

益丰药房 (603939)

证券研究报告

2021年09月04日

门店稳步扩张, 持续推进新零售体系建设

事件:

8月27日, 公司发布2021年半年报, 2021年上半年实现营业收入73.46亿元, 同比增长16.74%; 归母净利润5.05亿元, 同比增长25.66%; 扣非归母净利润4.94亿元, 同比增长27.44%; 毛利率实现40.84%, 同比增长2.76个百分点; 净利率实现7.55%, 同比增长0.19个百分点。上半年公司整体业绩稳步上升, 2021Q2单季度实现营业收入37.17亿元, 同比增长14.54%; 归母净利润2.63亿元, 同比增长18.98%。

点评:

门店稳步扩张, “舰群型”门店布局助力新店质量持续提升

公司紧紧围绕“区域聚焦、稳健扩张”的发展战略和“重点渗透、深度营销”的经营方针, 通过“新开+并购+加盟”的拓展模式持续提升门店覆盖的广度和深度, 2021年上半年公司净增门店897家, 其中新开门店569家, 并购门店214家, 新增加盟店164家。截止至2021年6月30日, 公司共拥有门店6888家(含加盟店799家), 直营门店6089家, 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%。公司针对不同区域的人口数量、市场需求和消费人群特点, 形成了“舰群型”门店布局, 品牌渗透力不断增强, 新店质量持续提升, 其中旗舰店、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。

持续推进新零售体系建设, 探索业绩增长新曲线

公司持续推进基于会员、大数据、互联网医疗、健康管理等生态化的医药新零售体系建设。截止至2021H1, 公司累计会员人数达4635万(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; O2O多渠道多平台上线门店超过5050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, 2021H1公司互联网业务实现销售收入5.05亿元, 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%, 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。

盈利预测估值与评级

我们将公司2021-2022年营业收入预测由190.06/256.58亿元下调至159.59/211.82亿元, 2023年营业收入预测为288.68亿元; 2021-2022年净利润预测由9.71/12.54亿元下调至9.64/11.93亿元, 2023年净利润预测为14.73亿元, 维持“增持”评级。

风险提示: 市场竞争加剧风险, 行业政策风险, 快速拓展影响短期业绩风险。

财务数据和估值	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	10,276.17	13,144.50	15,959.14	21,182.05	28,867.78
增长率(%)	48.66	27.91	21.41	32.73	36.28
EBITDA(百万元)	956.18	1,333.57	1,468.30	1,790.41	2,176.41
净利润(百万元)	543.75	768.27	964.41	1,193.43	1,472.84
增长率(%)	30.58	41.29	25.53	23.75	23.41
EPS(元/股)	0.76	1.07	1.34	1.66	2.05
市盈率(P/E)	73.83	52.25	41.62	33.64	27.26
市净率(P/B)	8.90	7.34	6.65	6.00	5.35
市销率(P/S)	3.91	3.05	2.52	1.90	1.39
EV/EBITDA	28.10	34.65	26.46	20.49	16.97

资料来源: wind, 天风证券研究所

投资评级

行业	医药生物/医药商业
6个月评级	增持(维持评级)
当前价格	55.85元
目标价格	元

基本数据

A股总股本(百万股)	718.77
流通A股股本(百万股)	699.12
A股总市值(百万元)	40,143.04
流通A股市值(百万元)	39,045.79
每股净资产(元)	9.81
资产负债率(%)	53.19
一年内最高/最低(元)	110.23/42.48

作者

杨松 分析师
SAC执业证书编号: S1110521020001
yangsong@tfzq.com

股价走势



资料来源: 贝格数据

相关报告

- 《益丰药房-季报点评:三季度业绩靓丽, 门店扩张稳步推进》2020-10-30
- 《益丰药房-半年报点评:上半年业绩继续高增长, 区域聚焦战略助推公司成长》2020-08-28
- 《益丰药房-年报点评报告:“自建+并购”推动业绩增长, 2019年营收超百亿》2020-04-09

财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
货币资金	1,424.49	3,360.16	1,373.04	3,924.93	4,077.04
应收票据及应收账款	750.24	830.30	1,238.09	1,456.98	2,171.52
预付账款	198.86	205.14	484.76	315.03	758.71
存货	1,820.60	2,172.18	2,812.26	3,785.20	5,270.72
其他	791.87	1,494.03	1,630.71	1,569.11	1,901.52
流动资产合计	4,986.06	8,061.80	7,538.86	11,051.24	14,179.51
长期股权投资	29.33	5.26	5.26	5.26	5.26
固定资产	443.54	576.69	666.95	736.72	781.19
在建工程	84.42	235.87	177.52	154.51	122.71
无形资产	355.10	375.26	354.15	333.04	311.93
其他	3,276.84	3,695.01	3,548.05	3,440.81	3,409.52
非流动资产合计	4,189.22	4,888.10	4,751.93	4,670.34	4,630.61
资产总计	9,175.28	12,949.90	12,290.79	15,721.58	18,810.12
短期借款	29.30	380.32	120.00	110.00	100.00
应付票据及应付账款	3,018.87	3,822.00	4,264.71	6,582.21	8,194.11
其他	676.85	935.23	956.89	1,135.08	1,441.78
流动负债合计	3,725.02	5,137.54	5,341.60	7,827.29	9,735.89
长期借款	687.15	628.26	0.00	0.00	0.00
应付债券	0.00	1,348.17	449.39	599.18	798.91
其他	54.12	53.87	54.35	54.11	54.11
非流动负债合计	741.27	2,030.30	503.73	653.30	853.02
负债合计	4,466.30	7,167.84	5,845.33	8,480.59	10,588.91
少数股东权益	200.67	313.39	411.75	550.90	721.05
股本	378.92	531.52	718.77	718.77	718.77
资本公积	2,654.43	2,594.43	2,594.43	2,594.43	2,594.43
留存收益	4,189.92	4,784.51	5,314.93	5,971.32	6,781.39
其他	(2,714.97)	(2,441.78)	(2,594.43)	(2,594.43)	(2,594.43)
股东权益合计	4,708.98	5,782.06	6,445.46	7,240.99	8,221.21
负债和股东权益总计	9,175.28	12,949.90	12,290.79	15,721.58	18,810.12

