

2023年11月01日

**买入（维持）**

报告原因：业绩点评

## 证券分析师

杜永宏 S0630522040001

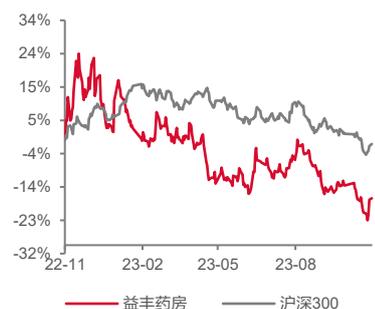
dyh@longone.com.cn

## 证券分析师

伍可心 S0630522120001

wkw@longone.com.cn

数据日期	2023/11/01
收盘价	34.33
总股本(万股)	101,058
流通A股/B股(万股)	100,812/0
资产负债率(%)	54.32%
市净率(倍)	3.46
净资产收益率(加权)	11.17
12个月内最高/最低价	73.50/30.90



## 相关研究

《益丰药房（603939）：业绩稳健增长，高毛利中药快速放量-公司简评》  
2023.08.31

《益丰药房（603939）：门店破万家，业绩高增长——公司简评报告》  
2023.04.28

《公司简评：益丰药房（603939）：业绩逐季提升，符合预期》  
2022.10.31

# 益丰药房（603939）：短期增速放缓，规模效应显现

——公司简评报告

## 投资要点

- **单季度业绩增速放缓；受益于规模效应，利润端增速更高。**公司2023年前三季度实现营收158.9亿元(+19.0%)、归母净利润10.0亿元(+21.3%)，其中Q3单季度实现营收51.8亿元(+12.7%)、归母净利润2.9亿元(+19.0%)。尽管受到各地门诊统筹政策落地速度不同等因素的影响，公司整体业绩依旧呈稳健增长态势。
- **收入结构逐渐调整。1) 零售收入稳健增长，低毛利批发业务高速增长。**分业务来看，2023年前三季度公司实现零售收入142.1亿元(+17.5%)，毛利率为40.5%(-0.9pp)；实现批发收入12.6亿元(+44.1%)，毛利率为9.8%(-0.5pp)。**2) 高毛利中药与低毛利成药快速放量，非药品类库存消化。**从产品种类看，2023前三季度公司中西成药、中药和非药收入分别为120.0(+20.8%)、15.2(+28.3%)、19.6(+5.4%)亿元，毛利率分别为34.9%(-0.6pp)、48.8%(+0.4pp)、48.8%(-4.8pp)。我们认为非药品类增速阶段性放缓主要是防疫类库存去化影响，随着群众健康意识提升，中药、保健品等产品则有望持续放量。
- **深耕优势区域，品牌与规模化效应持续显现。**截至2023年9月30日，公司共有连锁药店12350家(直营店9562家，加盟店2788家)；其中前三季度新增门店2240家(自建1046家，并购368家，加盟826家)；净增门店2082家(迁址49家，关闭109家)。从区域上看，公司在中南、华东和华北分别拥有直营门店数量4648(+577)、3610(+359)、1304(+320)家，医保门店占比分别为90.6%、86.3%、76.8%。公司围绕区域聚焦的扩张战略，在优势区域不断加密布局、深耕市场，区域内品牌效应与规模优势持续凸显。
- **毛利率或将下行，净利率有望维持较高水平。**2023前三季度，公司毛利率为39.6%(-0.8pp)、净利率为7.1%(+0.1pp)；其中Q3单季度，公司毛利率为38.6%(-2.42pp)、净利率为6.4%(+0.4pp)。导致公司毛利率下降的短期因素预计主要是受到各地门诊统筹落地速度与细则不同影响；中长期来看，低毛利批发业务与处方药产品放量或将导致整体毛利率下行。2023年前三季度，公司销售、管理、财务费用率分别为25.5%、4.3%、0.4%，分别较上年同期变动-1.2、+0.1、-0.2个百分点。销售费用率下降预计主要是，Q3收入不及预期，销售员工激励费用减少。长期来看，伴随统筹政策落地，药店流量提升，公司作为大型连锁药房之一，或将显著受益，净利率有望维持在行业较高水平。
- **投资建议：**我们暂维持预测公司2023-2025年归母净利润分别为16.1/20.3/25.2亿元，对应EPS分别为1.60/2.01/2.49元，当前股价对应PE分别为21.5/17.1/13.8倍，维持“买入”评级。
- **风险提示：**门店扩张不及预期的风险；盈利能力下降的风险；行业竞争加剧的风险等。

## 盈利预测与估值简表

	2020A	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入(百万元)	13,145	15,326	19,886.40	24,754.65	30,460.47	36,913.71
增长率(%)	27.9%	16.6%	29.75%	24.48%	23.05%	21.19%
归母净利润(百万元)	744	888	1,265.61	1,612.84	2,034.44	2,517.23
增长率(%)	36.7%	19.4%	42.54%	27.44%	26.14%	23.73%
EPS(元/股)	1.08	1.25	1.76	1.60	2.01	2.49
市盈率(P/E)	83.51	44.09	36.27	21.51	17.05	13.78
市净率(P/B)	8.95	5.29	5.38	3.47	2.88	2.38

