

益丰药房 (603939)

强烈推荐

行业：医药商业

区域连锁药店龙头，快速成长可期

投资要点：

- ◇ **公司是中南、华东地区连锁药店龙头企业。**截至14年底，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，11-14连续四年位居中国药品零售企业综合竞争力第六位。12-14年收入复合增速20.36%，归属母公司净利润复合增速43.14%，门店数量复合增速16.29%。
- ◇ **受益于零售药店连锁化率的提升，抓住行业整合机遇，加快并购步伐。**13年我国零售药店连锁化率仅36.57%，远低于美国74.20%的水平。新医改鼓励零售药店连锁经营发展等政策导向将推动我国药店连锁化率的提升。公司于2011年12月和2013年9月分别成功收购上海新开心人和上海新宝丰，未来将积极通过“以自建门店为主，兼并收购为辅”的策略实现经营规模的扩张，进一步提升在中南、华东地区的市场占有率和品牌影响力。
- ◇ **提前布局医药电商，有望形成线上购药线下服务等创新模式。**公司于13年启动电商业务，已建立并运营了B2C模式的益丰网上药店官方商城，入驻天猫医药馆、京东商城开设旗舰店构建多平台体系，同时已实现实体门店购药用手机支付宝支付的O2O模式，更多电商创新模式有望推出。
- ◇ **网售处方药放开指日可待，医药分开大趋势可期，利好连锁药店行业。**从发达国家的行业发展趋势以及我国的新医改政策导向看，医药分开是长期发展趋势。欧洲90%以上患者通过零售药房获得药品，美国这一比例为80%，而我国13年零售药店市场规模2619亿元，仅占医药零售市场总规模的20.71%。
- ◇ **首次覆盖，给予“强烈推荐”评级。**目前医药连锁药店行业正加速资产证券化，行业借助资本市场加快扩张，随网售处方药政策临近，连锁药店因其拥有药师资源，可提供面对面药事服务，在后续网售处方药放开后更具优势。预计公司15-17年EPS为1.13、1.42、1.87元，考虑到连锁药店行业变革正在进行中，我们看好公司未来在医药电商、PBM等领域的拓展空间，加之公司区域行业地位较强，并且积极向全国扩张，给予15年48倍PE，对应目标价54.24元。
- ◇ **风险提示：新开门店短期内不能实现盈利的风险，行业政策变化的风险**

主要财务指标

单位：百万元	2014	2015E	2016E	2017E
营业收入	2230	2711	3281	4026
收入同比(%)	24%	22%	21%	23%
归属母公司净利润	141	181	226	299
净利润同比(%)	42%	29%	25%	32%
毛利率(%)	39.8%	40.0%	40.0%	40.8%
ROE(%)	23.8%	12.0%	13.0%	14.7%
每股收益(元)	0.88	1.13	1.42	1.87
P/E	-	40.12	31.92	24.25
P/B	NA	NA	NA	NA
EV/EBITDA	NA	NA	NA	NA

资料来源：中国中投证券研究总部

作者

署名：张镞

S0960511020006

0755-82026705

zhanglei@china-invs.cn

参与人：陈丹霞

S0960114080005

0755-82026854

chendania@china-invs.cn

6-12个月目标价：54.24

当前股价：45.34

评级调整：首次

基本资料

总股本(百万股)	160
流通股本(百万股)	40
总市值(亿元)	73
流通市值(亿元)	18
成交量(百万股)	4.68
成交额(百万元)	212.14

股价表现



相关报告

目 录

一、 公司是中南、华东地区连锁药店龙头企业	3
1. 公司是国内连锁药店区域龙头，近年来发展迅速.....	3
2. 公司股权结构.....	4
3. 转型“大健康药房”和扩张经营规模是公司未来的发展重点.....	4
二、 所处行业机会来自于零售药店连锁化率的提升	5
三、 上市带来的资金优势助力“舰群型”门店布局及外延并购	6
四、 提前布局医药电商，有望形成线上购药线下服务等创新模式	7
五、 投资建议：首次覆盖，给予“强烈推荐”评级	8
六、 风险提示	9

图目录

图 1 公司营业收入及增速.....	3
图 2 公司净利润及增速.....	3
图 3 公司 2014 年销售收入地域分布.....	3
图 4 公司 2014 年产品销售结构.....	3
图 5 公司股权结构图.....	4
图 6 “舰群型”门店选址和功能定位.....	6
图 7 益丰网上药店官方商城首页.....	7
图 8 益丰大药房天猫旗舰店首页部分截图.....	7

表目录

表 1 全国主要医药零售企业门店分布情况.....	5
表 2 可比公司估值比较.....	8

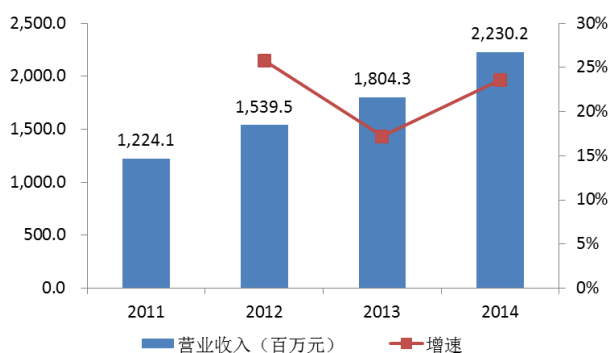
一、公司是中南、华东地区连锁药店龙头企业

1. 公司是国内连锁药店区域龙头，近年来发展迅速

公司是中南、华东地区连锁药店龙头企业。截至 2014 年底，已在湖南、湖北、上海、江苏、浙江、江西六省市开设了 810 家直营连锁门店。据中国药品零售发展研究中心(MDC)数据统计，公司 2011-2014 连续四年位居中国药品零售企业综合竞争力排名第六位，并获得 2014 年成长力冠军。据《21 世纪药店报》数据显示，公司 2013-2014 年位居中国连锁药店综合实力排名第五位。

