

益丰药房 (603939.SH)

内生+外延驱动的区域医药零售连锁企业

评级:

前次:

目标价(元):

31.00-36.90 元

分析师

联系人

谢刚

孙建 PhD

S0740510120005

021-20315178

021-20315160

xiegang@r.qlzq.com.cn

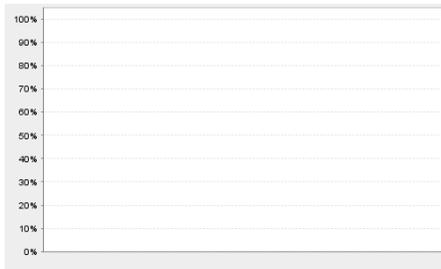
sunjian@r.qlzq.com.cn

2015年2月4日

基本状况

总股本(百万股)	16.00
流通股本(百万股)	0.00
市价(元)	0.00
市值(百万元)	0.00
流通市值(百万元)	0.00

股价与行业-市场走势对比



业绩预测

指标	2013A	2014A	2015E	2016E	2017E
营业收入(百万元)	1,804.30	2,230.23	2,664.07	3,271.15	4,023.91
营业收入增速	17.20%	23.61%	19.45%	22.79%	23.01%
净利润增长率	44.58%	41.71%	1.84%	23.27%	23.25%
摊薄每股收益(元)	0.83	1.17	0.97	1.20	1.48
前次预测每股收益(元)	—	—	—	—	—
市场预测每股收益(元)	—	—	—	—	—
偏差 (本次-市场/市场)	—	—	—	—	—
市盈率(倍)	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
PEG	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
每股净资产(元)	4.15	4.92	4.66	5.86	7.34
每股现金流量	1.31	1.77	1.19	1.60	1.78
净资产收益率	19.92%	23.81%	20.88%	20.47%	20.15%
市净率	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
总股本(百万股)	120.00	120.00	160.00	160.00	160.00

备注: 市场预测取 聚源一致预期

投资要点

- **益丰药房是区域性医药零售连锁企业**, 湖南省门店数占比 **42%**, 截至 2014 年底, 益丰药房共开设 810 家直营连锁零售门店, 其中湖南省 336 家, 占比达到 42%。公司以医药零售业务为主, 占比超过 96%。从零售业务品类看, 以药品业务为主, 营收占比达 79.52%。
- **我国医药零售市场规模快速扩张, 连锁直营模式是未来趋势**。2013 年我国医药零售市场规模达到 12645 亿元, 但是仍以医疗机构终端销售为主, 药店连锁化率和集中度较低。随着“以医补药”机制的取消以及政府对于提高行业集中度的积极引导, 我们认为具有规模优势、品牌认可度高的公司将受益于医药零售终端结构性调整的行业机会。
- **未来 3-5 年, 内生+外延驱动公司业绩保持 20%以上增速**。公司内生外延双管齐下, 1) 外延式增长方式: 门店扩张+医药电商。自建门店为主, 兼并收购为辅, 完善连锁门店布局。2011-14 年自建药店 335 家, 兼并 12 家。另外, 2013 年开始, 公司通过“自建 B2C+入驻平台电商(天猫、京东)+手机终端 APP”的方式积极开展医药电商业务; 2) 内生增长: 主动调整产品结构, 提升盈利能力。兼顾顾客满意度和公司利益, 逐步提高代理品种占比, 14 年达到 46.97%, 未来毛利率有望继续提升, 打造多元化经营的大健康药房业务形态。我们认为公司内生+外延的战略, 有利于扩张规模、提高品牌认可度, 受益于医药零售集中度提升过程。
- 公司计划发行 4000 万股新股, 预计募集 72575 万元, 主要用于连锁营销网络建设和补充流动资金。
- **业绩预测**: 我们预计益丰药房 2015-2017 年营业收入分别为 26.64、32.71、40.24 亿元, 同比增长 19.5%、22.8%、23.0%, 实现归属母公司净利润 1.56、1.92、2.37 亿元, 同比增长 10.64%、23.08%、23.44%。

不涉及老股转让，以发行后股本上限（1.6 亿股）摊薄后 EPS 分别为 0.97、1.20、1.48 元。

- **发行价测算：**以此次公司发行上限计算，公司此次发行价 19.48 元。
- **风险提示：**区域市场集中风险，新开门店不能短期内实现盈利的风险，行业政策变化及药品降价风险

内容目录

“区域聚焦，稳健扩张”，区域领先的医药零售连锁企业.....	- 6 -
药品零售行业：13年市场规模1.26万亿，直营连锁是未来趋势.....	- 7 -
同业比较：低价零售业务为主，毛利率有望进一步提高.....	- 9 -
代理品种占比46.97%，毛利率略低于同行业上市公司.....	- 10 -
严格的费用支出+精细化的运营系统，公司费用率略低于可比公司.....	- 10 -
现金收付占比63%，应收账款周转率高于可比公司.....	- 11 -
偿债能力略有改善，但仍低于行业内可比公司.....	- 12 -
主营零售业务：外延扩张+内生增长，共助主业平稳增长.....	- 13 -
自建门店为主，兼并收购为辅，公司积极外延扩张.....	- 13 -
兼顾顾客和公司盈利，精细化经营保证公司内生增长.....	- 14 -
长期看点：门店外延拓展+业务内生增长.....	- 15 -
主营业务分拆：药品销售业务为主，其他业务逐步推进.....	- 16 -
药品收入增长稳定，毛利率有所提升.....	- 16 -
保健品、医疗器械和其他产品收入增速略有提升，毛利率基本保持稳定.....	- 17 -
募投计划助力公司营销网络建设，补充流动资金.....	- 18 -
盈利预测和估值：目标价31.00-36.90元.....	- 18 -
风险提示：.....	- 20 -

图表目录

图表1：湖南省开设的门店数占总门店数的42%.....	- 6 -
图表2：湖南省销售收入占比46%.....	- 6 -
图表3：益丰股份位列国内直营连锁百强第6位.....	- 6 -
图表4：医药零售业务占比在96%以上.....	- 7 -
图表5：药品业务的总收入占比为79.52%.....	- 7 -
图表6：11-14年收入和净利润保持稳定增长.....	- 7 -
图表7：13-14年营业成本增速下滑.....	- 7 -
图表8：我国已经进入老龄化社会.....	- 8 -
图表9：我国城镇化率逐年提高.....	- 8 -
图表10：2000-2012年卫生总费用增10倍.....	- 8 -
图表11：2000-2012年人均卫生费用增10倍.....	- 8 -
图表12：2001-2013年我国医药零售市场规模复合.....	- 8 -

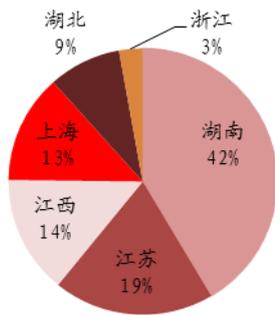
图表 13: 2013 年零售药店市场规模 2619 亿元, 占医药零售市场 20.71%	- 8 -
图表 14: 我国药品零售连锁企业占比较低.....	- 9 -
图表 15: 我国目前零售药店分类	- 9 -
图表 16: 我国零售药店连锁化率较低.....	- 9 -
图表 17: 美国零售药店连锁化率	- 9 -
图表 18: 益丰药房的代理品种占比低于一心堂.....	- 10 -
图表 19: 代理品种的毛利率大幅高于常规品种.....	- 10 -
图表 20: 公司零售业务毛利率低于可比公司	- 10 -
图表 21: 公司逐步提高代理品种业务比重.....	- 10 -
图表 22: 益丰药房销售费用分类	- 11 -
图表 23: 嘉事堂销售费用分类.....	- 11 -
图表 24: 公司销售费用率略低于一心堂	- 11 -
图表 25: 公司管理费用率略低于一心堂	- 11 -
图表 26: 益丰股份应收账款 89%来自医保收款.....	- 12 -
图表 27: 益丰股份医保结算比例低于一心堂	- 12 -
图表 28: 应收账款周转率高于行业平均水平	- 12 -
图表 29: 医保门店销售额增长明显.....	- 12 -
图表 30: 流动比率低于行业平均水平	- 13 -
图表 31: 速动比率低于行业平均水平	- 13 -
图表 32: 公司门店数量快速增长	- 13 -
图表 33: 各省市门店数量分布情况.....	- 13 -
图表 34: 公司积极进行外延收购	- 13 -
图表 35: “舰群”型门店布局.....	- 14 -
图表 36: 兼顾顾客和公司盈利的经营模式.....	- 14 -
图表 37: 公司综合毛利率保持稳定增长	- 14 -
图表 38: 公司的标准化运营体系	- 15 -
图表 39: 近年来医药电商规模迅速发展	- 15 -
图表 40: 公司的医药电商体系	- 15 -
图表 41: 公司零售门店的内生增长进度	- 16 -
图表 42: 近年来药品业务增长稳定.....	- 16 -
图表 43: 11-14 年药品业务毛利率持续提高	- 16 -
图表 44: 药品销售业务业绩预测	- 16 -
图表 45: 其他业务收入增速基本稳定.....	- 17 -
图表 46: 保健品业务的毛利率最高.....	- 17 -
图表 47: 其他零售业务业绩预测	- 17 -

