

益丰药房 (603939)

证券研究报告

2023年05月09日

业绩增长符合预期，持续加速门店开拓

事件:

4月28日，益丰药房发布2022年报及2023年一季报，2022年公司实现营业收入198.86亿元(yoy+29.75%)，归母净利润12.66亿元(yoy+42.54%)，扣非归母净利润12.30亿元(yoy+43.27%)。2023Q1实现营业收入52.66亿元(yoy+26.94%)，归母净利润3.36亿元(yoy+23.60%)，扣非归母净利润3.21亿元(yoy+20.80%)。

点评

业绩增长符合预期，加盟业务快速扩张

2022年公司业绩稳健增长。分业务来看，2022年公司零售业务实现收入180.22亿元(yoy+27.93%)；批发业务实现收入13.59亿元(yoy+88.81%)。2022年公司持续加快加盟业务布局，批发业务快速增长，导致公司整体毛利率略有下滑，2022年主营业务毛利率为38.27%，同比下滑0.19pct。分品类来看，2022年公司中西成药实现收入147.45亿元(yoy+38.76%)；中药实现收入17.68亿元(yoy+24.11%)。

自建+并购+加盟，门店持续稳步扩张

公司始终坚持“区域聚焦，稳健扩张”的发展战略，以“巩固中南华东华北，拓展全国市场”为市场拓展目标，通过“新开+并购+加盟”的方式持续布局。2017-2022年公司门店数量复合增长率为37.90%，2023Q1公司新增门店661家，其中自建门店308家，并购门店154家，加盟店199家，门店总数达10865家。

线上线下全渠道覆盖，加速承接处方外流

在国家政策的推动下，医院处方外流逐步提速，公司持续探索线上线下全渠道覆盖模式。1) 线下领域：公司以院边店为依托，积极引进国家医保谈判品种。截止至2022年底，公司拥有院边店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1300多家。2) 线上领域：公司布局电子处方流转业务，通过数字化处方服务平台及履约配送体系，链接卫健、医保、商保、医院及全国头部第三方互联网医院平台。

盈利预测与估值

2022年公司受疫情政策优化后业绩表现亮眼，我们将2023-2024年营业收入预测由231.02/279.28亿元上调至242.22/292.49亿元，2025年收入预测为362.55亿元；2023-2024年归母净利润预测由14.37/17.55亿元上调至15.24/18.70亿元，2025年净利润预测为23.21亿元。维持“增持”评级。

风险提示：行业竞争加剧风险，政策变动风险，门店拓展不及预期风险

投资评级

| | |
|-------|-----------|
| 行业 | 医药生物/医药商业 |
| 6个月评级 | 增持(维持评级) |
| 当前价格 | 50.44元 |
| 目标价格 | 元 |

基本数据

| | |
|-------------|-------------|
| A股总股本(百万股) | 721.70 |
| 流通A股股本(百万股) | 718.61 |
| A股总市值(百万元) | 36,402.80 |
| 流通A股市值(百万元) | 36,246.67 |
| 每股净资产(元) | 12.49 |
| 资产负债率(%) | 55.02 |
| 一年内最高/最低(元) | 73.50/39.06 |

作者

杨松 分析师
SAC执业证书编号: S1110521020001
yangsong@tfzq.com

股价走势



资料来源：聚源数据

相关报告

- 《益丰药房-半年报点评:业绩增长符合预期，逐季环比持续改善》2022-09-02
- 《益丰药房-年报点评报告:业绩符合预期，发力推进新零售》2022-05-04
- 《益丰药房-半年报点评:门店稳步扩张，持续推进新零售体系建设》2021-09-04

