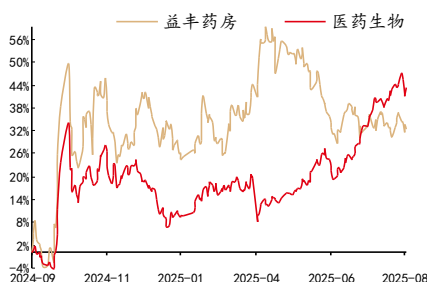


股票投资评级

买入 | 维持

个股表现



资料来源：聚源，中邮证券研究所

公司基本情况

最新收盘价(元)	23.74
总股本/流通股本(亿股)	12.12 / 12.12
总市值/流通市值(亿元)	288 / 288
52周内最高/最低价	29.06 / 17.75
资产负债率(%)	59.3%
市盈率	18.84
	宁波梅山保税港区厚信
第一大股东	创业投资合伙企业(有 限合伙)

研究所

分析师: 盛丽华
SAC 登记编号: S1340525060001
Email: shenglihua@cnpsec.com
分析师: 龙永茂
SAC 登记编号: S1340523110002
Email: longyongmao@cnpsec.com

益丰药房(603939)

盈利能力持续提升，积极推进新零售体系建设

● 业绩符合预期，盈利能力持续提升

公司发布 2025 年中报：2025H1 营业收入 117.22 亿元（-0.35%），归母净利润 8.8 亿元（+10.32%），扣非净利润 8.57 亿元（+9.08%），经营现金流净额 15.7 亿元（-13.84%）。公司业绩符合预期。上半年度营收同比微降，主要是公司自 2024 年起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。

分季度来看，2025Q1、Q2 营业收入分别为 60.09 亿元（+0.64%）、57.13 亿元（-1.36%），归母净利润分别为 4.49 亿元（+10.51%）、4.31 亿元（+10.13%），扣非净利润分别为 4.38 亿元（+9.65%）、4.19 亿元（+8.49%）。

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。2025H1 毛利率为 40.47%（+0.42pct），归母净利率为 7.51%（+0.73pct），扣非净利率为 7.31%（+0.63pct）。

费率方面，依托公司强有力的精细化管理能力，整体费用率稳中有降，展现提质增效成果。2025H1 销售费用率为 24.73%（-0.83pct），管理费用率为 4.45%（+0.35pct），研发费用率为 0.13%（-0.02pct），财务费用率为 0.68%（+0.06pct）。

● 加盟及分销业务实现较快增长，成药、非药品利润率改善

分板块来看，2025H1 零售业务营收 101.99 亿元（-1.91%），毛利率 41.99%（+1.04pct）；加盟及分销业务营收 11.69 亿元（+17.20%），毛利率 10.97%（+1.41pct）。零售业务在部分门店关停、放缓新店拓展的调整下营收微降，但毛利率持续提升；加盟及分销业务由于加盟门店数增长较快，营收实现较快增长。

分产品来看，2025H1 中西成药营收为 88.99 亿元（+0.24%），毛利率为 35.62%（+0.77pct）。中药营收为 11.49 亿元（-1.34%），毛利率为 48.53%（-0.21pct）。非药品营收为 13.20 亿元（-2.44%），毛利率为 51.78%（+0.69pct）。

● 门店网络持续优化，积极推进新零售体系建设

从门店扩张来看，公司坚持“区域聚焦、稳健扩张”的发展战略。截至 2025 年 6 月 30 日，公司在全国十省市拥有 14,701 家门店，其中自营门店 10,681 家，加盟店 4,020 家。2025 年 H1 净增门店 17 家，其中自建 81 家，新增加盟店 208 家，关闭门店 272 家。

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，截至 2025H1 公司累计建档会员总量 1.1 亿人，会员销售占比 84.93%。O2O 多渠道多平台上线直营门店超过 10,000 家，2025H1 公司互联网业务实现销售收入 13.55 亿元（含税），其中，O2O 销售收入 9.44 亿元（含税），B2C 销售收入 4.11 亿

元（含税）。

● **盈利预测及投资建议**

预计 2025-2027 年营业收入分别为 255.44、281.40、310.80 亿元，归母净利润分别为 17.15、19.75、22.80 亿元，当前股价对应 PE 分别为 17、15、13 倍，维持“买入”评级。

