

益丰药房（603939.SH）

公司报告 | 首次评级报告



徐靖泽
医药商业、个护用品行业研究员

2025年11月30日

基本信息

所属行业	消费品
当前股价	22.62
总市值	274.24亿
PE-TTM	16.70
PB-MRQ	2.50

估值结果

	价值	418.60亿
DDM估值	上行空间	53%
	状态	低估
	价值	382.10亿
动态估值	上行空间	39%
	状态	偏低估

四维评级

成长空间	★★★★☆
盈利趋势	★★★★☆
产业格局	★★★★☆
护城河	★★★★☆

核心评级结论

益丰药房是全国大型药品零售连锁企业，国内连锁药店龙头。核心业务为中西成药、中药饮片、医疗器械、保健用品等与健康相关联商品的全渠道零售，同时兼顾加盟配送和少量对外药品批发业务。

公司成长空间中等，主要系药品具备一定刚需属性，随着老龄化进程持续推进，未来需求相对稳定，但受药品控价影响行业增速有所放缓。公司盈利趋势较好，通过持续打造商品精品群，优化商品结构，毛利率领先同行，盈利能力较强。公司产业格局中等，系药店进入壁垒较低，全国药店数量已达饱和，竞争较为激烈，行业已处于出清阶段。公司护城河较深，得益于前期“区域聚焦，稳健扩张”的战略，不仅在核心省份抢占商圈、社区等关键门店位置资源，持续扩张的门店数量也带来规模优势，形成坚实的竞争壁垒。

未来老龄化带来的健康消费需求提升和处方外流的推进，有望贡献院外市场用药增量。且随着全国药店数量持续出清，公司维持门店扩张，市占率仍有提升空间。基于以上假设，公司当前估值偏低估。

我们区别于市场的观点

市场认为，全国药店数量已达饱和，店均服务人口降至2000人/店，大量药店面临闭店出清。市场预计参考美日水平，未来3-5年全国药店数量将回归至40万家左右。但我们认为未来药店数量不会下降至40万家的较低水平，中国各省份在经济水平、人口结构、地理面积上差异巨大，对药店的需求相对刚性，无需直接对标。相比于数量的大幅下降，未来行业将更侧重于专业药房、健康服务等功能定位的结构性优化。

风险提示

政策风险：各地医保局对方外流态度不一，门诊统筹起付线、互联网处方接受度等参差不齐。院内处方外流意愿不高，反而可能回流至基层医疗机构。若未来政策推进不及预期，该方面增量可能较难兑现。

门店规模扩张不及预期：公司自建店扩张战略相对保守，门店扩张进度可能影响长期业绩增长潜力。

内容目录

1. 基本信息	4
2. 业务介绍	4
3. 商业模式	4
3.1 营销强度	5
3.2 人力资源密集度	5
3.3 客户集中度	5
3.4 供应商集中度	5
4. 历史经营绩效	5
4.1 历史盈利能力	6
4.2 历史成长能力	6
4.3 历史业务控制力及财务健康评级	6
4.4 股东回报评级	7
5. 四维评级	7
5.1 成长空间	7
5.2 盈利趋势	8
5.3 产业格局	8
5.4 护城河	8
6. 公司估值	9
6.1 核心假设及逻辑	9
6.2 估值确定性	10

图表目录

图1：预测2025年收入占比	4
图2：预测2025年毛利占比	4
图3：近年公司盈利能力趋势图	6
图4：近年公司历史成长能力趋势图	6
图5：近年公司历史业务控制力及财务健康表现趋势	6
图6：近年股东回报能力趋势图	7
表1：护城河详解表	9
表2：公司整体业绩预测	10

1. 基本信息

益丰大药房于2001年在湖南创立，是国内领先的药品零售连锁企业之一。公司在2015年2月于上海证券交易所上市，成为我国医药零售行业继云南一心堂之后的第二家上市企业。通过先后布局医药零售、医药批发、中药饮片生产销售、慢病管理等多种大健康业态，形成了以线下零售、线上零售及互联网医院为基础的健康业务架构。公司聚焦区域发展战略，已取得在中南华东地区的市场领先地位，同时不断深化长三角都市圈网格布局。

