

股票投资评级

买入 | 首次覆盖

个股表现



资料来源：聚源，中邮证券研究所

公司基本情况

最新收盘价(元)	43.30
总股本/流通股本(亿股)	10.11 / 10.08
总市值/流通市值(亿元)	438 / 437
52周内最高/最低价	52.39 / 31.10
资产负债率(%)	56.7%
市盈率	30.93
第一大股东	宁波梅山保税港区厚信创业投资合伙企业(有限合伙)

研究所

分析师: 蔡明子
SAC 登记编号: S1340523110001
Email: caimingzi@cnpsec.com
分析师: 龙永茂
SAC 登记编号: S1340523110002
Email: longyongmao@cnpsec.com

益丰药房(603939)

一季度业绩亮眼，区域聚焦和稳健扩张持续推进

● 一季度业绩亮眼，核心业务增长稳健

公司发布 2023 年年报：2023 年公司实现营收 225.88 亿元 (+13.59%)，归母净利润 14.12 亿元 (+11.90%)，扣非净利润 13.62 亿元 (+10.92%)。公司业绩符合我们的预期。

同时公司发布 2024 年一季报：2024Q1 公司实现营业收入 59.71 亿元 (+13.39%)，归母净利润 4.07 亿元 (+20.89%)，扣非归母净利润 3.99 亿元 (24.26%)。公司业绩在 2023Q1 高基数的基础上实现了快速增长，展现了公司经营的稳定性。

分季度来看，2023 年 Q1~Q4 公司分别实现营业收入 52.66 (+26.94%)、54.41 (+18.23%)、51.81 (+12.70%)、67.00 (+2.47%) 亿元，分别实现归母净利润 3.36 (+23.60%)、3.69 (+21.20%)、2.94 (+18.96%)、4.13 (-5.81%) 亿元，分别实现扣非归母净利润 3.21 (+20.80%)、3.57 (+21.86%)、2.87 (+22.13%)、3.95 (-8.65%) 亿元。

从盈利能力来看，2023 年公司销售毛利率为 38.21% (-1.32pct)，销售净利率为 7.00% (-0.18pct)。2024 年一季度公司销售毛利率为 39.25% (-0.41pct)，销售净利率为 7.47% (+0.26pct)。

从费用率来看，2023 年公司销售费用率为 24.29% (-0.24pct)，管理费用率为 4.26% (-0.29pct)，研发费用率为 0.15% (+0.02pct)，财务费用率为 0.38% (-0.15pct)。2024 年一季度销售费用率 24.40% (-1.20pct)，管理费用率为 4.17% (+0.10pct)，研发费用率为 0.16% (+0.07pct)。财务费用率为 0.47% (+0.09pct)。

分行业来看，2023 年公司零售业务实现营收 201.85 亿元 (+12.00%)；批发业务实现营收 18.92 亿元 (+39.23%)。分产品来看，2023 年公司中西成药实现营收 170.95 亿元 (+15.93%)，中药实现营收 21.80 亿元 (+23.30%)，非药品实现营收 28.03 亿元 (-2.30%)。

● 坚持区域聚焦战略，门店持续稳步扩张

截至 2023 年末，公司拥有门店总数 13,250 家 (含加盟店 2,986 家)，净增 2,982 家；新增门店 3,196 家，其中包括自建门店 1,613 家，并购门店 559 家，加盟店 1,024 家。

2024Q1 公司新增门店 701 家，其中自建门店 364 家，并购门店 166 家，新增加盟店 171 家。截至 2024Q1 公司门店总数 13,920 家 (含加盟店 3,157 家)，净增 670 家。

● 线上线下全渠道承接医院处方外流，专业服务能力持续提升

线下领域，截至 2023 年末公司拥有院边店 (二甲及以上医院直线距离 100 米范围内) 675 家，DTP 专业药房 305 家，其中已开通双通道医保门店 246 家，开通门诊统筹医保药房 4,200 多家，经

营国家医保协议谈判药品超 250 个，医院处方外流品种 800 多个，并与 150 多家专业处方药供应商建立了深度合作伙伴关系。

线上领域，公司布局电子处方流转业务，目前对接省市级医保、卫健处方流转平台 10 余家，直接或者间接承接 100 余家三级医院及互联网医院处方流转业务。

● 盈利预测及投资建议

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，积极承接处方外流，业绩有望持续增长，预计 2024-2026 年营业收入分别为 276.85、342.21、423.78 亿元，归母净利润分别为 17.67、22.14、27.78 亿元，当前股价对应 PE 分别为 24.77、19.76、15.75 倍，首次覆盖，给予“买入”评级。

