

益丰药房 (603939.SH)

业绩符合预期，持续稳健增长

公司发布 2021 年一季报。2021 年 Q1 公司实现收入 36.30 亿元，同比增长 19.09%，实现归母净利润 2.41 亿元，同比增长 29.39%，实现扣非归母净利润 2.33 亿元，同比增长 30.17%。

公司一季度业绩符合预期。公司 2021 年 Q1 实现扣非归母净利润增速 30.17%，符合预期。我们估计公司老店同比增速在 7% 左右，较去年老店整体增速有所下滑，但全年应该是前低后高的状态，我们认为主要有几大原因：1) 疫情状态下的高基数：2020 年的疫情环境下，一方面公司是防疫物资定点销售机构，导致去年防疫物资的基数较高，另一方面去年医院大部分科室停诊，也导致院外市场销售基数高；2) 感冒药的限售：由于年初疫情有零散的反复，部分地区对药店的感冒药实施下架或者限售。

- 分业务板块来看：2021 年 Q1 公司零售板块实现收入 33.46 亿元，同比增长 18.02%，毛利率为 39.96%，较上年同期增加 2.01pp；批发板块实现收入 1.55 亿元，同比增长 17.55%，毛利率为 10.06%，较上年同期增加 1.94pp。
- 分区域来看：中南、华东地区实现稳健增长，华北地区由于防疫政策限制增速较低。2021 年 Q1 中南地区实现收入 15.81 亿元，同比增长 22.90%；华东地区实现收入 15.65 亿元，同比增长 16.60%；华北地区实现收入 3.54 亿元，同比增长 4.91%。
- 分产品来看：非药端在后疫情时代有所回落。2021 年 Q1 中西成药实现收入 25.68 亿元，同比增长 21.15%；中药实现收入 3.54 亿元，同比增长 41.28%；非药品实现收入 5.79 亿元，同比下滑 2.97%。
- 从财务数据上来看：公司销售费用率、管理费用率、研发费用率、财务费用率分别为 25.75%、3.95%、0.07%、0.92%，分别较上年同期+1.24pp、+0.01pp、+0.01pp、+0.51pp。公司 2021 年 Q1 实现经营性现金流 5.95 亿元，同比增长 35.75%。
- 从门店扩张情况来看：截止 2021 年 3 月 31 日，公司拥有门店 6279 家（含加盟店 697 家），2021 年 1-3 月，公司净增门店 288 家，其中：新开门店 195 家，并购门店 53 家，新增加盟店 58 家，关闭门店 18 家。公司在报告期内发生了 5 起同行业的并购投资业务，其中，完成并购交割项目 2 起，交割进行中的项目 3 起，涉及门店 108 家，其中，完成并购交割的门店 53 家，交割进行中的门店 55 家。
- 从医保店资质来看：公司 5,586 家直营连锁门店，已取得各类“医疗保险定点零售药店”资格的药店 4,681 家（含特慢病统筹医保定点 651 家），占公司门店总数比例为 83.80%。
- 从平效来看：2020 年 Q1 公司日均平效为 59.25 元/平方米，整体较去年同期略有下滑。

公司逻辑再梳理：行业持续较高景气度，公司业绩有望长青。药店板块的长逻辑在于处方外流与行业集中度提高的持续兑现：

- 政策环境变动，单体药店及小型连锁药店承压，将驱动行业集中度迅速提高。自 2017 年开始，零加成、两票制、带量采购以及药店分级分类管理的陆续执行，导致单体药店及小型连锁药店的生存环境恶化，规模化具备与上游议价能力以及具备融资能力的上市药企将强者恒强，行业集中度有望迅速提升。
- 医药分家、处方外流一直是政策组合拳的最终目的之一。从 2017 年开始，对公立医院药品占比 30% 的限制以及取消药品加成，核心目的之一就是为了降低医院与药品之间的利益关联，促进处方外流；而在当下，逐渐落地的带量采购政策与统筹账户对接药店的特慢病消费，将加速处方外流的进程。