● **风险提示：**

门店经营不及预期风险，门诊统筹政策落地不及预期风险。

■ **盈利预测和财务指标**

项目\年度	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入（百万元）	24062	25544	28140	31080
增长率(%)	6.53	6.16	10.16	10.45
EBITDA（百万元）	4386.02	4551.19	4983.72	4796.65
归属母公司净利润（百万元）	1528.58	1715.46	1974.99	2279.51
增长率(%)	8.26	12.23	15.13	15.42
EPS(元/股)	1.26	1.41	1.63	1.88
市盈率（P/E）	18.83	16.78	14.57	12.63
市净率（P/B）	2.68	2.38	2.11	1.86
EV/EBITDA	7.06	6.19	4.98	4.57

资料来源：公司公告，中邮证券研究所

财务报表和主要财务比率

财务报表(百万元)					主要财务比率				
	2024A	2025E	2026E	2027E		2024A	2025E	2026E	2027E
利润表					成长能力				
营业收入	24062	25544	28140	31080	营业收入	6.5%	6.2%	10.2%	10.4%
营业成本	14408	15184	16685	18363	营业利润	7.3%	14.8%	13.6%	15.4%
税金及附加	95	102	112	124	归属于母公司净利润	8.3%	12.2%	15.1%	15.4%
销售费用	6179	6386	7038	7715	获利能力				
管理费用	1083	1163	1280	1409	毛利率	40.1%	40.6%	40.7%	40.9%
研发费用	34	39	42	46	净利率	6.4%	6.7%	7.0%	7.3%
财务费用	174	166	173	180	ROE	14.3%	14.2%	14.5%	14.7%
资产减值损失	-102	-77	-84	-88	ROIC	10.2%	11.2%	11.5%	11.9%
营业利润	2204	2529	2872	3314	偿债能力				
营业外收入	13	13	13	13	资产负债率	59.3%	55.7%	54.5%	53.4%
营业外支出	34	28	31	31	流动比率	1.26	1.49	1.65	1.76
利润总额	2182	2514	2854	3296	营运能力				
所得税	530	611	675	794	应收账款周转率	11.29	11.42	11.42	11.51
净利润	1653	1903	2179	2502	存货周转率	3.46	3.40	3.64	3.66
归母净利润	1529	1715	1975	2280	总资产周转率	0.92	0.89	0.91	0.91
每股收益(元)	1.26	1.41	1.63	1.88	每股指标(元)				
资产负债表					每股收益	1.26	1.41	1.63	1.88
货币资金	3579	5784	9244	12236	每股净资产	8.85	9.99	11.27	12.75
交易性金融资产	4407	4407	4407	4407	估值比率				
应收票据及应收账款	2124	2348	2580	2818	PE	18.83	16.78	14.57	12.63
预付款项	303	253	266	328	PB	2.68	2.38	2.11	1.86
存货	4528	4416	4750	5288	现金流量表				
流动资产合计	15		22278	26195	净利润	1653	1903	2179	2502
固定资产	1573	1790	1984	2156	折旧和摊销	2148	1871	1957	1321
在建工程	229	279	249	219	营运资本变动	313	-369	525	431
无形资产	483	497	509	519	其他	108	211	186	190
非流动资产合计	12119	11097	10105	9749	经营活动现金流净额	4221	3616	4846	4444
资产总计	27975	29265	32383	35944	资本开支	-616	-598	-682	-679
短期借款	30	30	30	30	其他	-2992	-223	-213	-208
应付票据及应付账款	9492	9143	10269	11485	投资活动现金流净额	-3609	-821	-895	-888
其他流动负债	3076	3047	3179	3404	股权融资	6	0	0	0
流动负债合计	12598	12220	13478	14920	债务融资	-145	-93	100	100
其他	3983	4081	4181	4281	其他	-781	-498	-592	-663
非流动负债合计	3983	4081	4181	4281	筹资活动现金流净额	-920	-591	-492	-563
负债合计	16581	16301	17659	19200	现金及现金等价物净增加额	-308	2205	3460	2993
股本	1212	1212	1212	1212					
资本公积金	3651	3651	3651	3651					
未分配利润	5367	6461	7721	9175					
少数股东权益	668	855	1059	1282					
其他	496	785	1082	1424					
所有者权益合计	11394	12965	14725	16744					
负债和所有者权益总计	27975	29265	32383	35944					

