

增持 (维持)

## 益丰药房 (603939)

### 2022 年年报及 2023 年一季报点评: 2022 年业绩超预期, 看好公司长期发展

2023 年 5 月 12 日

## 市场数据

日期	2023-05-11
收盘价(元)	50.75
总股本(百万股)	721.70
流通股本(百万股)	718.61
净资产(百万元)	9013.84
总资产(百万元)	21399.38
每股净资产(元)	12.49

来源: WIND, 兴业证券经济与金融研究院整理

## 相关报告

《兴证医药: 益丰药房(603939) 2022 年三季报点评: 零售增速修复, 门店扩张快速推进》2022-11-01

《兴证医药: 益丰药房(603939) 2021 年年报及 2022 年一季报点评: 扩张加速, 品种结构优化, 新零售高增长》2022-05-05

《兴证医药: 益丰药房(603939) 2021 年三季报点评: Q3 短期承压, 开店加速为明年增长蓄力》2021-11-08

《兴证医药: 益丰药房(603939) 2021 年一季报点评: 业绩稳健增长

## 分析师:

孙媛媛

sunyuanyuan@xyzq.com.cn  
S0190515090001

王佳慧

wangjiahui20@xyzq.com.cn  
S0190522080007

## 投资要点

- **公司发布 2022 年年报。**2022 年公司实现营业收入 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%; 实现扣非归母净利润 12.30 亿元, 同比增长 43.27%。实现经营性现金流 39.20 亿元, 同比增长 82.34%。22Q4 公司实现营业收入 65.39 亿元, 同比增长 49.00%; 实现归母净利润 4.42 亿元, 同比增长 130.30%; 实现扣非归母净利润 4.36 亿元, 同比增长 145.69%。
- **公司发布 2023 年一季报。**23Q1 公司实现营业收入 52.66 亿元, 同比增长 26.94%; 实现归母净利润 3.36 亿元, 同比增长 23.60%; 实现扣非归母净利润 3.21 亿元, 同比增长 20.80%。
- **23 年起门店扩张加速, 强化供应链建设。**2022 年, 公司新增门店 2816 家, 其中自建 1241 家, 并购 545 家, 新增加盟店 1030 家, 迁址及关闭 357 家。截至 2022 年末, 公司门店总数 10268 家。2023 年公司计划新增 3500 家门店, 其中直营 2000 家(自建 1300-1400 家, 并购 600-700 家), 加盟 1500 家。构建高效敏捷的供应链, 打造线上线下可控的商品体系, 强化自有品牌, 与近 600 家生产厂商建立了精品战略合作关系。
- **建设专业服务能力, 多场景提升市占率。**公司通过建设轻医疗级别的专业服务, 通过按需推荐、全渠道、全生命周期的健康管理, 提高顾客忠诚度, 线上线下市占率快速提升。
- **盈利预测:** 公司坚持“区域聚焦、稳健扩张”的发展战略, 构建高效供应链体系, 建设专业服务能力, 多场景提升市占率。我们调整盈利预测, 预计公司 2023-2025 年 EPS 分别为 2.03、2.55、3.19 元, 对应 2023 年 5 月 11 日的股价的 PE 分别为 25.0X、19.9X 和 15.9X, 维持“增持”评级。
- **风险提示:** 医保政策变化风险, 扩张整合不及预期

## 主要财务指标

会计年度	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	19886	23504	28733	35205
同比增长	29.8%	18.2%	22.2%	22.5%
归母净利润(百万元)	1266	1465	1837	2306
同比增长	42.5%	15.7%	25.4%	25.5%
毛利率	39.5%	40.4%	40.3%	40.2%
ROE	14.8%	15.5%	16.8%	18.0%
每股收益(元)	1.75	2.03	2.55	3.19
市盈率	28.9	25.0	19.9	15.9

来源: WIND, 兴业证券经济与金融研究院整理

请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明

## 报告正文

## 事件

- **公司发布 2022 年年报。**2022 年公司实现营业收入 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%；实现扣非归母净利润 12.30 亿元，同比增长 43.27%。实现经营性现金流 39.20 亿元，同比增长 82.34%。
- **公司发布 2023 年一季报。**23Q1 公司实现营业收入 52.66 亿元，同比增长 26.94%；实现归母净利润 3.36 亿元，同比增长 23.60%；实现扣非归母净利润 3.21 亿元，同比增长 20.80%。

