

2024年11月01日

买入（维持）

报告原因：业绩点评

益丰药房（603939）：业绩增长稳健，盈利维持较高水平

——公司简评报告

证券分析师

杜永宏 S0630522040001

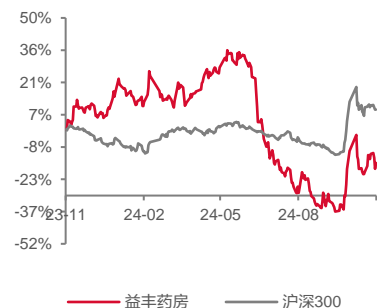
dyh@longone.com.cn

证券分析师

伍可心 S0630522120001

wkw@longone.com.cn

| | |
|-------------|-------------|
| 数据日期 | 2024/10/31 |
| 收盘价 | 23.73 |
| 总股本(万股) | 121,246 |
| 流通A股/B股(万股) | 121,219/0 |
| 资产负债率(%) | 59.94% |
| 市净率(倍) | 2.64 |
| 净资产收益率(加权) | 10.79 |
| 12个月内最高/最低价 | 46.88/17.56 |

**相关研究**

《益丰药房（603939）：业绩稳健增长，门店稳步扩张——公司简评报告》2024.09.04

《益丰药房（603939）：区域聚焦稳健扩张，2024Q1业绩向好——公司简评报告》2024.05.08

《益丰药房（603939）：短期增速放缓，规模效应显现——公司简评报告》2023.11.01

投资要点

- 公司业绩增长稳健。**2024年前三季度，公司实现营业收入达到172.19亿元，同比增长8.38%；归属于母公司的净利润为11.11亿元，同比增长11.14%；扣非归母净利润10.92亿元，同比增长13.01%；Q3单季度，公司营收54.56亿元，同比增加5.31%；归母净利润为3.13亿元，同比增加6.38%。从盈利能力来看，2024年前三季度，公司毛利率为40.39%（+0.84pct），净利率为6.96%（-0.14pct）；期间费用率方面，公司销售、管理、财务费用率分别为25.99%（+0.48pct）、4.39%（+0.12pct）、0.71%（+0.31pct）。公司业绩增长稳健，精细化管理下盈利能力维持在较高水平。
- 稳步扩张，加速优化。**1) **区域聚焦，持续深耕。**截至报告期末，公司在全国十省市拥有连锁药店合计15050家（含加盟店3625家）；1-9月，公司新增门店2254家，其中，自建门店1262家，并购门店353家，新增加盟店639家，迁址及关闭门店454家。2) **整体扩张放缓，现有门店加速优化。**单Q3来看，公司新增门店679家，其中，自建门店420家，并购门店60家，新增加盟店199家，闭店365家。公司整体扩张节奏放缓，闭店数量显著增加。我们认为，当前行业环境下，重视门店经营质量，优化现有门店经营效率与租金成本，适当放缓扩张节奏，有利于长期稳健经营。
- 零售主业发展稳健。**1. **零售业务经营稳健，批发业务快速增长。**分行业来看，2024年前三季度，公司零售与批发业务收入分别为151.84、14.80亿元，分别同比增长6.84%、17.56%，毛利率分别为41.43%（+0.91pct）、8.78%（-1.02pct）。2. **主要品类均实现较好增长，非药品类仍待修复。**从产品种类上看，2024年前三季度，公司中西成药、中药和非药收入分别为130.53、16.51、19.60亿元，分别同比增长8.79%、8.95%、0.15%；毛利率分别为35.59%（+0.68pp）、49.17%（+0.34pp）、49.15%（+0.38pp）。

投资建议：当前宏观环境下，合规监管持续趋严，药品比价压缩盈利空间，行业竞争加剧步入加速整合期；公司作为药店龙头企业，经营韧性强，市占率有望加速提升。我们预计公司2024-2026年归母净利润分别为17.40、21.29、25.84亿元，EPS分别是1.43、1.76、2.13元，对应PE分别16.54、13.52、11.13倍。维持“买入”评级。

