

## 证券研究报告

### 公司研究

#### 公司点评报告

益丰药房(603939)

投资评级

上次评级

唐爱金 医药行业首席分析师

执业编号: S1500523080002

邮箱: tangaijin@cindasc.com

贺鑫 医药行业联席首席分析师

执业编号: S1500524120003

邮箱: hexin1@cindasc.com

章钟涛 医药行业分析师

执业编号: S1500524030003

邮箱: zhangzhongtao@cindasc.com

#### 相关研究:

25Q1 归母净利润增长 11%，看好 25 年盈利改善趋势

2024Q1 业绩亮眼，“区域聚焦”战略持续提升市场竞争力

信达证券股份有限公司

CINDA SECURITIES CO., LTD

北京市西城区宣武门西大街甲 127 号金隅大厦 B 座

邮编: 100031

## 25H1 归母净利润稳健增长 10%，期待 25H2 业绩端边际改善

2025 年 09 月 02 日

**事件:** 公司发布 2025 年中报, 2025H1 公司实现营业收入 117.22 亿元 (同比-0.35%), 归母净利润 8.8 亿元 (同比+10.32%), 扣非归母净利润 8.57 亿元 (同比+9.08%)。其中, 2025Q2 单季度公司实现营业收入 57.13 亿元 (同比-1.36%), 实现归母净利润 4.31 亿元 (同比+10.13%), 扣非归母净利润 4.19 亿元 (同比+8.49%)。

#### 点评:

- **收入端华北、中西成药、加盟业务表现不错, 25H1 净利率改善明显:**  
①**25H1 公司收入为 117.22 亿元 (同比-0.35%)**, 其中华北地区、中西成药品类、加盟业务在 25H1 收入表现较好。**从区域销售上看**, 25H1 华中地区收入 53.44 亿元 (同比+0.45%), 华东地区收入 45.01 亿元 (同比-2.49%), 华北地区收入 15.23 亿元 (同比+4.39%)。**从品类上看**, 25H1 中西成药收入达 88.99 亿元 (同比+0.24%), 非药品收入达 13.2 亿元 (同比-2.44%), 中药收入达 11.49 亿元 (同比-1.34%)。其他业务收入为 3.54 亿元 (同比-3.64%)。**从业务类型上看**, 零售业务收入为 101.99 亿元 (同比-1.91%), 加盟及分销业务收入达 11.69 亿元 (同比+17.2%)。  
②**25H1 公司归母净利润增速表现强于收入增速**, 25H1 公司毛利率提升 0.42 个百分点 (25H1 毛利率达 40.47%), 销售费用率下降 0.82 个百分点 (25H1 销售费用率 24.73%), 管理费用率提升 0.36 个百分点 (25H1 管理费用率 4.45%), 净利率提升 0.76 个百分点 (25H1 净利率达 8.07%)。
- **“区域聚焦&稳健扩张”并行: ①坚持“区域聚焦、稳健扩张”的发展策略。**25H1 公司门店总数 14701 家 (含加盟店 4020 家), 覆盖区域包括湖南、湖北、上海、江苏、江西、浙江、广东、河北、北京、天津十省市。25H1 公司拥有 10681 家直营店, 其中中南地区直营店 4977 家 (医保门店占比约 95.6%), 华东地区直营店 3984 家 (医保门店占比约 96.79%), 华北地区直营店 1720 家 (医保门店占比约 91.4%)。从门店增量变动看, 25H1 公司自建门店 81 家, 关闭门店 272 家, 新增加盟店 208 家。  
②**线上业务布局方面**, 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 10000 家, 覆盖范围包含公司线下所有主要城市, 25H1 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:** 我们预计公司 2025-2027 年营业收入分别为 258.28 亿元、287.26 亿元、318.33 亿元, 同比增速分别约为 7%、11%、11%, 实现归母净利润分别为 17.19 亿元、19.72 亿元、22.83 亿元, 同比分别增长约 12%、15%、16%, 对应 2025/9/2 股价 PE 分别约为 17 倍、15 倍、13 倍。
- **风险因素:** 零售药房市场竞争加剧、医保政策变动风险、税收政策变动

风险、门店扩张不及预期、商誉减值风险。

| 重要财务指标            | 2023A  | 2024A  | 2025E  | 2026E  | 2027E  |
|-------------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 营业总收入(百万元)        | 22,588 | 24,062 | 25,828 | 28,726 | 31,833 |
| 增长率 YoY %         | 13.6%  | 6.5%   | 7.3%   | 11.2%  | 10.8%  |
| 归属母公司净利润<br>(百万元) | 1,412  | 1,529  | 1,719  | 1,972  | 2,283  |
| 增长率 YoY%          | 11.9%  | 8.3%   | 12.4%  | 14.8%  | 15.7%  |
| 毛利率%              | 38.2%  | 40.1%  | 40.3%  | 40.3%  | 40.3%  |
| 净资产收益率ROE%        | 14.4%  | 14.3%  | 14.2%  | 14.4%  | 14.8%  |
| EPS(摊薄)(元)        | 1.16   | 1.26   | 1.42   | 1.63   | 1.88   |
| 市盈率 P/E(倍)        | 20.97  | 19.37  | 17.23  | 15.01  | 12.97  |
| 市净率 P/B(倍)        | 3.02   | 2.76   | 2.44   | 2.17   | 1.91   |