## 点评

- **2022 年业绩超预期，高效供应链体系优势凸显。**

22Q4 抗疫用药需求激增，22Q4 公司实现营业收入 65.39 亿元，同比增长 49.00%；实现归母净利润 4.42 亿元，同比增长 130.30%；实现扣非归母净利润 4.36 亿元，同比增长 145.69%。公司构建高效敏捷的供应链，打造线上线下可控的商品体系，强化自有品牌，与近 600 家生产厂商建立了精品战略合作关系。公司旗下所有门店的商品均由公司或分子公司物流中心自主配送，强大的物流配送能力为公司的快速扩张提供了强有力的物流支持。

按行业看，批发及加盟业务高速增长。2022 年医药零售收入 180.22 亿元，收入同比+27.93%；医药批发收入 13.59 亿元，同比+88.81%。

按品类看，中西成药增长超预期。2022 年中西成药收入 147.45 亿元，同比+38.76%；中药收入 17.68 亿元，同比+24.11%；非药品收入 28.68 亿元，同比+4.07%。

按地区看，公司战略聚焦区域均高速增长，体现较强的运营能力。2022 年中南地区收入 88.39 亿元，同比+31.61%；华东地区收入 86.00 亿元，同比+30.07%；华北地区收入 19.43 亿元，同比+31.30%。

- **23Q1 业绩符合预期，门店拓展加速。**

2022 年，公司新增门店 2816 家，其中自建 1241 家，并购 545 家，新增加盟店 1030 家，迁址及关闭 357 家。截至 2022 年末，公司门店总数 10268 家。**2023 年公司计划新增 3500 家门店，其中直营 2000 家（自建 1300-1400 家，并购 600-700 家），加盟 1500 家。**2023Q1 医药零售门店净增长 597 家，其中自建门店 308 家，并购门店 154 家，新增加盟店 199 家。截至 23Q1 公司共拥有医药连锁门店共 10865 家。

- **期间费用率相对平稳，小规模纳税人政策调整对 23 年税后利润有一定影响。**

2022 全年毛利率 39.53%，同比-0.82pp，净利率 7.18%，同比+0.71pp。销售费用率 24.53%，同比-1.96pp；管理费用率 4.67%，同比+0.28pp；财务费用率 0.53%，同比-0.22pp。

23Q1 公司毛利率 39.66%，同比-1.28pp；净利率 7.21%，同比-0.06pp。销售费用率 25.60%，同-0.38pp；管理费用率 4.16%，同比-0.11pp；财务费用率 0.38%，同比-0.26pp。

2022 年 4-12 月小规模纳税人免征增值税，2023 年起增值税小规模纳税人适用 3% 征收率的应税销售收入，减按 1%征收率征收增值税，政策调整及基数效应对公司 23 年的税后利润有一定的影响。

- **新零售业务继续高增长，线上市占率快速提升。**

2022 年新零售业务实现销售收入 17.51 亿元(不含税)，其中，O2O 实现销售收入 13.62 亿元，B2C 实现销售收入 3.88 亿元。O2O 上线直营门店超过 7,000 家，24 小时营业配送门店 600 多家。

- **建设专业服务能力，强化院边店及 DTP 药房建设。**

公司拥有已取得各类“医疗保险定点零售药店”资格的药店 7,205 家，占公司直营门店总数比例为 86.74%。拥有院边店 560 多家，DTP 专业药房 253 家，其中已开通双通道医保门店 197 家，特慢病医保统筹药房 1,300 多家，经营国家医保协议谈判药品超 200 个，医院处方外流品种 760 个，并与 150 多家专业处方药供应商建立了深度合作伙伴关系。

- **盈利预测：**

公司坚持“区域聚焦、稳健扩张”的发展战略，构建高效供应链体系，建设专业服务能力，多场景提升市占率。我们看好公司的长期发展，考虑到 2022 年高基数以及小规模纳税人增值税政策调整影响，我们调整盈利预测，预计公司 2023-2025 年 EPS 分别为 2.03、2.55、3.19 元，对应 2023 年 5 月 11 日的股价的 PE 分别为 25.0X、19.9X 和 15.9X，维持“增持”评级。

- **风险提示：医保政策变化风险，扩张整合不及预期。**

表1、益丰药房分季度业绩对比(单位:百万元、元、%)

