

**益丰药房(603939)**

报告日期: 2023年04月28日

## 门店数量高增长, 收入利润高增长

### ——益丰药房 2022 年报及 2023 一季报点评报告

#### 投资要点

2023年4月27日, 公司披露2022年年报及2023年一季报, 2022年营业收入198.86亿元, 同比增长29.8%; 归母净利润12.66亿元, 同比增长42.5%。其中Q4收入65.39亿元, 同比增长49.0%, 归母净利润4.42亿元, 同比增长130.3%。2023Q1收入52.66亿元, 同比增长26.9%, 归母净利润3.36亿元, 同比增长23.6%。我们认为, 2023年随疫后客流恢复、门店拓展加速, 全年收入与利润高增长可期。

#### □ 成长性: 门店数量快速增长, 拉动收入快速增长

(1) 加盟门店快速增长, 区域深耕加速, 疫情下门店增长有望带来长期收入高增长。2022年公司新增门店2816家, 其中, 自建1241家, 并购545家, 加盟1030家, 闭店212家。即2022年末, 公司门店总数10268家(含加盟1962家), 较2021年末净增门店2459家, 在疫情中仍保持门店数量的高增长, 有望带来长期的收入贡献。(2) DTP 拓展加速, 有望承接更多处方外流。2022年末, 公司拥有院边店560多家, DTP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, 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。我们认为, 公司在处方药上下游所做的努力均有望提升其承接处方外流的能力, 打开收入天花板;(3) 股权激励计划发布, 未来增速可期。2022年8月20日, 公司披露股权激励计划, 业绩考核目标为对比2021年净利润, 2022-2024年增速不低于20%、45%、70%, 未来业绩增长可期。

#### □ 盈利能力: 毛利率或有下滑趋势, 但短期高盈利能力仍有望持续

(1) 毛利率或有下降趋势, 但仍有望维持行业较高水平。2022年, 公司毛利率39.53%, 同比下降0.82pct; 2023Q1毛利率39.66%, 同比下降1.29pct。我们认为, 公司的毛利率, 尤其是中西成药的毛利率处于行业较高水平, 主要是得益于公司的精细化管理水平。未来, 我们认为, 随着公司规模增长提升上游议价能力以及产品结构的调整, 零售端毛利率仍有望维持行业较高水平。但随着处方药占比的提升、加盟占比的提升, 整体毛利率有下降趋势;(2) 股权激励等费用提升, 2023年净利率或略有下降。2023Q1规模效应下公司销售费用率、研发费用率与管理费用率均略有下降, 我们认为, 随着疫情后销售的恢复以及股权激励费用的增加, 公司期间费用率或略有提升, 整体净利率或略降, 但得益于公司的精细化管理能力, 整体利润率或仍将维持行业较高水平。

#### □ 经营质量: 收益质量仍有望处于较高水平

2023Q1, 公司经营活动现金流12.89亿元, 同比增长98.9%, 主要为应收医保款回款, 期末应收账款较年初减少所致。另外, 2022年, 公司经营活动净收益/利润总额为96.49%, 同比提升4.14pct; 2023Q1公司经营活动净收益/利润总额为93.70%, 同比下降1.23pct, 但仍处于较高水平。我们认为, 随着公司精细化管理水平的提升、营运能力的提升, 收益质量有望维持较高水平。

#### □ 盈利预测及估值

基于以上假设, 我们预计, 公司2023-2025年营业总收入分别249.05/307.00/382.79亿元, 分别增长25.23%、23.27%、24.68%; 归母净利润分

#### 投资评级: 增持(维持)

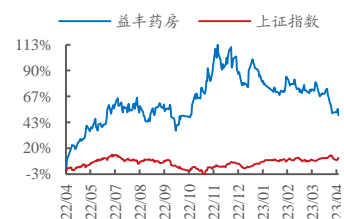
分析师: 孙建  
 执业证书号: S1230520080006  
 02180105933  
 sunjian@stocke.com.cn

