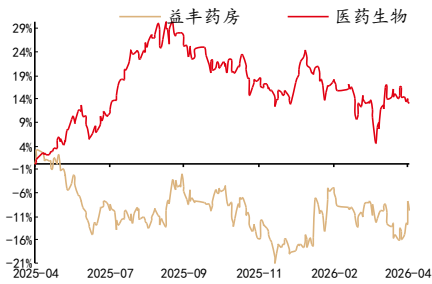




股票投资评级

买入 | 维持

个股表现



资料来源：聚源，中邮证券研究所

公司基本情况

最新收盘价(元)	24.09
总股本/流通股本(亿股)	12.12 / 12.12
总市值/流通市值(亿元)	292 / 292
52周内最高/最低价	28.40 / 21.12
资产负债率(%)	54.9%
市盈率	17.46
第一大股东	宁波梅山保税港区厚信创业投资合伙企业(有限合伙)

研究所

分析师: 盛丽华
SAC 登记编号: S1340525060001
Email: shenglihua@cnpsec.com
分析师: 龙永茂
SAC 登记编号: S1340523110002
Email: longyongmao@cnpsec.com

益丰药房(603939)

Q1 利润增长亮眼，精细化运营优势凸显

● Q1 实现利润快增，精细化运营优势凸显

公司发布 2025 年报及 2026 年一季报：2025 年公司实现营业收入 244.33 亿元 (+1.54%)，归母净利润 16.78 亿元 (+9.81%)，扣非净利润 16.12 亿元 (+7.65%)，经营现金流净额 33.58 亿元 (-20.44%)。2026Q1 公司实现营业收入 60.85 亿元 (+1.26%)，归母净利润 5 亿元 (+11.14%)，扣非净利润 4.93 亿元 (+12.57%)，经营现金流净额 10.56 亿元 (-5.21%)。

分季度来看，2025Q1、Q2、Q3、Q4 营业收入分别为 60.09 亿元 (+0.64%)、57.13 亿元 (-1.36%)、55.64 亿元 (+1.97%)、71.47 亿元 (+4.44%)，归母净利润分别为 4.49 亿元 (+10.51%)、4.31 亿元 (+10.13%)、3.45 亿元 (+10.14%)、4.54 亿元 (+8.58%)，扣非净利润分别为 4.38 亿元 (+9.65%)、4.19 亿元 (+8.49%)、3.31 亿元 (+8.08%)、4.24 亿元 (+4.54%)。

从盈利能力来看，公司盈利能力稳步提升。2025 年毛利率为 39.36% (-0.76pct)，归母净利率为 6.87% (+0.52pct)，扣非净利率为 6.60% (+0.37pct)。2026Q1 毛利率为 40.04% (+0.40pct)，归母净利率为 8.21% (+0.73pct)，扣非净利率为 8.10% (+0.81pct)。

费率方面，整体费用率下降，降本增效成效凸显。2025 年销售费用率为 23.96% (-1.72pct)，管理费用率为 4.86% (+0.36pct)，研发费用率为 0.11% (-0.03pct)，财务费用率为 0.58% (-0.14pct)。2026Q1 销售费用率为 22.49% (-1.04pct)，管理费用率为 5.10% (+0.46pct)，研发费用率为 0.10% (-0.02pct)，财务费用率为 0.46% (-0.23pct)。

● 加盟及分销业务成长较快，全品类均实现增长

分行业来看，2025 年零售业务营收 213.06 亿元 (+0.56%)，加盟及分销业务营收 24.27 亿元 (+15.18%)，2026Q1 零售业务收入 52.08 亿元 (-1.06%)，加盟及分销收入 6.62 亿元 (+15.43%)。

分产品来看，2025 年中西成药收入 183.50 亿元 (+1.69%)，中药收入 23.30 亿元 (+0.71%)，非药品收入 30.54 亿元 (+3.96%)。2026Q1 中西成药收入 46.10 亿元 (+1.73%)，中药收入 5.31 亿元 (-13.05%)，非药品收入 7.28 亿元 (+4.93%)。

● 坚持“区域聚焦、稳健扩张”战略，积极优化门店网络

从门店扩张来看，公司根据市场环境变化，在深耕中南海东华北市场，坚持“区域聚焦、稳健扩张”发展战略的同时，及时调整拓展策略，通过“新开+并购+加盟”一城一策的门店拓展模式，截至 2025 年末，公司门店总数 14,831 家(含加盟店 4,313 家)，净增门店 147 家(新增门店 694 家，其中，自建 193 家，加盟 501 家，关闭门店 547 家)。截至 2026Q1，公司门店总数 14,943 家(含加盟店 4,427 家)，净增门店 112 家(新增门店 142 家，其中，自建 28 家，加盟 114 家，

