

益丰药房 (603939.SH)

头部连锁药房，稳健运营扩张维持增长动力

优于大市

核心观点

2025 年前三季度收入端略有增长，利润增速表现较好。2025 年前三季度公司实现营业收入 172.86 亿元，同比增长 0.4%；归母净利润 12.25 亿元，同比增长 10.3%。单三季度来看，公司 25Q3 实现营业收入 55.64 亿元，同比增长 2.0%，增速环比有所回升；归母净利润 3.45 亿元，同比增长 10.1%。受益于闭店影响的出清以及行业竞争压力的初步缓解，公司在营收及利润端均有边际改善趋势，未来依然存在较大的改善空间。

费用率长期保持稳定，利润水平稳中有升。2025 年前三季度公司销售费用率 25.0% (-1.0pp)；管理费用率 4.7% (+0.3pp)；财务费用率 0.7% (-0.0pp)；研发费用率 0.1% (-0.0pp)，公司各项费用率近些年维持在较为均衡稳定的水平，主要得益于公司整体强大的精细化运营能力。公司 2025 年前三季度毛利率 40.4% (+0.0pp)，净利率 7.6% (+0.6pp)；分业务看，公司零售业务前三季度实现毛利率 42.0% (+0.6pp)，加盟及分销业务毛利率 10.9% (+2.1pp)；分产品看，公司中西成药毛利率 35.8% (+0.2pp)，中药毛利率 48.9% (-0.3pp)，非药毛利率 49.9% (+0.7pp)。随着公司对高毛利非药产品的重点布局，非药收入占比有望持续提升，带动公司整体毛利率优化。

精细化运营效果渐显，新零售体系建设巩固行业地位。居民医疗健康支出与老龄化共同推升需求，零售药房由“拼规模”转向“拼质量与效率”。同时，处方外流加速背景下，线下药店连锁化与行业集中度持续上行。公司深耕华中/华东/华北，直营+加盟并举，近年来加盟占比提升成为门店增长引擎。公司以“旗舰—区域中心—中/小型社区店”的舰群型门店网络协同发力，依托会员体系、数字化与 O2O/B2C 协同提升复购与黏性，毛利率、ROE 与单店效率位居行业前列，展现出行业领先的经营与成长韧性。

投资建议：公司为国内领先的连锁药房企业，在中南、华东、华南地区拥有较高市场份额，在行业转型的背景下，公司未来有望通过精细化运营以及新零售体系的发展进一步提升行业地位，维持收入与利润的稳健增长。我们预计公司 2025-2027 年营业收入 245.46/272.92/304.44 亿元，同比增速 2.0%/11.2%/11.5%；预计公司 2025-2027 年归母净利润 17.25/20.07/23.16 亿元，同比增速 12.8%/16.4%/15.4%，当前股价对应 PE=16.3/14.0/12.2 倍，首次覆盖，给予“优于大市”评级。

风险提示：行业政策风险、市场竞争加剧的风险、并购门店经营不达预期风险、公司快速发展人力资源摊薄的风险。

盈利预测和财务指标

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	22,588	24,062	24,546	27,292	30,444
(+/-%)	13.6%	6.5%	2.0%	11.2%	11.5%
归母净利润(百万元)	1412	1529	1725	2007	2316
(+/-%)	11.6%	8.3%	12.8%	16.4%	15.4%
每股收益(元)	1.40	1.26	1.42	1.66	1.91
EBIT Margin	9.1%	9.4%	10.2%	10.6%	10.9%
净资产收益率 (ROE)	14.4%	14.3%	14.5%	15.2%	15.8%
市盈率 (PE)	16.6	18.4	16.3	14.0	12.2
EV/EBITDA	16.3	17.7	16.4	14.6	13.1
市净率 (PB)	2.40	2.63	2.36	2.13	1.93

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

注：摊薄每股收益按最新总股本计算

公司研究·财报点评

医药生物·医药商业

证券分析师：陈曦炳 0755-81982939
chenxibing@guosen.com.cn
S0980521120001

证券分析师：彭思宇 0755-81982723
cnpengsiyu@guosen.com.cn
S0980521060003

联系人：贾瑞祥
021-60875137
jiaruixiang@guosen.com.cn

基础数据

投资评级	优于大市(维持)
合理估值	
收盘价	24.54 元
总市值/流通市值	29753/29752 百万元
52 周最高价/最低价	29.26/22.43 元
近 3 个月日均成交额	220.66 百万元

市场走势

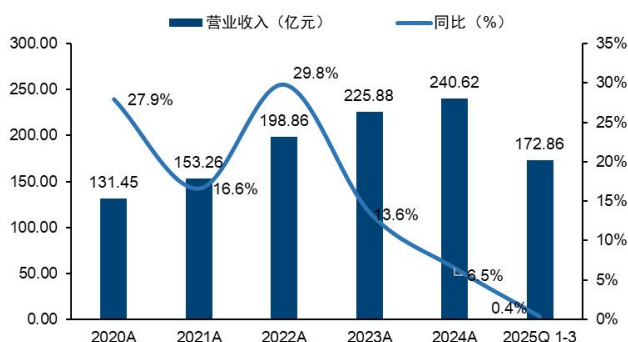


资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

相关研究报告

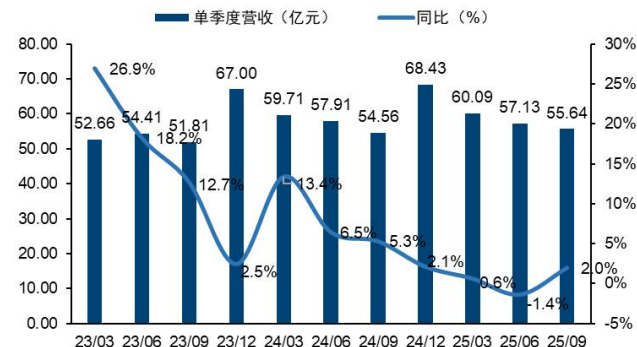
公司 2025 年前三季度收入端略有增长，利润增速表现较好。2025 年前三季度公司实现营业收入 172.86 亿元，同比增长 0.4%；归母净利润 12.25 亿元，同比增长 10.3%。单三季度来看，公司 25Q3 实现营业收入 55.64 亿元，同比增长 2.0%，增速环比有所回升；归母净利润 3.45 亿元，同比增长 10.1%。受益于闭店影响的出清以及行业竞争压力的初步缓解，公司在营收及利润端均有边际改善趋势，未来依然存在较大的改善空间。

图1：益丰药房营业收入及增速（单位：亿元、%）



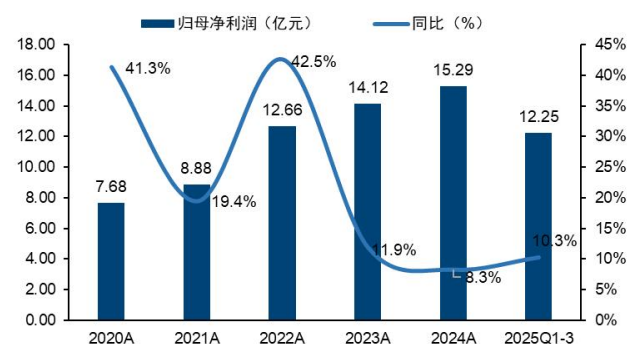
资料来源：公司公告，Wind，国信证券经济研究所整理

图2：益丰药房单季营业收入及增速（单位：亿元、%）



资料来源：公司公告，Wind，国信证券经济研究所整理

图3：益丰药房归母净利润及增速（单位：亿元、%）



资料来源：公司公告，Wind，国信证券经济研究所整理

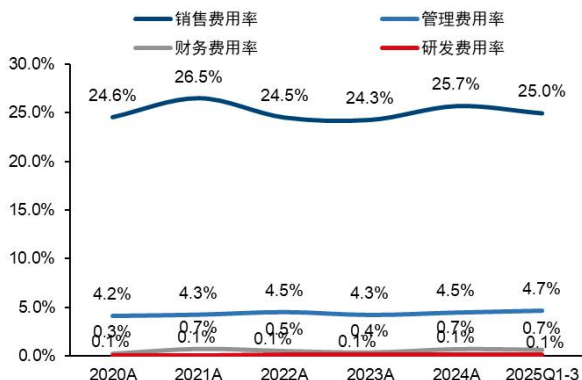
图4：益丰药房单季归母净利润及增速（单位：亿元、%）



资料来源：公司公告，Wind，国信证券经济研究所整理

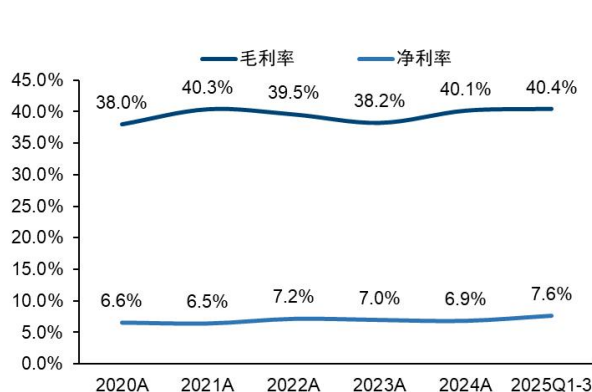
公司费用率长期保持稳定，利润水平稳中有升。2025 年前三季度公司销售费用率 25.0% (-1.0pp)；管理费用率 4.7% (+0.3pp)；财务费用率 0.7% (-0.0pp)；研发费用率 0.1% (-0.0pp)，公司各项费用率近些年维持在较为均衡稳定的水平，主要得益于公司整体强大的精细化运营能力。公司 2025 年前三季度毛利率 40.4% (+0.0pp)，净利率 7.6% (+0.6pp)；分业务看，公司零售业务前三季度实现毛利率 42.0% (+0.6pp)，加盟及分销业务毛利率 10.9% (+2.1pp)；分产品看，公司中西成药毛利率 35.8% (+0.2pp)，中药毛利率 48.9% (-0.3pp)，非药毛利率 49.9% (+0.7pp)。未来随着公司对高毛利非药产品的重点布局，非药收入占比有望持续提升，带动公司整体毛利率优化。

