

益丰药房 (603939.SH)

业绩端持续改善，加盟业务快速增长

优于大市

核心观点

公司2025年全年收入端稳健增长，利润增速表现较好，26Q1延续改善趋势。2025年公司实现营业收入244.3亿元，同比增长1.5%；归母净利润16.78亿元，同比增长9.8%。单季度来看，公司26Q1实现营业收入60.85亿元，同比增长1.3%，在较高基数下保持正增长；归母净利润5.00亿元，同比增长11.1%。受益于门店网络优化、降本增效持续推进，公司利润弹性继续释放，营收及利润端均呈边际改善趋势，未来仍有较大的改善空间。

公司费用率持续优化，利润水平稳中有升。2025年公司销售费用率24.0% (-1.7pp)；管理费用率4.9% (+0.4pp)；财务费用率0.6% (-0.1pp)；研发费用率0.1% (-0.0pp)；26Q1销售费用率进一步降至22.5% (-1.0pp)，主要得益于门店网络优化、精准定编及降租关店等精细化运营举措。公司2025年毛利率39.4% (-0.7pp)，净利率7.5% (+0.6pp)；26Q1毛利率40.0% (+0.4pp)，净利率9.0% (+0.8pp)。分业务看，2025年零售业务毛利率40.8% (-0.6pp)，加盟及分销业务毛利率10.1% (+2.2pp)；分产品看，中西成药毛利率35.0% (-0.9pp)，中药毛利率47.5% (-0.9pp)，非药品毛利率46.1% (+0.4pp)。未来随着公司对功能性食品及用品等多元化品类的持续布局，非药业务贡献有望逐步显现，带动公司整体毛利率优化。

2025年公司门店总数提升，直营门店数量有所下降。公司2025年末共拥有门店总数14831家(含加盟店4314家)，相较2024年末增加147家。26Q1公司门店数量继续扩张至14943家(含加盟店4427家)。公司加盟店数量占比已从2018年的4.7%迅速提升至26Q1末的29.6%。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。

投资建议：公司为国内领先的连锁药房企业，在行业转型的背景下，公司未来有望进一步提升行业地位，维持收入与利润稳健增长。考虑到行业整体增速恢复及非药品类的增长节奏需要较长时间，略下调2026-2027年盈利预测，引入2028年盈利预测。预计公司2026-2028年营业收入266.22/291.15/319.93亿元(2026-2027原为272.92/304.44亿元)，同比增速9.0%/9.4%/9.9%；2026-2028年归母净利润19.58/22.55/25.41亿元(2026-2027原为20.07/23.16亿元)，同比增速16.6%/15.2%/12.7%，当前股价对应PE=13.8/12.0/10.6倍，维持“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

	2024	2025	2026E	2027E	2028E
营业收入(百万元)	24,062	24,433	26,622	29,115	31,993
(+/-%)	6.5%	1.5%	9.0%	9.4%	9.9%
归母净利润(百万元)	1529	1678	1958	2255	2541
(+/-%)	8.3%	9.8%	16.6%	15.2%	12.7%
每股收益(元)	1.26	1.38	1.61	1.86	2.10
EBIT Margin	9.4%	10.0%	10.7%	11.1%	11.4%
净资产收益率(ROE)	14.3%	14.4%	15.4%	16.3%	16.8%
市盈率(PE)	17.7	16.1	13.8	12.0	10.6
EV/EBITDA	17.2	15.4	14.3	12.8	11.7
市净率(PB)	2.52	2.32	2.13	1.95	1.79

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

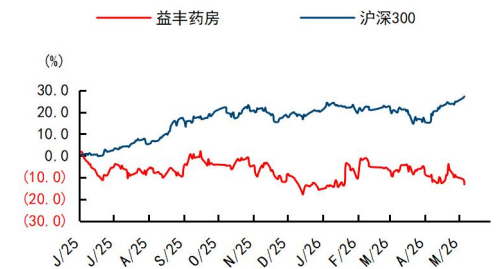
证券分析师：彭思宇 0755-81982723
cnpengsiyu@guosen.com.cn
S0980521060003

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	22.31元
总市值/流通市值	27048/27048百万元
52周最高价/最低价	28.80/20.81元
近3个月日均成交额	212.98百万元

