

益丰药房 (603939.SH)

增持 (维持)

提质增效成果显著，门店扩张重回正轨

公司发布 2025 年年报和 2026 年一季报：2025 年实现营业收入 244.33 亿元、归母净利润 16.78 亿元、扣非归母净利润 16.12 亿元，同比分别增长 1.54%、9.81%、7.65%。其中 2025 年 Q4 实现营业收入 71.47 亿元、归母净利润 4.54 亿元、扣非归母净利润 4.24 亿元，同比分别增长 4.44%、8.58%、4.54%。2026 年 Q1 实现营业收入 60.85 亿元、归母净利润 5.00 亿元、扣非归母净利润 4.93 亿元，同比分别增长 1.26%、11.14%、12.57%。

□ 收入端稳健修复，降本增效驱动盈利效率提升。收入端，在 2024 年主动关停逾千家门店带来的收入基数扰动下，2025 全年仍实现正增长，韧性凸显。分季度看，Q4 收入同比+4.44%、关店基数影响基本消化，2026 年一季度延续恢复态势，收入端回升趋势确立。分品类看，2025 年中西成药/中药/非药品收入同比分别+1.69%/+0.71%/+3.96%。分业务看，加盟及分销业务收入增速亮眼，2025 年同比+15.18%，2026Q1 同比+15.43%，持续为公司贡献增量。利润端，受益于门店降租和人效提升，销售费用率大幅优化至 23.96% (同比-1.72pct)，2025 年净利率提升至 7.49% (同比+0.63pct)。

□ 门店扩张重回正轨，市占率有望持续提升。2025 年公司新增门店 694 家 (自建 193 家、加盟 501 家)，关闭 547 家，净增 147 家；截至年末门店总数 14,831 家 (含加盟店 4,313 家)。相较于 2024 年大规模关店调整期 (关闭逾千家)，2025 年关店节奏明显放缓，门店网络已完成结构性优化。加盟模式贡献超七成新增门店，轻资产扩张路径清晰。2026Q1 门店扩张进一步提速，新增 142 家 (自建 28 家、加盟 114 家)，关闭 30 家，净增 112 家，门店总数达 14,943 家 (含加盟店 4,427 家)。

□ 线上新零售快速增长，专业化服务能力持续强化。2025 年公司线上业务实现销售收入 29.93 亿元 (含税)，同比增长约 40.7%，其中 O2O 实现 20.94 亿元 (同比+21.7%)，B2C 实现 8.99 亿元 (同比+121.4%)。专业化门店网络持续完善，拥有院边店 688 家、DTP 专业药房 316 家 (其中双通道门店 251 家)，自建诊所 145 家 (含中医馆 10 家)，自建互联网医院 10 余家，与近 200 家专业处方药供应商建立深度合作，执业药师达 13,240 人。

□ 盈利预测与投资建议：我们看好公司盈利效率持续提升，随着门店扩张重回良性增长，多元化经营带来新增长点，维持“增持”评级，预计 2026-2028 年归母净利润 19.39/21.94/24.35 亿元，对应 PE15/13/12x。

□ 风险提示：医保检查、竞争加剧、新零售拓展不及预期等风险。

财务数据与估值

会计年度	2024	2025	2026E	2027E	2028E
营业总收入(百万元)	24062	24433	26143	28758	31634
同比增长	7%	2%	7%	10%	10%
营业利润(百万元)	2204	2454	2842	3222	3582
同比增长	7%	11%	16%	13%	11%
归母净利润(百万元)	1529	1678	1939	2194	2435
同比增长	8%	10%	16%	13%	11%
每股收益(元)	1.26	1.38	1.60	1.81	2.01
PE	19.1	17.4	15.1	13.3	12.0
PB	2.7	2.5	2.3	2.1	1.9

资料来源：公司数据、招商证券

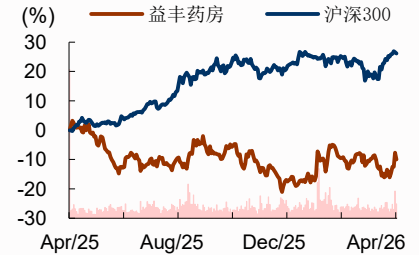
消费品/生物医药
目标估值：NA
当前股价：24.09 元

基础数据

总股本 (百万股)	1212
已上市流通股(百万股)	1212
总市值 (十亿元)	29.2
流通市值 (十亿元)	29.2
每股净资产 (MRQ)	10.0
ROE (TTM)	14.2
资产负债率	51.9%
主要股东	宁波梅山保税港区厚信创业
主要股东持股比例	19.88%

股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	3	-5	-13
相对表现	-4	-8	-39



资料来源：公司数据、招商证券

相关报告

- 《益丰药房 (603939) — 业绩稳中有进，提质增效战略显效》 2025-10-30
- 《益丰药房 (603939) — 盈利能力提升，下半年收入有望回归增长》 2025-09-03
- 《益丰药房 (603939) — 业绩韧性凸显，利润拐点可期》 2025-05-15

梁广楷 S1090524010001
lianguangkai@cmschina.com.cn
许菲菲 S1090520040003
xufeifei@cmschina.com.cn
方秋实 S1090523040003
fangqiushi@cmschina.com.cn

