

# 区域聚焦稳健扩张， 看好业绩持续释放

## 核心观点

4月27日，公司发布2022年年度报告，实现营业收入198.86亿元，同比增长29.75%，实现归母净利润12.66亿元，同比增长42.54%，实现扣非后归母净利润12.30亿元，同比增长43.27%，业绩符合预期。展望23年，公司门店规模持续扩大，新零售及数字化转型加速，看好公司业绩稳健增长。

## 事件

公司发布2022年年度报告及2023年一季度报告，业绩符合预期

4月27日，公司发布2022年年度报告及2023年一季度报告。2022年全年，公司实现营业收入、归母净利润、扣非后归母净利润分别为198.86亿元、12.66亿元、12.30亿元，分别同比增长29.75%、42.54%及43.27%。23Q1，公司实现营业收入、归母净利润、扣非后归母净利润分别为52.66亿元、3.36亿元、3.21亿元，分别同比增长26.94%、23.60%及20.80%，业绩符合预期。

公司2022年利润分配预案拟以实施2022年度权益分派股权登记日登记的总股本为基数分配利润，向全体股东每股派发现金红利0.4元（含税），同时，以资本公积金转增股本方式向全体股东每股转增0.4股，不送红股。

## 简评

用药需求恢复降低促销成本，利润端增速亮眼

### 重要财务指标

	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	15,326	19886	23567	29356	36725
YOY(%)	16.6	29.8	18.5	24.6	25.1
净利润(百万元)	888	1266	1502	1875	2350
YOY(%)	15.6	42.5	18.6	24.9	25.3
毛利率(%)	40.4	39.5	39.5	39.3	39.1
净利率(%)	5.8	6.4	6.4	6.4	6.4
ROE(%)	12.6	14.8	15.3	16.4	17.5
EPS(摊薄/元)	1.23	1.75	2.08	2.60	3.26
P/E(倍)	40.5	28.4	23.9	19.2	15.3
P/B(倍)	4.8	4.2	3.7	3.2	2.7

资料来源: iFinD, 中信建投证券

## 益丰药房 (603939.SH)

维持

买入

贺菊颖

hejuying@csc.com.cn

010-86451162

SAC 编号:S1440517050001

SFC 编号:ASZ591

刘若飞

liuruofei@csc.com.cn

010-85130388

SAC 编号:S1440519080003

发布日期: 2023年05月08日

当前股价: 49.81元

### 主要数据

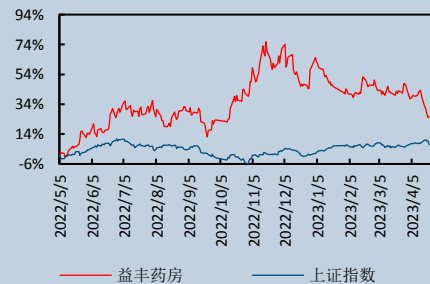
#### 股票价格绝对/相对市场表现 (%)

1个月	3个月	12个月
-12.61/-14.82	-15.20/-16.99	51.54/39.20
12月最高/最低价(元)		70.78/33.45
总股本(万股)		72,170.49
流通A股(万股)		71,860.97
总市值(亿元)		359.48
流通市值(亿元)		357.94
近3月日均成交量(万)		474.99

#### 主要股东

宁波梅山保税港区厚信创业投资 合伙企业(有限合伙)	21.65%
------------------------------	--------

### 股价表现



### 相关研究报告

【中信建投医药商业】益丰药房  
2022-10-31 (603939)-经营圈转化率提升 看好全年

2022 年全年，公司收入端实现增长 29.75%，主要由于：1) 22Q4 四类药品需求旺盛，进店客流激增，老店及新店加速贡献零售增长；2) 基数较小的批发业务同比增长 88.81%。归母净利润同比增长 42.54%，快于收入端增速，主要由于：1) 占比更大的零售业务毛利率略有增长，减小了批发业务占比提升对毛利率的负面影响，主营业务毛利率相对稳健；2) Q4 促销费用投入比重减少，单季销售费用率减少 6.42 个百分点。

