

益丰药房 (603939 CH, 买入, 目标价: RMB43.28)

买入

持有

卖出

经营稳中向好，提质增效驱动盈利修复

目标价: RMB43.28 当前股价: RMB22.22

股价上行/下行空间 +95%

52 周最高/最低价 (RMB) 28.80/20.81

市值 (US\$mn) 3,961

当前发行数量(百万股) 1,212

三个月平均日交易额 (US\$mn) 31

流通盘占比 (%) 71

主要股东 (%)

厚信创投 20

香港中央结算 11

高毅 12

按 2026 年 5 月 8 日收市数据

资料来源: FactSet

主要调整

	现值	原值	变动
评级	买入	买入	N/A
目标价 (RMB)	43.28	41.46	4%
2026E EPS (RMB)	1.61	1.40	15%
2027E EPS (RMB)	1.83	1.56	18%
2028E EPS (RMB)	2.09	N/A	N/A

股价表现



资料来源: FactSet

华兴对比市场预测 (差幅%)

	2026E	2027E
营收 (RMBmn)	27,285 (-4%)	29,937 (-5%)
EPS (RMB)	1.63 (-1%)	1.84 (-0%)

注: 所示市场预测来源于 Wind。正差幅 = 华兴预测高于市场预测; 负差幅 = 华兴预测低于市场预测。

研究团队

赵冰, 分析师

证书编号: S1680519040001

电话: +86 21 6015 6766

电邮地址: bingzhao@huaxingsec.com

• 2025 年, 公司整体经营保持稳健, 2026 年有望延续改善趋势;

• 2025 年, 门店由扩张转向提质, 结构优化提升经营质量;

• 维持买入评级, 上调 DCF 目标价至 43.28 元 (WACC 11.9%)。

收入稳健增长, 1Q26 验证修复趋势: 根据公司 2025 年年报, 公司实现营业收入 244.33 亿元, 同比增长 1.5%; 归母净利润 16.78 亿元, 同比增长 9.8%; EPS 为 1.38 元。根据公司 1Q26 报告, 公司业绩延续修复趋势, 实现营业收入 60.85 亿元, 同比增长 1.3%; 归母净利润 5.00 亿元, 同比增长 11.1%。我们预计公司 2026E-2028E 收入分别为 261.09 亿元/284.95 亿元/323.39 亿元, 同比增长 6.9%/9.1%/13.5%; 归母净利润分别为 19.58 亿元/22.24 亿元/25.33 亿元, 同比增长 16.7%/13.6%/13.9%, 盈利能力有望持续提升。

门店结构优化延续, 渠道质量持续提升: 根据公司 2025 年年报, 公司门店总数达 14,831 家, 其中直营 10,518 家、加盟 4,313 家, 全年净增 147 家, 同比增速降至 1.0%。2025 全年, 公司关闭 547 家低效门店并优化直营网点布局。根据公司 1Q26 报告, 新增门店 142 家, 关闭门店 30 家; 期末门店总数 14,943 家, 门店结构持续优化。根据公司 2025 年年报, 公司会员规模达 1.16 亿, O2O 直营网点覆盖超 10,000 家, 全年互联网业务收入 29.93 亿元, 渠道协同能力进一步增强。2025 年, 公司直营门店日均坪效 55.30 元/平方米, 同比提升 8.3%。

费用结构持续优化, 数字化赋能提升运营效率: 根据公司 2025 年年报, 公司持续推进人货场改造与门店网络优化, 降本增效成效逐步显现。2025 年, 公司销售费用下降至 58.54 亿元, 同比下降 5.3%, 销售费用率降至 24.0%。其中, 人工费用为 29.92 亿元 (同比下降 3.14%), 占零售收入比重维持在 14.0% 左右; 租金费用为 15.61 亿元 (同比下降 10%), 占比降至 7.33%, 门店结构调整效果逐步体现。根据公司 2025 年年报, 公司管理费用上升至 11.87 亿元, 费用率提升至 4.9%, 主要源于数字化及组织能力投入增加。

维持买入评级, 上调 DCF (WACC 11.9%) 目标价至 43.28 元: 我们的目标价对应 27x 2026E P/E (高于可比公司均值约 16x)。我们将 WACC 上调至 11.9% (之前为 8.3%), 主要调整的参数包括: 无风险利率 2.3% (之前为 2.9%), 贝塔 1.50 (之前为 0.85)。我们认为, 公司渠道与供应链优势稳固, 门店结构优化与费用管控将支撑盈利能力修复, 数字化与自有品牌发展有望持续推动毛利率与效率改善, 维持“买入”评级。

