

公司点评
益丰药房 (603939)
医药生物 | 医药商业
门店扩张速度加快，互联网业务收入增长迅速

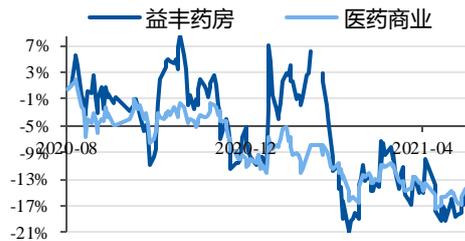
2021年08月28日

评级 推荐

评级变动 首次

合理区间 63.90-71.00 元
交易数据

当前价格 (元)	50.30
52周价格区间 (元)	42.48-84.49
总市值 (百万)	38303.00
流通市值 (百万)	37256.00
总股本 (万股)	71876.53
流通股 (万股)	69911.89

涨跌幅比较


%	1M	3M	12M
益丰药房	4.50	-13.45	-18.58
医药商业	2.07	-15.49	-25.57

杨甫

 执业证书编号: S0530517110001
 yangfu@cfzq.com

吴号

wuhao2@cfzq.com

分析师

0731-84403345

研究助理
相关报告

预测指标	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
主营收入 (百万元)	10276	13145	15787	19497	23774
净利润 (百万元)	544	768	1017	1266	1566
每股收益 (元)	0.76	1.07	1.42	1.76	2.18
每股净资产 (元)	6.27	7.61	8.73	10.13	11.86
P/E	66.49	47.06	35.54	28.55	23.09
P/B	8.02	6.61	5.76	4.96	4.24

资料来源: Wind, 财信证券

投资要点:

- 事件:** 公司发布 2021 年半年报。2021H1, 公司实现营业收入 73.46 亿元, 同比增长 16.74%; 实现归母净利润 5.05 亿元, 同比增长 25.66%; 实现扣非归母净利润 4.94 亿元, 同比增长 27.44%。单看 2021Q2, 公司实现营收 37.17 亿元, 同比增长 14.54%, 环比增长 2.39%; 实现归母净利润 2.63 亿元, 同比增长 22.43%, 环比增长 9.18%; 实现扣非归母净利润 2.60 亿元, 同比增长 25.09%, 环比增长 11.69%。
- 疫情防护物资销售减少, 非药品拖累营收增速。** 分行业看, 零售业务实现营收 67.47 亿元 (+14.75%), 批发业务实现营收 3.28 亿元 (+32.25%); 分产品看, 中西成药、中药、非药品分别实现营收 52.33、6.86、11.56 亿元, 同比变动+24.16%、+21.11%、-14.17%。非药品收入同比下降主要因为疫情防护物资销售减少。分区域看, 中南、华东、华北地区分别实现营收 32.24、31.33、7.18 亿元, 同比变动+18.86%、+13.93%、+7.86%。
- 积极拥抱医药电商, 互联网业务收入增长迅速。** 报告期间, 公司互联网业务实现销售收入 5.05 亿元, 同比增长 113.22%, 占总营收的比重同比提升 3.11pct 至 6.87%。其中, O2O 实现销售收入 3.38 亿元, 同比增长 139.89%, 占互联网收入的比重为 67.02%; B2C 实现销售收入 1.67 亿元, 同比增长 40.55%, 占互联网收入的比重为 32.98%。截止报告期末, 公司累计会员人数达 4635 万 (较年初+9.03%), 其中, 慢病会员人数 740 万, 建档并深度维护慢病会员达 55 万 (较年初+51.57%), 会员销售占比达 78.7%。O2O 多渠道多平台上线门店超过 5050 家, 同比增加 44.29%, 较年初增加 14.77%, 直营门店 O2O 覆盖率达 82.94% (+7.57pct)。
- “新开+并购+加盟”并举, 门店扩张速度加快。** 报告期内, 公司新增门店 947 家 (+145.97%), 其中新开门店 569 家 (+111.52%), 并购门店 214 家 (375.56%), 新增加盟店 164 家 (+51.58%), 关闭门店 50 家 (+35.14%), 净增门店 897 家 (+132.99%)。截止报告期末, 公司门店总数达 6888 家, 同比增长 34.08%, 较年初增长 14.97%。分区域看, 中南地区新增 507 家 (+121.40%), 华东地区新增 406 家 (+140.24%), 华北地区新增 34 家 (+41.67%)。分店型看, 在直营