2022 年第四季度，公司实现营业收入 65.39 亿元，同比增长 49.00%，主要归功于居民用药需求激增，门店交易次数显著提升；实现归母净利润 4.42 亿元，同比增长 130.30%，实现扣非后归母净利润 4.36 亿元，同比增长 145.69%，快于收入增速，主要由于门店促销费用投入比重减少。

2023 年第一季度，公司实现营业收入 52.66 亿元，同比增长 26.94%，主要由于：1) 居民疫后用药需求稳健，零售业务同比增长 25.38%；2) 基数较小的批发业务增长 77.56%。23Q1, 公司实现归母净利润 3.36 亿元，同比增长 23.60%，实现扣非后归母净利润 3.21 亿元，同比增长 20.80%，略低于收入增速，主要由于毛利率较低的批发业务收入占比提升。

### 区域聚焦，门店规模稳步扩张

**区域聚焦，稳步扩张。**公司继续坚持“区域聚焦、稳健扩张”的发展战略和“重点渗透、深度营销”的经营方针，2022 年，公司直营门店净增 1429 家、加盟门店净增 1030 家，合计净增 2459 家。2023 年第一季度，即使受到新冠及春节影响，公司仍然维持稳健扩张趋势，新增直营门店 462 家，关店 45 家，迁址 19 家，新增加盟店 199 家，门店总数达到 10865 家，其中直营门店 8704 家，加盟店 2161 家。我们认为，公司深度耕耘区域市场，全年门店有望保持稳健扩张态势，市场领先优势逐步扩大。

**表 1: 益丰药房近年门店扩张梳理**

地区	2021 年			2022 年			2023 年第一季度		
	新增 (家)	关闭 (家)	期末 (家)	新增 (家)	关闭 (家)	期末 (家)	新增 (家)	关闭 (家)	期末 (家)
中南地区	1021	55	3824	1710	120	5414	309	34	5689
华东地区	767	29	3194	756	155	3795	157	23	3929
华北地区	131	17	791	350	82	1059	195	7	1247
合计	1919	101	7809	2816	357	10268	661	64	10865

资料来源: 公司公告, 中信建投证券

**并购整合加速，持续贡献业绩增量。**2022 年及 2023 年第一季度，公司共发生 20 次并购整合业务，仍然保持较快扩张趋势。整体来看，在行业集中度提升的大背景下，公司保持了并购扩张的速度和质量，持续夯实在经营区域内的竞争优势。现阶段，中小连锁及单体药店资产价格或将进一步趋于合理，2023 年公司健康扩张的趋势有望继续维持。

**表 2: 益丰药房 2022 年及 2023Q1 并购标的梳理**

起始时间	标的	门店数量	购买股权比例	交易作价	交易状态
2021 年 7 月	盐城市亭湖区三槐堂大药房有限公司	7	资产性收购	700 万元	已完成
2021 年 10 月	江西百惠康大药房连锁有限公司	54	80%	3040 万元	已完成
2021 年 11 月	天津市仙鹤大药房连锁有限公司、天津市盛和堂中医门诊有限公司	11	资产性收购	1000 万元	已完成
2021 年 12 月	湖南众信大药房药品零售连锁有限责任公司	30	资产性收购	1380 万元	已完成
2021 年 12 月	玉山县百草堂药房等 42 家药店	42	资产性收购	2500 万元	已完成
2021 年 12 月	徐州康源药房连锁有限公司	16	资产性收购	1995.48 万元	已完成
2021 年 12 月	耒阳市四眼井大药房	11	资产性收购	3770 万元	已完成
2022 年 1 月	老百姓大药房连锁河北有限公司	12	资产性收购	1274.34 万元	已完成
2022 年 1 月	湖北康华大药房有限公司	9	资产性收购	130 万元	已完成
2022 年 1 月	道县人人康大药房人民店等 6 家药店	6	资产性收购	219 万元	已完成
2022 年 3 月	邯郸市永康益家医药连锁有限公司 30 家药店	30	90%	2520 万元	已完成
2022 年 4 月	湖南九芝堂医药有限公司	187	51%	2.04 亿元	已完成
2022 年 4 月	湖南四世堂大药房连锁有限公司 7 家药房	7	资产性收购	150 万元	已完成
2022 年 5 月	随州市百姓大药房 5 家药房	5	资产性收购	150 万元	已完成
2022 年 7 月	唐山市德顺堂医药连锁有限公司	85	70%	1.19 亿元	已完成
2022 年 10 月	秦皇岛民乐医药连锁有限公司	89	70%	6300 万元	已完成
2022 年 11 月	湖北好健康医药连锁有限公司	44	70%	3430 万元	已完成
2022 年 11 月	唐山德生堂医药有限公司	62	100%	11300 万元	已完成
2022 年 12 月	龙山县老百姓新特药健康药房	11	资产性收购	600 万元	已完成
2023 年 2 月	广水市应山康济药房	11	70%	854 万元	已完成

