

益丰药房 (603939)

2021 年年报&2022 年一季报点评：区域市场 稳健扩张，精细化管理持续提升

买入 (维持)

2022 年 05 月 06 日

证券分析师 朱国广

执业证书: S0600520070004

zhugg@dwzq.com.cn

研究助理 冉胜男

执业证书: S0600120100019

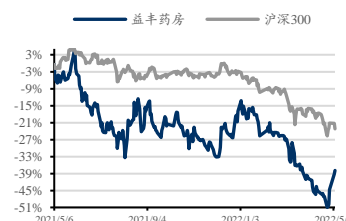
ranshn@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2021A	2022E	2023E	2024E
营业总收入 (百万元)	15,326	18,914	23,161	27,982
同比	16.60	23.41	22.46	20.81
归属母公司净利润 (百万元)	888	1,114	1,373	1,669
同比	19.42	25.45	23.27	21.55
每股收益-最新股本摊薄 (元/股)	1.24	1.55	1.91	2.32
P/E (现价&最新股本摊薄)	33.40	26.63	21.60	17.77

投资要点

- **事件:** 2021 年公司实现营业收入 153.26 亿元 (+16.60%, 括号内表示同比增速, 下同), 归母净利润 8.88 亿元 (+19.42%), 扣非归母净利润 8.59 亿元 (+20.30%)。公司 2022Q1 实现营业收入 41.48 亿元 (+14.29%), 归母净利润 2.72 亿元 (+12.82%), 扣非归母净利润 2.66 亿元 (+14.12%)。2021 年及 2022Q1 业绩略低于我们预期, 主要受疫情影响。
- **经营业绩稳步增长, 门店拓展指标顺利达成。** 2021 年度, 公司营业收入同比增长 16.60%, 原因是公司老店同比内生增长及新店建设与并购规模加大; 归母净利润和扣非归母净利润同比分别增长 19.42% 和 20.30%, 原因是老店的内生式增长、并购门店的外延式增长及公司管理效益的提升; 归属于上市公司股东的净资产增长 39.61%, 主要由于公司完成可转债转股。2021 年, 公司根据“区域聚焦, 稳健扩张”的发展战略, 通过“新开+并购+加盟”的门店拓展模式, 门店拓展指标顺利达成: 净增门店 1818 家, 其中, 自建门店 1197 家, 并购门店 425 家, 新增加盟店 297 家, 关闭门店 101 家。至 2021 年末, 公司门店总数 7809 家 (含加盟店 932 家), 同比增长 30.35%。
- **经营管理及服务能力加强, 盈利能力持续提升。** 2021 年公司继续“重点渗透、深度营销”经营方针, 提升专业服务能力与优化管理体系等, 实现门店客单量和销售收入的持续提升。**收入端:** 分业务来看, 零售业务收入 140.87 亿元 (+14.98%), 批发业务收入 7.20 亿元 (+28.22%), 毛利率分别同比 +2.17pct, -0.74pct。从品类来看, 收入增长较快的包括中药产品和中西药产品, 增速分别为 18.88% 和 18.17%。**费用端:** 公司销售费用率和管理费用率分别为 26.49% (+1.92pct)、4.29% (+0.13pct), 尽管销售费用因新并购门店的整合期及促销等原因有所增长, 但随着公司人均效能和管理效益提升, 销售费用的增长比例小于公司销售收入的增长比例。**综合来看,** 公司主营业务毛利率 38.46%, 同比提升 1.90%, 主要由于公司销售产品结构优化。
- **盈利预测与投资评级:** 考虑到疫情等影响因素, 我们将公司 2022-2023 年归母净利润由 12.62/16.10 亿元下调为 11.14/13.73 亿元, 预计 2024 年为 16.69 亿元, 对应当前市值 2022-2024 年的 PE 估值分别为 27/22/18 倍, 维持“买入”评级。
- **风险提示:** 并购门店整合或不达预期的风险, 市场竞争加剧的风险, 疫情反复或加剧的风险。

股价走势



市场数据

收盘价(元)	41.26
一年最低/最高价	32.64/90.46
市净率(倍)	3.82
流通 A 股市值(百万元)	29,587.19
总市值(百万元)	29,656.26