研究助理: 司清蕊  
 siqingrui@stocke.com.cn

#### 基本数据

收盘价	¥49.81
总市值(百万元)	35948.12
总股本(百万股)	721.70

#### 股票走势图



#### 相关报告

- 《业绩增长逐季加速——老百姓2022Q3点评报告》  
2022.10.29
- 《疫情后恢复, 收入高增长——老百姓2022H1点评报告》  
2022.08.30
- 《老百姓点评: 疫情后逐渐恢复, 收入增长可期》  
2022.04.29

别为 15.21/19.09/24.37 亿元，分别同比增长 20.19%、25.50%、27.65%；对应 EPS 为 2.11/2.65/3.38 元，对应 2023 年 24 倍 PE，维持“增持”评级。

#### □ 风险提示

行业竞争加剧的风险；门店扩张不及预期的风险；疫情波动的风险；政策推进不及预期的风险；集采药品降价超预期的风险；药品行业规模增长不及预期的风险

## 财务摘要

(百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	19886.40	24904.68	30700.21	38278.50
(+/-) (%)	29.75%	25.23%	23.27%	24.68%
归母净利润	1265.61	1521.20	1909.15	2436.94
(+/-) (%)	42.54%	20.19%	25.50%	27.65%
每股收益(元)	1.75	2.11	2.65	3.38
P/E	28	24	19	15

资料来源：wind，浙商证券研究所

## 表附录：三大报表预测值

### 资产负债表

(百万元)	2022	2023E	2024E	2025E
<b>流动资产</b>	10578	13080	17380	22904
现金	4113	5259	7742	11060
交易性金融资产	50	316	173	179
应收账款	1844	1878	2421	3100
其它应收款	419	345	567	681
预付账款	225	272	291	407
存货	3615	4550	5822	7097
其他	312	461	365	379
<b>非流动资产</b>	10461	10469	10930	11194
金额资产类	0	0	0	0
长期投资	5	5	5	5
固定资产	1219	1334	1426	1412
无形资产	478	543	607	670
在建工程	240	233	202	148
其他	8519	8353	8690	8958
<b>资产总计</b>	21039	23549	28310	34098
<b>流动负债</b>	9659	10616	13231	16274
短期借款	0	0	0	0
应付款项	6761	7872	10026	12588
预收账款	6	10	12	14
其他	2893	2733	3193	3672
<b>非流动负债</b>	2258	2241	2244	2248
长期借款	229	229	229	229
其他	2029	2013	2015	2019
<b>负债合计</b>	11917	12857	15475	18522
少数股东权益	565	754	988	1292
归属母公司股东权益	8556	9938	11847	14284
<b>负债和股东权益</b>	21039	23549	28310	34098

### 现金流量表

(百万元)	2022	2023E	2024E	2025E
<b>经营活动现金流</b>	3920	2280	2883	3986
净利润	1427	1710	2143	2741
折旧摊销	332	226	246	258
财务费用	105	69	78	84
投资损失	(7)	(24)	(22)	(17)
营运资金变动	1570	971	1825	2121
其它	493	(672)	(1387)	(1200)
<b>投资活动现金流</b>	(1274)	(754)	(406)	(543)
资本支出	(181)	(192)	(154)	(34)
长期投资	0	0	0	0
其他	(1093)	(562)	(252)	(509)
<b>筹资活动现金流</b>	(1655)	(379)	5	(125)
短期借款	0	0	0	0
长期借款	(137)	0	0	0
其他	(1518)	(379)	5	(125)
<b>现金净增加额</b>	991	1146	2483	3318