2. 业务介绍

对于益丰药房公司，我们对其业务和竞争市场界定如下：

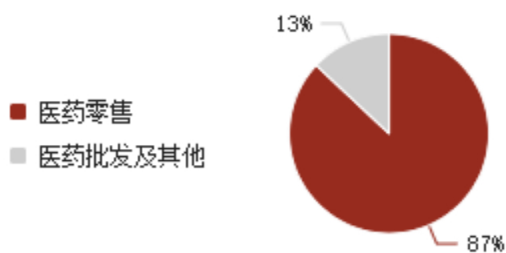
医药零售：

医药零售业务是指通过连锁门店，向终端消费者销售中西成药、中药饮片、医疗器械、保健食品、保健用品、个人护理用品及与健康相关联的日用便利品等商品。我们对该业务的竞争市场界定为中国国内。

医药批发及其他：

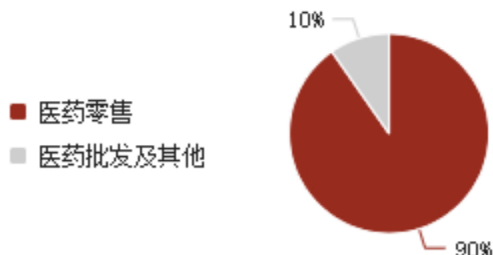
医药批发业务是指除内部商品配送外，兼顾加盟配送和少量对外药品分销业务。加盟配送系从供应商采购商品，然后向公司及子公司的加盟店进行商品配送。对外药品分销主要系部分代理品种对第三方进行的销售。其他为向上游供应商收取服务费，来进行药店的促销及其他品牌管理服务。我们对该业务的竞争市场界定为中国国内。

图1：预测2025年收入占比



数据来源：公司财报，壹评级

图2：预测2025年毛利占比



数据来源：公司财报，壹评级

3. 商业模式

公司的商业模式具备零售行业公司的典型特征，以赚取商品进销差价获取收入，并通过较高的销售费用投入和销售人员开展营销活动进行产品推广、持续拓宽门店网络。公司下游客户分散，以现金结算模式为主，资金回笼较快，少量应收账款主要来自政府部门医保结算，信用风险较低。公司供应商集中度较高，系门店商品为集中采购，主要通过上游的大型医药流通商获取货源。

3.1 营销强度

低 较低 中等 **较高** 高

公司营销强度较高，2024年销售费用率为25.7%。一方面，公司核心产品为药品、非药保健品类等，具有较强消费属性，较为依赖各类营销活动进行产品推广以及促销。另一方面，在药品零售行业，线下门店的便利性和可及性至关重要，公司门店选址高度集中于医院周边、核心商圈及高密度社区，需通过租赁大量物业建立庞大的线下门店网络，房租及物业费用占销售费用约30%，可视为一种为获取客户和销售额支付的“渠道营销费用”。

3.2 人力资源密集度

低 较低 中等 **较高** 高

公司核心业务由药店销售人员开展，对人力资源密集度要求较高。2024年人均创收60.13万元，而人均薪酬仅9.92万元。单个门店一般配备1名执业药师和2-3名店员，普通销售店员对专业技能要求较低，因而薪酬水平较低。

3.3 客户集中度

低 较低 中等 较高 高

公司下游客户为终端消费者，客户集中度很低，2024年前五名销售客户仅占年度销售总额的0.26%。出于此特征，线下门店销售通常为现金结算，资金回笼能力较强，应收账款主要为医保结算款项，2024年医保款项约占应收账款的80%。

3.4 供应商集中度

低 较低 中等 **较高** 高

公司供应商集中度较高，2024年前五名供应商采购额占年度采购总额的45.23%。公司上游为医药流通公司，虽然公司与多家制药企业建立战略合作，但在实际采购中，主要由流通商作为“二级供应商”承担订单整合、物流配送等职能。

