

稳健扩张，经营质量不断提升

核心观点

- 符合预期，持续正向增长。**2024 年，公司实现营收 240.6 亿元（同比+6.5%），系公司老店同比内生增长，及公司新开门店、同行业并购以及加盟配送业务持续拓展所致；归母净利润 15.3 亿元（同比+8.3%）。2025Q1，公司实现营收 60.1 亿元（同比+0.6%），归母净利润 4.5 亿元（同比+10.5%）。从盈利能力看，2024 年、2025Q1 公司毛利率分别为 40.12%和 39.64%，稍有波动，而净利率分别为 6.87%和 8.21%，小幅提高，主要系公司积极进行降本增效，销售费用率有所下降所致。
- 门店网络进一步优化，零售业务表现稳健。**2024 年，公司全年新增门店 2512 家：自建 1305 家，并购 381 家，加盟 826 家，关闭 1078 家。25Q1，公司新增门店 94 家：自建门店 26 家，加盟店 68 家，关闭门店 84 家。截至 25Q1，公司门店总数 14694 家（含加盟店 3880 家）。分业务来看，24 年公司零售业务实现营收 211.9 亿元（同比+5.0%，占比 88.1%），毛利率为 41.39%（同比+1.8pct），系中西成药毛利率有所提升所致；加盟及分销业务实现营收 21.1 亿元（同比+11.3%，占比为 8.8%），毛利率为 7.88%（同比-1.5pct）。
- 医药新零售体系高效运行，全渠道积极承接处方外流。**2024 年，线上业务全年实现收入 21.27 亿元（含税），其中 O2O 贡献 17.21 亿元，B2C 贡献 4.06 亿元。同时，公司积极探索全渠道承接医院处方外流的新模式。在线下，以院边店为依托，以患者为中心，积极布局 DTP 专业药房、“双通道”医保定点以及特慢病医保和门诊统筹药房，提高处方药和新特药可及性。在线上，公司升级电子处方流转业务，重点构建服务医保及商保患者的医患药险闭环服务体系，目前已对接省市级医保、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。

盈利预测与投资建议

- 根据 2024 年报及 2025 年一季报，我们下调收入预测，上调毛利率、销售费用率、管理费用率预测，调整 25-27 年归母净利润预测分别为 17.48/20.49/22.97（原预测 25-26 年为 19.19/22.63）亿元，根据可比公司给予 25 年 22 倍 PE，对应的目标价为 31.68 元，维持“买入”评级。

风险提示

“四同”和医保支付强监管等政策风险；门店扩张不及预期、商誉占比过高风险；市场竞争加剧风险等。

公司主要财务信息

	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	22,588	24,062	26,748	29,893	33,048
同比增长(%)	13.6%	6.5%	11.2%	11.8%	10.6%
营业利润(百万元)	2,055	2,204	2,584	3,012	3,360
同比增长(%)	9.0%	7.3%	17.3%	16.6%	11.6%
归属母公司净利润(百万元)	1,412	1,529	1,748	2,049	2,297
同比增长(%)	11.9%	8.3%	14.4%	17.2%	12.1%
每股收益(元)	1.16	1.26	1.44	1.69	1.89
毛利率(%)	38.2%	40.1%	40.0%	39.9%	39.8%
净利率(%)	6.3%	6.4%	6.5%	6.9%	7.0%
净资产收益率(%)	15.4%	14.9%	15.2%	15.7%	15.7%
市盈率	22.4	20.7	18.1	15.4	13.8
市净率	3.2	2.9	2.6	2.3	2.0

资料来源：公司数据，东方证券研究所预测，每股收益使用最新股本全面摊薄计算。

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

投资评级 买入（维持）

股价（2025年05月30日）	26.06 元
目标价格	31.68 元
52 周最高价/最低价	37.41/17.37 元
总股本/流通 A 股（万股）	121,242/121,219
A 股市值（百万元）	31,596
国家/地区	中国
行业	医药生物
报告发布日期	2025 年 06 月 03 日

股价表现

	1 周	1 月	3 月	12 月
绝对表现%	-4.12	-8.24	10.99	-29.42
相对表现%	-3.04	-10.09	12.27	-36.26
沪深 300%	-1.08	1.85	-1.28	6.84