风险提示: 1) 并购扩张不及预期; 2) 行业竞争加剧; 3) 集采药品降价超预期; 4) 互联网零售业态的冲击; 5) 处方外流规模不及预期。

财务数据摘要

摘要 (年结: 12 月)	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
营业收入 (RMBmn)	24,062	24,433	26,109	28,495	32,339
毛利润 (RMBmn)	9,654	9,616	10,352	11,353	12,853
归母净利润 (RMBmn)	1,529	1,678	1,958	2,224	2,533
每股收益 (RMB)	1.26	1.38	1.61	1.83	2.09
市盈率 (x)	22.3	17.8	13.8	12.1	10.6

注: 历史估值倍数以全年平均股价计算。资料来源: 万得, 华兴证券预测

风险提示

- 扩张不及预期：市场竞争、政策环境、内部运营和消费者购买习惯的变化都可能直接影响益丰的扩张速度。管理层认为并购是益丰扩张的重要渠道，如果合适的收购机会没有出现，或者公司在从已完成的收购中获得的协同效应不及预期，那么整体业务增长可能低于预期。
- 互联网零售业态的冲击：2024 年，在线销售约占益丰总营收的 10%。然而，作为线下药房，其在线用户基础和流量远远小于互联网医疗巨头，如京东健康、阿里健康。如果政府推动处方药尤其是在医疗报销方面的药品线上销售，那么用户可能会更喜欢大型互联网医疗平台，而不是线下药店。
- 行业竞争加剧的风险：区域性零售药店的规模不断扩大，导致与全国连锁药店展开竞争，从而加剧了零售企业之间的竞争。益丰可能需要使用价格战来维持市场份额，使收入和利润承压。
- 集采药品降价超预期：如果集采导致药物价格大幅下降，会压缩利润率和整个产业链的利润，使益丰等连锁药店的销售收入和毛利率承压。
- 处方外流规模不及预期：医院处方外流是由政策驱动的，且需要强有力的政策支持，以及相关方的配合。如果政策支持减弱或改变方向，或者当前医疗专业人员的工资和责任等问题没有更加明确，处方外流规模可能低于预期，这会影响益丰的增长潜力。

附：财务报表

年结: 12月

利润表

(RMBmn)	2025A	2026E	2027E	2028E
医药零售	21,306	22,598	24,528	27,817
医药批发	2,427	2,791	3,210	3,691
其他业务	700	720	757	831
营业收入	24,433	26,109	28,495	32,339
营业成本	(14,817)	(15,758)	(17,142)	(19,485)
毛利润	9,616	10,352	11,353	12,853
管理及销售费用	(7,041)	(7,482)	(8,093)	(9,140)
其中: 研发支出	(28)	(30)	(33)	(37)
其中: 市场营销支出	(5,854)	(6,176)	(6,669)	(7,523)
其中: 管理支出	(1,187)	(1,305)	(1,425)	(1,617)
息税前利润	3,803	3,696	4,204	4,411
息税折旧及摊销前利润	4,304	4,210	4,519	4,707
利息收入	48	41	65	101
利息支出	(167)	(158)	(183)	(174)
税前利润	2,456	2,866	3,255	3,707
所得税	(625)	(730)	(829)	(944)
净利润	1,678	1,958	2,224	2,533
基本每股收益 (RMB)	1.38	1.61	1.83	2.09

资产负债表

(RMBmn)	2025A	2026E	2027E	2028E
流动资产	16,826	18,229	20,884	24,267
货币资金	3,081	4,874	7,622	10,764
应收账款	0	0	0	0
存货	4,637	3,939	3,809	3,897
其他流动资产	9,108	9,416	9,453	9,606
非流动资产	10,626	10,561	9,745	8,885
固定资产	1,635	1,482	1,420	1,519
无形资产	481	442	365	243
商誉	4,765	5,026	5,226	5,476
其他	3,745	3,610	2,734	1,647
资产	27,452	28,790	30,630	33,152
流动负债	11,753	11,335	12,075	13,327
短期借款	0	0	0	0
预收账款	10	17	19	22
应付账款	6,870	6,303	6,857	7,794
长期借款	0	0	0	0
非流动负债	3,309	4,018	4,018	4,018
负债	15,073	15,364	16,104	17,357
股份	3,651	3,459	3,459	3,459
资本公积	0	0	0	0
未分配利润	0	0	0	0
归属于母公司所有者权益	11,634	12,535	13,696	15,051
少数股东权益	744	744	744	744
负债及所有者权益	27,452	28,790	30,630	33,152