| 财务数据和估值 | 2021 | 2022 | 2023E | 2024E | 2025E |
|---------------|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|
| 营业收入(百万元) | 15,326.31 | 19,886.40 | 24,221.88 | 29,249.47 | 36,255.12 |
| 增长率(%) | 16.60 | 29.75 | 21.80 | 20.76 | 23.95 |
| EBITDA(百万元) | 1,630.23 | 2,258.11 | 2,543.09 | 3,002.14 | 3,621.66 |
| 归属母公司净利润(百万元) | 887.88 | 1,265.61 | 1,524.16 | 1,870.40 | 2,320.91 |
| 增长率(%) | 15.57 | 42.54 | 20.43 | 22.72 | 24.09 |
| EPS(元/股) | 1.23 | 1.75 | 2.11 | 2.59 | 3.22 |
| 市盈率(P/E) | 41.00 | 28.76 | 23.88 | 19.46 | 15.68 |
| 市净率(P/B) | 4.87 | 4.25 | 3.68 | 3.15 | 2.65 |
| 市销率(P/S) | 2.38 | 1.83 | 1.50 | 1.24 | 1.00 |
| EV/EBITDA | 21.15 | 17.56 | 11.76 | 8.79 | 6.77 |

资料来源：wind，天风证券研究所

I 财务预测摘要

| 资产负债表(百万元) | 2021 | 2022 | 2023E | 2024E | 2025E |
|------------------|------------------|------------------|------------------|------------------|------------------|
| 货币资金 | 2,920.65 | 4,112.52 | 5,672.53 | 8,688.49 | 11,035.31 |
| 应收票据及应收账款 | 1,076.92 | 1,843.94 | 1,317.51 | 2,600.35 | 2,370.76 |
| 预付账款 | 91.09 | 225.47 | 303.76 | 255.66 | 434.19 |
| 存货 | 3,040.61 | 3,614.55 | 4,270.78 | 5,531.13 | 6,538.06 |
| 其他 | 786.74 | 781.74 | 943.77 | 1,120.97 | 1,146.50 |
| 流动资产合计 | 7,916.02 | 10,578.22 | 12,508.35 | 18,196.60 | 21,524.82 |
| 长期股权投资 | 5.26 | 5.25 | 5.25 | 5.25 | 5.25 |
| 固定资产 | 918.45 | 1,218.51 | 1,150.38 | 1,061.08 | 946.08 |
| 在建工程 | 358.64 | 239.85 | 179.91 | 155.95 | 123.57 |
| 无形资产 | 396.48 | 485.45 | 455.37 | 425.29 | 395.21 |
| 其他 | 7,457.19 | 8,511.60 | 6,910.53 | 7,542.29 | 7,386.08 |
| 非流动资产合计 | 9,136.02 | 10,460.66 | 8,701.44 | 9,189.86 | 8,856.18 |
| 资产总计 | 17,052.04 | 21,038.89 | 21,209.79 | 27,386.45 | 30,380.99 |
| 短期借款 | 0.00 | 0.00 | 120.00 | 110.00 | 100.00 |
| 应付票据及应付账款 | 4,805.55 | 6,760.67 | 6,653.65 | 9,986.04 | 10,680.47 |
| 其他 | 1,898.58 | 2,837.92 | 1,977.53 | 2,824.61 | 2,754.21 |
| 流动负债合计 | 6,704.13 | 9,598.59 | 8,751.18 | 12,920.65 | 13,534.68 |
| 长期借款 | 365.65 | 228.67 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 应付债券 | 0.00 | 0.00 | 449.39 | 149.80 | 199.73 |
| 其他 | 2,076.61 | 2,029.48 | 1,386.65 | 1,830.91 | 1,749.02 |
| 非流动负债合计 | 2,442.26 | 2,258.14 | 1,836.04 | 1,980.71 | 1,948.74 |
| 负债合计 | 9,187.49 | 11,917.42 | 10,587.22 | 14,901.36 | 15,483.43 |
| 少数股东权益 | 383.24 | 565.39 | 725.38 | 924.22 | 1,186.12 |
| 股本 | 718.77 | 721.70 | 721.70 | 721.70 | 721.70 |
| 资本公积 | 3,988.24 | 4,076.70 | 4,126.70 | 4,166.70 | 4,216.70 |
| 留存收益 | 2,802.06 | 3,852.09 | 5,143.20 | 6,766.88 | 8,867.46 |
| 其他 | (27.76) | (94.41) | (94.41) | (94.41) | (94.41) |
| 股东权益合计 | 7,864.55 | 9,121.47 | 10,622.57 | 12,485.09 | 14,897.57 |
| 负债和股东权益总计 | 17,052.04 | 21,038.89 | 21,209.79 | 27,386.45 | 30,380.99 |