证券分析师

伍云飞 wuyunfei1@orientsec.com.cn
执业证书编号：S0860524020001
香港证监会牌照：BRX199

联系人

陆佳晶 lujiajing@orientsec.com.cn

相关报告

门店稳健扩张，O2O 业务快速发展：—— 2024-09-09
益丰药房 2024 年半年报点评
公司经营稳健，持续构建医药新零售业 2023-10-31
态：——益丰药房 2023 年三季度点评

表 1：可比公司估值表（2025 年 5 月 30 日收盘价）

公司	代码	最新价格(元)	每股收益（元）			市盈率		
			2024A	2025E	2026E	2024A	2025E	2026E
老百姓	603883	19.24	0.68	0.99	1.15	28.17	19.44	16.76
大参林	603233	17.40	0.80	0.96	1.13	21.66	18.06	15.46
爱尔眼科	300015	12.41	0.38	0.44	0.51	32.55	28.14	24.29
通策医疗	600763	41.32	1.12	1.21	1.34	36.86	34.12	30.85
健之佳	605266	22.67	0.83	1.73	2.08	27.34	13.13	10.89
	最大值					36.86	34.12	30.85
	最小值					21.66	13.13	10.89
	平均数					29.32	22.58	19.65
	调整后平均						22	19

数据来源：wind，东方证券研究所

附表：财务报表预测与比率分析

资产负债表					
单位:百万元	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
货币资金	3,566	3,579	4,780	6,428	8,137
应收票据、账款及款项融资	2,150	2,153	2,474	2,762	3,023
预付账款	141	303	269	288	356
存货	3,808	4,528	4,749	5,289	5,997
其他	2,463	5,292	5,579	5,635	5,700
流动资产合计	12,129	15,856	17,852	20,402	23,211
长期股权投资	6	0	6	6	6
固定资产	1,524	1,573	1,942	2,230	2,458
在建工程	175	229	297	339	362
无形资产	471	483	496	505	515
其他	9,832	9,834	9,810	10,068	10,248
非流动资产合计	12,008	12,119	12,551	13,149	13,589
资产总计	24,137	27,975	30,403	33,551	36,800
短期借款	0	30	500	500	500
应付票据及应付账款	8,171	9,492	9,664	11,059	12,440
其他	3,099	3,076	3,081	3,133	3,135
流动负债合计	11,269	12,598	13,246	14,692	16,075
长期借款	134	0	0	0	0
应付债券	0	1,601	1,614	1,614	1,614
其他	2,286	2,382	2,381	2,381	2,381
非流动负债合计	2,420	3,983	3,995	3,995	3,995
负债合计	13,689	16,581	17,240	18,686	20,069
少数股东权益	643	668	859	1,070	1,295
实收资本（或股本）	1,011	1,212	1,212	1,455	1,455
资本公积	3,800	3,647	3,651	3,407	3,407
留存收益	4,973	5,693	7,441	8,932	10,573
其他	21	174	0	0	0
股东权益合计	10,447	11,394	13,163	14,865	16,731
负债和股东权益总计	24,137	27,975	30,403	33,551	36,800

现金流量表					
单位:百万元	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
净利润	1,581	1,653	1,939	2,260	2,522
折旧摊销	356	494	358	435	512
财务费用	86	174	165	168	151
投资损失	(42)	(108)	(30)	(30)	(30)
营运资金变动	918	502	(563)	486	265
其它	1,725	1,507	82	13	62
经营活动现金流	4,624	4,221	1,951	3,332	3,481
资本支出	(446)	(306)	(709)	(675)	(672)
长期投资	(154)	(30)	69	(38)	1
其他	(2,380)	(3,273)	(455)	(270)	(270)
投资活动现金流	(2,980)	(3,609)	(1,095)	(983)	(942)
债权融资	78	1,346	36	25	(24)
股权融资	89	49	4	0	0
其他	(2,261)	(2,315)	305	(726)	(807)
筹资活动现金流	(2,093)	(920)	345	(701)	(831)
汇率变动影响	0	0	-0	-0	-0
现金净增加额	(450)	(308)	1,201	1,648	1,708

