

评级：买入(维持)

市场价格：46.63

分析师：祝嘉琦

执业证书编号：S0740519040001

电话：021-20315150

Email: zhujq@zts.com.cn

分析师：孙宇瑶

执业证书编号：S0740522060002

Email: sunyy03@zts.com.cn

公司盈利预测及估值

指标	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	19,886	22,588	27,347	32,858	39,463
增长率 yoy%	30%	14%	21%	20%	20%
净利润(百万元)	1,266	1,412	1,813	2,207	2,671
增长率 yoy%	43%	12%	28%	22%	21%
每股收益(元)	1.25	1.40	1.79	2.18	2.64
每股现金流量	3.88	4.58	2.88	2.81	5.13
净资产收益率	14%	14%	15%	15%	15%
P/E	37.2	33.4	26.0	21.4	17.6
P/B	5.5	4.8	4.1	3.5	3.0

备注：2024/5/9

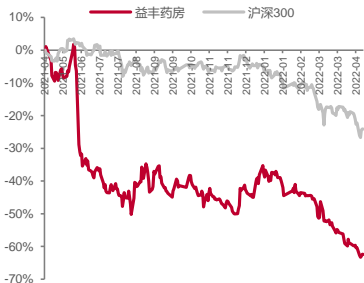
投资要点

- 事件：1) 公司发布 2023 年报，报告期内实现营业收入 225.88 亿元，同比增长 13.59%；实现归母净利润 14.12 亿元，同比增长 11.90%。2) 公司发布 2024 年一季报，实现营业收入 59.71 亿元，同比增长 13.39%；归母净利润 4.07 亿元，同比增长 20.89%。
- 高基数下凸显韧性，24Q1 业绩略超预期。23Q4 及 24Q1 公司在同期高基数下仍然实现稳健增长，收入端增速分别为 2.47%、13.39%；归母净利润增速分别为-5.81%、20.89%。展望 2024 年，一方面门诊统筹政策有望逐步落地推进，另一方面公司门店规模持续扩大，同时业绩基数压力趋缓，我们预计 24 年公司季度业绩增长环比加速。
- 门店稳步扩张，奠定业绩增长基石。截至 2023 年底，公司门店总数 13250 家(含加盟店 2986 家)，较上期末净增门店 2982 家。截至 2024Q1 公司门店 13920 家(含加盟店 3157 家)，净增 670 家。核心地区门店数量不断扩大，驱动各地区收入增长，2024Q1 中南、华东、华北地区营收分别同比增长 12.61%、10.15%、19.73%。随着公司门店拓展加速，有望带来 2024 年收入利润的稳健增长。
- 业务结构导致毛利率略有下滑，费用端持续优化。2023 年，公司实现毛利率 38.21%(-1.32pp)，销售净利率 7.00%(-0.18pp)，毛利率下滑预计与公司批发收入占比提升及零售业务毛利率略有下滑。从费用端看，2023 年公司销售费用率 24.29%(-0.24pp)，管理费用率 4.26%(-0.29pp)，财务费用率 0.38%(-0.15pp)，各项费用率均有不同程度下降。
- 新零售业务蓬勃发展，统筹落地有望贡献增量。截至 2023 年末，公司拥有院边店 675 家，DTP 专业药房 305 家，其中双通道医保门店 246 家；门诊统筹医保药房 4200 多家，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。我们预计，随着统筹落地加速，有望带来处方外流增量，带动公司收入端持续增长。2023 年公司 B2C、O2O 业务实现收入 18.18 亿元，其中 O2O 实现销售收入 13.99 亿元，B2C 实现销售收入 4.19 亿元。截至 2023 年底，公司 O2O 上线直营门店超过 9,000 家，24 小时营业配送门店 600 多家，覆盖了公司线下所有主要城市，新零售业务正蓬勃发展。
- 盈利预测和投资建议：根据年报及一季报，我们对盈利预测略作调整，预计 2024-2026 年公司实现营业收入 273.47、328.58、394.63 亿元，同比增长 21%、20%、20%，归母净利润 18.13、22.07、26.71 亿元(2024-2025 年预测前值为 17.71、21.51 亿元)，同比增长 28%、22%、21%。考虑到行业整合浪潮下，公司对内精益管理，提升效率；对外加速扩张，未来有望保持高增长态势，维持“买入”评级。
- 风险提示事件：并购整合不达预期的风险、门店扩张不达预期的风险、医药政策扰动的风险、市场规模不达预期的风险。

基本状况

总股本(百万股)	1011
流通股本(百万股)	1008
市价(元)	46.63
市值(亿元)	471
流通市值(亿元)	470

股价与行业-市场走势对比



相关报告

1 益丰药房-2022+2023Q1: 业绩符合预期，自建门店快速推进-买入-(中泰证券_祝嘉琦、孙宇瑶)

