



# 益丰药房 (603939.SH)

买入 (维持评级)

公司点评  
证券研究报告

## 业绩增长韧性强，保持高盈利质量

### 业绩简评

2024年8月29日，公司发布2024年半年报。1H24公司实现收入117.62亿元，同比+9.86%；归母净利润7.98亿元，同比+13.13%；扣非归母净利润7.86亿元，同比+15.77%。

单季度看，2Q24公司实现收入57.91亿元，同比+6.45%；归母净利润3.91亿元，同比+6.05%；扣非归母净利润3.86亿元，同比+8.12%。

### 经营分析

门店持续增长，现金流状况良好。1H24公司新增门店1575家，其中自建门店842家，并购门店293家，新增加盟店440家。迁址门店17家，关闭门店72家，净增门店1486家。截至1H24末，公司门店总数已达14736家，上半年在自建+并购+加盟三方向仍取得良好进展。1H24公司经营活动产生的现金流量净额约为18.2亿元，同比+29.4%，现金流状况良好，为后续门店经营、扩张提供良好保障。

多渠道布局，线上业务取得稳定增长。1H24公司互联网业务实现销售收入10.96亿元(含税)，同比+20.18%，其中，O2O实现销售收入8.78亿元，同比+26.33%；B2C实现销售收入2.18亿元，同比+0.46%。

毛利率保持平稳，主要板块均实现增长。1H24分板块来看，公司中西成药收入约88.8亿元，同比+10.1%，毛利率为34.85%，同比-0.22pct；中药收入11.6亿元，同比+14.8%，毛利率为48.74%，同比+0.15pct；非药品收入13.5亿元，同比+0.4%，毛利率为51.1%，同比+0.03pct。综合毛利率为40.05%，同比+0.06pct。净利率为7.31%，同比-0.15pct。

### 盈利预测、估值与评级

基于行业和公司发展现状，我们将24-26年公司归母净利润预测由原来的17.78/22.26/27.50亿元下调至15.88/18.35/21.24亿元，分别同比增长12%/16%/16%，EPS分别为1.31/1.51/1.75元，现价对应PE分别为14/13/11倍，维持“买入”评级。

### 风险提示

外延并购不确定性风险；处方外流不达预期风险；互联网冲击风险；收入地区集中风险等。

医药组

分析师：袁维 (执业S1130518080002)

yuan\_wei@gjzq.com.cn

市价(人民币)：18.97元

相关报告：

- 《益丰药房公司点评：业绩稳健增长，盈利能力提升》，2024.4.29
- 《益丰药房公司点评：中药品类营收高增长，门店拓展情况顺利》，2023.10.31
- 《益丰药房公司点评：门店拓展步伐稳健，线上业务顺利推进》，2023.8.30



### 公司基本情况 (人民币)

项目	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	19,886	22,588	24,273	28,059	32,381
营业收入增长率	29.75%	13.59%	7.46%	15.60%	15.40%
归母净利润(百万元)	1,266	1,412	1,588	1,835	2,124
归母净利润增长率	42.54%	11.57%	12.45%	15.56%	15.75%
摊薄每股收益(元)	1.754	1.397	1.310	1.513	1.752
每股经营性现金流净额	5.43	4.58	0.92	2.55	2.89
ROE(归属母公司)(摊薄)	14.79%	14.40%	14.89%	15.75%	16.59%
P/E	36.40	28.66	14.49	12.54	10.83
P/B	5.38	4.13	2.16	1.97	1.80

