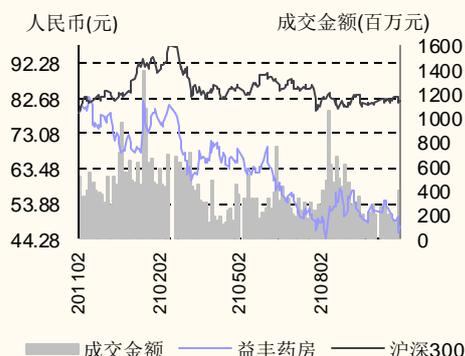


市场价格 (人民币): 47.75 元

门店稳步扩张, 毛利有所提升

市场数据 (人民币)

总股本(亿股)	7.19
已上市流通 A 股(亿股)	6.99
总市值(亿元)	343.21
年内股价最高最低(元)	83.05/44.28
沪深 300 指数	4909
上证指数	3547



公司基本情况 (人民币)

项目	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	10,276	13,145	15,332	19,596	24,567
营业收入增长率	48.66%	27.91%	16.64%	27.81%	25.37%
归母净利润(百万元)	544	768	910	1,156	1,490
归母净利润增长率	30.58%	41.29%	18.47%	27.00%	28.94%
摊薄每股收益(元)	1.435	1.445	1.266	1.608	2.074
每股经营性现金流净额	2.45	2.38	1.84	3.25	4.12
ROE(归属母公司)(摊薄)	12.06%	14.05%	14.62%	15.66%	16.80%
P/E	51.02	62.40	37.71	29.69	23.03
P/B	6.15	8.77	5.51	4.65	3.87

来源: 公司年报、国金证券研究所

业绩简评

- 10月29日, 益丰药房发布2021年三季报: 2021年前三季度实现营业收入109.38亿元, 同比增长15.91%; 归母净利润6.96亿元, 同比增长21.49%; 经营性现金流16.66亿元, 同比增加3.15%。门店稳步扩张, 毛利率持续提升, 业绩符合预期。

经营分析

- 门店稳步扩张:** 2021年1-9月, 公司净增门店1255家, 其中新设门店809家, 收购门店280家, 加盟店242家, 关闭门店76家。单三季度, 公司净增门店358家, 其中新设门店240家, 收购门店66家, 加盟店78家, 关闭门店26家。截止报告期末, 公司拥有门店7246家(含加盟店877家), 总经营面积74.28万平方米(不含加盟店面积)。报告期末, 公司6369家直营门店已取得各类“医疗保险定点零售药店”资格的药店5218家, 其中特慢病统筹医保定点门店714家, 分别较年初增加770家和364家。公司持续推进新零售体系建设, 积极推进慢病管理。
- 毛利持续提升:** 公司主营业务毛利率39.23%, 相比上年同期增加2.26 PCT。其中, 零售业务提升2.50 PCT至40.71%, 批发业务下降0.45 PCT至10.39%; 非药品收入毛利率提升9.06 PCT至50.97%, 中西成药毛利率提升1.25 PCT至35.44%, 中药毛利率提升1.43 PCT至48.36%。
- 费用端提升, 研发投入加大, 稳中求进迎接互联网+新零售业态:** 前三季度相比去年同期, 销售费用率提升2.17 PCT, 管理费用率提升0.32 PCT, 财务费用率提升0.20 PCT; 研发费用同比增长53.62%; 净利率下降0.01 PCT。公司持续推进线上诊疗以及线上线下相结合的健康管家和家庭医生服务, 致力于以会员为中心的全渠道、全场景、全生命周期的健康管理。

盈利预测及投资建议

- 公司作为药店龙头, 通过外延并购持续提升集中度, 新零售建设稳步推进。但考虑到公司费用端承压, 我们小幅下调盈利预测, 预计21-23年EPS分别为1.27/1.61/2.07元(下调幅度分别为6%/7%/6%), 对应PE分别为38/30/23倍。维持“买入”评级。

风险提示

- 外延并购不确定性、处方外流不达预期、带量采购对药店品种价格影响。

相关报告

- 《毛利率上升, 期待下半年业绩高增速 - 益丰药房 2021H1 业绩点...》, 2021.8.27
- 《稳健扩张, 全年业绩有望维持高增速 - 益丰药房 2021Q1 业绩点...》, 2021.4.30
- 《业绩高速增长, 外延扩张持续加速 - 益丰药房 2020 年报点评》, 2021.4.28

