

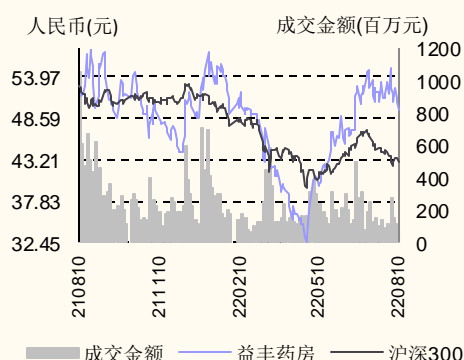
益丰药房 (603939.SH) 买入 (维持评级)

公司点评

市场价格 (人民币): 49.66 元

市场数据 (人民币)

总股本(亿股)	7.19
已上市流通 A 股(亿股)	7.19
总市值(亿元)	356.86
年内股价最高最低(元)	57.66/32.45
沪深 300 指数	4110
上证指数	3230



拟公开发行可转债 25.5 亿，资本加持下外延优势将进一步扩大

公司基本情况 (人民币)

项目	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	13,145	15,326	19,250	24,500	30,330
营业收入增长率	27.91%	16.60%	25.60%	27.27%	23.80%
归母净利润(百万元)	768	888	1,113	1,440	1,839
归母净利润增长率	41.29%	15.57%	25.32%	29.42%	27.67%
摊薄每股收益(元)	1.445	1.235	1.548	2.004	2.558
每股经营性现金流净额	2.51	2.99	2.09	2.68	3.60
ROE(归属母公司)(摊薄)	14.05%	11.87%	13.25%	15.08%	16.68%
P/E	62.40	44.61	32.07	24.78	19.41
P/B	8.77	5.29	4.25	3.74	3.24

来源: 公司年报、国金证券研究所

业绩简评

- 8月10日,公司公告拟公开发行可转换公司债券,发行总额不超过25.5亿元,扣除发行费用后,拟投入募集资金:1)4.3亿元用于江苏二期、湖北及河北物流中心建设项目;2)8064万用于益丰数字化平台升级项目;3)12.8亿元用于新建连锁药店项目;4)其他7.5亿元用于补充流动资金。

经营分析

- 3年拟新建连锁门店3900家,区域深耕提高业绩增长确定性。**本项目总投资金额为20.15亿元,其中12.8亿元为募集资金。公司坚持区域聚焦,稳健扩张战略,截至2022年Q1门店总数8225家(直营7229家)。本次募集项目延续深度耕耘区域市场战略,拟3年在湖南、上海、江苏、江西、湖北、广东、河北、浙江、天津新建门店3,900家(除天津外均为公司已覆盖地区),通过深度扩展和品牌渗透,将进一步提高公司区域市占率与盈利能力。随着外延扩展的持续,我们认为公司业绩增长确定性进一步加强。
- 数字化平台赋能公司运营与门店复制,持续提升精细化管理水平。**公司数字化平台升级项目总投资金额8064万元,建设期3年。通过大数据分析,公司将实现精准营销,提升专业服务能力,优化线下客户体验感,进一步提高客户粘性;通过数据多维度分析,公司门店选品、商品陈列设计、新店选址、老店/并购门店评估等决策质量将进一步提高,推动公司长期发展。
- 完善物流仓储配送网络,支撑公司全国扩张。**公司目前湖北仓库通过租赁方式获得,通过此次募集资金,拟投入4.3亿元用于江苏二期、湖北及河北物流中心建设项目,满足中南、华东及华北及周边地区门店配送需求,降低运输费用的同时为公司扩张提供保障。

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,暂不考虑可转债发行带来的财务影响,我们预计公司2022-2024年归母净利润分别为11.1/14.4/18.4亿元,同比增长26%、29%和28%,维持“买入”评级。

风险提示

- 收购后发展不及预期、外延并购不确定性、处方外流不达预期、线上药店对线下药店的冲击不确定性;商誉减值风险;可转债发行成功带来的财务费用提高;可转债转股对EPS的潜在摊薄风险。