关闭门店 30 家)。

● **线上线下积极承接处方外流**

线下领域，截至 2025 年底公司拥有院边店（二甲及以上医院直线距离 100 米范围内）688 家，DTP 专业药房 316 家，其中开通双通道医保门店 251 家，与近 200 家专业处方药供应商建立了深度合作伙伴关系。线上领域公司对接省市级医保、卫健处方流转平台 10 余家，直接或者间接对接医院近 200 家（含互联网医院 95 家），同时，公司自建诊所 145 家（含中医馆 10 家），自建互联网医院 10 余家（含在建）。

● **盈利预测及投资建议**

预计 2026-2028 年营业收入分别为 268.99、297.36、328.97 亿元，归母净利润分别为 19.37、22.38、25.90 亿元，当前股价对应 PE 分别为 15、13、11 倍，维持“买入”评级。

● **风险提示：**

并购整合不及预期风险，门店经营不及预期风险，门诊统筹政策落地不及预期风险。

■ **盈利预测和财务指标**

项目\年度	2025A	2026E	2027E	2028E
营业收入（百万元）	24433	26899	29736	32897
增长率(%)	1.54	10.09	10.55	10.63
EBITDA（百万元）	4380.11	4544.22	5073.21	4669.88
归属母公司净利润（百万元）	1678.48	1936.59	2237.84	2589.64
增长率(%)	9.81	15.38	15.56	15.72
EPS(元/股)	1.38	1.60	1.85	2.14
市盈率 (P/E)	17.40	15.08	13.05	11.28
市净率 (P/B)	2.51	2.32	2.13	1.95
EV/EBITDA	6.31	6.18	5.03	5.05

资料来源：公司公告，中邮证券研究所

财务报表和主要财务比率

财务报表(百万元)	2025A	2026E	2027E	2028E	主要财务比率	2025A	2026E	2027E	2028E
利润表					成长能力				
营业收入	24433	26899	29736	32897	营业收入	1.5%	10.1%	10.5%	10.6%
营业成本	14817	16229	17854	19672	营业利润	11.3%	14.5%	15.5%	16.0%
税金及附加	101	108	120	134	归属于母公司净利润	9.8%	15.4%	15.6%	15.7%
销售费用	5854	6536	7175	7895	获利能力				
管理费用	1187	1221	1377	1497	毛利率	39.4%	39.7%	40.0%	40.2%
研发费用	28	36	39	42	净利率	6.9%	7.2%	7.5%	7.9%
财务费用	142	116	123	126	ROE	14.4%	15.4%	16.3%	17.3%
资产减值损失	-112	-84	-88	-88	ROIC	10.7%	12.3%	13.1%	14.0%
营业利润	2454	2809	3244	3764	偿债能力				
营业外收入	38	21	24	28	资产负债率	54.9%	54.9%	54.8%	53.9%
营业外支出	35	33	34	34	流动比率	1.43	1.54	1.63	1.69
利润总额	2456	2797	3234	3757	营运能力				
所得税	625	673	795	928	应收账款周转率	11.96	12.15	11.52	11.53
净利润	1831	2124	2439	2829	存货周转率	3.23	3.48	3.61	3.64
归母净利润	1678	1937	2238	2590	总资产周转率	0.88	0.94	0.95	0.96
每股收益(元)	1.38	1.60	1.85	2.14	每股指标(元)				
资产负债表					每股收益	1.38	1.60	1.85	2.14
货币资金	3081	5550	8213	10176	每股净资产	9.60	10.39	11.30	12.35
交易性金融资产	5854	5854	5854	5854	估值比率				
应收票据及应收账款	1961	2465	2696	3008	PE	17.40	15.08	13.05	11.28
预付款项	146	259	319	331	PB	2.51	2.32	2.13	1.95
存货	4637	4693	5211	5588	现金流量表				
流动资产合计	16826	20021	23577	26305	净利润	1831	2124	2439	2829
固定资产	1635	1852	2046	2218	折旧和摊销	1963	1631	1717	786
在建工程	84	54	24	14	营运资本变动	-506	543	417	300
无形资产	481	494	504	512	其他	70	52	16	-9
非流动资产合计	10626	9960	9208	9152	经营活动现金流净额	3358	4351	4589	3907
资产总计	27452	29981	32785	35457	资本开支	-299	-671	-650	-655
短期借款	0	0	0	0	其他	-1127	-149	-122	147
应付票据及应付账款	8830	9988	11167	12086	投资活动现金流净额	-1426	-819	-772	-508
其他流动负债	2923	3050	3267	3501	股权融资	2	0	0	0
流动负债合计	11753	13038	14435	15587	债务融资	-91	33	100	0
其他	3321	3419	3519	3519	其他	-2390	-1095	-1254	-1436
非流动负债合计	3321	3419	3519	3519	筹资活动现金流净额	-2480	-1062	-1154	-1436
负债合计	15073	16457	17954	19106	现金及现金等价物净增加额	-548	2469	2663	1964
股本	1212	1212	1212	1212					
资本公积金	3651	3651	3651	3651					
未分配利润	6138	6805	7576	8468					
少数股东权益	744	932	1133	1372					
其他	633	924	1259	1648					
所有者权益合计	12379	13524	14831	16351					
负债和所有者权益总计	27452	29981	32785	35457					

