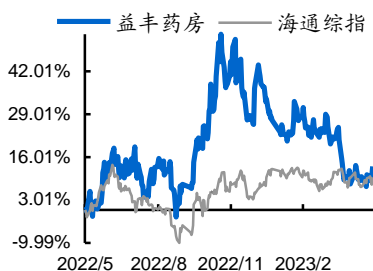


投资评级 优于大市
首次覆盖

业绩稳健增长，加盟逐步升级，药店龙头未来可期

股票数据

05月30日收盘价(元)	51.30
52周股价波动(元)	44.52-73.50
总股本/流通A股(百万股)	722/719
总市值/流通市值(百万元)	37023/36865

相关研究
市场表现


沪深300对比	1M	2M	3M
绝对涨幅(%)	3.0	-13.3	-15.2
相对涨幅(%)	7.7	-8.3	-9.5

资料来源: 海通证券研究所

分析师: 余文心

Tel: (0755) 82780398

Email: ywx9461@haitong.com

证书: S0850513110005

分析师: 梁广楷

Tel: (010) 56760096

Email: lkg12371@haitong.com

证书: S0850521070003

联系人: 张澄

Tel: (010) 56760096

Email: zc15254@haitong.com

投资要点:

- 事件:** 公司发布2022年报&2023年一季报。2022年全年营收198.86亿元,同比增长30%;实现归母净利润12.66亿元,同比增长43%;实现扣非归母净利润12.3亿元,同比增长43%。2022年单Q4营收65.39亿元,同比增长49%;归母净利润4.42亿元,同比增长130%;扣非归母净利润4.36亿元,同比增长146%。2023年Q1营收52.66亿元,同比增长27%;归母净利润3.36亿元,同比增长24%;扣非归母净利润3.21,同比增长21%。
- 点评:**
 - 门店规模稳健扩张,加盟拓展模式逐步升级。**2022年公司门店总数达10268家,其中加盟店1962家,总门店数较去年净增2459家,其中新增加盟门店1030家。2017-2022年公司门店数量年复合增长率为37.90%,门店扩张节奏保持稳健。2023年一季度净增门店597家,总门店数达到10865家。我们认为公司新增加盟门店数显著提升,看好未来内生外延齐头并进发展。
 - 主营业务快速提升,中西成药引领高增长。**2022年公司实现零售业务收入180.22亿元,同比增长27.93%;实现批发收入13.59亿元,同比增长88.81%。分产品来看,中西成药营收147.45亿元,同比增长38.76%;中药营收17.68亿元,同比增长24.11%;非药品营收28.68亿元,同比增长4.07%。
 - 毛利率水平略有下滑。**2022年主营业务毛利率38.27%,较去年同比减少0.19pp;零售业务毛利率40.44%,同比增加0.55pp;批发业务毛利率9.47%,同比减少0.91pp。分产品来看,中西成药毛利率35.24%,同比增加0.32pp;中药毛利率46.8%,同比增加0.15pp;非药品毛利率48.56%,同比增加0.7pp。我们认为整体毛利率水平下滑主要来源于批发业务占比提升。
 - 费用率持续优化,精细化营运能力突出。**2022年销售费用率24.53%(-1.96pp),管理费用率4.67%(+0.28pp),财务费用率0.53%(-0.22pp),销售净利率7.18%(+0.72pp),销售毛利率39.53%(-0.82pp)。23年一季度销售费用率25.6%(-0.39pp),管理费用率4.16%(-0.11pp),财务费用率0.38%(-0.26pp),销售净利率7.21%(-0.07pp),销售毛利率39.66%(-1.29pp)。我们认为公司费用率水平持续下降,精细化管理运营成果不断显现。
 - 线上线下一体化拓展持续深入。**O2O直营门店超过7,000家,覆盖公司线下所有主要城市。依托公司区域聚焦战略,智能化供应链系统以及精细化运营能力,2022年公司互联网业务实现销售收入17.51亿元,其中O2O实现销售收入13.62亿元,B2C实现销售收入3.88亿元。

主要财务数据及预测

	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万)	15326	19886	24152	29771	36557
(+/-)YoY(%)	16.6%	29.8%	21.5%	23.3%	22.8%
净利润(百万元)	888	1266	1494	1861	2340
(+/-)YoY(%)	19.4%	42.5%	18.0%	24.6%	25.7%
全面摊薄EPS(元)	1.23	1.75	2.07	2.58	3.24
毛利率(%)	40.3%	39.5%	40.0%	39.9%	40.2%
净资产收益率(%)	11.9%	14.8%	14.7%	15.5%	16.3%

资料来源: 公司年报(2021-2022), 海通证券研究所

备注: 净利润为归属母公司所有者的净利润

- **盈利预测与投资建议:** 益丰药房作为全国连锁药店龙头,精细化运营管理能力突出,门店扩张节奏保持稳健。我们预计公司 2023-25 年归母净利润为 14.9、18.6、23.4 亿元,增速分别为 18.0%、24.6%、25.7%,公司作为药店行业龙头,应给予估值溢价,根据可比公司估值,给予公司 2023 年 25-30 倍 PE,合理价值区间 51.75-62.10 元,首次覆盖,给予“优于大市”评级。
- **风险提示:** 医保政策收紧风险,门店扩张不达预期风险。