资料来源: 公司公告, 中信建投证券

**积极承接处方外流, 门诊统筹加速扩大增量空间。**截至 2023 年 3 月底, 公司拥有医保门店 7586 家, 占直营门店的 87.16%, 其中特慢病统筹医保定点药店 1393 家, 医保双通道药店 197 家。公司以院边店为依托, 积极布局 DTP 专业药房, 截至 2022 年底, 共拥有 DTP 药店 253 家、院边店 560 多家。我们认为, 随着门诊统筹进一步落地, 这些门店有望率先享受政策红利, 加速提供业绩增量。

### 数字化转型成效显著, 新零售体系高效运行

**聚焦业务全流程, 数字化转型成效显著。**2022 年, 公司以人为中心, 建立从顾客到企业、商品、运营、营销的全面数字化链接。1) **会员方面:** 公司持续推进会员运营精细化, 结合用户画像开展精准营销, 有效提升用户复购率; 2) **营运方面:** 公司通过员工在线小程序赋能一线员工, 实现降本增效, 运营效率有所提升; 3) **商品方面:** 公司推动商品中心业务全面在线化、数字化、智能化改造, 商品满足率、库存周转效率显著改善; 4) **物流方面:** 公司精细化物流运输流程, 优化仓库管理体系, 发货效率有所改善。

**新零售高效运行, 线上销售增量明显。**2022 年, 公司持续推进基于会员、大数据、互联网医疗、健康管理等生态化的医药新零售体系建设, O2O 门店超过 7000 家, 24 小时配送门店达到 600 家, 基本覆盖线下主要城市, 全年线上销售额达到 17.51 亿元 (不含税)。我们认为, 随着消费者疫后消费习惯不断改变, 线上线下相融

合的新零售模式有望带来新业绩增量。

### 加盟业务影响 Q1 毛利率，现金流大幅改善

2022 年全年，公司综合毛利率为 39.53%，同比下降 0.82 个百分点，主要由于毛利率较低的批发业务占比提升；销售费用率为 24.53%，同比减少 1.96 个百分点，主要由于公司 Q4 促销费用占比有所减少；管理费用率为 4.55%，同比增加 0.26 个百分点，主要由于报告期在建工程转固定资产折旧费用增加所致；财务费用率为 0.53%，同比下降 0.22 个百分点，主要由于有息借款减少。经营活动产生的现金流量净额同比上升 82.34%，主要是公司销售规模增长，同时公司应付票据结算增加所致。存货周转天数为 99.6 天，同比下降 3.0 天，基本保持稳定；应收账款周转天数为 26.4 天，同比增加 4.0 天，主要由于销售规模扩大；应付账款周转天数为 44.0 天，同比下降 2.2 天，基本保持稳定。其余财务指标基本正常。