图5: 益丰药房费用率变化情况



资料来源: 公司公告, Wind, 国信证券经济研究所整理

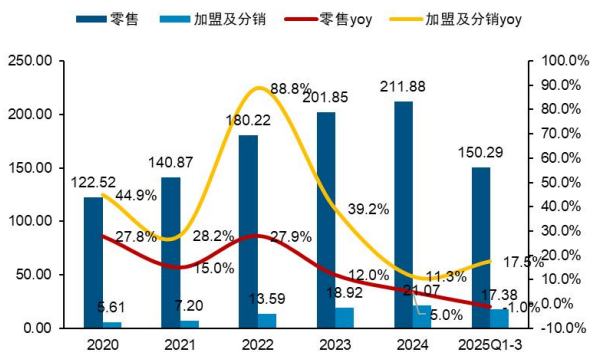
图6: 益丰药房毛利率、净利率变化情况



资料来源: 公司公告, Wind, 国信证券经济研究所整理

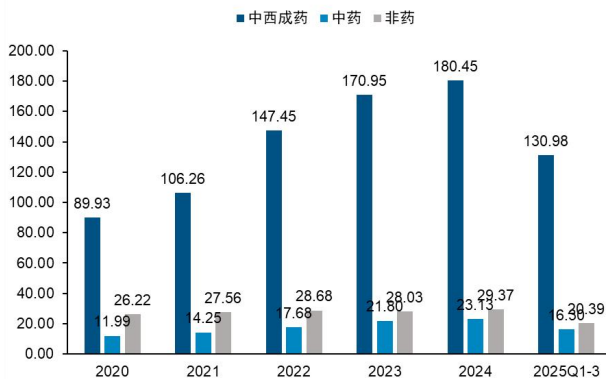
加盟及分销业务增速表现亮眼，药品目前依然为公司主要收入贡献来源。2025年前三季度公司零售业务收入 150.29 亿元，同比下降 1.0%；加盟及分销业务收入 17.38 亿元，同比增长 17.5%，主要受益于公司加盟门店数量的逐渐增加。分产品来看，公司 2025 年前三季度中西成药收入 130.98 亿元，同比增长 0.3%；中药收入 16.30 亿元，同比减少 1.2%；非药品收入 20.39 亿元，同比增长 4.0%。中西成药依然为公司收入主要来源，同时非药品类收入增速快于公司整体增速。

图7: 益丰药房营业收入按业务拆分 (2020-2025Q3)



资料来源: 公司公告, Wind, 国信证券经济研究所整理

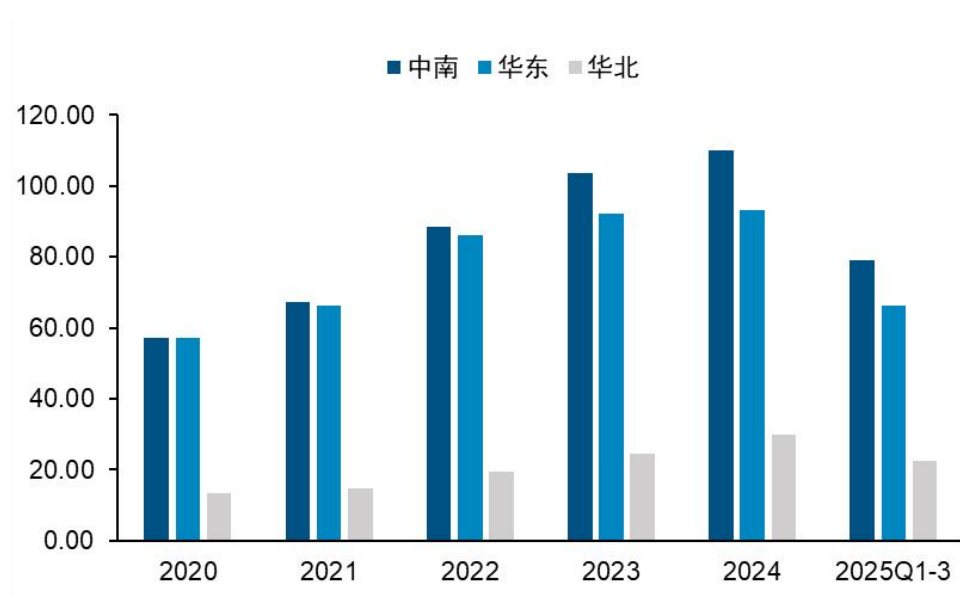
图8: 益丰药房营业收入按产品拆分 (2020-2025Q3)



资料来源: 公司公告, Wind, 国信证券经济研究所整理

中南及华北地区前三季度表现较好，华东地区收入规模出现同比下滑。分地区来看，2025 年前三季度公司中南地区收入 79.12 亿元，同比增长 1.7%；华东地区收入 66.12 亿元，同比下降 1.8%；华北地区收入 22.43 亿元，同比增长 4.0%。华北地区收入增速较快主要得益于公司整体门店结构的优化以及区域渗透深化，推动单店效能提升。

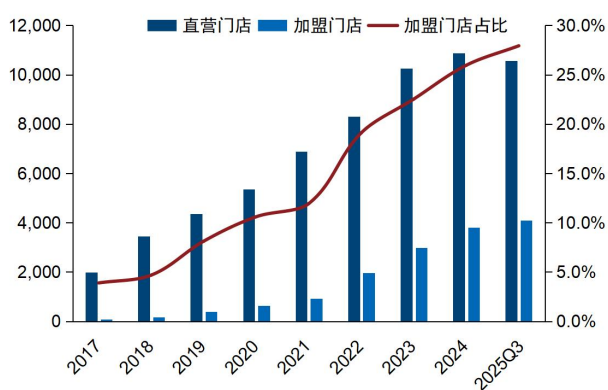
图9: 益丰药房分地区收入情况 (2020-2025Q3)



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

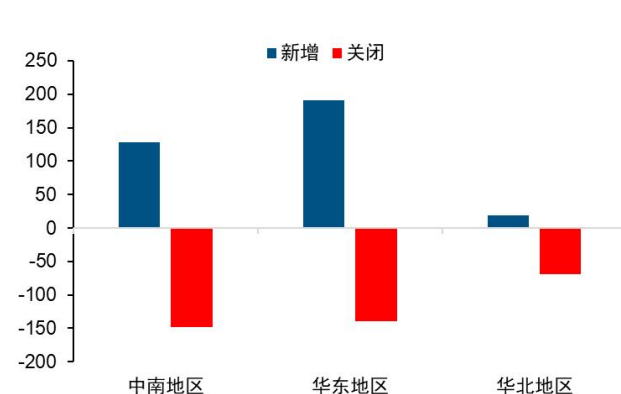
2025 前三季度公司门店总数略有下降。公司 2025 年三季度末共拥有门店总数 14666 家 (含加盟店 4097 家), 相较 2024 年末减少 18 家。分地区来看, 中南地区净闭店 20 家, 华东地区净开店 52 家, 华北地区净闭店 40 家。公司积极应对行业出清趋势, 调整门店扩张策略, 优化自身门店网络布局, 有望轻装上阵, 迎接行业转型下的新机遇。

图10: 益丰药房门店数量情况 (2020-2025Q3)



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

图11: 益丰药房 2025Q1-3 不同地区开闭店情况



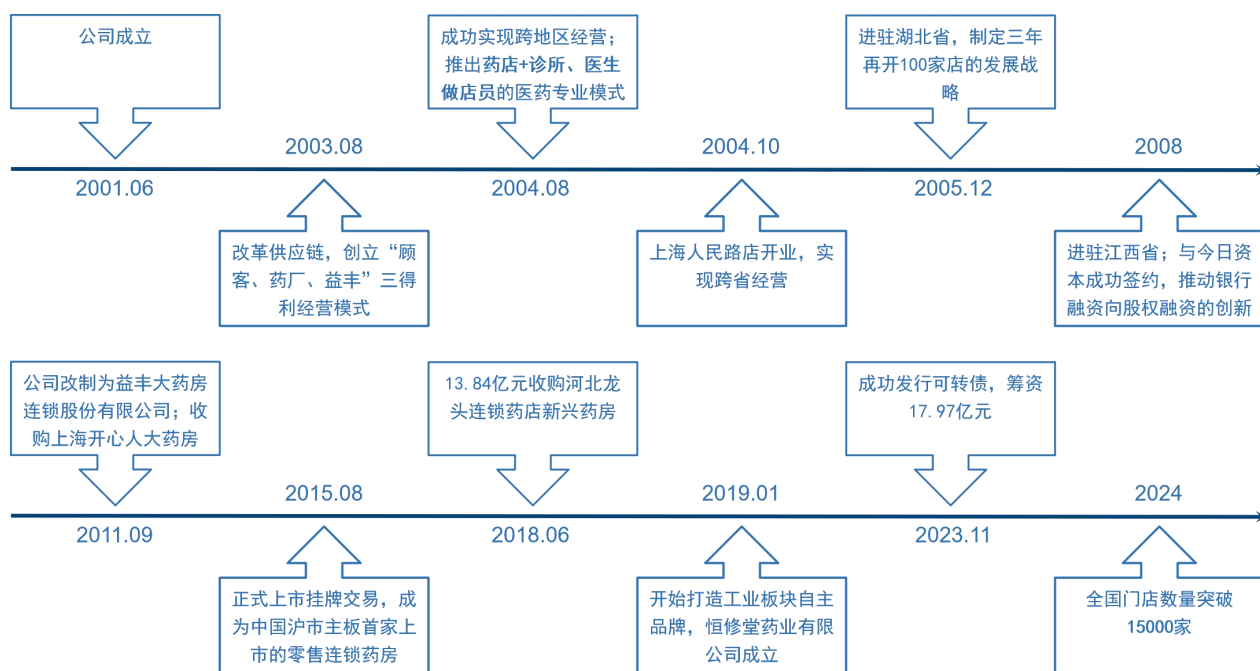
资料来源: 公司公告, Wind, 国信证券经济研究所整理

益丰药房：头部连锁药房，稳健运营扩张维持增长动力

公司概况

发展历程：经营区域不断拓展，融资能力与并购眼光卓群。益丰药房成立于 2001 年 6 月，先后在医药零售、医药批发、中药饮片生产销售以及互联网医院等大健康业态进行布局。2004 年，益丰大药房长沙朝阳店开业，成功实现跨地区经营；同年，益丰大药房上海人民路店开业，成功实现跨省经营；随后，公司陆续入驻湖北、江苏、江西、浙江等省份，业务覆盖范围逐步拓展。2008 年，公司与今日资本成功签约，推动银行融资向股权融资的模式创新；2011 年，公司改制，并全资收购上海开心人大药房；2015 年 8 月，公司在沪市主板挂牌上市；2018 年，公司以创行业记录的 13.84 亿元收购河北龙头连锁药店新兴药房；2023 年，公司发行可转债，成功筹资 17.97 亿元。二十余年来，公司通过稳健的内生+外延扩张，逐步发展为国内领先的头部连锁药房企业。截至 2025 年 9 月末，公司门店数量已超过 14666 家，服务会员 1.1 亿人，药品 SKU 超 70000 种。