图表 48: 益丰药房募投项目	- 18 -
图表 49: 新建门店布局分布	- 18 -
图表 50: 2015 年公司合理估值 32-38 倍.....	- 19 -
图表 51: 益丰药房业务销售预测 (百万元)	- 19 -
图表 52: 益丰药房财务报表摘要	- 21 -

“区域聚焦，稳健扩张”，区域领先的医药零售连锁企业

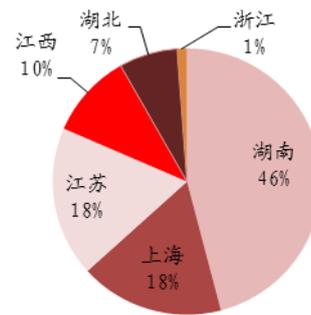
- **区域性的医药零售连锁企业，湖南省的门店数占比 42%：**公司是区域领先的大型医药零售连锁企业，在湖南的医药零售市场上占据重要地位。截至 2014 年底，益丰药房已在湖南、湖北、上海、江苏、浙江、江西六省市开设 810 家直营连锁门店，其中在大本营湖南省开设的门店就达到 336 家，占总门店数的 42%。2014 年公司实现营业收入 21.55 亿元，而湖南市场取得的销售收入为 9.9 亿元，占总收入的 46%。
- 在湖南省药品零售市场上，公司的最大竞争对手是老百姓大药房，截至 2014 年上半年，老百姓大药房在湖南设有零售门店 330 家，保守估计销售收入在 8.65 亿元左右。虽然在销售收入上益丰股份和老百姓大药房仍有一定的差距，但是作为湖南医药零售市场上的第二大连锁企业，仍占有重要地位。

图表 1：湖南省开设的门店数占总门店数的 42%



来源：益丰药房招股书，齐鲁证券研究所

图表 2：湖南省销售收入占比 46%



来源：益丰药房招股书，齐鲁证券研究所

- 公司 2011-2014 年连续四年在中国药品零售企业综合竞争力百强榜上排名第六位，显示出公司稳固的市场地位及良好的发展态势。

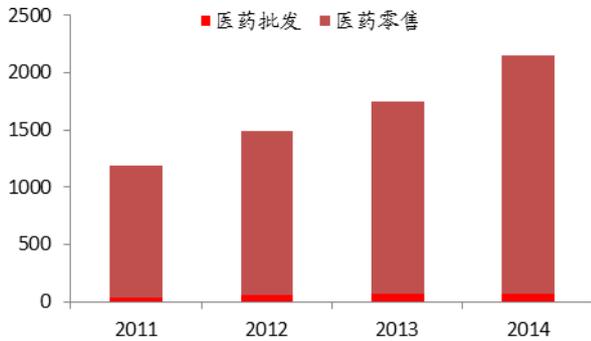
图表 3：益丰股份位列国内直营连锁百强第 6 位

排名	公司名称	门店数量	主要业务范围
1	老百姓大药房连锁股份有限公司	963	全国 70 多个大中城市
2	云南鸿翔一心堂药业股份有限公司	2408	云南、广西、四川、重庆
3	国药控股国大药房有限公司	1651	北京、上海、天津、广东
4	大参林医药集团股份有限公司	1400	广东、广西、福建、江西、浙江、河南
5	海王星辰连锁药房有限公司	2048	广东、辽宁、上海、浙江、成都、山东、云南
6	益丰大药房连锁股份有限公司	810	湖南、湖北、江苏、上海、江西、浙江

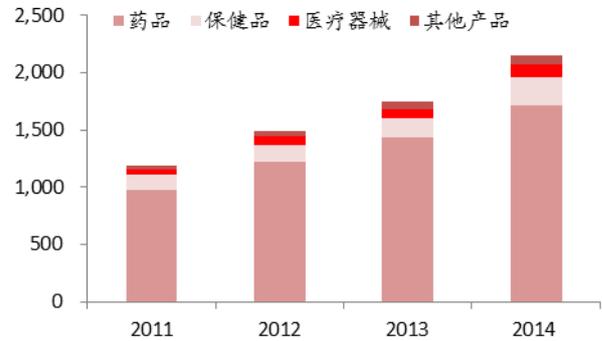
来源：中国药店，门店数大参林为 13 年底数据，其余均为 14 年 6 月底数据，齐鲁证券研究所整理

- **医疗零售业务占比 96% 以上：**公司经营医药零售业务和批发业务，而医药零售业务的占比近年来稳定在 96% 以上，是公司最主要的业务构成。2014 年公司实现主营业务收入 21.55 亿元，其中医药零售业务 20.88 亿元，占总收入的 96.85%。
- 主营业务结构稳定，药品、保健品、医疗器械和其他产品构成了益丰药

房主营业务的四大模块，其中 2014 年实现药品收入 17.14 亿元，占公司业务总收入的 79.52%。

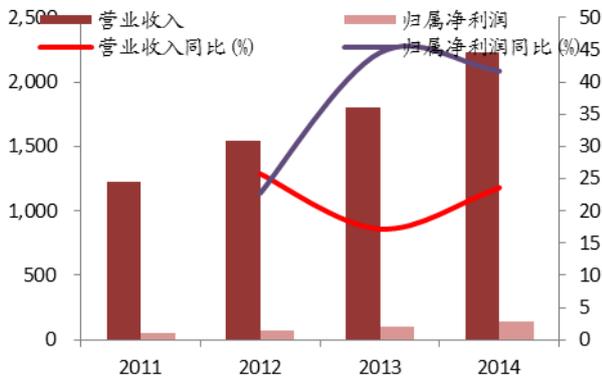
图表 4: 医药零售业务占比在 96%以上


来源: 益丰药房招股书, 齐鲁证券研究所

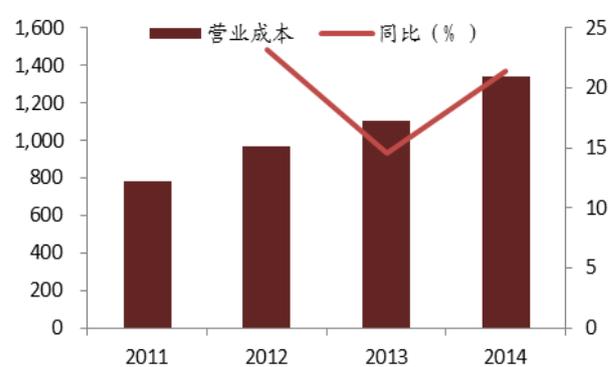
图表 5: 药品业务的总收入占比为 79.52%


来源: 益丰药房招股书, 齐鲁证券研究所

- 14 年营业收入和净利润分别同比增长 23.61%和 41.71%:** 公司 11-14 年主营业务保持稳定发展, 2014 年实现营业收入 22.30 亿元, 同比增长 23.61%; 实现归属净利润 1.41 亿元, 同比大幅增长 41.71%。归属净利润同比增速大幅高于营业收入的主要原因是主营业务稳定增长的前提下, 公司的营业成本得到了良好的控制 (仅同比增长 21.36%)。

图表 6: 11-14 年收入和净利润保持稳定增长


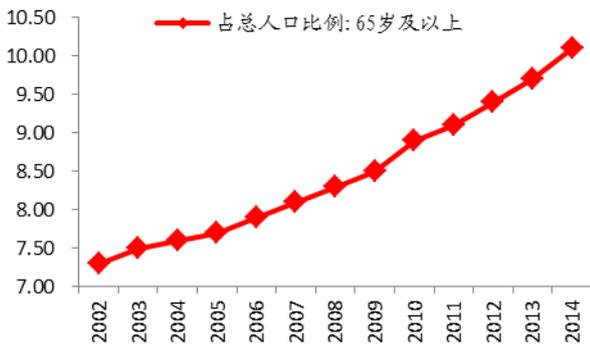
来源: 益丰药房招股书, 齐鲁证券研究所

图表 7: 13-14 年营业成本增速下滑


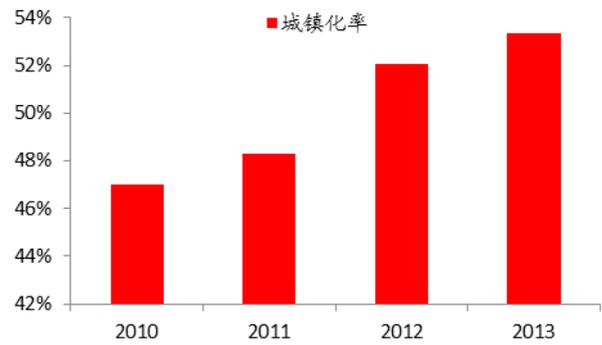
来源: 益丰药房招股书, 齐鲁证券研究所

药品零售行业: 13 年市场规模 1.26 万亿, 直营连锁是未来趋势

- 医药零售市场规模保持 16.26% 的年复合增速, 达到 1.26 万亿:** 在 GDP 增长、社会消费水平提高、人口老龄化、城镇化以及消费结构升级等因素的驱动下, 我国医药市场持续扩容, 这也促进了医药零售市场规模快速扩大, 2001-2013 年, 我国医药零售市场总规模 (包括零售药店和医疗机构) 实现 16.26% 的年复合增速, 其中 2013 年达到 12645 亿元, 同比增长 17.99%。

