

益丰药房 (603939.SH) 拟股权激励促进公司持续健康发展, 长期成长价值彰显

2022年08月21日

投资评级: 买入 (维持)
——公司信息更新报告

日期	2022/8/19
当前股价(元)	50.17
一年最高最低(元)	59.18/31.45
总市值(亿元)	360.53
流通市值(亿元)	360.53
总股本(亿股)	7.19
流通股本(亿股)	7.19
近3个月换手率(%)	26.12

蔡明子 (分析师)	龙永茂 (联系人)
caimingzi@kysec.cn	longyongmao@kysec.cn
证书编号: S0790520070001	证书编号: S0790121070011

股价走势图



数据来源: 聚源

相关研究报告

《拟收购德顺堂 85 家门店, 持续夯实华北区域市场地位—公司信息更新报告》-2022.7.20

《营收、利润稳步增长, 门店扩张提速—公司信息更新报告》-2022.5.1

《拟收购九芝堂 5% 股权及九芝堂医药 51% 股权, 深度合作提升行业竞争力—公司信息更新报告》-2022.4.25

● **拟股权激励促进公司持续健康发展, 长期成长价值彰显, 维持“买入”评级**
2022年8月19日, 公司发布2022年限制性股票激励计划(草案), 首次授予拟向248名激励对象授予370万股公司限制性股票, 占总股本的0.51%。授予价格为25.01元/股。考核年度为2022-2024年。公司长期坚持区域聚焦战略, 门店可复制性强, 内生增速稳健, 并购门店盈利能力突出, 通过精细化管理提升经营效率, 业绩有望持续增长, 考虑到上半年疫情对药店经营影响, 我们下调对公司的营收预测, 预计2022-2024年营业收入分别为192.05(-1.54)/240.89(-4.13)/302.08(-8.33)亿元, 公司积极应对强化精细化管理, 控费能力加强, 我们维持归母净利润预测不变, 预计分别为11.10/13.94/17.44亿元, EPS分别为1.54、1.94、2.43元/股, 当前股价对应PE分别为32.5/25.9/20.7倍, 维持“买入”评级。

● **业绩考核目标3年归母净利润CAGR 19%, 预计摊销费用对业绩影响有限**
公司2022年股票激励计划拟向248名激励对象授予370万股限制性股票, 占总股本的0.51%, 授予价格为25.01元/股。从业绩考核指标来看, 以2021年归母净利润值为业绩基数, 目标值为2022-2024年度归母净利润增长率分别不低于20%、45%、70%, 根据业绩考核目标计算, 公司2022-2024年归母净利润预计不低于约10.65亿元(+20%)、12.88亿元(+20.83%)、15.09亿元(+17.24%)。预计摊销总费用约为6,940.28万元, 预计费用摊销对有效期内净利润影响有限。

● **门店扩张提速, 快速高效的跨区域整合能力助力行业竞争力持续提升**
公司是行业内少有的主要省子公司均实现盈利的公司, 跨区域门店管控力、复制力等方面的突出优势, 为公司成功实现跨区域经营、快速高效复制和行业并购整合提供了积极保障。2021年净增加门店1,818家, 2022Q1净增加门店416家, 门店扩张明显提速。快速高效的连锁复制和行业整合能力, 使公司门店网络日益成熟, 行业竞争优势持续提升。

● **风险提示:** 门店扩张速度和后期整合、盈利水平低于预期。

财务摘要和估值指标

指标	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	13,145	15,326	19,205	24,089	30,208
YOY(%)	27.9	16.6	25.3	25.4	25.4
净利润(百万元)	768	888	1,110	1,394	1,744
YOY(%)	41.3	15.6	25.0	25.6	25.1
毛利率(%)	38.0	40.3	39.3	39.2	39.2
净利率(%)	5.8	5.8	5.8	5.8	5.8
ROE(%)	15.0	12.6	13.8	15.2	16.3
EPS(摊薄/元)	1.07	1.24	1.54	1.94	2.43
P/E(倍)	46.9	40.6	32.5	25.9	20.7
P/B(倍)	6.9	4.8	4.3	3.8	3.3

