

益丰药房 (603939)

2022 年报及 2023Q1 报点评：新老店协同带动利润高增长，门店数量突破一万家

买入 (维持)

2023 年 05 月 04 日

证券分析师 朱国广

执业证书: S0600520070004

zhugg@dwzq.com.cn

证券分析师 冉胜男

执业证书: S0600522090008

ranshn@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入 (百万元)	19,886	24,024	28,822	34,370
同比	30%	21%	20%	19%
归属母公司净利润 (百万元)	1,266	1,526	1,877	2,334
同比	43%	21%	23%	24%
每股收益-最新股本摊薄 (元/股)	1.75	2.11	2.60	3.23
P/E (现价&最新股本摊薄)	29.36	24.35	19.79	15.92

关键词: #业绩符合预期

投资要点

- **事件:** 2022 年公司实现营收 198.86 亿元 (+29.75%, 同比, 下同), 归母净利润 12.66 亿元(+42.54%), 扣非归母净利润 12.30 亿元(+43.27%)。2023Q1 实现营收 52.66 亿元 (+26.94%), 归母净利润 3.36 亿元 (+23.60%), 扣非归母净利润 3.21 亿元 (+20.80%), 业绩符合预期。
- **批发业务增速亮眼, 中西成药贡献主要收入。** 2022 年, 公司营收同比增长 29.75%, 原因为老店同比内生增长及新设和并购规模加大; 扣非归母净利润同比增长 43.27%, 原因为新老店的协同增长及管理效益提升。公司整体毛利率为 38.27% (-0.19pct), 毛利率下滑源自低毛利业务批发收入占比的提升。**分业务看,** 2022 年公司零售业务收入 180.22 亿元 (+27.93%), 毛利率 40.44% (+0.55pct); 批发业务收入增速最快, 实现营收 13.59 亿元 (+88.81%), 毛利率 9.47% (-0.91pct)。**分品类看,** 中西成药增速较快, 实现营收 147.45 亿元 (+38.76%), 毛利率 35.24% (+0.32pct); 中药收入 17.68 亿元 (+24.11%), 毛利率 46.80 (+0.15pct); 非药品收入 28.68 亿元 (+4.07%), 毛利率 48.56% (+0.70pct)。
- **门店数量突破一万家, 连锁复制能力突出。** 公司继续坚持“区域聚焦、稳健扩张”的发展战略, 全年门店总数 10268 家 (含加盟店 1962 家), 同比净增 2459 家, 2017-2022 门店数量 CAGR 达 37.90%。通过“新开+并购+加盟”的门店拓展模式, 公司全年新增门店 2816 家, 其中自建门店 1241 家, 并购门店 545 家, 新增加盟店 1030 家。截至 2023Q1, 公司门店总数 10865 家, Q1 新增门店 661 家, 其中自建门店 308 家, 并购门店 154 家, 新增加盟店 199 家。
- **持续推进商品精品战略, 引入集采品种。** 截至 2022 年底, 公司与近 600 家厂商建立了战略合作关系, 遴选 1200 多个品种纳入公司商品精品库, 通过厂商合作, 大力引进国家集采品种。同期公司经营国家集采目录品种成分覆盖率达 98% 以上, 累计新引进集采品种数量 1000 多个 SKU。
- **数字化转型成效显著逐步实现, 医药新零售体系高效运行。** 公司持续推进基于会员、大数据、互联网医疗等生态化的医药新零售体系建设, O2O 上线直营门店超过 7000 家, 24 小时营业配送门店 600 多家, 覆盖了公司线下所有主要城市; B2C 和 O2O 业务全年实现销售收入 17.51 亿元, 同比增长 55.24%, 未来有望协同公司业务实现持续增长。
- **盈利预测与投资评级:** 考虑到公司门店持续扩张, 我们将 2023-2024 年公司归母净利润由为 13.73/16.69 亿元调整至 15.26/18.77 亿元, 预计

股价走势



市场数据

收盘价(元)	51.48
一年最低/最高价	37.98/73.50
市净率(倍)	4.12
流通 A 股市值(百万元)	36,994.03
总市值(百万元)	37,153.37

基础数据

每股净资产(元,LF)	12.49
资产负债率(% ,LF)	55.02
总股本(百万股)	721.70
流通 A 股(百万股)	718.61

相关研究

- 《益丰药房(603939): 2022 年三季报点评: 业绩符合预期, “新建+并购+加盟” 三驾马车齐发力》
2022-11-01
- 《益丰药房(603939): 2022 年中报点评: 业绩稳步增长, 门店深度和广度不断加深》
2022-08-30