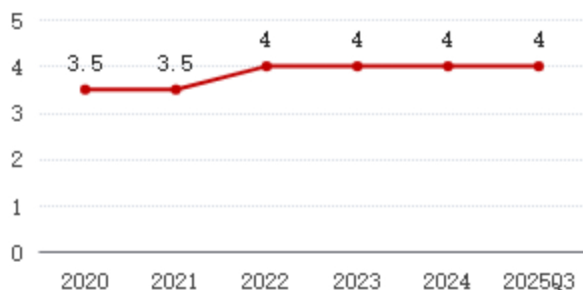
4. 历史经营绩效

从历史经营绩效看，公司盈利能力较好，整体水平优于同行，业务控制力优秀，现金流表现较好，随着扩张放缓公司重视股东回报，分红比例有所提升。但成长能力中等，近年来受医保控费、行业竞争加剧、出清调整等影响有所下降。

4.1 历史盈利能力

★★★★☆

图3：近年公司盈利能力趋势图



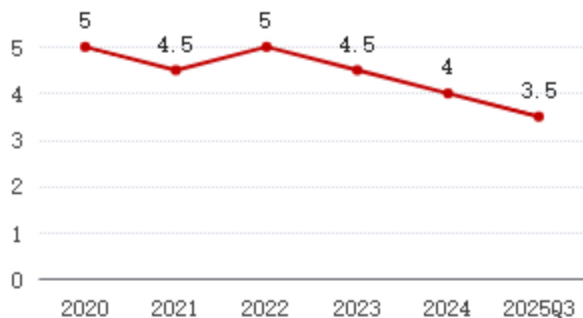
数据来源：公司财报，壹评级

公司盈利能力整体较好，疫情后直营单店毛利率有所提升。2024年ROE约为14.67%，扣非净利率6.22%，高于行业平均水平及同行。主要由于公司以较短的账期和规模化采购换取与供应商长期稳定的合作关系及优惠的成本价格，精细化的管理提升门店运营效率，实现较好盈利水平。

4.2 历史成长能力

★★★★☆

图4：近年公司历史成长能力趋势图



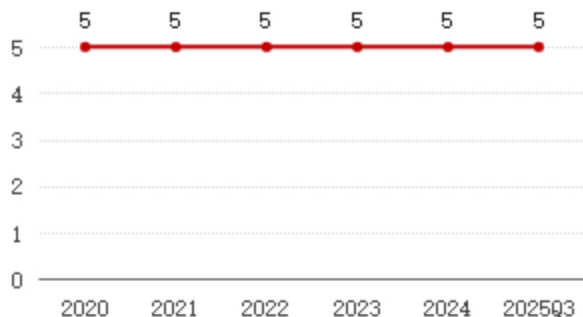
数据来源：公司财报，壹评级

公司成长能力在2022年以后开始有所下滑。2022年以前公司积极进行门店扩张，叠加疫情期间药品需求上涨，业绩增长较快。2023年主要系前期疫情时期增长基数较高，2024年开始受医保控费、行业竞争加剧、出清调整等因素影响，以及公司减少门店扩张，营收增速进一步放缓，成长能力有所下降。

4.3 历史业务控制力及财务健康评级

★★★★★

图5：近年公司历史业务控制力及财务健康表现趋势



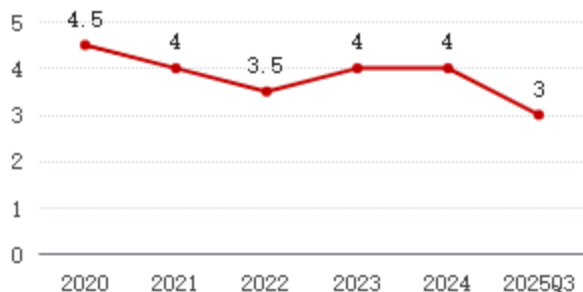
数据来源：公司财报，壹评级

公司历史业务控制力及财务健康稳定维持优秀，2024年经营性现金流/营业总收入为17.54%，显著高于行业平均，主要系公司回款周期相对较短。上下游净占款/总资产为25.7%，高于行业平均，公司具有较强话语权，能够实现对上下游一定比例的占款。