市场走势



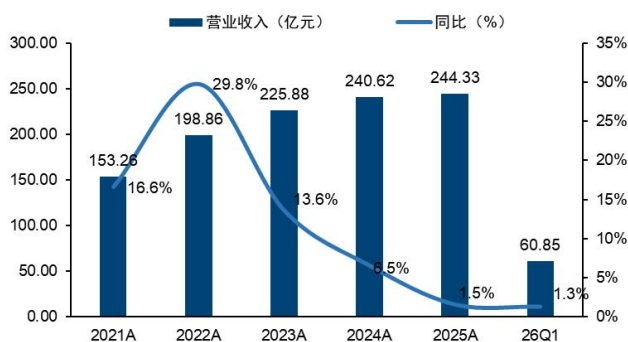
资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

相关研究报告

《益丰药房(603939.SH)-头部连锁药房，质效并举赋能长足发展》——2025-11-30
《益丰药房(603939.SH)-头部连锁药房，稳健运营扩张维持增长动力》——2025-11-11

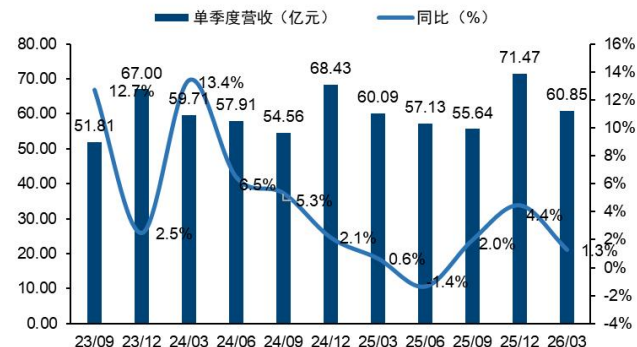
公司 2025 年全年收入端稳健增长，利润增速表现较好，26Q1 延续改善趋势。2025 年公司实现营业收入 244.3 亿元，同比增长 1.5%；归母净利润 16.78 亿元，同比增长 9.8%。单季度来看，公司 26Q1 实现营业收入 60.85 亿元，同比增长 1.3%，在较高基数下保持正增长；归母净利润 5.00 亿元，同比增长 11.1%。受益于门店网络优化、精准定编及降本增效持续推进，公司利润弹性继续释放，营收及利润端均呈边际改善趋势，未来仍存在较大的改善空间。

图1: 益丰药房营业收入及增速 (单位: 亿元、%)



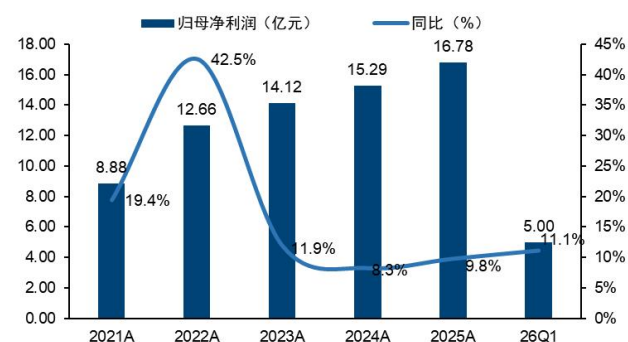
资料来源: 公司公告, Wind, 国信证券经济研究所整理

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

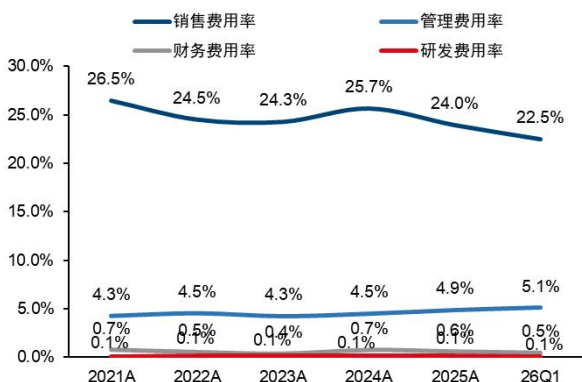
图4: 益丰药房单季归母净利润及增速 (单位: 亿元、%)