图表 1: 益丰药房财务预测模型

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2023	2024E	2025E	2026E	会计年度	2023	2024E	2025E	2026E
货币资金	3,566	8,204	9,857	12,877	营业收入	22,588	27,347	32,858	39,463
应收票据	0	0	0	0	营业成本	13,958	16,887	20,306	24,388
应收账款	2,138	2,726	3,015	3,502	税金及附加	89	108	124	150
预付账款	141	219	283	301	销售费用	5,487	6,618	7,935	9,511
存货	3,808	4,966	6,985	7,395	管理费用	962	1,190	1,413	1,697
合同资产	0	0	0	0	研发费用	34	27	33	39
其他流动资产	2,475	2,341	2,485	2,648	财务费用	86	-72	-102	-135
流动资产合计	12,129	18,456	22,626	26,723	信用减值损失	-5	-5	-5	-5
其他长期投资	0	0	0	0	资产减值损失	-73	-60	-50	-50
长期股权投资	6	6	6	6	公允价值变动收益	0	0	0	0
固定资产	1,524	1,727	1,963	2,227	投资收益	42	28	26	32
在建工程	175	275	275	175	其他收益	76	40	40	40
无形资产	471	485	504	506	营业利润	2,055	2,633	3,202	3,872
其他非流动资产	9,832	9,943	10,044	10,123	营业外收入	13	13	13	13
非流动资产合计	12,008	12,436	12,792	13,037	营业外支出	30	30	30	30
资产合计	24,137	30,893	35,418	39,760	利润总额	2,038	2,616	3,185	3,855
短期借款	0	2,516	1,964	335	所得税	457	586	714	864
应付票据	6,215	6,717	8,391	10,236	净利润	1,581	2,030	2,471	2,991
应付账款	1,956	3,377	4,122	5,024	少数股东损益	169	217	264	320
预收款项	16	13	16	20	归属母公司净利润	1,412	1,813	2,207	2,671
合同负债	80	383	460	552	NOPLAT	1,648	1,974	2,392	2,886
其他应付款	810	810	810	810	EPS (按最新股本摊薄)	1.40	1.79	2.18	2.64
一年内到期的非流动负债	1,458	1,458	1,458	1,458					
其他流动负债	734	845	954	1,093					
流动负债合计	11,269	16,119	18,176	19,529	主要财务比率				
长期借款	134	234	434	634	会计年度	2023	2024E	2025E	2026E
应付债券	0	0	0	0	成长能力				
其他非流动负债	2,286	2,286	2,286	2,286	营业收入增长率	13.6%	21.1%	20.2%	20.1%
非流动负债合计	2,420	2,520	2,720	2,920	EBIT增长率	7.1%	19.8%	21.1%	20.7%
负债合计	13,689	18,639	20,896	22,449	归母公司净利润增长率	11.6%	28.4%	21.7%	21.0%
归属母公司所有者权益	9,804	11,394	13,399	15,868	获利能力				
少数股东权益	643	860	1,124	1,443	毛利率	38.2%	38.3%	38.2%	38.2%
所有者权益合计	10,447	12,253	14,522	17,311	净利率	7.0%	7.4%	7.5%	7.6%
负债和股东权益	24,137	30,893	35,418	39,760	ROE	13.5%	14.8%	15.2%	15.4%
					ROIC	63.8%	32.9%	32.0%	33.8%
					偿债能力				
现金流量表					资产负债率	56.7%	60.3%	59.0%	56.5%
					债务权益比	37.1%	53.0%	42.3%	27.2%
					流动比率	1.1	1.1	1.2	1.4
					速动比率	0.7	0.8	0.9	1.0
					营运能力				
					总资产周转率	0.9	0.9	0.9	1.0
会计年度	2023	2024E	2025E	2026E	应收账款周转天数	32	32	31	30
经营活动现金流	4,624	2,907	2,839	5,186	应付账款周转天数	47	57	66	68
现金收益	2,069	2,311	2,773	3,314	存货周转天数	96	94	106	106
存货影响	-193	-1,158	-2,019	-409	每股指标(元)				
经营性应收影响	-138	-605	-303	-455	每股收益	1.40	1.79	2.18	2.64
经营性应付影响	1,478	1,920	2,422	2,751	每股经营现金流	4.58	2.88	2.81	5.13
其他影响	1,409	439	-33	-14	每股净资产	9.70	11.27	13.26	15.70
投资活动现金流	-2,980	-754	-734	-671	估值比率				
资本支出	-635	-671	-659	-623	P/E	33	26	21	18
股权投资	0	0	0	0	P/B	5	4	4	3
其他长期资产变化	-2,345	-83	-75	-48	EV/EBITDA	109	95	79	66
融资活动现金流	-2,093	2,485	-452	-1,496					
借款增加	86	2,616	-352	-1,429					
股利及利息支付	-417	-351	-463	-505					
股东融资	17	0	0	0					
其他影响	-1,779	220	363	438					

来源: 中泰证券研究所

投资评级说明:

	评级	说明
股票评级	买入	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 15%以上
	增持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
	持有	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在-10%~+5%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数跌幅在 10%以上
行业评级	增持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在 10%以上
	中性	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数跌幅在 10%以上
备注：评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准（另有说明的除外）。		

重要声明:

中泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响。本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整。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。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。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。

市场有风险，投资需谨慎。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。

投资者应注意，在法律允许的情况下，本公司及其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投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“中泰证券股份有限公司”所有。事先未经本公司书面授权，任何机构和个人，不得对本报告进行任何形式的翻版、发布、复制、转载、刊登、篡改，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。