

益丰药房(603939)

报告日期: 2023年08月29日

## 门店拓展加速, 线上高增持续

### ——益丰药房 2023H1 点评报告

#### 投资要点

2023年8月29日, 公司披露2023年半年报, 2023H1收入107.07亿元, 同比增长22.4%; 归母净利润7.05亿元, 同比增长22.3%; 扣非归母净利润6.79亿元, 同比增长21.4%。其中Q2收入54.41亿元, 同比增长18.2%, 归母净利润3.69亿元, 同比增长21.2%, 扣非净利润3.57亿元, 同比增长21.9%, 利润高增长依然持续。

#### 成长性: 门店数量快速增长, 拉动收入快速增长

(1) 门店快速增长, 区域深耕加速, 有望带来收入高增长。2023H1公司新增门店1423家(其中Q1新增门店661家), 新增自建门店692家, 并购门店202家, 加盟店529家, 关闭门店81家, 2023H1公司门店总数11580家(含加盟店2491家), 较上期末净增1312家(Q1净增597家), 门店数量持续加速增长。我们认为, 行业集中度提升仍为核心趋势, 门店数量的增长是未来收入利润增长的核心拉动, 随公司2023年新建门店加速, 有望带来2023年收入高增长, 并有望拉动持续的收入利润增长。(2) B2C业务快速增长, 形成收入增长拉动。2023H1公司互联网业务实现销售收入9.11亿元, 同比增长11.75%, 其中, O2O收入6.95亿元, 同比增长7.78%; B2C收入2.17亿元, 同比增长26.71%, 公司精细化管理优势逐步凸显。

#### 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。2023H1, 公司毛利率39.99%, 同比下降0.88pct。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。2023H1公司销售费用率(-0.34pct)、管理费用率(+0.17pct)与研发费用率(-0.02pct), 期间费用率整体略有下降, 但我们认为, 全年在股权激励费用等影响下, 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。

#### 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246.58/310.37/386.78亿元, 分别增长24.00%、25.87%、24.62%; 归母净利润分别为15.49/19.48/24.58亿元, 分别同比增长22.41%、25.74%、26.17%; 对应EPS为2.15/2.70/3.41元, 对应2023年16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; 需求波动的风险; 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。

#### 投资评级: 增持(维持)

分析师: 孙建

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

分析师: 司清蕊

执业证书号: S1230523080006  
siqingrui@stocke.com.cn

#### 基本数据

收盘价	¥36.61
总市值(百万元)	36,986.45
总股本(百万股)	1,010.28

#### 股票走势图



#### 相关报告

- 《门店数量高增长, 收入利润高增长》2023.04.30
- 《门店数量快速增长——益丰药房2022H1点评报告》2022.08.30
- 《益丰药房深度: 精细化管理的药店龙头》2022.05.16

## 财务摘要

(百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	19886.40	24658.44	31037.47	38677.90
(+/-)(%)	29.75%	24.00%	25.87%	24.62%
归母净利润	1265.61	1549.18	1947.96	2457.81
(+/-)(%)	42.54%	22.41%	25.74%	26.17%
每股收益(元)	1.75	2.15	2.70	3.41
P/E	20	16	13	10

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	13025	17576	23148
现金	4113	5273	7838	11187
交易性金融资产	50	316	173	179
应收账款	1844	1860	2447	3131
其它应收款	419	341	573	688
预付账款	225	270	294	411
存货	3615	4505	5886	7171
其他	312	461	365	379
<b>非流动资产</b>	10461	10464	10938	11203
金融资产类	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	8348	8698	8967
<b>资产总计</b>	21039	23489	28514	34351
<b>流动负债</b>	9659	10524	13360	16429
短期借款	0	0	0	0
应付款项	6761	7795	10136	12719
预收账款	6	10	12	14
其他	2893	2720	3212	3695
<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	12766	15604	18676
少数股东权益	565	757	996	1302
归属母公司股东权益	8556	9966	11914	14372
<b>负债和股东权益</b>	21039	23489	28514	34351

### 现金流量表

(百万元)	2022	2023E	2024E	2025E
<b>经营活动现金流</b>	3920	2294	2966	4017
净利润	1427	1741	2187	2764
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	904	1985	2138
其它	493	(623)	(1508)	(1210)
<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	1161	2565	3349

### 利润表

(百万元)	2022	2023E	2024E	2025E
<b>营业收入</b>	19886	24658	31037	38678
营业成本	12026	15022	18925	23603
营业税金及附加	70	93	113	141
营业费用	4878	6106	7651	9408
管理费用	904	1102	1387	1729
研发费用	25	25	31	77
财务费用	105	69	78	84
资产减值损失	66	75	97	123
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	2331	2921	3678
营业外收支	(8)	(5)	(5)	(6)
<b>利润总额</b>	1877	2326	2916	3672
所得税	450	585	730	908
<b>净利润</b>	1427	1741	2187	2764
少数股东损益	162	192	239	306
<b>归属母公司净利润</b>	1266	1549	1948	2458
EBITDA	2130	2546	3156	3919
EPS (最新摊薄)	1.75	2.15	2.70	3.41

### 主要财务比率

	2022	2023E	2024E	2025E
<b>成长能力</b>				
营业收入	29.75%	24.00%	25.87%	24.62%
营业利润	40.83%	23.64%	25.30%	25.91%
归属母公司净利润	42.54%	22.41%	25.74%	26.17%
<b>获利能力</b>				
毛利率	39.53%	39.08%	39.02%	38.98%
净利率	7.18%	7.06%	7.04%	7.15%
ROE	14.90%	15.61%	16.48%	17.20%
ROIC	11.38%	13.10%	14.27%	15.57%
<b>偿债能力</b>				
资产负债率	56.64%	54.35%	54.72%	54.37%
净负债比率	12.64%	10.46%	9.11%	7.38%
流动比率	1.10	1.24	1.32	1.41
速动比率	0.72	0.81	0.88	0.97
<b>营运能力</b>				
总资产周转率	1.04	1.11	1.19	1.23
应收账款周转率	13.62	13.32	14.35	13.67
应付账款周转率	8.17	8.04	8.09	8.03
<b>每股指标(元)</b>				
每股收益	1.75	2.15	2.70	3.41
每股经营现金	5.43	3.18	4.11	5.57
每股净资产	11.86	13.81	16.51	19.91
<b>估值比率</b>				
P/E	20.12	16.44	13.07	10.36
P/B	2.98	2.55	2.14	1.77
EV/EBITDA	21.56	9.39	6.91	4.78

资料来源: wind, 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>