

2023年08月31日

买入（维持）

报告原因：业绩点评

证券分析师

杜永宏 S0630522040001

dyh@longone.com.cn

证券分析师

伍可心 S0630522120001

wkw@longone.com.cn

数据日期	2023/08/30
收盘价	36.71
总股本(万股)	101,028
流通A股/B股(万股)	100,605/0
资产负债率(%)	53.53%
市净率(倍)	3.78
净资产收益率(加权)	7.95
12个月内最高/最低价	73.50/33.61



相关研究

《益丰药房(603939): 门店破万家, 业绩高增长——公司简评报告》
2023.04.28

《公司简评: 益丰药房(603939): 业绩逐季提升, 符合预期》
2022.10.31

《公司点评报告: 益丰药房(603939)-门店持续扩张, 业绩稳健上升》
2022.08.31

益丰药房（603939）：业绩稳健增长，高毛利中药快速放量

——公司简评报告

投资要点

- 业绩稳健增长。**公司2023年上半年实现营业收入107.07亿元(+22.36%)、归母净利润7.05亿元(+22.33%)、扣非归母净利润6.79亿元(+21.36%)。其中Q2单季度实现营业收入54.41亿元(+18.23%)、归母净利润3.69亿元(+21.20%)。2023H1公司毛利率为39.99%(-0.88pp)、净利率为7.46%(+0.14pp)。尽管受到各地门诊统筹政策及落地速度不同等因素的影响，公司整体业绩依旧呈稳健增长态势。
- 稳步加密优势区域。**截至2023年6月30日，公司在10省共有连锁药店11580家(直营店9089家，加盟店2491家)。2023H1公司新增门店1423家(自建692家，并购202家，加盟529家)，净增门店1312家(迁址30家，关闭81家)。从区域上看，中南、华东和华北分别拥有直营门店数量4435(+701)、3478(+440)、1176(+282)家，医保门店占比分别为90.33%、83.73%、76.96%，公司围绕区域聚焦的扩张战略，在优势区域不断加密布局、深耕市场。
- 完善新零售体系，与线下业务协同互补。**公司持续推进医药新零售体系建设，积极布局慢病管理、健康管家、家庭医生服务。截至2023年6月30日，公司建档会员达7765万(半年新增675万)，会员销售占比达73.02%，公司打造会员个性化、智能化的营销与服务体系，在精细化运营管理下，公司会员数量持续增长、会员黏性不断增强。报告期内，公司互联网业务实现收入9.15亿元(+11.75%)，其中O2O 6.95亿元(+7.78%)、B2C 2.17亿元(+26.71%)。公司O2O多渠道多平台上线直营门店超过7800家(+800)，覆盖范围包含公司线下所有主要城市，与线下业务实现良好协同互补。
- 高毛利中药品类快速放量，成药、非药毛利率下降。**从产品种类上看，2023H1公司中西成药、中药和非药收入分别为80.63(+24.13%)、10.15(+35.64%)、13.47(+7.29%)亿元，分别占比75.3%(+1.07pp)、9.48%(+0.93pp)、12.58%(-1.77pp)，毛利率分别为35.07%(-0.12pp)、48.59%(+0.58pp)、51.07%(-4.49pp)。我们认为高毛利品种中药快速放量主要是疫后群众健康意识提升所致，成药毛利率下降主要是公司旗下门店纳入门诊统筹低毛利的处方药加速放量所致，非药品是受经济环境及公司防疫物资消化影响。
- 投资建议：**我们预测公司2023-2025年归属于母公司净利润分别为16.13/20.35/25.17亿元，对应EPS分别为1.60/2.01/2.49元，当前股价对应PE分别为23.00/18.23/14.73倍，维持“买入”评级。
- 风险提示：**门店扩张不及预期的风险；盈利能力下降的风险；行业竞争加剧的风险等。