● 风险提示：

门店扩张速度和后期整合低于预期风险，门诊统筹政策落地不及预期风险。

■ 盈利预测和财务指标

项目\年度	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	22588	27685	34221	42378
增长率(%)	13.59	22.57	23.61	23.84
EBITDA(百万元)	3888.57	3799.14	4077.69	4960.62
归属母公司净利润(百万元)	1411.99	1766.65	2214.39	2777.58
增长率(%)	11.90	25.12	25.34	25.43
EPS(元/股)	1.40	1.75	2.19	2.75
市盈率(P/E)	30.99	24.77	19.76	15.75
市净率(P/B)	4.46	3.72	3.13	2.61
EV/EBITDA	10.47	11.53	10.17	7.78

资料来源：公司公告，中邮证券研究所

财务报表和主要财务比率

财务报表(百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E	主要财务比率	2023A	2024E	2025E	2026E
利润表					成长能力				
营业收入	22588	27685	34221	42378	营业收入	13.6%	22.6%	23.6%	23.8%
营业成本	13958	17092	21103	26092	营业利润	9.0%	27.1%	24.6%	24.9%
税金及附加	89	102	128	161	归属于母公司净利润	11.9%	25.1%	25.3%	25.4%
销售费用	5487	6797	8377	10425	获利能力				
管理费用	962	1209	1503	1839	毛利率	38.2%	38.3%	38.3%	38.4%
研发费用	34	35	46	58	净利率	6.3%	6.4%	6.5%	6.6%
财务费用	86	0	0	0	ROE	14.4%	15.0%	15.9%	16.6%
资产减值损失	-73	0	0	0	ROIC	11.2%	12.0%	13.1%	14.1%
营业利润	2055	2612	3254	4066	偿债能力				
营业外收入	13	0	0	0	资产负债率	56.7%	55.2%	55.1%	54.7%
营业外支出	30	0	0	0	流动比率	1.08	1.08	1.14	1.21
利润总额	2038	2612	3254	4066	营运能力				
所得税	457	632	768	951	应收账款周转率	11.34	12.26	12.46	12.19
净利润	1581	1981	2487	3114	存货周转率	6.09	6.17	6.05	6.19
归母净利润	1412	1767	2214	2778	总资产周转率	1.00	1.06	1.11	1.15
每股收益(元)	1.40	1.75	2.19	2.75	每股指标(元)				
资产负债表					每股收益	1.40	1.75	2.19	2.75
货币资金	3566	3820	6148	9025	每股净资产	9.70	11.63	13.82	16.57
交易性金融资产	1631	1631	1631	1631	估值比率				
应收票据及应收账款	2138	2378	3117	3837	PE	30.99	24.77	19.76	15.75
预付款项	141	221	294	322	PB	4.46	3.72	3.13	2.61
存货	3808	5162	6158	7537	现金流量表				
流动资产合计	12129	14175	18444	23614	净利润	1581	1981	2487	3114
固定资产	1524	1703	1847	1964	折旧和摊销	1832	1187	823	895
在建工程	175	155	87	36	营运资本变动	1066	-15	1081	1127
无形资产	471	504	543	564	其他	145	-91	-90	-127
非流动资产合计	12008	13957	15197	16561	经营活动现金流净额	4624	3061	4301	5009
资产总计	24137	28131	33641	40174	资本开支	-724	-3103	-2016	-2197
短期借款	0	0	0	0	其他	-2256	49	42	65
应付票据及应付账款	8171	9533	11996	14886	投资活动现金流净额	-2980	-3053	-1974	-2132
其他流动负债	3099	3577	4137	4665	股权融资	17	5	0	0
流动负债合计	11269	13110	16133	19552	债务融资	-84	64	0	0
其他	2420	2411	2411	2411	其他	-2026	177	0	0
非流动负债合计	2420	2411	2411	2411	筹资活动现金流净额	-2093	247	0	0
负债合计	13689	15521	18544	21963	现金及现金等价物净增加额	-450	255	2327	2877
股本	1011	1011	1011	1011					
资本公积金	3842	3847	3847	3847					
未分配利润	4774	6276	8158	10519					
少数股东权益	643	857	1129	1466					
其他	177	620	952	1369					
所有者权益合计	10447	12610	15097	18211					
负债和所有者权益总计	24137	28131	33641	40174					

