

## 2021 中报点评：内生外延双轮驱动，门店网络稳步扩张

买入（维持）

2021 年 08 月 27 日

证券分析师 朱国广  
执业证号：S0600520070004

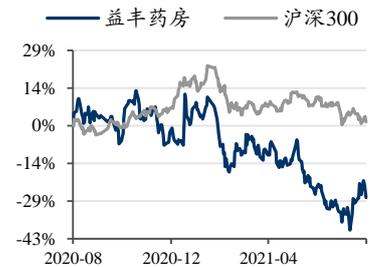
zhugg@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入（百万元）	13,145	16,806	21,389	26,982
同比（%）	27.9%	27.9%	27.3%	26.2%
归母净利润（百万元）	768	1,005	1,262	1,610
同比（%）	41.3%	30.9%	25.5%	27.6%
每股收益（元/股）	1.07	1.40	1.76	2.24
P/E（倍）	47.06	35.96	28.66	22.45

### 投资要点

- **事件：**2021H1，公司实现营收 73.46 亿元（+16.74%），归母净利润 5.05 亿元（+25.66%），扣非归母净利润 4.94 亿元（+27.44%）；实现经营性现金流净额 9.78 亿元（+11.97%），业绩符合我们预期。（注：全文括号内除特别注明外都是同比增速）。
- **内生外延双轮驱动，经营业绩持续增长。**得益于老店、次新店和新店的内生增长，以及同行业并购的外延增长，公司上半年营业收入同比增长 16.74%。公司 Q1 营收、归母净利润同比增长 19.09%、29.39%；Q2 单季度公司营收、归母净利润分别为 37.17 亿元、2.63 亿元，分别同比增长 14.54%、22.43%。**上半年，分业务看：**1) 零售业务收入 67.47 亿元（+14.75%），毛利率 40.19%（+2.52pct）。2) 批发业务收入 3.28 亿元（+32.25%），毛利率 10.50%（+0.21pct）。**分产品看：**中西成药实现营收 52.33 亿元（+24.16%），毛利率 35.06%（+0.99pct）；中药实现营收 6.86 亿元（+21.11%），毛利率 47.95%（+1.52pct）；非药品实现营收 11.56 亿元（-14.17%），毛利率 50.40%（+10.15pct）。
- **新开+并购+加盟，公司门店稳步扩张。**2021 上半年，公司继续坚持“区域聚焦、稳健扩张”战略，通过“新开+并购+加盟”的拓展模式，持续提升门店网络覆盖的广度和深度。2021 上半年，公司净增门店 897 家，其中，自建门店 683 家（含加盟店 164 家），并购门店 214 家，关闭门店 50 家，截至 2021 年 6 月 30 日，公司门店总数 6888 家（含加盟 799 家）。直营门店中，旗舰店、区域中心店、中型社区店、社区店的日均坪效分别为 135.31、47.35、53.26、56.59 元/平方米。截至 2021 年 6 月 30 日，公司 6089 家直营连锁门店，已取得各类“医疗保险定点零售药店”资格的门店 5011 家（其中特慢病统筹医保定点门店 706 家），占公司门店总数比例为 82.30%。
- **发布六大核心战略，打造大健康药房新业态。**2021 年公司发布“心服务、新零售、数字化运营、聚焦拓展、可控精品、组织和文化”六大核心战略。通过可控精品战略突破和商品结构优化，打造线上线下渠道和价格可控的供应链体系；通过业务 IT 一体化融合和业务在线化，打造最高效和敏捷的数字化运营体系；通过智能化全渠道的服务和交易，打造线上线下承接医院处方外流、大健康商品与新零售业态创新，实现公司经营模式全面升级。
- **盈利预测与投资评级：**我们维持预计 2021-2023 年公司归母净利润分别为 10.05/12.62/16.10 亿元，对应当前市值的 PE 分别为 36/29/23 倍。维持“买入”评级。
- **风险提示：**行业政策不确定性风险，并购门店经营不达预期风险。

### 股价走势



### 市场数据

收盘价(元)	50.30
一年最低/最高价	42.48/110.23
市净率(倍)	5.13
流通 A 股市值(百万元)	37256.05

### 基础数据

每股净资产(元)	9.81
资产负债率(%)	53.19
总股本(百万股)	718.77
流通 A 股(百万股)	699.12

### 相关研究

- 1、《益丰药房（603939）：2020 年报点评：经营业绩高速增长，门店网络稳健扩张》2021-04-28
- 2、《益丰药房（603939）：公司规模稳健扩张，Q3 净利润大幅增长 62%》2020-10-30
- 3、《益丰药房（603939）：业绩快速增长，新零售打造增长新曲线》2020-08-28