2023 年 Q1，公司综合毛利率为 39.66%，同比减少 1.28 个百分点，主要由于毛利率较低的批发业务占比提升；销售费用率为 25.60%，同比减少 0.38 个百分点，主要由于流感及新冠影响，客流量有所增加，促销费用占比有所下降；管理费用率为 4.07%，同比下降 0.09 个百分点，控费效果理想；财务费用率为 0.38%，同比下降 0.26 个百分点，主要由于有息借款减少。经营活动产生的现金流量净额同比增加 98.87%，主要系应收医保款回款，期末应收账款较年初减少所致。存货周转天数为 100.6 天，同比下降 6.6 天，主要由于居民用药需求旺盛，公司库存持续消耗；应收账款周转天数为 26.7 天，同比增加 1.4 天，基本保持稳定；应付账款周转天数为 46.2 天，同比减少 2.4 天，基本保持稳定。其余财务指标基本正常。

### 盈利预测及投资评级

我们预计公司 2023 - 2025 年实现营业收入分别为 235.67 亿元、293.56 亿元和 367.25 亿元，分别同比增长 18.5%、24.6% 和 25.1%，归母净利润分别为 15.02 亿元、18.75 亿元和 23.50 亿元，分别同比增长 18.6%、24.9% 和 25.3%，折合 EPS 分别为 2.08 元/股、2.60 元/股和 3.26 元/股，分别对应估值 23.9X、19.2X 和 15.3X，维持买入评级。

## 风险分析

1) 行业政策变动风险：倘若国家或地方在医疗体制改革的过程中出台有利医疗机构药品销售的措施或限制零售药店行业发展的政策，对公司经营或有不利影响；

2) 市场竞争加剧：行业集中度逐渐提高，竞争或将日趋激烈，可能对公司经营造成不利影响；

3) 规模扩张进度不达预期：倘若门店规模扩张不及预期，公司长期业绩增长潜力可能无法释放，或对公司长期业绩增长存在不利影响；

4) 并购门店整合不达预期：对于已并购项目，若公司在后续业务整合、人员整合、绩效提升等方面达不到预期，则可能影响公司经营业绩；

5) 商誉减值计提：公司并购资产存在一定规模商誉，若后续经营不及预期，或存在减值风险，影响利润增长；

## 分析师介绍

### 贺菊颖

中信建投证券医药行业首席分析师，复旦大学管理学硕士，10 年以上医药卖方研究从业经验，善于前瞻性把握细分赛道机会，公司研究深入细致，负责整体投资方向判断。2020 年度新浪财经金麒麟分析师医药行业第七名、新财富最佳分析师医药行业入围、万德最佳分析师医药行业第四名等荣誉。2019 年 Wind “金牌分析师”医药行业第 1 名。2018 年 Wind “金牌分析师”医药行业第 3 名，2018 第一财经最佳分析师医药行业第 1 名。2013 年新财富医药行业第 3 名，水晶球医药行业第 5 名。

### 刘若飞

医药行业分析师，北京大学生物技术硕士，2017 年加入中信建投证券研究发展部。主要覆盖中药、医药商业、生物制品、医美、CRO 细分领域。

2022 年（第 20 届）、2021 年（第 19 届）新财富最佳分析师评选医药生物行业第四名、第五名团队核心成员。2022 年第十六届卖方分析师水晶球奖评选医药生物行业第五名团队核心成员。

## 研究助理

### 谢俊

xiejun@csc.com.cn



**评级说明**

投资评级标准		评级	说明
报告中投资建议涉及的评级标准为报告发布日后 6 个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的 6 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A 股市场以沪深 300 指数作为基准；新三板市场以三板成指为基准；香港市场以恒生指数作为基准；美国市场以标普 500 指数为基准。	股票评级	买入	相对涨幅 15% 以上
		增持	相对涨幅 5%—15%
		中性	相对涨幅-5%—5%之间
		减持	相对跌幅 5%—15%
		卖出	相对跌幅 15% 以上
	行业评级	强于大市	相对涨幅 10% 以上
		中性	相对涨幅-10-10%之间
		弱于大市	相对跌幅 10% 以上