| 现金流量表(百万元) | 2021 | 2022 | 2023E | 2024E | 2025E |
|----------------|-------------------|-------------------|-----------------|-----------------|-----------------|
| 净利润 | 990.75 | 1,427.19 | 1,524.16 | 1,870.40 | 2,320.91 |
| 折旧摊销 | 261.12 | 332.36 | 218.15 | 223.35 | 227.47 |
| 财务费用 | 169.73 | 165.21 | (61.27) | (126.48) | (184.31) |
| 投资损失 | (34.37) | (6.87) | (23.55) | (21.60) | (17.34) |
| 营运资金变动 | (1,203.59) | 341.80 | 180.34 | 1,096.83 | (321.27) |
| 其它 | 1,966.33 | 1,660.58 | 288.83 | 239.05 | 269.37 |
| 经营活动现金流 | 2,149.97 | 3,920.27 | 2,126.65 | 3,281.54 | 2,294.83 |
| 资本支出 | (1,012.87) | 974.37 | 702.82 | (364.26) | 131.90 |
| 长期投资 | 0.00 | (0.01) | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 其他 | 446.03 | (2,248.36) | (939.18) | 285.86 | (124.56) |
| 投资活动现金流 | (566.84) | (1,274.00) | (236.36) | (78.40) | 7.34 |
| 债权融资 | (1,255.84) | 100.36 | (118.36) | 49.74 | 242.46 |
| 股权融资 | 1,185.07 | 24.75 | (211.92) | (236.92) | (197.81) |
| 其他 | (2,114.24) | (1,780.37) | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 筹资活动现金流 | (2,185.01) | (1,655.27) | (330.28) | (187.18) | 44.65 |
| 汇率变动影响 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 现金净增加额 | (601.88) | 991.00 | 1,560.01 | 3,015.96 | 2,346.82 |

| 利润表(百万元) | 2021 | 2022 | 2023E | 2024E | 2025E |
|------------------|------------------|------------------|------------------|------------------|------------------|
| 营业收入 | 15,326.31 | 19,886.40 | 24,221.88 | 29,249.47 | 36,255.12 |
| 营业成本 | 9,142.82 | 12,025.56 | 14,662.59 | 17,699.84 | 22,010.83 |
| 营业税金及附加 | 55.30 | 70.26 | 85.57 | 103.33 | 128.08 |
| 销售费用 | 4,059.68 | 4,878.27 | 6,225.02 | 7,575.61 | 9,317.57 |
| 管理费用 | 657.32 | 904.06 | 1,089.98 | 1,169.98 | 1,450.20 |
| 研发费用 | 15.64 | 25.31 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 财务费用 | 141.50 | 104.81 | (61.27) | (126.48) | (184.31) |
| 资产/信用减值损失 | (45.16) | (66.48) | (49.79) | (53.81) | (56.69) |
| 公允价值变动收益 | 0.00 | 0.00 | 99.95 | 10.00 | (20.00) |
| 投资净收益 | 34.37 | 6.87 | 23.55 | 21.60 | 17.34 |
| 其他 | (74.04) | 52.20 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 营业利润 | 1,338.87 | 1,885.53 | 2,293.70 | 2,804.97 | 3,473.39 |
| 营业外收入 | 9.92 | 12.24 | 9.64 | 10.60 | 10.83 |
| 营业外支出 | 10.88 | 20.29 | 14.68 | 15.28 | 16.75 |
| 利润总额 | 1,337.91 | 1,877.49 | 2,288.66 | 2,800.29 | 3,467.47 |
| 所得税 | 347.16 | 450.29 | 575.63 | 700.85 | 857.19 |
| 净利润 | 990.75 | 1,427.19 | 1,713.03 | 2,099.44 | 2,610.28 |
| 少数股东损益 | 102.86 | 161.58 | 188.87 | 229.05 | 289.37 |
| 归属于母公司净利润 | 887.88 | 1,265.61 | 1,524.16 | 1,870.40 | 2,320.91 |
| 每股收益(元) | 1.23 | 1.75 | 2.11 | 2.59 | 3.22 |

