

益丰药房 (603939.SH) H1 实现稳健增长, 盈利能力持续提升

2021年08月27日

——公司信息更新报告

投资评级: 买入 (维持)

蔡明子 (分析师)

古意涵 (联系人)

caimingzi@kysec.cn

guyihan@kysec.cn

证书编号: S0790520070001

证书编号: S0790121020007

日期	2021/8/27
当前股价(元)	50.30
一年最高最低(元)	110.23/42.48
总市值(亿元)	361.54
流通市值(亿元)	351.66
总股本(亿股)	7.19
流通股本(亿股)	6.99
近3个月换手率(%)	54.1

● H1 收入、利润稳健增长, 盈利能力持续提升

2021H1 公司实现营收 73.46 亿元 (+16.74%); 归母净利润 5.05 亿元 (+25.66%); 扣非净利润 4.94 亿元 (+27.44%), 经营现金流净额 9.78 亿元 (+11.97%)。EPS0.73 元/股 (-0.03 元/股)。公司业绩符合我们的预期。2021H1 公司营收、利润实现稳健增长, 主要是老店与次新店的内生增长, 新店建设和同行业并购门店增加。我们维持盈利预测不变, 预计 2021-2023 年归母净利润分别为 9.64、12.62、16.13 亿元, EPS 分别为 1.34、1.76、2.24 元/股, 当前股价对应 PE 分别为 37.5、28.6、22.4 倍, 维持“买入”评级。

● Q2 门店扩张提速, 公司较强跨区域整合能力助力门店盈利能力提升

截至 2021H1, 益丰药房门店总数达到 6888 家 (含加盟店 799 家), 2021H1 净增加门店 897 家, 其中新开门店 569 家, 收购门店 214 家, 新增加盟店 164 家, 关闭 50 家。Q2 门店扩张提速, 新增门店以自建为主, 有利于公司对门店的管控力提升, 进一步提升经营效率。受疫情影响, 公司 2020H1 并购速度有所放缓, 2020 年下半年公司自建速度大幅提升, 同时加快并购速度, 从 2020Q3-2021Q1 公司并购速度来看, 疫情下零售药店行业中小药店生存空间受挤压, 有利于行业寻求优质并购标的, 公司在跨区域门店管控力、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了积极保障。

● 新零售、会员深度服务盈利模式逐步落地有望助力公司走出新增长曲线

(1) 持续发展电商业务, 走出未来业绩增长新曲线。2021H1 公司互联网业务实现销售收入 5.05 亿元, 同比增长 113.08%, 其中 O2O 销售收入占比 67.02%, 同比增长 139.89%; B2C 销售收入占比 32.98%, 同比增长 40.55%。(2) 公司会员深度服务项目取得阶段性进展, 盈利模式基本落地, 截至 2021H1 公司累计会员人数达 4,635 万 (其中, 慢病会员人数 740 万), 会员销售占比 78.7%; 慢病管理专店 430 家, 建档并深度维护慢病会员达 55 万。

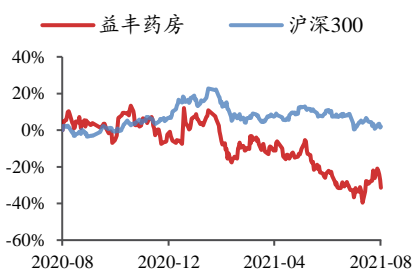
● **风险提示:** 门店扩张速度和后期整合、盈利水平低于预期。

财务摘要和估值指标

指标	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	10,276	13,145	15,905	20,313	25,687
YOY(%)	48.7	27.9	21.0	27.7	26.5
归母净利润(百万元)	544	768	964	1,262	1,613
YOY(%)	30.6	41.3	25.5	30.9	27.8
毛利率(%)	39.0	38.0	39.2	39.0	38.8
净利率(%)	5.3	5.8	6.1	6.2	6.3
ROE(%)	12.9	15.0	15.6	17.7	19.0
EPS(摊薄/元)	0.76	1.07	1.34	1.76	2.24
P/E(倍)	66.5	47.1	37.5	28.6	22.4
P/B(倍)	8.0	6.9	6.0	5.1	4.3