王班

分析师 SAC 执业编号: S1130520110002
(8621)60870953
wang_ban@gjzq.com.cn

附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)							资产负债表 (人民币百万元)						
	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E		2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E
主营业务收入	6,913	10,276	13,145	15,332	19,596	24,567	货币资金	1,297	1,424	3,360	3,241	4,572	6,378
增长率		48.7%	27.9%	16.6%	27.8%	25.4%	应收账款	787	950	1,039	1,218	1,557	1,952
主营业务成本	-4,166	-6,268	-8,152	-9,260	-12,150	-15,330	存货	1,440	1,821	2,172	2,283	2,996	3,780
%销售收入	60.3%	61.0%	62.0%	60.4%	62.0%	62.4%	其他流动资产	717	791	1,491	1,423	1,509	1,605
毛利	2,746	4,009	4,992	6,071	7,447	9,237	流动资产	4,242	4,986	8,062	8,165	10,635	13,715
%销售收入	39.7%	39.0%	38.0%	39.6%	38.0%	37.6%	%总资产	53.9%	54.3%	62.3%	61.5%	66.8%	71.6%
营业税金及附加	-47	-55	-55	-69	-98	-123	长期投资	30	31	7	7	7	7
%销售收入	0.7%	0.5%	0.4%	0.5%	0.5%	0.5%	固定资产	417	528	813	1,035	1,231	1,399
营业费用	-1,896	-2,681	-3,230	-4,032	-4,958	-6,142	%总资产	5.3%	5.8%	6.3%	7.8%	7.7%	7.3%
%销售收入	27.4%	26.1%	24.6%	26.3%	25.3%	25.0%	无形资产	3,133	3,598	3,976	3,944	3,925	3,913
管理费用	-268	-439	-546	-659	-784	-958	非流动资产	3,626	4,189	4,888	5,111	5,288	5,443
%销售收入	3.9%	4.3%	4.2%	4.3%	4.0%	3.9%	%总资产	46.1%	45.7%	37.7%	38.5%	33.2%	28.4%
研发费用	0	-5	-8	-12	-16	-20	资产总计	7,868	9,175	12,950	13,276	15,922	19,158
%销售收入	0.0%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	短期借款	44	88	439	0	0	0
息税前利润 (EBIT)	536	829	1,153	1,299	1,591	1,995	应付款项	2,491	3,268	4,248	4,256	5,572	7,116
%销售收入	7.8%	8.1%	8.8%	8.5%	8.1%	8.1%	其他流动负债	363	369	450	454	578	729
财务费用	-13	-38	-34	-48	-23	9	流动负债	2,898	3,725	5,138	4,710	6,150	7,845
%销售收入	0.2%	0.4%	0.3%	0.3%	0.1%	0.0%	长期贷款	745	687	628	628	628	628
资产减值损失	-18	20	38	0	0	0	其他长期负债	55	54	1,402	1,348	1,348	1,348
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0	负债	3,698	4,466	7,168	6,687	8,127	9,822
投资收益	65	11	29	30	40	50	普通股股东权益	4,059	4,508	5,469	6,226	7,382	8,873
%税前利润	11.2%	1.4%	2.5%	2.3%	2.5%	2.4%	其中股本	377	379	532	719	719	719
营业利润	578	815	1,170	1,280	1,608	2,054	未分配利润	1,040	1,456	2,095	3,005	4,161	5,651
营业利润率	8.4%	7.9%	8.9%	8.4%	8.2%	8.4%	少数股东权益	111	201	313	363	413	463
营业外收支	3	-1	-6	0	0	0	负债股东权益合计	7,868	9,175	12,950	13,276	15,922	19,158
税前利润	581	814	1,164	1,280	1,608	2,054	比率分析						
利润率	8.4%	7.9%	8.9%	8.4%	8.2%	8.4%		2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E
所得税	-140	-205	-297	-320	-402	-513	每股指标						
所得税率	24.0%	25.2%	25.5%	25.0%	25.0%	25.0%	每股收益	1.105	1.435	1.445	1.266	1.608	2.074
净利润	442	609	867	960	1,206	1,540	每股净资产	10.771	11.898	10.289	8.662	10.271	12.344
少数股东损益	25	65	99	50	50	50	每股经营现金净流	1.355	2.446	2.383	1.839	3.247	4.120
归属于母公司的净利润	416	544	768	910	1,156	1,490	每股股利	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000
净利率	6.0%	5.3%	5.8%	5.9%	5.9%	6.1%	回报率						
							净资产收益率	10.26%	12.06%	14.05%	14.62%	15.66%	16.80%
现金流量表 (人民币百万元)							总资产收益率	5.29%	5.93%	5.93%	6.86%	7.26%	7.78%
净利润	442	609	867	960	1,206	1,540	投入资本收益率	8.20%	11.29%	10.47%	11.37%	12.21%	13.23%
少数股东损益	25	65	99	50	50	50	增长率						
非现金支出	166	174	177	134	154	175	主营业务收入增长率	43.79%	48.66%	27.91%	16.64%	27.81%	25.37%
非经营收益	-59	24	41	94	64	54	EBIT增长率	35.20%	54.67%	39.12%	12.63%	22.53%	25.37%
营运资金变动	-38	119	181	-211	302	421	净利润增长率	32.83%	30.58%	41.29%	18.47%	27.00%	28.94%
经营活动现金净流	511	927	1,267	978	1,726	2,190	总资产增长率	64.52%	16.61%	41.14%	2.52%	19.93%	20.32%
资本开支	-232	-452	-579	-367	-330	-330	资产管理能力						
投资	-1,199	-487	-139	0	0	0	应收账款周转天数	24.9	24.1	21.9	23.0	23.0	23.0
其他	949	53	-538	30	40	50	存货周转天数	96.6	95.0	89.4	90.0	90.0	90.0
投资活动现金净流	-482	-886	-1,256	-337	-290	-280	应付账款周转天数	42.3	42.3	42.3	42.3	42.3	42.3
股权募资	5	70	30	-153	0	0	固定资产周转天数	21.0	15.8	16.0	17.8	16.7	15.0
债权募资	721	-28	1,860	-491	0	0	偿债能力						
其他	-199	-167	-182	-117	-104	-104	净负债/股东权益	-12.18%	-17.89%	-29.22%	-30.49%	-42.86%	-55.13%
筹资活动现金净流	526	-125	1,708	-760	-104	-104	EBIT利息保障倍数	40.4	21.5	33.9	26.8	68.2	-218.4
现金净流量	555	-84	1,719	-119	1,332	1,806	资产负债率	47.00%	48.68%	55.35%	50.37%	51.04%	51.27%