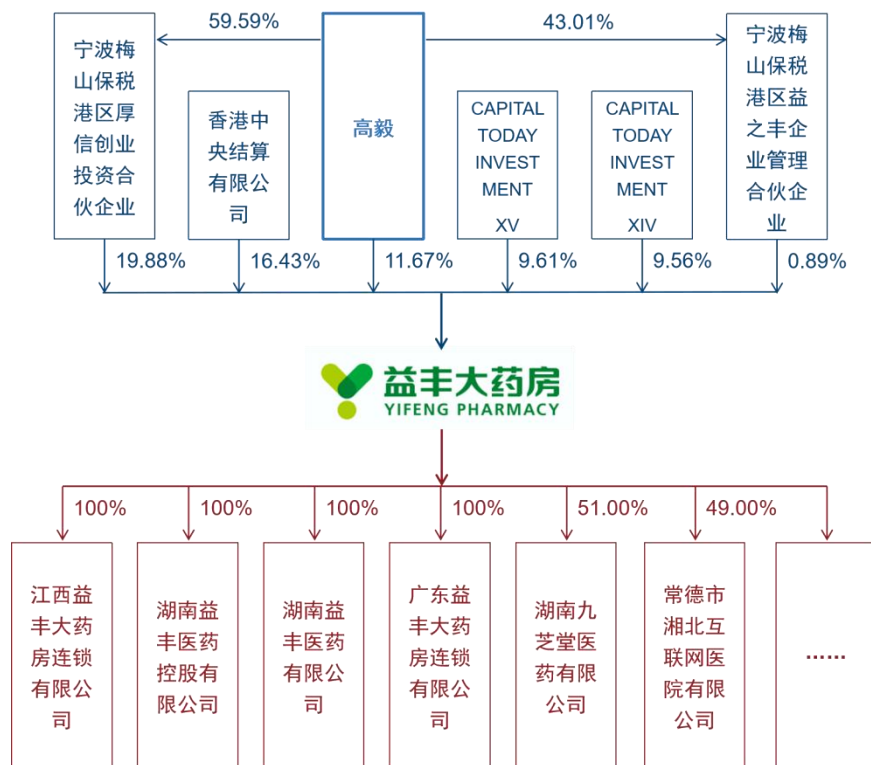
图12: 公司发展历程



资料来源：公司公告，公司官网，国信证券经济研究所整理

股权结构：公司实控人为董事长兼总经理高毅，直接持有公司 11.67% 股份，并通过厚信创投控制公司 19.88% 股份。公司持股结构清晰，股权集中，前十大股东合计持股占比超过 70%。

图13: 公司股权结构



资料来源：公司公告，Wind，国信证券经济研究所整理

公司高管：人员构成稳定，管理经验丰富。公司董事长高毅为公司创始人，曾任常德市鼎城区药材公司批发部经理、分公司经理，于2014年开始至今任公司董事长兼总裁。公司高管具备丰富的产业经验，对连锁品牌运营、产业研究及资本运营等领域造诣较深，带领公司长远稳健发展。

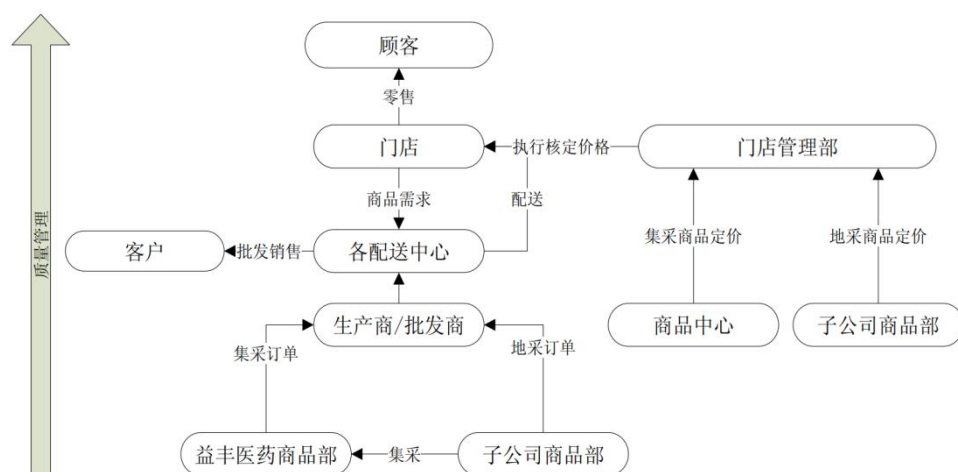
表1: 公司管理层

姓名	职务	任职日期	个人简介
高毅	董事长、总裁	2014	1968年10月出生，工商管理硕士，湖南省第十四届人大代表，益丰大药房连锁股份有限公司创始人，现任公司董事长、总裁。曾荣获“中国医药产业改革开放四十年功勋人物”、“中国药店十年最具影响力人物”，“中国连锁药店十大领军人物”、“第九届湖南十大杰出经济人物”、“湖南省医药行业十大百姓信赖企业家”等荣誉称号
高峰	董事	2014	1971年9月出生，大专学历，药师职称。现任公司董事，湖南峰高实业投资有限公司、湖南益丰医药控股有限公司总经理
柴敏刚	董事	2021	1969年2月出生，复旦大学经济学学士，美国加州大学国际关系硕士、芝加哥大学工商管理硕士。曾任韬睿咨询全球合伙人，中国区人力资本咨询负责人，韬睿惠悦中国区人力资本咨询负责人，永辉超市执行副总裁；现任上海恺杰企业管理咨询有限公司合伙人、总裁，广联达科技股份有限公司独立董事，公司董事
奚峰	董事	2024	1978年2月出生，华东政法大学法学学士、美国亚利桑那州立大学工商管理硕士。曾任复星集团高级法务总监、上海陆家嘴金融发展有限公司风控部总经理、陆家嘴国际信托有限公司董事，现任中民嘉业投资有限公司董事/首席风险官、上海嘉采医疗投资管理有限公司执行董事
杨嵘峰	董事	2024	1986年6月出生，香港大学学士。曾任香港普华永道会计师事务所会计师，今日资本（香港）有限公司的投后管理总监、合伙人；2023年2月至今，任Capital Today Group (HK) Limited 合伙人，现任公司董事
高佑成	执行总裁	2023	1968年2月出生，工商管理硕士。曾任常德市土产总公司上海分公司经理、党委副书记、常务副总经理；步步高商业连锁股份有限公司总部食品采购经理、购物广场副总经理；益丰大药房连锁股份有限公司董事、常务副总裁。现任公司职工代表董事、执行总裁
顾伟	常务副总裁	2025	1979年1月出生，投资经济学学士。曾任苏宁易购通讯事业部总经理，苏宁华南区副总裁，苏宁通讯事业部总裁，苏宁线下运营总部总裁，苏宁零售云总裁，苏宁易购高级副总裁；海信集团副总裁。现任公司常务副总裁
王永辉	财务负责人	2018	1975年11月出生，管理科学与工程硕士，CGMA(全球特许管理会计师)。曾任广州银行内部审计、ABB（中国）有限公司财务主任、厦门ABB低压电器设备有限公司财务经理、北京ABB低压电器有限公司财务总监、北京利德华福电气技术有限公司首席财务官、久益环球（中国）投资有限公司财务商务副总裁。现任公司副总裁兼财务负责人
范炜	董事会秘书	2020	1981年07月出生，硕士学位。曾任中兴通讯股份有限公司投资者关系经理、中联重科股份有限公司投资者关系室主任、中泰证券股份有限公司机械行业分析师、顺丰控股股份有限公司投资者关系副总监。现任公司董事会秘书

资料来源：公司公告，Wind，国信证券经济研究所整理

业务概述：国内领先的药品零售连锁，具备完善的仓储物流及销售体系。公司主要从事药品、保健品、医疗器械以及与健康相关日用便利品等的连锁零售业务，主要经营模式包括商品采购、物流配送、仓储管理以及门店销售等业物流流程。公司在湖南、湖北、江苏、上海、广西等省份均建立了现代化物流中心，旗下所有门店的商品均由公司物流中心自主配送。公司销售模式分为零售业务、加盟配送与分销以及医药电商三类。

图14：公司主要经营模式



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

国内覆盖省份逐步扩张，近年来门店规模整体呈现快速增长。公司聚焦区域发展战略，已在中南、华东地区的市场取得领先地位，同时不断深化长三角都市圈网格布局，加快构建新的超级区域。公司坚持“区域聚焦，稳健扩张”发展战略，在重点区域密集开店。2018-2024 年门店数量复合增速达到 26.3%。截至 2025 年 9 月末，公司门店总数已经达到 14666 家，相较 2024 年末略有下降。

图15：公司门店覆盖范围及地区门店数量情况（截至 25Q3）



资料来源：公司官网，国信证券经济研究所整理

图16：公司门店数量情况（2018-2025Q3）



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

公司发行可转债，募集资金进行增效项目的建设。益丰转债于 2024 年 3 月开始进行网上申购，发行规模 17.97 亿元，主要用于分拣加工中心、医药库房、数字化平台升级项目以及新建连锁药店项目的建设等等。项目主要目的在于降低各个区域门店运营的升本，提升配送效率，以及依托数据科学技术增强公司数据分析及价值挖掘的能力，提升管理水平。

表2: 公司发行可转债募集资金主要用途

项目名称	项目投资总额（万元）	拟投入募集资金（万元）	项目目标
江苏二期、湖北医药分拣加工中心及河北医药库房建设项目	43900.23	43202.15	适应医药智慧物流发展需求，提高物流仓储配送能力，支撑公司业务规模扩张；将助力公司完善公司全国物流仓储配送网络以及供应链系统智慧化升级转型，大幅提升产品的存储能力、分拣能力和物流配送效率，为中南、华东、华北区域内门店配送提高覆盖能力，有效解决公司因近年业务快速扩张导致仓储物流场地不足的问题
益丰数字化平台升级项目	8064.20	8064.20	实现“以顾客为中心”数字化转型战略，打造医药零售产业新模式，提升公司管理效率；实现公司物流、数据流、资金流的一体化管理，不断提升公司管理效率，保障各门店及分支机构高效有序运转，降低管理成本。此外，数字化平台利用大数据分析模型，能敏捷洞察大众客户的个性化需求，为公司管理层提供科学准确的信息，提高公司核心竞争力
新建连锁药店项目	201468.36	128476.89	新建连锁药店进一步促进实现规模效益，提高综合竞争力，保持公司市场领先地位；提升公司销售规模，并促使采购规模随之上升，增强公司对上游药品生产及批发企业议价能力，从而在与供应商合作中获得主动权，通过经营规模效应促进公司降低采购成本，提升盈利水平。

