

精细运营盈利优化，新零售增长可期

——益丰药房 2025 年中报点评

核心观点

- 事件：**25H1 公司实现收入 117.2 亿元，同比-0.3%，归母净利润 8.8 亿元，同比 10.3%，扣非归母净利润 8.6 亿元，同比 9.1%，收入下滑利润上升主要系在行业出清期，公司主动调整经营策略，即关停部分门店、放缓新店扩展和降本增效。
- 市场规模降幅收窄，药店行业有序出清。**根据 RPDB 药品零售数据库，25H1 全国零售药店市场规模约 2005 亿元，同比-3.7%。其中 Q1 同比-5.8%，Q2 同比-1.6%，尽管市场趋势仍在下行，但 Q2 同比降幅有所收窄；根据中康药店通统计，25Q1 全国零售药店门店总数约 69.9 万家，环比净减少约 3000 家，是自 24Q3 全国零售药店总数创历史新高以来，连续第 2 个季度出现负增长，表明行业仍在有序出清中。
- 区域聚焦精细运营，加盟店成为新增长点。**截至 25H1，公司共有 14701 家门店，新开 289 家，关闭 272 家，较 24 年底净增 17 家，主要系在行业出清期，公司经营策略从规模扩张转向效益提升。从具体策略看，坚持“区域聚焦重点渗透”战略，区域上仍围绕中南、华北、华东三地十省市，结构上小型社区店占直营门店比重有所上升，店效上直营门店整体日均坪效有所提升，主要由规模相对较小的非旗舰店驱动，旗舰店则有所下滑，直营店结构和店效变化亦表明下沉市场仍保持韧性；从整体门店结构看，同期直营店净减少 191 家，加盟店净增加 208 家。我们认为，随着药品溯源码制度的全面推广，部分小连锁和单体店通过非正规渠道采购药品将受到政策严格监管，大型连锁加盟体系能够确保药品来源合规和进货成本控制，未来行业内或将有更多小连锁和单体店选择加盟以换取生存空间，为公司带来新增长点。
- 电商业务增速亮眼，积极探索新零售模式。**25H1，公司 B2C 业务收入 4.1 亿元，同比 88.5%，O2O 收入 9.4 亿元，同比 7.5%，公司借助供应链优势和精细化运营能力，实现线上业务快速发展。同时会员体系覆盖率明显提升，截至 25H1，累计建档会员 1.1 亿人，环比 5.8%，会员销售占比 84.9%，环比+2.9pct。值得注意的是，公司正积极探索线上线下一体化新零售模式，并尝试向大健康药房等新业态发展。

盈利预测与投资建议

- 根据 25 年中报，我们下调 25-27 年收入预测，上调同期毛利率和费用率等预测，调整 25-27 年每股收益预测为 1.43/1.62/1.82（原预测 25-27 年为 1.44/1.69/1.89）元，根据可比公司给予 25 年 22 倍 PE，对应目标价 31.46 元，维持“买入”评级。

风险提示

医保支付等医药政策、行业竞争加剧、门店扩张不及预期、商誉占比过高等风险。

公司主要财务信息

	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	22,588	24,062	25,616	28,114	30,907
同比增长(%)	13.6%	6.5%	6.5%	9.7%	9.9%
营业利润(百万元)	2,055	2,204	2,566	2,881	3,231
同比增长(%)	9.0%	7.3%	16.4%	12.3%	12.2%
归属母公司净利润(百万元)	1,412	1,529	1,737	1,960	2,209
同比增长(%)	11.9%	8.3%	13.6%	12.9%	12.7%
每股收益(元)	1.16	1.26	1.43	1.62	1.82
毛利率(%)	38.2%	40.1%	40.5%	40.5%	40.6%
净利率(%)	6.3%	6.4%	6.8%	7.0%	7.1%
净资产收益率(%)	15.4%	14.9%	15.1%	15.1%	15.2%
市盈率	21.7	20.0	17.6	15.6	13.8
市净率	3.1	2.9	2.5	2.2	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。

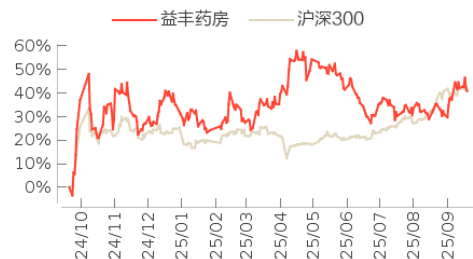
有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

投资评级 买入（维持）

股价（2025年09月19日）	25.22 元
目标价格	31.46 元
52 周最高价/最低价	28.45/17.29 元
总股本/流通 A 股（万股）	121,242/121,219
A 股市值（百万元）	30,577
国家/地区	中国
行业	医药生物
报告发布日期	2025 年 09 月 19 日

股价表现

	1 周	1 月	3 月	12 月
绝对表现%	-0.95	6.05	8.21	40.6
相对表现%	-0.51	-0.55	-8.93	-0.26
沪深 300%	-0.44	6.6	17.14	40.86



