

# 益丰药房 (603939.SH) 经营业绩稳步增长，区域聚焦和稳健扩张持续推进

2023年08月31日

——公司信息更新报告

**投资评级：买入（维持）**
**蔡明子（分析师）**
**龙永茂（分析师）**

caimingzi@kysec.cn

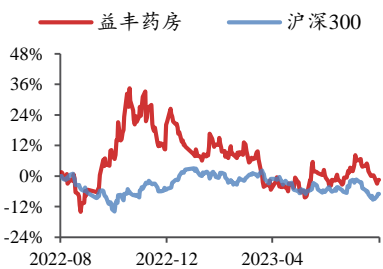
longyongmao@kysec.cn

证书编号：S0790520070001

证书编号：S0790523070003

日期	2023/8/30
当前股价(元)	36.71
一年最高最低(元)	73.50/33.61
总市值(亿元)	370.87
流通市值(亿元)	369.32
总股本(亿股)	10.10
流通股本(亿股)	10.06
近3个月换手率(%)	25.47

## 股价走势图



数据来源：聚源

## 相关研究报告

《经营业绩稳步增长，扩张稳健长期成长价值彰显—公司信息更新报告》  
-2023.4.28

《业绩增长逐季提速，门店快速扩张蓄力长期增长—公司信息更新报告》  
-2022.11.1

《经营逐季向好，下半年提速增长可期—公司信息更新报告》-2022.8.31

### ● 经营业绩稳步增长，维持“买入”评级

公司发布 2023 半年报：2023H1 年实现营收 107.07 亿元 (+22.36%)；归母净利润 7.05 亿元 (+22.33%)；扣非净利润 6.79 亿元 (+21.36%)。分季度看，公司 Q1/Q2 收入分别为 52.66 亿元 (+26.94%)、54.41 亿元 (+18.23%)；归母净利润分别为 3.36 亿元 (+23.60%)、3.69 亿元 (+21.20%)；扣非净利润分别为 3.21 亿元 (+20.80%)、3.57 亿元 (+21.86%)。从盈利能力来看，2023H1 毛利率为 39.99% (-0.88pct)，净利率为 7.46% (+0.14pct)。从费用端来看，2023H1 销售费用率为 30.46% (-0.43pct)；管理费用率为 4.39% (+0.16pct)；财务费用率为 0.37% (-0.25pct)，整体费用率在营收较快增长的基础上有所下降。公司长期坚持区域聚焦战略，内生增速稳健，并购门店盈利能力突出。我们维持盈利预测，预计 2023-2025 年归母净利润分别为 15.12、18.24、22.03 亿元，EPS 分别为 1.50、1.81、2.18 元/股，当前股价对应 PE 分别为 24.5、20.3、16.8 倍，维持“买入”评级。

### ● 门店有序扩张，突出的跨省经营及连锁复制能力打造核心竞争力

门店有序扩张。截至 2023H1 公司门店总数 11,580 家（含加盟店 2,491 家），净增 1,312 家，其中新增门店 1,423 家，自建 692 家，并购 202 家，加盟店 529 家。突出的跨区域整合能力助力公司行业竞争力持续提升。公司坚持“区域聚焦，稳健扩张”的发展战略，是行业内少有的主要省子公司均实现盈利的公司，跨区域门店管控力、复制力、文化传承等方面的突出优势，为公司成功实现跨区域经营、快速高效复制和行业并购整合提供有力保障。

### ● 打造精品会员服务体系，持续推进医药新零售体系建设

截至 2023H1 公司建档会员总量 7,765 万，会员整体销售占比 73.02%。O2O 多渠道多平台上线直营门店超过 7,800 家，覆盖范围包含公司线下所有主要城市，在 O2O 和 B2C 双引擎的策略支持下，借助公司供应链优势和精细化运营，2023H1 公司互联网业务实现销售收入 9.11 亿元(+11.75%)，其中 O2O 实现销售收入 6.95 亿元 (+7.78%)；B2C 实现销售收入 2.17 亿元 (+26.71%)。

● **风险提示：**门店扩张速度和后期整合、盈利水平低于预期。

## 财务摘要和估值指标

指标	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	15,326	19,886	23,748	28,574	34,425
YOY(%)	16.6	29.8	19.4	20.3	20.5
归母净利润(百万元)	888	1,266	1,512	1,824	2,203
YOY(%)	15.6	42.5	19.5	20.6	20.8
毛利率(%)	40.3	39.5	39.6	39.4	39.4
净利率(%)	5.8	6.4	6.4	6.4	6.4
ROE(%)	12.6	15.6	16.1	16.7	17.2
EPS(摊薄/元)	0.88	1.25	1.50	1.81	2.18
P/E(倍)	41.8	29.3	24.5	20.3	16.8
P/B(倍)	5.0	4.3	3.8	3.3	2.8