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

行业现状：由规模扩张至质量竞争的深度转型期

药房承接了医药健康产品刚性需求，渠道渗透率领先。随着老龄化进程加快以及居民将康消费意识不断增强，大众对医疗保健领域的消费需求持续增加。据国家统计局数据，我国居民人均医疗保健消费支出由 2013 年的 912 元/每年迅速提升至 2024 年的 2547 元/每年，对应 2013-2024 年 CAGR 为 9.8%。根据中康产业研究院的统计，2024 年我国医药健康产品购买渠道中，线下药房以 85.3% 的渗透率位居第一，其次为 B2C、O2O 等新零售渠道以及医疗机构渠道。

图17: 我国居民人均医疗保健消费支出情况（2013-2024）



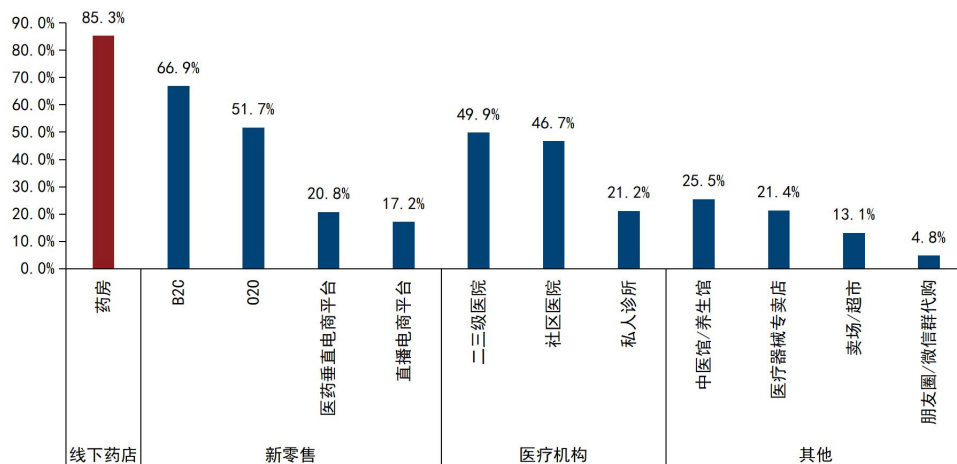
资料来源：国家统计局，国信证券经济研究所整理

图18: 我国 65 岁及以上人口数量及占比情况（2013-2024）



资料来源：国家统计局，国信证券经济研究所整理

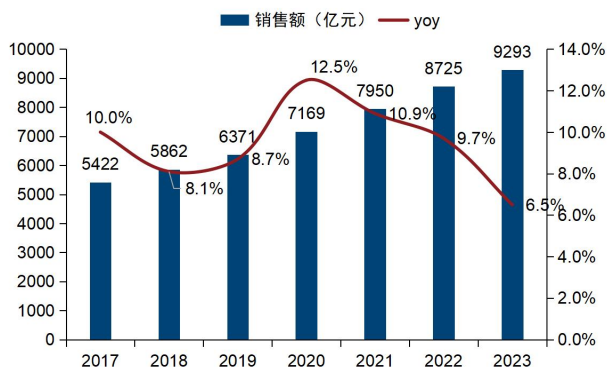
图19: 2024 年医药健康产品购买渠道渗透率



资料来源：中康产业研究院，国信证券经济研究所整理

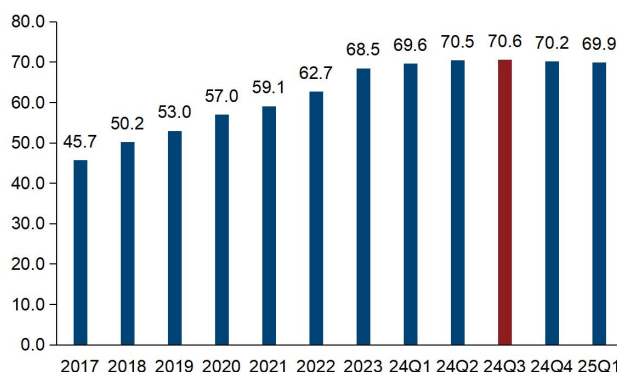
短期：市场规模增速下滑，线下药房门店数量开始减少，行业进入转型期。根据米内网的统计，2023 年我国零售药店市场规模（含线下药房及网上药店）为 9293 亿元，同比增长 6.5%，增速近几年呈现明显下滑趋势。由于行业增速放缓、线上平台的冲击以及政策监管的变动，我国零售药店数量增长停滞，自 24Q3 末 70.6 万家的高点以来，数量已减少至 25Q1 末的 69.9 万家。

图20: 中国线上及线下药店零售规模（2017-2023）



资料来源：米内网，国信证券经济研究所整理

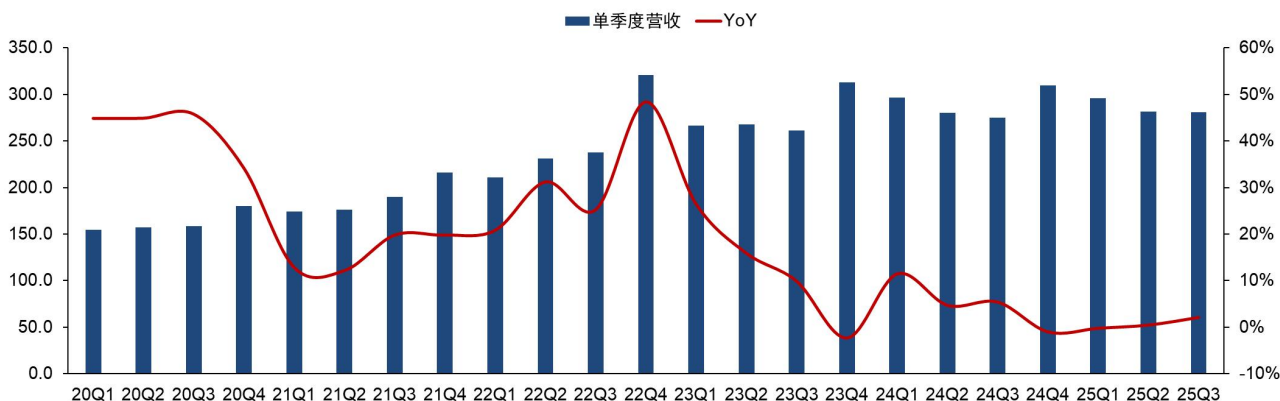
图21: 零售药店门店数量（2017-2025Q1）



资料来源：中康药店通，国信证券经济研究所整理

行业增长失速背景下，连锁药房上市公司收入及利润亦有所承压。A 股上市连锁药房企业的营业收入增速在近两年有所放缓。2025 年前三季度，8 家连锁药房企业营业收入合计 858.5 亿元，同比增长 0.74%，自 2022 年以来收入增速逐年下降（2022-2024 年营收同比增速分别为 30.44%/10.83%/4.86%）。从逐季的情况来看，单季度营业收入增速在 24Q4 出现同比下滑，在 25Q2 恢复同比增长；单季度净利润自 23Q4 起多个季度显著同比下滑，25Q2 恢复同比增长。上市连锁药房经营情况已经出现边际好转。

图22: A 股连锁药房上市企业单季度营收及同比增速情况（亿元，2020Q1-2025Q3）



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理 注：图中数据包含益丰药房、一心堂、漱玉平民、华人健康、第一医药、大参林、老百姓、健之佳 8 家 A 股上市公司

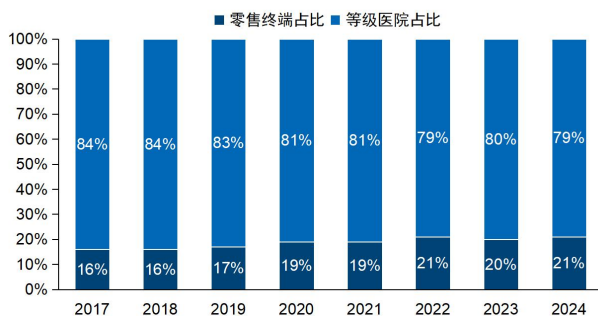
图23: A 股连锁药房上市企业单季度利润及同比增速情况（亿元，2020Q1-2025Q3）



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理 注：图中数据包含益丰药房、一心堂、漱玉平民、华人健康、第一医药、大参林、老百姓、健之佳 8 家 A 股上市公司

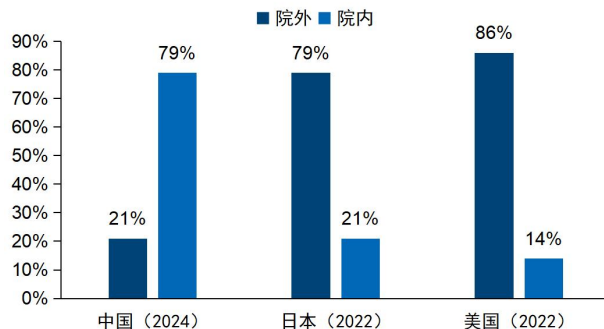
中远期：处方外流带来行业增长空间。在“医药分开”的背景下，处方外流为零售药店市场带来新的增量。自从 2023 年 2 月定点零售药房纳入门诊统筹后，处方外流的进展逐步取得成效。零售终端在处方药中的占比已经从 2017 年的 16% 提升至 2024 年的 21%，但与发达国家相比，仍有较大的提升空间。根据 IQVIA 及日本厚生劳动省的统计，2022 年美国及日本处方药院外占比分别为 79% 和 86%。

