

门店稳健扩张，O2O 业务快速发展

——益丰药房 2024 年半年报点评

核心观点

- 内生外延并举，业绩稳健增长。**2024H1，公司实现营收 117.6 亿元，同比+9.9%；归母净利润 8.0 亿元，同比+13.1%；扣非归母净利润 7.9 亿元，同比+15.8%；经营性净现金流 18.2 亿元，同比+29.4%。公司营收增长主要来源于老店内生增长、同行业并购的外延式增长及加盟配送的业务扩张，利润端主要受益于营收增长和精细运营带来的管理效益提升。从费用端看，24H1 公司销售费用率为 25.6%（-0.2pct），管理费用率为 4.1%（-0.2pct），研发费用率为 0.14%（+0.1pct），降本增效卓有成效。从行业看，根据《中国药店》杂志，在产业政策驱动、资本介入、行业竞争等多重因素影响下，2016-2023 年我国药品零售行业连锁化率和市场集中度逐年提升，2023 年我国零售药店连锁率提升至 58.5%，2023 年百强企业销售额增速为 9.6%，明显高于 23 年行业平均增速 2.9%，行业头部公司优势尽显。
- 区域聚焦稳健扩张，门店数量持续提升。**2024H1，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，关闭门店 72 家，迁址门店 17 家，合计净增门店 1486 家。截至 2024H1，公司门店总数 14736 家，其中直营连锁门店 11310 家，加盟门店 3426 家。公司坚持直营为主的营销模式，区域拓展以“巩固中南华东华北，拓展全国市场”为发展目标，形成旗舰店、区域中心店、中型社区店和小型社区店的多层次门店网络布局。此外，截至 24H1，公司直营门店中取得医保定点零售资格门店 9984 家，占公司门店总数比例 88.3%。
- 推进新零售体系建设，O2O 业务快速发展。**公司推进以会员为中心，慢病管理、线上诊疗以及线上线下相结合的医药新零售体系建设。截至 24H1，建档会员总量 9616 万，会员整体销售占比 77%；24H1 互联网业务销售收入 11.0 亿元（含税），同比+20.2%，其中 B2C 销售收入 2.2 亿元，同比+0.5%；O2O 销售收入 8.8 亿元，同比+26.3%，O2O 多平台上线直营门店超 10000 家，覆盖公司线下所有主要城市。

盈利预测与投资建议

- 根据 2024 年半年度报告，我们下调收入和 25 年毛利率预测，调整 2024-26 年归母净利润预测分别为 1601/1919/2263（原预测 24-25 年为 1867/2267）百万元，根据可比公司给予 24 年 18 倍 PE，对应的目标价为 23.76 元，维持“买入”评级。

风险提示

“四同”和医保支付强监管等政策风险；门店扩张不及预期、商誉占比过高风险；市场竞争加剧风险等。

公司主要财务信息

	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	19,886	22,588	24,449	28,472	33,534
同比增长(%)	29.8%	13.6%	8.2%	16.5%	17.8%
营业利润(百万元)	1,886	2,055	2,393	2,873	3,383
同比增长(%)	40.8%	9.0%	16.4%	20.1%	17.7%
归属母公司净利润(百万元)	1,262	1,412	1,601	1,919	2,263
同比增长(%)	42.1%	11.9%	13.4%	19.9%	17.9%
每股收益(元)	1.04	1.16	1.32	1.58	1.87
毛利率(%)	39.5%	38.2%	39.0%	38.3%	38.2%
净利率(%)	6.3%	6.3%	6.5%	6.7%	6.7%
净资产收益率(%)	15.7%	15.4%	15.4%	16.5%	17.2%
市盈率	18.3	16.4	14.5	12.1	10.2
市净率	2.7	2.4	2.1	1.9	1.7

资料来源：公司数据，东方证券研究所预测。每股收益使用最新股本全面摊薄计算。

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

投资评级	买入（维持）
股价（2024年09月06日）	19.08 元
目标价格	23.76 元
52 周最高价/最低价	38.62/17.91 元
总股本/流通 A 股（万股）	121,245/120,974
A 股市值（百万元）	23,134
国家/地区	中国
行业	医药生物
报告发布日期	2024 年 09 月 09 日

股价表现	1 周	1 月	3 月	12 月
绝对表现%	-5.4	-14.25	-47.37	-32.97
相对表现%	-2.69	-10.91	-37.32	-17.74
沪深 300%	-2.71	-3.34	-10.05	-15.23



