

证券研究报告

公司研究

公司点评报告

益丰药房(603939)

投资评级

上次评级

唐爱金 医药行业首席分析师

执业编号: S1500523080002

邮箱: tangaijin@cindasc.com

章钟涛 医药行业分析师

执业编号: S1500524030003

邮箱: zhangzhongtao@cindasc.com

信达证券股份有限公司

CINDA SECURITIES CO., LTD

北京市西城区闹市口大街9号院1号楼

邮编: 100031

## 2024Q1 业绩亮眼,“区域聚焦”战略持续提升市场竞争力

2024年05月07日

**事件:** 公司发布 2023 年年报及 2024 年一季报, 2023 年实现营业收入 225.88 亿元 (yoy+13.59%), 实现归母净利润 14.12 亿元 (yoy+11.90%), 扣非归母净利润 13.62 亿元 (yoy+10.92%)。2024 年一季度实现营业收入 59.71 亿元 (yoy+13.39%), 归母净利润 4.07 亿元 (yoy+20.89%), 扣非归母净利润 3.99 亿元 (yoy+24.26%)。

**点评:**

- **2023 年营业收入保持稳步增长, 2024Q1 业绩亮眼。**①2023 年公司营业收入保持稳步增长, 2023 年实现营业收入 225.88 亿元, 同比增长 13.59%。从品类结构上看, 中西成药和中药收入增长较快, 增速分别为 15.93%、23.30%。从区域分布上看, 中南地区和华北地区增速较快, 分别为 17%、27%, 华东地区增速仅 7%。由于 2023 年净利率同比下降 0.18 个百分点, 因而归母净利润增速慢于营业收入增速。净利率同比下降主要系 2023 年公司毛利率同比下降, 2023 年公司毛利率同比下降 1.32 个百分点 (一方面系低毛利率的批发业务占比提升, 另一方面系零售业务毛利率有所下降)。②2024Q1 公司扣非归母净利润增速表现亮眼, 且扣非归母净利润增速快于营业收入增速, 这主要系 2024Q1 公司销售费用率同比下降 1.2 个百分点 (2024Q1 销售费用率为 24.4%)。2024Q1 公司净利率同比提升 0.26 个百分点, 2024Q1 净利率达 7.47%。
- **公司坚持区域聚焦发展战略, 门店持续稳健扩张。**①公司门店主要分布于中南地区 (湖南、湖北、广东)、华东地区 (江苏、上海、浙江、江西) 和华北地区 (河北、北京、天津), 2023 年末公司拥有门店总数达 13250 家 (全年净增门店 2982 家), 其中直营门店 10264 家, 而加盟门店为 2986 家。从门店资质上看, 2023 年末已取得医保资格的药店达 8970 家, 占公司直营门店总数的 87.39% (同比增加 0.65 个百分点)。②2024Q1 公司门店总数 13920 家 (其中加盟店为 3157 家), 较上期末净增 670 家。其中已有 9331 家门店取得医保资格, 占公司直营门店总数比例为 86.70%。
- **公司顺应国家政策, 线上线下全渠道承接医院处方外流。**①在线下布局方面, 2023 年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 4200 多家 (约占直营门店数的 41%), 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。②在线上领域, 公司已对接省市级医保、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。此外, 公司持续推进医药新零售体系建设, 2023 年线上业务实现销售收入约 18.18 亿元 (占营业总收入的 8%), 其中 O2O 实现销售收入 13.99 亿元, B2C

实现销售收入 4.19 亿元。

- **盈利预测：**我们预计公司 2024-2026 年营业收入分别为 277.31 亿元、340.81 亿元、416.1 亿元，同比增速分别为 23%、23%、22%，实现归母净利润分别为 17.66 亿元、21.9 元、27.11 亿元，同比分别增长 25%、24%、24%，对应当前股价 PE 分别为 26 倍、21 倍、17 倍。
- **风险因素：**零售药房市场竞争加剧、医保政策变动风险、税收政策变动风险、门店扩张不及预期、并购整合不顺利、商誉减值风险。