**分析师声明**

本报告署名分析师在此声明：（i）以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，结论不受任何第三方的授意或影响。（ii）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。

**法律主体说明**

本报告由中信建投证券股份有限公司及/或其附属机构（以下合称“中信建投”）制作，由中信建投证券股份有限公司在中华人民共和国（仅为本报告目的，不包括香港、澳门、台湾）提供。中信建投证券股份有限公司具有中国证监会许可的投资咨询业务资格，本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格证书编号已披露在报告首页。

在遵守适用的法律法规情况下，本报告亦可能由中信建投（国际）证券有限公司在香港提供。本报告作者所持香港证监会牌照的中央编号已披露在报告首页。

**一般性声明**

本报告由中信建投制作。发送本报告不构成任何合同或承诺的基础，不因接收者收到本报告而视其为中信建投客户。

本报告的信息均来源于中信建投认为可靠的公开资料，但中信建投对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载观点、评估和预测仅反映本报告出具日该分析师的判断，该等观点、评估和预测可能在不发出通知的情况下有所变更，亦有可能因使用不同假设和标准或者采用不同分析方法而与中信建投其他部门、人员口头或书面表达的意见不同或相反。本报告所引证券或其他金融工具的过往业绩不代表其未来表现。报告中所含任何具有预测性质的内容皆基于相应的假设条件，而任何假设条件都可能随时发生变化并影响实际投资收益。中信建投不承诺、不保证本报告所含具有预测性质的内容必然得以实现。

本报告内容的全部或部分均不构成投资建议。本报告所包含的观点、建议并未考虑报告接收人在财务状况、投资目的、风险偏好等方面的具体情况，报告接收者应当独立评估本报告所含信息，基于自身投资目标、需求、市场机会、风险及其他因素自主做出决策并自行承担投资风险。中信建投建议所有投资者应就任何潜在投资向其税务、会计或法律顾问咨询。不论报告接收者是否根据本报告做出投资决策，中信建投都不对该等投资决策提供任何形式的担保，亦不以任何形式分享投资收益或者分担投资损失。中信建投不对使用本报告所产生的任何直接或间接损失承担责任。

在法律法规及监管规定允许的范围内，中信建投可能持有并交易本报告中所提公司的股份或其他财产权益，也可能在过去 12 个月、目前或者将来为本报中所提公司提供或者争取为其提供投资银行、做市交易、财务顾问或其他金融服务。本报告内容真实、准确、完整地反映了署名分析师的观点，分析师的薪酬无论过去、现在或未来都不会直接或间接与其所撰写报告中的具体观点相联系，分析师亦不会因撰写本报告而获取不当利益。

本报告为中信建投所有。未经中信建投事先书面许可，任何机构和/或个人不得以任何形式转发、翻版、复制、发布或引用本报告全部或部分内容，亦不得从未经中信建投书面授权的任何机构、个人或其运营的媒体平台接收、翻版、复制或引用本报告全部或部分内容。版权所有，违者必究。

**中信建投证券研究发展部**

北京  
 东城区朝内大街 2 号凯恒中心 B  
 座 12 层  
 电话：（8610） 8513-0588  
 联系人：李祉瑶  
 邮箱：lizhiyao@csc.com.cn

上海  
 上海浦东新区浦东南路 528 号南  
 塔 2103 室  
 电话：（8621） 6882-1600  
 联系人：翁起帆  
 邮箱：wengqifan@csc.com.cn

深圳  
 福田区福中三路与鹏程一路交  
 汇处广电金融中心 35 楼  
 电话：（86755） 8252-1369  
 联系人：曹莹  
 邮箱：caoying@csc.com.cn

**中信建投（国际）**

香港  
 中环交易广场 2 期 18 楼  
 电话：（852） 3465-5600  
 联系人：刘泓麟  
 邮箱：charleneliu@csci.hk