

2024年09月02日

华鑫证券  
CHINA FORTUNE SECURITIES

## 管理优异，逆势稳增

## —益丰药房（603939.SH）公司事件点评报告

## 买入（首次）

## 事件

分析师：胡博新 S1050522120002  
hubx@cfsc.com.cn

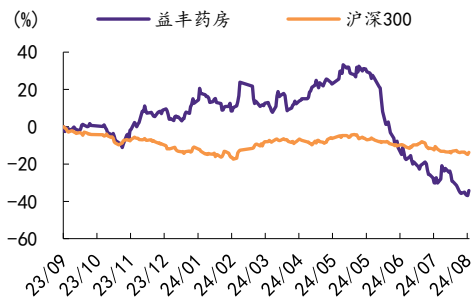
益丰药房股份发布公告：2024H1 公司实现营业收入 117.62 亿元，同比增长 9.86%；实现归属于上市公司股东的净利润为 7.98 亿元，较上年同期增长 13.13%。

## 基本数据

2024-09-02

当前股价（元）	18.44
总市值（亿元）	224
总股本（百万股）	1212
流通股本（百万股）	1210
52 周价格范围（元）	18.19-46.63
日均成交额（百万元）	243.45

## 市场表现



资料来源：Wind，华鑫证券研究

## 相关研究

## 投资要点

## ■ 均衡发展，效益优先

2024 年上半年公司新增门店 1575 家，其中，自建门店 842 家，并购门店 293 家，新增加盟店 440 家，对比 2023 年上半年，公司新建和并购节奏均保持较快增长，加盟门店数量因行业环境变化有所放缓。另，报告期内迁址门店 17 家，关闭门店 72 家，关闭门店数量无大幅变化，整体门店数量保持净增长。公司面临行业竞争压力主要体现在坪效下降，2024 年上半年占数量主体的小型社区店的日均坪效为 49.66 元/平方米，而 2023 年同期为 54.70 元/平方米。为应对行业变化，效益优先，公司将进一步提升管理效率，下半年新建门店和关闭门店节奏或将调整。

## ■ 毛利率保持稳定，强化品牌和服务

2024 年上半年公司零售业务毛利率为 40.94%，相比于 2023 年同期提高 0.06 个百分点。分产品看，药品毛利率为 36.46%，同比下降 0.12 个百分点，非药品毛利率为 51.1%，同比提高 0.03 个百分点。公司优势区域为中南和华东地区，也是医保统筹政策执行进度较快的区域，目前统筹药品占公司整体收入仍较低，对公司盈利影响也较小。公司不断完善和打造自有品牌、独家品种、厂商共建品种在内的商品精品群，一方面形成差异化竞争优势，一方面稳定盈利。

## ■ 盈利预测

预测公司 2024-2026 年收入分别为 247.86、264.83、291.71 亿元，归母净利润分别为 16.14、18.94、21.21 亿元，EPS 分别为 1.33、1.56、1.75 元，当前股价对应 PE 分别为 13.9、11.8、10.5 倍，截至 2024 年 6 月末，公司拥有连锁药店 14736 家（含加盟店 3426 家），是国内直营门店数量最多的民营药店连锁，其高效运营和复制连锁的优势在上半年行业竞争加剧的环境下得到有效的验证。在门诊统筹等系

列政策推动下，零售药房行业的集中度将加速提升，公司作为龙头的优势将逐步扩大，首次覆盖，给予“买入”投资评级。

## ■ 风险提示

竞争加剧风险、政策变动风险及门店扩张不及预期等风险。

预测指标	2023A	2024E	2025E	2026E
主营收入（百万元）	22,588	24,786	26,483	29,171
增长率（%）	13.6%	9.7%	6.8%	10.1%
归母净利润（百万元）	1,412	1,614	1,894	2,121
增长率（%）	11.6%	14.3%	17.4%	12.0%
摊薄每股收益（元）	1.40	1.33	1.56	1.75
ROE（%）	13.5%	13.9%	14.6%	14.7%

资料来源：Wind，华鑫证券研究

公司盈利预测 (百万元)

资产负债表	2023A	2024E	2025E	2026E
<b>流动资产:</b>				
现金及现金等价物	3,566	4,946	6,494	8,317
应收款	2,587	2,838	3,033	3,341
存货	3,808	4,209	4,470	4,953
其他流动资产	2,168	2,221	2,261	2,325
流动资产合计	12,129	14,214	16,258	18,935
<b>非流动资产:</b>				
金融类资产	1,631	1,631	1,631	1,631
固定资产	1,524	1,528	1,468	1,387
在建工程	175	70	28	11
无形资产	471	447	424	402
长期股权投资	6	6	6	6
其他非流动资产	9,832	9,832	9,832	9,832
非流动资产合计	12,008	11,882	11,757	11,637
资产总计	24,137	26,096	28,015	30,572
<b>流动负债:</b>				
短期借款	0	12	24	36
应付账款、票据	8,171	9,031	9,591	10,628
其他流动负债	3,018	3,018	3,018	3,018
流动负债合计	11,269	12,062	12,633	13,683
<b>非流动负债:</b>				
长期借款	134	134	134	134
其他非流动负债	2,286	2,286	2,286	2,286
非流动负债合计	2,420	2,420	2,420	2,420
负债合计	13,689	14,482	15,053	16,102
<b>所有者权益</b>				
股本	1,011	1,212	1,212	1,212
股东权益	10,447	11,615	12,961	14,470
负债和所有者权益	24,137	26,096	28,015	30,572