图表 8: 我国已经进入老龄化社会


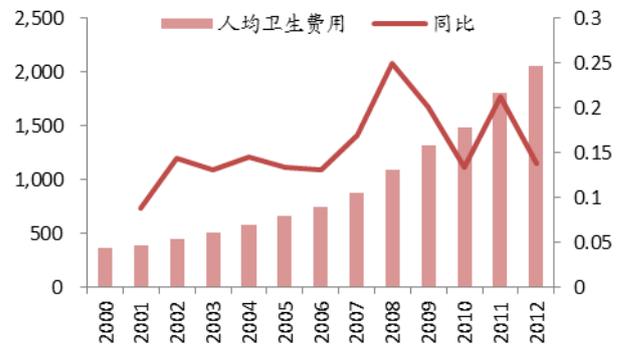
来源: 国家统计局, 齐鲁证券研究所

图表 9: 我国城镇化率逐年提高


来源: 国家发改委, 齐鲁证券研究所

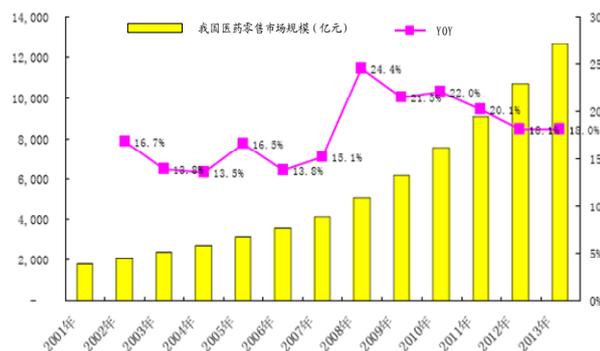
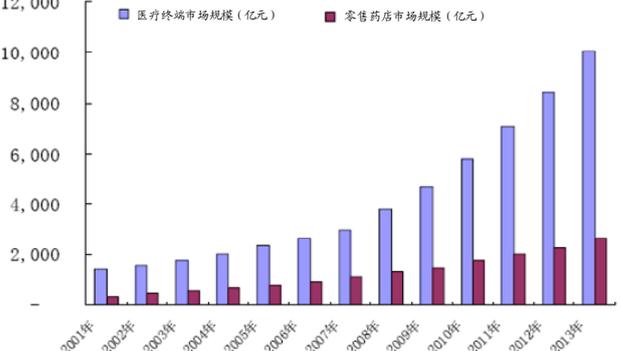
图表 10: 2000-2012 年卫生总费用增 10 倍


来源: 国家卫计委, 齐鲁证券研究所

图表 11: 2000-2012 年人均卫生费用增 10 倍


来源: 国家卫计委, 齐鲁证券研究所

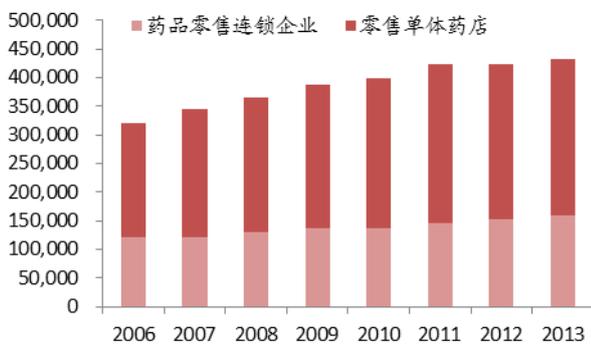
- 医疗机构销售终端占销售市场的 79.29%:** 医药零售市场终端主要包括医疗终端和零售药店两大类, 其中医疗终端包括各级医院、社区卫生服务中心、乡镇卫生院、诊所等医疗机构。2013 年我国药品零售市场 12645 亿元的规模中, 医疗终端市场总规模达到 10026 亿元, 占比 79.29%; 零售药店市场规模约为 2619 亿元, 占比仅 20.71%。欧洲和美国分别有 90% 和 80% 以上的药品通过零售药房出售, 日本这一比例也达到 50%。随着医疗改革的全面开展, “以药补医” 机制的取消为 “医药分离” 创造了条件, 是催化零售药店规模迅速做大的重要因素。

图表 12: 2001-2013 年我国医药零售市场规模复合增速达 16.26%

图表 13: 2013 年零售药店市场规模 2619 亿元, 占医药零售市场 20.71%


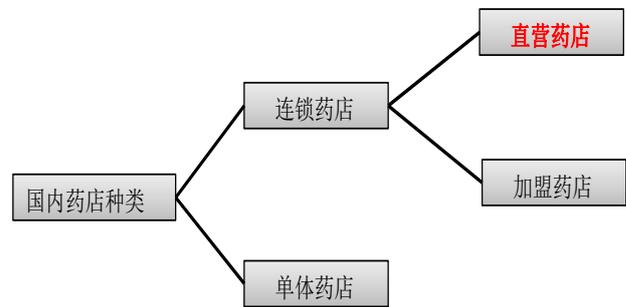
来源：CFDA 南方所标点医药信息终端数据库，齐鲁证券研究所

来源：CFDA 南方所标点医药信息终端数据库，中国药品零售监测分析系统，齐鲁证券研究所

- **连锁化+集中度提升是我国零售药店的发展趋势：**根据国家药监局的统计，截至 2013 年我国共有 43.26 万家零售药店，其中药店零售连锁企业 15.82 万家、零售单体药店 27.44 万家，连锁化率为 36.57%。而美国前三大零售药店的药店数量均在 4000 家以上，连锁化率达到 74.20%，我国的药店连锁化率大幅低于美国。连锁化的经营能够带来高效的管理模式和成本采购优势，符合行业发展需求。
- 2013 年，我国前百位药品零售企业销售额占零售市场总额的 28.3%，其中前 5 位企业占 9.0%，前 10 位企业占 14.4%。医药零售行业的集中度仍然较低。

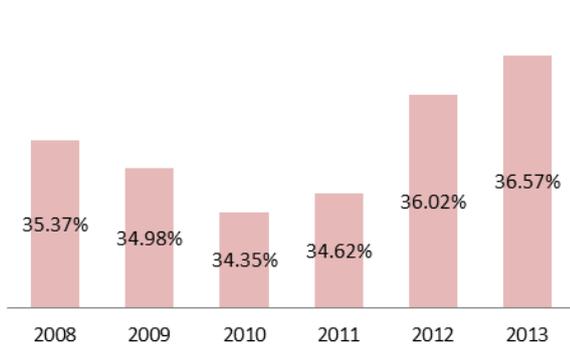
图表 14：我国药品零售连锁企业占比较低


来源：国家食品药品监督管理局，齐鲁证券研究所

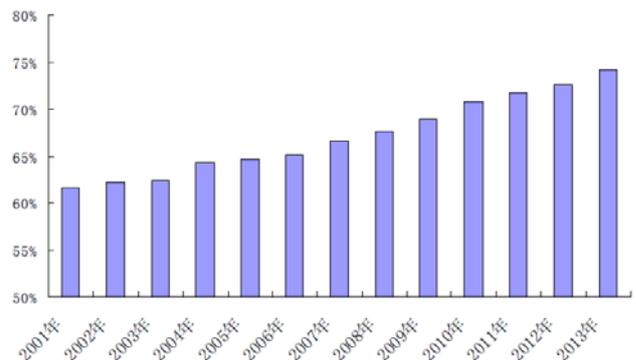
图表 15：我国目前零售药店分类


来源：齐鲁证券研究所

- 根据《全国药品流通行业发展规划纲要(2011-2015 年)》规划，“到 2015 年，形成 1-3 家年销售额过千亿的全国性大型医药商业集团，20 家年销售额过百亿的区域性药品流通企业；药品批发百强企业年销售额占药品批发总额 85%以上，药品零售连锁百强企业年销售额占药品零售企业销售总额 60%以上；连锁药店占全部零售门店的比重提高到 2/3 以上。”