图24: 2017-2024 年中国处方药院内外占比情况



资料来源: 中康 CMH, 国信证券经济研究所整理

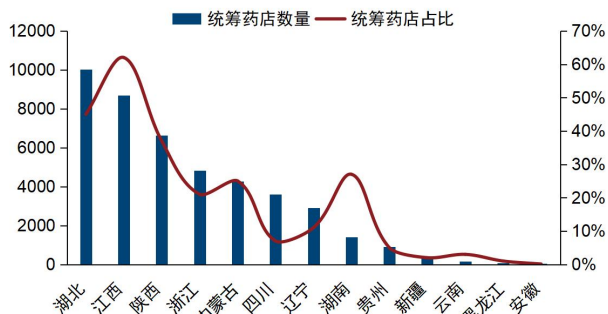
图25: 中、日、美处方药院内外市场占比



资料来源: 中康 CMH, 日本厚生劳动省, IQVIA, 国信证券经济研究所整理

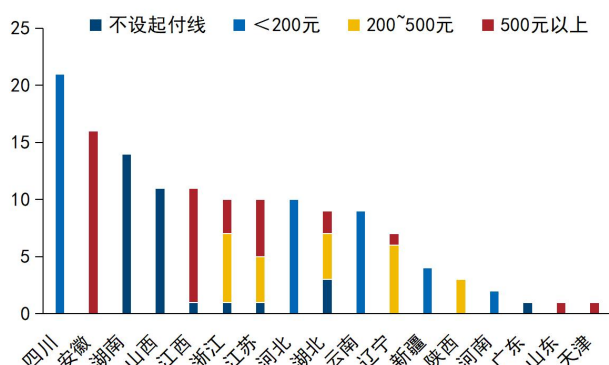
门诊统筹落地较快，但各地进展和起付线标准差别较大。据统计，门诊统筹政策出台后，截至 2023H1 末全国已有月 40000 多家药店纳入医保统筹管理，其中湖北、江西、陕西、浙江等地进展较快。从起付线标准来看，湖南、陕西、湖北等地政策较为友好，部分省份报销起付线超过 500 元。随着后续零售药店纳入门诊统筹管理的比例提升以及各地报销政策的不断出台和优化，预计将会切实提升一包供给能力，加速处方外流。

图26: 部分省份统筹药店数量及占比情况（截至 23H1 末）



资料来源: 中国药店, 国信证券经济研究所整理

图27: 统筹药店报销不同起付线范围的各省市地级市数量



资料来源: 中国药店, 国信证券经济研究所整理

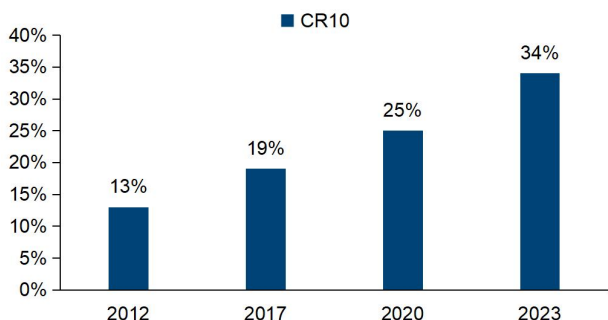
表3: 部分省份零售药店纳入门诊统筹政策梳理

省份	发布时间	纳入模式 / 要求	处方流转来源
安徽省	2023-05-11	“自愿申请、应纳尽纳、动态调整、有进有出”；申请药店需“进销存”系统、医保系统对接等（安徽省医保局）	定点医药机构开具处方 + 互联网医院复诊处方（安徽省医保局）
湖南省	2023-05-18	鼓励符合条件的定点零售药店自愿申请；“应纳尽纳”引导纳入（湖南省烟草专卖局）	定点医药机构处方 + 本省审批互联网医院电子处方（可能有约束）（湖南省烟草专卖局）
四川省	2023-03-01	鼓励符合条件的药店申请开通，需符合资质、管理规范、进销存系统且与医保系统对接（四川省人民政府）	定点医药机构处方 + 鼓励互联网医院（依托实体定点医疗机构）处方流转（四川省人民政府）
广东省	2023-05-04	扩大纳入范围，明确“门诊外配处方流转至药店的医保目录内药品均纳入”（广东省医疗保障局）	医药机构门诊外配处方流转至药店（广东省医疗保障局）

资料来源: 各省份政府官网, 国信证券经济研究所整理

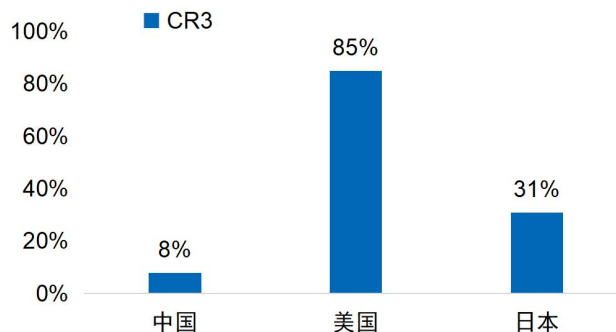
中远期：行业集中度和连锁化率上升，相较海外依然有较大提升空间。根据华经产业研究院的统计，2023 年我国连锁药房行业 CR10 为 34%，较 2012 年的 13% 有显著提升。2022 年连锁药房 CR3 为 8%，相较美国（85%）和日本（31%）差距明显。2024 年药店行业连锁化率为 57.56%，同比略有下降，相较于 2017 年的 50.50%整体呈现提升的趋势，但与美国 90%的连锁化率水平相差较大。预计后续大型医药零售企业将依托规模和品牌优势，在行业竞争中表现出强者恒强的态势。

图28：中国连锁药店行业 CR10



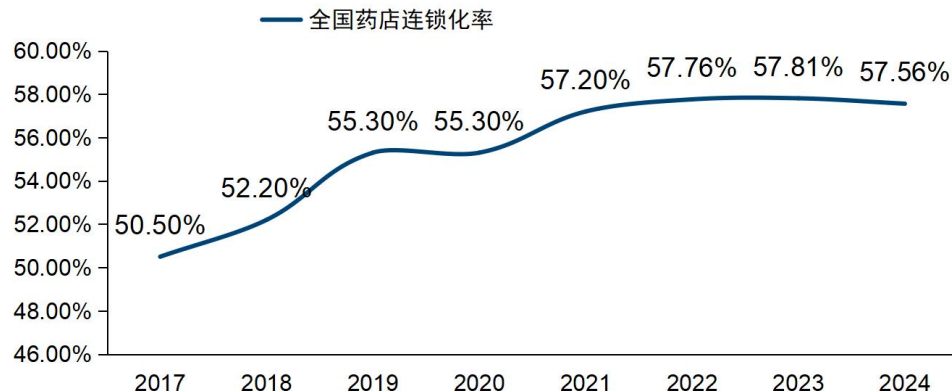
资料来源：华经产业研究院，国信证券经济研究所整理

图29：2022 年中、美、日连锁药店 CR3 对比



资料来源：华经产业研究院，国信证券经济研究所整理

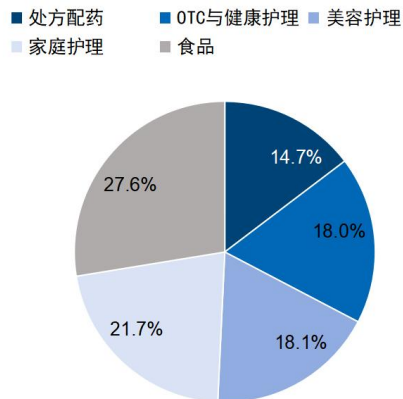
图30：全国药店连锁化率情况（2017-2024）



资料来源：国家药监局，国信证券经济研究所整理

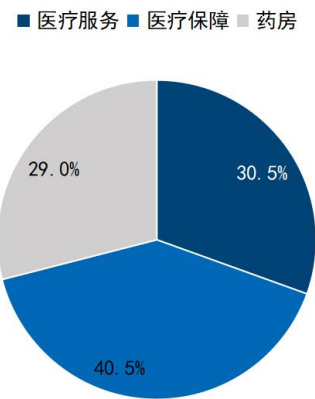
线上与线下融合，药品与非药并举，零售药房迎来发展新机遇。当前国家正推动零售药店向数智化、专业化、多元化和线上线下融合方向发展。零售药店通过完善管理制度和信息化建设，提升药品储存配送、用药指导及慢病管理能力，并拓展医药电商业务，利用互联网平台扩大服务范围。线上线下药品销售持续增长，服务内容不断丰富。2024 年 11 月，商务部等七部门发布政策，鼓励药店依法开展非药品销售和健康服务，实现多元化发展。日本药妆行业非药品销售占比高达 67.3%，美国 CVS 药店医疗服务和医保收入占比 71%，而我国药店非药品销售仅 18.6%，显示出我国药店在商品和服务多元化方面仍有巨大提升空间。

图31：2022 年日本药妆行业销售品类结构



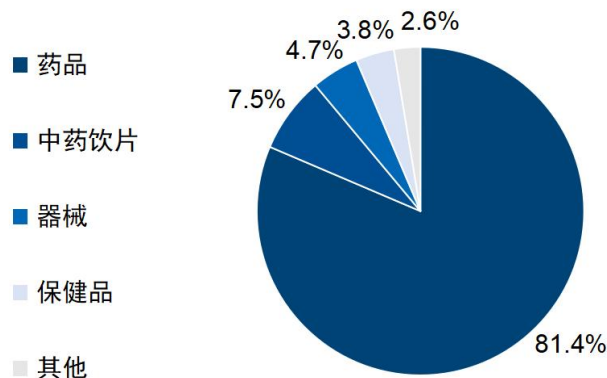
资料来源：日本连锁药店协会，国信证券经济研究所整理

图32：美国 CVS 药店 2024 年财报营业收入结构



资料来源：CVS 财报，国信证券经济研究所整理

图33：2024 年中国实体药店销售品类结构

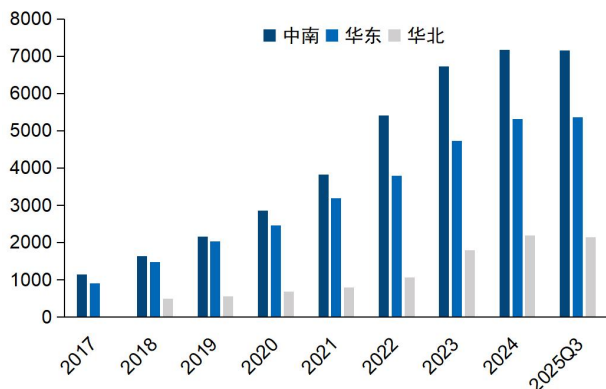


资料来源：米内网，国信证券经济研究所整理

益丰药房：精细化运营效果渐显，新零售体系建设巩固行业地位

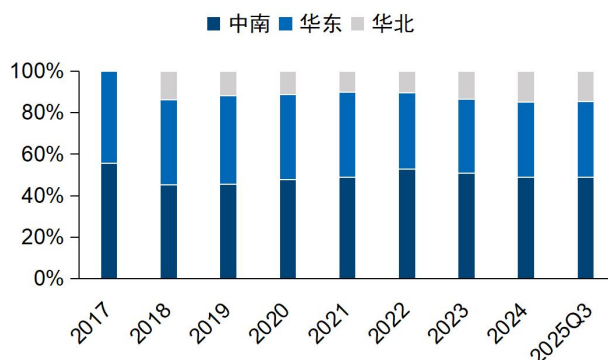
聚焦核心布局区域，新地区扩张节奏稳健。公司布局覆盖中南、华东、华北三大区的十个省市，以湖南、湖北、上海等省市为核心，同时不断拓展新的业务区域布局。截至 2025Q3 末，公司分别在中南、华东、华北地区拥有 7153、5367、2146 家门店，各自分别占比（48.8%、36.6%、14.6%）。随着公司门店网络布局范围扩展和核心区域的优势加强，未来公司有望在激烈的行业竞争中维持自身行业领先地位。

