华创证券 HUA CHUANG SECURITIES

证券研究报告

系统设备 2021 年 05 月 10 日

益丰药房（603939）2020 年报及 2021 年一季报点评

业绩稳定，符合预期

强推（维持）

目标价：117.9 元

当前价：82 元

事项：

- 公司近日公布定期报告，2020 年实现营收 131.45 亿（+27.91%），归母净利润 7.68 亿（41.29%），扣非归母净利润 7.39 亿（+37.43%），经营性现金流净值 13.36 亿（+38.66%）。2021 年 Q1 实现营收 36.3 亿（+19.09%），归母净利润 2.41 亿（+29.39%），扣非归母净利润 2.33 亿（+30.17%），经营性现金流净值 5.95 亿（+35.75%）。符合市场预期。

评论：

- **门店中高速增长，核心省份实现较快发展。**2020 年末，公司拥有直营门店 5356 家（同比+22.68%），较年初+1074，其中自建 820 家、并购 254 家。21Q1，公司新增直营门店 248 家，其中自建 195 家、并购 53 家。门店保持中高速增长。2020-21Q1，公司共计披露并购门店数 450 家（含未并表门店），其中江苏（141 家）、湖北（91 家）、湖南（89 家）、江西（78 家）、河北（40 家）、浙江（11 家）。公司正持续加密中南、华东区域。分省份来看，核心省份营收均保持较快增长，多数省份净利率持续提升（上海下降，湖北未披露）。其中湖南营收约 28 亿（扣除批发业务），净利率约 5.61%（同比+1.86Pcts）；湖北营收约 22 亿；江西营收约 11 亿，净利率约 7.62%（同比+0.9Pcts）；江苏营收约 31 亿，净利率约 8.41%（同比+1.94Pcts）；上海营收约 14 亿，净利率约 6.16%(同比-2Pcts)；河北营收约 13 亿，净利率约 8.41%(同比+0.16Pcts)。
- **经营效率持续提升。**2020 年，公司毛利率略有下降，为 38%（同比-1Pcts），主要原因为品类结构的变化，即疫情、集采等低毛品类收入占比提升。销售费用率大幅下降，为 24.6%（同比-1.5Pcts），主要原因为规模效应带动销售人员薪资占比下降（同比-0.6Pcts），疫情带动租金占比下降（同比-0.6Pcts）；销售费用率下降带动净利率提升，公司前台净利率（公式：（净利润+管理费用-厂商返利）/营业收入）为 8.2%（同比+0.9Pcts），后台净利率为 6.6%（同比+0.7Pcts）。经营效率持续提升，其中年均坪效为 1.9 万/年（同比+0.1 万），人效为 49.8 万元/人（同比+3.7 万元）。
- **线上业务高速发展。**2020 年，公司 O2O 多渠道多平台上线门店超过 4400 家（2019 年为超过 3000 家）。在 O2O 和 B2C 双引擎的策略支撑以及疫情的推动下，借助公司供应链优势和精细化运营，公司互联网业务实现销售收入 6.88 亿元（同比+114%），占比 5.62%，实现较快发展。
- **盈利预测、估值及投资评级。**鉴于公司关键指标表现优异，我们看好公司良好发展态势，略微调整公司 21-23 年归母净利润为 9.98/12.98/16.90 亿元（21-22 年原预测值为 9.24/12.17 亿），EPS 分别为 1.88/2.44/3.18 元（21-22 年原预测值为 1.74/2.29 元）。公司自由现金流较稳定，采用 DCF 估值法，维持目标价 117.9 元，维持“强推”评级。
- **风险提示：**互联网电商冲击，个人医保账户趋严，商誉减值。

主要财务指标

	2020	2021E	2022E	2023E
主营收入(百万)	13,145	17,114	22,081	28,771
同比增速(%)	27.9%	30.2%	29.0%	30.3%
归母净利润(百万)	768	998	1,298	1,690
同比增速(%)	41.3%	29.9%	30.1%	30.1%
每股盈利(元)	1.45	1.88	2.44	3.18
市盈率(倍)	57	44	34	26
市净率(倍)	8	7	6	5