图表 16：我国零售药店连锁化率较低


来源：国家药监局，齐鲁证券研究所

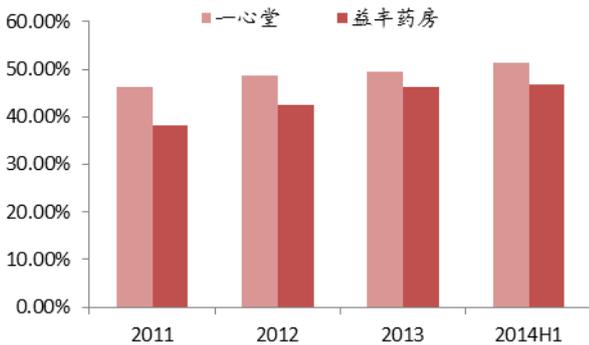
图表 17：美国零售药店连锁化率


来源：美国《Drug Store News》；CFDA 南方所标点医药信息综合数据库，齐鲁证券研究所

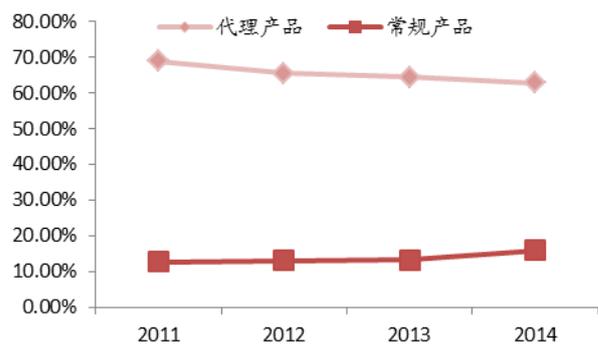
同业比较：低价零售业务为主，毛利率有望进一步提高

代理品种占比 46.97%，毛利率略低于同行业上市公司

- **代理品种收入占比仅 46.97%，毛利率低于可比公司：**2013 年益丰药房的零售业务毛利率为 37.40%，低于一心堂、海王星辰和嘉事堂等可比公司。公司的经营策略是通过常规品种较低的价格吸引客流并实现低价口碑，在此基础上专业推荐公司代理品种，实现公司盈利与顾客满意的均衡。由于常规产品的毛利率远低于代理产品的毛利率，而公司的代理品种占比相对较低，所以公司毛利率要低于一心堂和海王星辰等可比公司。

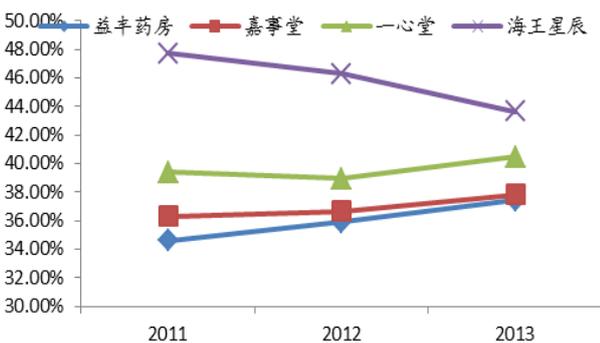
图表 18：益丰药房的代理品种占比低于一心堂


来源：益丰药房招股书，一心堂公司年报，齐鲁证券研究所

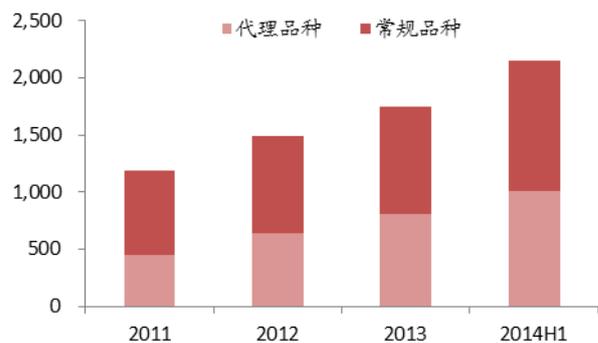
图表 19：代理品种的毛利率大幅高于常规品种


来源：益丰药房招股书，齐鲁证券研究所

- **努力发展代理品种，完善产品结构：**在保证顾客满意度的前提下，公司近年来逐步提升代理品种的业务比重，截至 14 年底，公司的代理品种收入占比 46.97%，常规品种收入占比 53.03%，公司的毛利率未来有望保持继续增长。

图表 20：公司零售业务毛利率低于可比公司


来源：益丰药房招股书，齐鲁证券研究所

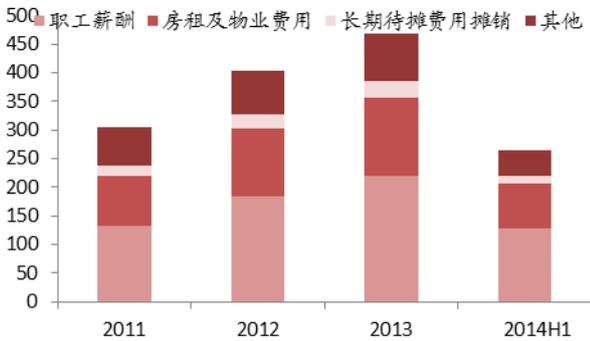
图表 21：公司逐步提高代理品种业务比重


来源：益丰药房招股书，齐鲁证券研究所

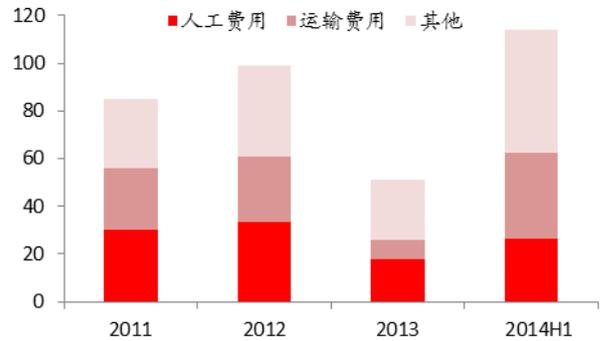
严格的费用支出+精细化的运营系统，公司费用率略低于可比公司

- **零售业务为主造成费用率高于其他药品流通行业公司。**不同于九州通、嘉事堂等医药流通行业上市公司，益丰药房的医药零售业务占比在 96% 以上。所以相对于其他公司，益丰药房对于渠道的建设投入更大，销售费用和管理费用也相对较高。尤其是销售费用，连锁经营店模式带来了大量的房屋租赁费用和门店转让形成的长期待摊费用，以批发为主的药品流通公司这方面的费用相对较小。主要以运输费用和人工费用为主。

益丰药房 14 年的销售费用率为 25.88%，而嘉事堂和上海医药 14 年上半年的销售费用率分别为 4.79%和 5.26%。

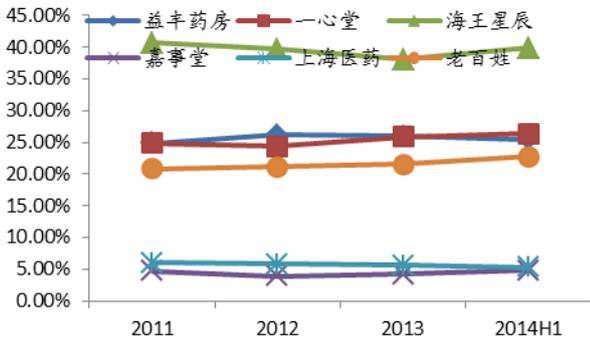
图表 22: 益丰药房销售费用分类


来源: 益丰药房招股书, 齐鲁证券研究所

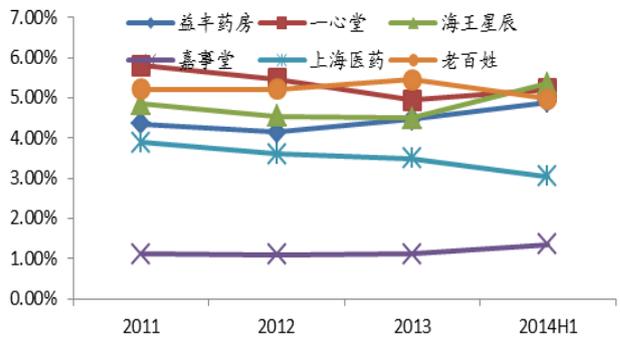
图表 23: 嘉事堂销售费用分类


来源: 嘉事堂公司年报, 齐鲁证券研究所

- 严格的费用支出+精细化的运营系统, 公司的费用率略低于一心堂。目前 A 股唯一一家以医药零售业务为主的公司是一心堂, 益丰药房 14 年的销售费用率和管理费用率分别为 25.88%和 4.65%, 低于一心堂的 26.36%和 5.22% (14 年上半年数据)。这主要得益于公司严格的费用支出、精细化的运营系统以及门店人员和薪酬的优化配置。

