

益丰药房 (603939.SH)

业绩稳健增长，盈利能力维持行业领先

公司发布三季报: 2024 年前三季度实现营业收入 172.19 亿元, 归母净利润 11.11 亿元, 扣非归母净利润 10.92 亿元, 同比分别增长 8.38%、11.14%、13.01%。2024 年第三季度公司实现营业收入 54.56 亿元, 归母净利润 3.13 亿元, 扣非归母净利润 3.06 亿元, 同比分别增长 5.31%、6.38%、6.51%。

□ 业绩表现稳健、盈利能力维持行业领先水平。①行业压力下收入端仍稳定增长: 公司 2024 前三季度收入同比+8.38%, 其中零售业务 151.84 亿元、同比+6.84%, 批发业务 14.80 亿元、同比+17.56%。分地区看, 公司 2024 前三季度中南/华东/华北地区分别实现收入 77.77/67.31/21.56 亿元, 同比增长 7.85%/4.81%/17.31%。分品类看, 公司 2024 前三季度中西成药/中药/非药分别实现收入 130.53/16.51/19.60 亿元, 同比增长 8.79%/8.95%/0.15%。②通过降本增效、促销调整等方式毛利率进一步提升: 公司 2024 前三季度实现销售毛利率 40.39%, 相较于 2023 同期上升 0.84 pct, 单 Q3 季度为 41.13%, 相较于 2023 同期上升 2.50 pct。③期间费用整体稳定。2024 年前三季度销售费用率 25.99%, 较 2023 年同期(下同)+0.48pct; 管理费用率为 4.39%, +0.12pct。

□ 扩张趋于稳健, 门店网络梳理完成后有利于进一步巩固盈利效率优势。至 2024 三季报公司门店总数 15,050 家(含加盟店 3,625 家)。公司 2024 年 1-9 月新增门店 2,254 家(自建 1,262 家, 并购 353 家, 加盟 639 家), 迁址及关闭门店 454 家。其中第三季度公司新增门店 679 家(自建 420 家、并购 60 家、加盟 199 家), 扩张节奏逐步趋于稳健, 并加速了闭店(单 Q3 迁址及关闭门店 365 家)。主动进行门店梳理有利于公司提质增效、进一步巩固盈利能力。

□ 盈利预测与投资建议: 我们认为零售药房行业集中度提升处方外流两大趋势不变, 在具备挑战的外部环境之下龙头优势将会放大, 益丰药房作为行业头部企业凭借供应链优势和领先的精细化管理能力维持业绩稳健增长, 维持“增持”评级。考虑到外部环境的不确定性以及前三季度业绩表现, 预计 2024-2026 年实现归母净利润 15.18/17.57/20.43 亿元, 对应 PE21/18/15x。

□ 风险提示: 政策变化、竞争加剧、需求波动、处方外流不及预期等影响。

财务数据与估值

会计年度	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业总收入(百万元)	19886	22588	23718	27275	31367
同比增长	30%	14%	5%	15%	15%
营业利润(百万元)	1886	2055	2209	2556	2971
同比增长	41%	9%	7%	16%	16%
归母净利润(百万元)	1266	1412	1518	1757	2043
同比增长	43%	12%	8%	16%	16%
每股收益(元)	1.04	1.16	1.25	1.45	1.68
PE	24.7	22.2	20.6	17.8	15.3
PB	3.7	3.2	2.9	2.6	2.3

资料来源: 公司数据、招商证券

增持(维持)

消费品/生物医药

目标估值: NA

当前股价: 25.83 元

基础数据

总股本(百万股)	1212
已上市流通股(百万股)	1212
总市值(十亿元)	31.3
流通市值(十亿元)	31.3
每股净资产(MRQ)	8.5
ROE(TTM)	14.9
资产负债率	59.9%
主要股东	宁波梅山保税港区厚信创业
主要股东持股比例	21.65%

股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	2	-30	-9
相对表现	6	-43	-23



资料来源: 公司数据、招商证券

相关报告

- 《益丰药房(603939)一利润增长亮眼, 毛利率进一步提升》2024-09-03
- 《益丰药房(603939)一高基数下仍稳健增长, 扩张+统筹利好共驱动》2024-05-14
- 《益丰药房(603939)一业绩仍有韧性, 明年有望边际向好》2023-11-02