重要财务指标	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业总收入(百万元)	19,886	22,588	27,731	34,081	41,610
增长率 YoY %	29.8%	13.6%	22.8%	22.9%	22.1%
归属母公司净利润 (百万元)	1,262	1,412	1,766	2,190	2,711
增长率 YoY%	42.1%	11.9%	25.0%	24.0%	23.8%
毛利率%	39.5%	38.2%	38.2%	38.1%	38.2%
净资产收益率ROE%	14.8%	14.4%	15.0%	15.7%	16.3%
EPS(摊薄)(元)	1.25	1.40	1.75	2.17	2.68
市盈率 P/E(倍)	36.36	32.49	25.98	20.95	16.93
市净率 P/B(倍)	5.36	4.68	3.90	3.29	2.75

资料来源：wind，信达证券研发中心预测；股价为 2024 年 5 月 6 日收盘价

资产负债表					
单位:百万元					
会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
<b>流动资产</b>	10,578	12,129	17,047	21,208	26,544
货币资金	4,113	3,566	7,497	10,105	13,415
应收票据	0	0	0	0	0
应收账款	1,844	2,138	2,688	3,391	4,136
预付账款	225	141	188	232	283
存货	3,615	3,808	4,680	5,747	7,013
其他	782	2,475	1,993	1,734	1,698
<b>非流动资产</b>	10,458	12,008	13,313	14,657	15,894
长期股权投资	5	6	6	6	6
固定资产(合)	1,219	1,524	1,755	1,941	2,078
无形资产	478	471	466	461	456
其他	8,756	10,007	11,087	12,250	13,354
<b>资产总计</b>	21,036	24,137	30,360	35,865	42,438
<b>流动负债</b>	9,659	11,269	13,582	16,367	19,635
短期借款	0	0	0	0	0
应付票据	5,083	6,215	7,613	9,372	11,436
应付账款	1,678	1,956	2,398	2,952	3,602
其他	2,899	3,099	3,572	4,043	4,597
<b>非流动负债</b>	2,258	2,420	4,164	4,423	4,682
长期借款	229	134	124	144	164
其他	2,029	2,286	4,041	4,280	4,519
<b>负债合计</b>	11,917	13,689	17,747	20,790	24,317
少数股东权益	565	643	861	1,132	1,467
归属母公司股	8,553	9,804	11,753	13,943	16,654
<b>负债和股东权益</b>	21,036	24,137	30,360	35,865	42,438

重要财务指标					
单位:百万元					
会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业总收入	19,886	22,588	27,731	34,081	41,610
同比(%)	29.8%	13.6%	22.8%	22.9%	22.1%
归属母公司净利润	1,262	1,412	1,766	2,190	2,711
同比(%)	42.1%	11.9%	25.0%	24.0%	23.8%
毛利率(%)	39.5%	38.2%	38.2%	38.1%	38.2%
ROE%	14.8%	14.4%	15.0%	15.7%	16.3%
EPS(摊薄)(元)	1.25	1.40	1.75	2.17	2.68
P/E	36.36	32.49	25.98	20.95	16.93
P/B	5.36	4.68	3.90	3.29	2.75
EV/EBITDA	12.81	10.47	13.63	10.67	8.17

利润表					
单位:百万元					
会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
<b>营业总收入</b>	19,886	22,588	27,731	34,081	41,610
营业成本	12,026	13,958	17,128	21,088	25,732
营业税金及附加	70	89	111	136	166
销售费用	4,878	5,487	6,655	8,145	9,903
管理费用	904	962	1,137	1,363	1,664
研发费用	25	34	42	51	62
财务费用	105	86	97	102	112
减值损失合计	-56	-73	-78	-92	-108
<b>投资净收益</b>	7	42	20	20	20
其他	57	113	82	81	82
<b>营业利润</b>	1,886	2,055	2,585	3,204	3,964
营业外收支	-8	-17	-8	-8	-8
<b>利润总额</b>	1,877	2,038	2,577	3,196	3,956
所得税	454	457	593	735	910
<b>净利润</b>	1,423	1,581	1,984	2,461	3,046
少数股东损	162	169	218	271	335
<b>归属母公司</b>	1,262	1,412	1,766	2,190	2,711
EBITDA	3,547	3,889	3,228	3,905	4,726
EPS(当年)(元)	1.26	1.40	1.75	2.17	2.68

