

## 益丰药房 (603939.SH)

## 业绩稳定增长，加盟势头强劲

公司发布 2022 年年报及 2023 年一季报：2022 年实现营业收入、归母净利润、扣非归母净利润 198.86、12.66、12.30 亿元，同比分别增 29.75%、42.54%、43.27%；其中 Q4 实现营业收入、归母净利润、扣非归母净利润 65.39、4.42、4.35 亿元，同比分别增 49.00%、130.30%、145.69%。2023Q1 实现营业收入、归母净利润、扣非归母净利润 52.66、3.36、3.21 亿元，同比分别增 26.94%、23.60%、20.80%。

- 经营业绩稳定增长，业务结构优化：2022 年 Q4 在四类药需求激增下业绩表现亮眼，2023Q1 维持稳定增长趋势，全年随着客流疫后修复及新店爬坡有望维持稳定增长。分产品看，中西成药 2022 年与 2023Q1 分别实现收入 147.45、38.95 亿元，同比增长 38.76%、31.96%；中药 2022 年与 2023Q1 分别实现收入 17.68、5.23 亿元，同比增长 24.11%、35.63%，占比逐步提升。
- 门店破万家，加盟势头强劲：公司坚持“区域聚焦，稳健扩张”的发展战略，在疫情不利环境下仍完成门店拓展目标，2017 年至 2022 年门店数量年复合增长率达 38%。2023Q1 和 2022 全年分别净增门店 597(自建 308+并购 154+加盟 199+迁址 19+关闭 45)、2459(自建 1241+并购 545+加盟 1030+迁址 145+关闭 212) 家。随着加盟门店快速扩张，公司批发业务增长迅速，2022 年和 2023Q1 分别实现收入 13.59、3.71 亿元，同比增长 88.81%、77.56%。
- 通过优化品类结构(截止 2022 年年底，遴选 1200+品种进入商品精品库，集采目录品种覆盖率达 98%以上，累计新引进 1000+个集采品种)、数字化转型(全面赋能会员、营运、商品、新零售、物流等各领域)、线上线下承接处方外流(截止 2022 年年底，拥有院边店 560+家，DTP 药房 253 家，双通道 197 家，特慢病医保统筹药房 1300+家；经营国家医保协议谈判药品 200+个，医院处方外流品种 760 个。线上对接省市级医保、卫健处方流转平台 10+家，承接 100+家三级医院及互联网医院处方流转业务)、推进新零售(2022 年实现 B2C 和 O2O 业务全年销售收入 17.51 亿元，同比增长 55.24%)等举措强化服务能力。
- 盈利预测与投资建议：公司于 2022 年 8 月发布股权激励计划，目标 2022-2024 年归母净利润分别增长 20%、20.8%、17.2%，彰显公司信心，预计对 2022-2025 年带来摊销费用(税后)影响分别为 1109 万、3889 万、1750 万和 192 万。我们看好公司精细化管理能力、门店扩张进度以及增量业务相关布局。2023-2025 年归母净利润 15.18/18.39/22.05 亿，对应 PE 25/20/17X，维持“强烈推荐”评级。
- 风险提示：政策变化、跨区域扩张不及预期、竞争加剧、商誉减值等风险。

## 财务数据与估值

会计年度	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业总收入(百万元)	15326	19886	24594	29937	35818
同比增长	17%	30%	24%	22%	20%
营业利润(百万元)	1339	1886	2261	2740	3286
同比增长	14%	41%	20%	21%	20%
归母净利润(百万元)	888	1266	1518	1839	2205
同比增长	16%	43%	20%	21%	20%
每股收益(元)	1.24	1.75	2.10	2.55	3.05
PE	41.7	29.4	24.5	20.2	16.9
PB	4.9	4.3	3.8	3.3	2.8

资料来源：公司数据、招商证券

## 强烈推荐(维持)

消费品/医药生物  
目标估值：NA  
当前股价：51.48 元

## 基础数据

总股本(万股)	72170
已上市流通股(万股)	71861
总市值(亿元)	372
流通市值(亿元)	370
每股净资产(MRQ)	12.5
ROE(TTM)	14.8
资产负债率	55.0%
主要股东	宁波梅山保税港区厚信创业
主要股东持股比例	21.65%

## 股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	-13	-14	52
相对表现	-13	-28	50

资料来源：公司数据、招商证券

## 相关报告

- 《益丰药房(603939)——业绩逐季加速，门店扩张助份额提升》2022-10-31
- 《益丰药房(603939)——疫情下业绩环比改善，全年有望提速》2022-08-30
- 《益丰药房(603939)——业绩稳步增长，全年有望加速》2022-04-29

