

2024年05月08日

买入（维持）

报告原因：业绩点评

证券分析师

杜永宏 S0630522040001

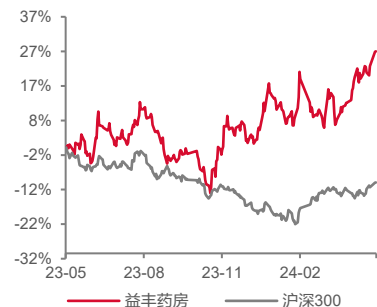
dyh@longone.com.cn

证券分析师

伍可心 S0630522120001

wqx@longone.com.cn

数据日期	2024/05/07
收盘价	45.44
总股本(万股)	101,058
流通A股/B股(万股)	100,812/0
资产负债率(%)	57.69%
市净率(倍)	4.15
净资产收益率(加权)	4.06
12个月内最高/最低价	52.45/30.90

**相关研究**

《益丰药房（603939）：短期增速放缓，规模效应显现——公司简评报告》 2023.10.31

《益丰药房（603939）：业绩稳健增长，高毛利中药快速放量-公司简评》 2023.08.31

《益丰药房（603939）：门店破万家，业绩高增长——公司简评报告》 2023.04.28

益丰药房（603939）：区域聚焦稳健扩张，2024Q1业绩向好

——公司简评报告

投资要点

➢ **2023年业绩增长稳健，2024Q1增速亮眼。**公司发布2023年报及2024年一季度：2023年实现营收225.88亿元、归母净利润14.1亿元，同比分别增长13.6%、11.9%，公司业绩增长稳健；其中第四季度实现营收67.00亿元、归母净利润4.13亿元，同比分别变动2.5%、-5.8%。2024Q1实现营收59.71亿元、归母净利润4.07亿元，同比分别增加13.4%、20.9%；高基数下业绩增速亮眼。

➢ **区域聚焦，稳健扩张。1）十省门店1.39万家。**截至2024Q1，公司十省门店总数为13920家，其中直营、加盟门店分别为10763、3157家。新开店方面，2023年净增门店2982家，其中直营1958家（自建1613，并购559家，闭店153家，迁址61家），加盟1024家；2024Q1净增门店670家，直营499家（自建364，并购166家，闭店23家，迁址8家），加盟171家。**2）2024年预计扩张门店4千家。**2024年公司门店扩张计划：全年计划4000家新增门店，其中自建1800家，并购700家，加盟1500家。公司以“巩固中南华东华北，拓展全国市场”为市场拓展目标，持续加密十省门店布局，区域内品牌效应与规模优势持续凸显。

➢ **收入结构逐渐调整。1）零售收入稳健增长，低毛利批发业务高速增长。**分业务来看，2023年公司实现零售收入201.85亿元(+12.0%)，毛利率为39.6%(-0.9pp)；实现批发收入18.92亿元(+39.2%)，毛利率为9.4%(-0.1pp)。**2）高毛利中药与低毛利成药快速放量，非药品类库存消化。**从产品种类看，2023年公司中西成药、中药和非药收入分别为170.95(+15.9%)、21.80(+23.3%)、28.03(-2.30%)亿元，毛利率分别为34.8%(-0.5pp)、47.1%(+0.3pp)、42.5%(-6.0pp)，我们认为非药品类增速阶段性放缓主要是防疫类库存去化影响。

➢ **盈利能力维持较高水平。**2023年公司毛利率为38.2%(-1.3pp)、净利率为7.0%(-0.2pp)，预计盈利能力下降的短期因素主要是受到各地门诊统筹落地速度与细则不同影响；中长期来看，低毛利批发业务与处方药产品放量或将导致整体毛利率呈下行态势。期间费用率方面，公司销售、管理、财务费用率分别为24.3%、4.3%、0.4%，分别较上年同期下降0.2、0.3、0.1 pp，精细化管理成效持续显现。2024Q1，公司毛利率与净利分别为39.3%(-0.4pp)、7.5%(+0.3pp)。长期来看，伴随统筹政策落地，药店流量提升，净利率有望维持较高水平。

➢ **投资建议：**公司2023年业绩略低于预期，考虑到门诊统筹落地进度等不确定性因素的影响，我们适当下调公司2024/2025年盈利预测，新增2026年盈利预测，我们预计公司2024-2026年归母净利润分别为17.40、21.29、25.85亿元，EPS分别是1.72、2.11、2.56元，对应PE分别26.39、21.57、17.77倍。维持“买入”评级。