基础数据

每股净资产(元,LF)	10.79
资产负债率(% ,LF)	52.87
总股本(百万股)	718.77
流通 A 股(百万股)	717.09

相关研究

《益丰药房(603939): 2021 中报点评: 内生外延双轮驱动, 门店网络稳步扩张》

2021-08-27

《益丰药房(603939): 2020 年报点评: 经营业绩高速增长, 门店网络稳健扩张》

2021-04-28

《益丰药房(603939): 公司规模稳健扩张, Q3 净利润大幅增长 62%》

2020-10-30

益丰药房三大财务预测表

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2021A	2022E	2023E	2024E		2021A	2022E	2023E	2024E
流动资产	7,916	9,396	11,472	14,342	营业总收入	15,326	18,914	23,161	27,982
货币资金及交易性金融资产	3,073	3,582	4,548	5,972	营业成本(含金融类)	9,143	11,248	13,722	16,801
经营性应收款项	1,178	1,449	1,776	2,150	税金及附加	55	68	84	101
存货	3,041	3,711	4,515	5,546	销售费用	4,060	5,105	6,320	7,496
合同资产	0	0	0	0	管理费用	657	811	993	1,144
其他流动资产	624	654	633	674	研发费用	16	19	24	29
非流动资产	9,136	10,239	11,267	12,211	财务费用	115	68	63	53
长期股权投资	5	7	9	11	加:其他收益	62	77	94	113
固定资产及使用权资产	4,146	4,669	5,157	5,611	投资净收益	34	42	52	63
在建工程	359	479	579	629	公允价值变动	0	0	0	0
无形资产	389	400	410	421	减值损失	-45	-34	-33	-20
商誉	3,718	4,098	4,478	4,858	资产处置收益	7	2	2	3
长期待摊费用	372	440	487	534	营业利润	1,339	1,681	2,071	2,517
其他非流动资产	147	147	147	147	营业外净收支	-1	-3	-2	-2
资产总计	17,052	19,634	22,739	26,553	利润总额	1,338	1,678	2,069	2,515
流动负债	6,745	8,085	9,658	11,609	减:所得税	347	435	537	653
短期借款及一年内到期的非流动负债	936	936	936	936	净利润	991	1,243	1,532	1,862
经营性应付款项	4,813	5,922	7,225	8,846	减:少数股东损益	103	129	159	193
合同负债	41	51	62	76	归属母公司净利润	888	1,114	1,373	1,669
其他流动负债	956	1,176	1,435	1,752	每股收益-最新股本摊薄(元)	1.24	1.55	1.91	2.32
非流动负债	2,442	2,442	2,442	2,442	EBIT	1,413	1,663	2,019	2,411
长期借款	366	366	366	366	EBITDA	2,721	2,574	2,964	3,392
应付债券	0	0	0	0	毛利率(%)	40.35	40.53	40.76	39.96
租赁负债	2,024	2,024	2,024	2,024	归母净利率(%)	5.79	5.89	5.93	5.96
其他非流动负债	52	52	52	52	收入增长率(%)	16.60	23.41	22.46	20.81
负债合计	9,187	10,527	12,100	14,051	归母净利润增长率(%)	19.42	25.45	23.27	21.55
归属母公司股东权益	7,481	8,595	9,968	11,637					
少数股东权益	383	512	671	865					
所有者权益合计	7,865	9,107	10,639	12,502					
负债和股东权益	17,052	19,634	22,739	26,553					

现金流量表 (百万元)					重要财务与估值指标				
	2021A	2022E	2023E	2024E		2021A	2022E	2023E	2024E
经营活动现金流	2,150	2,579	2,985	3,381	每股净资产(元)	10.41	11.96	13.87	16.19
投资活动现金流	-567	-1,973	-1,922	-1,860	最新发行在外股份(百万股)	719	719	719	719
筹资活动现金流	-2,185	-97	-97	-97	ROIC(%)	9.60	10.43	11.33	11.99
现金净增加额	-602	509	966	1,424	ROE-摊薄(%)	11.87	12.96	13.77	14.34
折旧和摊销	1,309	911	946	980	资产负债率(%)	53.88	53.62	53.21	52.92
资本开支	-821	-1,946	-1,925	-1,874	P/E(现价&最新股本摊薄)	33.40	26.63	21.60	17.77
营运资本变动	-308	144	149	210	P/B(现价)	3.96	3.45	2.98	2.55

数据来源:Wind,东吴证券研究所,全文如无特殊注明,相关数据的货币单位均为人民币,预测均为东吴证券研究所预测。

免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“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客户。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，本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下，东吴证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也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报告。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发、转载，需征得东吴证券研究所同意，并注明出处为东吴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东吴证券投资评级标准：

公司投资评级：

- 买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15% 以上；
- 增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5% 与 15% 之间；
- 中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -5% 与 5% 之间；
- 减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -15% 与 -5% 之间；
- 卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 -15% 以下。

行业投资评级：

- 增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于大盘 5% 以上；
- 中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对大盘 -5% 与 5%；
- 减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于大盘 5% 以上。

东吴证券研究所
苏州工业园区星阳街 5 号
邮政编码：215021
传真：(0512) 62938527
公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>