数据来源: 聚源、开源证券研究所

目 录

1、 拟股权激励促进公司持续健康发展，前次股权激励三期均已实现业绩考核目标.....	3
2、 业绩考核目标未来3年归母净利润 CAGR 19%，预计股权激励费用对利润影响有限.....	4
3、 门店扩张提速，快速高效的跨区域整合能力助力行业竞争力持续提升.....	4
4、 盈利预测与投资建议.....	5
5、 风险提示.....	5
附：财务预测摘要.....	6
表 1： 拟股权激励促进公司持续健康发展，前次股权激励三期均已实现业绩考核目标.....	3
表 2： 业绩考核目标未来3年归母净利润 CAGR19%.....	4
表 3： 益丰药房盈利预测.....	5

1、拟股权激励促进公司持续健康发展，前次股权激励三期均已实现业绩考核目标

2022年8月19日，公司发布2022年限制性股票激励计划（草案），首次授予拟向248名激励对象授予370万股公司限制性股票，占总股本的0.51%。授予价格为25.01元/股。考核年度为2022-2024年。

公司2022年股票激励计划拟向248名激励对象（高管8名，核心骨干人员240名）授予370万股限制性股票，占激励计划草案公告日股本总额的比例为0.51%，授予的限制性股票授予价格为25.01元/股。本次激励计划为公司上市以来第二次股权激励计划，2019年股权激励公司总计三期业绩考核目标均已完成，实现限售解锁。本次股权激励计划有利于公司进一步建立、健全公司经营机制，充分调动公司核心管理团队和核心业务（技术）骨干的积极性，有效的将股东利益、公司利益和核心团队个人利益结合在一起，促进公司持续、健康发展，确保公司经营目标和发展战略的实现。

表1：拟股权激励促进公司持续健康发展，前次股权激励三期均已实现业绩考核目标

	授予/过户日期	授予股票数量（万股）	授予人数	解锁情况	业绩考核目标	第一期解锁情况	第二期解锁情况	第三期解锁情况	
2019年股权激励计划	首次授予	2019/6/18	211.65	122	2020、2021、2022年6月分别实施第一期（33%）、第二期（33%）、第三期（34%）解锁	以2018年净利润为基数，公司2019-2021年净利润较2018年增长分别不低于25%、40%、65%	2019年度公司归母净利润较2018年度增长30.58%。业绩考核指标已达成。	2020年度公司归母净利润较2018年度增长84.50%。业绩考核指标已达成。	2021年度公司归母净利润较2018年度增长113.22%。业绩考核指标已达成。
	预留授予	2020/4/24	52.85	54	2021、2022年4月分别实施第一期（50%）、第二期（50%）解锁		2020年度公司归母净利润较2018年度增长84.50%。业绩考核指标已达成。	2021年度公司归母净利润较2018年度增长113.22%。业绩考核指标已达成。	-
2022年股权激励计划（草案）	首次授予		315.32	248	2023、2024授予完成后分别实施第一期（50%）、第二期（50%）解锁	以2021年净利润为基数，公司2022-2024年净利润较2021年增长不低于	-	-	-
	预留授予		54.68		2023、2024授予完成后分别实施第一期（50%）、第二期（50%）解锁	20%、45%、70%	-	-	-

资料来源：公司公告、开源证券研究所

2、业绩考核目标未来3年归母净利润 CAGR 19%，预计股权激励费用对利润影响有限

从业绩考核目标来看，本激励计划在 2022-2024 年会计年度中，分年度对公司的业绩指标进行考核，本激励计划中首次授予的限制性股票，解除限售考核年度为 2022-2023 年，预留的限制性股票，解除限售考核年度为 2023-2024 年，以 2021 年归母净利润值为业绩基数，目标值为 2022-2024 年度归母净利润增长率分别不低于 20%、45%、70%，根据业绩考核目标计算，公司 2022-2024 年归母净利润预计不低于约 10.65 亿元 (+20%)、12.88 亿元 (+20.83%)、15.09 亿元 (+17.24%)。

激励费用方面，本次授予 370 万股预计摊销总费用约为 6,940.28 万元，于 2022-2025 年摊销金额预计分别约为 1,108.99 万元、3,888.95 万元、1,750.03 万元、192.31 万元，我们预计本激励计划费用的摊销对有效期内各年净利润影响有限。

表2：业绩考核目标未来3年归母净利润 CAGR19%

	2021	2022E	2023E	2024E
归母净利润（百万元）	887.88	1065.46	1287.43	1509.40
业绩考核目标较 2021 年 增长率	-	20%	45%	70%
YOY	-	20%	20.83%	17.24%
2022-2024 年 CAGR		19.02%		

