

益丰药房 (603939)

门店稳步扩张, 2019年上半年经营规模进一步提升

2019 半年报业绩喜人, 经营规模进一步提升

公司发布 2019 年半年报, 2019 年上半年公司实现营收 50.48 亿元, 同比增长 68.65%; 实现归母净利润 3.08 亿元, 同比增长 36.78%; 扣非后归母净利润 3.03 亿元, 同比增长 46.69%。2019 年上半年, 公司经营活动现金流净额为 4.33 亿元, 同比增长 146.09%; 基本每股收益 0.817 元/股, 同比增加 31.56%。2019 年上半年公司规模与业绩维持高增长主要原因有: (1) 公司内部精细化管理效果不断凸显, 产品结构不断优化, 老店同比保持了较高的内生增长; (2) 报告期内公司新开门店与并购门店并行, 外延增长强劲; (3) 报告期内, 子公司河北新兴实现收入 5.77 亿元、实现净利润 0.47 亿元, 剔除河北新兴后, 预计公司收入与扣非利润端分别保持了大约 50%、26% 的增长速度, 高于行业平均水平。

门店稳步扩张, 华东地区开店数增长加快

2019 年上半年公司门店总数达到 4127 家 (含加盟店 256 家), 覆盖湖北、湖南、上海、江苏、江西、浙江、广东、河北、北京九个省/市, 网络覆盖范围进一步拓宽。2019 年上半年公司净增门店 516 家, 其中新增门店 368 (含新增加盟店 87 家), 收购门店 204 家, 关闭 56 家。从 2019 年上半年的门店的扩张情况来看, 2019 年上半年公司新建门店的速度加快, 新建与并购双轨并行, 不断提升门店数量。从区域来看, 报告期末, 公司在中南地区、华东地区、华北地区分别新增门店 214 家、332 家、26 家, 门店数分别达到 1813 家、1792 家、522 家; 从店型的角度看, 报告期内公司 3871 家直营门店中旗舰店 22 家, 区域中心店 60 家, 中型社区店 582 家、社区店 3207 家; 日均平效分别为 136.99/62.95/61.74/58.71 (元/平方米)。报告期内公司医保门店数达到 2923 家, 医保店比例提升至 75.51%; 从区域上看, 中南、华东、华北地区医保店比例分别为 84.73%、64.37%、78.54%。

精细化管理效果不断体现, 营运能力不断提升

2019 年上半年公司销售毛利率与销售净利率分别为 39.09%、6.76%, 同比略有下降, 主要系报告期内公司新开门的摊销、贷款增加以及并购整合过程中导致公司相应的费用有所提升。2019H1 公司销售费用率、管理费用率与财务费用率分别为 24.88%、4.2%、0.69%, 较去年同期分别下降 1.84pp、上升 0.39pp、0.55pp。公司整体管理能力优秀, 精细化管理是行业典范, 2019 年上半年, 公司存货周转率、应收账款周转率、总资产周转率分别为 2.14、8.13、0.63, 营运能力进一步提升。

估值与评级

公司优秀的异地复制扩张能力不断推动业务规模与市占率的提升, 规模效应与精细化的内部管理提升公司运行效率。预计 2019-2021 年公司净利润分别为 5.52/7.33/9.71 亿元, 维持“增持”评级。

风险提示: 并购整合不及预期, 行业竞争加剧, 政策导致药店药品降价等风险、执业药师不足等

财务数据和估值	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	4,807.25	6,912.58	9,677.61	13,258.32	17,898.73
增长率(%)	28.76	43.79	40.00	37.00	35.00
EBITDA(百万元)	467.68	653.00	782.57	1,029.25	1,354.27
净利润(百万元)	313.50	416.41	551.61	733.01	971.27
增长率(%)	40.03	32.83	32.47	32.89	32.51
EPS(元/股)	0.83	1.10	1.46	1.93	2.56
市盈率(P/E)	89.80	67.61	51.04	38.41	28.99
市净率(P/B)	8.89	6.94	6.38	5.74	5.06
市销率(P/S)	5.86	4.07	2.91	2.12	1.57
EV/EBITDA	33.12	23.15	36.04	25.86	19.55