门店中，旗舰店、区域中心店、中型社区店、小型社区店分别新增2、5、68、658家，新开直营门店以社区店为主。

- **疫情防护物资减少+新开门店增多，日均坪效同比下降。**公司直营门店的整体日均坪效为56.35元/平方米，同比下降10.05元/平方米。其中，旗舰店、区域中心店、中型社区店、小型社区店的日均坪效分别为135.31、47.35、53.26、56.59元/平方米，同比变动-7.15、-6.47、-10.47、-10.09元/平方米。报告期内，公司日均坪效同比下降的主要原因为：
(1) 疫情防护物资销售同比减少；(2) 新开门店增多，新开门店占直营门店的比重同比提升3.55pct至9.34%，新开门店的坪效相对较低。
- **受益于产品结构优化，盈利能力略有提升。**2021H1，公司毛利率为40.84% (+2.76pct)，其中中西成药、中药、非药品的毛利率分别为35.06%、47.95%、50.40%，同比变动+0.99pct、1.52pct、+10.15pct。受低毛利率的疫情防护物资销售减少影响，非药品毛利率同比明显提升。公司期间费用率为30.69% (+2.51pct)，其中销售费用率25.62% (+2.03pct)、管理费用率4.27% (+0.21pct)、财务费用率0.81% (+0.27pct)；销售费用率同比提升主要因为：(1) 新开及并购门店增多，导致期间的开办费摊销及促销费用较多；(2) 上年同期因疫情收到的国家补贴(如社保减免等)较多。综合影响下，公司净利率为7.55% (+0.19pct)。
- **盈利预测与投资建议：**集中度提升、处方外流是零售药店的长期增长逻辑，公司作为国内零售药店龙头，异地扩张、品牌、管理、规模优势明显，有望在前述趋势中充分受益。2021-2023年，预计公司实现归母净利润10.17/12.66/15.66亿元，同比增长32.39%、24.49%、23.65%，EPS分别为1.42/1.76/2.18元，对应的PE分别为35.54/28.55/23.09倍，结合公司业绩增长情况、可比公司估值以及历史估值情况，给予公司2021年45-50倍PE，对应的目标价格为63.90-71.00元，首次覆盖，给予公司“推荐”评级。
- **风险提示：**门店扩张速度不及预期；药品价格下降风险；医药电商冲击风险；行业政策风险等。