资料来源：公司公告，华创证券预测　　注：股价为 2021 年 05 月 07 日收盘价

华创证券研究所

证券分析师：刘宇腾

电话：010-66500915

邮箱：liuyuteng@hcyjs.com

执业编号：S0360519080001

联系人：黄致君

电话：01066500910

邮箱：huangzhijun@hcyjs.com

公司基本数据

总股本(万股)	55,297
已上市流通股(万股)	53,652
总市值(亿元)	496.85
流通市值(亿元)	482.06
资产负债率(%)	53.8
每股净资产(元)	12.6
12 个月内最高/最低价	110.23/65.36

市场表现对比图(近 12 个月)

相关研究报告

《益丰药房（603939）2019 年报点评：各项指标表现优异，互联网电商平添新彩》 2020-04-10

《益丰药房（603939）2020 年中报点评：主要省份均已盈利，经营效率显著提升》 2020-08-28

《益丰药房（603939）2020 年三季报点评：单三季度业绩超预期，各项指标稳步提升》 2020-11-02

未经许可，禁止转载

附录：财务预测表

资产负债表

单位：百万元	2020	2021E	2022E	2023E
货币资金	3,360	4,197	5,638	7,457
应收票据	0	2	1	1
应收账款	830	1,081	1,395	1,817
预付账款	205	267	345	449
存货	2,172	2,828	3,654	4,753
合同资产	0	0	0	0
其他流动资产	1,495	1,720	2,002	2,384
流动资产合计	8,062	10,095	13,035	16,861
其他长期投资	0	0	0	0
长期股权投资	5	5	5	5
固定资产	577	674	754	820
在建工程	236	236	236	236
无形资产	371	384	395	406
其他非流动资产	3,699	3,697	3,696	3,693
非流动资产合计	4,888	4,996	5,086	5,160
资产合计	**12,950**	**15,091**	**18,121**	**22,021**
短期借款	380	430	480	530
应付票据	2,739	3,566	4,606	5,993
应付账款	1,083	1,411	1,822	2,371
预收款项	6	8	10	13
合同负债	31	40	51	67
其他应付款	412	412	412	412
一年内到期的非流动负债	59	59	59	59
其他流动负债	428	552	712	920
流动负债合计	5,138	6,478	8,152	10,365
长期借款	628	678	728	778
应付债券	1,348	1,348	1,348	1,348
其他非流动负债	54	54	54	54
非流动负债合计	2,030	2,080	2,130	2,180
负债合计	**7,168**	**8,558**	**10,282**	**12,545**
归属母公司所有者权益	5,469	6,092	7,231	8,651
少数股东权益	313	441	608	825
所有者权益合计	**5,782**	**6,533**	**7,839**	**9,476**
负债和股东权益	**12,950**	**15,091**	**18,121**	**22,021**

现金流量表

单位：百万元	2020	2021E	2022E	2023E
经营活动现金流	**1,336**	**1,296**	**1,650**	**2,086**
现金收益	1,110	1,352	1,710	2,166
存货影响	-352	-656	-825	-1,099
经营性应收影响	-55	-283	-359	-495
经营性应付影响	950	1,156	1,455	1,937
其他影响	-317	-274	-330	-423
投资活动现金流	**-1,256**	**-300**	**-300**	**-300**
资本支出	-518	-303	-302	-302
股权投资	24	0	0	0
其他长期资产变化	-762	3	2	2
融资活动现金流	**1,708**	**-159**	**91**	**33**
借款增加	1,640	100	100	100
股利及利息支付	-176	-312	-383	-474
股东融资	30	30	30	30
其他影响	214	23	344	377