来源：公司年报、国金证券研究所



附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)							资产负债表 (人民币百万元)							
	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E		2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E	
<b>主营业务收入</b>	<b>15,326</b>	<b>19,886</b>	<b>22,588</b>	<b>24,273</b>	<b>28,059</b>	<b>32,381</b>	货币资金	2,921	4,113	3,566	3,775	4,838	6,649	
增长率	29.8%	13.6%	7.5%	15.6%	15.4%		应收款项	1,400	2,265	2,599	2,534	2,853	3,203	
主营业务成本	-9,143	-12,026	-13,958	-14,928	-17,313	-20,044	存货	3,041	3,615	3,808	4,016	4,555	5,177	
%销售收入	59.7%	60.5%	61.8%	61.5%	61.7%	61.9%	其他流动资产	554	586	2,156	2,205	2,236	2,271	
毛利	6,183	7,861	8,631	9,345	10,747	12,337	流动资产	7,916	10,578	12,129	12,530	14,481	17,301	
%销售收入	40.3%	39.5%	38.2%	38.5%	38.3%	38.1%	%总资产	46.4%	50.3%	50.3%	51.5%	55.3%	59.8%	
营业税金及附加	-55	-70	-89	-97	-112	-130	长期投资	7	334	593	439	439	439	
%销售收入	0.4%	0.4%	0.4%	0.4%	0.4%	0.4%	固定资产	1,277	1,458	1,699	1,873	2,007	2,100	
销售费用	-4,060	-4,878	-5,487	-5,947	-6,861	-7,885	%总资产	7.5%	6.9%	7.0%	7.7%	7.7%	7.3%	
%销售收入	26.5%	24.5%	24.3%	24.5%	24.5%	24.4%	无形资产	4,487	5,097	5,581	5,570	5,558	5,554	
管理费用	-657	-904	-962	-1,044	-1,207	-1,360	非流动资产	9,136	10,461	12,008	11,790	11,723	11,633	
%销售收入	4.3%	4.5%	4.3%	4.3%	4.3%	4.2%	%总资产	53.6%	49.7%	49.7%	48.5%	44.7%	40.2%	
研发费用	-16	-25	-34	-24	-28	-32	<b>资产总计</b>	<b>17,052</b>	<b>21,039</b>	<b>24,137</b>	<b>24,320</b>	<b>26,204</b>	<b>28,934</b>	
%销售收入	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	短期借款	936	1,278	1,458	1,753	1,200	1,100	
息税前利润 (EBIT)	1,396	1,983	2,058	2,233	2,539	2,930	应付款项	5,214	7,521	8,981	7,956	9,198	10,615	
%销售收入	9.1%	10.0%	9.1%	9.2%	9.1%	9.1%	其他流动负债	596	861	830	829	951	1,088	
财务费用	-115	-105	-86	-67	-50	-48	流动负债	6,745	9,659	11,269	10,538	11,349	12,803	
%销售收入	0.7%	0.5%	0.4%	0.3%	0.2%	0.1%	长期贷款	366	229	134	84	34	0	
资产减值损失	-45	-66	-77	-74	-67	-64	其他长期负债	2,077	2,029	2,286	2,261	2,244	2,227	
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0	负债	9,187	11,917	13,689	12,883	13,627	15,030	
投资收益	34	7	42	50	40	30	<b>普通股股东权益</b>	<b>7,481</b>	<b>8,556</b>	<b>9,804</b>	<b>10,665</b>	<b>11,651</b>	<b>12,805</b>	
%税前利润	2.6%	0.4%	2.1%	2.3%	1.6%	1.0%	其中：股本	719	722	1,011	1,212	1,212	1,212	
营业利润	1,339	1,886	2,055	2,202	2,532	2,909	未分配利润	2,694	3,720	4,774	5,635	6,621	7,775	
营业利润率	8.7%	9.5%	9.1%	9.1%	9.0%	9.0%	少数股东权益	383	565	643	773	926	1,100	
营业外收支	-1	-8	-17	0	0	0	<b>负债股东权益合计</b>	<b>17,052</b>	<b>21,039</b>	<b>24,137</b>	<b>24,320</b>	<b>26,204</b>	<b>28,934</b>	
税前利润	1,338	1,877	2,038	2,202	2,532	2,909	<b>比率分析</b>		2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
利润率	8.7%	9.4%	9.0%	9.1%	9.0%	9.0%	<b>每股指标</b>							
所得税	-347	-450	-457	-485	-544	-611	每股收益	1.235	1.754	1.397	1.310	1.513	1.752	
所得税率	25.9%	24.0%	22.4%	22.0%	21.5%	21.0%	每股净资产	10.409	11.855	9.702	8.796	9.609	10.561	
净利润	991	1,427	1,581	1,718	1,988	2,298	每股经营现金净流	2.991	5.432	4.575	0.920	2.553	2.890	
少数股东损益	103	162	169	130	153	174	每股股利	0.300	0.400	0.500	0.600	0.700	0.800	
<b>归属于母公司的净利润</b>	<b>888</b>	<b>1,266</b>	<b>1,412</b>	<b>1,588</b>	<b>1,835</b>	<b>2,124</b>	<b>回报率</b>							
净利率	5.8%	6.4%	6.3%	6.5%	6.5%	6.6%	净资产收益率	11.87%	14.79%	14.40%	14.89%	15.75%	16.59%	
<b>现金流量表 (人民币百万元)</b>							总资产收益率	5.21%	6.02%	5.85%	6.53%	7.00%	7.34%	
	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E	投入资本收益率	11.27%	14.15%	13.23%	13.10%	14.41%	15.41%	
净利润	991	1,427	1,581	1,718	1,988	2,298	<b>增长率</b>							
少数股东损益	103	162	169	130	153	174	主营业务收入增长率	16.60%	29.75%	13.59%	7.46%	15.60%	15.40%	
非现金支出	1,354	1,653	1,909	590	604	623	EBIT增长率	21.03%	42.09%	3.78%	8.52%	13.72%	15.40%	
非经营收益	95	150	68	100	95	101	净利润增长率	15.57%	42.54%	11.57%	12.45%	15.56%	15.75%	
营运资金变动	-289	690	1,066	-1,292	409	482	总资产增长率	31.68%	23.38%	14.72%	0.76%	7.75%	10.42%	
<b>经营活动现金净流</b>	<b>2,150</b>	<b>3,920</b>	<b>4,624</b>	<b>1,116</b>	<b>3,095</b>	<b>3,504</b>	<b>资产管理能力</b>							
资本开支	-821	-578	-724	-461	-460	-470	应收账款周转天数	22.7	26.8	32.2	31.0	30.0	29.0	
投资	-409	-801	-552	154	0	0	存货周转天数	104.1	101.0	97.1	100.0	99.0	98.0	
其他	663	105	-1,704	50	40	30	应付账款周转天数	46.9	44.7	47.5	48.0	48.5	49.0	
<b>投资活动现金净流</b>	<b>-567</b>	<b>-1,274</b>	<b>-2,980</b>	<b>-257</b>	<b>-420</b>	<b>-440</b>	固定资产周转天数	21.9	22.4	24.6	24.0	21.2	18.3	
股权募资	0	77	17	0	0	0	<b>偿债能力</b>							
债权募资	-704	-52	-84	240	-605	-137	净负债/股东权益	-22.53%	-29.12%	-34.50%	-31.21%	-41.62%	-51.64%	
其他	-1,481	-1,681	-2,026	-875	-993	-1,101	EBIT利息保障倍数	12.1	18.9	23.9	33.2	51.0	61.0	
<b>筹资活动现金净流</b>	<b>-2,185</b>	<b>-1,655</b>	<b>-2,093</b>	<b>-635</b>	<b>-1,598</b>	<b>-1,238</b>	资产负债率	53.88%	56.64%	56.72%	52.97%	52.00%	51.94%	
<b>现金净流量</b>	<b>-602</b>	<b>991</b>	<b>-450</b>	<b>224</b>	<b>1,077</b>	<b>1,826</b>								