现金流量表					
单位:百万元					
会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
<b>经营活动现金流</b>	3,920	4,624	3,358	4,106	5,005
净利润	1,423	1,581	1,984	2,461	3,046
折旧摊销	1,586	1,832	555	607	659
财务费用	165	161	208	239	291
投资损失	-7	-42	-20	-20	-20
营运资金变	690	1,066	576	731	925
其它	62	27	56	89	105
<b>投资活动现金流</b>	-1,274	-2,980	-1,219	-1,518	-1,664
资本支出	-578	-724	-1,777	-1,868	-1,968
长期投资	-801	-552	600	400	354
其他	105	-1,704	-42	-50	-50
<b>筹资活动现金流</b>	-1,655	-2,093	1,792	20	-32
吸收投资	77	17	5	0	0
借款	80	0	-10	20	20
支付利息或股息	-316	-417	-208	-239	-291
<b>现金流净增加额</b>	991	-450	3,931	2,608	3,309

## 研究团队简介

**唐爱金**，医药首席分析师。浙江大学硕士，曾就职于东阳光药先后任研发工程师及营销市场专员，具备优异的药物化学专业背景和医药市场经营运作经验，曾经就职于广证恒生和方正证券研究所负责医药团队卖方业务工作超9年。

**史慧颖**，医药研究员，上海交通大学药学硕士，曾在PPC佳生和 Parexel 从事临床CRO工作，2021年加入信达证券，负责CXO行业研究。

**王桥天**，医药研究员，中国科学院化学研究所有机化学博士，北京大学博士后。2021年12月加入信达证券，负责科研服务与小分子创新药行业研究。

**吴欣**，医药研究员，上海交通大学生物医学工程本科及硕士，曾在长城证券研究所医药团队工作，2022年4月加入信达证券，负责医疗器械和中药板块行业研究。

**赵晓翔**，医药研究员，上海交通大学生物技术专业学士，卡耐基梅隆大学信息管理专业硕士，2年证券从业经验，2022年加入信达证券，负责医疗器械、医疗设备、AI医疗、数字医疗等行业研究。

**曹佳琳**，医药研究员，中山大学岭南学院数量经济学硕士，2年医药生物行业研究经历，曾任职于方正证券，2023年加入信达证券，负责医疗器械设备、体外诊断、ICL等领域的研究工作。

**章钟涛**，医药研究员，暨南大学国际投融资硕士，1年医药生物行业研究经历，CPA(专业阶段)，曾任职于方正证券，2023年加入信达证券，主要覆盖中药、医药商业&药店、疫苗。

**赵丹**，医药研究员，北京大学生物医学工程硕士，2年创新药行业研究经历，2024年加入信达证券。主要覆盖创新药。

## 分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

## 免责声明

信达证券股份有限公司（以下简称“信达证券”）具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，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出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

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，也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人做出邀请。

在法律允许的情况下，信达证券或其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，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

## 评级说明

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数：沪深300指数（以下简称基准）； 时间段：报告发布之日起6个月内。	<b>买入</b> ：股价相对强于基准15%以上；	<b>看好</b> ：行业指数超越基准；
	<b>增持</b> ：股价相对强于基准5%~15%；	<b>中性</b> ：行业指数与基准基本持平；
	<b>持有</b> ：股价相对基准波动在±5%之间；	<b>看淡</b> ：行业指数弱于基准。
	<b>卖出</b> ：股价相对弱于基准5%以下。	

## 风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，投资者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、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券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，投资者需自行承担风险。