利润表

单位：百万元	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入	**13,145**	**17,114**	**22,081**	**28,771**
营业成本	8,152	10,614	13,712	17,838
税金及附加	55	72	93	121
销售费用	3,230	4,205	5,388	7,049
管理费用	546	712	918	1,196
研发费用	8	11	14	18
财务费用	34	34	34	34
信用减值损失	-6	-6	-6	-6
资产减值损失	-31	-31	-31	-31
公允价值变动收益	0	0	0	0
投资收益	29	29	29	29
其他收益	59	59	59	59
营业利润	**1,170**	**1,518**	**1,973**	**2,566**
营业外收入	7	7	7	7
营业外支出	13	13	13	13
利润总额	**1,164**	**1,512**	**1,967**	**2,560**
所得税	297	386	502	653
净利润	**867**	**1,126**	**1,465**	**1,907**
少数股东损益	99	128	167	217
归属母公司净利润	**768**	**998**	**1,298**	**1,690**
NOPLAT	892	1,151	1,490	1,932
EPS(摊薄)（元）	1.45	1.88	2.44	3.18

主要财务比率

	2020	2021E	2022E	2023E
成长能力				
营业收入增长率	27.9%	30.2%	29.0%	30.3%
EBIT 增长率	40.5%	29.1%	29.5%	29.6%
归母净利润增长率	41.3%	29.9%	30.1%	30.1%
获利能力				
毛利率	38.0%	38.0%	37.9%	38.0%
净利率	6.6%	6.6%	6.6%	6.6%
ROE	13.3%	15.3%	16.6%	17.8%
ROIC	23.3%	25.3%	26.1%	27.0%
偿债能力				
资产负债率	55.4%	56.7%	56.7%	57.0%
债务权益比	42.7%	39.3%	34.1%	29.2%
流动比率	1.6	1.6	1.6	1.6
速动比率	1.1	1.1	1.2	1.2
营运能力				
总资产周转率	1.0	1.1	1.2	1.3
应收账款周转天数	22	20	20	20
应付账款周转天数	42	42	42	42
存货周转天数	88	85	85	85
每股指标(元)				
每股收益	1.45	1.88	2.44	3.18
每股经营现金流	2.42	2.34	2.98	3.77
每股净资产	9.89	11.02	13.08	15.64
估值比率				
P/E	57	44	34	26
P/B	8	7	6	5
EV/EBITDA	65	53	41	32

资料来源：公司公告，华创证券预测

医药组团队介绍

所长助理、首席研究员：高岳

北京大学生物技术专业学士，北京大学西方经济学硕士、香港大学金融学硕士。曾任职于瑞银证券、海通证券、长江证券。2020 年加入华创证券研究所。2015 年新财富最佳分析师第一名团队成员，2016 年新财富最佳分析师第二名团队成员。2020 年新财富最佳分析师第四名。

