

## 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

章钟涛 医药行业分析师  
执业编号: S1500524030003  
邮箱: zhangzhongtao@cindasc.com

#### 相关研究:

25H1 归母净利润稳健增长 10%，期待

25H2 业绩端边际改善

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

## 25 年持续优化经营质量，26 年期待重启门店扩张

2026 年 04 月 23 日

**事件:** 公司发布 2025 年年报及 2026 年一季报。①2025 年公司实现营业收入 244.33 亿元 (同比+1.54%)，归母净利润 16.78 亿元 (同比+9.81%)，扣非归母净利润 16.12 亿元 (同比+7.65%)。其中，2025Q4 单季度公司实现营业收入 71.47 亿元 (同比+4.44%)，实现归母净利润 4.54 亿元 (同比+8.58%)，扣非归母净利润 4.24 亿元 (同比+4.54%)。②2026Q1 公司收入 60.85 亿元 (同比+1.26%)，归母净利润 5 亿元 (同比+11.14%)，扣非归母净利润 4.93 亿元 (同比+12.57%)。

#### 点评:

- **经营管理效率持续提升，26Q1 归母净利率同比提升 0.73 个百分点：①25 年收入稳健增长，销售费用率下降 1.72 个百分点。** 在收入方面，2025 年中南地区收入 112.73 亿元 (同比增长 2.58%)，华东地区收入 93.4 亿元 (同比增长 0.19%)，华北地区收入 31.19 亿元 (同比增长 4.58%)。在利润方面，25 年公司归母净利润增速快于收入增速，主要系 25 年公司销售费用率下降约 1.72 个百分点 (25 年公司销售费用率为 23.96%)，25 年公司归母净利率提升 0.52 个百分点 (25 年公司归母净利率为 6.87%)。**②26Q1 中南地区收入增速超 5%，归母净利率提升 0.73 个百分点。** 在收入方面，25 年中南地区收入为 28.5 亿元 (同比增长 5.41%)，华东地区收入为 22.48 亿元 (同比下降 3.44%)，华北地区收入为 7.72 亿元 (同比下降 4.17%)。在利润方面，26Q1 公司毛利率提升 0.4 个百分点 (26Q1 公司毛利率为 40.04%)，而销售费用率下降约 1.04 个百分点 (26Q1 公司销售费用率为 22.49%)，公司归母净利率提升 0.73 个百分点 (26Q1 归母净利率为 8.21%)。
- **25 年门店净增 147 家，26Q1 门店较 25 年末净增 112 家：①25 年门店净增 147 家而直营店日均坪效同比提升 8%。** 25 年公司门店总数 14831 家 (净增 147 家门店)，其中直营门店 10518 家，而加盟店 4313 家。从门店变动上看，25 年全年公司新增门店 694 家 (其中自建 193 家，加盟 501 家)，而关闭门店 547 家。从直营店构成上看，中南地区门店 4859 家，华东地区门店 3964 家，而华北地区门店 1695 家。从坪效上看，25 年直营门店的日均坪效为 55.3 元/平方米 (同比提升 8%，24 年为 51.07 元/平方米)。**②26Q1 门店较 25 年末净增 112 家。** 26Q1 公司门店总数 14943 家 (较 25 年末净增门店 112 家)，其中直营门店 10516 家，而加盟店 4427 家。
- **25 年互联网业务收入近 30 亿元，26Q1 中药业务收入承压：①25 年中西成药业务增速 1.69%，而互联网业务收入近 30 亿元。** 从业务构成上看，25 年公司中西成药收入 183.5 亿元 (同比增长 1.69%)，毛利率下降 0.86 个百分点；中药收入 23.3 亿元 (同比增长 0.71%)，毛利率下降 0.89 个百分点；而非药品收入 30.54 亿元 (同比增长 3.96%)，毛利率提升 0.37 个百分点。若从线上业务上看，2025 年公司互联网业务全

年实现销售收入 29.93 亿元 (含税)，其中 O2O 实现销售收入 20.94 亿元 (含税)，B2C 实现销售收入 8.99 亿元 (含税)。**②26Q1 中西成药及非药业务均稳健增长，而中药业务下降约 13%**。从业务构成上看，26Q1 公司中西成药收入 46.1 亿元 (同比增长 1.73%)，毛利率提升 0.33 个百分点；中药收入 5.31 亿元 (同比下降 13.05%)，毛利率提升 0.2 个百分点；而非药品收入 7.28 亿元 (同比增长 4.93%)，毛利率下降 1.45 个百分点。

- **盈利预测：**我们预计公司 2026-2028 年营业收入分别为 264.6 亿元、289.05 亿元、315.73 亿元，同比增速分别约为 8%、9%、9%，实现归母净利润分别为 18.92 亿元、21.39 亿元、24.02 亿元，同比分别增长约 13%、13%、12%，对应当前股价 PE 分别约为 16 倍、14 倍、12 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	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
营业总收入(百万元)	24,062	24,433	26,460	28,905	31,573
增长率 YoY %	6.5%	1.5%	8.3%	9.2%	9.2%
归属母公司净利润 (百万元)	1,529	1,678	1,892	2,139	2,402
增长率 YoY%	8.3%	9.8%	12.7%	13.1%	12.3%
毛利率%	40.1%	39.4%	39.5%	39.4%	39.3%
净资产收益率ROE%	14.3%	14.4%	15.1%	15.7%	16.2%
EPS(摊薄)(元)	1.26	1.38	1.56	1.76	1.98
市盈率 P/E(倍)	19.59	17.84	15.83	14.00	12.47
市净率 P/B(倍)	2.79	2.57	2.38	2.20	2.02