风险提示：行业竞争加剧的风险；门店扩张不及预期风险；统筹政策落地不及预期风险等。

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 | 2,128.63 | 2,584.10 |
| 同比增速(%) | 19.42% | 42.12% | 11.90% | 23.22% | 22.35% | 21.40% |
| 毛利率(%) | 40.35% | 39.53% | 38.21% | 36.44% | 35.89% | 35.44% |
| 每股盈利(元)，摊薄 | 0.73 | 1.04 | 1.16 | 1.43 | 1.76 | 2.13 |
| ROE(%) | 11.87% | 14.75% | 14.40% | 15.71% | 17.08% | 18.27% |
| PE(倍) | 32.40 | 22.80 | 20.38 | 16.54 | 13.52 | 11.13 |

资料来源：携宁，东海证券研究所（截止至2024年10月31日收盘）

附录：三大报表预测值

利润表

| 单位：百万元 | 2023A | 2024E | 2025E | 2026E |
|------------|--------|--------|--------|--------|
| 营业总收入 | 22,588 | 27,403 | 33,557 | 40,598 |
| %同比增速 | 14% | 21% | 22% | 21% |
| 营业成本 | 13,958 | 17,417 | 21,512 | 26,210 |
| 毛利 | 8,631 | 9,986 | 12,045 | 14,388 |
| %营业收入 | 38% | 36% | 36% | 35% |
| 税金及附加 | 89 | 99 | 117 | 143 |
| %营业收入 | 0% | 0% | 0% | 0% |
| 销售费用 | 5,487 | 6,357 | 7,718 | 9,216 |
| %营业收入 | 24% | 23% | 23% | 23% |
| 管理费用 | 962 | 1,096 | 1,258 | 1,462 |
| %营业收入 | 4% | 4% | 4% | 4% |
| 研发费用 | 34 | 33 | 40 | 49 |
| %营业收入 | 0% | 0% | 0% | 0% |
| 财务费用 | 86 | 21 | -1 | -16 |
| %营业收入 | 0% | 0% | 0% | 0% |
| 资产减值损失 | -73 | 0 | 0 | 0 |
| 信用减值损失 | -5 | 0 | 0 | 0 |
| 其他收益 | 76 | 69 | 84 | 101 |
| 投资收益 | 42 | 41 | 50 | 61 |
| 净敞口套期收益 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 公允价值变动收益 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 资产处置收益 | 42 | 33 | 40 | 49 |
| 营业利润 | 2,055 | 2,522 | 3,086 | 3,746 |
| %营业收入 | 9% | 9% | 9% | 9% |
| 营业外收支 | -17 | 0 | 0 | 0 |
| 利润总额 | 2,038 | 2,522 | 3,086 | 3,746 |
| %营业收入 | 9% | 9% | 9% | 9% |
| 所得税费用 | 457 | 568 | 694 | 843 |
| 净利润 | 1,581 | 1,955 | 2,392 | 2,903 |
| %营业收入 | 7% | 7% | 7% | 7% |
| 归属于母公司的净利润 | 1,412 | 1,740 | 2,129 | 2,584 |
| %同比增速 | 12% | 23% | 22% | 21% |
| 少数股东损益 | 169 | 215 | 263 | 319 |
| EPS (元/股) | 1.40 | 1.43 | 1.76 | 2.13 |

基本指标

| | 2023A | 2024E | 2025E | 2026E |
|-----------|-------|-------|-------|-------|
| EPS, 摊薄 | 1.16 | 1.43 | 1.76 | 2.13 |
| BVPS, 摊薄 | 8.09 | 9.14 | 10.28 | 11.66 |
| PE, 摊薄 | 20.38 | 16.54 | 13.52 | 11.13 |
| PEG, 摊薄 | 1.71 | 0.71 | 0.60 | 0.52 |
| PB, 摊薄 | 2.93 | 2.60 | 2.31 | 2.03 |
| EV/EBITDA | 10.47 | 8.79 | 6.98 | 5.60 |
| ROE | 14% | 16% | 17% | 18% |
| ROIC | 11% | 12% | 13% | 14% |

