

公司研究

门店布局优化，线上业务快速发展

——益丰药房（603939.SH）2025 年中报点评

要点

事件：公司发布 2025 年中报，实现营业收入、归母净利润、扣非归母净利润分别为 117.22/8.80/8.57 亿元，同比-0.34%/+10.32%/+9.08%；经营活动产生的现金流量净额为 15.70 亿元，同比-13.84%。EPS（基本）0.73 元。业绩符合市场预期。拟向全体股东每股派发现金红利 0.30 元（含税），股利支付率为 41.33%。

点评：

上半年利润稳健增长，盈利能力持续提升。25Q1-Q2，单季度实现营收 60.09/57.13 亿元，同比+0.64%/-1.36%；归母净利润 4.49/4.31 亿元，同比+10.51%/10.13%。25H1 收入小幅承压，主因公司在 2024 年度和 25H1 根据行业及经济发展状况及时做出策略性调整，关停了部分门店，并放缓新店拓展。与此同时，通过部分门店关停、降本增效以及经营策略调整，公司盈利能力持续提升，25H1 利润实现稳健增长。25H1 毛利率同比+0.42pp 至 40.47%，期间费用率同比-0.43pp 至 29.98%，归母净利率同比+0.73pp 至 7.51%。分行业来看，25H1 零售业务收入 101.99 亿元，同比-1.91%，毛利率同比+1.04pp；加盟及分销收入 11.69 亿元，同比+17.20%，毛利率同比+1.41pp。

门店布局优化，拓店速度放缓。截至 25H1，公司门店总数 14701 家（其中直营门店 10681 家，加盟店 4020 家），较年初净增门店 17 家，其中新建直营门店 81 家，新增加盟店 208 家，关闭门店 272 家。公司仍聚焦中南、华东、华北市场，自建与加盟速度均大幅放缓，同时通过关停部分门店优化门店网络布局，提升经营效率和盈利水平。据第一药店财智统计，自 2024 年三季度全国零售药店数量创下历史新高以来，连续多个季度药店总量出现负增长，受经济环境、行业政策、互联网经济发展等因素影响，药店零售行业呈现“有序出清”的新格局。

推进医药新零售体系建设，线上业务快速发展。公司持续推进基于会员、大数据、互联网医疗、健康管理等生态化的医药新零售体系建设，致力于以会员为中心的全渠道、全场景、全生命周期的健康管理。截至 25H1，公司累计建档会员总量 1.1 亿人，同比提升 14.59%，会员销售占比约 84.93%，同比+7.93pp。O2O 多渠道多平台上线直营门店超过 1 万家。在 O2O 和 B2C 双引擎的策略支持下，凭借供应链优势和精细化运营，25H1 公司互联网业务实现营收 13.55 亿元，同比+23.63%，占总营收比重 11.56%。其中，O2O 收入 9.44 亿元，同比+7.52%；B2C 收入 4.11 亿元，同比+88.53%。

盈利预测、估值与评级：考虑到行业竞争加剧，公司门店扩张放缓，下调 25-26 年归母净利润预测为 17.53/20.33 亿元（较上次下调 20%/25%），新增 27 年归母净利润预测为 23.13 亿元，对应 PE 为 16/14/12 倍。下调至“增持”评级。

风险提示：门店扩张进度不及预期；并购整合不及预期；集采等政策风险。

公司盈利预测与估值简表

指标	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入（百万元）	22,588	24,062	25,183	27,544	30,346
营业收入增长率	13.59%	6.53%	4.66%	9.37%	10.17%
净利润（百万元）	1,412	1,529	1,753	2,033	2,313
净利润增长率	11.57%	8.26%	14.67%	15.96%	13.79%
EPS（元）	1.40	1.26	1.45	1.68	1.91
ROE（归属母公司）（摊薄）	14.40%	14.25%	14.93%	15.61%	15.99%
P/E	17	19	16	14	12
P/B	2.4	2.7	2.4	2.2	2.0

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为 2025-09-01（23 年底总股本为 10.11 亿，24 年因转增、回购、转债转股等因素变更为 12.12 亿，我们预计 25-27 年总股本为 12.12 亿）