数据来源：公司公告、开源证券研究所

3、门店扩张提速，快速高效的跨区域整合能力助力行业竞争力持续提升

公司是行业内少有的主要省子公司均实现盈利的公司，跨区域门店管控力、复制力、文化传承等方面的突出优势，为公司成功实现跨区域经营、快速高效复制和行业并购整合提供了积极保障。公司始终注重精细化、标准化和系统化的运营管理，建立了数字化、网络化、智能化的系统管理平台，涵盖六大核心运营系统，包括新店拓展、门店营运、商品管理、信息服务、顾客满意、绩效考核等，通过业务数字化、运营流程 IT 化和简单化，打造高效敏捷的运营系统，为公司成功实现跨区域经营、快速高效复制和行业并购整合提供了积极保障。2021 年整体，中南、华东、华北地区营收均实现增长，分别同比增长 17.08%、15.36%、9.92%。2016 年至 2021 年，公司门店数量年复合增长率达 38.87%。2021 年净增加门店 1,818 家（2020 年全年净增加 1,239 家），2022Q1 净增加门店 416 家（2021Q1 将增加 288 家），门店扩张明显提速且高速扩张仍在延续。快速高效的连锁复制和行业整合能力，使公司门店网络日益成熟，行业竞争优势持续提升。

4、盈利预测与投资建议

公司长期坚持区域聚焦战略，门店可复制性强，内生增速稳健，并购门店盈利能力突出，通过精细化管理提升经营效率，业绩有望持续增长，考虑到上半年疫情对药店经营影响，我们下调对公司的营收预测，预计 2022-2024 年营业收入分别为 192.05 (-1.54) /240.89 (-4.13) /302.08 (-8.33) 亿元，公司积极应对强化精细化管理，控费能力加强，我们维持归母净利润预测不变，预计分别为 11.10/13.94/17.44 亿元，EPS 分别为 1.54、1.94、2.43 元/股，当前股价对应 PE 分别为 32.5/25.9/20.7 倍，维持“买入”评级。

表3：益丰药房盈利预测

指标	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	13,145	15,326	19,205	24,089	30,208
YOY(%)	27.9	16.6	25.3	25.4	25.4
净利润(百万元)	768	888	1,110	1,394	1,744
YOY(%)	41.3	15.6	25.0	25.6	25.1
毛利率(%)	38.0	40.3	39.3	39.2	39.2
净利率(%)	5.8	5.8	5.8	5.8	5.8
ROE(%)	15.0	12.6	13.8	15.2	16.3
EPS(摊薄/元)	1.07	1.24	1.54	1.94	2.43
P/E(倍)	46.9	40.6	32.5	25.9	20.7
P/B(倍)	6.9	4.8	4.3	3.8	3.3

数据来源：聚源、开源证券研究所

5、风险提示

门店扩张速度和后期整合、盈利水平低于预期。

附：财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
流动资产	8062	7916	9614	12312	16178
现金	3360	2921	3599	4741	6958
应收票据及应收账款	830	1077	1313	1685	2074
其他应收款	208	313	339	479	547
预付账款	205	91	280	185	398
存货	2172	3041	3610	4748	5726
其他流动资产	1286	473	473	473	473
非流动资产	4888	9136	9164	9198	9423
长期投资	5	5	6	7	9
固定资产	577	918	1077	1237	1412
无形资产	375	396	423	452	476
其他非流动资产	3931	7816	7659	7502	7527
资产总计	12950	17052	18779	21510	25601
流动负债	5138	6745	7530	8988	11387
短期借款	380	0	0	0	0
应付票据及应付账款	3822	4806	6201	7631	9704
其他流动负债	935	1940	1329	1357	1683
非流动负债	2030	2442	2373	2304	2263
长期借款	1976	366	296	227	187
其他非流动负债	54	2077	2077	2077	2077
负债合计	7168	9187	9903	11292	13651
少数股东权益	313	383	500	664	867
股本	532	719	719	719	719
资本公积	2594	3988	3988	3988	3988
留存收益	2190	2802	3744	4954	6460
归属母公司股东权益	5469	7481	8376	9554	11083
负债和股东权益	12950	17052	18779	21510	25601