4.4 股东回报评级

★★★★☆

图6：近年股东回报能力趋势图



数据来源：公司财报，壹评级

公司股东回报能力较好，近年来有所波动，但实际分红比例有所提升，此前为20%-30%。2020-2022年下降主要由于公司拓展门店投入增加，需要一定资金。2024年分红比例为51.56%，股息率2.69%。

5. 四维评级

公司具有较好的盈利趋势，护城河较深，主要系公司较强的资源及规模优势。门店关键地理区位的抢占带来资源优势，规模化扩张形成较强的议价能力，进而带来高于同行的盈利能力以及未来市占率的持续提升。公司的成长空间和产业格局中等，药品的刚性需求拉动了未来的增长但也决定了有限的空间，较低的进入与退出壁垒使得药店数量趋于饱和随即开启出清。

5.1 成长空间

★★★★☆

公司的成长空间星级为中等水平，未来5年收入CAGR预计约10%。由于药品需求相对刚性，医药零售业务未来有望受益于人口老龄化及处方外流实现稳健增长。而批发业务与加盟体系的强相关性导致成长空间较为受限。

医药零售(3星)：

公司医药零售业务成长能力中等，未来5年该业务营收CAGR预计为11%。由于药品具备一定刚需属性，受益于未来人口老龄化以及处方外流的持续推进，药品需求将有所提升，但天花板相对有限。同时随着居民健康消费意愿提升，大健康相关品类的需求有望改善。公司门店未来也将维持扩张，在老店稳固基本盘、新店爬坡贡献增量的情况下，该业务有望实现稳健增长。

医药批发及其他(2星)：

公司医药批发及其他业务成长能力偏弱，未来5年该业务营收CAGR预计为5-10%。由于批发业务主要向公司加盟店进行商品配送，其增长依赖加盟体系的规模扩张和运营质量，而发展加盟模式的首要目的是为了在竞争加剧的背景下以轻资产、低风险的方式快速抢占市场份额、建立品牌认知，未来进行较大规模扩张的概率较低，成长空间有限。

5.2 盈利趋势

★★★★☆

公司整体盈利趋势较好。其中医药零售业务得益于规模化带来的议价能力，毛利率有望维持较高水平。行业当前药店数量虽已饱和，但随着行业出清带来格局改善、公司扩张持续推进，益丰药房市占率有望提升。

医药零售(4星):

公司医药零售业务盈利趋势较好。主要系毛利率领先同行及精细化管理带来较好的盈利能力，以及未来竞争格局有望向好。当前药店行业集中度较低（CR5仅约15%），公司龙头地位稳固，市占率约3.5%，且在多个核心地区市占率领先。随着行业整合出清、公司扩张持续推进，市占率仍有较大提升空间。

医药批发及其他(3星):

公司医药批发业务盈利趋势中等。主要系未来供需趋势、盈利展望都较为中性。批发业务毛利率较低，盈利能力一般。医药批发领域供需相对平衡，本身已有全国性及区域性的龙头企业，且业务模式成熟、同质化较高，公司业务受限于加盟拓展与运输半径，市占率提升空间有限。

5.3 产业格局

★★★★☆

公司整体产业格局中等。药店行业的进入壁垒较低、退出成本不高，因而吸引大量进入者造成药店数量饱和，但行业也能快速开启出清调整。作为居民日常健康及用药需求的关键入口，较难被替代。批发业务具备一定壁垒，但因业务模式成熟，同质化较高。

医药零售(3星):

药店行业一般开设门店所需资产投入较少，因此整体进入和退出壁垒都较低，已有较多跨行业公司进入。公司下游直接面向消费者，客户分散，以销售药品及提供健康服务为主，同质化程度较高，但中长期来看行业正加速推进差异化转型。药店作为居民日常健康及用药需求的关键入口，已形成较深的消费习惯，替代风险较低。