资料来源: 公司公告, Wind, 国信证券经济研究所整理

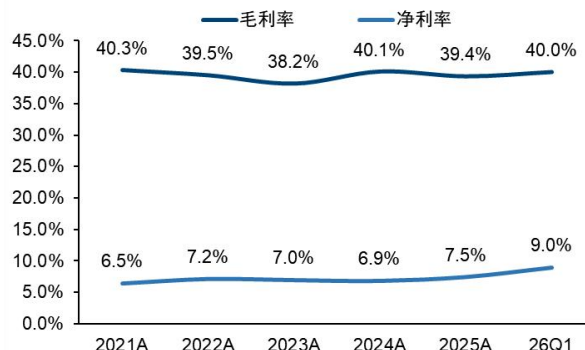
公司费用率持续优化，利润水平稳中有升。2025 年公司销售费用率 24.0% (-1.7pp)；管理费用率 4.9% (+0.4pp)；财务费用率 0.6% (-0.1pp)；研发费用率 0.1% (-0.0pp)；26Q1 销售费用率进一步降至 22.5% (-1.0pp)，主要得益于门店网络优化、精准定编及降租关店等精细化运营举措。公司 2025 年毛利率 39.4% (-0.7pp)，净利率 7.5% (+0.6pp)；26Q1 毛利率 40.0% (+0.4pp)，净利率 9.0% (+0.8pp)。分业务看，2025 年零售业务毛利率 40.8% (-0.6pp)，加盟及分销业务毛利率 10.1% (+2.2pp)；分产品看，中西成药毛利率 35.0% (-0.9pp)，中药毛利率 47.5% (-0.9pp)，非药品毛利率 46.1% (+0.4pp)。未来随着公司对功能性食品及用品、“妆、杂、食”等多元化品类的持续布局，非药业务贡献有望逐步显现，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

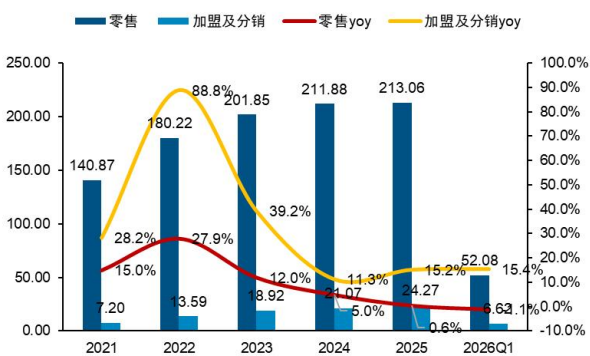
图6: 益丰药房毛利率、净利率变化情况



资料来源: 公司公告, Wind, 国信证券经济研究所整理

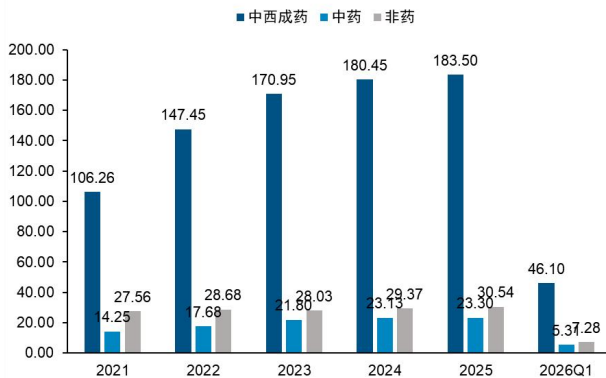
加盟及分销业务增速表现亮眼, 药品目前依然为公司主要收入贡献来源。2025年公司零售业务收入213.06亿元, 同比增长0.6%; 加盟及分销业务收入24.27亿元, 同比增长15.2%, 主要受益于公司加盟门店数量及业务赋能能力的持续提升。26Q1来看, 公司零售业务收入52.08亿元, 同比下降1.1%; 加盟及分销业务收入6.62亿元, 同比增长15.4%。分产品来看, 公司2025年中西成药收入183.50亿元, 同比增长1.7%; 中药收入23.30亿元, 同比增长0.7%; 非药品收入30.54亿元, 同比增长4.0%。中西成药依然为公司收入主要来源, 非药品类收入增速快于公司整体增速。

图7: 益丰药房营业收入按业务拆分 (2021-2026Q1)