增持（下调）

当前价：23.51 元

作者

分析师：王明瑞

执业证书编号：S0930520080004

021-52523867

wangmingrui@ebscn.com

分析师：黄素青

执业证书编号：S0930521080001

021-52523570

huangsuqing@ebscn.com

市场数据

总股本(亿股)	12.12
总市值(亿元):	285.04
一年最低/最高(元):	17.09/28.78
近 3 月换手率:	43.57%

股价相对走势



收益表现

%	1M	3M	1Y
相对	-14.45	-27.01	-7.53
绝对	-2.89	-9.57	31.02

资料来源：Wind

财务报表与盈利预测

利润表 (百万元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入	22,588	24,062	25,183	27,544	30,346
营业成本	13,958	14,408	14,927	16,352	18,026
折旧和摊销	219	272	327	320	314
税金及附加	89	95	100	109	120
销售费用	5,487	6,179	6,341	6,881	7,520
管理费用	962	1,083	1,234	1,322	1,426
研发费用	34	34	36	39	43
财务费用	86	174	112	110	109
投资收益	42	108	111	115	118
营业利润	2,055	2,204	2,532	2,912	3,293
利润总额	2,038	2,182	2,513	2,892	3,272
所得税	457	530	632	728	823
净利润	1,581	1,653	1,881	2,164	2,449
少数股东损益	169	124	128	132	136
归属母公司净利润	1,412	1,529	1,753	2,033	2,313
EPS(元)	1.40	1.26	1.45	1.68	1.91

现金流量表 (百万元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	4,624	4,221	3,834	3,764	4,302
净利润	1,412	1,529	1,753	2,033	2,313
折旧摊销	219	272	327	320	314
净营运资金增加	-514	-264	-1,021	-977	-1,174
其他	3,507	2,685	2,775	2,387	2,849
投资活动产生现金流	-2,980	-3,609	-771	-948	-945
净资本支出	-724	-616	-67	-62	-62
长期投资变化	6	0	0	0	0
其他资产变化	-2,262	-2,992	-704	-886	-883
融资活动现金流	-2,093	-920	-833	-812	-925
股本变化	289	202	0	0	0
债务净变化	86	1,376	20	50	50
无息负债变化	1,686	1,515	1,272	2,100	2,498
净现金流	-450	-308	2,231	2,003	2,432

主要指标

盈利能力 (%)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
毛利率	38.2%	40.1%	40.7%	40.6%	40.6%
EBITDA 率	11.5%	12.3%	11.9%	11.7%	11.9%
EBIT 率	9.8%	10.1%	10.6%	10.6%	10.8%
税前净利润率	9.0%	9.1%	10.0%	10.5%	10.8%
归母净利润率	6.3%	6.4%	7.0%	7.4%	7.6%
ROA	6.5%	5.9%	6.2%	6.4%	6.4%
ROE (摊薄)	14.4%	14.3%	14.9%	15.6%	16.0%
经营性 ROIC	17.9%	19.5%	26.1%	33.5%	48.2%

偿债能力	2023	2024	2025E	2026E	2027E
资产负债率	57%	59%	59%	59%	59%
流动比率	1.08	1.26	1.38	1.44	1.48
速动比率	0.74	0.90	1.06	1.13	1.19
归母权益/有息债务	6.16	3.61	3.93	4.29	4.68
有形资产/有息债务	11.57	7.44	8.35	9.37	10.54