来源：公司年报、国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	1	5	11	35	63
增持	0	1	4	6	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	1.00	1.17	1.27	1.15	1.00

来源：聚源数据

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得 1 分，为“增持”得 2 分，为“中性”得 3 分，为“减持”得 4 分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性
3.01~4.0=减持

历史推荐和目标定价(人民币)

序号	日期	评级	市价	目标价
1	2020-04-09	买入	94.60	N/A
2	2020-04-19	买入	103.52	N/A
3	2020-08-28	买入	95.60	N/A
4	2020-10-29	买入	92.73	N/A
5	2021-04-28	买入	85.86	N/A
6	2021-04-30	买入	88.90	N/A
7	2021-08-27	买入	53.29	N/A

来源：国金证券研究所

投资评级的说明：

买入：预期未来 6-12 个月内上涨幅度在 15%以上；

增持：预期未来 6-12 个月内上涨幅度在 5%-15%；

中性：预期未来 6-12 个月内变动幅度在 -5%-5%；

减持：预期未来 6-12 个月内下跌幅度在 5%以上。

特别声明:

国金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。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

本报告中的信息、意见等均仅供参考，不作为或被视为出售及购买证券或其他投资标的邀请或要约。客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员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。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于C3级（含C3级）的投资者使用；非国金证券C3级以上（含C3级）的投资者擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

此报告仅限于中国大陆使用。

上海

电话：021-60753903

传真：021-61038200

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：201204

地址：上海浦东新区芳甸路1088号

紫竹国际大厦7楼

北京

电话：010-66216979

传真：010-66216793

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100053

地址：中国北京西城区长椿街3号4层

深圳

电话：0755-83831378

传真：0755-83830558

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：中国深圳市福田区中心四路1-1号

嘉里建设广场T3-2402