万联证券 WANLIAN SECURITIES

业绩增速逐季抬升，门店数量重回净增长

——益丰药房（603939）点评报告

买入(维持)

2026 年 11 月 02 日

事件:

公司近期披露 2026 年三季报。

前三季度营业收入 182.36 亿元（+5.49%）；归母净利润 13.62 亿元（+10.36%），扣非净利润 12.88 亿元（+13.54%）；

单看 Q3，营业收入 61.06 亿元（+9.73%），归母净利润 3.92 亿元（+12.89%），扣非净利润 3.72 亿元（+18.90%）；

投资要点:

- **Q3 营收净利双增，毛利率承压，费用管控抬升利润**

收入端增速逐季抬升，驱动力来自中西成药和加盟分销。零售加价收窄、低毛利加盟业务占比提升、非药品降价促销、以及集采、医保比价、处方外流压价等因素都在挤压终端加价空间，公司整体毛利率下滑，但整体净利率提升，说明费用管控有效。销售费用率下降，对应公司主动收缩营销投放、关停低效门店的效果。在当前药店行业整体承压、客流下滑的背景下，公司的经营拐点已经出现。

- **零售业务增长提速，加盟及分销板块增速更快;**

前三季度零售/加盟及分销板块分别贡献营业收入 158.22 亿元（+5.28%）/18.74 亿元（+7.83%），毛利率分别为 41.09%(同期增减-0.89%)/12.29%(同期增减+1.41%)。相比于零售业务 2024 年/2025 年/2026H1 的 4.97%/0.56%/3.02%的收入增速，可以看出公司三季度零售业务增长提速；相比于加盟及分销业务 2024 年/2025 年/2026H1 的 11.34%/15.18%/7.10%的收入增速，2026Q3 相对于前两个季度增长有所提速，但与前两个会计年度相比增长有所放缓。**集采、医保比价、处方外流压价的压力主要落在零售端，核心业务的加价空间被压缩。加盟与分销业务，轻资产扩张带来收入增量，毛利率提升。**

- **中西成药和非药品类增长提速，中药负增长成拖累**

前三季度中西成药/中药/非药品分别贡献营业收入 140.08 亿元（+6.95%）/14.79 亿元（-9.31%）/22.09 亿元（+8.36%），毛利率分别为 35.49%(同期增减-0.27%)/48.83%(同期增减-0.10%)/46.95%(同期

	2025A	2026E	2027E	2028E
营业收入(百万元)	24433.17	26123.40	28362.68	30842.27
增长比率(%)	1.54	6.92	8.57	8.74
归母净利润(百万元)	1678.48	1906.38	2155.84	2420.74
增长比率(%)	9.81	13.58	13.09	12.29
每股收益(元)	1.38	1.57	1.78	2.00
市盈率(倍)	19.11	16.83	14.88	13.25
市净率（倍）	2.76	2.47	2.17	1.92

数据来源：携宁科技云估值，万联证券研究所

基础数据

总股本(百万股)	1,212.39
流通A股(百万股)	1,212.39
收盘价(元)	26.46
总市值(亿元)	320.80
流通A股市值(亿元)	320.80

个股相对沪深 300 指数表现



数据来源： 聚源，万联证券研究所

相关研究

业绩稳健增长，盈利水平提升

聚焦扩张、精细化运营的头部连锁药店

万联证券研究所 20180327_公司点评报告_AAA_益丰药房（603939）点评报告

分析师: 黄婧婧

执业证书编号: S0270522030001

电话: 18221003557

邮箱: huangjj@wlzq.com.cn

增减-2.92%)。公司中西成药和非药品类收入相较于 2024 年/2025 年/2026H1 增长显著提速；中药类成为业绩拖累。中西成药是收入增长的主引擎，中西成药盈利韧性好于零售整体；中药是唯一负增长品类，且降幅较大，中药毛利高，其收入下滑对整体利润的影响大于对收入的影响；非药品“增收不增利”，毛利率下滑幅度较大，非药（保健品、日用品、器械等）本是提升毛利的战略方向，现在靠降价换规模，说明非药赛道竞争激烈。

- **门店数量重回净增长**

前三季度公司新开门店 369 家，并购 11 家，关闭门店 137 家，新增加盟店 378 家。报告期末，门店总数 15,452 家（其中，直营门店 10,761 家，加盟店 4,691 家），门店总数较上年末净增 621 家。2026 年第三季度，公司新开门店 158 家，关闭门店 60 家，新增加盟店 115 家。门店数重回净增长，是经营策略从“收缩止血” 转向“稳健扩张”的信号。公司用轻资产的加盟模式做下沉与加密，有助于在资本开支可控的前提下维持网络覆盖优势。

盈利预测与投资建议：预计公司 2026-2028 年营收分别为 261.23/283.63/308.42 亿元，同比增速分别为 6.92%/8.57%/8.74%，归母净利润分别为 19.06/21.56/24.21 亿元，同比增速分别为 13.58%/13.09%/12.29%，对应 EPS 为 1.57/1.78/2.00 元，对应 10 月 30 日收盘价的 PE 为 16.83X/14.88X/13.25X。维持“买入”评级。