图34: 公司三大区域门店数量情况



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

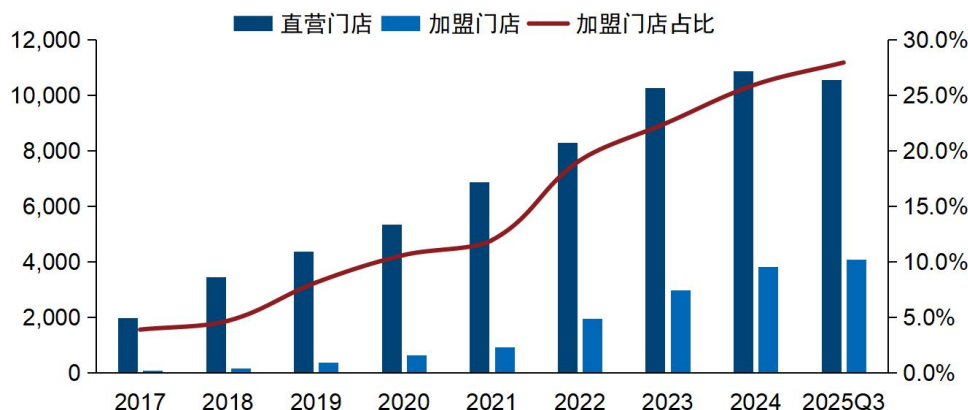
图35: 公司三大区域门店数量占比情况



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

加盟门店占比提升, 成为公司重要增长引擎。公司截至 2025Q3 末共有门店 14666 家, 其中直营门店 10569 家, 同比减少 2.8%; 加盟门店 4097 家, 同比增加 7.5%。公司加盟门店数量占比已经由 2017 年的 3.9% 迅速提升至 2025Q3 末的 27.9%, 成为公司重要的营收增长来源。

图36: 公司直营门店及加盟门店数量情况 (2017-2025Q3)



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

“舰群型”门店布局及“商圈定位法”选址模式打造公司优质门店网络。公司构建了以“旗舰店、区域中心店、中型社区店、小型社区店”为核心的“舰群型”门店布局体系, 通过不同层级门店的协同互补, 实现对城市商圈的深度覆盖与精准渗透: 旗舰店承担品牌展示与高附加值服务功能, 区域中心店强化区域辐射力, 中型与小型社区店则聚焦日常刚需与便捷服务, 形成“高-中-低”梯度互补的网络结构。选址模式依托“商圈定位法”, 基于大数据分析新进入城市的人口密度、消费能力与习惯, 结合客流测试系统与销售预测模型, 动态匹配不同商圈特征与门店类型, 实现选址精准化与效率最大化。截至 2025 年 6 月末, 公司拥有 23 家旗舰店、75 家区域中心店、866 家中型社区店以及 9717 家小型社区店。

表4: 公司不同层级直营门店数量级日均及月均坪效情况

数量(家)	2021	2022	2023	2024	2025H1
旗舰店	27	26	26	26	23
区域中心店	101	87	95	95	75
中型社区店	867	961	1023	1023	866
小型社区店	5882	7232	9120	9728	9717
日均坪效(元/平方米)	2021	2022	2023	2024	2025H1
旗舰店	136.87	157.30	146.53	140.78	131.51
区域中心店	48.39	68.24	70.95	58.55	60.16
中型社区店	58.39	63.98	60.18	55.41	53.92
小型社区店	58.71	58.30	60.81	50.31	53.48
月均坪效(元/平方米)	2021	2022	2023	2024	2025H1
旗舰店	4106.10	4719.00	4395.90	4223.40	3945.30
区域中心店	1451.70	2047.20	2128.50	1756.50	1804.80
中型社区店	1751.70	1919.40	1805.40	1662.30	1617.60
小型社区店	1761.30	1749.00	1824.30	1509.30	1604.40

资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

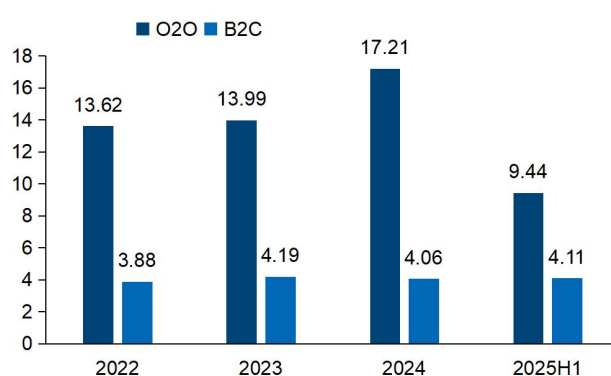
新零售体系加速建设, O2O 及 B2C 渠道收入贡献提升。公司益丰药房持续推进以会员、大数据、互联网医疗和健康管理为核心的医药新零售体系建设, 构建全渠道、全场景、全生命周期的健康服务生态。截至 2025 年 9 月 30 日, 公司已实现 O2O 模式覆盖超 10,000 家直营门店, 形成以各省物流仓、市中心仓店及院边店为支撑的立体化履约网络, 并通过微信小程序、官方旗舰店及美团、京东到家等第三方平台打通 B2C 渠道; 2025H1 公司线上业务(含 O2O 与 B2C)实现销售收入超 13.55 亿元, 其中 O2O 收入占比超 70%, B2C 收入持续增长, 主要聚焦慢病用药等长尾需求。公司累计建档会员达 1.1 亿人, 会员销售占比稳定在 84.93%, 依托数字化处方流转平台与慢病管理服务, 深化医、药、险协同闭环。

图37: 公司互联网业务收入及增速情况(2021-2025H1)



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

图38: 公司 O2O 及 B2C 收入情况(2022-2025H1)



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

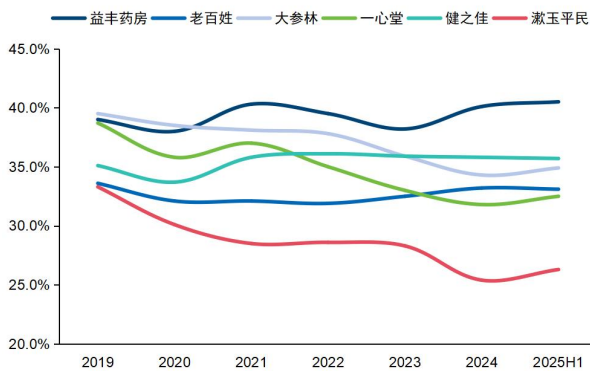
盈利能力及单店表现处行业领先地位。公司凭借强大的精细运营能力, 实现了在行业中名列前茅的业绩及经营指标表现。2024 年全年公司毛利率、归母净利润增长以及 ROE 均位居 A 股连锁药房公司首位, 营收增速、资产负债率以及单店年均收入等指标亦处行业领先水平。

表5: A 股主要上市连锁药房公司 2024 年业绩及经营数据

公司简称	益丰药房	老百姓	大参林	一心堂	健之佳	漱玉平民
证券代码	603939.SH	603883.SH	603233.SH	002727.SZ	605266.SH	301017.SZ
营业收入（亿元）	240.62	223.58	264.97	180.00	92.83	95.70
yoy	6.5%	-0.4%	8.0%	3.6%	2.2%	4.1%
毛利率	40.1%	33.2%	34.3%	31.8%	35.8%	25.4%
归母净利润（亿元）	15.29	5.19	9.15	1.14	1.28	-1.89
yoy	8.3%	-44.1%	-21.6%	-79.2%	-69.1%	-241.9%
经营活动现金流净额（亿元）	42.21	20.26	31.06	17.21	5.09	4.89
ROE	14.9%	7.8%	13.3%	1.5%	4.5%	-8.7%
资产负债率	59.3%	66.0%	69.2%	54.5%	73.8%	77.1%
门店数量（家）	14684	15277	16533	11498	5486	4438
单店年均收入（万元）	163.87	146.35	160.27	156.55	169.21	215.64

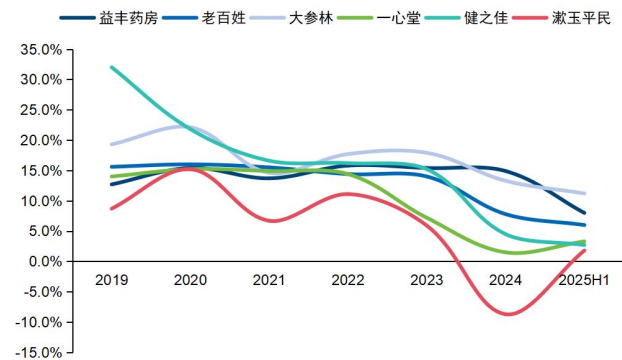
资料来源：Wind，各公司公告，国信证券经济研究所整理

图39: A 股主要上市连锁药房公司毛利率情况比较



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图40: A 股主要上市连锁药房公司 ROE 情况比较



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

盈利预测

假设前提

我们的盈利预测基于以下假设条件：

零售：近年来公司零售业务受到行业政策环境等外部因素影响，增速有所下滑。作为公司的核心业务，公司未来将有望通过门店布局网络的优化、运营效率提升，在行业转型、集中度提升的背景下收获新的增长空间。2025 年前三季度公司零售业务收入 150.29 亿元，同比减少 1.0%，主要受到上半年同比表现较差的影响；毛利率 41.98%，同比增长 0.55pp。预计公司零售业务 2025-2027 年营业收入 211.88/233.07/256.37 亿元，同比增长 0.0%/10.0%/10.0%，毛利率分别为 41.9%/42.4%/42.9%。