| 主要财务比率 | 2021 | 2022 | 2023E | 2024E | 2025E |
|----------------|---------|---------|---------|---------|---------|
| 成长能力 | | | | | |
| 营业收入 | 16.60% | 29.75% | 21.80% | 20.76% | 23.95% |
| 营业利润 | 14.43% | 40.83% | 21.65% | 22.29% | 23.83% |
| 归属于母公司净利润 | 15.57% | 42.54% | 20.43% | 22.72% | 24.09% |
| 获利能力 | | | | | |
| 毛利率 | 40.35% | 39.53% | 39.47% | 39.49% | 39.29% |
| 净利率 | 5.79% | 6.36% | 6.29% | 6.39% | 6.40% |
| ROE | 11.87% | 14.79% | 15.40% | 16.18% | 16.93% |
| ROIC | 29.35% | 64.28% | 78.02% | 58.99% | 161.58% |
| 偿债能力 | | | | | |
| 资产负债率 | 53.88% | 56.64% | 49.92% | 54.41% | 50.96% |
| 净负债率 | -20.59% | -28.57% | -40.91% | -59.58% | -65.29% |
| 流动比率 | 1.17 | 1.10 | 1.43 | 1.41 | 1.59 |
| 速动比率 | 0.72 | 0.72 | 0.94 | 0.98 | 1.11 |
| 营运能力 | | | | | |
| 应收账款周转率 | 16.07 | 13.62 | 15.32 | 14.93 | 14.59 |
| 存货周转率 | 5.88 | 5.98 | 6.14 | 5.97 | 6.01 |
| 总资产周转率 | 1.02 | 1.04 | 1.15 | 1.20 | 1.26 |
| 每股指标(元) | | | | | |
| 每股收益 | 1.23 | 1.75 | 2.11 | 2.59 | 3.22 |
| 每股经营现金流 | 2.98 | 5.43 | 2.95 | 4.55 | 3.18 |
| 每股净资产 | 10.37 | 11.86 | 13.71 | 16.02 | 19.00 |
| 估值比率 | | | | | |
| 市盈率 | 41.00 | 28.76 | 23.88 | 19.46 | 15.68 |
| 市净率 | 4.87 | 4.25 | 3.68 | 3.15 | 2.65 |
| EV/EBITDA | 21.15 | 17.56 | 11.76 | 8.79 | 6.77 |
| EV/EBIT | 23.20 | 19.15 | 12.86 | 9.49 | 7.23 |

资料来源：公司公告，天风证券研究所

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。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。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，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。天风证券的销售人员、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。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、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。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/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一参考依据。

投资评级声明

| 类别 | 说明 | 评级 | 体系 |
|--------|--------------------------------|------|-------------------|
| 股票投资评级 | 自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅 | 买入 | 预期股价相对收益 20%以上 |
| | | 增持 | 预期股价相对收益 10%-20% |
| | | 持有 | 预期股价相对收益 -10%-10% |
| | | 卖出 | 预期股价相对收益 -10%以下 |
| 行业投资评级 | 自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅 | 强于大市 | 预期行业指数涨幅 5%以上 |
| | | 中性 | 预期行业指数涨幅 -5%-5% |
| | | 弱于大市 | 预期行业指数涨幅 -5%以下 |

天风证券研究

| 北京 | 海口 | 上海 | 深圳 |
|--|---|---|--|
| 北京市西城区佟麟阁路 36 号 邮编：100031 邮箱：research@tfzq.com | 海南省海口市美兰区国兴大道 3 号互联网金融大厦 A 栋 23 层 2301 房 邮编：570102 电话：(0898)-65365390 邮箱：research@tfzq.com | 上海市虹口区北外滩国际客运中心 6 号楼 4 层 邮编：200086 电话：(8621)-65055515 传真：(8621)-61069806 邮箱：research@tfzq.com | 深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼 邮编：518000 电话：(86755)-23915663 传真：(86755)-82571995 邮箱：research@tfzq.com |