风险因素：市场竞争加剧风险、政策落地不达预期风险、政策超严超预期风险等

利润表（百万元）

	2025A	2026E	2027E	2028E
营业收入	**24433**	**26123**	**28363**	**30842**
同比增速(%)	1.54	6.92	8.57	8.74
营业成本	14817	15698	17039	18510
毛利	9616	10425	11324	12332
营业收入(%)	39.36	39.91	39.93	39.99
税金及附加	101	104	113	123
营业收入(%)	0.41	0.40	0.40	0.40
销售费用	5854	6452	6949	7526
营业收入(%)	23.96	24.70	24.50	24.40
管理费用	1187	1254	1333	1419
营业收入(%)	4.86	4.80	4.70	4.60
研发费用	28	31	37	43
营业收入(%)	0.11	0.12	0.13	0.14
财务费用	142	58	27	-4
营业收入(%)	0.58	0.22	0.09	-0.01
资产减值损失	-112	0	0	0
信用减值损失	0	0	0	0
其他收益	68	65	71	77
投资收益	125	131	142	154
净敞口套期收益	0	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0
资产处置收益	68	52	57	62
营业利润	**2454**	**2773**	**3134**	**3518**
营业收入(%)	10.04	10.61	11.05	11.41
营业外收支	3	-10	-10	-10
利润总额	**2456**	**2763**	**3124**	**3508**
营业收入(%)	10.05	10.58	11.02	11.38
所得税费用	625	691	781	877
净利润	1831	2072	2343	2631
营业收入(%)	7.49	7.93	8.26	8.53
归属于母公司的净利润	**1678**	**1906**	**2156**	**2421**
同比增速(%)	9.81	13.58	13.09	12.29
少数股东损益	153	166	187	210
EPS（元/股）	1.38	1.57	1.78	2.00

资产负债表（百万元）

	2025A	2026E	2027E	2028E
货币资金	3081	6268	9336	11758
交易性金融资产	5854	5954	6454	6954
应收票据及应收账款	1961	2177	2364	2570
存货	4637	8721	9466	10283
预付款项	146	235	256	278
合同资产	0	0	0	0
其他流动资产	1148	1410	1527	1701
流动资产合计	16826	24765	29401	33543
长期股权投资	0	0	0	0
固定资产	1635	1425	1224	1055
在建工程	84	30	20	16
无形资产	481	449	431	421
商誉	4765	4775	4825	4875
递延所得税资产	130	122	122	122
其他非流动资产	3532	2393	1227	876
资产总计	**27452**	**33959**	**37250**	**40909**
短期借款	0	0	0	0
应付票据及应付账款	8830	13082	14199	15425
预收账款	10	13	14	15
合同负债	229	392	425	463
应付职工薪酬	532	628	682	740
应交税费	411	575	624	679
其他流动负债	1742	1983	2065	2155
流动负债合计	11753	16672	18009	19477
长期借款	0	0	0	0
应付债券	1651	1671	1691	1711
递延所得税负债	11	37	37	37
其他非流动负债	1658	1658	1658	1658
负债合计	**15073**	**20037**	**21395**	**22883**
归属于母公司的所有者权益	11634	13012	14758	16718
少数股东权益	744	910	1098	1308
股东权益	**12379**	**13922**	**15855**	**18026**
负债及股东权益	**27452**	**33959**	**37250**	**40909**

现金流量表（百万元）

	2025A	2026E	2027E	2028E
经营活动现金流净额	**3358**	**4077**	**4244**	**3841**
投资	297	-145	-545	-545
资本性支出	-299	-112	-193	-348
其他	-1425	82	42	4
投资活动现金流净额	**-1426**	**-175**	**-696**	**-889**
债权融资	-61	-97	20	20
股权融资	2	0	0	0
银行贷款增加（减少）	-30	0	0	0
筹资成本	-927	-452	-499	-550
其他	-1463	-167	0	0
筹资活动现金流净额	**-2480**	**-715**	**-479**	**-530**
现金净流量	**-548**	**3187**	**3068**	**2422**

基本指标

	2025A	2026E	2027E	2028E
EPS	1.38	1.57	1.78	2.00
BVPS	9.60	10.73	12.17	13.79
PE	19.11	16.83	14.88	13.25
PEG	1.95	1.24	1.14	1.08
PB	2.76	2.47	2.17	1.92
EV/EBITDA	6.31	6.70	5.55	5.38
ROE	14.43%	14.65%	14.61%	14.48%
ROIC	10.73%	11.61%	11.71%	11.75%

数据来源：携宁科技云估值，万联证券研究所

行业投资评级

强于大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10％以上；
同步大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10％至-10％之间；
弱于大市：未来6个月内行业指数相对大盘跌幅10％以上。

公司投资评级

买入：未来6个月内公司相对大盘涨幅15％以上；
增持：未来6个月内公司相对大盘涨幅5％至15％；
观望：未来6个月内公司相对大盘涨幅-5％至5％；
卖出：未来6个月内公司相对大盘跌幅5％以上。
基准指数 ： 沪深300指数

风险提示

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

证券分析师承诺

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登记为证券分析师，以勤勉的执业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确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。

免责条款

万联证券股份有限公司（以下简称“本公司”）是一家覆盖证券经纪、投资银行、投资管理和证券咨询等多项业务的全国性综合类证券公司。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。
本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。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。本报告中的信息或所表述的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可情况下，本公司或其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，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或类似的金融服务。
市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司认为可靠且已公开的信息撰写，本公司力求但不保证这些信息的准确性及完整性，也不保证文中的观点或陈述不会发生任何变更。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。分析师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。
本报告的版权仅为本公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、发表和引用。未经我方许可而引用、刊发或转载的引起法律后果和造成我公司经济损失的概由对方承担，我公司保留追究的权利。

万联证券股份有限公司 研究所
上海浦东新区世纪大道 1528 号陆家嘴基金大厦
北京西城区平安里西大街 28 号中海国际中心
深圳福田区深南大道 2007 号金地中心
广州天河区珠江东路 11 号高德置地广场