资料来源：公司公告，中邮证券研究所

中邮证券投资评级说明

投资评级标准	类型	评级	说明
报告中投资建议的评级标准： 报告发布日后的 6 个月内的相对市场表现，即报告发布日后的 6 个月内的公司股价（或行业指数、可转债价格）的涨跌幅相对同期相关证券市场基准指数的涨跌幅。 市场基准指数的选取：A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指为基准；可转债市场以中信标普可转债指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	预期个股相对同期基准指数涨幅在 20%以上
		增持	预期个股相对同期基准指数涨幅在 10%与 20%之间
		中性	预期个股相对同期基准指数涨幅在-10%与 10%之间
		回避	预期个股相对同期基准指数涨幅在-10%以下
	行业评级	强于大市	预期行业相对同期基准指数涨幅在 10%以上
		中性	预期行业相对同期基准指数涨幅在-10%与 10%之间
		弱于大市	预期行业相对同期基准指数涨幅在-10%以下
	可转债评级	推荐	预期可转债相对同期基准指数涨幅在 10%以上
		谨慎推荐	预期可转债相对同期基准指数涨幅在 5%与 10%之间
		中性	预期可转债相对同期基准指数涨幅在-5%与 5%之间
		回避	预期可转债相对同期基准指数涨幅在-5%以下

分析师声明

撰写此报告的分析师（一人或多人）承诺本机构、本人以及财产利害关系人与所评价或推荐的证券无利害关系。

本报告所采用的数据均来自我们认为可靠的目前已公开的信息，并通过独立判断并得出结论，力求独立、客观、公平，报告结论不受本公司其他部门和人员以及证券发行人、上市公司、基金公司、证券资产管理公司、特定客户等利益相关方的干涉和影响，特此声明。

免责声明

中邮证券有限责任公司（以下简称“中邮证券”）具备经中国证监会批准的开展证券投资咨询业务的资格。

本报告信息均来源于公开资料或者我们认为可靠的资料，我们力求但不保证这些信息的准确性和完整性。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价，中邮证券不对因使用本报告的内容而导致的损失承担任何责任。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，中邮证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

中邮证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者计划提供投资银行、财务顾问或者其他金融产品等相关服务。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供中邮证券签约客户使用，若您非中邮证券签约客户，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司不会因接收人收到、阅读或关注本报告中的内容而视其为签约客户。

本报告版权归中邮证券所有，未经书面许可，任何机构或个人不得存在对本报告以任何形式进行翻版、修改、节选、复制、发布，或对本报告进行改编、汇编等侵犯知识产权的行为，亦不得存在其他有损中邮证券商业性权益的任何情形。如经中邮证券授权后引用发布，需注明出处为中邮证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节或修改。

中邮证券对于本声明具有最终解释权。

公司简介

中邮证券有限责任公司于2002年9月经中国证券监督管理委员会批准设立，公司注册资本61.68亿元人民币，是中国邮政集团有限公司绝对控股的证券类金融子公司，公司是中邮创业基金管理股份有限公司的第二大股东。

公司经营范围包括：证券经纪，证券自营，证券投资咨询，证券资产管理，融资融券，证券投资基金销售，证券承销与保荐，代理销售金融产品，与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问，具备展业的各项资格。截至2025年10月底，公司在全国设有58家分支机构(含29家分公司、29家营业部)，1家资产管理分公司和1家另类投资公司。

中邮证券紧密依托中国邮政集团有限公司的雄厚实力，通过强化“自营+协同”发展模式，实现快速发展，当前服务的经纪客户已超过260万人。公司始终坚持诚信经营、践行金融为民，为社会大众提供全方位专业化的证券投融资服务，努力成为员工自豪、股东放心、客户信赖、社会尊重的优秀企业，打造契合中国邮政资源禀赋和市场地位的特色精品券商。

中邮证券研究所

北京

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com

地址：北京市东城区前门街道珠市口东大街17号

邮编：100050

上海

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com

地址：上海市虹口区东大名路1080号邮储银行大厦3楼

邮编：200000

深圳

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com

地址：深圳市福田区滨河大道9023号国通大厦二楼

邮编：518048