➢ **风险提示：**门诊统筹政策落地不及预期，门店扩张不及预期，行业竞争加剧的风险等。

盈利预测与估值简表

	2021A	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
主营收入(百万元)	15,326.31	19,886.40	22,588.23	27,402.74	33,556.96	40,598.15
同比增速(%)	16.60%	29.75%	13.59%	21.31%	22.46%	20.98%
归母净利润(百万元)	887.88	1,261.84	1,411.99	1,739.84	2,129.22	2,584.70
同比增速(%)	19.42%	42.12%	11.90%	23.22%	22.38%	21.39%
毛利率(%)	40.35%	39.53%	38.21%	36.44%	35.89%	35.44%
每股盈利(元)	1.25	1.26	1.40	1.72	2.11	2.56
ROE(%)	11.87%	14.75%	14.40%	15.65%	17.03%	18.23%
PE(倍)	44.09	50.67	28.60	26.39	21.57	17.77

资料来源：携宁，东海证券研究所（截止至2024年5月7日收盘）

附录：三大报表预测值

利润表 (百万元)					资产负债表 (百万元)				
	2023A	2024E	2025E	2026E		2023A	2024E	2025E	2026E
营业总收入	22,588	27,403	33,557	40,598	货币资金	3,566	5,373	6,800	8,122
%同比增速	14%	21%	22%	21%	交易性金融资产	1,631	1,631	1,631	1,631
营业成本	13,958	17,417	21,512	26,210	应收账款及应收票据	2,138	2,588	3,151	3,778
毛利	8,631	9,986	12,045	14,388	存货	3,808	4,548	5,497	6,552
%营业收入	38%	36%	36%	35%	预付账款	141	174	215	262
税金及附加	89	99	117	143	其他流动资产	845	930	1,041	1,162
%营业收入	0%	0%	0%	0%	流动资产合计	12,129	15,244	18,335	21,508
销售费用	5,487	6,357	7,718	9,216	长期股权投资	6	6	6	6
%营业收入	24%	23%	23%	23%	投资性房地产	0	0	0	0
管理费用	962	1,096	1,258	1,462	固定资产合计	1,524	1,677	1,838	1,998
%营业收入	4%	4%	4%	4%	无形资产	471	473	483	501
研发费用	34	33	40	49	商誉	4,611	4,911	5,261	5,661
%营业收入	0%	0%	0%	0%	递延所得税资产	139	148	148	148
财务费用	86	21	-1	-17	其他非流动资产	5,258	5,644	5,989	6,307
%营业收入	0%	0%	0%	0%	资产总计	24,137	28,102	32,059	36,128
资产减值损失	-73	0	0	0	短期借款	0	0	0	0
信用减值损失	-5	0	0	0	应付票据及应付账款	8,171	9,928	11,652	13,083
其他收益	76	69	84	101	预收账款	16	14	17	20
投资收益	42	41	50	61	应付职工薪酬	464	644	774	917
净敞口套期收益	0	0	0	0	应交税费	263	356	436	528
公允价值变动收益	0	0	0	0	其他流动负债	2,356	2,623	2,835	3,066
资产处置收益	42	33	40	49	流动负债合计	11,269	13,565	15,715	17,614
营业利润	2,055	2,522	3,087	3,747	长期借款	134	184	244	314
%营业收入	9%	9%	9%	9%	应付债券	0	0	0	0
营业外收支	-17	0	0	0	递延所得税负债	27	18	18	18
利润总额	2,038	2,522	3,087	3,747	其他非流动负债	2,260	2,359	2,459	2,559
%营业收入	9%	9%	9%	9%	负债合计	13,689	16,126	18,436	20,505
所得税费用	457	568	695	843	归属于母公司的所有者权益	9,804	11,118	12,502	14,182
净利润	1,581	1,955	2,392	2,904	少数股东权益	643	858	1,121	1,440
%营业收入	7%	7%	7%	7%	股东权益	10,447	11,976	13,623	15,622
归属于母公司净利润	1,412	1,740	2,129	2,585	负债及股东权益	24,137	28,102	32,059	36,128
%同比增速	12%	23%	22%	21%					
少数股东损益	169	215	263	319					
EPS (元/股)	1.40	1.72	2.11	2.56					