医药批发及其他(3星):

批发业务具有相对较高的进入壁垒，主因需要较高资本投入用于采购库存、建立仓储物流体系、铺垫运营资金等，但该业务模式已较成熟，同质化程度高。下游主要面向渠道，客户分散，上游货品来源也较为分散，通过规模化采购具备一定议价能力。此外，批发配送作为产业链中的关键环节，被替代风险较低。

5.4 护城河

★★★★☆

公司整体护城河较深。其中医药零售的护城河相较于批发业务更深，主要系公司在医药零售方面的市占率更高，且门店布局带来的资源优势与规模经济相辅相成，可持续性更强。

表1：护城河详解表

	护城河宽度及解释	护城河持续性及解释
医药零售	(4.5星) 公司医药零售业务护城河宽度较优，经壹评级调整后ROE为21%、ROIC为16%。该业务市占率约3.5%，在药店行业排名第二。公司在湖南、湖北、江苏省占率排名第一，河北、上海、江西等其他地区市占率居前。公司业务控制力5星，应收账款少、现金流充沛，龙头地位稳固。	(5星) 医药零售护城河持续性强，核心护城河来源为资源优势和规模经济。一方面药店的核心优势在于对优质地理位置资源的抢占，公司直营门店总数已达10569家，遍布于医院周边、社区入口、核心商圈等核心人流区域，通过高密度布局形成区域品牌认知并挤压竞争对手的生存空间。另一方面，持续拓展门店数量形成的规模优势带来较强的上游议价能力以及成本分摊。如此循环，预计公司护城河可持续性强。
医药批发及其他	(3星) 公司医药批发及其他业务护城河宽度中等，经壹评级调整后ROE为15%、ROIC为9%。该业务市占率在药店中排名第四，且业务控制力较强。	(3.5星) 医药批发护城河持续性较好，核心护城河来源为品牌和线下渠道。公司依托品牌价值拓展加盟、吸引上游供应商（药企）合作。而线下渠道是批发业务的根基，通过高密度加盟店布局形成密集的配送网络，建立高效运转的物流体系，形成了一定壁垒。但长期来看，品牌力可能有所减弱，药企供应链的一体化也可能削弱分销商的价值。

数据来源：壹评级

6. 公司估值

随着老龄化进程以及处方外流的推进，药店市场药品需求有望提升，叠加公司门店持续向外围拓展，市占率仍有提升空间。因此基于壹评级的动态估值和DDM估值模型，以及药店行业正处于底部调整期，公司当前估值偏低估。

6.1 核心假设及逻辑

公司的核心业务包括：医药零售、医药批发及其他。我们分业务进行盈利预测并估值，各业务的预测核心假设及逻辑如下：

对于医药零售业务：

收入假设：

1) 门店数量：直营门店扩张主要依靠自建和并购，考虑到公司已基本完成大规模扩张布局，未来扩张速度将有所放缓。预计未来5年自建门店每年新增300-500家，并购每年新增400-600家，总体直营门店数量CAGR约为4%。新店需经2-3年培育期，销售额方可达老店水平，未来老店占比将维持70%以上，随着药品需求修复，给予老店单店年均销售额增速约5%。

2) 市场规模：长期来看，行业增长主要来自于人口老龄化以及处方外流渗透率提升。随着老龄化对慢病、特病药品需求增加，叠加处方外流政策（如门诊统筹）持续落地，保守估计我国处方外流率可达30%左右，预计显性期药店市场规模有望突破10000亿。

3) 公司市占率：长期来看，当前药店行业集中度较低，未来仍有提升空间。但全国各省连锁药店众多且较为分散，公司作为龙头竞争力较强，医药零售业务市占率有望从现在的3.5%小幅提升至5.5%。

