

益丰药房 (603939) 2019年三季度报点评

Q3单季度门店增长提速 业绩保持良好增长态势

2019年10月31日

【投资要点】

- ◆ **业绩保持良好增长趋势。**2019年1-9月,公司实现营业收入73.89亿元,同比增长58.36%;归母净利润4.18亿元,同比增长35.48%,扣非后同比+42.75%;经营活动产生的现金流净额为5.85亿元,同比+81.71%。从单独3季度来看,公司实现营业收入23.40亿元,同比增长40.0%;归母净利润1.1亿元,同比+32.0%。业绩增长的主要利益于老店的内生增长以及新开店、收购店等外延增长以及管理效益的提升。
- ◆ **Q3单季度门店增长有所提速。**2019年1-9月,公司净增门店805家,其中新开门店579家(含新开加盟店166家),收购门店307家,关闭门店81家。报告期内,公司门店总数4416家(含加盟店335家),直营门店经营面积为48.66万平方米。其中,2019年7-9月,净增门店289家,新开门店211家(含新增加加盟店79家),收购门店103家,关闭门店25家。2019年7-9月,公司共发生了5起同行业的并购投资业务,涉及门店121家。其中,完成并购交割项目4起,交割进行中的项目1起。
- ◆ **毛利率环比有所回升。**2019Q3,公司销售毛利率为39.63%,相比去年同期下降了0.86pct,环比上升了0.54个百分点。受前期增值税调税、小规模纳税人及免增值税等政策的影响在逐渐消化。
- ◆ **费用支出有所增加。**2019Q3,公司销售费用率为25.69%,环比提升0.81pct,同比下降了1.8pct;管理费用率4.49%,环比增加了0.29pct,同比0.95pct;财务费用率为0.71%,环比提升0.02pct,同比提升0.45pct。费用支出有所增加的主要原因是公司仍然处于“跑马圈地”向外扩张状态,新开店及并购门店均有一定的培育期或整合期,期间的开办费摊销及促销费用较多、客流尚需培育等,从而导致相应费用的增加。

东方财富证券
Eastmoney Securities

挖掘价值 投资成长

增持 (维持)

东方财富证券研究所

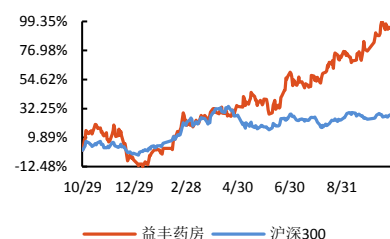
证券分析师:何玮

证书编号:S1160517110001

联系人:马建华

电话:021-23586480

相对指数表现



基本数据

总市值(百万元)	33223.93
流通市值(百万元)	31801.07
52周最高/最低(元)	90.66/39.00
52周最高/最低(PE)	67.53/36.79
52周最高/最低(PB)	8.31/3.64
52周涨幅(%)	96.45
52周换手率(%)	112.04

相关研究

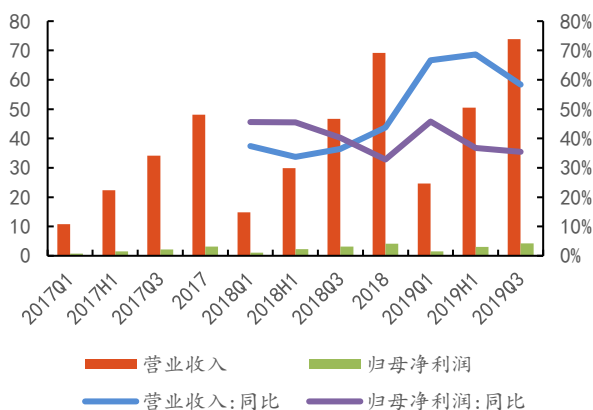
《议价能力提升 业绩良好增长》

2019.08.22

《品牌和规模效应显现,业绩稳定较快增长》

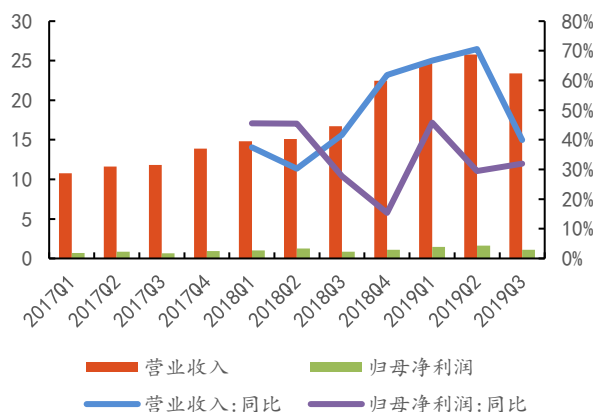
2019.04.15

图表 1: 公司收入稳定增长情况 (亿元, %)