首席研究员：郑辰

复旦大学金融学硕士。曾任职于中海基金、长江证券。2020 年加入华创证券研究所。2020 年新财富最佳分析师第四名。

高级研究员：刘浩

南京大学化学学士、中科院有机化学博士，曾任职于海通证券、长江证券。2020 年加入华创证券研究所。2020 年新财富最佳分析师第四名团队成员。

高级研究员：刘宇腾

中国人民大学经济学硕士。2017 年加入华创证券研究所。

高级研究员：李婵娟

上海交通大学会计学硕士。曾任职于长江证券。2020 年加入华创证券研究所。2020 年新财富最佳分析师第四名团队成员。

研究员：张泉

复旦大学公共事业管理学士，美国拉文大学 MHA。曾任职于长江证券。2020 年加入华创证券研究所。2020 年新财富最佳分析师第四名团队成员。

研究员：支君

南京大学生物化学与分子生物硕士。曾任职于东方财富证券。2020 年加入华创证券研究所。

助理研究员：黄致君

北京大学硕士，2020 年加入华创证券研究所。

华创证券机构销售通讯录

地区	姓名	职　务	办公电话	企业邮箱
北京机构销售部	张昱洁	副总经理、北京机构销售总监	010-66500809	zhangyujie@hcyjs.com
	杜博雅	高级销售经理	010-66500827	duboya@hcyjs.com
	张菲菲	高级销售经理	010-66500817	zhangfeifei@hcyjs.com
	侯春钰	销售经理	010-63214670	houchunyu@hcyjs.com
	侯斌	销售经理	010-63214683	houbin@hcyjs.com
	过云龙	销售经理	010-63214683	guoyunlong@hcyjs.com
	刘懿	销售经理	010-66500867	liuyi@hcyjs.com
	达娜	销售助理	010-63214683	dana@hcyjs.com
	车一哲	销售经理		cheyizhe@hcyjs.com
广深机构销售部	张娟	副总经理、广深机构销售总监	0755-82828570	zhangjuan@hcyjs.com
	汪丽燕	高级销售经理	0755-83715428	wangliyan@hcyjs.com
	段佳音	资深销售经理	0755-82756805	duanjiayin@hcyjs.com
	包青青	销售经理	0755-82756805	baoqingqing@hcyjs.com
	巢莫雯	销售经理	0755-83024576	chaomowen@hcyjs.com
	董姝彤	销售经理	0755-82871425	dongshutong@hcyjs.com
	张嘉慧	销售助理	0755-82756804	zhangjiahui1@hcyjs.com
	邓洁	销售助理	0755-82756803	dengjie@hcyjs.com
上海机构销售部	许彩霞	上海机构销售总监	021-20572536	xucaixia@hcyjs.com
	官逸超	资深销售经理	021-20572555	guanyichao@hcyjs.com
	黄畅	资深销售经理	021-20572257-2552	huangchang@hcyjs.com
	张佳妮	高级销售经理	021-20572585	zhangjiani@hcyjs.com
	吴俊	高级销售经理	021-20572506	wujun1@hcyjs.com
	柯任	销售经理	021-20572590	keren@hcyjs.com
	蒋瑜	销售经理	021-20572509	jiangyu@hcyjs.com
	施嘉玮	销售经理	021-20572548	shijiawei@hcyjs.com
私募销售组	潘亚琪	高级销售经理	021-20572559	panyaqi@hcyjs.com
	汪子阳	销售经理	021-20572559	wangziyang@hcyjs.com

华创行业公司投资评级体系(基准指数沪深 300)

公司投资评级说明:

强推：预期未来 6 个月内超越基准指数 20%以上;
推荐：预期未来 6 个月内超越基准指数 10%－20%;
中性：预期未来 6 个月内相对基准指数变动幅度在-10%－10%之间;
回避：预期未来 6 个月内相对基准指数跌幅在 10%－20%之间。

行业投资评级说明:

推荐：预期未来 3-6 个月内该行业指数涨幅超过基准指数 5%以上;
中性：预期未来 3-6 个月内该行业指数变动幅度相对基准指数-5%－5%;
回避：预期未来 3-6 个月内该行业指数跌幅超过基准指数 5%以上。

分析师声明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的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; 分析师对任何其他券商发布的所有可能存在雷同的研究报告不负有任何直接或者间接的可能责任。

免责声明

本报告仅供华创证券有限责任公司（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。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但本公司不保证其准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断。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。本公司在知晓范围内履行披露义务。

报告中的内容和意见仅供参考，并不构成本公司对具体证券买卖的出价或询价。本报告所载信息不构成对所涉及证券的个人投资建议，也未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，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。本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的预期收入可能会波动。

本报告版权仅为本公司所有，本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用本报告的任何部分。如征得本公司许可进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华创证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

证券市场是一个风险无时不在的市场，请您务必对盈亏风险有清醒的认识，认真考虑是否进行证券交易。市场有风险，投资需谨慎。

华创证券研究所

北京总部	广深分部	上海分部
地址：北京市西城区锦什坊街 26 号 恒奥中心 C 座 3A	地址：深圳市福田区香梅路 1061 号 中投国际商务中心 A 座 19 楼	地址：上海市浦东新区花园石桥路 33 号 花旗大厦 12 层
邮编：100033	邮编：518034	邮编：200120
传真：010-66500801	传真：0755-82027731	传真：021-20572500
会议室：010-66500900	会议室：0755-82828562	会议室：021-20572522