

## 益丰药房

603939

审慎增持 (维持)

## 零售增速修复，门店扩张快速推进

2022年11月1日

## 市场数据

市场数据日期	2022-10-31
收盘价(元)	56.14
总股本(百万股)	721.70
流通股本(百万股)	718.61
总市值(百万元)	40516.51
流通市值(百万元)	40342.75
净资产(百万元)	8076.27
总资产(百万元)	19053.21
每股净资产(元)	11.24

来源: WIND, 兴业证券经济与金融研究院整理

## 相关报告

《兴证医药：益丰药房（603939）2022年三季报点评：扩张加速，品种结构优化，新零售高增长》  
2022-05-05

《兴证医药：益丰药房（603939）2021年三季报点评：Q3短期承压，开店加速为明年增长蓄力》  
2021-11-08

《兴证医药：益丰药房（603939）2021年一季报点评：业绩稳健增长，中药高增速》  
2021-04-30

分析师:

孙媛媛

sunyuanyuan@xyzq.com.cn

S0190515090001

王佳慧

wangjihui20@xyzq.com.cn

S0190522080007

## 主要财务指标

会计年度	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	15326	18762	23097	28214
同比增长	16.6%	22.4%	23.1%	22.2%
归母净利润(百万元)	888	1074	1356	1694
同比增长	19.4%	21.0%	26.2%	25.0%
毛利率	40.3%	40.6%	40.5%	40.5%
净利率	6.5%	6.4%	6.6%	6.7%
净资产收益率	11.9%	12.9%	14.4%	15.7%
每股收益(元)	1.23	1.49	1.88	2.35
每股经营现金流(元)	2.98	2.60	3.04	3.59

来源: WIND, 兴业证券经济与金融研究院整理

## 投资要点

- 2022年前三季度，公司实现营业收入133.48亿元，同比增长22.03%；实现归母净利润8.24亿元，同比增长18.34%；实现扣非归母净利润7.95亿元，同比增长16.62%。
- 2022Q3，公司实现营业收入45.98亿元，同比增长28.01%；实现归母净利润2.47亿，同比增长29.27%；实现扣非归母净利润2.35亿元，同比增长25.31%。
- 零售增速修复，现金流高增长。前三季度公司零售收入120.92亿元，同比增长20.46%，其中第三季度零售收入增速达到25.30%，系同店和次新店共同发力贡献。第三季度实现经营性现金流12.15亿元，同比增长76.57%，体现了公司较强的运营能力。
- 门店扩张加速。前三季度公司新增门店2,116家，其中，新开门店817家，并购门店478家，新增加盟店821家，关闭门店144家，至报告期末，公司门店总数9,781家（含加盟店1,753家）。
- **盈利预测与评级：**随着客流回暖，公司同店增速逐步修复。门店扩张提速，我们预计次新店的成熟将进一步带动公司收入增长。品类优化和精细化管理持续提升公司盈利能力。我们调整盈利预测，预计2022-2024年EPS分别为1.49元、1.88元和2.35元，对应2022年10月31日的股价的PE分别为37.7X、29.9X和23.9X，维持“审慎增持”评级。

**风险提示：公告卫生事件，政策变动风险，扩张整合不及预期**

请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明

**报告正文****事件**

- 2022年前三季度，公司实现营业收入133.48亿元，同比增长22.03%；实现归母净利润8.24亿元，同比增长18.34%；实现扣非归母净利润7.95亿元，同比增长16.62%。
- 2022Q3，公司实现营业收入45.98亿元，同比增长28.01%；实现归母净利润2.47亿，同比增长29.27%；实现扣非归母净利润2.35亿元，同比增长25.31%。

**点评**

- **零售增速修复，现金流高增长。**前三季度公司零售收入120.92亿元，同比增长20.46%，其中第三季度零售收入增速达到25.30%，系同店和次新店共同发力贡献。批发收入8.73亿元，同比增长70.35%，主要是加盟店快速扩张贡献。第三季度实现经营性现金流12.15亿元，同比增长76.57%，体现了公司较强的运营能力。

分品类看，中西成药收入99.29亿，同比增长27.18%；中药收入11.81亿，同比增长19.22%；非药品收入18.56亿，同比增长5.85%。

分地区看，中南地区收入59.34亿，同比增长23.68%；华东地区收入57.72亿，同比增长23.28%；华北地区收入12.59亿，同比增长17.64%。

- **门店扩张加速。**前三季度公司新增门店2,116家，其中，新开门店817家，并购门店478家，新增加盟店821家，关闭门店144家，至报告期末，公司门店总数9,781家（含加盟店1,753家）。
- **费用率平稳运行。**第三季度，公司实现毛利率41.05%，同比下降0.71pcts；净利率6.00%，同比下降0.04pcts。销售费用率27.88%，同比下降0.28pcts；管理费用率4.36%，同比下降0.50pcts；研发费用率0.10%，同比增长0.01pcts；财务费用率0.64%，同比下降0.10pcts。