资料来源：公司公告，中邮证券研究所

中邮证券投资评级说明

投资评级标准	类型	评级	说明
报告中投资建议的评级标准： 报告发布日后的 6 个月内的相对市场表现，即报告发布日后的 6 个月内的公司股价（或行业指数、可转债价格）的涨跌幅相对同期相关证券市场基准指数的涨跌幅。 市场基准指数的选取：A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指为基准；可转债市场以中信标普可转债指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	预期个股相对同期基准指数涨幅在 20%以上
		增持	预期个股相对同期基准指数涨幅在 10%与 20%之间
		中性	预期个股相对同期基准指数涨幅在-10%与 10%之间
		回避	预期个股相对同期基准指数涨幅在-10%以下
	行业评级	强于大市	预期行业相对同期基准指数涨幅在 10%以上
		中性	预期行业相对同期基准指数涨幅在-10%与 10%之间
		弱于大市	预期行业相对同期基准指数涨幅在-10%以下
	可转债评级	推荐	预期可转债相对同期基准指数涨幅在 10%以上
		谨慎推荐	预期可转债相对同期基准指数涨幅在 5%与 10%之间
		中性	预期可转债相对同期基准指数涨幅在-5%与 5%之间
		回避	预期可转债相对同期基准指数涨幅在-5%以下

分析师声明

撰写此报告的分析师（一人或多人）承诺本机构、本人以及财产利害关系人与所评价或推荐的证券无利害关系。

本报告所采用的数据均来自我们认为可靠的目前已公开的信息，并通过独立判断并得出结论，力求独立、客观、公平，报告结论不受本公司其他部门和人员以及证券发行人、上市公司、基金公司、证券资产管理公司、特定客户等利益相关方的干涉和影响，特此声明。

免责声明

中邮证券有限责任公司（以下简称“中邮证券”）具备经中国证监会批准的开展证券投资咨询业务的资格。

本报告信息均来源于公开资料或者我们认为可靠的资料，我们力求但不保证这些信息的准确性和完整性。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价，中邮证券不对因使用本报告的内容而导致的损失承担任何责任。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，中邮证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

中邮证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者计划提供投资银行、财务顾问或者其他金融产品等相关服务。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供中邮证券签约客户使用，若您非中邮证券签约客户，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司不会因接收人收到、阅读或关注本报告中的内容而视其为签约客户。

本报告版权归中邮证券所有，未经书面许可，任何机构或个人不得存在对本报告以任何形式进行翻版、修改、节选、复制、发布，或对本报告进行改编、汇编等侵犯知识产权的行为，亦不得存在其他有损中邮证券商业性权益的任何情形。如经中邮证券授权后引用发布，需注明出处为中邮证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节或修改。

中邮证券对于本申明具有最终解释权。

公司简介

中邮证券有限责任公司，2002年9月经中国证券监督管理委员会批准设立，是中国邮政集团有限公司绝对控股的证券类金融子公司。

公司经营范围包括：证券经纪，证券自营，证券投资咨询，证券资产管理，融资融券，证券投资基金销售，证券承销与保荐，代理销售金融产品，与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问等。

公司目前已经在北京、陕西、深圳、山东、江苏、四川、江西、湖北、湖南、福建、辽宁、吉林、黑龙江、广东、浙江、贵州、新疆、河南、山西、上海、云南、内蒙古、重庆、天津、河北等地设有分支机构，全国多家分支机构正在建设中。

中邮证券紧紧依托中国邮政集团有限公司雄厚的实力，坚持诚信经营，践行普惠服务，为社会大众提供全方位专业化的证券投、融资服务，帮助客户实现价值增长，努力成为客户认同、社会尊重、股东满意、员工自豪的优秀企业。

中邮证券研究所

北京

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com

地址：北京市东城区前门街道珠市口东大街17号

邮编：100050

上海

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com

地址：上海市虹口区东大名路1080号邮储银行大厦3楼

邮编：200000

深圳

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com

地址：深圳市福田区滨河大道9023号国通大厦二楼

邮编：518048