我们预测 2023-2025 年,公司营业收入分别为 241.52、297.71、365.57 亿元,同比增速分别为 21.5%、23.3%、22.8%,毛利率分别为 40.0%、39.9%、40.2%,其中主要业务假设如下:

1. 零售业务

- 1) 新建店营收: 22 年新建门店收入相对较高,预计 23 年增速略下滑,后续恢复较高增长。预计 23-25 年营收增速分别为 13%、28%与 26%;
- 2) 次新店营收: 次新店 22 年低基数,23 年恢复性增长,预计 23-25 年营收增速分别为 66%、18%与 34%;
- 3) 老店营收: 老店营收预计保持相对稳定态势,预计 23-25 年营收增速分别为 25%、26%、24%;
- 4) 并购店营收: 预计 23-25 年营收增速分别为 17%、7%、13%;
- 5) 新兴药房营收: 新兴药店预计保持平稳增长,假设 23-25 年营收增速分别为 10%、10%与 10%。

2. 批发业务

该业务板块将保持持续平稳发展,23-25 年营收增速分别为 30%、27%与 27%。

3. 其他业务

该业务板块基本保持平稳发展,23-25 年营收增速假设为 5%、7%与 8%。

表 1 公司营收预测

		2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
零售营收 (亿元)	新建店	4.35	3.47	5.25	5.94	7.60	9.60
	次新店	7.59	7.40	6.94	11.54	13.66	18.24
	老店	91.94	112.40	139.78	174.22	219.14	270.69
	并购店	6.10	6.67	10.00	11.67	12.50	14.17
	新兴药房	12.83	13.02	13.80	15.18	16.70	18.37
分行业营收 (亿元)	零售	122.52	140.87	180.22	218.55	269.60	331.06
	批发	5.61	7.20	13.59	17.67	22.44	28.38
	其他	3.31	5.19	5.05	5.30	5.67	6.13
营收合计 (亿元)		131.89	153.55	198.86	241.52	297.71	365.57
总体毛利率		37.98%	40.35%	38.27%	40.01%	39.90%	40.19%

资料来源:公司 2020-2022 年报,海通证券研究所

表 2 可比公司估值情况 (PE)

股票代码	公司简称	收盘价 (元)	EPS (元)			市盈率 (倍)		
			2022	2023E	2024E	2022	2023E	2024E
603233.SH	大参林	32.82	1.09	1.41	1.77	30	23	19
603883.SH	老百姓	32.92	1.36	1.64	1.99	24	20	17
平均						27	22	18