加盟及分销：公司加盟店数量持续增长，占比不断提升，过去几年在收入与利润端实现了较快增长。2025 年前三季度公司加盟及分销业务收入 17.38 亿元，同比增长 17.5%；毛利率 10.88%，同比增长 2.10pp。预计公司加盟及分销业务 2025-2027 年营业收入 24.76/29.71/36.39 亿元，同比增长 17.5%/20.0%/22.5%，毛利率分别为 9.9%/10.4%/10.9%。

表6：公司收入及毛利预测（单位：百万元）

	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入	19886.40	22588.23	24062.15	24545.96	27292.25	30443.57
yoy	29.8%	13.6%	6.5%	2.0%	11.2%	11.5%
毛利	7860.83	8630.63	9653.84	9932.95	11122.68	12466.55
毛利率	39.5%	38.2%	40.1%	40.5%	40.8%	40.9%
分业务收入						
1、零售	18022.49	20185.08	21187.95	21187.95	23306.745	25637.42
yoy	27.9%	12.0%	5.0%	0.0%	10.0%	10.0%
毛利	7288.59	7991.49	8770.74	8876.68	9880.8815	10997.157
毛利率	40.4%	39.6%	41.4%	41.9%	42.4%	42.9%
2、加盟及分销	1359.29	1892.48	2107.08	2475.82	2970.98	3639.45
yoy	88.8%	39.2%	11.3%	17.5%	20.0%	22.5%
毛利	128.74	177.17	166.07	244.65	308.43	396.03
毛利率	9.5%	9.4%	7.9%	9.9%	10.4%	10.9%
3、其他业务	504.62	510.67	767.12	882.19	1014.52	1166.70
yoy	-2.8%	1.2%	50.2%	15.0%	15.0%	15.0%
毛利	443.50	461.97	717.03	811.62	933.36	1073.36
毛利率	87.9%	90.5%	93.5%	92.0%	92.0%	92.0%

资料来源：Wind，公司公告，国信证券经济研究所预测

综上所述，预计公司 2025-2027 年营收 245.46/272.92/304.44 亿元，同比 +2.0%/+11.2%/+11.5%；毛利率 40.5%/40.8%/40.9%，毛利 99.33/111.23/124.67 亿元。

未来三年业绩预测

表7: 未来三年盈利预测（单位：百万元）

	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	22588	24062	24546	27292	30444
营业成本	13958	14408	14613	16170	17977
销售费用	5487	6179	6136	6823	7611
管理费用	962	1083	1173	1275	1389
研发费用	34	34	32	35	40
财务费用	86	174	23	2	-34
营业利润	2055	2204	2488	2896	3342
利润总额	2055	2204	2488	2896	3342
归母净利润	1412	1529	1725	2007	2316
摊薄 EPS（元）	1.40	1.26	1.42	1.66	1.91
ROE	14.4%	14.3%	14.5%	15.2%	15.8%

资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理预测

销售费用率：随着门店结构的不断优化，公司销售费用率在 2025 年前三季出现下降趋势，但行业目前依然处于出清阶段，公司后续业务调整、布局扩张以及数字化营销等方面依然需要销售费用支撑，预计后续公司销售费用率将维持在较为稳定的水平。预计 2025-2027 年销售费用率为 25.00%/25.00%/25.00%。

管理费用率：公司提质增效战略效果已初见成效，管理效率逐步提升，预计 2025-2027 年管理费用率为 4.70%/4.60%/4.50%。

研发费用率：公司研发投入主要集中在数字化平台建设、非药创新产品研发等项目，整体投入规模可控。预计 2025-2027 年研发费用率为 0.13%/0.13%/0.13%。

按上述假设条件，我们得到公司 2024-2026 年营收 245.46/272.92/304.44 亿元，同比 +2.0%/+11.2%/+11.5%；归母净利润 17.25/20.07/23.16 亿元，同比 +12.8%/+16.4%/+15.4%；每股收益 1.42/1.66/1.91 元；ROE 14.5%/15.2%/15.8%。

盈利预测敏感性分析

考虑以下三种情况对公司经营情况的影响分析，乐观假设与悲观假设在现有预测基础上下浮动 10%。

表8: 情景分析（单位：百万元）

	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
乐观预测					
营业收入	22,588	24,062	24,594	27,621	31,129
yoy	13.6%	6.5%	2.2%	12.3%	12.7%
归母净利润	1412	1529	3380	3897	4485
yoy	11.6%	8.3%	121.1%	15.3%	15.1%
EPS（元）	1.40	1.26	2.79	3.21	3.70
中性预测					
营业收入	22,588	24,062	24,546	27,292	30,444
yoy	13.6%	6.5%	2.0%	11.2%	11.5%
归母净利润	1412	1529	1725	2007	2316
yoy	11.6%	8.3%	12.8%	16.4%	15.4%
EPS（元）	1.40	1.26	1.42	1.66	1.91
悲观预测					
营业收入	22,588	24,062	24,498	26,964	29,766
yoy	13.6%	6.5%	1.8%	10.1%	10.4%
归母净利润	1412	1529	186	283	373
yoy	11.6%	8.3%	-87.9%	52.5%	31.9%
EPS（元）	1.40	1.26	0.15	0.23	0.31

资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理预测

估值与投资建议

考虑公司的业务特点，我们采用绝对估值和相对估值两种方法来估算公司的合理价值区间。

绝对估值：399.19~477.69 亿元

未来 10 年估值假设条件见下表：

表9：公司盈利预测假设条件

	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E	2031E	2032E	2033E	2034E
营业收入增长率	2.01%	11.19%	11.55%	7.50%	7.50%	5.00%	5.00%	2.50%	2.50%	2.50%
营业成本/营业收入	59.53%	59.25%	59.05%	58.95%	58.85%	58.75%	58.65%	58.55%	58.45%	58.35%
管理费用/营业收入	4.70%	4.60%	4.50%	4.45%	4.40%	4.35%	4.30%	4.25%	4.20%	4.15%
研发费用/营业收入	0.13%	0.13%	0.13%	0.13%	0.13%	0.13%	0.13%	0.13%	0.13%	0.13%
销售费用/销售收入	25.00%	25.00%	25.00%	24.80%	24.60%	24.40%	24.20%	24.00%	23.80%	23.60%
营业税及附加/营业收入	0.40%	0.40%	0.40%	0.40%	0.40%	0.40%	0.40%	0.40%	0.40%	0.40%
所得税税率	25.00%	25.00%	25.00%	25.00%	25.00%	25.00%	25.00%	25.00%	25.00%	25.00%
股利分配比率	30.00%	35.00%	40.00%	45.00%	50.00%	50.00%	50.00%	50.00%	50.00%	50.00%

资料来源：Wind，国信证券经济研究所预测

表10：资本成本假设

无杠杆 Beta	1.05	T	25.00%
无风险利率	2.50%	Ka	8.91%
股票风险溢价	6.75%	有杠杆 Beta	1.02
公司股价	23.24	Ke	9.41%
发行在外股数	1212	E/(D+E)	90.66%
股票市值(E)	28177	D/(D+E)	9.34%
债务总额(D)	2901	WACC	8.90%
Kd	5.30%	永续增长率（10年后）	0.5%

资料来源：国信证券经济研究所假设

根据以上主要假设条件，采用 FCFF 估值方法，得出公司股票价格区间为 32.93~39.40 元，对应市值区间为 399.19~477.69 亿元。

表11：鱼跃医疗 FCFF 估值表（单位：百万元）

	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E	2031E	2032E	2033E	TV
EBIT	2,493.4	2,880.2	3,305.0	3,668.9	4,068.6	4,402.3	4,759.2	5,017.8	5,286.3	5,565.2	
所得税税率	25.00%	25.00%	25.00%	25.00%	25.00%	25.00%	25.00%	25.00%	25.00%	25.00%	
EBIT*(1-所得税税率)	1,870.0	2,160.1	2,478.8	2,751.7	3,051.5	3,301.7	3,569.4	3,763.3	3,964.8	4,173.9	
折旧与摊销	210.7	251.2	284.5	316.9	346.7	373.2	396.4	417.4	437.6	457.5	
营运资金的净变动	(263.8)	495.5	579.9	490.0	529.4	444.3	468.6	346.2	356.2	366.5	
资本性投资	(601.0)	(551.0)	(501.0)	(451.0)	(401.0)	(351.0)	(301.0)	(301.0)	(301.0)	(301.0)	
FCFF	1,215.9	2,355.9	2,842.2	3,107.6	3,526.6	3,768.3	4,133.4	4,225.9	4,457.5	4,696.9	52,102.8
PV(FCFF)	1,109.8	1,962.7	2,161.2	2,156.8	2,234.1	2,178.9	2,181.5	2,035.7	1,959.9	1,885.0	20,909.8
核心企业价值	40,775.3										
减：净债务	(2,654.5)										
股票价值	43,429.8										
每股价值（元）	35.82										

资料来源：国信证券经济研究所预测

绝对估值敏感性分析：

该绝对估值对于 WACC 和永续增长率较为敏感，下表为敏感性分析。

表12：绝对估值相对折现率和永续增长率的敏感性分析（元）

		WACC 变化					
永续 增长 率变 化	35.82	8.6%	9.1%	9.56%	10.1%	10.6%	
	2.0%	45.95	42.52	39.55	36.96	34.67	
	1.5%	43.95	40.86	38.15	35.77	33.66	
	1.0%	42.22	39.40	36.92	34.72	32.76	
	0.5%	40.70	38.11	35.82	33.78	31.94	
	0.0%	39.36	36.97	34.84	32.93	31.20	
	-0.5%	38.17	35.94	33.95	32.16	30.53	
	-1.0%	37.10	35.02	33.15	31.46	29.92	

资料来源：国信证券经济研究所分析

相对估值：327.66~344.90 亿元

公司为国内连锁药房企业领先企业，我们选择同属于连锁药房行业的老百姓、大参林、一心堂、健之佳作为可比公司。以 2025 年 11 月 7 日股价为基础，四家可比公司 2025 年平均 PE 为 17.15 倍（Wind 一致预期），考虑到公司出色的运营能力、多方面领先的财务表现以及业务转型的积极进展，我们给予益丰药房 2025 年 19.00~20.00 倍 PE，合理市值为 327.66~344.90 亿元，对应目标价 27.03~28.45 元。