而落实到公司而言，公司的过往业绩以及未来可能的持续高增长让公司具备稀缺性：

- 从过去的业绩来看：公司业绩稳定高速增长，具备稀缺性。公司通过持续的深耕以及强大的精细化管理能力，在江苏省、湖南省、湖北省均已实现了规模第一，在 2014-2021Q1 均实现了净利润增速 25% 以上，具备稀缺性。
- 从未来的可能来看：行业的属性与公司自身的能力带来业绩高速增长有望持续。首先，行业层面，药店板块的处方外流和集中度提高将会不断兑现，景气度依然很高，而医药电商至少 3-5 年内和药店行业没有直面竞争；对于公司来说，持续深耕现有省市、新建与并购的加速、加盟店的探索、新零售业务的探索，都将是公司未来业绩长青的基石。

盈利预测。暂不考虑未来大的收购并表，我们预计公司 2021-2023 年归母净利润为 10.06、13.19、17.16 亿元，同比增长 30.9%、31.2%、30.0%，对应 PE 为 47x、36x、27x，维持“买入”评级。

风险提示：医保控费政策超预期。

财务指标	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入（百万元）	10,276	13,145	16,421	20,389	25,270
增长率 yoy (%)	48.7	27.9	24.9	24.2	23.9
归母净利润（百万元）	544	768	1,006	1,319	1,716
增长率 yoy (%)	30.6	41.3	30.9	31.2	30.0
EPS 最新摊薄（元/股）	0.98	1.39	1.82	2.39	3.10
净资产收益率 (%)	12.9	15.0	16.5	18.2	19.6
P/E (倍)	86.3	61.1	46.7	35.6	27.4
P/B (倍)	10.41	8.94	7.70	6.51	5.38

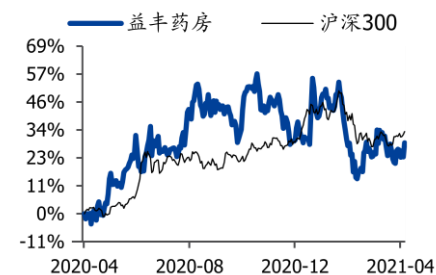
资料来源：贝格数据，国盛证券研究所 注：股价为 2021 年 4 月 29 日收盘价

买入（维持）

股票信息

行业	医药商业
前次评级	买入
4 月 29 日收盘价(元)	88.90
总市值(百万元)	49,159.21
总股本(百万股)	552.97
其中自由流通股(%)	97.03
30 日日均成交量(百万股)	2.24

股价走势



作者

分析师 张金洋

执业证书编号：S0680519010001

邮箱：zhangjy@gszq.com

分析师 缪牧一

执业证书编号：S0680519010004

邮箱：miaomuyi@gszq.com

相关研究

- 《益丰药房 (603939.SH)：业绩符合预期，延续前三季度高增长》2021-04-28
- 《益丰药房 (603939.SH)：业绩超预期，老店加速增长，精细化管理进一步体现》2020-10-31
- 《益丰药房 (603939.SH)：业绩符合预期，资金充足扩张有望加速》2020-08-28