数据来源：聚源、开源证券研究所

**附：财务预测摘要**

资产负债表(百万元)						利润表(百万元)					
	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E		2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
<b>流动资产</b>	7916	10578	10860	15513	18245	<b>营业收入</b>	15326	19886	23748	28574	34425
现金	2921	4113	3922	6447	8168	营业成本	9143	12026	14344	17301	20862
应收票据及应收账款	1077	1844	1644	2553	2504	营业税金及附加	55	70	99	111	131
其他应收款	313	419	456	597	671	营业费用	4060	4878	6004	7161	8606
预付账款	91	225	153	302	246	管理费用	657	904	1025	1236	1504
存货	3041	3615	4324	5251	6294	研发费用	16	25	20	27	35
其他流动资产	473	362	362	362	362	财务费用	115	105	3	16	3
<b>非流动资产</b>	9136	10461	10462	10469	10649	资产减值损失	-41	-56	0	0	0
长期投资	5	5	6	7	7	其他收益	62	44	0	0	0
固定资产	918	1219	1316	1428	1569	公允价值变动收益	0	0	0	0	0
无形资产	396	485	518	547	564	投资净收益	34	7	20	23	21
其他非流动资产	7816	8751	8621	8487	8508	资产处置收益	7	23	0	0	0
<b>资产总计</b>	17052	21039	21322	25982	28894	<b>营业利润</b>	1339	1886	2273	2743	3305
<b>流动负债</b>	6745	9659	8578	11563	12358	营业外收入	10	12	9	9	10
短期借款	0	0	0	0	0	营业外支出	11	20	13	14	15
应付票据及应付账款	4806	6761	7035	9605	10460	<b>利润总额</b>	1338	1877	2269	2739	3301
其他流动负债	1940	2899	1543	1957	1899	所得税	347	450	571	689	827
<b>非流动负债</b>	2442	2258	2212	2168	2145	<b>净利润</b>	991	1427	1698	2050	2473
长期借款	366	229	183	138	115	少数股东损益	103	162	186	226	270
其他非流动负债	2077	2029	2029	2029	2029	<b>归属母公司净利润</b>	888	1266	1512	1824	2203
<b>负债合计</b>	9187	11917	10791	13730	14503	EBITDA	1536	2102	2540	3038	3443
少数股东权益	383	565	751	977	1247	EPS(元)	0.88	1.25	1.50	1.81	2.18
股本	719	722	1010	1010	1010						
资本公积	3988	4077	3788	3788	3788	<b>主要财务比率</b>	<b>2021A</b>	<b>2022A</b>	<b>2023E</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>
留存收益	2802	3852	5173	6762	8667	<b>成长能力</b>					
<b>归属母公司股东权益</b>	7481	8556	9780	11275	13144	营业收入(%)	16.6	29.8	19.4	20.3	20.5
<b>负债和股东权益</b>	17052	21039	21322	25982	28894	营业利润(%)	14.4	40.8	20.6	20.7	20.5
						归属于母公司净利润(%)	15.6	42.5	19.5	20.6	20.8
						<b>获利能力</b>					
						毛利率(%)	40.3	39.5	39.6	39.4	39.4
						净利率(%)	5.8	6.4	6.4	6.4	6.4
						ROE(%)	12.6	15.6	16.1	16.7	17.2
						ROIC(%)	8.7	11.1	13.4	14.4	15.1
						<b>偿债能力</b>					
						资产负债率(%)	53.9	56.6	50.6	52.8	50.2
						净负债比率(%)	5.8	-6.6	-16.0	-34.8	-41.7
						流动比率	1.2	1.1	1.3	1.3	1.5
						速动比率	0.7	0.7	0.7	0.8	0.9
						<b>营运能力</b>					
						总资产周转率	1.0	1.0	1.1	1.2	1.3
						应收账款周转率	16.1	13.6	13.6	13.6	13.6
						应付账款周转率	2.1	2.1	2.1	2.1	2.1
						<b>每股指标(元)</b>					
						每股收益(最新摊薄)	0.88	1.25	1.50	1.81	2.18
						每股经营现金流(最新摊薄)	2.13	3.88	1.73	3.31	2.57
						每股净资产(最新摊薄)	7.41	8.47	9.68	11.16	13.01
						<b>估值比率</b>					
						P/E	41.8	29.3	24.5	20.3	16.8
						P/B	5.0	4.3	3.8	3.3	2.8
						EV/EBITDA	24.6	17.6	14.2	11.1	9.4

数据来源：聚源、开源证券研究所

请务必参阅正文后面的信息披露和法律声明

## 特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

## 分析师承诺

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

## 股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20% 以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5%~20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在 -5%~+5% 之间波动；
	减持（underperform）	预计相对弱于市场表现 5% 以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡（underperform）	预计行业弱于整体市场表现。

备注：评级标准为以报告日后的 6~12 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中 A 股基准指数为沪深 300 指数、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普 500 或纳斯达克综合指数。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。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

## 分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

## 法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于商业秘密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他金融工具的邀请或向人做出邀请。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、价值及投资收入可能会波动。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。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司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。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

开源证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

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。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

## 开源证券研究所

### 上海

地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼10层  
邮编：200120  
邮箱：research@kysec.cn

### 深圳

地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层  
邮编：518000  
邮箱：research@kysec.cn

### 北京

地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座9层  
邮编：100044  
邮箱：research@kysec.cn

### 西安

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层  
邮编：710065  
邮箱：research@kysec.cn