梁广楷 S1090524010001

liangguangkai@cmschina.com.cn

许菲菲 S1090520040003

xufeifei@cmschina.com.cn

方秋实 S1090523040003

fangqiushi@cmschina.com.cn

附：财务预测表

资产负债表

单位：百万元	2022	2023	2024E	2025E	2026E
流动资产	10578	12129	12607	15730	19228
现金	4113	3566	3704	5713	7952
交易性投资	50	1631	1631	1631	1631
应收票据	0	0	0	0	0
应收款项	1844	2138	2245	2582	2969
其它应收款	419	449	471	542	623
存货	3615	3808	3992	4614	5306
其他	538	538	564	650	747
非流动资产	10461	12008	11715	11454	11220
长期股权投资	5	6	6	6	6
固定资产	1219	1524	1789	2015	2206
无形资产商誉	4673	5085	4577	4119	3707
其他	4564	5393	5344	5315	5301
资产总计	21039	24137	24322	27184	30448
流动负债	9659	11269	10212	11561	13065
短期借款	0	0	0	0	0
应付账款	6761	8171	8567	9900	11385
预收账款	67	96	101	116	134
其他	2832	3002	1544	1545	1546
长期负债	2258	2420	2420	2420	2420
长期借款	229	134	134	134	134
其他	2029	2286	2286	2286	2286
负债合计	11917	13689	12632	13981	15485
股本	722	1011	1212	1212	1212
资本公积金	3999	3800	3647	3647	3647
留存收益	3835	4994	6007	7308	8824
少数股东权益	565	643	824	1035	1279
归属于母公司所有者权益	8556	9804	10866	12168	13684
负债及权益合计	21039	24137	24322	27184	30448

现金流量表

单位：百万元	2022	2023	2024E	2025E	2026E
经营活动现金流	3920	4624	2507	2866	3152
净利润	1427	1581	1700	1967	2287
折旧摊销	332	401	840	809	782
财务费用	165	161	23	(30)	(47)
投资收益	(7)	(42)	(119)	(119)	(119)
营运资金变动	1998	2544	59	231	240
其它	4	(21)	4	7	7
投资活动现金流	(1274)	(2980)	(431)	(431)	(431)
资本支出	(588)	(740)	(550)	(550)	(550)
其他投资	(686)	(2240)	119	119	119
筹资活动现金流	(1655)	(2093)	(1937)	(426)	(480)
借款变动	(1308)	(2062)	(1458)	0	0
普通股增加	3	289	202	0	0
资本公积增加	39	(199)	(153)	0	0
股利分配	(216)	(289)	(505)	(455)	(527)
其他	(173)	168	(23)	30	47
现金净增加额	991	(450)	138	2009	2240

资料来源：公司数据、招商证券

利润表

单位：百万元	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业总收入	19886	22588	23718	27275	31367
营业成本	12026	13958	14634	16911	19447
营业税金及附加	70	89	94	108	124
营业费用	4878	5487	5763	6601	7559
管理费用	904	962	1044	1173	1349
研发费用	25	34	35	41	47
财务费用	105	86	23	(30)	(47)
资产减值损失	(43)	(35)	(35)	(35)	(35)
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
其他收益	44	76	76	76	76
投资收益	7	42	42	42	42
营业利润	1886	2055	2209	2556	2971
营业外收入	12	13	13	13	13
营业外支出	20	30	30	30	30
利润总额	1877	2038	2191	2539	2953
所得税	450	457	492	571	666
少数股东损益	162	169	182	210	244
归属于母公司净利润	1266	1412	1518	1757	2043

主要财务比率

	2022	2023	2024E	2025E	2026E
年成长率					
营业总收入	30%	14%	5%	15%	15%
营业利润	41%	9%	7%	16%	16%
归母净利润	43%	12%	8%	16%	16%
获利能力					
毛利率	39.5%	38.2%	38.3%	38.0%	38.0%
净利率	6.4%	6.3%	6.4%	6.4%	6.5%
ROE	15.8%	15.4%	14.7%	15.3%	15.8%
ROIC	15.3%	14.6%	14.4%	15.5%	15.9%
偿债能力					
资产负债率	56.6%	56.7%	51.9%	51.4%	50.9%
净负债比率	7.2%	6.6%	0.5%	0.5%	0.4%
流动比率	1.1	1.1	1.2	1.4	1.5
速动比率	0.7	0.7	0.8	1.0	1.1
营运能力					
总资产周转率	1.0	1.0	1.0	1.1	1.1
存货周转率	3.6	3.8	3.8	3.9	3.9
应收账款周转率	13.6	11.3	10.8	11.3	11.3
应付账款周转率	2.1	1.9	1.7	1.8	1.8
每股资料(元)					
EPS	1.04	1.16	1.25	1.45	1.68
每股经营净现金	3.23	3.81	2.07	2.36	2.60
每股净资产	7.06	8.09	8.96	10.04	11.29
每股股利	0.24	0.42	0.38	0.43	0.51
估值比率					
PE	24.7	22.2	20.6	17.8	15.3
PB	3.7	3.2	2.9	2.6	2.3
EV/EBITDA	19.1	17.7	13.4	12.3	11.1

分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

评级说明

报告中所涉及的投资评级采用相对评级体系，基于报告发布日后 6-12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期当地市场基准指数的市场表现预期。其中，A 股市场以沪深 300 指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 指数为基准。具体标准如下：

股票评级

强烈推荐：预期公司股价涨幅超越基准指数 20%以上

增持：预期公司股价涨幅超越基准指数 5-20%之间

中性：预期公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间

减持：预期公司股价表现弱于基准指数 5%以上

行业评级

推荐：行业基本面向好，预期行业指数超越基准指数

中性：行业基本面稳定，预期行业指数跟随基准指数

回避：行业基本面转弱，预期行业指数弱于基准指数

重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价，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。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。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业务服务。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。