资料来源: wind, 信达证券研发中心预测; 股价为 2026 年 4 月 23 日收盘价

资产负债表		单位:百万元				
会计年度	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E	
<b>流动资产</b>	15,856	16,826	19,869	23,583	26,785	
货币资金	3,579	3,081	4,686	6,768	8,271	
应收票据	0	0	0	0	0	
应收账款	2,124	1,961	2,053	2,238	2,441	
预付账款	303	146	160	175	192	
存货	4,528	4,637	4,929	5,299	5,713	
其他	5,322	7,001	8,042	9,103	10,169	
<b>非流动资产</b>	12,119	10,626	9,448	8,139	7,590	
长期股权投资	0	0	0	0	0	
固定资产(合计)	1,573	1,635	1,554	1,450	1,323	
无形资产	483	481	462	443	422	
其他	10,063	8,510	7,432	6,246	5,844	
<b>资产总计</b>	27,975	27,452	29,317	31,722	34,375	
<b>流动负债</b>	12,598	11,753	12,420	13,480	14,637	
短期借款	30	0	0	0	0	
应付票据	7,537	6,870	7,432	8,127	8,886	
应付账款	1,955	1,960	2,136	2,336	2,554	
其他	3,076	2,923	2,852	3,018	3,196	
<b>非流动负债</b>	3,983	3,321	3,419	3,519	3,619	
长期借款	0	0	0	0	0	
其他	3,983	3,321	3,419	3,519	3,619	
<b>负债合计</b>	16,581	15,073	15,839	17,000	18,256	
少数股东权益	668	744	909	1,095	1,304	
归属母公司股东权益	10,726	11,634	12,570	13,627	14,815	
<b>负债和股东权益</b>	27,975	27,452	29,317	31,722	34,375	

重要财务指标		单位:百万元				
会计年度	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E	
营业总收入	24,062	24,433	26,460	28,905	31,573	
同比(%)	6.5%	1.5%	8.3%	9.2%	9.2%	
归属母公司净利润	1,529	1,678	1,892	2,139	2,402	
同比(%)	8.3%	9.8%	12.7%	13.1%	12.3%	
毛利率(%)	40.1%	39.4%	39.5%	39.4%	39.3%	
ROE%	14.3%	14.4%	15.1%	15.7%	16.2%	
EPS(摊薄)(元)	1.26	1.38	1.56	1.76	1.98	
P/E	19.59	17.84	15.83	14.00	12.47	
P/B	2.79	2.57	2.38	2.20	2.02	

利润表		单位:百万元				
会计年度	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E	
<b>营业总收入</b>	24,062	24,433	26,460	28,905	31,573	
营业成本	14,408	14,817	16,020	17,519	19,156	
营业税金及附加	95	101	106	116	126	
销售费用	6,179	5,854	6,271	6,735	7,262	
管理费用	1,083	1,187	1,217	1,330	1,452	
研发费用	34	28	37	40	44	
财务费用	174	142	162	160	146	
减值损失合计	-100	-112	-105	-105	-105	
投资净收益	108	125	100	100	100	
其他	108	137	110	110	110	
<b>营业利润</b>	2,204	2,454	2,752	3,110	3,491	
营业外收支	-21	3	-10	-10	-10	
<b>利润总额</b>	2,182	2,456	2,742	3,100	3,481	
所得税	530	625	685	775	870	
<b>净利润</b>	1,653	1,831	2,056	2,325	2,611	
少数股东损益	124	153	165	186	209	
<b>归属母公司净利润</b>	1,529	1,678	1,892	2,139	2,402	
EBITDA	4,386	4,380	4,651	5,040	4,646	
EPS(当年)(元)	1.26	1.38	1.56	1.76	1.98	

现金流量表		单位:百万元				
会计年度	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E	
<b>经营活动现金流</b>	4,221	3,358	4,181	4,621	4,178	
净利润	1,653	1,831	2,056	2,325	2,611	
折旧摊销	2,148	1,963	1,748	1,780	1,019	
财务费用	174	150	216	227	230	
投资损失	-108	-125	-100	-100	-100	
营运资金变动	313	-506	191	324	353	
其它	42	45	69	65	65	
<b>投资活动现金流</b>	-3,609	-1,426	-1,436	-1,330	-1,330	
资本支出	-616	-299	-339	-230	-230	
长期投资	-248	297	-1,000	-1,000	-1,000	
其他	-2,745	-1,425	-97	-100	-100	
<b>筹资活动现金流</b>	-920	-2,480	-1,140	-1,209	-1,345	
吸收投资	6	2	0	0	0	
借款	-104	-30	0	0	0	
支付利息或股息	-308	-548	1,605	2,082	1,503	

## 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。

**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。

**李春辰**，医药研究员，中国药科大学本科，北京大学硕士，1年医药行业研究经历，2025年加入信达证券，主要覆盖创新药、新兴生物技术等领域。

## 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）；  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。