图表 24: 公司销售费用率略低于一心堂


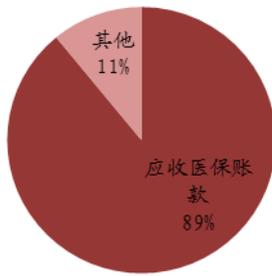
来源: WIND, 齐鲁证券研究所

图表 25: 公司管理费用率略低于一心堂


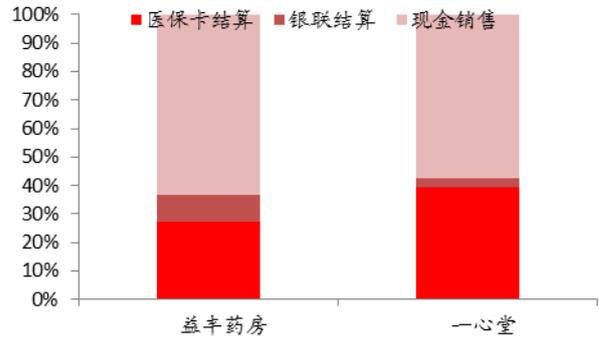
来源: WIND, 齐鲁证券研究所

现金收付占比 63%，应收账款周转率高于可比公司

- 现金收付占比 63%，应收账款周转率高于可比公司: 公司的主要业务为医药零售, 采取现金收付为主的销售模式, 应收账款主要为应收医保卡结算款, 应收账款较其他以医药工业、批发为主的可比上市公司小。截至 2014 年, 公司的应收款项 10933.56 万元, 其中应收医保收款 9734.58 万元, 占比达到 89%。14 年公司的应收账款周转率为 23.53, 13 年为 26.57, 远高于嘉事堂 (3.43) 和上海医药 (5.63) 等公司。公司的医保结算比例要低于一心堂, 13 年公司的医保支付比例为 27.14%, 而一心堂为 39.20%, 一心堂的应收账款周转率也低于益丰药房, 达到 17.53。

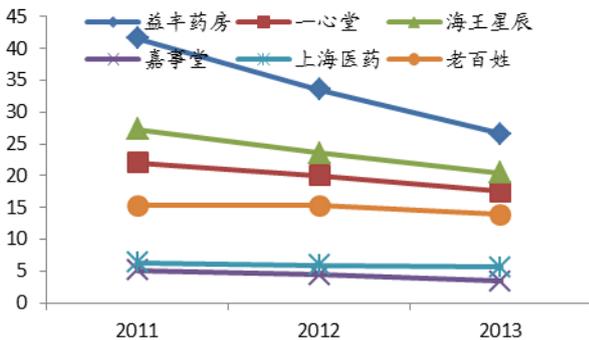
图表 26: 益丰股份应收账款 89%来自医保收款


来源: 益丰药房招股书, 齐鲁证券研究所

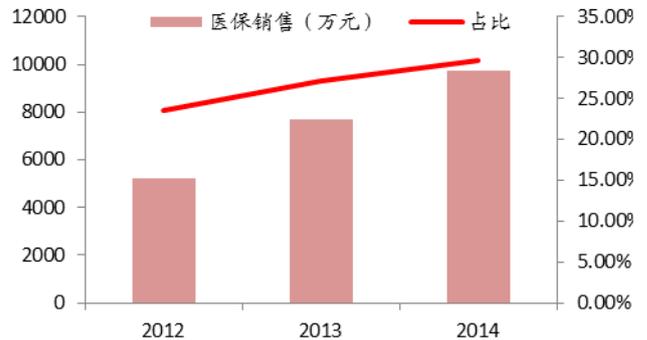
图表 27: 益丰股份医保结算比例低于一心堂


来源: 益丰药房招股书, 一心堂招股书, 齐鲁证券研究所

- 医保店的增多和医保支付的逐步推进, 应收账款周转率趋于下降:** 近年来随着公司医保门店数量的增多, 医保支付的销售额快速增长, 其带来的应收账款也在逐年提高。截至 2014 年, 公司医保门店零售带来的销售收入占总收入的 29.63%, 对应的应收账款为 9734.58 万元, 预计未来公司的应收账款周转率仍会趋于下降。

图表 28: 应收账款周转率高于行业平均水平


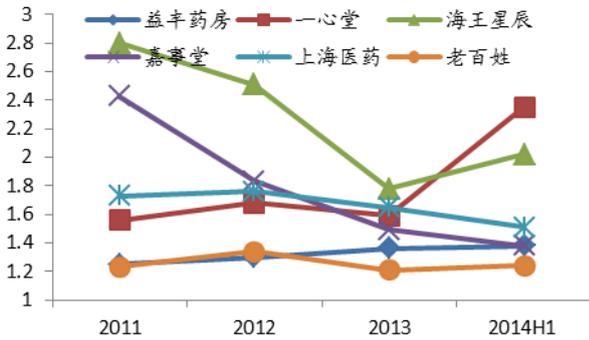
来源: 益丰药房招股书, 齐鲁证券研究所

图表 29: 医保门店销售额增长明显


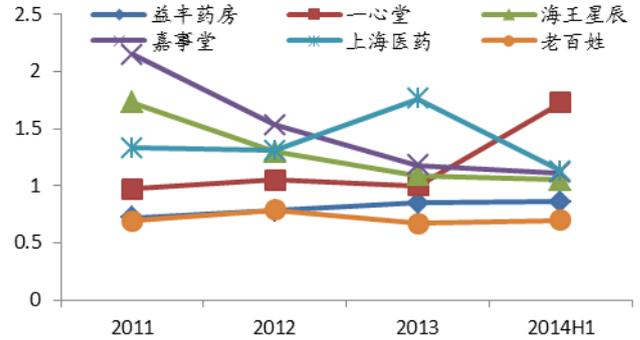
来源: 益丰药房招股书, 齐鲁证券研究所

偿债能力略有改善, 但仍低于行业内可比公司

- 业务稳定发展, 偿债能力有所改善:** 截至 2014 年, 公司的流动比率为 1.37, 速动比率为 0.87。相对于一心堂 2.35 的流动比率和 1.73 的速动比率仍有较大的改善空间 (一心堂为 14 年上半年数据), 这主要是由于近年来公司的业务扩张迅速。随着主营业务的稳定发展, 公司的盈利能力逐渐增强, 预计未来公司的偿债能力会继续好转。

图表 30: 流动比率低于行业平均水平


来源: WIND, 齐鲁证券研究所

图表 31: 速动比率低于行业平均水平


来源: WIND, 齐鲁证券研究所

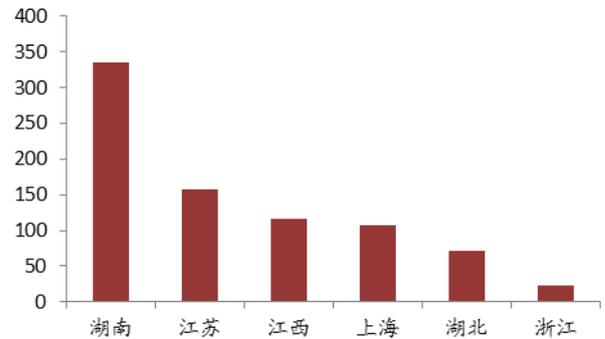
主营零售业务: 外延扩张+内生增长, 共助主业平稳增长

自建门店为主, 兼并收购为辅, 公司积极外延扩张

- 区域聚焦, 稳健扩张:** 公司始终坚持“区域聚焦, 稳健扩张”的发展策略, 在深耕细作湖南省市场的基础上, 逐步向华中、华东地区辐射, 实现跨省份经营。目前公司已进入湖北、上海、江苏、浙江、江西等省市。截至 14 年底, 公司共有 810 家直营连锁门店, 其中湖南 336 家、江苏 157 家、江西 116 家、上海 107 家、湖北 71 家、浙江 23 家。

图表 32: 公司门店数量快速增长


来源: 益丰药房招股书, 齐鲁证券研究所

图表 33: 各省市门店数量分布情况


来源: 益丰药房招股书, 齐鲁证券研究所

- 借助外延收购, 增速门店扩张。** 公司在自建门店扩张的基础上, 积极进行兼并收购。公司先后收购上海新开心人和上海新宝丰 100% 股权, 分别获得其下的 9 家门店和 3 家门店。

图表 34: 公司积极进行外延收购

序号	收购时间	收购公司	具体事件
1	2011 年 12 月	上海新开心人 100% 股权	获得其 9 家门店, 改名为杨浦益丰
2	2013 年 9 月	上海新宝丰 100% 股权	获得其 3 家门店, 改名为普陀益丰

来源: 益丰药房招股书, 齐鲁证券研究所

- **“舰群”型门店布局：**公司针对不同地区的人口数量、市场需求和消费人口特点，建立覆盖不同城市、不同商圈的的店面网络，形成了旗舰店、区域中心店、中型社区店和小型社区店的“舰群”型门店布局。

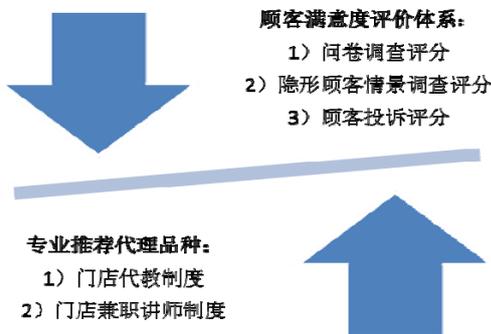
图表 35：“舰群”型门店布局

店型	选址地点	店面面积	功能定位	当前数量
旗舰店	城市繁华商业区或超大型社区	500-2000 平方米	提供全品类商品，凸显益丰品	11
区域中心店	区域商业中心或大型社区	300-500 平方米	牌张力	28
中型社区店	社区商贸区或中型社区	150-300 平方米	解决居民便利性需求，巩固和	205
小型社区店	小型社区	150 平方米以下	提升市场份额	494