报告期	22-1Q	22-2Q	22-3Q	22-4Q	23-1Q	QOQ	2021-12	2022-12	YOY
营业收入	4148	4602	4598	6539	5266	26.9%	15326	19886	29.8%
营业成本	2450	2724	2710	4141	3177	29.7%	9143	12026	31.5%
毛利	1699	1877	1887	2397	2089	23.0%	6183	7861	27.1%
销售费用	1078	1200	1282	1318	1348	25.1%	4060	4878	20.2%
管理费用	173	188	196	347	215	24.1%	657	904	37.5%
财务费用	27	28	30	21	20	(0.24)	115	105	-8.8%
研发费用	4	5	5	12	5	11.1%	16	25	61.8%
资产减值	-15	-12	-12	-17	-17	-	-41	-56	-
公允价值	0	0	0	0	0	-	0	0	-
投资收益	2	5	1	-0	5	115.1%	34	7	-80.0%
营业利润	407	443	367	668	502	23.2%	1339	1886	40.8%
利润总额	407	446	366	658	501	23.0%	1338	1877	40.3%
归母净利润	272	304	247	442	336	23.6%	888	1266	42.5%
EPS	0.377	0.421	0.342	0.612	0.466	23.6%	1.230	1.754	42.5%
销售费用率	26.0%	26.1%	27.9%	20.2%	25.6%	-0.4%	26.5%	24.5%	-2.0%
管理费用率	4.2%	4.1%	4.3%	5.3%	4.1%	-0.1%	4.3%	4.5%	0.3%
财务费用率	0.6%	0.6%	0.6%	0.3%	0.4%	-0.3%	0.7%	0.5%	-0.2%
研发费用率	0.1%	0.1%	0.1%	0.2%	0.1%	0.0%	0.1%	0.1%	0.0%
所得税率	25.9%	24.1%	24.7%	22.4%	24.1%	-1.7%	25.9%	24.0%	-2.0%
毛利率	40.9%	40.8%	41.1%	36.7%	39.7%	-1.3%	40.3%	39.5%	-0.8%
净利率	6.6%	6.6%	5.4%	6.8%	6.4%	-0.2%	5.8%	6.4%	0.6%

资料来源:天软投资系统,兴业证券经济与金融研究院整理

附表

资产负债表

会计年度	单位:百万元			
	2022	2023E	2024E	2025E
<b>流动资产</b>	10578	12943	16626	20797
货币资金	4113	5521	7455	9672
交易性金融资产	50	84	73	77
应收票据及应收账款	1844	2004	2521	3060
预付款项	225	222	288	347
存货	3615	4281	5287	6447
其他	732	831	1002	1194
<b>非流动资产</b>	10461	10548	11023	11979
长期股权投资	5	5	5	5
固定资产	1219	1520	1781	2025
在建工程	240	120	60	30
无形资产	478	517	564	608
商誉	4188	4397	4617	5310
长期待摊费用	423	360	293	224
其他	3907	3627	3702	3777
<b>资产总计</b>	21039	23490	27649	32776
<b>流动负债</b>	9659	10922	13191	15914
短期借款	0	0	0	0
应付票据及应付账款	6761	7706	9499	11640
其他	2899	3217	3692	4274
<b>非流动负债</b>	2258	2372	2538	2762
长期借款	229	63	-110	-274
其他	2029	2309	2648	3036
<b>负债合计</b>	11917	13294	15729	18677
股本	722	722	722	722
资本公积	4077	3788	3788	3788
未分配利润	3720	4869	6331	8179
少数股东权益	565	747	977	1264
<b>股东权益合计</b>	9121	10196	11920	14099
<b>负债及权益合计</b>	21039	23490	27649	32776

现金流量表

会计年度	单位:百万元			
	2022	2023E	2024E	2025E
归母净利润	1266	1465	1837	2306
折旧和摊销	332	381	464	551
资产减值准备	56	2	11	10
资产处置损失	-23	-14	-16	-16
公允价值变动损失	0	0	0	0
财务费用	165	107	92	76
投资损失	-7	-10	-13	-11
少数股东损益	162	181	230	287
营运资金的变动	667	88	165	333
<b>经营活动产生现金流量</b>	3920	2208	2766	3535
<b>投资活动产生现金流量</b>	-1274	-270	-626	-1162
<b>融资活动产生现金流量</b>	-1655	-530	-207	-155
现金净变动	991	1409	1933	2218
现金的期初余额	1927	4113	5521	7455
现金的期末余额	2918	5521	7455	9672