现金流量表(百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
净利润	608.88	866.85	964.41	1,193.43	1,472.84
折旧摊销	190.49	208.72	49.20	54.35	58.44
财务费用	45.79	83.39	(6.49)	(54.30)	(88.27)
投资损失	(11.18)	(29.42)	(35.22)	(25.27)	(29.97)
营运资金变动	224.72	52.51	(845.80)	1,637.84	(1,025.55)
其它	(95.47)	153.60	98.36	139.14	170.16
经营活动现金流	963.23	1,335.66	224.47	2,945.19	557.65
资本支出	625.23	685.15	59.53	80.23	50.00
长期投资	1.75	(24.07)	0.00	0.00	0.00
其他	(1,512.71)	(1,916.62)	(84.31)	(134.96)	(70.03)
投资活动现金流	(885.73)	(1,255.55)	(24.78)	(54.73)	(20.03)
债权融资	775.35	2,415.64	621.72	765.89	954.89
股权融资	35.10	326.52	95.83	109.04	143.01
其他	(935.81)	(1,034.36)	(2,904.36)	(1,213.50)	(1,483.41)
筹资活动现金流	(125.36)	1,707.80	(2,186.81)	(338.57)	(385.51)
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
现金净增加额	(47.85)	1,787.91	(1,987.12)	2,551.89	152.11

资料来源：公司公告，天风证券研究所

利润表(百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入	10,276.17	13,144.50	15,959.14	21,182.05	28,867.78
营业成本	6,267.59	8,152.07	9,714.45	12,994.01	17,686.58
营业税金及附加	54.55	55.09	66.89	88.78	120.99
营业费用	2,681.26	3,229.51	4,044.05	5,409.89	7,603.77
管理费用	438.62	546.49	750.08	984.97	1,371.22
研发费用	5.37	8.31	9.58	12.71	17.32
财务费用	38.47	33.98	(6.49)	(54.30)	(88.27)
资产减值损失	(16.13)	(31.40)	(9.78)	(19.10)	(20.09)
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	11.18	29.42	35.22	25.27	29.97
其他	(20.22)	(49.00)	(70.44)	(50.55)	(59.94)
营业利润	815.47	1,170.03	1,425.58	1,790.36	2,206.24
营业外收入	6.68	6.76	6.36	6.60	6.58
营业外支出	7.85	12.88	7.81	9.51	10.07
利润总额	814.30	1,163.91	1,424.13	1,787.45	2,202.74
所得税	205.41	297.06	361.36	454.88	559.74
净利润	608.88	866.85	1,062.77	1,332.57	1,643.00
少数股东损益	65.13	98.58	98.36	139.14	170.16
归属于母公司净利润	543.75	768.27	964.41	1,193.43	1,472.84
每股收益(元)	0.76	1.07	1.34	1.66	2.05

主要财务比率	2019	2020	2021E	2022E	2023E
成长能力					
营业收入	48.66%	27.91%	21.41%	32.73%	36.28%
营业利润	41.01%	43.48%	21.84%	25.59%	23.23%
归属于母公司净利润	30.58%	41.29%	25.53%	23.75%	23.41%
获利能力					
毛利率	39.01%	37.98%	39.13%	38.66%	38.73%
净利率	5.29%	5.84%	6.04%	5.63%	5.10%
ROE	12.06%	14.05%	15.98%	17.84%	19.64%
ROIC	18.44%	24.67%	28.35%	27.31%	48.85%
偿债能力					
资产负债率	48.68%	55.35%	47.56%	53.94%	56.29%
净负债率	-13.79%	-16.34%	-11.66%	-43.63%	-37.98%
流动比率	1.34	1.57	1.41	1.41	1.46
速动比率	0.85	1.15	0.88	0.93	0.92
营运能力					
应收账款周转率	15.17	16.63	15.43	15.72	15.91
存货周转率	6.30	6.58	6.40	6.42	6.38
总资产周转率	1.21	1.19	1.26	1.51	1.67
每股指标(元)					
每股收益	0.76	1.07	1.34	1.66	2.05
每股经营现金流	1.34	1.86	0.31	4.10	0.78
每股净资产	6.27	7.61	8.39	9.31	10.43
估值比率					
市盈率	73.83	52.25	41.62	33.64	27.26
市净率	8.90	7.34	6.65	6.00	5.35
EV/EBITDA	28.10	34.65	26.46	20.49	16.97
EV/EBIT	31.19	37.81	27.38	21.13	17.43

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，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将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。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司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。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	武汉	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号 邮编：100031 邮箱：research@tfzq.com	湖北武汉市武昌区中南路 99 号保利广场 A 座 37 楼 邮编：430071 电话：(8627)-87618889 传真：(8627)-87618863 邮箱：research@tfzq.com	上海市浦东新区兰花路 333 号 333 世纪大厦 20 楼 邮编：201204 电话：(8621)-68815388 传真：(8621)-68812910 邮箱：research@tfzq.com	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼 邮编：518000 电话：(86755)-23915663 传真：(86755)-82571995 邮箱：research@tfzq.com