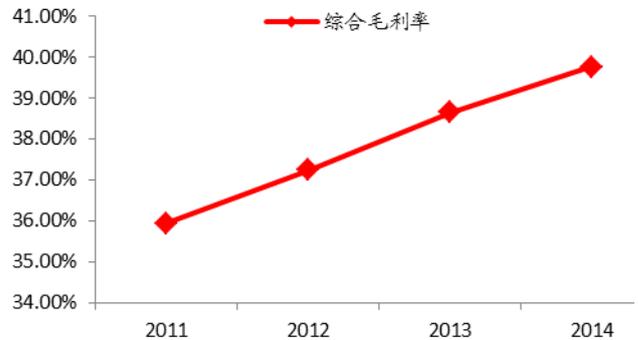
来源：益丰药房招股书，齐鲁证券研究所

兼顾顾客和公司盈利，精细化经营保证公司内生增长

- **代理品种盈利模式和顾客满意系统的融合。**公司在通过顾客满意系统确保员工在顾客满意的前提下，专业推荐公司代理品种，保证公司盈利和顾客满意的平衡。虽然较为谨慎的营销策略牺牲了大幅提高代理产品所带来的高毛利率，但是通过这种营销模式，公司吸引了大量的客户并赢得了低价的口碑，保证了公司零售业务的稳定增长。
- 在这种经营模式下，公司的毛利率保持稳定增长，11 年到 14 年公司的综合毛利率分别为 35.94%、37.24%、38.66%和 39.77%。

图表 36：兼顾顾客和公司盈利的经营模式


来源：益丰药房招股书，齐鲁证券研究所

图表 37：公司综合毛利率保持稳定增长


来源：益丰药房招股书，齐鲁证券研究所

- **精细的标准化运营体系：**公司采用直营连锁形式，注重精细化运作和管理，创立了六大核心运营体系，涵盖了新店扩展门店运营商品管理信息管理顾客服务和绩效考核等环节。精细的标准化运营体系成为公司跨区域经营和快速高效复制门店的保证。

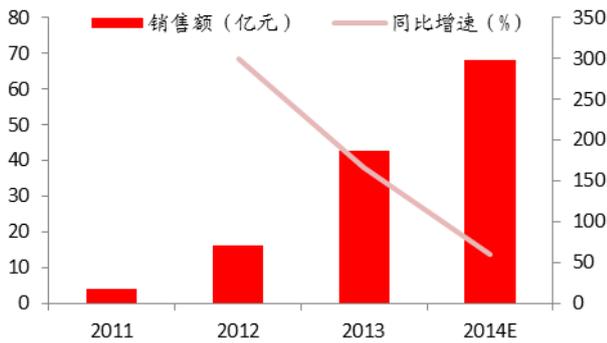
图表 38: 公司的标准化运营体系

序号	运营系统	具体内容
1	顾客满意度系统	体现顾客导向, 确保工作方向的导航系统
2	核心产品运作系统	确保盈利能力的盈利模式系统
3	门店营运分析系统	确保门店经营质量的分析检验系统
4	新店选址开业系统	确保新店选店开店速度和质量的拓展系统
5	绩效考核系统	确保执行力的激励系统
6	门店和部门标准化系统	确保常规工作高效运行的标准化系统

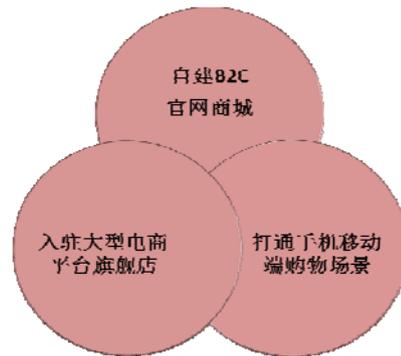
来源: 益丰药房招股书, 齐鲁证券研究所

长期看点: 门店外延拓展+业务内生增长

- 4 年 550 家新增门店拓展计划:** 规模化效应有助于提升公司综合竞争力, 包括上游议价能力、品牌知名度、独家代理权的获得等优势。根据公司“区域聚焦, 稳健扩张”的发展策略, 计划在 4 年内在湖南、湖北、上海、江苏和江西新增 550 家连锁直营药店, 总共达到 1360 家。
- 顺应网络药店的发展趋势, 开展电商业务。** 近年来医药电商规模迅速发展, 2013 年总规模达到 46 亿元, 预计 14 年能达到 68 亿元。虽然发展迅速, 但是相对于 13 年医药市场 2400 亿元的规模, 占比不到 2%, 医药电商尚有巨大的发展空间。
- 公司于 2013 年启动了电商业务, 着力打造以自建 B2C 官网商城为战略重点、以入驻大型电商平台旗舰店为渠道支撑、以手机移动端为新购物场景的医药电商体系。目前, 公司已建立并运营了 B2C 模式的益丰网上药店官方商城, 并入驻了天猫医药馆和京东商城开设旗舰店。此外实现了实体门店购药用手机支付宝支付的 O2O 模式。

图表 39: 近年来医药电商规模迅速发展


来源: 中国电子商务研究中心, 齐鲁证券研究所

图表 40: 公司的医药电商体系


来源: 益丰药房招股书, 齐鲁证券研究所

- 原有门店持续内生性增长:** 公司兼顾顾客满意度和公司利益的经营模式以及精细化的标准运营体系保证了公司的内生性增长。当年新开店的盈利通常为负; 但是经过门店经营的成熟和客户的逐渐稳定, 新店开业后 1-2 年内业务逐渐进入稳定期, 并实现盈利。此时的收入和利润增长贡献较大; 开店在 2 年以上营业收入和利润均保持稳定增长, 成为公司利润的主要来源。

图表 41: 公司零售门店的内生增长进度

时间段	经营情况
1 年以内	短期内利润为负，影响公司的总体利润，但是会成为公司新的利润增长点。
1-2 年	进入业务稳定期，初步实现盈利，收入增长贡献较大
2 年以上	营业收入和利润总额保持稳定增长，成为公司利润增长的主要来源

来源：益丰药房招股书，齐鲁证券研究所

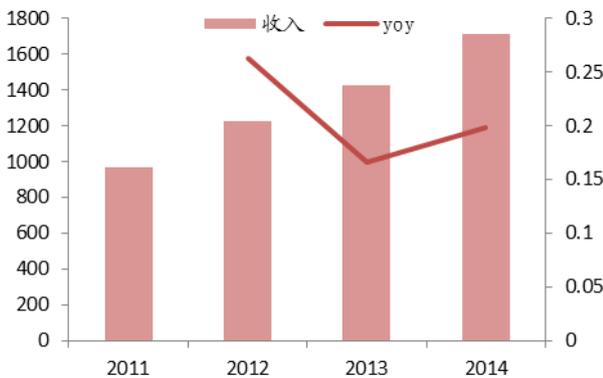
- **打造多元化经营的大健康药房新业态。**公司已在有条件的门店增设母婴商品专区，经营包括婴幼儿配方乳粉在内的母婴食品及用品。目前，公司已在长沙、南京、徐州等城市的 60 多家门店试点母婴食品及用品的专区经营。同时，公司还将加大滋补类药品、中药养生、保健食品、功能性食品的销售力度。

主营业务分拆：药品销售业务为主，其他业务逐步推进

药品收入增长稳定，毛利率有所提升

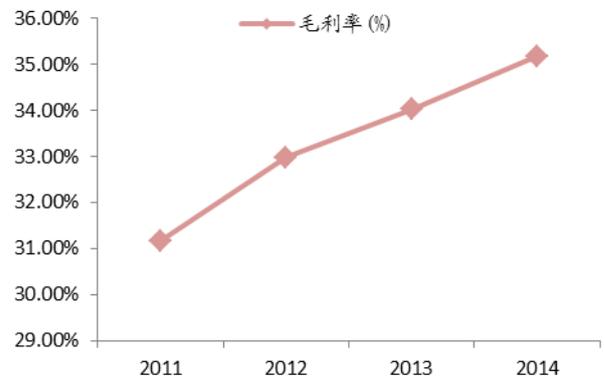
- 药品销售业务是公司医疗销售业务的最重要的组成部分，占比保持在 80%左右。2014 年公司实现药品销售收入 17.14 亿元，占主营业务总收入的 79.52%；毛利率为 35.18%，同比增长了 1.16 个百分点。