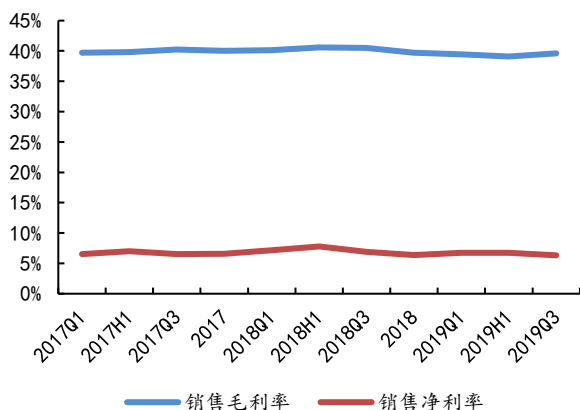
资料来源: Choice, 东方财富证券研究所

图表 2: 公司分季度收入增长情况 (亿元, %)



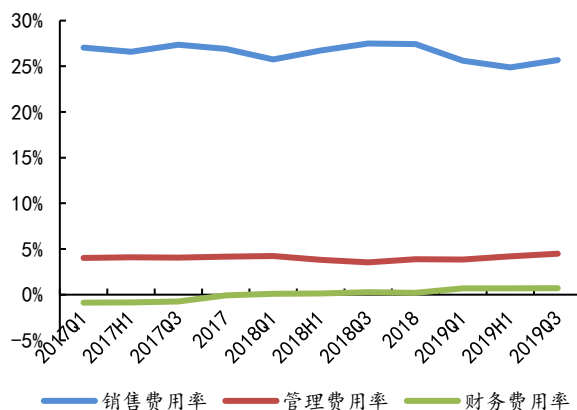
资料来源: Choice, 东方财富证券研究所

图表 3: 公司销售毛利率/净利率情况 (%)



资料来源: Choice, 东方财富证券研究所

图表 4: 公司相关费用率情况 (%)



资料来源: Choice, 东方财富证券研究所

【投资建议】

Q3 单季度公司门店数量增长有所提速,老店的内生增长以及新店的外延增长趋势良好,全年新增 1000 家门店计划预计将顺利完成。通过密集合理布局,树立品牌形象,不断优化商品组合,公司实现销售收入的持续提升。同时,规模效应提升公司的议价能力、降低物流及管控成本。继续看好公司未来的增长。

我们维持 19/20/21 年营业收入分别为 111.04/144.69/188.56 亿元,归母净利润分别为 6.75/8.75/11.41 亿元,EPS 分别为 1.78/2.31/3.01 元,对应 PE 分别为 49/38/29 倍。维持“增持”评级。

盈利预测

项目\年度	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入（百万元）	6912.58	11103.99	14468.60	18855.95
增长率（%）	43.79	60.63	30.30	30.32
EBITDA（百万元）	742.42	1078.33	1377.39	1769.90
归母净利润（百万元）	416.41	674.92	875.05	1140.75
增长率（%）	32.83	62.08	29.65	30.36
EPS（元/股）	1.10	1.78	2.31	3.01
市盈率（P/E）	79.79	49.23	37.97	29.12
市净率（P/B）	8.19	7.19	6.17	5.18
EV/EBITDA	44.07	28.11	21.10	15.88

资料来源：Choice，东方财富证券研究所

【风险提示】

- ◆ 行业政策风险；
- ◆ 市场竞争加剧；
- ◆ 新店扩张与整合不达预期；

资产负债表 (百万元)

至 12 月 31 日	2018A	2019E	2020E	2021E
流动资产	4241.83	7798.59	9895.17	12502.41
货币资金	1296.94	3705.79	4955.01	5912.43
应收及预付	993.30	1503.98	1918.97	2629.89
存货	1440.48	2074.11	2506.48	3445.37
其他流动资产	511.12	514.71	514.71	514.71
非流动资产	3626.31	2047.53	2209.55	2349.74
长期股权投资	27.58	127.58	227.58	327.58
固定资产	396.87	388.49	375.11	347.91
在建工程	19.71	27.43	38.68	48.75
无形资产	2961.84	1293.01	1354.06	1412.41
其他长期资产	220.31	211.03	214.12	213.09
资产总计	7868.14	9846.12	12104.72	14852.15
流动负债	2898.46	4259.85	5685.50	7312.74
短期借款	5.00	5.00	5.00	5.00
应付及预收	2868.44	4215.65	5641.30	7268.54
其他流动负债	25.02	39.20	39.20	39.20
非流动负债	799.84	799.84	799.84	799.84
长期借款	744.80	744.80	744.80	744.80
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00
其他非流动负债	55.04	55.04	55.04	55.04
负债合计	3698.30	5059.69	6485.34	8112.59
实收资本	376.81	376.81	376.81	376.81
资本公积	2577.18	2577.18	2577.18	2577.18
留存收益	1104.78	1666.65	2428.66	3456.37
归属母公司股东权益	4058.76	4620.64	5382.65	6410.35
少数股东权益	111.08	165.79	236.73	329.21
负债和股东权益	7868.14	9846.12	12104.72	14852.15