利润表

会计年度	单位:百万元			
	2022	2023E	2024E	2025E
<b>营业收入</b>	19886	23504	28733	35205
营业成本	12026	14010	17145	21061
税金及附加	70	83	102	124
销售费用	4878	6111	7413	9012
管理费用	904	999	1236	1479
研发费用	25	27	29	32
财务费用	105	107	92	76
其他收益	44	52	51	50
投资收益	7	10	13	11
公允价值变动收益	0	0	0	0
信用减值损失	-10	-8	-8	-8
资产减值损失	-56	-47	-49	-49
资产处置收益	23	14	16	16
<b>营业利润</b>	1886	2189	2740	3440
营业外收入	12	11	11	11
营业外支出	20	16	17	17
<b>利润总额</b>	1877	2184	2735	3434
所得税	450	538	668	841
<b>净利润</b>	1427	1646	2067	2593
少数股东损益	162	181	230	287
<b>归属母公司净利润</b>	1266	1465	1837	2306
<b>EPS(元)</b>	1.75	2.03	2.55	3.19

主要财务比率

会计年度	2022	2023E	2024E	2025E
<b>成长性</b>				
营业收入增长率	29.8%	18.2%	22.2%	22.5%
营业利润增长率	40.8%	16.1%	25.2%	25.5%
归母净利润增长率	42.5%	15.7%	25.4%	25.5%
<b>盈利能力</b>				
毛利率	39.5%	40.4%	40.3%	40.2%
归母净利率	6.4%	6.2%	6.4%	6.5%
ROE	14.8%	15.5%	16.8%	18.0%
<b>偿债能力</b>				
资产负债率	56.6%	56.6%	56.9%	57.0%
流动比率	1.10	1.19	1.26	1.31
速动比率	0.72	0.79	0.86	0.90
<b>营运能力</b>				
资产周转率	104.4%	105.6%	112.4%	116.5%
应收账款周转率	1348.4%	1209.3%	1257.3%	1249.0%
存货周转率	359.8%	353.3%	356.8%	357.4%
<b>每股资料(元)</b>				
每股收益	1.75	2.03	2.55	3.19
每股经营现金	5.43	3.06	3.83	4.90
每股净资产	11.86	13.09	15.16	17.78
<b>估值比率(倍)</b>				
PE	28.9	25.0	19.9	15.9
PB	4.3	3.9	3.3	2.9



## 分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。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。

## 投资评级说明

投资建议的评级标准	类别	评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级(另有说明的除外)。评级标准为报告发布日后的12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。其中:A股市场以沪深300指数为基准;新三板市场以三板成指为基准;香港市场以恒生指数为基准;美国市场以标普500或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于15%
		增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在5%~15%之间
		中性	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-5%~5%之间
		减持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅小于-5%
		无评级	由于我们无法获取必要的资料,或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件,或者其他原因,致使我们无法给出明确的投资评级
	行业评级	推荐	相对表现优于同期相关证券市场代表性指数
		中性	相对表现与同期相关证券市场代表性指数持平
		回避	相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数

## 信息披露

本公司在知晓的范围内履行信息披露义务。客户可登录 www.xyzq.com.cn 内幕交易防控栏内查询静默期安排和关联公司持股情况。

## 使用本研究报告的风险提示及法律声明

兴业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。

本报告仅供兴业证券股份有限公司(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。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考,不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约,投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险,任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效,任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点,一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求,在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估,并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求,必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果,本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的,但本公司不保证其准确性或完整性,也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。本公司并不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此相关的其他任何损失承担任何责任。

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、价值及投资收入可升可跌,过往表现不应作为日后的表现依据;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;本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时,本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改,投资者应当自行关注相应的更新或修改。

除非另行说明,本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现。过往的业绩表现亦不应作为日后回报的预示。我们不承诺也不保证,任何所预示的回报会得以实现。分析中所做的回报预测可能是基于相应的假设。任何假设的变化可能会显著地影响所预测的回报。

本公司的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告并非针对或意图发送予或为任何就发送、发布、可得到或使用此报告而使兴业证券股份有限公司及其关联子公司等违反当地的法律或法规或可致使兴业证券股份有限公司受制于相关法律或法规的任何地区、国家或其他管辖区域的公民或居民,包括但不限于美国及美国公民(1934年美国《证券交易所》第15a-6条例定义为本「主要美国机构投资者」除外)。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示,否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权,本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。未经授权的转载,本公司不承担任何转载责任。

## 特别声明

在法律许可的情况下,兴业证券股份有限公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易,也可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。因此,投资者应当考虑到兴业证券股份有限公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。

## 兴业证券研究

上海	北京	深圳
地址:上海浦东新区长柳路36号兴业证券大厦15层	地址:北京市朝阳区建国门大街甲6号SK大厦32层01-08单元	地址:深圳市福田区皇岗路5001号深业上城T2座52楼
邮编:200135	邮编:100020	邮编:518035
邮箱:research@xyzq.com.cn	邮箱:research@xyzq.com.cn	邮箱:research@xyzq.com.cn