资产负债表

| 单位：百万元 | 2023A | 2024E | 2025E | 2026E |
|--------------|--------|--------|--------|--------|
| 货币资金 | 3,566 | 5,316 | 6,742 | 8,064 |
| 交易性金融资产 | 1,631 | 1,631 | 1,631 | 1,631 |
| 应收账款及应收票据 | 2,138 | 2,588 | 3,151 | 3,778 |
| 存货 | 3,808 | 4,548 | 5,497 | 6,552 |
| 预付账款 | 141 | 174 | 215 | 262 |
| 其他流动资产 | 845 | 930 | 1,041 | 1,162 |
| 流动资产合计 | 12,129 | 15,186 | 18,277 | 21,450 |
| 长期股权投资 | 6 | 6 | 6 | 6 |
| 投资性房地产 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 固定资产合计 | 1,524 | 1,677 | 1,838 | 1,998 |
| 无形资产 | 471 | 473 | 483 | 501 |
| 商誉 | 4,611 | 4,911 | 5,261 | 5,661 |
| 递延所得税资产 | 139 | 194 | 194 | 194 |
| 其他非流动资产 | 5,258 | 5,667 | 6,012 | 6,330 |
| 资产总计 | 24,137 | 28,114 | 32,070 | 36,139 |
| 短期借款 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 应付票据及应付账款 | 8,171 | 9,928 | 11,652 | 13,083 |
| 预收账款 | 16 | 14 | 17 | 20 |
| 应付职工薪酬 | 464 | 644 | 774 | 917 |
| 应交税费 | 263 | 356 | 436 | 528 |
| 其他流动负债 | 2,356 | 2,676 | 2,888 | 3,119 |
| 流动负债合计 | 11,269 | 13,618 | 15,768 | 17,667 |
| 长期借款 | 134 | 184 | 244 | 314 |
| 应付债券 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 递延所得税负债 | 27 | 17 | 17 | 17 |
| 其他非流动负债 | 2,260 | 2,359 | 2,459 | 2,559 |
| 负债合计 | 13,689 | 16,178 | 18,488 | 20,557 |
| 归属于母公司的所有者权益 | 9,804 | 11,078 | 12,462 | 14,142 |
| 少数股东权益 | 643 | 858 | 1,121 | 1,440 |
| 股东权益 | 10,447 | 11,936 | 13,583 | 15,582 |
| 负债及股东权益 | 24,137 | 28,114 | 32,070 | 36,139 |

现金流量表

| 单位：百万元 | 2023A | 2024E | 2025E | 2026E |
|-----------|--------|--------|--------|--------|
| 经营活动现金流净额 | 4,624 | 3,403 | 3,540 | 3,682 |
| 投资 | 558 | -30 | -50 | -100 |
| 资本性支出 | -724 | -1,228 | -1,300 | -1,401 |
| 其他 | -1,704 | -52 | -50 | -39 |
| 投资活动现金流净额 | -2,980 | -1,380 | -1,449 | -1,540 |
| 债权融资 | -84 | 268 | 160 | 170 |
| 股权融资 | 17 | 11 | 0 | 0 |
| 支付股利及利息 | -417 | -683 | -824 | -989 |
| 其他 | -1,609 | 132 | 0 | 0 |
| 筹资活动现金流净额 | -2,093 | -273 | -664 | -819 |
| 现金净流量 | -450 | 1,750 | 1,426 | 1,322 |

资料来源：携宁，东海证券研究所（截止至 2024 年 10 月 31 日收盘）

一、评级说明

| | 评级 | 说明 |
|--------|----|-------------------------------|
| 市场指数评级 | 看多 | 未来 6 个月内上证综指上升幅度达到或超过 20% |
| | 看平 | 未来 6 个月内上证综指波动幅度在-20%—20%之间 |
| | 看空 | 未来 6 个月内上证综指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上证指数达到或超过 10% |
| | 标配 | 未来 6 个月内行业指数相对上证指数在-10%—10%之间 |
| | 低配 | 未来 6 个月内行业指数相对弱于上证指数达到或超过 10% |
| 公司股票评级 | 买入 | 未来 6 个月内股价相对强于上证指数达到或超过 15% |
| | 增持 | 未来 6 个月内股价相对强于上证指数在 5%—15%之间 |
| | 中性 | 未来 6 个月内股价相对上证指数在-5%—5%之间 |
| | 减持 | 未来 6 个月内股价相对弱于上证指数 5%—15%之间 |
| | 卖出 | 未来 6 个月内股价相对弱于上证指数达到或超过 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)
 电话:(8621) 20333619
 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)
 电话:(8610) 59707105
 传真:(8610) 59707100
 邮编:100089