现金流量表(百万元)	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
经营活动现金流	1336	2150	2138	1805	2912
净利润	867	991	1227	1558	1948
折旧摊销	209	261	337	406	299
财务费用	34	115	-17	-32	-44
投资损失	-29	-34	-35	-27	-32
营运资金变动	143	-308	626	-98	741
其他经营现金流	113	1126	0	0	0
投资活动现金流	-1256	-567	-330	-412	-492
资本支出	583	828	27	32	224
长期投资	0	0	-1	-1	-1
其他投资现金流	-673	261	-304	-380	-269
筹资活动现金流	1708	-2185	-1129	-251	-203
短期借款	351	-380	0	0	0
长期借款	1289	-1611	-70	-69	-40
普通股增加	153	187	0	0	0
资本公积增加	-60	1394	0	0	0
其他筹资现金流	-25	-1775	-1060	-182	-163
现金净增加额	1788	-602	678	1142	2217

利润表(百万元)	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	13145	15326	19205	24089	30208
营业成本	8152	9143	11664	14658	18371
营业税金及附加	55	55	96	109	131
营业费用	3230	4060	5050	6257	7873
管理费用	546	657	796	1015	1269
研发费用	8	16	10	16	22
财务费用	34	115	-17	-32	-44
资产减值损失	-31	-41	0	0	0
其他收益	59	62	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资净收益	29	34	35	27	32
资产处置收益	0	7	0	0	0
营业利润	1170	1339	1642	2092	2618
营业外收入	7	10	7	8	8
营业外支出	13	11	9	10	11
利润总额	1164	1338	1640	2090	2615
所得税	297	347	413	532	668
净利润	867	991	1227	1558	1948
少数股东损益	99	103	117	164	203
归属母公司净利润	768	888	1110	1394	1744
EBITDA	1425	1536	1890	2379	2745
EPS(元)	1.07	1.24	1.54	1.94	2.43

主要财务比率	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
成长能力					
营业收入(%)	27.9	16.6	25.3	25.4	25.4
营业利润(%)	43.5	14.4	22.6	27.5	25.1
归属于母公司净利润(%)	41.3	15.6	25.0	25.6	25.1
获利能力					
毛利率(%)	38.0	40.3	39.3	39.2	39.2
净利率(%)	5.8	5.8	5.8	5.8	5.8
ROE(%)	15.0	12.6	13.8	15.2	16.3
ROIC(%)	11.4	8.7	10.7	12.3	13.6
偿债能力					
资产负债率(%)	55.4	53.9	52.7	52.5	53.3
净负债比率(%)	-15.4	5.8	-13.0	-23.1	-38.6
流动比率	1.6	1.2	1.3	1.4	1.4
速动比率	1.0	0.7	0.7	0.8	0.9
营运能力					
总资产周转率	1.2	1.0	1.1	1.2	1.3
应收账款周转率	16.6	16.1	16.1	16.1	16.1
应付账款周转率	2.4	2.1	2.1	2.1	2.1
每股指标(元)					
每股收益(最新摊薄)	1.07	1.24	1.54	1.94	2.43
每股经营现金流(最新摊薄)	1.86	2.99	2.97	2.51	4.05
每股净资产(最新摊薄)	7.31	10.41	11.66	13.30	15.42
估值比率					
P/E	46.9	40.6	32.5	25.9	20.7
P/B	6.9	4.8	4.3	3.8	3.3
EV/EBITDA	24.4	23.9	18.7	14.4	11.7

数据来源：聚源、开源证券研究所

请务必参阅正文后面的信息披露和法律声明

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师承诺

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20% 以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5%~20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在 -5%~+5% 之间波动；
	减持（underperform）	预计相对弱于市场表现 5% 以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡（underperform）	预计行业弱于整体市场表现。

备注：评级标准为以报告日后的 6~12 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中 A 股基准指数为沪深 300 指数、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普 500 或纳斯达克综合指数。我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于机密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他金融工具的邀请或向人做出邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。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。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。本报告中所指的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。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户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。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。在任何情况下，本公司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。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

开源证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

开源证券研究所

上海

地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼10层
邮编：200120
邮箱：research@kysec.cn

深圳

地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层
邮编：518000
邮箱：research@kysec.cn

北京

地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座16层
邮编：100044
邮箱：research@kysec.cn

西安

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层
邮编：710065
邮箱：research@kysec.cn