盈利能力假设：

1) 毛利率：公司商品结构及成本控制较好，并能以较短的付款账期换取稳定的供应商合作关系以及优惠的进货价格，短期维持优于同行的毛利率水平（约41%）。半显性期随着处方药占比提升，预计毛利率略微下降至40.5%左右。

2) 期间费用率：随着公司扩张速度放缓，用于新店培育以及促销的销售费用将略有减少，但人员薪酬、门店租金等支出整体较为刚性。公司精细化管理能力较强，降本增效持续推进。预计整体期间费用率将从2024年的32%略降至半显性期的30.5%左右。

对于医药批发及其他业务：

收入假设：

医药批发：该业务主要受加盟店数量增长拉动，预计未来5年加盟店每年新增1000家，快速进入弱势省份，显性期给予批发收入CAGR约12%，半显性期业务成熟，增速降至5%。

其他：该业务主要系供应商促销服务及品牌管理费收入，保守给予5%的增速。

盈利能力假设：

由于医药批发业务模式较成熟，预计未来维持10%的较低毛利率水平。其他业务为服务费模式，毛利率接近100%。故整体毛利率预计随着批发占比提升由2024年的30.8%降至半显性期的26.8%左右。

表2：公司整体业绩预测

益丰药房	2022A	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E
收入(亿)	198.9	225.9	240.6	254.6	280.2	309.9	344.1	385.8
归母净利润(亿)	12.7	14.1	15.3	18.3	19.1	21.5	23.8	26.6
归母净利润增速(%)	42.5	11.6	8.3	20.0	3.9	12.9	10.4	12.0
经营性净利润(亿)	14.1	15.3	15.6	19.5	20.3	22.9	25.3	28.4
经营性净利润增速(%)	48.3	8.0	2.3	25.0	4.0	13.1	10.5	12.1
经营性归母净利润(亿)	12.5	13.6	14.4	18.1	18.9	21.3	23.6	26.4
经营性归母净利润增速(%)	46.7	8.7	5.9	25.7	4.0	13.1	10.5	12.1

数据来源：壹评级

6.2 估值确定性

★★★★☆

公司估值确定性一般。一方面，历史上益丰药房收入具有一定波动，盈利能力波动性较小。另一方面，公司以线下销售为主，门店网络广泛，较难以获取销售高频数据，公司信息披露频率也不高，且行业信息与可跟踪数据具有一定滞后性，因而对估值确定性有所影响。

附注

四维评级

四维评级是对上市公司成长空间、盈利趋势、产业格局、护城河四个维度的评级，其综合评价了一家公司的基本面情况。在评级中，我们结合了财务数据、行业数据、公司调研等多元信息，在研究员深度研究后，利用壹评级的自研评价体系，得到公司的各维度星级。

四个维度的星级大致按如下比例分布：

星级	5	4.5	4	3.5	3	2.5	2	1.5	1	0.5
比例	3%	7%	10%	15%	15%	15%	15%	10%	7%	3%

①成长空间

成长空间主要衡量公司未来的收入成长能力，其综合考虑了中短期（未来5年）、长期（未来5到10年）公司的成长能力，也考虑了公司未来增长的边际变化及确定性。

②盈利趋势

盈利趋势主要反应的是未来5年内公司盈利及产品景气的波动趋势。我们综合考虑了未来行业的供需景气变动、价格成本变化及格局的趋势性改变。

③产业格局

产业格局衡量的是公司产品的竞争格局情况，在公司业务的产品属性基础上，结合未来格局、进入壁垒、对上下游议价能力及替代风险等角度，综合评价公司产品的产业竞争格局。

④护城河

护城河维度主要考虑当前公司的护城河宽度及未来公司护城河的可持续性，我们根据公司的超额盈利、业务控制力和市占率情况评价公司的护城河宽度，并将其归因到品牌、渠道、资源、技术等若干个潜在护城河之中，并对这些护城河的持续性做出合理评估。综合考虑护城河的宽度与持续性，给出护城河星级。

DDM估值

壹评级DDM估值是对公司未来的预测分红进行折现得出的估值。估值过程中，我们基于以下基本假设：公司在保持合理周转率、合理负债率以及合理必要现金前提下，公司未来盈利可分尽分