相关报告

- 《收购德顺堂重组70%股权,加强河北优势地位-公司点评》,2022.7.20
- 《业绩符合预期,经营稳中向好-益丰药房年报点评》,2022.4.29
- 《收购湖南九芝堂股权,加强中药产品布局-益丰药房收购点评》,2022.4.24
- 《毛利率上升,期待下半年业绩高增速-益丰药房2021H1业绩点评》,2021.8.27

袁维

分析师 SAC 执业编号: S1130518080002

(8621)60230221

yuan_wei@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)						
	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E		2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
主营业务收入	10,276	13,145	15,326	19,250	24,500	30,330	货币资金	1,424	3,360	2,921	2,665	2,705	2,780
增长率		27.9%	16.6%	25.6%	27.3%	23.8%	应收款项	950	1,039	1,400	1,529	1,947	2,410
主营业务成本	-6,268	-8,152	-9,143	-11,743	-15,190	-18,926	存货	1,821	2,172	3,041	3,088	4,078	5,185
%销售收入	61.0%	62.0%	59.7%	61.0%	62.0%	62.4%	其他流动资产	791	1,491	554	1,228	1,580	1,836
毛利	4,009	4,992	6,183	7,508	9,310	11,404	流动资产	4,986	8,062	7,916	8,511	10,310	12,211
%销售收入	39.0%	38.0%	40.3%	39.0%	38.0%	37.6%	%总资产	54.3%	62.3%	46.4%	44.6%	45.6%	45.9%
营业税金及附加	-55	-55	-55	-96	-123	-152	长期投资	31	7	7	7	7	7
%销售收入	0.5%	0.4%	0.4%	0.5%	0.5%	0.5%	固定资产	528	813	1,277	1,706	2,279	2,980
销售费用	-2,681	-3,230	-4,060	-4,928	-6,015	-7,279	%总资产	5.8%	6.3%	7.5%	8.9%	10.1%	11.2%
%销售收入	26.1%	24.6%	26.5%	25.6%	24.6%	24.0%	无形资产	3,598	3,976	4,487	4,661	4,848	5,056
管理费用	-439	-546	-657	-866	-1,061	-1,256	非流动资产	4,189	4,888	9,136	10,565	12,293	14,414
%销售收入	4.3%	4.2%	4.3%	4.5%	4.3%	4.1%	%总资产	45.7%	37.7%	53.6%	55.4%	54.4%	54.1%
研发费用	-5	-8	-16	-19	-15	-18	资产总计	9,175	12,950	17,052	19,076	22,603	26,625
%销售收入	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	短期借款	88	439	936	1,611	2,341	2,891
息税前利润 (EBIT)	829	1,153	1,396	1,598	2,097	2,699	应付款项	3,268	4,248	5,214	5,350	6,338	7,508
%销售收入	8.1%	8.8%	9.1%	8.3%	8.6%	8.9%	其他流动负债	369	450	596	580	740	922
财务费用	-38	-34	-115	-144	-207	-278	流动负债	3,725	5,138	6,745	7,541	9,418	11,321
%销售收入	0.4%	0.3%	0.7%	0.7%	0.8%	0.9%	长期贷款	687	628	366	416	516	616
资产减值损失	-20	-38	-45	0	0	0	其他长期负债	54	1,402	2,077	2,337	2,735	3,283
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0	负债	4,466	7,168	9,187	10,294	12,669	15,220
投资收益	11	29	34	30	30	30	普通股股东权益	4,508	5,469	7,481	8,399	9,551	11,022
%税前利润	1.4%	2.5%	2.6%	2.0%	1.6%	1.2%	其中：股本	379	532	719	719	719	719
营业利润	815	1,170	1,339	1,484	1,920	2,451	未分配利润	1,456	2,095	2,694	3,584	4,736	6,207
营业利润率	7.9%	8.9%	8.7%	7.7%	7.8%	8.1%	少数股东权益	201	313	383	383	383	383
营业外收支	-1	-6	-1	0	0	0	负债股东权益合计	9,175	12,950	17,052	19,076	22,603	26,625
税前利润	814	1,164	1,338	1,484	1,920	2,451	比率分析						
利润率	7.9%	8.9%	8.7%	7.7%	7.8%	8.1%		2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
所得税	-205	-297	-347	-371	-480	-613	每股指标						
所得税率	25.2%	25.5%	25.9%	25.0%	25.0%	25.0%	每股收益	1.435	1.445	1.235	1.548	2.004	2.558
净利润	609	867	991	1,113	1,440	1,839	每股净资产	11.898	10.289	10.409	11.688	13.291	15.338