资料来源: wind, 信达证券研发中心预测; 股价为 2025 年 9 月 2 日收盘价

| 资产负债表          |        | 单位:百万元 |        |        |        |  |
|----------------|--------|--------|--------|--------|--------|--|
| 会计年度           | 2023A  | 2024A  | 2025E  | 2026E  | 2027E  |  |
| <b>流动资产</b>    | 12,129 | 15,856 | 18,544 | 23,219 | 27,371 |  |
| 货币资金           | 3,566  | 3,579  | 6,515  | 10,451 | 13,808 |  |
| 应收票据           | 0      | 0      | 0      | 0      | 0      |  |
| 应收账款           | 2,138  | 2,124  | 2,004  | 2,224  | 2,461  |  |
| 预付账款           | 141    | 303    | 308    | 343    | 380    |  |
| 存货             | 3,808  | 4,528  | 4,214  | 4,627  | 5,073  |  |
| 其他             | 2,475  | 5,322  | 5,503  | 5,574  | 5,649  |  |
| <b>非流动资产</b>   | 12,008 | 12,119 | 10,647 | 9,116  | 8,475  |  |
| 长期股权投资         | 6      | 0      | 0      | 0      | 0      |  |
| 固定资产(合计)       | 1,524  | 1,573  | 1,519  | 1,443  | 1,343  |  |
| 无形资产           | 471    | 483    | 466    | 448    | 430    |  |
| 其他             | 10,007 | 10,063 | 8,661  | 7,225  | 6,702  |  |
| <b>资产总计</b>    | 24,137 | 27,975 | 29,191 | 32,335 | 35,846 |  |
| <b>流动负债</b>    | 11,269 | 12,598 | 12,438 | 13,707 | 15,065 |  |
| 短期借款           | 0      | 30     | 30     | 30     | 30     |  |
| 应付票据           | 6,215  | 7,537  | 7,282  | 8,103  | 8,981  |  |
| 应付账款           | 1,956  | 1,955  | 2,142  | 2,383  | 2,642  |  |
| 其他             | 3,099  | 3,076  | 2,984  | 3,191  | 3,412  |  |
| <b>非流动负债</b>   | 2,420  | 3,983  | 3,781  | 3,881  | 3,981  |  |
| 长期借款           | 134    | 0      | 0      | 0      | 0      |  |
| 其他             | 2,286  | 3,983  | 3,781  | 3,881  | 3,981  |  |
| <b>负债合计</b>    | 13,689 | 16,581 | 16,219 | 17,588 | 19,046 |  |
| 少数股东权益         | 643    | 668    | 859    | 1,078  | 1,332  |  |
| 归属母公司股东权益      | 9,804  | 10,726 | 12,114 | 13,669 | 15,469 |  |
| <b>负债和股东权益</b> | 24,137 | 27,975 | 29,191 | 32,335 | 35,846 |  |

| 重要财务指标     |        | 单位:百万元 |        |        |        |  |
|------------|--------|--------|--------|--------|--------|--|
| 会计年度       | 2023A  | 2024A  | 2025E  | 2026E  | 2027E  |  |
| 营业总收入      | 22,588 | 24,062 | 25,828 | 28,726 | 31,833 |  |
| 同比(%)      | 13.6%  | 6.5%   | 7.3%   | 11.2%  | 10.8%  |  |
| 归属母公司净利润   | 1,412  | 1,529  | 1,719  | 1,972  | 2,283  |  |
| 同比(%)      | 11.9%  | 8.3%   | 12.4%  | 14.8%  | 15.7%  |  |
| 毛利率(%)     | 38.2%  | 40.1%  | 40.3%  | 40.3%  | 40.3%  |  |
| ROE%       | 14.4%  | 14.3%  | 14.2%  | 14.4%  | 14.8%  |  |
| EPS(摊薄)(元) | 1.16   | 1.26   | 1.42   | 1.63   | 1.88   |  |
| P/E        | 20.97  | 19.37  | 17.23  | 15.01  | 12.97  |  |
| P/B        | 3.02   | 2.76   | 2.44   | 2.17   | 1.91   |  |