2025 年为 23.34 亿元，对应当前市值的估值分别为 24/20/16 倍。维持“买入”评级。

- **风险提示：**市场竞争加剧的风险；快速拓展影响短期业绩的风险；并购门店经营不达预期的风险等。

益丰药房三大财务预测表

资产负债表(百万元)					利润表(百万元)				
	2022A	2023E	2024E	2025E		2022A	2023E	2024E	2025E
流动资产	10,578	12,612	15,514	19,370	营业总收入	19,886	24,024	28,822	34,370
货币资金及交易性金融资产	4,163	4,951	6,401	8,475	营业成本(含金融类)	12,026	14,510	17,547	21,068
经营性应收款项	2,071	2,495	3,000	3,582	税金及附加	70	85	102	121
存货	3,615	4,318	5,212	6,279	销售费用	4,878	6,013	7,128	8,328
合同资产	0	0	0	0	管理费用	904	1,092	1,224	1,391
其他流动资产	730	848	901	1,033	研发费用	25	31	37	44
非流动资产	10,461	11,880	13,208	14,434	财务费用	105	40	32	18
长期股权投资	5	7	9	10	加:其他收益	44	53	64	76
固定资产及使用权资产	4,652	5,180	5,657	6,082	投资净收益	7	8	10	12
在建工程	240	360	460	510	公允价值变动	0	0	0	0
无形资产	478	554	630	705	减值损失	-66	-50	-42	-27
商誉	4,188	4,658	5,128	5,598	资产处置收益	23	2	3	3
长期待摊费用	423	484	524	564	营业利润	1,886	2,267	2,787	3,465
其他非流动资产	474	638	801	965	营业外净收支	-8	-3	-2	-2
资产总计	21,039	24,493	28,723	33,804	利润总额	1,877	2,264	2,785	3,463
流动负债	9,659	11,392	13,505	15,954	减:所得税	450	543	668	831
短期借款及一年内到期的非流动负债	1,278	1,278	1,278	1,278	净利润	1,427	1,721	2,117	2,632
经营性应付款项	6,767	8,167	9,876	11,858	减:少数股东损益	162	195	240	298
合同负债	61	73	89	106	归属母公司净利润	1,266	1,526	1,877	2,334
其他流动负债	1,554	1,874	2,262	2,712	每股收益-最新股本摊薄(元)	1.75	2.11	2.60	3.23
非流动负债	2,258	2,258	2,258	2,258	EBIT	1,960	2,294	2,785	3,418
长期借款	229	229	229	229	EBITDA	3,547	3,404	3,947	4,632
应付债券	0	0	0	0	毛利率(%)	39.53	39.60	39.12	38.70
租赁负债	1,951	1,951	1,951	1,951	归母净利率(%)	6.36	6.35	6.51	6.79
其他非流动负债	78	78	78	78	收入增长率(%)	29.75	20.81	19.97	19.25
负债合计	11,917	13,650	15,763	18,212	归母净利润增长率(%)	42.54	20.58	23.02	24.34
归属母公司股东权益	8,556	10,082	11,960	14,294					
少数股东权益	565	760	1,000	1,298					
所有者权益合计	9,121	10,842	12,959	15,592					
负债和股东权益	21,039	24,493	28,723	33,804					

现金流量表(百万元)					重要财务与估值指标				
	2022A	2023E	2024E	2025E		2022A	2023E	2024E	2025E
经营活动现金流	3,920	3,393	4,010	4,581	每股净资产(元)	11.86	13.97	16.57	19.81
投资活动现金流	-1,274	-2,523	-2,479	-2,426	最新发行在外股份(百万股)	722	722	722	722
筹资活动现金流	-1,655	-81	-81	-81	ROIC(%)	12.54	12.97	13.78	14.65
现金净增加额	991	789	1,450	2,073	ROE-摊薄(%)	14.79	15.14	15.70	16.33
折旧和摊销	1,586	1,110	1,162	1,214	资产负债率(%)	56.64	55.73	54.88	53.88
资本开支	-578	-2,305	-2,283	-2,232	P/E(现价&最新股本摊薄)	29.36	24.35	19.79	15.92
营运资本变动	667	235	284	323	P/B(现价)	4.34	3.69	3.11	2.60

数据来源:Wind,东吴证券研究所,全文如无特殊注明,相关数据的货币单位均为人民币,预测均为东吴证券研究所预测。

免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“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。在法律许可的情况下，东吴证券及其所属关联机构可能会持有报告中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投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中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。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发、转载，需征得东吴证券研究所同意，并注明出处为东吴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东吴证券投资评级标准：

公司投资评级：

- 买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15% 以上；
- 增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5% 与 15% 之间；
- 中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -5% 与 5% 之间；
- 减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -15% 与 -5% 之间；
- 卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 -15% 以下。

行业投资评级：

- 增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于大盘 5% 以上；
- 中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对大盘 -5% 与 5%；
- 减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于大盘 5% 以上。

东吴证券研究所
苏州工业园区星阳街 5 号
邮政编码：215021
传真：(0512) 62938527
公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>