资料来源: 公司公告, Wind, 国信证券经济研究所整理

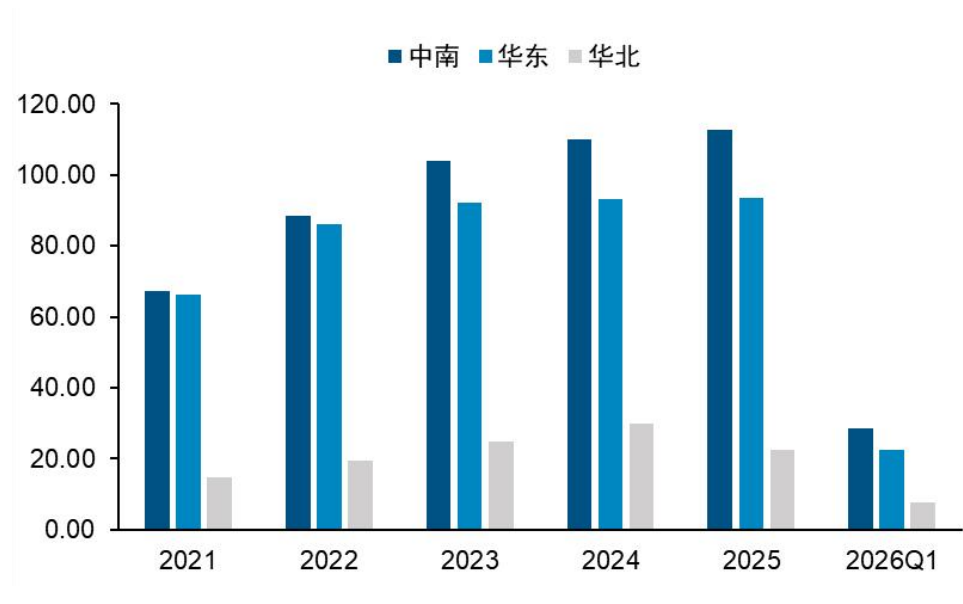
图8: 益丰药房营业收入按产品拆分 (2021-2026Q1)



资料来源: 公司公告, Wind, 国信证券经济研究所整理

2025年全年各地区收入均实现增长, 26Q1中南地区收入表现较好。分地区来看, 2025年公司中南地区收入112.73亿元, 同比增长2.6%; 华东地区收入93.40亿元, 同比增长0.2%; 华北地区收入31.19亿元, 同比增长4.6%。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。26Q1公司中南地区收入增速较快, 实现营收28.50亿元, 同比增长5.41%。

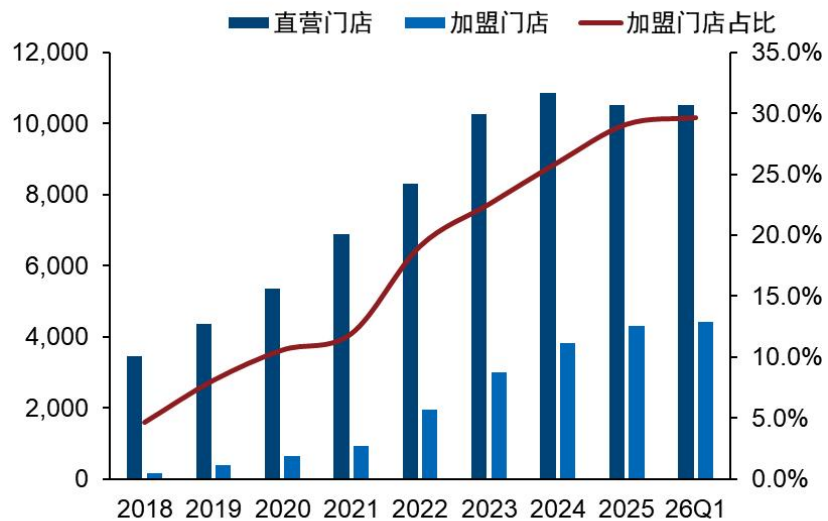
图9: 益丰药房分地区收入情况 (2021-2026Q1)



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

2025 年公司门店总数提升, 直营门店数量有所下降。公司 2025 年末共拥有门店总数 14831 家 (含加盟店 4314 家), 相较 2024 年末增加 147 家。26Q1 公司门店数量继续扩张至 14943 家 (含加盟店 4427 家)。公司加盟店数量占比已从 2018 年的 4.7% 迅速提升至 26Q1 末的 29.6%。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 (2018-2026Q1)