证券分析师

伍云飞 wuyunfei1@orientsec.com.cn
执业证书编号：S0860524020001
香港证监会牌照：BRX199

相关报告

公司经营稳健，持续构建医药新零售业 2023-10-31
态：——益丰药房 2023 年三季度报点评
业绩符合预期，业绩增速提速明显 2022-10-31

表 1：可比公司估值表（2024 年 9 月 6 日收盘价）

公司	代码	最新价格(元)	每股收益（元）			市盈率		
			2023A	2024E	2025E	2023A	2024E	2025E
老百姓	603883	17.92	1.22	1.42	1.71	14.66	12.64	10.51
大参林	603233	13.42	1.02	1.22	1.47	13.10	11.04	9.16
爱尔眼科	300015	9.31	0.36	0.43	0.52	25.85	21.46	17.90
通策医疗	600763	41.36	1.12	1.28	1.49	36.96	32.22	27.81
漱玉平民	301017	13.56	0.33	0.54	0.69	41.30	24.93	19.52
健之佳	605266	22.19	2.64	2.76	3.30	8.39	8.04	6.72
	最大值					41.30	32.22	27.81
	最小值					8.39	8.04	6.72
	平均数					23.38	18.39	15.27
	调整后平均					23	18	14

数据来源：wind，东方证券研究所

附表：财务报表预测与比率分析

资产负债表						利润表					
单位:百万元	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E	单位:百万元	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
货币资金	4,113	3,566	5,856	7,558	9,380	营业收入	19,886	22,588	24,449	28,472	33,534
应收票据、账款及款项融资	1,846	2,150	2,100	2,593	3,036	营业成本	12,026	13,958	14,915	17,561	20,728
预付账款	225	141	192	242	253	销售费用	4,878	5,487	5,940	6,673	7,847
存货	3,615	3,808	4,504	5,124	5,988	管理费用	904	962	1,042	1,184	1,380
其他	780	2,463	1,700	1,783	1,880	研发费用	25	34	31	38	46
流动资产合计	10,578	12,129	14,352	17,301	20,537	财务费用	105	86	58	49	35
长期股权投资	5	6	6	6	6	资产、信用减值损失	66	77	73	77	80
固定资产	1,219	1,524	1,864	2,210	2,479	公允价值变动收益	0	0	0	0	0
在建工程	240	175	260	313	343	投资净收益	7	42	30	30	30
无形资产	478	471	489	500	508	其他	(3)	29	(29)	(45)	(66)
其他	8,516	9,832	9,318	9,535	9,758	营业利润	1,886	2,055	2,393	2,873	3,383
非流动资产合计	10,458	12,008	11,936	12,564	13,095	营业外收入	12	13	8	8	8
资产总计	21,036	24,137	26,289	29,865	33,631	营业外支出	20	30	8	8	8
短期借款	0	0	500	500	500	利润总额	1,877	2,038	2,393	2,873	3,383
应付票据及应付账款	6,761	8,171	8,318	9,983	11,826	所得税	454	457	598	718	846
其他	2,899	3,099	3,374	3,618	3,632	净利润	1,423	1,581	1,794	2,155	2,537
流动负债合计	9,659	11,269	12,192	14,101	15,958	少数股东损益	162	169	194	236	274
长期借款	229	134	134	134	134	归属于母公司净利润	1,262	1,412	1,601	1,919	2,263
应付债券	0	0	0	0	0	每股收益(元)	1.04	1.16	1.32	1.58	1.87
其他	2,029	2,286	2,206	2,206	2,206						
非流动负债合计	2,258	2,420	2,339	2,339	2,339	主要财务比率					
负债合计	11,917	13,689	14,532	16,440	18,297		2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
少数股东权益	565	643	837	1,073	1,347	成长能力					
实收资本(或股本)	722	1,011	1,212	1,456	1,456	营业收入	29.8%	13.6%	8.2%	16.5%	17.8%
资本公积	3,999	3,800	3,640	3,397	3,397	营业利润	40.8%	9.0%	16.4%	20.1%	17.7%
留存收益	3,849	4,973	6,068	7,499	9,135	归属于母公司净利润	42.1%	11.9%	13.4%	19.9%	17.9%
其他	(17)	21	0	0	0	获利能力					
股东权益合计	9,119	10,447	11,757	13,424	15,335	毛利率	39.5%	38.2%	39.0%	38.3%	38.2%
负债和股东权益总计	21,036	24,137	26,289	29,865	33,631	净利率	6.3%	6.3%	6.5%	6.7%	6.7%
						ROE	15.7%	15.4%	15.4%	16.5%	17.2%
						ROIC	15.2%	14.7%	14.3%	15.1%	15.7%
现金流量表						偿债能力					
单位:百万元	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E	资产负债率	56.7%	56.7%	55.3%	55.0%	54.4%
净利润	1,423	1,581	1,794	2,155	2,537	净负债率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
折旧摊销	334	356	323	388	457	流动比率	1.10	1.08	1.18	1.23	1.29
财务费用	105	86	58	49	35	速动比率	0.72	0.74	0.80	0.85	0.90
投资损失	(7)	(42)	(30)	(30)	(30)	营运能力					
营运资金变动	987	918	(981)	488	350	应收账款周转率	13.6	11.3	11.5	12.1	11.9
其它	1,078	1,725	573	77	80	存货周转率	3.6	3.7	3.5	3.6	3.6
经营活动现金流	3,920	4,624	1,736	3,128	3,429	总资产周转率	1.0	1.0	1.0	1.0	1.1
资本支出	(482)	(446)	(665)	(699)	(665)	每股指标(元)					
长期投资	0	(154)	102	(17)	(23)	每股收益	1.04	1.16	1.32	1.58	1.87
其他	(792)	(2,380)	1,370	(270)	(270)	每股经营现金流	5.43	4.58	1.43	2.15	2.36
投资活动现金流	(1,274)	(2,980)	807	(986)	(958)	每股净资产	7.05	8.09	9.01	10.19	11.54
债权融资	213	78	(232)	97	13	估值比率					
股权融资	42	89	42	0	0	市盈率	18.3	16.4	14.5	12.1	10.2
其他	(1,910)	(2,261)	(63)	(537)	(662)	市净率	2.7	2.4	2.1	1.9	1.7
筹资活动现金流	(1,655)	(2,093)	(253)	(440)	(649)	EV/EBITDA	8.2	7.6	6.9	5.8	4.9
汇率变动影响	0	0	-0	-0	-0	EV/EBIT	9.6	8.9	7.8	6.5	5.6
现金净增加额	991	(450)	2,291	1,702	1,822						