数据来源: 聚源、开源证券研究所

股价走势图



数据来源: 聚源

相关研究报告

《公司首次覆盖报告-精益求精、拥抱创新, 长期成长价值彰显》-2021.8.19
《行业深度报告-零售药店: 后浪奔涌之时, 创新和专业仍是核心》-2020.9.6

目 录

1、 H1 收入、利润稳健增长，盈利能力持续提升.....	3
2、 Q2 门店扩张提速，公司较强跨区域整合能力助力门店盈利能力提升.....	3
3、 新零售、会员深度服务盈利模式逐步落地有望助力公司走出新增长曲线.....	4
4、 盈利预测.....	4
5、 风险提示.....	4
附：财务预测摘要.....	5

图表目录

表 1： 益丰药房盈利预测.....	4
--------------------	---

1、H1 收入、利润稳健增长，盈利能力持续提升

2021H1 公司营收、利润实现稳健增长，主要是老店与次新店的内生增长，新店建设和同行业并购门店增加。我们预计老店对收入及利润贡献占比较高，次新店、批发（含加盟）在收入端也均有明显贡献。

分季度看，公司 Q1/Q2 收入分别为 36.30 亿元(+19.09%)、37.17 亿元(+14.54%)；归母净利润分别为 2.41 亿(+29.39%)、2.63 亿元(22.43%)；扣非净利润分别为 2.33 亿(+27.08%)、2.60 亿元(+21.46%)；经营现金流净额分别为 5.95 亿(+1.49%)、3.83 亿元(+2.02%)。

从行业来看，公司以药品零售业务为主，收入占比达 91.84%，公司零售和批发业务的营收分别为 67.47 亿元(+14.75%)、3.28 亿元(+32.25%)。从品类来看，中西成药收入同比增长 24.16%，中药也实现了 21.11%的较快增长，非药品销售较 2020H1 下降 14.17%，主要原因是防疫物资销售占比下降。

从毛利率来看，公司 2021H1 毛利率 40.84% (+2.76pct)，其中零售业务毛利率为 40.19% (+2.51pct)，主要原因是疫情过后，公司销售产品结构逐步恢复正常；净利率 7.55%(+0.19pct)，净利率的增长主要来源于老店的内生式增长和并购门店的外延式增长以及公司管理效益的提升。

从费用率来看，销售费用率上升 2.03pct 至 25.62%，主要是 2020H1 疫情补贴高于 2021H1，比如社保减免、房租减免，以及新租赁准则，导致人工和房租物业上升；管理费用率上升 0.21pct 至 4.27%，主要是公司员工股权激励支付费用增加，并购合并范围增加导致相关管理费用增加；财务费用率上升 0.27pct 至 0.81%。

从现金流来看，2021H1 经营现金流净额 9.78 亿元(+11.97%)，主要是销售同比增长所致；投资活动产生的现金流量净额-7.25 亿元(+39.33%)，主要为理财产品购买与赎回产生的现金流量净额较 2020H1 增加所致；筹资活动产生的现金流量净额-11.13 亿元(-178.38%)，主要是偿还短期借款，2020H1 发行可转换债券所致。

2、Q2 门店扩张提速，公司较强跨区域整合能力助力门店盈利能力提升

截至 2021H1，益丰药房门店总数达到 6888 家（含加盟店 799 家），2021H1 净增加门店 897 家，其中新开门店 569 家，收购门店 214 家，新增加盟店 164 家，关闭 50 家。分季度看，2021Q1/Q2 净增加门店 288/609 家，其中新开自建门店分别为 195/374 家，收购门店分别为 53/161 家，新增加盟店分别为 58/106 家，关闭 18/32 家，Q2 门店扩张提速，新增门店以自建为主，有利于公司对门店的管控力提升，进一步提升经营效率。