资料来源：公司公告，中邮证券研究所

中邮证券投资评级说明

投资评级标准	类型	评级	说明
报告中投资建议的评级标准： 报告发布日后的 6 个月内的相对市场表现，即报告发布日后的 6 个月内的公司股价（或行业指数、可转债价格）的涨跌幅相对同期相关证券市场基准指数的涨跌幅。 市场基准指数的选取：A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指为基准；可转债市场以中信标普可转债指数为基准；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	预期个股相对同期基准指数涨幅在 20%以上
		增持	预期个股相对同期基准指数涨幅在 10%与 20%之间
		中性	预期个股相对同期基准指数涨幅在-10%与 10%之间
		回避	预期个股相对同期基准指数涨幅在-10%以下
	行业评级	强于大市	预期行业相对同期基准指数涨幅在 10%以上
		中性	预期行业相对同期基准指数涨幅在-10%与 10%之间
		弱于大市	预期行业相对同期基准指数涨幅在-10%以下
	可转债评级	推荐	预期可转债相对同期基准指数涨幅在 10%以上
		谨慎推荐	预期可转债相对同期基准指数涨幅在 5%与 10%之间
		中性	预期可转债相对同期基准指数涨幅在-5%与 5%之间
		回避	预期可转债相对同期基准指数涨幅在-5%以下

分析师声明

撰写此报告的分析师（一人或多人）承诺本机构、本人以及财产利害关系人与所评价或推荐的证券无利害关系。

本报告所采用的数据均来自我们认为可靠的目前已公开的信息，并通过独立判断并得出结论，力求独立、客观、公平，报告结论不受本公司其他部门和人员以及证券发行人、上市公司、基金公司、证券资产管理公司、特定客户等利益相关方的干涉和影响，特此声明。

免责声明

中邮证券有限责任公司（以下简称“中邮证券”）具备经中国证监会批准的开展证券投资咨询业务的资格。

本报告信息均来源于公开资料或者我们认为可靠的资料，我们力求但不保证这些信息的准确性和完整性。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价，中邮证券不对因使用本报告的内容而导致的损失承担任何责任。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。

中邮证券可发出其它与本报告所载信息不一致或有不同结论的报告。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且不予通告。

中邮证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的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者计划提供投资银行、财务顾问或者其他金融产品等相关服务。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供中邮证券客户中的专业投资者使用，若您非中邮证券客户中的专业投资者，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司不会因接收人收到、阅读或关注本报告中的内容而视其为专业投资者。

本报告版权归中邮证券所有，未经书面许可，任何机构或个人不得存在对本报告以任何形式进行翻版、修改、节选、复制、发布，或对本报告进行改编、汇编等侵犯知识产权的行为，亦不得存在其他有损中邮证券商业性权益的任何情形。如经中邮证券授权后引用发布，需注明出处为中邮证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节或修改。

中邮证券对于本声明具有最终解释权。

公司简介

中邮证券有限责任公司，2002年9月经中国证券监督管理委员会批准设立，注册资本50.6亿元人民币。中邮证券是中国邮政集团有限公司绝对控股的证券类金融子公司。

公司经营范围包括：证券经纪；证券自营；证券投资咨询；证券资产管理；融资融券；证券投资基金销售；证券承销与保荐；代理销售金融产品；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问。此外，公司还具有：证券经纪人业务资格；企业债券主承销资格；沪港通；深港通；利率互换；投资管理人受托管理保险资金；全国银行间同业拆借；作为主办券商在全国中小企业股份转让系统从事经纪、做市、推荐业务资格等业务资格。

公司目前已经在北京、陕西、深圳、山东、江苏、四川、江西、湖北、湖南、福建、辽宁、吉林、黑龙江、广东、浙江、贵州、新疆、河南、山西、上海、云南、内蒙古、重庆、天津、河北等地设有分支机构，全国多家分支机构正在建设中。

中邮证券紧紧依托中国邮政集团有限公司雄厚的实力，坚持诚信经营，践行普惠服务，为社会大众提供全方位专业化的证券投、融资服务，帮助客户实现价值增长，努力成为客户认同、社会尊重、股东满意、员工自豪的优秀企业。

中邮证券研究所

北京

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com
地址：北京市东城区前门街道珠市口东大街17号
邮编：100050

上海

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com
地址：上海市虹口区东大名路1080号邮储银行大厦3楼
邮编：200000

深圳

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com
地址：深圳市福田区滨河大道9023号国通大厦二楼
邮编：518048