少数股东损益	65	99	103	0	0	0	每股经营现金净流	2.542	2.513	2.991	2.087	2.676	3.602
归属于母公司的净利润	544	768	888	1,113	1,440	1,839	每股股利	0.300	0.300	0.300	0.310	0.401	0.512
净利率	5.3%	5.8%	5.8%	5.8%	5.9%	6.1%	回报率						
现金流量表 (人民币百万元)							净资产收益率	12.06%	14.05%	11.87%	13.25%	15.08%	16.68%
	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E	总资产收益率	5.93%	5.93%	5.21%	5.83%	6.37%	6.91%
净利润	609	867	991	1,113	1,440	1,839	投入资本收益率	11.29%	10.47%	11.27%	11.08%	12.29%	13.57%
少数股东损益	65	99	103	0	0	0	增长率						
非现金支出	211	246	1,354	445	572	729	主营业务收入增长率	48.66%	27.91%	16.60%	25.60%	27.27%	23.80%
非经营收益	24	41	95	173	223	295	EBIT增长率	54.67%	39.12%	21.03%	14.49%	31.26%	28.71%
营运资金变动	119	181	-289	-230	-312	-274	净利润增长率	30.58%	41.29%	15.57%	25.32%	29.42%	27.67%
经营活动现金净流	963	1,336	2,150	1,500	1,923	2,589	总资产增长率	16.61%	41.14%	31.68%	11.87%	18.49%	17.79%
资本开支	-452	-579	-821	-884	-1,100	-1,350	资产管理能力						
投资	-487	-139	-409	-500	-300	-200	应收账款周转天数	24.1	21.9	22.7	23.0	23.0	23.0
其他	53	-538	663	30	30	30	存货周转天数	95.0	89.4	104.1	96.0	98.0	100.0
投资活动现金净流	-886	-1,256	-567	-1,354	-1,370	-1,520	应付账款周转天数	42.3	42.3	46.9	45.0	42.3	42.3
股权募资	70	30	0	28	0	0	固定资产周转天数	15.8	16.0	21.9	19.9	18.2	17.1
债权募资	-28	1,860	-704	675	830	651	偿债能力						
其他	-167	-182	-1,481	-415	-541	-692	净负债/股东权益	-17.89%	-29.22%	-22.53%	-14.69%	-8.06%	-3.73%
筹资活动现金净流	-125	1,708	-2,185	288	289	-42	EBIT利息保障倍数	21.5	33.9	12.1	11.1	10.1	9.7
现金净流量	-48	1,788	-602	434	843	1,027	资产负债率	48.68%	55.35%	53.88%	53.96%	56.05%	57.16%

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	6	14	23	60
增持	0	1	2	4	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	1.00	1.14	1.13	1.15	1.00

来源：朝阳永续

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	2020-10-29	买入	92.73	N/A
2	2021-04-28	买入	85.86	N/A
3	2021-04-30	买入	88.90	N/A
4	2021-08-27	买入	53.29	N/A
5	2021-11-01	买入	47.75	N/A
6	2022-04-24	买入	35.20	N/A
7	2022-04-29	买入	33.45	N/A
8	2022-07-20	买入	50.65	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。本报告反映撰写研究人员的不同设想、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，国金证券不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他任何损失承担任何责任。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，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

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，而不应当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。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密，只有符合条件的收件人才能使用。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；本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。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。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告，则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议，国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

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