受疫情影响，公司 2020H1 并购速度有所放缓（增加 45 家），2020 年下半年公司自建速度大幅提升（新增 551 家，2019 全年增加 639 家），同时加快并购速度（新增 209 家，占全年新增并购门店数量 82%），从 2020Q3-2021Q1 公司并购速度来看，疫情下零售药店行业中小药店生存空间受挤压，有利于行业寻求优质并购标的，公司在跨区域门店管控力、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了积极保障。2015 年至 2020 年，公司门店数量年复合增长率达 41.26%，且主要省子公司均实现盈利，快速高效的连锁复制

和行业整合能力，使公司门店网络日益成熟，行业竞争优势持续提升。

3、新零售、会员深度服务盈利模式逐步落地有望助力公司走出新增长曲线

(1) 持续发展电商业务，走出未来业绩增长新曲线。截至 2021H1，公司 O2O 多渠道多平台上线门店超过 5,050 家，并赋能主要并购项目和加盟项目门店，覆盖范围包含公司线下所有主要城市。在 O2O 和 B2C 双引擎的策略支撑以及疫情的推动下，借助公司供应链优势和精细化运营，2021H1 公司互联网业务实现销售收入 5.05 亿元，同比增长 113.08%，其中 O2O 销售收入占比 67.02%，同比增长 139.89%；B2C 销售收入占比 32.98%，同比增长 40.55%。截至目前，公司医药电商运营逐步升级到集团化医药新零售体系，基于会员、大数据、生态化的医药新零售信息系统搭建基本成型，新媒体运营和内容运营能力快速提升，医药电商运营逐步升级到集团化医药新零售体系，将成为公司未来业绩增长的新曲线。

(2) 公司会员深度服务项目取得阶段性进展，盈利模式基本落地，截至 2021H1 公司累计会员人数达 4,635 万（其中，慢病会员人数 740 万），会员销售占比 78.7%；慢病管理专店 430 家，建档并深度维护慢病会员达 55 万。

4、盈利预测

益丰药房长期坚持区域聚焦战略，门店可复制性强，内生增速稳健，并购门店盈利能力突出，公司积极承接处方外流，提升专业服务能力，通过精细化管理提升经营效率，未来成长空间大。我们维持盈利预测不变，预计 2021-2023 年归母净利润分别为 9.64、12.62、16.13 亿元，EPS 分别为 1.34、1.76、2.24 元/股，当前股价对应 PE 分别为 37.5、28.6、22.4 倍，维持“买入”评级。

表1：益丰药房盈利预测

指标	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	10,276	13,145	15,905	20,313	25,687
YOY(%)	48.7	27.9	21.0	27.7	26.5
归母净利润(百万元)	544	768	964	1,262	1,613
YOY(%)	30.6	41.3	25.5	30.9	27.8
毛利率(%)	39.0	38.0	39.2	39.0	38.8
净利率(%)	5.3	5.8	6.1	6.2	6.3
ROE(%)	12.9	15.0	15.6	17.7	19.0
EPS(摊薄/元)	0.76	1.07	1.34	1.76	2.24
P/E(倍)	66.5	47.1	37.5	28.6	22.4
P/B(倍)	8.0	6.9	6.0	5.1	4.3