资料来源: Wind 一致性预测 (截至 20230530 收盘), 海通证券研究所

财务报表分析和预测

主要财务指标	2022	2023E	2024E	2025E	利润表 (百万元)	2022	2023E	2024E	2025E
每股指标 (元)					营业总收入	19886	24152	29771	36557
每股收益	1.75	2.07	2.58	3.24	营业成本	12026	14488	17893	21866
每股净资产	11.86	14.10	16.69	19.93	毛利率%	39.5%	40.0%	39.9%	40.2%
每股经营现金流	5.43	3.13	4.16	5.06	营业税金及附加	70	92	113	139
每股股利	0.40	0.00	0.00	0.00	营业税金率%	0.4%	0.4%	0.4%	0.4%
价值评估 (倍)					营业费用	4878	6280	7740	9541
P/E	29.25	24.78	19.90	15.83	营业费用率%	24.5%	26.0%	26.0%	26.1%
P/B	4.33	3.64	3.07	2.57	管理费用	904	1036	1280	1590
P/S	1.86	1.53	1.24	1.01	管理费用率%	4.5%	4.3%	4.3%	4.4%
EV/EBITDA	12.81	14.14	10.83	8.00	EBIT	1960	2256	2777	3457
股息率%	0.8%	0.0%	0.0%	0.0%	财务费用	105	2	-34	-79
盈利能力指标 (%)					财务费用率%	0.5%	0.0%	-0.1%	-0.2%
毛利率	39.5%	40.0%	39.9%	40.2%	资产减值损失	-56	-50	-30	-30
净利润率	6.4%	6.2%	6.3%	6.4%	投资收益	7	19	24	29
净资产收益率	14.8%	14.7%	15.5%	16.3%	营业利润	1886	2262	2820	3556
资产回报率	6.0%	6.5%	6.9%	7.3%	营业外收支	-8	-8	-9	-20
投资回报率	11.8%	11.5%	12.4%	13.4%	利润总额	1877	2254	2811	3536
盈利增长 (%)					EBITDA	3547	2459	3004	3708
营业收入增长率	29.8%	21.5%	23.3%	22.8%	所得税	450	585	729	918
EBIT 增长率	38.8%	15.1%	23.1%	24.5%	有效所得税率%	24.0%	26.0%	26.0%	26.0%
净利润增长率	42.5%	18.0%	24.6%	25.7%	少数股东损益	162	175	221	279
偿债能力指标					归属母公司所有者净利润	1266	1494	1861	2340
资产负债率	56.6%	52.7%	52.0%	51.1%					
流动比率	1.10	1.22	1.31	1.41	资产负债表 (百万元)	2022	2023E	2024E	2025E
速动比率	0.67	0.79	0.88	0.97	货币资金	4113	5835	8022	10855
现金比率	0.43	0.59	0.67	0.76	应收账款及应收票据	1844	1610	1985	2437
经营效率指标					存货	3615	3773	4642	5660
应收账款周转天数	26.44	25.74	21.74	21.77	其它流动资产	1007	872	992	1134
存货周转天数	99.62	91.78	84.65	84.81	流动资产合计	10578	12090	15640	20086
总资产周转率	1.04	1.10	1.19	1.24	长期股权投资	5	5	5	5
固定资产周转率	18.61	18.88	21.42	24.77	固定资产	1219	1341	1439	1513
					在建工程	240	240	240	240
					无形资产	478	503	528	553
					非流动资产合计	10461	10970	11443	11892
现金流量表 (百万元)	2022	2023E	2024E	2025E	资产总计	21039	23061	27083	31979
净利润	1266	1494	1861	2340	短期借款	0	0	0	0
少数股东损益	162	175	221	279	应付票据及应付账款	6761	6641	8201	10022
非现金支出	1653	258	262	286	预收账款	6	10	12	15
非经营收益	150	91	65	69	其它流动负债	2893	3262	3685	4184
营运资金变动	690	240	594	679	流动负债合计	9659	9912	11898	14220
经营活动现金流	3920	2259	3002	3652	长期借款	229	179	129	79
资产	-578	-663	-656	-667	其它长期负债	2029	2053	2053	2053
投资	-801	0	0	0	非流动负债合计	2258	2232	2182	2132
其他	105	-33	-26	-21	负债总计	11917	12144	14080	16352
投资活动现金流	-1274	-696	-683	-688	实收资本	722	722	722	722
债权募资	-52	122	-50	-50	归属于母公司所有者权益	8556	10176	12042	14387
股权募资	77	14	0	0	少数股东权益	565	741	961	1240
其他	-1681	23	-83	-81	负债和所有者权益合计	21039	23061	27083	31979
融资活动现金流	-1655	159	-133	-131					
现金净流量	991	1722	2187	2833					

备注: (1) 表中计算估值指标的收盘价日期为 05 月 30 日; (2) 以上各表均为简表

资料来源: 公司年报 (2022), 海通证券研究所

信息披露

分析师声明

余文心 医药行业
梁广楷 医药行业

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

分析师负责的股票研究范围

重点研究上市公司： 天士力, 华润三九, 人福医药, 凯莱英, 纳微科技, 药康生物, 片仔癀, 华兰生物, 沃森生物, 同仁堂, 微芯生物, 万泰生物, 康泰生物, 康龙化成, 迈瑞医疗, 贝达药业, 百普赛斯, 海泰新光, 诺唯赞, 惠泰医疗, 诺禾致源, 普瑞眼科, 以岭药业, 博腾股份, 科伦药业, 泰格医药, 东阿阿胶, 博济医药, 万孚生物, 康华生物

投资评级说明

	类别	评级	说明
1. 投资评级的比较和评级标准: 以报告发布后的 6 个月内的市场表现为比较标准, 报告发布日后 6 个月内的公司股价 (或行业指数) 的涨跌幅相对同期市场基准指数的涨跌幅;	股票投资评级	优于大市	预期个股相对基准指数涨幅在 10%以上;
		中性	预期个股相对基准指数涨幅介于-10%与 10%之间;
		弱于大市	预期个股相对基准指数涨幅低于-10%及以下;
		无评级	对于个股未来 6 个月市场表现与基准指数相比无明确观点。
2. 市场基准指数的比较标准: A 股市场以海通综指为基准; 香港市场以恒生指数为基准; 美国市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。	行业投资评级	优于大市	预期行业整体回报高于基准指数整体水平 10%以上;
		中性	预期行业整体回报介于基准指数整体水平-10%与 10%之间;
		弱于大市	预期行业整体回报低于基准指数整体水平-10%以下。

法律声明

本报告仅供海通证券股份有限公司 (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。在任何情况下, 本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断, 本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。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。

市场有风险, 投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考, 不构成投资建议, 也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。在法律许可的情况下, 海通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。

本报告仅向特定客户传送, 未经海通证券研究所书面授权, 本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品, 或再次分发给任何其他人, 或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。如欲引用或转载本文内容, 务必联络海通证券研究所并获得许可, 并需注明出处为海通证券研究所, 且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可, 海通证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。