### 利润表

(百万元)	2022	2023E	2024E	2025E
<b>营业收入</b>	19886	24905	30700	38278
营业成本	12026	15172	18720	23359
营业税金及附加	70	94	112	140
营业费用	4878	6231	7595	9343
管理费用	904	1113	1372	1711
研发费用	25	25	31	38
财务费用	105	69	78	84
资产减值损失	66	76	96	121
公允价值变动损益	0	76	77	81
投资净收益	7	24	22	17
其他经营收益	67	65	67	66
<b>营业利润</b>	1886	2289	2863	3647
营业外收支	(8)	(5)	(5)	(6)
<b>利润总额</b>	1877	2284	2858	3641
所得税	450	575	715	900
<b>净利润</b>	1427	1710	2143	2741
少数股东损益	162	189	234	304
<b>归属母公司净利润</b>	1266	1521	1909	2437
EBITDA	2130	2504	3098	3888
EPS (最新摊薄)	1.75	2.11	2.65	3.38

### 主要财务比率

	2022	2023E	2024E	2025E
<b>成长能力</b>				
营业收入	29.75%	25.23%	23.27%	24.68%
营业利润	40.83%	21.41%	25.06%	27.38%
归属母公司净利润	42.54%	20.19%	25.50%	27.65%
<b>获利能力</b>				
毛利率	39.53%	39.08%	39.02%	38.98%
净利率	7.18%	6.86%	6.98%	7.16%
ROE	14.90%	15.36%	16.23%	17.16%
ROIC	11.38%	12.89%	14.05%	15.51%
<b>偿债能力</b>				
资产负债率	56.64%	54.60%	54.66%	54.32%
净负债比率	12.64%	10.39%	9.18%	7.44%
流动比率	1.10	1.23	1.31	1.41
速动比率	0.72	0.80	0.87	0.97
<b>营运能力</b>				
总资产周转率	1.04	1.12	1.18	1.23
应收账款周转率	13.62	13.38	14.22	13.68
应付账款周转率	8.17	8.08	8.02	8.03
<b>每股指标(元)</b>				
每股收益	1.75	2.11	2.65	3.38
每股经营现金	5.43	3.16	4.00	5.52
每股净资产	11.86	13.77	16.42	19.79
<b>估值比率</b>				
P/E	28.40	23.63	18.83	14.75
P/B	4.20	3.62	3.03	2.52
EV/EBITDA	21.56	13.74	10.46	7.54

资料来源：浙商证券研究所

## 股票投资评级说明

以报告日后的6个月内，证券相对于沪深300指数的涨跌幅为标准，定义如下：

1. 买入：相对于沪深300指数表现+20%以上；
2. 增持：相对于沪深300指数表现+10%~+20%；
3. 中性：相对于沪深300指数表现-10%~+10%之间波动；
4. 减持：相对于沪深300指数表现-10%以下。

## 行业的投资评级：

以报告日后的6个月内，行业指数相对于沪深300指数的涨跌幅为标准，定义如下：

1. 看好：行业指数相对于沪深300指数表现+10%以上；
2. 中性：行业指数相对于沪深300指数表现-10%~+10%以上；
3. 看淡：行业指数相对于沪深300指数表现-10%以下。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重。

建议：投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

## 法律声明及风险提示

本报告由浙商证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，经营许可证编号为：Z39833000）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但浙商证券股份有限公司及其关联机构（以下统称“本公司”）对这些信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不发生任何变更。本公司没有将变更的信息和建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告仅供本公司的客户作参考之用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告仅反映报告作者的出具日的观点和判断，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，投资者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。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。

本公司的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。本公司的资产管理公司、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。

本报告版权均归本公司所有，未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、发布、传播本报告的全部或部分内容。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明本报告发布人和发布日期，并提示使用本报告的风险。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

## 浙商证券研究所

上海总部地址：杨高南路729号陆家嘴世纪金融广场1号楼25层

北京地址：北京市东城区朝阳门北大街8号富华大厦E座4层

深圳地址：广东省深圳市福田区广电金融中心33层

上海总部邮政编码：200127

上海总部电话：(8621) 80108518

上海总部传真：(8621) 80106010

浙商证券研究所：<https://www.stocke.com.cn>