现金流量表	2023A	2024E	2025E	2026E
净利润	1581	1813	2104	2357
少数股东权益	169	199	210	236
折旧摊销	219	125	124	119
公允价值变动	0	1	1	1
营运资金变动	2655	75	64	182
经营活动现金净流量	4624	2213	2504	2895
投资活动现金净流量	-2980	102	102	98
筹资活动现金净流量	-263	-633	-746	-836
现金流量净额	1,380	1,681	1,860	2,156

资料来源: Wind、华鑫证券研究

利润表	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	22,588	24,786	26,483	29,171
营业成本	13,958	15,328	16,277	18,038
营业税金及附加	89	99	106	117
销售费用	5,487	5,998	6,356	6,943
管理费用	962	917	927	933
财务费用	86	66	54	41
研发费用	34	30	32	35
费用合计	6,570	7,011	7,368	7,953
资产减值损失	-5	-5	-5	-5
公允价值变动	0	1	1	1
投资收益	42	40	40	40
营业利润	2,055	2,383	2,767	3,099
加:营业外收入	13	20	20	20
减:营业外支出	30	18	18	18
利润总额	2,038	2,385	2,769	3,101
所得税费用	457	573	665	744
净利润	1,581	1,813	2,104	2,357
少数股东损益	169	199	210	236
归母净利润	1,412	1,614	1,894	2,121

主要财务指标	2023A	2024E	2025E	2026E
<b>成长性</b>				
营业收入增长率	13.6%	9.7%	6.8%	10.1%
归母净利润增长率	11.6%	14.3%	17.4%	12.0%
<b>盈利能力</b>				
毛利率	38.2%	38.2%	38.5%	38.2%
四项费用/营收	29.1%	28.3%	27.8%	27.3%
净利率	7.0%	7.3%	7.9%	8.1%
ROE	13.5%	13.9%	14.6%	14.7%
<b>偿债能力</b>				
资产负债率	56.7%	55.5%	53.7%	52.7%
<b>营运能力</b>				
总资产周转率	0.9	0.9	0.9	1.0
应收账款周转率	8.7	8.7	8.7	8.7
存货周转率	3.7	3.7	3.7	3.7
<b>每股数据(元/股)</b>				
EPS	1.40	1.33	1.56	1.75
P/E	13.2	13.9	11.8	10.5
P/S	0.8	0.9	0.8	0.8
P/B	1.9	2.1	1.9	1.7

## ■ 医药组介绍

**胡博新：**药学专业硕士，10 年证券行业医药研究经验，曾在医药新财富团队担任核心成员。对原料药、医疗器械、血液制品行业有长期跟踪经验。

**俞家宁：**美国康奈尔大学硕士，2022 年 4 月加入华鑫证券研究所，从事医药行业研究。

**谷文丽：**中国农科院博士，2023 年加入华鑫证券研究所。

**吴景欢：**中国疾病预防控制中心博士、副研究员，研究方向为疫苗、血制品、创新药，7 年的生物类科研实体经验，3 年医药行业研究经验。

## ■ 证券分析师承诺

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，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

## ■ 证券投资评级说明

股票投资评级说明：

	投资建议	预测个股相对同期证券市场代表性指数涨幅
1	买入	> 20%
2	增持	10% — 20%
3	中性	-10% — 10%
4	卖出	< -10%

行业投资评级说明：

	投资建议	行业指数相对同期证券市场代表性指数涨幅
1	推荐	> 10%
2	中性	-10% — 10%
3	回避	< -10%

以报告日后的 12 个月内，预测个股或行业指数相对于相关证券市场主要指数的涨跌幅为标准。

**相关证券市场代表性指数说明：**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；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以道琼斯指数为基准。

## ■ 免责条款

华鑫证券有限责任公司（以下简称“华鑫证券”）具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。本报告由华鑫证券制作，仅供华鑫证券的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告中的信息均来源于公开资料，华鑫证券研究部门及相关研究人员力求准确可靠，但对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。我们已力求报告内容客观、公正，但报告中的信息与所表达的观点不构成所述证券买卖的出价或询价的依据，该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时结合各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就财务、法律、商业、税收等方面咨询专业顾问的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，华鑫证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露。

本报告中的资料、意见、预测均只反映报告初次发布时的判断，可能会随时调整。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。在不同时期，华鑫证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。华鑫证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告版权仅为华鑫证券所有，未经华鑫证券书面授权，任何机构和个人不得以任何形式刊载、翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若华鑫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，华鑫证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成华鑫证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。如未经华鑫证券授权，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。华鑫证券将保留随时追究其法律责任的权利。请投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的华鑫证券研究报告。