资料来源: wind, 天风证券研究所

投资评级

行业	医药生物/医药商业
6 个月评级	增持 (维持评级)
当前价格	74.3 元
目标价格	元

基本数据

A 股总股本(百万股)	378.92
流通 A 股股本(百万股)	362.69
A 股总市值(百万元)	28,153.94
流通 A 股市值(百万元)	26,948.21
每股净资产(元)	11.45
资产负债率(%)	44.69
一年内最高/最低(元)	76.00/39.00

作者

郑薇 分析师
SAC 执业证书编号: S1110517110003
zhengwei@tfzq.com

股价走势



资料来源: 贝格数据

相关报告

- 《益丰药房-年报点评报告: 聚焦策略效果明显, 业绩持续保持高增长》2019-04-10
- 《益丰药房-季报点评: 营收提速, 未来增长动力充足》2018-10-30
- 《益丰药房-半年报点评: 区域龙头跑马圈地加速, 业绩持续高增长》2018-08-28

财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
货币资金	787.54	1,296.94	774.21	2,150.10	2,293.96
应收票据及应收账款	340.38	604.71	604.25	356.63	940.56
预付账款	211.47	202.73	362.36	448.61	623.57
存货	764.16	1,440.48	1,659.96	2,556.81	3,169.13
其他	1,252.99	696.98	1,342.81	1,261.81	1,304.79
流动资产合计	3,356.54	4,241.83	4,743.58	6,773.97	8,332.00
长期股权投资	0.00	27.58	27.58	27.58	27.58
固定资产	313.83	396.87	411.47	442.76	471.06
在建工程	1.38	19.71	47.83	76.70	76.02
无形资产	185.83	250.76	238.90	227.05	215.20
其他	924.99	2,931.40	2,833.94	2,783.57	2,779.80
非流动资产合计	1,426.02	3,626.31	3,559.72	3,557.65	3,569.65
资产总计	4,782.56	7,868.14	8,303.30	10,331.62	11,901.65
短期借款	0.00	5.00	243.20	0.00	0.00
应付票据及应付账款	1,238.91	2,200.09	2,484.01	3,930.13	4,823.60
其他	318.65	693.37	448.26	799.24	827.47
流动负债合计	1,557.56	2,898.46	3,175.47	4,729.37	5,651.07
长期借款	0.00	744.80	542.93	500.00	450.00
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	45.35	55.04	48.76	49.72	51.17
非流动负债合计	45.35	799.84	591.69	549.72	501.17
负债合计	1,602.91	3,698.30	3,767.16	5,279.09	6,152.24
少数股东权益	12.45	111.08	126.75	151.23	190.40
股本	362.69	376.81	378.92	378.92	378.92
资本公积	2,007.34	2,577.18	2,577.18	2,577.18	2,577.18
留存收益	2,804.51	3,681.95	4,030.48	4,522.39	5,180.09
其他	(2,007.34)	(2,577.18)	(2,577.18)	(2,577.18)	(2,577.18)
股东权益合计	3,179.65	4,169.84	4,536.15	5,052.54	5,749.41
负债和股东权益总	4,782.56	7,868.14	8,303.30	10,331.62	11,901.65

现金流量表(百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
净利润	317.47	441.57	551.61	733.01	971.27
折旧摊销	110.53	147.87	29.14	31.70	34.23
财务费用	(17.20)	9.71	10.27	3.06	(8.35)
投资损失	(34.90)	(65.07)	(75.64)	(62.96)	(51.33)
营运资金变动	408.02	755.48	(868.37)	1,189.59	(493.06)
其它	(466.72)	(778.86)	16.50	24.89	40.07
经营活动现金流	317.20	510.71	(336.50)	1,919.28	492.82
资本支出	248.91	2,293.17	66.29	79.04	48.55
长期投资	0.00	27.58	0.00	0.00	0.00
其他	(397.95)	(2,803.01)	(50.65)	(96.08)	(47.21)
投资活动现金流	(149.04)	(482.26)	15.64	(17.04)	1.33
债权融资	0.00	789.00	799.20	517.42	473.23
股权融资	3.65	570.67	(8.16)	(3.06)	8.35
其他	(57.72)	(833.26)	(992.91)	(1,040.70)	(831.89)
筹资活动现金流	(54.07)	526.41	(201.87)	(526.35)	(350.30)
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
现金净增加额	114.09	554.86	(522.73)	1,375.90	143.85