注: 历史估值倍数以全年平均股价计算。

资料来源: 公司公告, 华兴证券预测

现金流量表

(RMBmn)	2025A	2026E	2027E	2028E
净利润	1,678	1,958	2,224	2,533
折旧摊销	501	514	314	295
利息 (收入) / 支出	83	170	165	161
其他非现金科目	43	119	130	148
其他	1,386	842	910	802
营运资本变动	(485)	(28)	833	1,011
经营活动产生的现金流量	3,358	3,753	4,779	5,180
资本支出	323	555	583	456
收购及投资	1	0	0	0
处置固定资产及投资	37	0	0	0
其他	(25,219)	0	0	0
投资活动产生的现金流量	(1,426)	(555)	(583)	(456)
股利支出	683	877	1,063	1,179
债务筹集 (偿还)	(91)	0	0	0
发行 (回购) 股份	0	0	0	0
其他	(3,071)	(2,282)	(2,511)	(2,762)
筹资活动产生的现金流量	(2,480)	(1,405)	(1,448)	(1,583)
现金及现金等价物净增加额	(548)	1,793	2,748	3,142
自由现金流	3,036	3,198	4,196	4,724

关键假设

	2025A	2026E	2027E	2028E
门店数量 (个)	14,831	17,560	20,519	23,304
其中: 直营店	10,518	10,805	11,343	12,473
其中: 加盟店	4,313	4,813	5,313	5,813
直营门店面积 (平米)	1,051,513	1,076,955	1,130,354	1,241,245
日均坪效 (元)	57	58	60	62

财务比率

	2025A	2026E	2027E	2028E
YoY (%)				
营业收入	1.5	6.9	9.1	13.5
毛利润	(0.4)	7.7	9.7	13.2
息税折旧及摊销前利润	9.4	(2.2)	7.3	4.2
净利润	9.8	16.7	13.6	13.9
稀释每股调整收益	9.8	16.7	13.6	13.9
盈利率 (%)				
毛利率	39.4	39.6	39.8	39.7
息税折旧摊销前利润率	17.6	16.1	15.9	14.6
息税前利润率	15.6	14.2	14.8	13.6
净利率	6.9	7.5	7.8	7.8
净资产收益率	14.4	15.6	16.2	16.8
总资产收益率	6.1	6.8	7.3	7.6
流动资产比率 (x)				
流动比率	1.4	1.6	1.7	1.8
速动比率	1.0	1.3	1.4	1.5
估值比率 (x)				
市盈率	17.8	13.8	12.1	10.6
市净率	8.2	7.8	7.8	7.8
市销率	1.1	1.0	0.9	0.8

附录

【分析师声明】

负责撰写此报告的分析师（一人或多人）就本研究报告确认，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

【法律声明】

一般声明

本报告由华兴证券有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有由中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告仅供本公司的特定客户及其他专业人士使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本公司并不对其他网站和各类媒体转载、摘编的本公司报告负责。

本公司研究报告的信息均来源于公开资料，但本公司对该等信息的准确性和完整性不作任何保证。我们力求报告内容的客观、公正，但该等信息并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，仅供投资者参考之用，在任何情况下，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，本报告的接收人须保持自身的独立判断。在任何情况下，本公司及其雇员不对任何人因使用报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的分析师观点和判断，可在不发出通知的情况下作出更改，在不同时期，本公司可发出与该报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同的假设和标准、采取不同的分析方法而口头或书面发表于本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点，本公司没有将此意见及建议向报告所有接受者进行更新的义务。本公司的资产管理部、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的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，华兴证券有限公司可能会持有或交易报告中提及公司所发行的证券或投资标的，也可能为这些公司提供或争取建立业务关系或服务关系（包括但不限于提供投资银行业务或财务顾问服务等）。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在影响本报告观点客观性的利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。未经本公司书面许可，任何机构和人均不得以任何形式翻版、复制或转载，否则，本公司将保留追究其法律责任的权利。

【评级说明】

公司评级体系以报告发布日后 6-12 个月的公司股价涨跌幅相对同期公司所在证券市场大盘指数（A 股市场为沪深 300 指数、H 股市场为恒生指数、台股市场为台湾加权指数、美股市场为纳斯达克指数、欧洲市场为 MSCI 欧洲指数）涨跌幅为基准：分析师估测“买入”公司股票相对大盘涨幅在 10% 以上；“持有”公司股票相对大盘涨幅介于 -10% 到 10% 之间；“卖出”公司股票相对大盘涨幅低于 -10%。

行业评级体系以报告发布日后 6-12 个月的行业指数涨跌幅相对同期相关证券市场（A 股市场为沪深 300 指数、H 股市场为恒生指数、台股市场为台湾加权指数、美股市场为纳斯达克指数、欧洲市场为 MSCI 欧洲指数）大盘指数涨跌幅为基准：分析师估测“超配”行业相对大盘涨幅在 10% 以上；“中性”行业相对大盘涨幅介于 -10% 到 10% 之间；“低配”行业相对大盘涨幅低于 -10%。