

盈利稳健提升，开拓增量市场

—益丰药房 2025 年三季度点评

核心观点

- 事件：**公司 25 年前三季度实现收入 172.9 亿元（同比+0.4%），归母净利润 12.2 亿元（同比+10.3%），扣非归母净利润 11.9 亿元（同比+8.8%），**盈利稳健提升**。
- 零售药店行业增速放缓，中成药内卷竞争激烈。**根据医药魔方 PharmaBI 数据库，MAT25Q3（24Q4-25Q3），中国实体零售药房销售规模达 4701 亿元（同比+0.7%），市场规模扩张速度持续放缓。从销售结构看，中成药 1849 亿元（同比-5.1%），西药 2852 亿元（同比+4.8%），中成药高同质化内卷竞争激烈。
- 精细运营成效初显，净利率有所提升。**在行业下行周期，公司经营策略从规模扩张转向效益提升，25 年前三季度新开门店 422 家（其中加盟店 285 家，直营店 137 家），关闭门店 440 家，净减少门店 18 家。截至 25Q3 末，加盟店占比达 27.9%，较 24 年底同比+2.0pct。在对部分门店降租或关停处理的同时提高加盟店占比，使得销售费用中的房租和人工同比下降，在行业下行周期成功实现经营效益提升，25 年前三季度毛利率 40.4%（同比持平），净利率 7.6%（同比+0.7pct），行业龙头地位进一步巩固。
- 以创新中药养生为切入点，开拓非药和服务增量市场。**7 月，全资子公司恒修堂药业携创新单品、核心爆品和多元产品闪耀第五届医药流通贸易大会。首先，以“道地药材+数智工厂”为基础，打造“药材产地可视化、加工流程标准化、质检报告透明化”的“一物一码”体系，极大程度降低终端消费者的决策成本，为药店动销提供强信任背书；其次，差异化布局产品和赛道。核心爆品酒制蜂胶、红曲米主打高于行业基准的有效成分含量，成为高销量、高复购产品。酒黄精、酒艾蓉等开袋即食新品则主攻养生零食，快速打入大众市场。总的来看，中药养生赛道高度契合现代消费市场，有望引领中药产业高质量、普惠化发展，同时作为健康产品解决方案助力药店客群年轻化转型。

盈利预测与投资建议

- 根据公司 2025 年三季度报，我们维持 2025-2027 年每股收益分别为 1.43/1.62/1.82 元，根据可比公司维持给予 25 年 22 倍 PE，对应目标价 31.46 元，维持“买入”评级。

风险提示

医保和药品比价政策、应收账款回款不及时、行业竞争加剧、盈利能力下滑等风险

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	21.0	19.4	17.0	15.1	13.4
市净率	3.0	2.8	2.4	2.2	1.9

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

股价（2025 年 10 月 31 日）	24.42 元
目标价格	31.46 元
52 周最高价/最低价	28.45/21.81 元
总股本/流通 A 股（万股）	121,242/121,239
A 股市值（百万元）	29,607
国家/地区	中国
行业	医药生物
报告发布日期	2025 年 11 月 03 日

股价表现

	1 周	1 月	3 月	12 月
绝对表现%	-3.13	-0.93	4.2	5.85
相对表现%	-2.7	-0.93	-9.66	-13.42
沪深 300%	-0.43	0	13.86	19.27



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

精细运营盈利优化，新零售增长可期：—— 2025-09-19
一益丰药房 2025 年中报点评
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