图表 42: 近年来药品业务增长稳定



来源：益丰药房招股书，齐鲁证券研究所

图表 43: 11-14 年药品业务毛利率持续提高



来源：益丰药房招股书，齐鲁证券研究所

- 随着公司未来逐步提高代理产品的比重，我们预计未来药品销售业务的毛利率会保持上升趋势，收入增速仍然保持稳定。

图表 44: 药品销售业务业绩预测

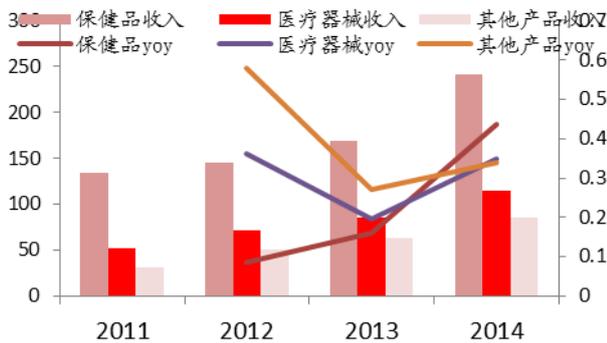
药品	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017
收入	971.58	1226.88	1430.3	1713.96	2073.89	2488.67	2986.40
yoy		26.28%	16.58%	19.83%	21.00%	20.00%	20.00%
%主营业务收入	81.71%	82.19%	81.88%	79.52%	77.68%	75.90%	74.03%
成本	668.7	822.27	943.66	1110.98	1316.92	1567.86	1866.50
毛利	302.88	404.61	486.64	602.98	756.97	920.81	1119.90
%总毛利占比	74.70%	76.43%	75.60%	73.77%	71.89%	70.21%	68.49%
毛利率 (%)	31.17%	32.98%	34.02%	35.18%	36.50%	37.00%	37.50%

来源：齐鲁证券研究所

保健品、医疗器械和其他产品收入增速略有提升，毛利率基本保持稳定

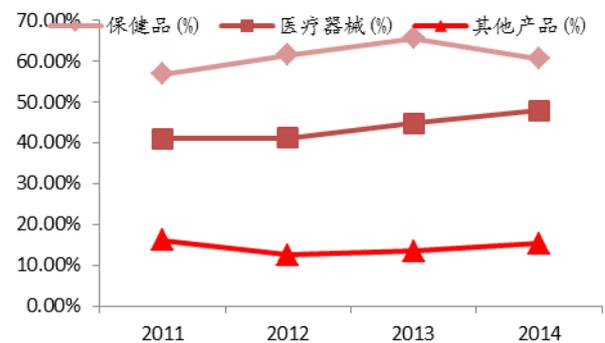
- 2013 年保健品销售收入 1.68 亿元，占零售业务总收入的 9.64%；医疗器械零售收入 0.85 亿元，占总收入的 4.86%；其他产品零售收入 0.63 亿元，占总收入的 3.63%。
- 保健品和医疗器械的毛利率通常较高，2013 年保健品的毛利率达到 65.64%，同比增长 4.04 个百分点；医疗器械的毛利率为 44.84%，同比增长 3.72 个百分点；而其他产品的毛利率为 13.48%，同比小幅提高 0.98 个百分点。

图表 45: 其他业务收入增速基本稳定



来源: 益丰药房招股书, 齐鲁证券研究所

图表 46: 保健品业务的毛利率最高



来源: 益丰药房招股书, 齐鲁证券研究所

- 随着公司多元化经营的大健康药房新业态的展开，我们预计保健品和医疗器械等业务的收入增速会有小幅上升，而毛利率基本保持不变。

图表 47: 其他零售业务业绩预测

保健品							
收入	133.88	145.12	168.37	242.06	326.78	431.35	569.38
yoy		8.40%	16.02%	43.77%	35.00%	32.00%	32.00%
%主营业务收入	11.26%	9.72%	9.64%	11.23%	12.27%	13.19%	14.15%
成本	57.69	55.73	57.86	95.45	125.81	168.23	222.06
毛利	76.19	89.39	110.51	146.61	200.97	263.12	347.32
%总毛利占比	18.79%	16.89%	17.17%	17.94%	19.14%	20.12%	21.30%
毛利率 (%)	56.91%	61.60%	65.64%	60.57%	61.50%	61.00%	61.00%
医疗器械							
收入	52.02	70.85	84.83	114.46	148.80	196.41	259.27
yoy		36.20%	19.73%	34.93%	30.00%	32.00%	32.00%
%主营业务收入	4.37%	4.75%	4.86%	5.31%	5.59%	6.00%	6.44%
成本	30.71	41.72	46.79	59.67	76.63	101.15	134.82
毛利	21.31	29.13	38.04	54.79	72.17	95.26	124.45
%总毛利占比	5.26%	5.50%	5.91%	6.70%	6.87%	7.28%	7.63%
毛利率 (%)	40.97%	41.12%	44.84%	47.87%	48.50%	48.50%	48.00%
其他产品							
收入	31.60	49.92	63.37	84.89	114.60	154.71	208.86
yoy		57.97%	26.94%	33.96%	35.00%	35.00%	35.00%
%主营业务收入	2.66%	3.34%	3.63%	3.94%	4.30%	4.73%	5.19%
成本	26.50	43.68	54.83	71.94	94.55	126.09	170.22
毛利	5.10	6.24	8.54	12.95	20.06	28.62	38.64
%总毛利占比	1.26%	1.18%	1.33%	1.58%	1.91%	2.19%	2.37%
毛利率 (%)	16.14%	12.50%	13.48%	15.26%	17.50%	18.50%	18.50%

来源: 齐鲁证券研究所

募投计划助力公司营销网络建设，补充流动资金

- 公司此次拟发行不超过 4000 万股普通股，共计募集资金 72575 万元。其中 61075 万元用于营销网络建设项目，11500 万元用于补充流动资金等其他与主营业务相关的营运资金

图表 48: 益丰药房募投项目

项目名称	项目总投资 (万元)	募集资金投资额 (万元)
营销网络建设项目	61588.21	61075.00
补充流动资金等其他与主营业务相关的营运资金	20000	11500
合计	81588.21	72575.00

来源：益丰药房招股书，齐鲁证券研究所

- **完善门店布局，促进零售业务发展。**公司打算四年内新建连锁店 550 家，新建的 550 家门店将集中在湖南、湖北、上海、江苏、江西五个省市，并继续采用“舰群”型门店布局，其中以小型社区店和中型社区店为主。

图表 49: 新建门店布局分布

省市	新增门店数	旗舰店	区域中心店	中型社区店	小型社区店
湖南省	247	2	22	56	167
湖北省	50	—	3	18	29
上海市	49	—	4	26	19
江苏省	73	1	2	18	52
江西省	131	2	10	32	87
合计	550	5	41	150	354

来源：益丰药房招股书，齐鲁证券研究所

- 除了营销网络建设的募集资金投入外，公司还将投入 11500 万元补充流动资产。通过对流动资产的补充，满足公司经营规模发展和业务拓展的需要，保障公司正常稳健经营。

盈利预测和估值：目标价 31.00-36.90 元

- 盈利预测请参考图表 44 及 47 公司分拆业务预测，以及后续整体销售预测表内容。
- 我们预计益丰药房 2015-2017 年营业收入分别为 26.64、32.71、40.24 亿元，同比增长 19.5%、22.8%、23.0%，实现归属母公司净利润 1.56、1.92、2.37 亿元，同比增长 10.64%、23.08%、23.44%。不涉及老股转让，以发行后股本上限（1.6 亿股）摊薄后 EPS 分别为 0.97、1.20、1.48 元。
- 参考 A 股医药商业行业平均估值：2015 年 34 倍，给予益丰药房 2015 年合理相对估值为 32-38 倍，目标价格 31.00-36.90 元。

图表 50: 2015 年公司合理估值 32-38 倍

证券代码	证券代码	最新收盘价	EPS			PE		
			2014E	2015E	2016E	2014E	2015E	2016E
002462.SZ	嘉事堂	30.22	0.65	0.74	1.00	46.49	40.84	30.22
002727.SZ	一心堂	47.90	1.21	1.53	1.87	39.59	31.31	25.61
600998.SH	九州通	19.68	0.34	0.42	0.51	57.88	46.86	38.59
601607.SH	上海医药	18.49	0.94	1.07	1.23	19.67	17.28	15.03
行业平均						40.91	34.07	27.36

来源: wind (收盘价取 2015.3.4), 齐鲁证券研究所

- 公司此次发行上限 4000 万股新股, 预计募集资金 7.26 亿元, 此次发行没有老股转让, 发行费用共 0.53 亿元, 建议询价价格为 19.48 元。

图表 51: 益丰药房业务销售预测 (百万元)