来源：公司年报、国金证券研究所


**市场中相关报告评级比率分析**

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	0	1	4	11	51
增持	0	1	1	2	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
<b>评分</b>	<b>0.00</b>	<b>1.50</b>	<b>1.20</b>	<b>1.15</b>	<b>1.00</b>

来源：聚源数据

**市场中相关报告评级比率分析说明：**

市场中相关报告投资建议为“买入”得 1 分，为“增持”得 2 分，为“中性”得 3 分，为“减持”得 4 分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性  
 3.01~4.0=减持

**投资评级的说明：**

买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 15%以上；

增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—15%；

中性：预期未来 6—12 个月内变动幅度在 -5%—5%；

减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以上。



**特别声明：**

国金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。

形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告反映撰写研究人员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，国金证券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有关的其他任何损失承担任何责任。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，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券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。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密，只有符合条件的收件人才能使用。根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于C3级（含C3级）的投资者使用；本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告，则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议，国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

上海	北京	深圳
电话：021-80234211	电话：010-85950438	电话：0755-86695353
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn	邮箱：researchbj@gjzq.com.cn	邮箱：researchsz@gjzq.com.cn
邮编：201204	邮编：100005	邮编：518000
地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号 紫竹国际大厦 5 楼	地址：北京市东城区建内大街 26 号 新闻大厦 8 层南侧	地址：深圳市福田区金田路 2028 号皇岗商务中心 18 楼 1806



**【小程序】**  
国金证券研究服务



**【公众号】**  
国金证券研究