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

财务预测与估值

资产负债表 (百万元)						利润表 (百万元)					
	2024	2025	2026E	2027E	2028E		2024	2025	2026E	2027E	2028E
现金及现金等价物	3579	3081	4630	5754	7225	营业收入	24062	24433	26622	29115	31993
应收款项	2602	2462	2661	2886	3145	营业成本	14408	14817	16110	17573	19297
存货净额	4528	4637	4956	5281	5665	营业税金及附加	95	101	106	116	128
其他流动资产	740	792	799	873	960	销售费用	6179	5854	6309	6842	7486
流动资产合计	15856	16826	19200	21249	23749	管理费用	1083	1187	1217	1300	1395
固定资产	1801	1718	2113	2430	2652	研发费用	34	28	35	38	42
无形资产及其他	483	481	463	444	426	财务费用	174	142	16	(14)	(46)
投资性房地产	9834	8427	8427	8427	8427	投资收益	108	125	3	3	3
长期股权投资	0	0	0	0	0	资产减值及公允价值变动	(102)	(112)	15	15	0
资产总计	27975	27452	30201	32550	35254	其他收入	76	109	(35)	(38)	(42)
短期借款及交易性金融负债	1367	1148	1300	1300	1300	营业利润	2204	2454	2846	3278	3694
应付款项	9492	8830	10096	11001	12075	营业外净收支	(21)	3	0	0	0
其他流动负债	1739	1774	1882	2047	2242	利润总额	2182	2456	2846	3278	3694
流动负债合计	12598	11753	13278	14348	15617	所得税费用	530	625	711	819	924
长期借款及应付债券	1601	1651	1651	1651	1651	少数股东损益	124	153	177	204	229
其他长期负债	2382	1669	1719	1769	1819	归属于母公司净利润	1529	1678	1958	2255	2541
长期负债合计	3983	3321	3371	3421	3471	现金流量表 (百万元)					
负债合计	16581	15073	16649	17769	19087	净利润	1529	1678	1958	2255	2541
少数股东权益	668	744	842	943	1058	资产减值准备	30	9	27	17	15
股东权益	10726	11634	12711	13838	15109	折旧摊销	272	287	214	249	282
负债和股东权益总计	27975	27452	30201	32550	35254	公允价值变动损失	102	112	(15)	(15)	0
关键财务与估值指标						财务费用	174	142	16	(14)	(46)
每股收益	1.26	1.38	1.61	1.86	2.10	营运资本变动	605	57	926	512	604
每股红利	0.78	0.76	0.73	0.93	1.05	其它	17	59	71	85	100
每股净资产	8.85	9.60	10.48	11.41	12.46	经营活动现金流	2554	2202	3180	3102	3542
ROIC	15.77%	18.09%	24%	29%	33%	资本开支	0	(66)	(601)	(551)	(501)
ROE	14.25%	14.43%	15%	16%	17%	其它投资现金流	(2776)	(1447)	(300)	(300)	(300)
毛利率	40%	39%	39%	40%	40%	投资活动现金流	(2771)	(1513)	(901)	(851)	(801)
EBIT Margin	9%	10%	11%	11%	11%	权益性融资	0	2	0	0	0
EBITDA Margin	11%	11%	11%	12%	12%	负债净变化	(134)	0	0	0	0
收入增长	7%	2%	9%	9%	10%	支付股利、利息	(951)	(927)	(881)	(1127)	(1271)
净利润增长率	8%	10%	17%	15%	13%	其它融资现金流	2399	666	152	0	0
资产负债率	62%	58%	58%	57%	57%	融资活动现金流	229	(1187)	(729)	(1127)	(1271)
股息率	3.5%	3.4%	3.3%	4.2%	4.7%	现金净变动	13	(498)	1549	1124	1471
P/E	17.7	16.1	13.8	12.0	10.6	货币资金的期初余额	3566	3579	3081	4630	5754
P/B	2.5	2.3	2.1	2.0	1.8	货币资金的期末余额	3579	3081	4630	5754	7225
EV/EBITDA	17.2	15.4	14.3	12.8	11.7	企业自由现金流	0	2101	2672	2645	3119
						权益自由现金流	0	2766	2811	2655	3154

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提及的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