利润表 (百万元)

至 12 月 31 日	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入	6912.58	11103.99	14468.60	18855.95
营业成本	4166.08	6687.08	8695.40	11307.10
税金及附加	46.95	75.41	98.26	128.06
销售费用	1895.97	3031.39	3949.93	5147.67
管理费用	267.74	430.08	560.40	730.33
研发费用	0.00	0.00	0.00	0.00
财务费用	13.28	31.80	31.80	31.80
资产减值损失	18.21	0.00	0.00	0.00
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	65.07	100.00	100.00	100.00
资产处置收益	-1.07	0.00	0.00	0.00
其他收益	9.97	9.97	9.97	9.97
营业利润	578.32	958.20	1242.78	1620.95
营业外收入	5.65	5.01	5.23	5.15
营业外支出	2.71	2.75	2.74	2.74
利润总额	581.26	960.46	1245.27	1623.37
所得税	139.70	230.83	299.27	390.14
净利润	441.57	729.63	945.99	1233.22
少数股东损益	25.16	54.72	70.94	92.48
归属母公司净利润	416.41	674.92	875.05	1140.75
EBITDA	742.42	1078.33	1377.39	1769.90

资料来源: Choice, 东方财富证券研究所

现金流量表 (百万元)

至 12 月 31 日	2018A	2019E	2020E	2021E
经营活动现金流	510.71	958.73	1553.92	1254.78
净利润	441.57	729.63	945.99	1233.22
折旧摊销	147.87	86.07	100.32	114.73
营运资金变动	-38.26	213.48	578.29	-22.57
其它	-40.47	-70.46	-70.69	-70.61
投资活动现金流	-482.26	1594.97	-159.85	-152.51
资本支出	-232.22	1594.97	-159.85	-152.51
投资变动	-250.05	0.00	0.00	0.00
其他	0.00	0.00	0.00	0.00
筹资活动现金流	526.41	-144.84	-144.84	-144.84
银行借款	789.00	0.00	0.00	0.00
债券融资	68.38	0.00	0.00	0.00
股权融资	5.00	0.00	0.00	0.00
其他	-335.97	-144.84	-144.84	-144.84
现金净增加额	554.86	2408.86	1249.22	957.42
期初现金余额	787.54	1296.94	3705.79	4955.01
期末现金余额	1342.40	3705.79	4955.01	5912.43

主要财务比率

至 12 月 31 日	2018A	2019E	2020E	2021E
成长能力 (%)				
营业收入增长	43.79	60.63	30.30	30.32
营业利润增长	35.38	65.69	29.70	30.43
归属母公司净利润增长	32.83	62.08	29.65	30.36
获利能力 (%)				
毛利率	39.73	39.78	39.90	40.03
净利率	6.02	6.08	6.05	6.05
ROE	10.26	14.61	16.26	17.80
ROIC	7.20	8.04	8.12	8.64
偿债能力				
资产负债率 (%)	47.00	51.39	53.58	54.62
净负债比率	-0.12	-0.61	-0.74	-0.76
流动比率	1.46	1.83	1.74	1.71
速动比率	0.97	1.34	1.30	1.24
营运能力				
总资产周转率	1.09	1.25	1.32	1.40
应收账款周转率	14.66	15.65	15.00	14.40
存货周转率	3.78	3.81	3.80	3.80
每股指标 (元)				
每股收益	1.10	1.78	2.31	3.01
每股经营现金流	1.36	2.54	4.12	3.33
每股净资产	10.77	12.26	14.28	17.01
估值比率				
P/E	79.79	49.23	37.97	29.12
P/B	8.19	7.19	6.17	5.18
EV/EBITDA	44.07	28.11	21.10	15.88

西藏东方财富证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格

分析师申明：

作者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，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

投资建议的评级标准：

报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后3到12个月内的相对市场表现，也即：以报告发布日后的3到12个月内的公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。其中：A股市场以沪深300指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）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。

股票评级

买入：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅15%以上；
增持：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于5%~15%之间；
中性：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-5%~5%之间；
减持：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-15%~-5%之间；
卖出：相对同期相关证券市场代表性指数跌幅15%以上。

行业评级

强于大市：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅10%以上；
中性：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%~10%之间；
弱于大市：相对同期相关证券市场代表性指数跌幅10%以上。

免责声明：

本研究报告由西藏东方财富证券股份有限公司制作及在中华人民共和国（香港和澳门特别行政区、台湾省除外）发布。

本研究报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本研究报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司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。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的报告之外，绝大多数研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

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，也没有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，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。

那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

在任何情况下，本公司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，投资者需自行承担风险。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为东方财富证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。