财务预测摘要

利润表 (百万元)	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E	财务指标	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入	10276	13145	15787	19497	23774	费用率					
减:营业成本	6268	8152	9491	11889	14581	毛利率	0.39	0.38	0.40	0.39	0.39
营业税金及附加	55	55	86	106	129	三费/销售收入	0.31	0.29	0.30	0.29	0.29
销售费用	2681	3230	4041	4933	5944	EBIT/销售收入	0.08	0.09	0.10	0.10	0.10
管理费用	439	546	631	731	832	销售净利率	0.06	0.06	0.07	0.07	0.07
财务费用	38	34	95	19	17	投资回报率					
资产减值损失	-16	-31	20	20	20	ROE	0.12	0.14	0.16	0.17	0.18
加:投资收益	11	29	40	40	40	ROA	0.09	0.09	0.12	0.12	0.13
营业利润	781	1111	1462	1839	2291	ROIC	0.12	0.16	0.18	0.21	0.24
加:其他非经营损益	-1	-6	50	50	50	增长率					
利润总额	780	1105	1512	1889	2341	销售收入增长率	0.49	0.28	0.20	0.24	0.22
减:所得税	188	267	359	454	567	EBIT 增长率	0.40	0.40	0.43	0.19	0.24
净利润	592	838	1153	1435	1775	EBITDA 增长率	0.38	0.34	0.31	0.19	0.23
减:少数股东损益	65	99	136	169	209	净利润增长率	0.35	0.42	0.38	0.24	0.24
归母净利润	544	768	1017	1266	1566	总资产增长率	0.18	0.40	0.07	0.23	0.12
						股东权益增长率	0.11	0.21	0.15	0.16	0.17
资产负债表(百万元)	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E	营运资本增长率	0.09	-0.15	0.72	-0.11	0.59
货币资金	1045	2917	2884	4064	4205	资本结构					
应收和预付款项	1148	1035	1572	1657	2284	资产负债率	0.46	0.55	0.40	0.44	0.42
存货	1821	2172	2476	3347	3795	投资资本/总资产	0.60	0.53	0.52	0.46	0.52
长期股权投资	29	5	45	85	125	带息债务/总负债	0.18	0.35	0.12	0.09	0.08
固定资产	528	813	1210	1663	2081	流动比率	1.37	1.55	1.60	1.49	1.56
无形资产	3400	3713	4097	4486	4875	速动比率	0.71	0.99	0.96	0.89	0.93
其他非流动资产	210	321	267	196	108	股利支付率	0.21	0.15	0.21	0.21	0.21
资产总计	8773	12262	13093	16039	18014	收益留存率	0.79	0.85	0.79	0.79	0.79
短期借款	29	380	0	0	0	营运能力					
应付和预收款项	3274	4324	4596	6368	6891	总资产周转率	1.17	1.07	1.21	1.22	1.32
长期借款	687	1976	628	628	628	固定资产周转率	23.17	22.79	29.83	17.06	15.03
其他负债	59	62	62	62	62	应收账款周转率	13.70	15.83	14.78	15.27	15.03
负债合计	4049	6743	5287	7058	7581	存货周转率	3.44	3.75	3.83	3.55	3.84
股本	379	532	719	719	719	业绩和估值指标	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
资本公积	2594	2531	2531	2531	2531	EPS	0.76	1.07	1.42	1.76	2.18
留存收益	1535	2406	3214	4219	5463	BPS	6.27	7.61	8.73	10.13	11.86
母公司股东权益	4508	5469	6277	7282	8526	PE	66.49	47.06	35.54	28.55	23.09
少数股东权益	201	313	449	618	827	PEG	1.88	1.13	0.95	1.17	0.98
权益合计	4709	5782	6726	7900	9353	PB	8.02	6.61	5.76	4.96	4.24
负债和权益合计	8758	12525	12012	14959	16934	PS	3.52	2.75	2.29	1.85	1.52
						PCF	38.53	28.38	50.63	16.07	27.69
现金流量表(百万元)	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E	EBIT	803.58	1125	1607	1908	2358
经营性现金净流量	994	1350	757	2383	1383	EV/EBIT	26.03	26.06	17.97	14.90	12.36
投资性现金净流量	-886	-1256	-104	-924	-904						
筹资性现金净流量	-125	1708	-685	-280	-339						

资料来源: Wind, 财信证券

投资评级系统说明

以报告发布日后的 6—12 个月内，所评股票/行业涨跌幅相对于同期市场指数的涨跌幅度为基准。

类别	投资评级	评级说明
股票投资评级	推荐	投资收益率超越沪深 300 指数 15% 以上
	谨慎推荐	投资收益率相对沪深 300 指数变动幅度为 5%—15%
	中性	投资收益率相对沪深 300 指数变动幅度为 -10%—5%
	回避	投资收益率落后沪深 300 指数 10% 以上
行业投资评级	领先大市	行业指数涨跌幅超越沪深 300 指数 5% 以上
	同步大市	行业指数涨跌幅相对沪深 300 指数变动幅度为 -5%—5%
	落后大市	行业指数涨跌幅落后沪深 300 指数 5% 以上

免责声明

本公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格，作者具有中国证券业协会注册分析师执业资格或相当的专业胜任能力。

本报告仅供财信证券有限责任公司客户及员工使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司当然客户。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发送，概不构成任何广告。

本报告信息来源于公开资料，本公司对该信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本公司对已发报告无更新义务，若报告中所含信息发生变化，本公司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。

本报告中所指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。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。在任何情况下，本公司及本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，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。投资者务必注意，其据此作出的任何投资决策与本公司及本公司员工或者关联机构无关。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人（包括本公司客户及员工）不得以任何形式复制、发表、引用或传播。

本报告由财信证券研究发展中心对许可范围内人员统一发送，任何人不得在公众媒体或其它渠道对外公开发布。任何机构和个人（包括本公司内部客户及员工）对外散发本报告的，则该机构和个人独自为此发送行为负责，本公司保留对该机构和个人追究相应法律责任的权利。

财信证券研究发展中心

网址：www.cfzq.com

地址：湖南省长沙市芙蓉中路二段 80 号顺天国际财富中心 28 层

邮编：410005

电话：0731-84403360

传真：0731-84403438