附表：财务报表预测与比率分析

资产负债表						利润表					
单位:百万元	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E	单位:百万元	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
货币资金	3,566	3,579	4,655	6,128	7,717	营业收入	22,588	24,062	25,616	28,114	30,907
应收票据、账款及款项融资	2,150	2,153	2,369	2,598	2,827	营业成本	13,958	14,408	15,252	16,726	18,371
预付账款	141	303	258	271	333	销售费用	5,487	6,179	6,407	6,971	7,636
存货	3,808	4,528	4,513	4,923	5,539	管理费用	962	1,083	1,137	1,243	1,359
其他	2,463	5,292	5,557	5,599	5,657	研发费用	34	34	36	40	44
流动资产合计	12,129	15,856	17,351	19,518	22,072	财务费用	86	174	166	170	154
长期股权投资	6	0	6	6	6	资产、信用减值损失	77	100	115	133	151
固定资产	1,524	1,573	1,942	2,230	2,458	公允价值变动收益	0	0	0	0	0
在建工程	175	229	297	339	362	投资净收益	42	108	30	30	30
无形资产	471	483	496	505	515	其他	29	12	32	20	9
其他	9,832	9,834	9,810	10,068	10,248	营业利润	2,055	2,204	2,566	2,881	3,231
非流动资产合计	12,008	12,119	12,551	13,149	13,589	营业外收入	13	13	10	10	10
资产总计	24,137	27,975	29,902	32,667	35,661	营业外支出	30	34	8	8	8
短期借款	0	30	500	500	500	利润总额	2,038	2,182	2,568	2,883	3,233
应付票据及应付账款	8,171	9,492	9,184	10,294	11,490	所得税	457	530	642	721	808
其他	3,099	3,076	3,074	3,122	3,122	净利润	1,581	1,653	1,926	2,162	2,425
流动负债合计	11,269	12,598	12,758	13,916	15,112	少数股东损益	169	124	190	202	216
长期借款	134	0	0	0	0	归属于母公司净利润	1,412	1,529	1,737	1,960	2,209
应付债券	0	1,601	1,614	1,614	1,614	每股收益（元）	1.16	1.26	1.43	1.62	1.82
其他	2,286	2,382	2,381	2,381	2,381	主要财务比率					
非流动负债合计	2,420	3,983	3,995	3,995	3,995		2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
负债合计	13,689	16,581	16,752	17,910	19,106	成长能力					
少数股东权益	643	668	858	1,060	1,276	营业收入	13.6%	6.5%	6.5%	9.7%	9.9%
实收资本（或股本）	1,011	1,212	1,212	1,212	1,212	营业利润	9.0%	7.3%	16.4%	12.3%	12.2%
资本公积	3,800	3,647	3,651	3,651	3,651	归属于母公司净利润	11.9%	8.3%	13.6%	12.9%	12.7%
留存收益	4,973	5,693	7,429	8,834	10,416	获利能力					
其他	21	174	0	0	0	毛利率	38.2%	40.1%	40.5%	40.5%	40.6%
股东权益合计	10,447	11,394	13,150	14,757	16,554	净利率	6.3%	6.4%	6.8%	7.0%	7.1%
负债和股东权益总计	24,137	27,975	29,902	32,667	35,661	ROE	15.4%	14.9%	15.1%	15.1%	15.2%
现金流量表						ROIC	14.7%	13.6%	13.2%	13.1%	13.3%
单位:百万元	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E	偿债能力					
净利润	1,581	1,653	1,926	2,162	2,425	资产负债率	56.7%	59.3%	56.0%	54.8%	53.6%
折旧摊销	356	494	358	435	512	净负债率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
财务费用	86	174	166	170	154	流动比率	1.08	1.26	1.36	1.40	1.46
投资损失	(42)	(108)	(30)	(30)	(30)	速动比率	0.74	0.90	1.00	1.03	1.07
营运资金变动	918	502	(738)	306	106	营运能力					
其它	1,725	1,507	144	113	170	应收账款周转率	11.3	11.3	11.4	11.4	11.5
经营活动现金流	4,624	4,221	1,826	3,155	3,338	存货周转率	3.7	3.4	3.3	3.4	3.3
资本支出	(446)	(306)	(709)	(675)	(672)	总资产周转率	1.0	0.9	0.9	0.9	0.9
长期投资	(154)	(30)	69	(38)	1	每股指标（元）					
其他	(2,380)	(3,273)	(455)	(270)	(270)	每股收益	1.16	1.26	1.43	1.62	1.82
投资活动现金流	(2,980)	(3,609)	(1,095)	(983)	(942)	每股经营现金流	4.58	3.48	1.51	2.60	2.75
债权融资	78	1,346	36	25	(24)	每股净资产	8.09	8.85	10.14	11.30	12.60
股权融资	89	49	4	0	0	估值比率					
其他	(2,261)	(2,315)	304	(724)	(782)	市盈率	21.0	19.4	17.0	15.1	13.4
筹资活动现金流	(2,093)	(920)	344	(699)	(806)	市净率	3.0	2.8	2.4	2.2	1.9
汇率变动影响	0	0	-0	-0	-0	EV/EBITDA	9.7	8.5	7.9	7.0	6.2
现金净增加额	(450)	(308)	1,076	1,473	1,590	EV/EBIT	11.4	10.2	8.9	8.0	7.2

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。