| 利润表             |        | 单位:百万元 |        |        |        |  |
|-----------------|--------|--------|--------|--------|--------|--|
| 会计年度            | 2023A  | 2024A  | 2025E  | 2026E  | 2027E  |  |
| <b>营业总收入</b>    | 22,588 | 24,062 | 25,828 | 28,726 | 31,833 |  |
| 营业成本            | 13,958 | 14,408 | 15,421 | 17,160 | 19,019 |  |
| 营业税金及附加         | 89     | 95     | 103    | 115    | 127    |  |
| 销售费用            | 5,487  | 6,179  | 6,444  | 7,110  | 7,799  |  |
| 管理费用            | 962    | 1,083  | 1,188  | 1,293  | 1,401  |  |
| 研发费用            | 34     | 34     | 36     | 40     | 45     |  |
| 财务费用            | 86     | 174    | 147    | 130    | 109    |  |
| 减值损失合计          | -73    | -102   | -70    | -70    | -70    |  |
| 投资净收益           | 42     | 108    | 30     | 30     | 30     |  |
| 其他              | 113    | 110    | 85     | 65     | 65     |  |
| <b>营业利润</b>     | 2,055  | 2,204  | 2,533  | 2,904  | 3,358  |  |
| 营业外收支           | -17    | -21    | -20    | -20    | -20    |  |
| <b>利润总额</b>     | 2,038  | 2,182  | 2,513  | 2,884  | 3,338  |  |
| 所得税             | 457    | 530    | 603    | 692    | 801    |  |
| <b>净利润</b>      | 1,581  | 1,653  | 1,910  | 2,192  | 2,537  |  |
| 少数股东损益          | 169    | 124    | 191    | 219    | 254    |  |
| <b>归属母公司净利润</b> | 1,412  | 1,529  | 1,719  | 1,972  | 2,283  |  |
| EBITDA          | 3,889  | 4,386  | 4,783  | 5,169  | 4,713  |  |
| EPS(当年)(元)      | 1.17   | 1.26   | 1.42   | 1.63   | 1.88   |  |

| 现金流量表          |        | 单位:百万元 |       |       |       |  |
|----------------|--------|--------|-------|-------|-------|--|
| 会计年度           | 2023A  | 2024A  | 2025E | 2026E | 2027E |  |
| <b>经营活动现金流</b> | 4,624  | 4,221  | 4,604 | 5,090 | 4,589 |  |
| 净利润            | 1,581  | 1,653  | 1,910 | 2,192 | 2,537 |  |
| 折旧摊销           | 1,832  | 2,148  | 2,124 | 2,156 | 1,266 |  |
| 财务费用           | 161    | 174    | 225   | 232   | 243   |  |
| 投资损失           | -42    | -108   | -30   | -30   | -30   |  |
| 营运资金变动         | 1,066  | 313    | 305   | 456   | 488   |  |
| 其它             | 27     | 42     | 70    | 85    | 85    |  |
| <b>投资活动现金流</b> | -2,980 | -3,609 | -718  | -605  | -605  |  |
| 资本支出           | -724   | -616   | -388  | -380  | -380  |  |
| 长期投资           | -552   | -248   | -112  | 0     | 0     |  |
| 其他             | -1,704 | -2,745 | -218  | -225  | -225  |  |
| <b>筹资活动现金流</b> | -2,093 | -920   | -949  | -549  | -626  |  |
| 吸收投资           | 17     | 6      | 1     | 0     | 0     |  |
| 借款             | -95    | -104   | 0     | 0     | 0     |  |
| 支付利息或股息        | -450   | -308   | 2,936 | 3,936 | 3,357 |  |

## 研究团队简介

**唐爱金**，医药首席分析师，浙江大学硕士，曾就职于东阳光药先后任研发工程师及营销市场专员，具备优异的药物化学专业背景和医药市场经营运作经验，曾经就职于广证恒生和方正证券研究所负责医药团队卖方业务工作超9年。

**贺鑫**，医药联席首席分析师，北京大学汇丰商学院硕士，上海交通大学工学学士，5年医药行业研究经验，2024年加入信达证券，主要覆盖医疗服务、CXO、生命科学上游、中药等细分领域。

**曹佳琳**，医药分析师，中山大学岭南学院数量经济学硕士，3年医药生物行业研究经历，曾任职于方正证券，2023年加入信达证券，负责医疗器械设备、体外诊断、ICL等领域的研究工作。

**章钟涛**，医药分析师，暨南大学国际投融资硕士，超2年医药生物行业研究经历，CPA(专业阶段)，曾任职于方正证券，2023年加入信达证券，主要覆盖中药、医药商业&药店、疫苗。

**赵丹**，医药分析师，北京大学生物医学工程硕士，2年创新药行业研究经历，2024年加入信达证券。主要覆盖创新药。

## 分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

## 免责声明

信达证券股份有限公司（以下简称“信达证券”）具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

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，也没有考虑到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、意见及推测仅供参考，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做出邀请。

在法律允许的情况下，信达证券或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

## 评级说明

| 投资建议的比较标准   | 股票投资评级                      | 行业投资评级                  |
|---|-----------------------------|-------------------------|
| 本报告采用的基准指数：沪深 300 指数（以下简称基准）；<br>时间段：报告发布之日起 6 个月内。 | <b>买入</b> ：股价相对强于基准 15% 以上； | <b>看好</b> ：行业指数超越基准；    |
|   | <b>增持</b> ：股价相对强于基准 5%~15%； | <b>中性</b> ：行业指数与基准基本持平； |
|   | <b>持有</b> ：股价相对基准波动在±5% 之间； | <b>看淡</b> ：行业指数弱于基准。    |
|   | <b>卖出</b> ：股价相对弱于基准 5% 以下。  |                         |

## 风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，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，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券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，投资者需自行承担风险。