款项	9492	9685	11309	12415
预收账款	23	18	24	27
其他	3053	3284	3485	3645
<b>非流动负债</b>	3983	3010	3287	3622
长期借款	0	0	0	0
其他	3983	3010	3287	3622
<b>负债合计</b>	16581	15996	18105	19709
少数股东权益	668	860	1075	1303
归属母公司股东权益	10726	12487	14579	16912
<b>负债和股东权益</b>	27975	29343	33760	37924

### 现金流量表

(百万元)	2024	2025E	2026E	2027E
<b>经营活动现金流</b>	4221	2429	3653	3470
净利润	1653	1950	2308	2561
折旧摊销	537	409	440	464
财务费用	174	96	44	18
投资损失	(108)	(52)	(68)	(76)
营运资金变动	1202	12	1357	895
其它	764	15	(428)	(391)
<b>投资活动现金流</b>	(3609)	1069	(1183)	(171)
资本支出	(102)	(110)	(130)	(150)
长期投资	6	0	0	0
其他	(3512)	1179	(1053)	(21)
<b>筹资活动现金流</b>	(920)	(1167)	159	194
短期借款	30	(30)	0	0
长期借款	(134)	0	0	0
其他	(817)	(1137)	159	194
<b>现金净增加额</b>	(308)	2332	2629	3493

### 利润表

(百万元)	2024	2025E	2026E	2027E
<b>营业收入</b>	24062	26920	30834	34079
营业成本	14408	16184	18598	20439
营业税金及附加	95	107	122	135
营业费用	6179	6728	7629	8555
管理费用	1083	1195	1347	1489
研发费用	34	38	43	48
财务费用	174	96	44	18
资产减值损失	100	112	128	142
公允价值变动损益	0	0	0	0
投资净收益	108	52	68	76
其他经营收益	108	104	106	105
<b>营业利润</b>	2204	2615	3095	3433
营业外收支	(21)	(16)	(18)	(18)
<b>利润总额</b>	2182	2600	3077	3415
所得税	530	650	769	854
<b>净利润</b>	1653	1950	2308	2561
少数股东损益	124	192	216	228
<b>归属母公司净利润</b>	1529	1758	2092	2333
EBITDA	2672	3079	3530	3857
EPS (最新摊薄)	1.26	1.45	1.73	1.92

### 主要财务比率

	2024	2025E	2026E	2027E
<b>成长能力</b>				
营业收入	6.53%	11.88%	14.54%	10.53%
营业利润	7.25%	18.67%	18.33%	10.93%
归属母公司净利润	8.26%	15.00%	19.00%	11.53%
<b>获利能力</b>				
毛利率	40.12%	39.88%	39.68%	40.02%
净利率	6.87%	7.24%	7.48%	7.52%
ROE	14.00%	14.21%	14.43%	13.78%
ROIC	11.23%	12.33%	12.55%	12.19%
<b>偿债能力</b>				
资产负债率	59.27%	54.51%	53.63%	51.97%
净负债比率	8.25%	8.49%	7.65%	6.90%
流动比率	1.26	1.33	1.46	1.60
速动比率	0.90	0.97	1.09	1.22
<b>营运能力</b>				
总资产周转率	0.92	0.94	0.98	0.95
应收账款周转率	11.29	11.71	11.64	11.53
应付账款周转率	7.37	7.72	7.74	7.60
<b>每股指标(元)</b>				
每股收益	1.26	1.45	1.73	1.92
每股经营现金	3.48	2.00	3.01	2.86
每股净资产	8.85	10.30	12.02	13.95
<b>估值比率</b>				
P/E	21.69	18.86	15.85	14.21
P/B	3.09	2.66	2.27	1.96
EV/EBITDA	9.59	9.37	7.33	5.97

资料来源: wind, 浙商证券研究所

## 股票投资评级说明

以报告日后的6个月内，证券相对于沪深300指数的涨跌幅为标准，定义如下：

1. 买入：相对于沪深300指数表现 + 20% 以上；
2. 增持：相对于沪深300指数表现 + 10% ~ + 20%；
3. 中性：相对于沪深300指数表现 - 10% ~ + 10% 之间波动；
4. 减持：相对于沪深300指数表现 - 10% 以下。

## 行业的投资评级：

以报告日后的6个月内，行业指数相对于沪深300指数的涨跌幅为标准，定义如下：

1. 看好：行业指数相对于沪深300指数表现 + 10% 以上；
2. 中性：行业指数相对于沪深300指数表现 - 10% ~ + 10% 以上；
3. 看淡：行业指数相对于沪深300指数表现 - 10% 以下。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重。

建议：投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

## 法律声明及风险提示

本报告由浙商证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，经营许可证编号为：Z39833000）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但浙商证券股份有限公司及其关联机构（以下统称“本公司”）对这些信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不发生任何变更。本公司没有将变更的信息和建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告仅供本公司的客户作参考之用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告仅反映报告作者的出具日的观点和判断，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本公司的交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理公司、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的意见或建议不一致的投资决策。

本报告版权均归本公司所有，未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、发布、传播本报告的全部或部分内容。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明本报告发布人和发布日期，并提示使用本报告的风险。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

## 浙商证券研究所

上海总部地址：杨高南路729号陆家嘴世纪金融广场1号楼25层

北京地址：北京市东城区朝阳门北大街8号富华大厦E座4层

深圳地址：广东省深圳市福田区广电金融中心33层

上海总部邮政编码：200127

上海总部电话：(8621)80108518

上海总部传真：(8621)80106010

浙商证券研究所：<https://www.stocke.com.cn>