财务报表和主要财务比率

资产负债表 (百万元)						利润表 (百万元)					
会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E	会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
流动资产	4986	8062	9827	12221	14691	营业收入	10276	13145	16421	20389	25270
现金	1424	3360	4069	5602	6607	营业成本	6268	8152	10002	12443	15382
应收票据及应收账款	750	830	1144	1307	1731	营业税金及附加	55	55	69	85	106
其他应收款	199	208	300	330	451	营业费用	2681	3230	4161	5081	6269
预付账款	199	205	300	327	450	管理费用	439	546	695	854	1046
存货	1821	2172	2727	3368	4166	研发费用	5	8	10	13	16
其他流动资产	593	1286	1286	1286	1286	财务费用	38	34	-4	-43	-99
非流动资产	4189	4888	4988	5045	5237	资产减值损失	-16	-31	0	0	0
长期投资	29	5	-18	-41	-63	其他收益	35	59	0	0	0
固定资产	444	577	742	902	1064	公允价值变动收益	0	0	0	0	0
无形资产	355	375	423	459	500	投资净收益	11	29	21	21	22
其他非流动资产	3361	3931	3841	3725	3736	资产处置收益	-1	0	0	0	0
资产总计	9175	12950	14814	17266	19928	营业利润	815	1170	1509	1976	2571
流动负债	3725	5138	6244	7744	8981	营业外收入	7	7	6	6	6
短期借款	29	380	380	380	380	营业外支出	8	13	15	19	22
应付票据及应付账款	3019	3822	4571	5870	7037	利润总额	814	1164	1500	1964	2555
其他流动负债	677	935	1292	1493	1563	所得税	205	297	383	501	652
非流动负债	741	2030	1650	1263	900	净利润	609	867	1117	1463	1903
长期借款	687	1976	1596	1209	846	少数股东损益	65	99	109	139	181
其他非流动负债	54	54	54	54	54	归属母公司净利润	544	768	1007	1324	1722
负债合计	4466	7168	7894	9007	9881	EBITDA	1009	1425	1719	2193	2648
少数股东权益	201	313	423	562	743	EPS (元)	0.98	1.39	1.82	2.39	3.11
股本	379	532	553	553	553	主要财务比率					
资本公积	2654	2594	2594	2594	2594	会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
留存收益	1535	2190	3076	4287	5910	成长能力					
归属母公司股东权益	4508	5469	6498	7697	9305	营业收入(%)	48.7	27.9	24.9	24.2	23.9
负债和股东权益	9175	12950	14814	17266	19928	营业利润(%)	41.0	43.5	28.8	30.7	30.0
						归属于母公司净利润(%)	30.6	41.3	30.9	31.2	30.0
						获利能力					
						毛利率(%)	39.0	38.0	39.1	39.0	39.1
						净利率(%)	5.3	5.8	6.1	6.5	6.8
						ROE(%)	12.9	15.0	16.5	18.2	19.6
						ROIC(%)	11.5	11.4	12.5	14.9	17.0
						偿债能力					
						资产负债率(%)	48.7	55.4	54.0	53.0	50.5
						净负债比率(%)	-12.7	-15.4	-21.7	-41.2	-47.0
						流动比率	1.3	1.6	1.5	1.5	1.6
						速动比率	0.7	1.0	1.0	1.0	1.0
						营运能力					
						总资产周转率	1.2	1.2	1.2	1.3	1.4
						应收账款周转率	15.2	16.6	16.6	16.6	16.6
						应付账款周转率	2.4	2.4	2.4	2.4	2.4
						每股指标 (元)					
						每股收益(最新摊薄)	0.98	1.39	1.82	2.39	3.10
						每股经营现金流(最新摊薄)	1.74	2.42	1.90	4.23	3.19
						每股净资产(最新摊薄)	8.15	9.50	11.03	13.04	15.77
						估值比率					
						P/E	86.3	61.1	46.7	35.6	27.4
						P/B	10.4	8.9	7.7	6.5	5.4
						EV/EBITDA	57.5	40.2	33.1	25.2	20.4

资料来源：贝格数据，国盛证券研究所 注：股价为 2021 年 4 月 29 日收盘价

免责声明

国盛证券有限责任公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。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。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及其研究人员对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，可能会随时调整。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。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。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。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在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。

本报告版权归“国盛证券有限责任公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何机构或个人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。任何机构或个人如引用、刊发本报告，需注明出处为“国盛证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。

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，本报告所表述的任何观点均精准地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法，结论不受任何第三方的授意或影响。我们所得报酬的任何部分无论是在过去、现在及将来均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。

投资评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
评级标准为报告发布日后的 6 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期基准指数涨幅在 15%以上
		增持	相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
		持有	相对同期基准指数涨幅在 -5%~+5%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在 5%以上
	行业评级	增持	相对同期基准指数涨幅在 10%以上
		中性	相对同期基准指数涨幅在 -10%~+10%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在 10%以上

国盛证券研究所

北京 地址：北京市西城区平安里西大街 26 号楼 3 层 邮编：100032 传真：010-57671718 邮箱：gsresearch@gszq.com	上海 地址：上海市浦明路 868 号保利 One56 1 号楼 10 层 邮编：200120 电话：021-38934111 邮箱：gsresearch@gszq.com
南昌 地址：南昌市红谷滩新区凤凰中大道 1115 号北京银行大厦 邮编：330038 传真：0791-86281485 邮箱：gsresearch@gszq.com	深圳 地址：深圳市福田区福华三路 100 号鼎和大厦 24 楼 邮编：518033 邮箱：gsresearch@gszq.com