资料来源：携宁，东海证券研究所（截止2023年11月1日）

## 附录：三大报表预测值

利润表 (百万元)

	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入	19,886	24,755	30,460	36,914
%同比增速	30%	24%	23%	21%
营业成本	12,026	15,224	18,733	22,702
毛利	7,861	9,531	11,727	14,212
%营业收入	40%	39%	39%	39%
税金及附加	70	89	106	130
%营业收入	0%	0%	0%	0%
销售费用	4,878	5,991	7,341	8,859
%营业收入	25%	24%	24%	24%
管理费用	904	1,040	1,249	1,477
%营业收入	5%	4%	4%	4%
研发费用	25	25	24	37
%营业收入	0%	0%	0%	0%
财务费用	105	12	3	-12
%营业收入	1%	0%	0%	0%
资产减值损失	-56	0	0	0
信用减值损失	-10	0	0	0
其他收益	44	50	49	55
投资收益	7	0	0	0
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	23	0	0	0
营业利润	1,886	2,425	3,052	3,776
%营业收入	9%	10%	10%	10%
营业外收支	-8	0	0	0
利润总额	1,877	2,425	3,052	3,776
%营业收入	9%	10%	10%	10%
所得税费用	450	613	766	947
净利润	1,427	1,812	2,286	2,828
%营业收入	7%	7%	8%	8%
归属于母公司净利润	1,266	1,613	2,034	2,517
%同比增速	43%	27%	26%	24%
少数股东损益	162	199	251	311
EPS (元/股)	1.76	1.60	2.01	2.49

## 基本指标

	2022A	2023E	2024E	2025E
EPS	1.76	1.60	2.01	2.49
BVPS	11.86	9.89	11.91	14.40
PE	36.27	21.51	17.05	13.78
PEG	0.85	0.78	0.65	0.58
PB	5.38	3.47	2.88	2.38
EV/EBITDA	12.81	10.27	8.01	6.14
ROE	15%	16%	17%	17%
ROIC	12%	13%	13%	14%

资料来源：携宁，东海证券研究所（截止 2023 年 11 月 1 日）

资产负债表 (百万元)

	2022A	2023E	2024E	2025E
货币资金	4,113	5,433	7,440	10,134
交易性金融资产	50	50	50	50
应收账款及应收票据	1,844	1,788	2,115	2,461
存货	3,615	4,060	4,891	5,802
预付账款	225	198	225	272
其他流动资产	732	764	818	926
流动资产合计	10,578	12,293	15,540	19,644
长期股权投资	5	5	5	5
投资性房地产	0	0	0	0
固定资产合计	1,219	1,426	1,668	1,940
无形资产	478	495	510	520
商誉	4,188	4,638	5,138	5,638
递延所得税资产	131	138	138	138
其他非流动资产	4,440	4,531	4,584	4,641
资产总计	21,039	23,527	27,584	32,528
短期借款	0	0	0	0
应付票据及应付账款	6,761	6,978	8,378	9,901
预收账款	6	12	15	18
应付职工薪酬	505	594	693	817
应交税费	283	371	457	554
其他流动负债	2,104	2,380	2,403	2,602
流动负债合计	9,659	10,335	11,946	13,892
长期借款	229	279	339	409
应付债券	0	0	0	0
递延所得税负债	24	43	43	43
其他非流动负债	2,006	2,106	2,206	2,306
负债合计	11,917	12,762	14,534	16,649
归属于母公司的所有者权益	8,556	10,000	12,034	14,551
少数股东权益	565	765	1,016	1,327
股东权益	9,121	10,764	13,050	15,879
负债及股东权益	21,039	23,527	27,584	32,528

现金流量表 (百万元)

	2022A	2023E	2024E	2025E
经营活动现金流净额	3,920	2,756	3,555	4,336
投资	-801	0	0	0
资本性支出	-578	-1,424	-1,550	-1,650
其他	105	-123	-100	-100
投资活动现金流净额	-1,274	-1,547	-1,650	-1,750
债权融资	-52	334	160	170
股权融资	77	35	0	0
支付股利及利息	-316	-341	-57	-63
其他	-1,365	85	0	0
筹资活动现金流净额	-1,655	111	103	107
现金净流量	991	1,321	2,007	2,693

## 一、评级说明

	评级	说明
市场指数评级	看多	未来 6 个月内沪深 300 指数上升幅度达到或超过 20%
	看平	未来 6 个月内沪深 300 指数波动幅度在-20%—20%之间
	看空	未来 6 个月内沪深 300 指数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沪深 300 指数达到或超过 10%
	标配	未来 6 个月内行业指数相对沪深 300 指数在-10%—10%之间
	低配	未来 6 个月内行业指数相对弱于沪深 300 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沪深 300 指数达到或超过 15%
	增持	未来 6 个月内股价相对强于沪深 300 指数在 5%—15%之间
	中性	未来 6 个月内股价相对沪深 300 指数在-5%—5%之间
	减持	未来 6 个月内股价相对弱于沪深 300 指数 5%—15%之间
	卖出	未来 6 个月内股价相对弱于沪深 300 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  
 座机：( 8621 ) 20333275  
 手机：18221959689  
 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  
 座机：( 8610 ) 59707105  
 手机：18221959689  
 传真：( 8610 ) 59707100  
 邮编：100089