产品销售收入

单位: 人民币百万元

项 目	2012	2013	2014	2015E	2016E	2017E
药品						
销售收入	1,226.88	1,430.30	1,713.96	2,073.89	2,488.67	2,986.40
增长率 (YOY)	—	16.58%	19.83%	21.00%	20.00%	20.00%
毛利率	32.98%	34.02%	35.18%	36.50%	37.00%	37.50%
销售成本	822.27	943.66	1,110.98	1,316.92	1,567.86	1,866.50
增长率 (YOY)	—	14.76%	17.73%	18.54%	19.06%	19.05%
毛利	404.61	486.64	602.98	756.97	920.81	1,119.90
增长率 (YOY)	—	20.27%	23.91%	25.54%	21.64%	21.62%
占总销售额比重	82.19%	81.88%	79.52%	77.85%	76.08%	74.22%
占主营业务利润比重	76.43%	75.60%	73.77%	72.08%	70.41%	68.69%
保健品						
销售收入	145.12	168.37	242.06	326.78	431.35	569.38
增长率 (YOY)	—	16.02%	43.77%	35.00%	32.00%	32.00%
毛利率	61.60%	65.64%	60.57%	61.50%	61.00%	61.00%
销售成本	55.73	57.86	95.45	125.81	168.23	222.06
增长率 (YOY)	—	3.82%	64.97%	31.81%	33.71%	32.00%
毛利	89.39	110.51	146.61	200.97	263.12	347.32
增长率 (YOY)	—	23.63%	32.67%	37.08%	30.93%	32.00%
占总销售额比重	9.72%	9.64%	11.23%	12.27%	13.19%	14.15%
占主营业务利润比重	16.89%	17.17%	17.94%	19.14%	20.12%	21.30%
医疗器械						
销售收入	70.85	84.83	114.46	148.80	196.41	259.27
增长率 (YOY)	—	19.73%	34.93%	30.00%	32.00%	32.00%
毛利率	41.12%	44.84%	47.87%	48.50%	48.50%	48.00%
销售成本	41.72	46.79	59.67	76.63	101.15	134.82
增长率 (YOY)	—	12.15%	27.53%	28.42%	32.00%	33.28%
毛利	29.13	38.04	54.79	72.17	95.26	124.45
增长率 (YOY)	—	30.59%	44.03%	31.72%	32.00%	30.64%
占总销售额比重	4.75%	4.86%	5.31%	5.59%	6.00%	6.44%
占主营业务利润比重	5.50%	5.91%	6.70%	6.87%	7.28%	7.63%
其他产品						
销售收入	49.92	63.37	84.89	114.60	154.71	208.86
增长率 (YOY)	—	26.94%	33.96%	35.00%	35.00%	35.00%
毛利率	12.50%	13.48%	15.26%	17.50%	18.50%	18.50%
销售成本	43.68	54.83	71.94	94.55	126.09	170.22
增长率 (YOY)	—	25.53%	31.21%	31.42%	33.36%	35.00%
毛利	6.24	8.54	12.95	20.06	28.62	38.64
增长率 (YOY)	—	36.86%	51.64%	54.87%	42.71%	35.00%
占总销售额比重	3.34%	3.63%	3.94%	4.30%	4.73%	5.19%
占主营业务利润比重	1.18%	1.33%	1.58%	1.91%	2.19%	2.37%
销售收入小计	1492.77	1746.87	2155.37	2664.07	3271.15	4023.91
销售成本小计	963.40	1103.14	1338.04	1613.91	1963.33	2393.60
毛利	529.37	643.73	817.33	1050.16	1307.81	1630.31
平均毛利率	35.46%	36.85%	37.92%	39.42%	39.98%	40.52%

来源: 益丰招股书, 齐鲁证券研究所

风险提示:

- 区域市场集中风险
- 新开门店不能短期内实现盈利的风险
- 行业政策变化及药品降价风险

图表 52: 益丰药房财务报表摘要

损益表 (人民币百万元)							资产负债表 (人民币百万元)						
	2012	2013	2014	2015E	2016E	2017E		2012	2013	2014	2015E	2016E	2017E
营业总收入	1,539	1,804	2,230	2,664	3,271	4,024	货币资金	160	221	289	461	663	915
增长率	25.76%	17.2%	23.6%	19.5%	22.8%	23.0%	应收款项	85	116	151	175	228	302
营业成本	-966	-1,107	-1,343	-1,614	-1,963	-2,394	存货	217	264	328	367	435	534
%销售收入	62.8%	61.3%	60.2%	60.6%	60.0%	59.5%	其他流动资产	77	105	125	131	147	164
毛利	573	697	887	1,050	1,308	1,630	流动资产	539	706	893	1,134	1,474	1,916
%销售收入	37.2%	38.7%	39.8%	39.4%	40.0%	40.5%	%总资产	63.8%	68.8%	71.4%	76.1%	79.3%	83.2%
营业税金及附加	-13	-15	-19	-22	-27	-34	长期投资	2	2	2	2	2	2
%销售收入	0.9%	0.8%	0.8%	0.8%	0.8%	0.8%	固定资产	147	150	166	177	190	190
营业费用	-404	-468	-577	-693	-860	-1,074	%总资产	17.4%	14.6%	13.2%	11.9%	10.2%	8.2%
%销售收入	26.2%	25.9%	25.9%	26.0%	26.3%	26.7%	无形资产	150	161	184	172	187	191
管理费用	-64	-81	-104	-128	-164	-205	非流动资产	306	320	358	357	385	388
%销售收入	4.1%	4.5%	4.6%	4.8%	5.0%	5.1%	%总资产	36.2%	31.2%	28.6%	23.9%	20.7%	16.8%
息税前利润 (EBIT)	93	134	188	207	256	317	资产总计	845	1,026	1,251	1,491	1,859	2,304
%销售收入	6.0%	7.4%	8.4%	7.8%	7.8%	7.9%	短期借款	0	0	0	0	0	0
财务费用	0	0	0	0	0	0	应付款项	373	462	582	654	806	991
%销售收入	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	其他流动负债	41	58	69	79	100	122
资产减值损失	-1	-2	-3	0	0	0	流动负债	414	520	651	733	906	1,112
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0	长期贷款	0	0	0	0	0	0
投资收益	0	0	0	0	0	0	其他长期负债	5	5	4	4	4	4
%税前利润	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	负债	420	524	655	737	910	1,116
营业利润	91	133	185	207	256	317	普通股股东权益	423	498	590	746	938	1,175
营业利润率	5.9%	7.4%	8.3%	7.8%	7.8%	7.9%	少数股东权益	3	4	5	8	10	13
营业外收支	2	2	6	5	5	6	负债股东权益合计	845	1,026	1,251	1,491	1,859	2,304
税前利润	93	135	191	212	261	323	比率分析						
利润率	6.1%	7.5%	8.6%	8.0%	8.0%	8.0%	每股指标						
所得税	-24	-35	-49	-54	-67	-83	每股收益(元)	0.572	0.827	1.171	0.974	1.200	1.479
所得税率	25.4%	25.7%	25.6%	25.6%	25.6%	25.7%	每股净资产(元)	3.522	4.149	4.920	4.664	5.864	7.343
净利润	70	100	142	158	195	240	每股经营现金净流(元)	0.673	1.306	1.770	1.194	1.600	1.781
少数股东损益	1	1	2	2	2	3	每股股利(元)	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000
归属于母公司的净利润	69	99	141	156	192	237	回报率						
净利率	4.5%	5.5%	6.3%	5.8%	5.9%	5.9%	净资产收益率	16.23%	19.92%	23.81%	20.88%	20.47%	20.15%
							总资产收益率	8.11%	9.66%	11.24%	10.45%	10.33%	10.27%
							投入资本收益率	26.21%	35.62%	45.75%	52.87%	67.26%	86.82%
							增长率						
							营业总收入增长率	25.76%	17.20%	23.61%	19.45%	22.79%	23.01%
							EBIT增长率	25.54%	44.42%	40.03%	10.53%	23.75%	23.57%
							净利润增长率	22.77%	44.58%	41.71%	10.84%	23.27%	23.25%
							总资产增长率	0.24%	21.40%	21.88%	19.20%	24.64%	23.99%
							资产管理能力						
							应收账款周转天数	10.9	13.7	15.5	17.5	19.0	21.0
							存货周转天数	89.7	79.2	80.3	83.1	80.9	81.4
							应付账款周转天数	35.5	30.7	31.4	32.5	31.5	31.8
							固定资产周转天数	20.3	28.3	24.3	21.9	18.9	16.2
							偿债能力						
							净负债/股东权益	-37.64%	-44.08%	-48.54%	-61.10%	-69.92%	-77.05%
							EBIT利息保障倍数	1,035.2	-284.9	-961.9	—	—	—
							资产负债率	49.63%	51.07%	52.38%	49.46%	48.98%	48.44%

来源: 齐鲁证券研究所

投资评级说明

买入: 预期未来 6-12 个月内上涨幅度在 15%以上

增持: 预期未来 6-12 个月内上涨幅度在 5%-15%

持有: 预期未来 6-12 个月内波动幅度在 -5%~+5%

减持: 预期未来 6-12 个月内下跌幅度在 5%以上

重要声明:

本报告仅供齐鲁证券有限公司（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。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，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。但本公司及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。

市场有风险，投资需谨慎。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。

投资者应注意，在法律允许的情况下，本公司及其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投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“齐鲁证券有限公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“齐鲁证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。