附：财务预测表

资产负债表

单位：百万元	2024	2025	2026E	2027E	2028E
流动资产	15856	16826	18013	20796	23797
现金	3579	3081	3728	5668	7741
交易性投资	4407	5854	5854	5854	5854
应收票据	0	0	0	0	0
应收款项	2124	1961	2098	2308	2539
其它应收款	478	501	537	590	649
存货	4528	4637	4950	5445	5989
其他	740	792	847	931	1025
非流动资产	12119	10626	10313	10026	9764
长期股权投资	0	0	0	0	0
固定资产	1573	1635	1893	2110	2293
无形资产商誉	5255	5252	4727	4254	3829
其他	5291	3739	3693	3662	3643
资产总计	27975	27452	28326	30822	33562
流动负债	12598	11753	11361	12433	13613
短期借款	30	0	50	50	50
应付账款	9492	8830	9426	10368	11405
预收账款	153	238	254	280	308
其他	2923	2685	1631	1735	1850
长期负债	3983	3321	3321	3321	3321
长期借款	0	0	0	0	0
其他	3983	3321	3321	3321	3321
负债合计	16581	15073	14681	15754	16933
股本	1212	1212	1212	1212	1212
资本公积金	3868	3872	3872	3872	3872
留存收益	5645	6550	7640	8864	10203
少数股东权益	668	744	921	1120	1341
归属于母公司所有者权益	10726	11634	12724	13949	15287
负债及权益合计	27975	27452	28326	30822	33562

现金流量表

单位：百万元	2024	2025	2026E	2027E	2028E
经营活动现金流	4221	3358	3043	3314	3560
净利润	1653	1831	2115	2393	2657
折旧摊销	537	501	863	837	812
财务费用	174	150	91	48	32
投资收益	(108)	(125)	(193)	(193)	(193)
营运资金变动	1978	1003	166	229	252
其它	(13)	(1)	0	0	0
投资活动现金流	(3609)	(1426)	(357)	(357)	(357)
资本支出	(683)	(323)	(550)	(550)	(550)
其他投资	(2926)	(1103)	193	193	193
筹资活动现金流	(920)	(2480)	(2038)	(1017)	(1129)
借款变动	(1916)	(531)	(1098)	0	0
普通股增加	202	(0)	0	0	0
资本公积增加	68	4	0	0	0
股利分配	(808)	(1152)	(849)	(969)	(1097)
其他	1534	(801)	(91)	(48)	(32)
现金净增加额	(308)	(548)	647	1939	2074

利润表

单位：百万元	2024	2025	2026E	2027E	2028E
营业总收入	24062	24433	26143	28758	31634
营业成本	14408	14817	15817	17398	19138
营业税金及附加	95	101	108	119	131
营业费用	6179	5854	6196	6787	7434
管理费用	1083	1187	1203	1294	1424
研发费用	34	28	30	33	36
财务费用	174	142	91	48	32
资产减值损失	(50)	(43)	(50)	(50)	(50)
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
其他收益	58	68	68	68	68
投资收益	108	125	125	125	125
营业利润	2204	2454	2842	3222	3582
营业外收入	13	38	38	38	38
营业外支出	34	35	35	35	35
利润总额	2182	2456	2844	3224	3585
所得税	530	625	729	831	928
少数股东损益	124	153	176	199	221
归属于母公司净利润	1529	1678	1939	2194	2435

主要财务比率

	2024	2025	2026E	2027E	2028E
年成长率					
营业总收入	7%	2%	7%	10%	10%
营业利润	7%	11%	16%	13%	11%
归母净利润	8%	10%	16%	13%	11%
获利能力					
毛利率	40.1%	39.4%	39.5%	39.5%	39.5%
净利率	6.4%	6.9%	7.4%	7.6%	7.7%
ROE	14.9%	15.0%	15.9%	16.4%	16.7%
ROIC	14.3%	14.5%	15.8%	16.6%	16.6%
偿债能力					
资产负债率	59.3%	54.9%	51.8%	51.1%	50.5%
净负债比率	4.9%	4.2%	0.2%	0.2%	0.1%
流动比率	1.3	1.4	1.6	1.7	1.7
速动比率	0.9	1.0	1.1	1.2	1.3
营运能力					
总资产周转率	0.9	0.9	0.9	1.0	1.0
存货周转率	3.5	3.2	3.3	3.3	3.3
应收账款周转率	11.3	12.0	12.9	13.1	13.1
应付账款周转率	1.6	1.6	1.7	1.8	1.8
每股资料(元)					
EPS	1.26	1.38	1.60	1.81	2.01
每股经营净现金	3.48	2.77	2.51	2.73	2.94
每股净资产	8.85	9.60	10.50	11.51	12.61
每股股利	0.65	0.70	0.80	0.90	1.00
估值比率					
PE	19.1	17.4	15.1	13.3	12.0
PB	2.7	2.5	2.3	2.1	1.9
EV/EBITDA	15.7	14.4	10.8	10.0	9.3

资料来源：公司数据、招商证券

分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

评级说明

报告中所涉及的投资评级采用相对评级体系，基于报告发布日后 6-12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期当地市场基准指数的市场表现预期。其中，A 股市场以沪深 300 指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 指数为基准。具体标准如下：

股票评级

强烈推荐：预期公司股价涨幅超越基准指数 20%以上

增持：预期公司股价涨幅超越基准指数 5-20%之间

中性：预期公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间

减持：预期公司股价表现弱于基准指数 5%以上

行业评级

推荐：行业基本面向好，预期行业指数超越基准指数

中性：行业基本面稳定，预期行业指数跟随基准指数

回避：行业基本面转弱，预期行业指数弱于基准指数

重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价，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。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。

本公司关联机构可能会持有报告所提到的公司所发行的证券头寸，且本公司或关联机构可能会就这些证券进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务，客户应当考虑到本公司可能存在影响本报告客观性的利益冲突。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。