盈利预测与估值简表

	2020A	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入(百万元)	13,145	15,326	19,886	24,755	30,460	36,914
增长率(%)	27.9%	16.6%	29.8%	24.5%	23.0%	21.2%
归母净利润(百万元)	744	888	1,266	1,613	2,035	2,517
增长率(%)	36.7%	19.4%	42.5%	27.44%	26.15%	23.73%
EPS(元/股)	1.08	1.25	1.76	1.60	2.01	2.49
市盈率(P/E)	83.51	44.09	36.27	23.00	18.23	14.73
市净率(P/B)	8.95	5.29	5.38	3.69	3.07	2.54

资料来源：携宁，东海证券研究所（截止至2023年8月30日收盘）

附录：三大报表预测值

利润表（百万元）

	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入	19,886	24,755	30,460	36,914
%同比增速	30%	24%	23%	21%
营业成本	12,026	15,224	18,733	22,702
毛利	7,861	9,531	11,727	14,212
%营业收入	40%	39%	39%	39%
税金及附加	70	89	106	130
%营业收入	0%	0%	0%	0%
销售费用	4,878	5,991	7,341	8,859
%营业收入	25%	24%	24%	24%
管理费用	904	1,040	1,249	1,477
%营业收入	5%	4%	4%	4%
研发费用	25	25	24	37
%营业收入	0%	0%	0%	0%
财务费用	105	12	3	-12
%营业收入	1%	0%	0%	0%
资产减值损失	-56	0	0	0
信用减值损失	-10	0	0	0
其他收益	44	50	49	55
投资收益	7	0	0	0
净敞口套期收益	0	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0
资产处置收益	23	0	0	0
营业利润	1,886	2,425	3,053	3,776
%营业收入	9%	10%	10%	10%
营业外收支	-8	0	0	0
利润总额	1,877	2,425	3,053	3,776
%营业收入	9%	10%	10%	10%
所得税费用	450	613	766	947
净利润	1,427	1,812	2,286	2,829
%营业收入	7%	7%	8%	8%
归属于母公司净利润	1,266	1,613	2,035	2,517
%同比增速	43%	27%	26%	24%
少数股东损益	162	199	251	311
EPS（元/股）	1.76	1.60	2.01	2.49

基本指标

	2022A	2023E	2024E	2025E
EPS	1.76	1.60	2.01	2.49
BVPS	11.86	9.96	11.97	14.47
PE	36.27	23.00	18.23	14.73
PEG	0.85	0.84	0.70	0.62
PB	5.38	3.69	3.07	2.54
EV/EBITDA	12.81	10.98	8.60	6.63
ROE	15%	16%	17%	17%
ROIC	12%	13%	13%	14%

资产负债表（百万元）

	2022A	2023E	2024E	2025E
货币资金	4,113	5,469	7,477	10,170
交易性金融资产	50	50	50	50
应收账款及应收票据	1,844	1,788	2,115	2,461
存货	3,615	4,060	4,891	5,802
预付账款	225	198	225	272
其他流动资产	732	764	818	926
流动资产合计	10,578	12,329	15,576	19,681
长期股权投资	5	5	5	5
投资性房地产	0	0	0	0
固定资产合计	1,219	1,426	1,668	1,940
无形资产	478	495	510	520
商誉	4,188	4,638	5,138	5,638
递延所得税资产	131	134	134	134
其他非流动资产	4,440	4,520	4,573	4,630
资产总计	21,039	23,548	27,605	32,549
短期借款	0	0	0	0
应付票据及应付账款	6,761	6,978	8,378	9,901
预收账款	6	12	15	18
应付职工薪酬	505	594	693	817
应交税费	283	371	457	554
其他流动负债	2,104	2,313	2,336	2,534
流动负债合计	9,659	10,268	11,879	13,824
长期借款	229	279	339	409
应付债券	0	0	0	0
递延所得税负债	24	68	68	68
其他非流动负债	2,006	2,106	2,206	2,306
负债合计	11,917	12,720	14,492	16,607
归属于母公司的所有者权益	8,556	10,063	12,097	14,615
少数股东权益	565	765	1,016	1,327
股东权益	9,121	10,827	13,113	15,942
负债及股东权益	21,039	23,548	27,605	32,549