**盈利预测与评级：**随着客流回暖，公司同店增速逐步修复。门店扩张提速，我们预计次新店的成熟将进一步带动公司收入增长。品类优化和精细化管理持续提升公司盈利能力。我们调整盈利预测，预计2022-2024年EPS分别为1.49元、1.88元和2.35元，对应2022年10月31日的股价的PE分别为37.7X、29.9X和23.9X，维持“审慎增持”评级。

**风险提示：**公共卫生事件，政策变动风险，扩张整合不及预期。

表 1、益丰药房分季度业绩对比(单位:百万元、元、%)

报告期	21-3Q	21-4Q	22-1Q	22-2Q	22-3Q	QOQ	2021-09	2022-09	YOY
营业收入	3592	4388	4148	4602	4598	28.0%	10938	13348	22.0%
营业成本	2092	2705	2450	2724	2710	29.6%	6438	7884	22.5%
毛利	1500	1684	1699	1877	1887	25.8%	4500	5463	21.4%
销售费用	1011	1166	1078	1200	1282	26.7%	2893	3560	23.0%
管理费用	171	178	173	188	196	14.3%	479	557	16.3%
财务费用	27	29	27	28	30	0.11	86	84	-2.7%
研发费用	3	7	4	5	5	38.5%	9	14	53.4%
资产减值	-10	-12	-15	-12	-12	-	-28	-39	-
公允价值	0	0	0	0	0	-	0	0	-
投资收益	9	5	2	5	1	-94.0%	29	7	-74.6%
营业利润	287	307	407	443	367	27.9%	1032	1217	18.0%
利润总额	288	306	407	446	366	27.5%	1032	1220	18.2%
归母净利润	191	192	272	304	247	29.3%	696	824	18.3%
EPS	0.265	0.266	0.377	0.421	0.342	29.3%	0.964	1.141	18.3%
销售费用率	28.2%	26.6%	26.0%	26.1%	27.9%	-0.3%	26.5%	26.7%	0.2%
管理费用率	4.8%	4.1%	4.2%	4.1%	4.3%	-0.5%	4.4%	4.2%	-0.2%
财务费用率	0.7%	0.7%	0.6%	0.6%	0.6%	-0.1%	0.8%	0.6%	-0.2%
研发费用率	0.1%	0.2%	0.1%	0.1%	0.1%	0.0%	0.1%	0.1%	0.0%
所得税率	25.6%	27.5%	25.9%	24.1%	24.7%	-0.9%	25.5%	24.9%	-0.6%
毛利率	41.8%	38.4%	40.9%	40.8%	41.1%	-0.7%	41.1%	40.9%	-0.2%
净利率	5.3%	4.4%	6.6%	6.6%	5.4%	0.1%	6.4%	6.2%	-0.2%

资料来源:天软投资系统,兴业证券经济与金融研究院整理

附表

会计年度	2021	2022E	2023E	2024E
<b>流动资产</b>	7916	10369	13336	16608
货币资金	2921	4533	6252	7971
交易性金融资产	152	350	284	306
应收票据及应收账款	1077	1274	1586	1931
预付款项	91	118	143	176
存货	3041	3380	4219	5208
其他	635	714	852	1017
<b>非流动资产</b>	9136	9548	10018	10920
长期股权投资	5	5	5	5
固定资产	918	1317	1638	1922
在建工程	359	179	90	45
无形资产	389	387	384	381
商誉	3718	3904	4099	4714
长期待摊费用	372	346	323	302
其他	3374	3409	3479	3551
<b>资产总计</b>	17052	19917	23354	27529
<b>流动负债</b>	6745	8015	9663	11664
短期借款	0	190	95	143
应付票据及应付账款	4806	5644	7050	8581
其他	1940	2181	2518	2941
<b>非流动负债</b>	2442	3047	3596	4197
长期借款	366	666	866	1066
其他	2077	2381	2730	3131
<b>负债合计</b>	9187	11062	13259	15861
股本	719	722	722	722
资本公积	3988	3988	3988	3988
未分配利润	2694	3533	4588	5927
少数股东权益	383	512	673	875
<b>股东权益合计</b>	7865	8855	10095	11667
<b>负债及权益合计</b>	17052	19917	23354	27529

会计年度	2021	2022E	2023E	2024E
归母净利润	888	1074	1356	1694
折旧和摊销	261	314	404	496
资产减值准备	41	4	6	7
资产处置损失	-7	-3	-4	-4
公允价值变动损失	0	0	0	0
财务费用	170	117	138	151
投资损失	-34	-10	-21	-20
少数股东损益	103	129	161	202
营运资金的变动	-308	220	155	71
<b>经营活动产生现金流量</b>	2150	1874	2191	2592
<b>投资活动产生现金流量</b>	-567	-661	-454	-1011
<b>融资活动产生现金流量</b>	-2185	399	-18	138
现金净变动	-602	1612	1719	1719
现金的期初余额	2529	2921	4533	6252
现金的期末余额	1927	4533	6252	7971