许菲菲 S1090520040003

✉ xufeifei@cmschina.com.cn

方秋实 S1090523040003

✉ fangqiushi@cmschina.com.cn

表 1: 益丰药房季度数据

	21Q2	21Q3	21Q4	22Q1	22Q2	22Q3	22Q4	23Q1
一、营业总收入	3717	3592	4388	4148	4602	4598	6539	5266
二、营业总成本	3355	3328	4115	3762	4177	4250	5885	4797
其中: 营业成本	2188	2092	2705	2450	2724	2710	4141	3177
营业税金及附加	13	13	17	15	18	16	22	18
营业费用	948	1011	1166	1078	1200	1282	1318	1348
管理费用	164	171	178	173	188	196	347	215
研发费用	3	3	7	4	5	5	12	5
财务费用	26	27	29	27	28	30	21	20
资产减值损失	-9	-10	-12	-15	-12	-12	-17	-17
三、其他经营收益	24	23	34	21	19	19	15	32
其它收益	12	12	25	17	10	11	5	23
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0	0	0
投资收益	10	9	5	2	5	1	0	5
四、营业利润	385	287	307	407	443	367	668	502
加: 营业外收入	1	3	3	2	5	3	2	1
减: 营业外支出	3	2	4	2	2	3	13	2
五、利润总额	383	288	306	407	446	366	658	501
减: 所得税	98	74	84	105	107	90	147	121
六、净利润	285	214	222	302	339	276	511	380
减: 少数股东损益	21	23	30	30	34	29	69	43
七、归属母公司所有者净利润	263	191	192	272	304	247	442	336
EPS	0.37	0.26	0.27	0.38	0.42	0.34	0.61	0.47
毛利率	41.1%	41.8%	38.4%	40.9%	40.8%	41.1%	36.7%	39.7%
主营税金率	0.4%	0.4%	0.4%	0.3%	0.4%	0.4%	0.3%	0.3%
营业费率	25.5%	28.2%	26.6%	26.0%	26.1%	27.9%	20.2%	25.6%
管理费率	4.4%	4.8%	4.1%	4.2%	4.1%	4.3%	5.3%	4.1%
营业利润率	10.4%	8.0%	7.0%	9.8%	9.6%	8.0%	10.2%	9.5%
实际税率	25.6%	25.6%	27.5%	25.9%	24.1%	24.7%	22.4%	24.1%
净利率	7.1%	5.3%	4.4%	6.6%	6.6%	5.4%	6.8%	6.4%
YoY								
收入增长率	14.5%	14.2%	18.4%	14.3%	23.8%	28.0%	49.0%	26.9%
营业利润增长率	14.6%	4.7%	13.0%	13.2%	15.1%	27.9%	117.5%	23.2%
净利润增长率	19.0%	7.3%	8.0%	12.8%	15.5%	29.3%	130.3%	23.6%

资料来源: 公司数据, 招商证券

附：财务预测表

资产负债表

单位：百万元	2021	2022	2023E	2024E	2025E
<b>流动资产</b>	7916	10578	12342	15883	19917
现金	2921	4113	2722	4160	5855
交易性投资	152	50	50	50	50
应收票据	0	0	0	0	0
应收款项	1077	1844	2280	2776	3321
其它应收款	313	419	519	631	756
存货	3041	3615	4522	5526	6655
其他	412	538	2250	2740	3281
<b>非流动资产</b>	9136	10461	10677	10803	10926
长期股权投资	5	5	5	5	5
固定资产	918	1219	1416	1585	1728
无形资产商誉	4114	4673	4606	4545	4491
其他	4098	4564	4649	4667	4702
<b>资产总计</b>	<b>17052</b>	<b>21039</b>	<b>23018</b>	<b>26686</b>	<b>30843</b>
<b>流动负债</b>	6745	9659	10144	12041	14172
短期借款	0	0	50	50	50
应付账款	4806	6761	8457	10337	12447
预收账款	48	67	84	102	123
其他	1892	2832	1553	1553	1552
<b>长期负债</b>	2442	2258	2258	2258	2258
长期借款	366	229	229	229	229
其他	2077	2029	2029	2029	2029
<b>负债合计</b>	<b>9187</b>	<b>11917</b>	<b>12402</b>	<b>14299</b>	<b>16430</b>
股本	719	722	722	722	722
资本公积金	3960	3999	3999	3999	3999
留存收益	2802	3835	5136	6671	8416
少数股东权益	383	565	759	994	1275
归属于母公司所有者权益	7481	8556	9857	11392	13137
<b>负债及权益合计</b>	<b>17052</b>	<b>21039</b>	<b>23018</b>	<b>26686</b>	<b>30843</b>