现金流量表 (百万元)				
	2022A	2023E	2024E	2025E
经营活动现金流净额	4,624	3,450	3,540	3,683
投资	-552	-100	-100	-100
资本性支出	-724	-1,206	-1,300	-1,401
其他	-1,704	-51	-50	-39
投资活动现金流净额	-2,980	-1,357	-1,449	-1,540
债权融资	-84	214	160	170
股权融资	17	5	0	0
支付股利及利息	-417	-683	-824	-989
其他	-1,609	177	0	0
筹资活动现金流净额	-2,093	-286	-664	-819
现金净流量	-450	1,807	1,426	1,323

基本指标				
	2022A	2023E	2024E	2025E
EPS	1.40	1.72	2.11	2.56
BVPS	9.70	11.00	12.37	14.03
PE	28.60	26.39	21.57	17.77
PEG	2.40	1.14	0.96	0.83
PB	4.13	4.13	3.67	3.24
EV/EBITDA	10.47	14.22	11.51	9.40
ROE	14%	16%	17%	18%
ROIC	11%	12%	13%	14%

资料来源：携宁，东海证券研究所（截止至 2024 年 5 月 7 日收盘）

一、评级说明

	评级	说明
市场指数评级	看多	未来 6 个月内沪深 300 指数上升幅度达到或超过 20%
	看平	未来 6 个月内沪深 300 指数波动幅度在-20%—20%之间
	看空	未来 6 个月内沪深 300 指数下跌幅度达到或超过 20%
行业指数评级	超配	未来 6 个月内行业指数相对强于沪深 300 指数达到或超过 10%
	标配	未来 6 个月内行业指数相对沪深 300 指数在-10%—10%之间
	低配	未来 6 个月内行业指数相对弱于沪深 300 指数达到或超过 10%
公司股票评级	买入	未来 6 个月内股价相对强于沪深 300 指数达到或超过 15%
	增持	未来 6 个月内股价相对强于沪深 300 指数在 5%—15%之间
	中性	未来 6 个月内股价相对沪深 300 指数在-5%—5%之间
	减持	未来 6 个月内股价相对弱于沪深 300 指数 5%—15%之间
	卖出	未来 6 个月内股价相对弱于沪深 300 指数达到或超过 15%

二、分析师声明:

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师,具备专业胜任能力,保证以专业严谨的研究方法和分析逻辑,采用合法合规的数据信息,审慎提出研究结论,独立、客观地出具本报告。

本报告中准确反映了署名分析师的个人研究观点和结论,不受任何第三方的授意或影响,其薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来,均与其在本报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

署名分析师本人及直系亲属与本报告中涉及的内容不存在任何利益关系。

三、免责声明:

本报告基于本公司研究所及研究人员认为合法合规的公开资料或实地调研的资料,但对这些信息的真实性、准确性和完整性不做任何保证。本报告仅反映研究人员个人出具本报告当时的分析和判断,并不代表东海证券股份有限公司,或任何其附属或联营公司的立场,本公司可能发表其他与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告可能因时间等因素的变化而变化从而导致与事实不完全一致,敬请关注本公司就同一主题所出具的相关后续研究报告及评论文章。在法律允许的情况下,本公司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。

本报告仅供“东海证券股份有限公司”客户、员工及经本公司许可的机构与个人阅读和参考。在任何情况下,本报告中的信息和意见均不构成对任何机构和个人的投资建议,任何形式的保证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,本公司亦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。本公司客户如有任何疑问应当咨询独立财务顾问并独自进行投资判断。

本报告版权归“东海证券股份有限公司”所有,未经本公司书面授权,任何人不得对本报告进行任何形式的翻版、复制、刊登、发表或者引用。

四、资质声明:

东海证券股份有限公司是经中国证监会核准的合法证券经营机构,已经具备证券投资咨询业务资格。我们欢迎社会监督并提醒广大投资者,参与证券相关活动应当审慎选择具有相当资质的证券经营机构,注意防范非法证券活动。

上海 东海证券研究所

地址:上海市浦东新区东方路1928号 东海证券大厦
 网址: [Http://www.longone.com.cn](http://www.longone.com.cn)
 座机: (8621) 20333275
 手机: 18221959689
 传真: (8621) 50585608
 邮编: 200215

北京 东海证券研究所

地址:北京市西三环北路87号国际财经中心D座15F
 网址: [Http://www.longone.com.cn](http://www.longone.com.cn)
 座机: (8610) 59707105
 手机: 18221959689
 传真: (8610) 59707100
 邮编: 100089