资料来源：公司公告，天风证券研究所

利润表(百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入	4,807.25	6,912.58	9,677.61	13,258.32	17,898.73
营业成本	2,882.58	4,166.08	5,854.95	8,021.28	10,828.73
营业税金及附加	34.75	46.95	67.74	92.81	125.29
营业费用	1,294.19	1,895.97	2,709.73	3,712.33	5,011.65
管理费用	199.38	267.74	348.39	477.30	644.35
研发费用	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
财务费用	(3.65)	13.28	10.27	3.06	(8.35)
资产减值损失	13.68	18.21	19.00	20.00	20.00
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	34.90	65.07	75.64	62.96	51.33
其他	(75.78)	(139.04)	(151.28)	(125.92)	(102.66)
营业利润	427.19	578.32	743.16	994.49	1,328.39
营业外收入	3.73	5.65	6.98	5.45	5.00
营业外支出	2.82	2.71	2.62	2.72	2.69
利润总额	428.10	581.26	747.52	997.23	1,330.71
所得税	110.63	139.70	179.40	239.33	319.37
净利润	317.47	441.57	568.11	757.89	1,011.34
少数股东损益	3.97	25.16	16.50	24.89	40.07
归属于母公司净利润	313.50	416.41	551.61	733.01	971.27
每股收益(元)	0.83	1.10	1.46	1.93	2.56

主要财务比率	2017	2018	2019E	2020E	2021E
成长能力					
营业收入	28.76%	43.79%	40.00%	37.00%	35.00%
营业利润	44.01%	35.38%	28.50%	33.82%	33.57%
归属于母公司净利润	40.03%	32.83%	32.47%	32.89%	32.51%
获利能力					
毛利率	40.04%	39.73%	39.50%	39.50%	39.50%
净利率	6.52%	6.02%	5.70%	5.53%	5.43%
ROE	9.90%	10.26%	12.51%	14.96%	17.47%
ROIC	12.41%	20.79%	16.53%	17.00%	29.78%
偿债能力					
资产负债率	33.52%	47.00%	45.37%	51.10%	51.69%
净负债率	-24.77%	-12.18%	0.55%	-32.31%	-31.67%
流动比率	2.16	1.46	1.49	1.43	1.47
速动比率	1.66	0.97	0.97	0.89	0.91
营运能力					
应收账款周转率	16.33	14.63	16.01	27.60	27.60
存货周转率	6.43	6.27	6.24	6.29	6.25
总资产周转率	1.07	1.09	1.20	1.42	1.61
每股指标(元)					
每股收益	0.83	1.10	1.46	1.93	2.56
每股经营现金流	0.84	1.35	-0.89	5.07	1.30
每股净资产	8.36	10.71	11.64	12.94	14.67
估值比率					
市盈率	89.80	67.61	51.04	38.41	28.99
市净率	8.89	6.94	6.38	5.74	5.06
EV/EBITDA	33.12	23.15	36.04	25.86	19.55
EV/EBIT	37.10	25.94	37.43	26.69	20.06

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	武汉	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号	湖北武汉市武昌区中南路 99 号保利广场 A 座 37 楼	上海市浦东新区兰花路 333 号 333 世纪大厦 20 楼	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼
邮编：100031	邮编：430071	邮编：201204	邮编：518000
邮箱：research@tfzq.com	电话：(8627)-87618889	电话：(8621)-68815388	电话：(86755)-23915663
	传真：(8627)-87618863	传真：(8621)-68812910	传真：(86755)-82571995
	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com