证券分析师

伍云飞 执业证书编号：S0860524020001
香港证监会牌照：BRX199
wuyunfei1@orientsec.com.cn
021-63326320

联系人

袁润璞 执业证书编号：S0860124100008
yuanrunpu@orientsec.com.cn
021-63326320

相关报告

稳健扩张，经营质量不断提升 2025-06-04
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 9 月 19 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	17.13	0.68	0.91	1.07	25.08	18.88	16.05
大参林	603233	17.34	0.80	0.98	1.15	21.59	17.70	15.09
爱尔眼科	300015	12.48	0.38	0.43	0.49	32.73	29.00	25.27
通策医疗	600763	45.74	1.12	1.20	1.32	40.80	38.06	34.72
健之佳	605266	21.52	0.83	1.36	1.66	25.96	15.79	12.95
	最大值					40.80	38.06	34.72
	最小值					21.59	15.79	12.95
	平均数					29.23	23.89	20.82
	调整后平均					28	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	4,655	6,128	7,717
应收票据、账款及款项融资	2,150	2,153	2,369	2,598	2,827
预付账款	141	303	258	271	333
存货	3,808	4,528	4,513	4,923	5,539
其他	2,463	5,292	5,557	5,599	5,657
流动资产合计	12,129	15,856	17,351	19,518	22,072
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	29,902	32,667	35,661
短期借款	0	30	500	500	500
应付票据及应付账款	8,171	9,492	9,184	10,294	11,490
其他	3,099	3,076	3,074	3,122	3,122
流动负债合计	11,269	12,598	12,758	13,916	15,112
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	16,752	17,910	19,106
少数股东权益	643	668	858	1,060	1,276
实收资本（或股本）	1,011	1,212	1,212	1,212	1,212
资本公积	3,800	3,647	3,651	3,651	3,651
留存收益	4,973	5,693	7,429	8,834	10,416
其他	21	174	0	0	0
股东权益合计	10,447	11,394	13,150	14,757	16,554
负债和股东权益总计	24,137	27,975	29,902	32,667	35,661

现金流量表					
单位:百万元	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
净利润	1,581	1,653	1,926	2,162	2,425
折旧摊销	356	494	358	435	512
财务费用	86	174	166	170	154
投资损失	(42)	(108)	(30)	(30)	(30)
营运资金变动	918	502	(738)	306	106
其它	1,725	1,507	144	113	170
经营活动现金流	4,624	4,221	1,826	3,155	3,338
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)	304	(724)	(782)
筹资活动现金流	(2,093)	(920)	344	(699)	(806)
汇率变动影响	0	0	-0	-0	-0
现金净增加额	(450)	(308)	1,076	1,473	1,590

利润表					
单位:百万元	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	22,588	24,062	25,616	28,114	30,907
营业成本	13,958	14,408	15,252	16,726	18,371
销售费用	5,487	6,179	6,407	6,971	7,636
管理费用	962	1,083	1,137	1,243	1,359
研发费用	34	34	36	40	44
财务费用	86	174	166	170	154
资产、信用减值损失	77	100	115	133	151
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	32	20	9
营业利润	2,055	2,204	2,566	2,881	3,231
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	2,568	2,883	3,233
所得税	457	530	642	721	808
净利润	1,581	1,653	1,926	2,162	2,425
少数股东损益	169	124	190	202	216
归属于母公司净利润	1,412	1,529	1,737	1,960	2,209
每股收益（元）	1.16	1.26	1.43	1.62	1.82

主要财务比率					
	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
成长能力					
营业收入	13.6%	6.5%	6.5%	9.7%	9.9%
营业利润	9.0%	7.3%	16.4%	12.3%	12.2%
归属于母公司净利润	11.9%	8.3%	13.6%	12.9%	12.7%
获利能力					
毛利率	38.2%	40.1%	40.5%	40.5%	40.6%
净利率	6.3%	6.4%	6.8%	7.0%	7.1%
ROE	15.4%	14.9%	15.1%	15.1%	15.2%
ROIC	14.7%	13.6%	13.2%	13.1%	13.3%
偿债能力					
资产负债率	56.7%	59.3%	56.0%	54.8%	53.6%
净负债率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
流动比率	1.08	1.26	1.36	1.40	1.46
速动比率	0.74	0.90	1.00	1.03	1.07
营运能力					
应收账款周转率	11.3	11.3	11.4	11.4	11.5
存货周转率	3.7	3.4	3.3	3.4	3.3
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	1.43	1.62	1.82
每股经营现金流	4.58	3.48	1.51	2.60	2.75
每股净资产	8.09	8.85	10.14	11.30	12.60
估值比率					
市盈率	21.7	20.0	17.6	15.6	13.8
市净率	3.1	2.9	2.5	2.2	2.0
EV/EBITDA	10.0	8.7	8.1	7.2	6.4
EV/EBIT	11.7	10.5	9.1	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。