数据来源：聚源、开源证券研究所

5、风险提示

门店扩张速度和后期整合、盈利水平低于预期。

附：财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
流动资产	4986	8062	9316	12086	14104
现金	1424	3360	3815	5248	5995
应收票据及应收账款	750	830	1082	1360	1728
其他应收款	199	208	284	344	450
预付账款	199	205	284	341	449
存货	1821	2172	2565	3506	4195
其他流动资产	593	1286	1286	1286	1286
非流动资产	4189	4888	4957	5043	5264
长期投资	29	5	-18	-41	-63
固定资产	444	577	714	899	1087
无形资产	355	375	423	459	500
其他非流动资产	3361	3931	3838	3725	3740
资产总计	9175	12950	14273	17129	19368
流动负债	3725	5138	5936	8006	9037
短期借款	29	380	380	380	380
应付票据及应付账款	3019	3822	4294	6108	7087
其他流动负债	677	935	1262	1518	1570
非流动负债	741	2030	1646	1265	906
长期借款	687	1976	1593	1211	852
其他非流动负债	54	54	54	54	54
负债合计	4466	7168	7583	9271	9943
少数股东权益	201	313	389	510	680
股本	379	532	719	719	719
资本公积	2654	2594	2435	2435	2435
留存收益	1535	2190	2961	4017	5392
归属母公司股东权益	4508	5469	6301	7348	8745
负债和股东权益	9175	12950	14273	17129	19368

现金流量表(百万元)	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
经营活动现金流	963	1336	910	2346	1639
净利润	609	867	1040	1383	1782
折旧摊销	190	209	247	302	220
财务费用	38	34	-1	-34	-84
投资损失	-11	-29	-35	-35	-28
营运资金变动	100	143	-340	730	-252
其他经营现金流	36	113	0	0	0
投资活动现金流	-886	-1256	-281	-353	-413
资本支出	454	583	92	109	244
长期投资	1	0	23	23	23
其他投资现金流	-431	-673	-166	-221	-147
筹资活动现金流	-125	1708	-175	-559	-479
短期借款	24	351	0	0	0
长期借款	-58	1289	-384	-382	-358
普通股增加	2	153	187	0	0
资本公积增加	77	-60	-159	0	0
其他筹资现金流	-171	-25	181	-177	-121
现金净增加额	-48	1788	455	1433	747

利润表(百万元)	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入	10276	13145	15905	20313	25687
营业成本	6268	8152	9672	12396	15723
营业税金及附加	55	55	94	113	134
营业费用	2681	3230	4127	5189	6475
管理费用	439	546	654	833	1069
研发费用	5	8	5	7	12
财务费用	38	34	-1	-34	-84
资产减值损失	-16	-31	0	0	0
其他收益	35	59	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资净收益	11	29	35	35	28
资产处置收益	-1	0	0	0	0
营业利润	815	1170	1390	1845	2386
营业外收入	7	7	6	6	6
营业外支出	8	13	7	8	9
利润总额	814	1164	1389	1844	2384
所得税	205	297	349	461	601
净利润	609	867	1040	1383	1782
少数股东损益	65	99	75	121	170
归母净利润	544	768	964	1262	1613
EBITDA	1009	1425	1611	2079	2492
EPS(元)	0.76	1.07	1.34	1.76	2.24

主要财务比率	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
成长能力					
营业收入(%)	48.7	27.9	21.0	27.7	26.5
营业利润(%)	41.0	43.5	18.8	32.7	29.3
归属于母公司净利润(%)	30.6	41.3	25.5	30.9	27.8
获利能力					
毛利率(%)	39.0	38.0	39.2	39.0	38.8
净利率(%)	5.3	5.8	6.1	6.2	6.3
ROE(%)	12.9	15.0	15.6	17.7	19.0
ROIC(%)	11.5	11.4	11.7	14.2	16.3
偿债能力					
资产负债率(%)	48.7	55.4	53.1	54.1	51.3
净负债比率(%)	-12.7	-15.4	-20.9	-40.9	-45.7
流动比率	1.3	1.6	1.6	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)	0.76	1.07	1.34	1.76	2.24
每股经营现金流(最新摊薄)	1.34	1.86	1.27	3.26	2.28
每股净资产(最新摊薄)	6.27	7.31	8.43	9.88	11.83
估值比率					
P/E	66.5	47.1	37.5	28.6	22.4
P/B	8.0	6.9	6.0	5.1	4.3
EV/EBITDA	35.2	24.4	21.4	15.7	12.8

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，属于机密材料，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16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