利润表					
单位:百万元	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	22,588	24,062	26,748	29,893	33,048
营业成本	13,958	14,408	16,050	17,969	19,889
销售费用	5,487	6,179	6,655	7,329	8,072
管理费用	962	1,083	1,192	1,313	1,448
研发费用	34	34	37	43	47
财务费用	86	174	165	168	151
资产、信用减值损失	77	100	53	33	42
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资净收益	42	108	30	30	30
其他	29	12	(41)	(56)	(68)
营业利润	2,055	2,204	2,584	3,012	3,360
营业外收入	13	13	10	10	10
营业外支出	30	34	8	8	8
利润总额	2,038	2,182	2,586	3,014	3,362
所得税	457	530	646	753	841
净利润	1,581	1,653	1,939	2,260	2,522
少数股东损益	169	124	191	211	225
归属于母公司净利润	1,412	1,529	1,748	2,049	2,297
每股收益（元）	1.16	1.26	1.44	1.69	1.89

主要财务比率					
	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
成长能力					
营业收入	13.6%	6.5%	11.2%	11.8%	10.6%
营业利润	9.0%	7.3%	17.3%	16.6%	11.6%
归属于母公司净利润	11.9%	8.3%	14.4%	17.2%	12.1%
获利能力					
毛利率	38.2%	40.1%	40.0%	39.9%	39.8%
净利率	6.3%	6.4%	6.5%	6.9%	7.0%
ROE	15.4%	14.9%	15.2%	15.7%	15.7%
ROIC	14.7%	13.6%	13.3%	13.6%	13.7%
偿债能力					
资产负债率	56.7%	59.3%	56.7%	55.7%	54.5%
净负债率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
流动比率	1.08	1.26	1.35	1.39	1.44
速动比率	0.74	0.90	0.99	1.02	1.06
营运能力					
应收账款周转率	11.3	11.3	11.7	11.5	11.5
存货周转率	3.7	3.4	3.4	3.5	3.5
总资产周转率	1.0	0.9	0.9	0.9	0.9
每股指标（元）					
每股收益	1.16	1.26	1.44	1.69	1.89
每股经营现金流	4.58	3.48	1.61	2.29	2.39
每股净资产	8.09	8.85	10.15	11.38	12.73
估值比率					
市盈率	22.4	20.7	18.1	15.4	13.8
市净率	3.2	2.9	2.6	2.3	2.0
EV/EBITDA	10.4	9.1	8.4	7.2	6.5
EV/EBIT	12.1	10.9	9.5	8.2	7.4

资料来源：东方证券研究所

分析师申明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明：

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究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。

投资评级和相关定义

报告发布日后的 12 个月内行业或公司的涨跌幅相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅为基准（A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数）；

公司投资评级的量化标准

买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；
增持：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15%；
中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；
减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级 —— 由于在报告发出之时该股票不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该股票的研究状况，未给予投资评级相关信息。

暂停评级 —— 根据监管制度及本公司相关规定，研究报告发布之时该投资对象可能与本公司存在潜在的利益冲突情形；亦或是研究报告发布当时该股票的价值和价格分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确投资评级；分析师在上述情况下暂停对该股票给予投资评级等信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该股票的投资评级、盈利预测及目标价格等信息不再有效。

行业投资评级的量化标准：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；
中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；
看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级：由于在报告发出之时该行业不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该行业的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：由于研究报告发布当时该行业的投资价值分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确行业投资评级；分析师在上述情况下暂停对该行业给予投资评级信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该行业的投资评级信息不再有效。

免责声明

本证券研究报告（以下简称“本报告”）由东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

本报告仅供本公司的客户使用。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。本报告的全体接收人应当采取必要措施防止本报告被转发给他人。

本报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的证券研究报告。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的证券研究报告之外，绝大多数证券研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

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，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

在任何情况下，本公司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，投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险，任何形式的分享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。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面协议授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容。不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

经本公司事先书面协议授权刊载或转发的，被授权机构承担相关刊载或者转发责任。不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

提示客户及公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告，慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

电话：021-63325888

传真：021-63326786

网址：www.dfzq.com.cn

东方证券股份有限公司经相关主管机关核准具备证券投资咨询业务资格，据此开展发布证券研究报告业务。

东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的范围内正在或将要与本研究报告所分析的企业发展业务关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在对报告的客观性产生影响的利益冲突，不应视本证券研究报告为作出投资决策的唯一因素。