现金流量表

单位：百万元	2021	2022	2023E	2024E	2025E
<b>经营活动现金流</b>	2150	3920	951	2540	2944
净利润	888	1266	1518	1839	2205
折旧摊销	261	332	734	754	757
财务费用	170	165	22	(8)	(17)
投资收益	(34)	(7)	(74)	(74)	(74)
营运资金变动	796	2015	(1442)	(206)	(208)
其它	70	149	194	235	281
<b>投资活动现金流</b>	(567)	(1274)	(876)	(806)	(806)
资本支出	(828)	(588)	(880)	(880)	(880)
其他投资	261	(686)	4	74	74
<b>筹资活动现金流</b>	(2185)	(1655)	(1466)	(296)	(443)
借款变动	(3986)	(1308)	(1228)	0	0
普通股增加	187	3	0	0	0
资本公积增加	1213	39	0	0	0
股利分配	(159)	(216)	(217)	(304)	(460)
其他	560	(173)	(22)	8	17
<b>现金净增加额</b>	<b>(602)</b>	<b>991</b>	<b>(1391)</b>	<b>1438</b>	<b>1695</b>

利润表

单位：百万元	2021	2022	2023E	2024E	2025E
<b>营业总收入</b>	15326	19886	24594	29937	35818
营业成本	9143	12026	15043	18386	22141
营业税金及附加	55	70	87	106	127
营业费用	4060	4878	6050	7335	8668
管理费用	657	904	1107	1347	1576
研发费用	16	25	31	38	46
财务费用	115	105	22	(8)	(17)
资产减值损失	(45)	(66)	(66)	(66)	(66)
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
其他收益	62	44	44	44	44
投资收益	41	30	30	30	30
<b>营业利润</b>	1339	1886	2261	2740	3286
营业外收入	10	12	12	12	12
营业外支出	11	20	20	20	20
<b>利润总额</b>	1338	1877	2253	2732	3278
所得税	347	450	542	659	792
少数股东损益	103	162	194	235	281
<b>归属于母公司净利润</b>	888	1266	1518	1839	2205

主要财务比率

	2021	2022	2023E	2024E	2025E
<b>年成长率</b>					
营业总收入	17%	30%	24%	22%	20%
营业利润	14%	41%	20%	21%	20%
归母净利润	16%	43%	20%	21%	20%
<b>获利能力</b>					
毛利率	40.3%	39.5%	38.8%	38.6%	38.2%
净利率	5.8%	6.4%	6.2%	6.1%	6.2%
ROE	11.9%	14.8%	15.4%	16.1%	16.8%
ROIC	11.6%	14.2%	15.8%	16.3%	16.8%
<b>偿债能力</b>					
资产负债率	53.9%	56.6%	53.9%	53.6%	53.3%
净负债比率	7.6%	7.2%	1.2%	1.0%	0.9%
流动比率	1.2	1.1	1.2	1.3	1.4
速动比率	0.7	0.7	0.8	0.9	0.9
<b>营运能力</b>					
总资产周转率	0.9	0.9	1.1	1.1	1.2
存货周转率	3.5	3.6	3.7	3.7	3.6
应收账款周转率	16.1	13.6	11.9	11.8	11.7
应付账款周转率	2.1	2.1	2.0	2.0	1.9
<b>每股资料(元)</b>					
EPS	1.24	1.75	2.10	2.55	3.05
每股经营净现金	2.99	5.43	1.32	3.52	4.08
每股净资产	10.41	11.86	13.66	15.79	18.20
每股股利	0.30	0.30	0.42	0.64	0.76
<b>估值比率</b>					
PE	41.7	29.4	24.5	20.2	16.9
PB	4.9	4.3	3.8	3.3	2.8
EV/EBITDA	19.2	14.1	10.0	8.7	7.5

资料来源：公司数据、招商证券

## 分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

许菲菲 生物医药行业联席首席分析师

复旦大学学士、哥伦比亚大学硕士，2020年4月加入招商证券，此前就职于国金证券。

方秋实 生物医药行业研究助理

浙江大学财务管理学学士、会计学硕士，2021年4月加入招商证券。

## 评级说明

报告中所涉及的投资评级采用相对评级体系，基于报告发布日后 6-12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期当地市场基准指数的市场表现预期。其中，A 股市场以沪深 300 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 指数为基准。具体标准如下：

### 股票评级

强烈推荐：预期公司股价涨幅超越基准指数 20%以上

增持：预期公司股价涨幅超越基准指数 5-20%之间

中性：预期公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间

减持：预期公司股价表现弱于基准指数 5%以上

### 行业评级

推荐：行业基本面向好，预期行业指数超越基准指数

中性：行业基本面稳定，预期行业指数跟随基准指数

回避：行业基本面转弱，预期行业指数弱于基准指数

## 重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价，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。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。本公司或关联机构可能会持有报告中所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业务服务。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。

复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。