动态估值

壹评级动态估值，采用倍数法对公司价值进行快速评估。我们主要采用显性期（通常为5年）末两年末两年加权盈利预测—作为盈利基准，乘以适当倍数，根据风险折现后得到其估值。动态估值中的倍数以显性期后成长能力为基准，根据产业格局、护城河持续性、风险情况等进行调整，得到合适的估值倍数。

估值状态

估值状态主要用上行空间这一指标来衡量，上行空间(X) = 估值/市值-1，其与估值状态的对应关系如下：

区间	$X < -50\%$	$-50\% \leq X < -30\%$	$-33\% \leq X < -20\%$	$-20\% \leq X < 25\%$	$25\% \leq X < 50\%$	$50\% \leq X < 100\%$	$X \geq 100\%$
估值状态	严重高估	高估	偏高估	合理估值	偏低估	低估	严重低估

经营性净利润/经营性归母净利润

经营性净利润相比于报表净利润主要剔除了金融相关收益，如金融性收益、财务收入等，主要体现公司在业务经营方面产生的收益。经营性归母净利润则进一步剔除了其相关的少数股东损益。

量化星级部分

商业模式和历史经营绩效部分所列示的量化星级是根据上市公司披露的公开信息和数据加工处理而成的星级指标，以下为各分项的计算说明：

1. 历史成长能力

该评级主要是对公司的营业收入、营业利润、归母净利润等的增长率数据进行定量计算，得到星级结果。

2. 历史盈利能力

该评级主要对公司的ROE、ROIC、扣非净利率等数据进行定量计算，得到星级结果。

3. 历史业务控制力及财务健康评级

该评级主要对公司的经营性现金流净额的收入占比、净占款在资产中的占比等数据进行定量计算，得到星级结果。

4. 股东回报评级

该评级主要对公司的盈利能力、分红率等数据进行定量计算，得到星级结果。

5. 资产强度

该评级主要对公司的固定资产、在建工程等长期经营资产的数值及比例等数据进行定量计算，得到星级结果。

6. 研发高端度

该评级主要对公司的人均研发费用等数据进行定量计算，得到星级结果。

7. 研发强度

该评级主要对公司的单位收入研发费用等数据进行定量计算，得到星级结果。

8. 营销强度

该评级主要对公司的单位收入销售费用等数据进行定量计算，得到星级结果。

9. 人力资源密集度

该评级主要对公司的单位收入薪酬等数据进行定量计算，得到星级结果。

10. 人力资源高端度

该评级主要对公司的人均薪酬等数据进行定量计算，得到星级结果。

11. 客户集中度

该评级主要对公司的头部客户占比等数据进行定量计算，得到星级结果。

12. 供应商集中度

该评级主要对公司的头部供应商占比等数据进行定量计算，得到星级结果。

13. 整体供应链集中度

该评级主要对公司的头部客户占比和头部供应商占比等数据进行定量计算，得到星级结果。

免责声明

本研究资料的信息由壹评级(以下简称“本公司”)基于已公开的资料或信息加工处理而成。本研究资料所载的信息、资料、推测及评价仅反映本公司于发布本研究资料时的判断，不保证所包含信息不发生变更。在不同时期，本公司可发出与本研究资料所载信息、资料、推测及评价不一致的研究资料。本公司不保证本研究资料所含信息及资料保持在最新状态。同时，本公司对本研究资料所含信息及资料可在不发出通知的情形下做出补充、更新和修改，客户应当自行关注相应的更新或修改。

本研究资料中的信息或所表述的评价仅供参考之用，均不构成对任何人的投资建议，本公司不对任何人因使用本研究资料中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。市场有风险，投资需谨慎。本研究资料版权归“壹评级”所有，未经事先书面授权，任何机构和个人对本研究资料的任何部分不得以任何形翻版、复制、发表或引用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“壹评级”，且不得对本研究资料进行任何有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本研究资料的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。