现金流量表（百万元）

	2022A	2023E	2024E	2025E
经营活动现金流净额	3,920	2,785	3,555	4,336
投资	-801	0	0	0
资本性支出	-578	-1,414	-1,550	-1,650
其他	105	-121	-100	-100
投资活动现金流净额	-1,274	-1,536	-1,650	-1,750
债权融资	-52	266	160	170
股权融资	77	25	0	0
支付股利及利息	-316	-341	-57	-63
其他	-1,365	157	0	0
筹资活动现金流净额	-1,655	107	103	107
现金净流量	991	1,357	2,007	2,694

资料来源：携宁，东海证券研究所（截止 2023 年 8 月 30 日）

一、评级说明

	评级	说明
市场指数评级	看多	未来 6 个月内沪深 300 指数上升幅度达到或超过 20%
	看平	未来 6 个月内沪深 300 指数波动幅度在-20%—20%之间
	看空	未来 6 个月内沪深 300 指数下跌幅度达到或超过 20%
行业指数评级	超配	未来 6 个月内行业指数相对强于沪深 300 指数达到或超过 10%
	标配	未来 6 个月内行业指数相对沪深 300 指数在-10%—10%之间
	低配	未来 6 个月内行业指数相对弱于沪深 300 指数达到或超过 10%
公司股票评级	买入	未来 6 个月内股价相对强于沪深 300 指数达到或超过 15%
	增持	未来 6 个月内股价相对强于沪深 300 指数在 5%—15%之间
	中性	未来 6 个月内股价相对沪深 300 指数在-5%—5%之间
	减持	未来 6 个月内股价相对弱于沪深 300 指数 5%—15%之间
	卖出	未来 6 个月内股价相对弱于沪深 300 指数达到或超过 15%

二、分析师声明：

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，具备专业胜任能力，保证以专业严谨的研究方法和分析逻辑，采用合法合规的数据信息，审慎提出研究结论，独立、客观地出具本报告。

本报告中准确反映了署名分析师的个人研究观点和结论，不受任何第三方的授意或影响，其薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

署名分析师本人及直系亲属与本报告中涉及的内容不存在任何利益关系。

三、免责声明：

本报告基于本公司研究所及研究人员认为合法合规的公开资料或实地调研的资料，但对这些信息的真实性、准确性和完整性不做任何保证。本报告仅反映研究人员个人出具本报告当时的分析和判断，并不代表东海证券股份有限公司，或任何其附属或联营公司的立场，本公司可能发表其他与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告可能因时间等因素的变化而变化从而导致与事实不完全一致，敬请关注本公司就同一主题所出具的相关后续研究报告及评论文章。在法律允许的情况下，本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告仅供“东海证券股份有限公司”客户、员工及经本公司许可的机构与个人阅读和参考。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何机构和个人的投资建议，任何形式的保证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，本公司亦不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。本公司客户如有任何疑问应当咨询独立财务顾问并独自进行投资判断。

本报告版权归“东海证券股份有限公司”所有，未经本公司书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的翻版、复制、刊登、发表或者引用。

四、资质声明：

东海证券股份有限公司是经中国证监会核准的合法证券经营机构，已经具备证券投资咨询业务资格。我们欢迎社会监督并提醒广大投资者，参与证券相关活动应当审慎选择具有相当资质的证券经营机构，注意防范非法证券活动。

上海 东海证券研究所

地址：上海市浦东新区东方路1928号 东海证券大厦
 网址：Http://www.longone.com.cn
 座机：(8621) 20333275
 手机：18221959689
 传真：(8621) 50585608
 邮编：200215

北京 东海证券研究所

地址：北京市西三环北路87号国际财经中心D座15F
 网址：Http://www.longone.com.cn
 座机：(8610) 59707105
 手机：18221959689
 传真：(8610) 59707100
 邮编：100089