会计年度	2021	2022E	2023E	2024E
<b>营业收入</b>	15326	18762	23097	28214
营业成本	9143	11138	13743	16796
税金及附加	55	68	83	102
销售费用	4060	5038	6098	7420
管理费用	657	797	1016	1213
研发费用	16	16	18	20
财务费用	115	117	138	151
其他收益	62	57	59	59
投资收益	34	10	21	20
公允价值变动收益	0	0	0	0
信用减值损失	-4	-5	-5	-5
资产减值损失	-41	-34	-36	-36
资产处置收益	7	3	4	4
<b>营业利润</b>	1339	1619	2044	2555
营业外收入	10	11	10	10
营业外支出	11	11	11	11
<b>利润总额</b>	1338	1619	2043	2554
所得税	347	416	526	658
净利润	991	1203	1517	1896
少数股东损益	103	129	161	202
<b>归属母公司净利润</b>	888	1074	1356	1694
<b>EPS(元)</b>	1.23	1.49	1.88	2.35

会计年度	2021	2022E	2023E	2024E
<b>成长性</b>				
营业收入增长率	16.6%	22.4%	23.1%	22.2%
营业利润增长率	18.1%	20.9%	26.2%	25.0%
归母净利润增长率	19.4%	21.0%	26.2%	25.0%
<b>盈利能力</b>				
毛利率	40.3%	40.6%	40.5%	40.5%
净利率	6.5%	6.4%	6.6%	6.7%
ROE	11.9%	12.9%	14.4%	15.7%
<b>偿债能力</b>				
资产负债率	53.9%	55.5%	56.8%	57.6%
流动比率	1.17	1.29	1.38	1.42
速动比率	0.72	0.87	0.94	0.98
<b>营运能力</b>				
资产周转率	94.7%	101.5%	106.8%	110.9%
应收帐款周转率	1593.1%	1582.7%	1601.1%	1590.7%
存货周转率	349.3%	345.5%	360.2%	354.9%
<b>每股资料(元)</b>				
每股收益	1.23	1.49	1.88	2.35
每股经营现金	2.98	2.60	3.04	3.59
每股净资产	10.37	11.56	13.06	14.95
<b>估值比率(倍)</b>				
PE	45.6	37.7	29.9	23.9
PB	5.4	4.9	4.3	3.8

## 分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

## 投资评级说明

投资建议的评级标准	类别	评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级(另有说明的除外)。评级标准为报告发布日后的12个月内公司股价(或行业指数)相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅。其中:A股市场以上证综指或深圳成指为基准,香港市场以恒生指数为基准;美国市场以标普500或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于15%
		审慎增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在5%~15%之间
		中性	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-5%~5%之间
		减持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅小于-5%
		无评级	由于我们无法获取必要的资料,或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件,或者其他原因,致使我们无法给出明确的投资评级
	行业评级	推荐	相对表现优于同期相关证券市场代表性指数
		中性	相对表现与同期相关证券市场代表性指数持平
		回避	相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数

## 信息披露

本公司在知晓的范围内履行信息披露义务。客户可登录 www.xyzq.com.cn 内幕交易防控栏内查询静默期安排和关联公司持股情况。

## 使用本研究报告的风险提示及法律声明

兴业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。

本报告仅供兴业证券股份有限公司(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。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,投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险,任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效,任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点,一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准。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,本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的,但本公司不保证其准确性或完整性,也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。本公司并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相关的其他任何损失承担任何责任。

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、价值及投资收入可升可跌,过往表现不应作为日后的表现依据;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;本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时,本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改,投资者应当自行关注相应的更新或修改。

除非另行说明,本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现。过往的业绩表现亦不应作为日后回报的预示。我们不承诺也不保证,任何所预示的回报会得以实现。分析中所做的回报预测可能是基于相应的假设。任何假设的变化可能会显著地影响所预测的回报。

本公司的销售人员、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。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理部门、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。

本报告并非针对或意图发送予或为任何就送、发布、可得到或使用此报告而使兴业证券股份有限公司及其关联子公司等违反当地的法律或法规或可致使兴业证券股份有限公司受制于相关法律或法规的任何地区、国家或其他管辖区域的公民或居民,包括但不限于美国及美国公民(1934年美国《证券交易所》第15a-6条例定义为本「主要美国机构投资者」除外)。

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。未经授权的转载,本公司不承担任何转载责任。

## 特别声明

在法律许可的情况下,兴业证券股份有限公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易,也可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。因此,投资者应当考虑到兴业证券股份有限公司及/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信赖依据。

## 兴业证券研究

上海	北京	深圳
地址: 上海浦东新区长柳路36号兴业证券大厦15层	地址: 北京市朝阳区建国门大街甲6号SK大厦32层01-08单元	地址: 深圳市福田区皇岗路5001号深业上城T2座52楼
邮编: 200135	邮编: 100020	邮编: 518035
邮箱: research@xyzq.com.cn	邮箱: research@xyzq.com.cn	邮箱: research@xyzq.com.cn