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测

资产负债表 (百万元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
总资产	24,137	27,975	30,407	33,969	38,099
货币资金	3,566	3,579	5,810	7,813	10,245
交易性金融资产	1,631	4,407	5,407	6,407	7,407
应收账款	2,138	2,124	2,223	2,437	2,690
应收票据	0	0	0	0	0
其他应收款 (合计)	449	478	504	551	607
存货	3,808	4,528	4,460	4,887	5,388
其他流动资产	396	437	466	523	584
流动资产合计	12,129	15,856	19,184	22,960	27,300
其他权益工具	432	340	340	340	340
长期股权投资	6	0	0	0	0
固定资产	1,524	1,573	1,520	1,457	1,387
在建工程	175	229	203	184	170
无形资产	471	483	483	484	484
商誉	4,611	4,769	4,712	4,712	4,712
其他非流动资产	30	15	15	15	15
非流动资产合计	12,008	12,119	11,223	11,009	10,800
总负债	13,689	16,581	17,873	20,023	22,570
短期借款	0	30	0	0	0
应付账款	1,956	1,955	2,075	2,273	2,506
应付票据	6,215	7,537	8,704	10,516	12,674
预收账款	16	23	24	26	29
其他流动负债	7	11	15	22	31
流动负债合计	11,269	12,598	13,851	15,950	18,446
长期借款	134	0	0	0	0
应付债券	0	1,601	1,651	1,701	1,751
其他非流动负债	54	54	54	54	54
非流动负债合计	2,420	3,983	4,021	4,072	4,124
股东权益	10,447	11,394	12,534	13,946	15,529
股本	1,011	1,212	1,212	1,212	1,212
公积金	4,040	3,977	4,152	4,257	4,257
未分配利润	4,774	5,367	6,156	7,332	8,779
归属母公司权益	9,804	10,726	11,738	13,019	14,466
少数股东权益	643	668	796	928	1,063

费用率	2023	2024	2025E	2026E	2027E
销售费用率	24.29%	25.68%	25.18%	24.98%	24.78%
管理费用率	4.26%	4.50%	4.90%	4.80%	4.70%
财务费用率	0.38%	0.72%	0.44%	0.40%	0.36%
研发费用率	0.15%	0.14%	0.14%	0.14%	0.14%
所得税率	22%	24%	25%	25%	25%

每股指标	2023	2024	2025E	2026E	2027E
每股红利	0.50	0.65	0.62	0.71	0.81
每股经营现金流	4.58	3.48	3.16	3.10	3.55
每股净资产	9.70	8.85	9.68	10.74	11.93
每股销售收入	22.35	19.85	20.77	22.72	25.03

估值指标	2023	2024	2025E	2026E	2027E
PE	17	19	16	14	12
PB	2.4	2.7	2.4	2.2	2.0
EV/EBITDA	10.2	10.5	8.5	7.2	5.7
股息率	2.1%	2.8%	2.6%	3.0%	3.4%

行业及公司评级体系

评级	说明
买入	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上
增持	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
中性	未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
减持	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；
卖出	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；
无评级	因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。
基准指数说明：A 股市场基准为沪深 300 指数；香港市场基准为恒生指数；美国市场基准为纳斯达克综合指数或标普 500 指数。	

分析、估值方法的局限性说明

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。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

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，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证，本研究报告中任何关于发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。研究人员获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究人员保证他们报酬的任何一部分不曾与、不与、也将不会与本报告中的具体推荐意见或观点有直接或间接的联系。

法律主体声明

本报告由光大证券股份有限公司制作，光大证券股份有限公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格，负责本报告在中华人民共和国境内（仅为本报告目的，不包括港澳台）的分销。本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格编号已披露在报告首页。

中国光大证券国际有限公司和 Everbright Securities(UK) Company Limited 是光大证券股份有限公司的关联机构。

特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）成立于 1996 年，是中国证监会批准的首批三家创新试点证券公司之一，也是世界 500 强企业——中国光大集团股份公司的核心金融服务平台之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可，本公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。此外，本公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整且不予通知。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。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表述的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

不同时期，本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中所载观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理子公司、自营部门以及其他投资业务板块可能会独立做出与本报告的意见或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在做出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅向特定客户传送。本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、复制、转载、刊登、发表、篡改或引用。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失，本公司保留追究一切法律责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

光大证券股份有限公司版权所有。保留一切权利。

光大证券研究所

上海

静安区新闻路 1508 号
静安国际广场 3 楼

北京

西城区武定侯街 2 号
泰康国际大厦 7 层

深圳

福田区深南大道 6011 号
NEO 绿景纪元大厦 A 座 17 楼

光大证券股份有限公司关联机构

香港

中国光大证券国际有限公司
香港铜锣湾希慎道 33 号利园一期 28 楼

英国

Everbright Securities(UK) Company Limited
6th Floor, 9 Appold Street, London, United Kingdom, EC2A 2AP