资料来源：东方证券研究所

分析师申明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明：

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究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。

投资评级和相关定义

报告发布日后的 12 个月内行业或公司的涨跌幅相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅为基准（A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数）；

公司投资评级的量化标准

- 买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；
- 增持：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15%；
- 中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；
- 减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级 —— 由于在报告发出之时该股票不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该股票的研究状况，未给予投资评级相关信息。

暂停评级 —— 根据监管制度及本公司相关规定，研究报告发布之时该投资对象可能与本公司存在潜在的利益冲突情形；亦或是研究报告发布当时该股票的价值和价格分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确投资评级；分析师在上述情况下暂停对该股票给予投资评级等信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该股票的投资评级、盈利预测及目标价格等信息不再有效。

行业投资评级的量化标准：

- 看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；
- 中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；
- 看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级：由于在报告发出之时该行业不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该行业的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：由于研究报告发布当时该行业的投资价值分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确行业投资评级；分析师在上述情况下暂停对该行业给予投资评级信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该行业的投资评级信息不再有效。

免责声明

本证券研究报告（以下简称“本报告”）由东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告的全体接收人应当采取必要措施防止本报告被转发给他人。

本报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的证券研究报告。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的证券研究报告之外，绝大多数证券研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

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，也没有考虑到个别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、意见及推测只提供给客户作参考之用，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作出邀请。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

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，投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险，任何形式的分享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。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面协议授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容。不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

经本公司事先书面协议授权刊载或转发的，被授权机构承担相关刊载或者转发责任。不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

提示客户及公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告，慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

电话：021-63325888

传真：021-63326786

网址：www.dfzq.com.cn

东方证券股份有限公司经相关主管机关核准具备证券投资咨询业务资格，据此开展发布证券研究报告业务。

东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的范围内正在或将要与本研究报告所分析的企业发展业务关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在对报告的客观性产生影响的利益冲突，不应视本证券研究报告为作出投资决策的唯一因素。