益丰药房三大财务预测表

资产负债表(百万元)					利润表(百万元)				
	2020A	2021E	2022E	2023E		2020A	2021E	2022E	2023E
<b>流动资产</b>	<b>8,062</b>	<b>10,200</b>	<b>12,689</b>	<b>15,605</b>	<b>营业收入</b>	<b>13,145</b>	<b>16,806</b>	<b>21,389</b>	<b>26,982</b>
现金	3,360	5,267	6,034	8,291	减:营业成本	8,152	10,470	13,396	16,959
应收账款	830	1,076	1,350	1,710	营业税金及附加	55	70	90	113
存货	2,172	1,947	3,324	3,349	营业费用	3,230	4,079	5,127	6,387
其他流动资产	1,699	1,910	1,982	2,255	管理费用	546	699	889	1,122
<b>非流动资产</b>	<b>4,888</b>	<b>5,048</b>	<b>5,219</b>	<b>5,534</b>	研发费用	8	11	14	17
长期股权投资	5	3	11	18	财务费用	34	25	23	1
固定资产	577	787	1,024	1,281	资产减值损失	31	19	23	35
在建工程	236	289	335	377	加:投资净收益	29	29	26	28
无形资产	375	382	387	392	其他收益	59	43	47	48
其他非流动资产	3,695	3,587	3,462	3,466	资产处置收益	0	0	0	0
<b>资产总计</b>	<b>12,950</b>	<b>15,248</b>	<b>17,908</b>	<b>21,139</b>	<b>营业利润</b>	<b>1,170</b>	<b>1,506</b>	<b>1,900</b>	<b>2,423</b>
<b>流动负债</b>	<b>5,138</b>	<b>6,507</b>	<b>8,120</b>	<b>9,885</b>	加:营业外净收支	-6	-3	-4	-4
短期借款	380	205	293	249	<b>利润总额</b>	<b>1,164</b>	<b>1,503</b>	<b>1,896</b>	<b>2,419</b>
应付账款	3,822	4,964	6,278	7,954	减:所得税费用	297	384	484	617
其他流动负债	935	1,339	1,549	1,682	少数股东损益	99	114	151	192
<b>非流动负债</b>	<b>2,030</b>	<b>1,673</b>	<b>1,309</b>	<b>973</b>	<b>归属母公司净利润</b>	<b>768</b>	<b>1,005</b>	<b>1,262</b>	<b>1,610</b>
长期借款	1,976	1,619	1,255	919	EBIT	1,217	1,451	1,789	2,257
其他非流动负债	54	54	54	54	EBITDA	1,425	1,708	2,113	2,511
<b>负债合计</b>	<b>7,168</b>	<b>8,180</b>	<b>9,428</b>	<b>10,858</b>	<b>重要财务与估值指标</b>	<b>2020A</b>	<b>2021E</b>	<b>2022E</b>	<b>2023E</b>
少数股东权益	313	428	578	770	每股收益(元)	1.07	1.40	1.76	2.24
归属母公司股东权益	5,469	6,640	7,902	9,512	每股净资产(元)	7.31	8.71	10.46	12.70
<b>负债和股东权益</b>	<b>12,950</b>	<b>15,248</b>	<b>17,908</b>	<b>21,139</b>	发行在外股份(百万股)	532	719	719	719
					ROIC(%)	24.1%	40.3%	45.9%	89.1%
					ROE(%)	15.0%	16.2%	17.0%	17.8%
<b>现金流量表(百万元)</b>	<b>2020A</b>	<b>2021E</b>	<b>2022E</b>	<b>2023E</b>	毛利率(%)	38.0%	37.7%	37.4%	37.1%
经营活动现金流	1,336	2,341	1,524	3,161	销售净利率(%)	5.8%	6.0%	5.9%	6.0%
投资活动现金流	-1,256	-388	-468	-542	资产负债率(%)	55.4%	53.6%	52.6%	51.4%
筹资活动现金流	1,708	-45	-289	-361	收入增长率(%)	27.9%	27.9%	27.3%	26.2%
现金净增加额	1,788	1,907	767	2,257	归母净利润增长率(%)	41.3%	30.9%	25.5%	27.6%
折旧和摊销	209	257	323	254	P/E	47.06	35.96	28.66	22.45
资本开支	583	162	163	308	P/B	6.88	5.78	4.81	3.96
营运资本变动	143	968	-208	1,131	EV/EBITDA	24.44	19.23	15.13	11.77

数据来源: wind, 东吴证券研究所

## 免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准,已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司(以下简称“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,本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下,东吴证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易,还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险,投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息,本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性,也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更,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。

本报告的版权归本公司所有,未经书面许可,任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发、转载,需征得东吴证券研究所同意,并注明出处为东吴证券研究所,且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

## 东吴证券投资评级标准:

### 公司投资评级:

买入: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15% 以上;

增持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5% 与 15% 之间;

中性: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -5% 与 5% 之间;

减持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -15% 与 -5% 之间;

卖出: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 -15% 以下。

### 行业投资评级:

增持: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对强于大盘 5% 以上;

中性: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对大盘 -5% 与 5%;

减持: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对弱于大盘 5% 以上。

东吴证券研究所  
苏州工业园区星阳街 5 号

邮政编码: 215021

传真: (0512) 62938527

公司网址: <http://www.dwzq.com.cn>