表13：可比公司估值表

代码	公司简称	股价 25/11/6	总市值 亿元	归母净利润（亿元）				PE				ROE (24A)	PEG (25E)	投资评级
				24A	25E	26E	27E	24A	25E	26E	27E			
603883.SH	老百姓	16.94	128.56	5.19	6.67	7.86	9.01	24.77	19.27	16.35	14.26	7.9%	-4.91	无评级
603233.SH	大参林	18.02	205.22	9.15	11.54	13.47	15.54	22.43	17.79	15.24	13.21	13.3%	0.85	无评级
002727.SZ	一心堂	13.43	78.65	1.14	5.20	5.91	6.71	68.90	15.13	13.30	11.72	1.5%	0.88	无评级
605266.SH	健之佳	20.75	32.07	1.28	1.96	2.42	2.80	25.03	16.40	13.26	11.45	4.6%	1.88	无评级
	平均							35.28	17.15	14.54	12.66	6.8%	-	
603939.SH	益丰药房	23.24	281.77	15.29	17.25	20.07	23.16	18.43	16.34	14.04	12.17	14.3%	1.55	优于大市

资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理 注：除益丰药房外均为 Wind 一致预测

投资建议：公司为国内领先的连锁药房企业，在中南、华东、华南地区拥有较高市场份额，在行业转型的背景下，公司未来有望通过精细化运营以及新零售体系的发展进一步提升行业地位，维持收入与利润的稳健增长。我们预计公司 2025-2027 年营业收入 245.46/272.92/304.44 亿元，同比增速 2.0%/11.2%/11.5%；预计公司 2025-2027 年归母净利润 17.25/20.07/23.16 亿元，同比增速 12.8%/16.4%/15.4%，当前股价对应 PE=16.3/14.0/12.2 倍。综合两种估值方法，我们认为公司合理市值区间为 327.66~344.90 亿元，较当前有 16.3%~22.4%溢价空间。首次覆盖，给予“优于大市”评级。

风险提示

估值的风险

- ◆ 我们采取了绝对估值和相对估值方法，多角度综合得出公司的合理估值在 327.66~344.90 亿元之间，但该估值是建立在相关假设前提基础上的，特别是对公司未来几年自由现金流的计算、加权平均资本成本（WACC）的计算、TV 的假定和可比公司的估值参数的选定，都融入了很多个人的判断，进而导致估值出现偏差的风险，具体来说：
- ◆ 可能由于对公司收入和利润增长率估计偏乐观，导致未来 10 年自由现金流计算值偏高，从而导致估值偏乐观的风险；
- ◆ 加权平均资本成本（WACC）对公司绝对估值影响非常大，我们在计算 WACC 时假设无风险利率为 2.5%、风险溢价 6.5%，可能仍然存在对该等参数估计或取值偏低、导致 WACC 计算值偏低，从而导致公司估值高估的风险；
- ◆ 我们假定未来 10 年后公司 TV 增长率为 0.5%，公司所处行业可能在未来 10 年后发生较大的不利变化，公司持续成长性实际很低或负增长，从而导致公司估值高估的风险；
- ◆ 相对估值方面：我们选取了与公司业务相近的老百姓、大参林、一心堂、健之佳的相对估值指标进行比较，选取了可比公司 2025 年平均 PE 作为相对估值的参考，最终给予公司 2025 年 PE 为 19.00~20.00 倍，可能未充分考虑市场及该行业整体估值偏高的风险。

盈利预测的风险

- ◆ 我们假设公司未来 3 年收入同比+2.0%/+11.2%/+11.5%，可能存在对公司产品销量及价格预计偏乐观、进而高估未来 3 年业绩的风险；
- ◆ 我们预计公司未来 3 年毛利率分别为 40.5%/40.8%/40.9%，可能存在对公司成本估计偏低、毛利高估，从而导致对公司未来 3 年盈利预测值高于实际值的风险。

行业政策风险

我国药品零售行业的发展深受国家政策影响。随着行业监管标准的不断提升，企业的经营与管理面临更高要求。新医改的持续推进，包括公立医院改革、药品零差率、两票制及医保门诊统筹等政策的落实，使行业监管愈加严格。若企业未能及时根据政策变化优化管理体系和运营模式，可能面临一定的经营风险。

市场竞争加剧的风险

我国医药零售行业整体市场集中度仍然偏低，竞争格局较为激烈。近年来，大型连锁药店通过自建门店和并购整合等方式不断扩张，跨区域布局加快，行业集中度呈上升趋势。资本、品牌及供应链能力突出的全国性和区域性连锁企业迅速崛起，竞争态势日益加剧。同时，基层医疗体系的完善以及互联网和移动终端购物模式的普及，进一步推动了消费习惯的转变。尽管公司凭借多年积累在品牌影响力、渠道资源和供应商关系方面具备一定优势，并在中南、华东、华北市场形成领先地位，但面对行业集中化和市场竞争加剧的趋势，如何保持区域优势并持续

提升市场份额与盈利能力，仍是公司亟需应对的挑战。

并购门店经营不达预期的风险

在行业加速并购整合的背景下，公司确立了“新开+并购+加盟”相结合的扩张战略。尽管前期并购项目整体达成预期，但其盈利能力仍受政策环境、市场需求及内部管理等多重因素影响。若未来出现重大政策变动、消费者行为转变或其他不可抗力因素，并购门店的经营表现可能低于预期，从而引发商誉减值风险，对公司业绩及股东利益造成不利影响。

公司快速发展人力资源摊薄的风险

专业化的管理团队与优质的客户服务是公司持续健康、高效运营的关键支撑。在企业快速发展过程中，若在人才引进与培养方面未能满足业务扩张的需求，或在人力资源管理、任用及储备环节出现偏差导致核心人才流失，均可能对公司未来的规模增长与经营绩效产生不利影响。

财务预测与估值

资产负债表（百万元）						利润表（百万元）					
	2023	2024	2025E	2026E	2027E		2023	2024	2025E	2026E	2027E
现金及现金等价物	3566	3579	3849	5142	6709	营业收入	22588	24062	24546	27292	30444
应收款项	2587	2602	2634	2906	3217	营业成本	13958	14408	14613	16170	17977
存货净额	3808	4528	4510	4874	5295	营业税金及附加	89	95	98	109	122
其他流动资产	538	740	736	819	913	销售费用	5487	6179	6136	6823	7611
流动资产合计	12129	15856	16436	18748	21440	管理费用	962	1083	1173	1275	1389
固定资产	1699	1801	2192	2508	2728	研发费用	34	34	32	35	40
无形资产及其他	471	483	465	446	428	财务费用	86	174	23	2	(34)
投资性房地产	9832	9834	9834	9834	9834	投资收益	42	108	3	3	3
长期股权投资	6	0	0	0	0	资产减值及公允价值变动	(73)	(102)	15	15	0
资产总计	24137	27975	28927	31537	34431	其他收入	80	76	(32)	(35)	(40)
短期借款及交易性金融负债	1458	1367	1300	1300	1300	营业利润	2055	2204	2488	2896	3342
应付款项	8171	9492	9149	10112	11238	营业外净收支	(17)	(21)	0	0	0
其他流动负债	1640	1739	1745	1930	2145	利润总额	2038	2182	2488	2896	3342
流动负债合计	11269	12598	12194	13342	14683	所得税费用	457	530	622	724	835
长期借款及应付债券	134	1601	1601	1601	1601	少数股东损益	169	124	142	165	190
其他长期负债	2286	2382	2432	2482	2532	归属于母公司净利润	1412	1529	1725	2007	2316
长期负债合计	2420	3983	4033	4083	4133	现金流量表（百万元）					
负债合计	13689	16581	16227	17425	18816	净利润	1412	1529	1725	2007	2316
少数股东权益	643	668	767	874	988	资产减值准备	17	30	33	17	15
股东权益	9804	10726	11933	13238	14627	折旧摊销	219	272	211	251	284
负债和股东权益总计	24137	27975	28927	31537	34431	公允价值变动损失	73	102	(15)	(15)	0
关键财务与估值指标						财务费用	86	174	23	2	(34)
每股收益	1.40	1.26	1.42	1.66	1.91	营运资本变动	(127)	605	(264)	496	580
每股红利	0.41	0.78	0.43	0.58	0.76	其它	102	17	66	90	100
每股净资产	9.70	8.85	9.84	10.92	12.06	经营活动现金流	1696	2554	1756	2846	3295
ROIC	14.83%	15.77%	19%	22%	26%	资本开支	0	(269)	(601)	(551)	(501)
ROE	14.40%	14.25%	14%	15%	16%	其它投资现金流	(1581)	(2776)	(300)	(300)	(300)
毛利率	38%	40%	40%	41%	41%	投资活动现金流	(1581)	(3040)	(901)	(851)	(801)
EBIT Margin	9%	9%	10%	11%	11%	权益性融资	0	6	0	0	0
EBITDA Margin	10%	11%	11%	11%	12%	负债净变化	(95)	(134)	0	0	0
收入增长	14%	7%	2%	11%	12%	支付股利、利息	(417)	(951)	(517)	(703)	(926)
净利润增长率	12%	8%	13%	16%	15%	其它融资现金流	362	2663	(67)	0	0
资产负债率	59%	62%	59%	58%	58%	融资活动现金流	(661)	498	(584)	(703)	(926)
股息率	1.5%	3.4%	1.8%	2.5%	3.3%	现金净变动	(547)	13	270	1293	1567
P/E	16.6	18.4	16.3	14.0	12.2	货币资金的期初余额	4113	3566	3579	3849	5142
P/B	2.4	2.6	2.4	2.1	1.9	货币资金的期末余额	3566	3579	3849	5142	6709
EV/EBITDA	16.3	17.7	16.4	14.6	13.1	企业自由现金流	0	2320	1216	2356	2842
						权益自由现金流	0	4849	1131	2354	2867

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

免责声明

分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

国信证券投资评级

投资评级标准	类别	级别	说明
报告中投资建议所涉及的评级（如有）分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 到 12 个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的 6 到 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A 股市场以沪深 300 指数（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.CSI）为基准；香港市场以恒生指数（HSI.HI）作为基准；美国市场以标普 500 指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。	股票 投资评级	优于大市	股价表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	股价表现介于市场代表性指数 $\pm 10\%$ 之间
		弱于大市	股价表现弱于市场代表性指数 10%以上
		无评级	股价与市场代表性指数相比无明确观点
	行业 投资评级	优于大市	行业指数表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	行业指数表现介于市场代表性指数 $\pm 10\%$ 之间
		弱于大市	行业指数表现弱于市场代表性指数 10%以上

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司

关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中所意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。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。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层

邮编：518046 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层

邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层

邮编：100032