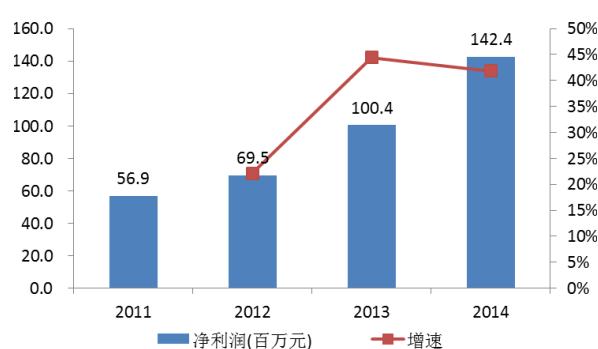
近年来公司抓住了有利的市场发展环境实现快速增长，营业收入从 2012 年的 15.39 亿元增长至 2014 年的 22.30 亿元，年复合增长率 20.36%，归属于母公司净利润从 2012 年的 6,860.37 万元增长至 2014 年的 14,056.12 万元，年复合增长率达到 43.14%，门店数量年复合增长率为 16.29%，营业面积复合增长率为 13.04%。

图 1 公司营业收入及增速



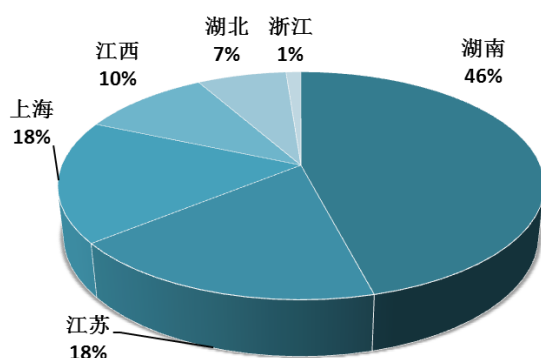
资料来源：WIND、中国中投证券研究总部

图 2 公司净利润及增速



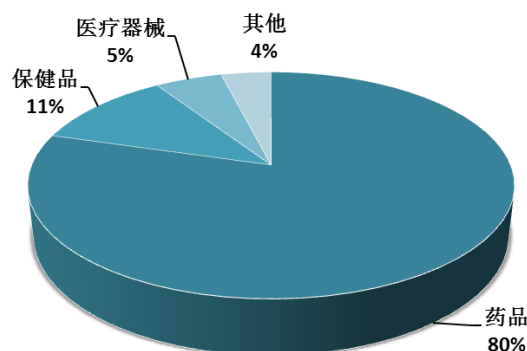
资料来源：WIND、中国中投证券研究总部

图 3 公司 2014 年销售收入地域分布



资料来源：WIND、中国中投证券研究总部

图 4 公司 2014 年产品销售结构

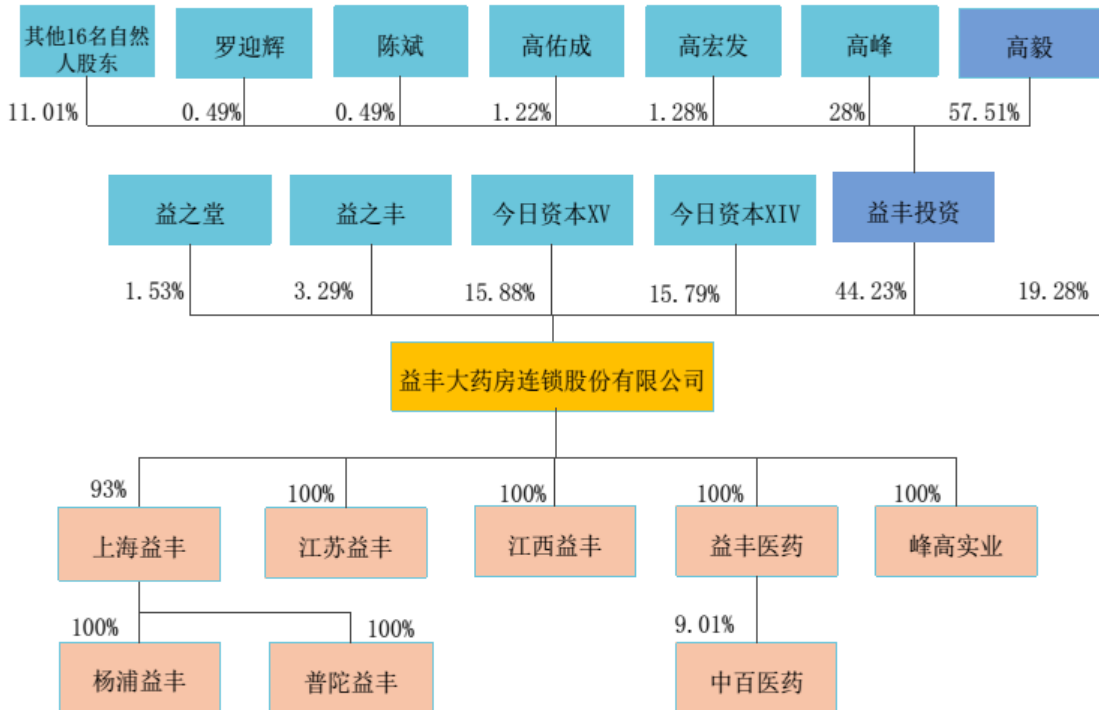


资料来源：WIND、中国中投证券研究总部

2. 公司股权结构

公司实际控制人为董事长高毅先生，其直接持有公司股份占发行前总股本的19.28%，并持有公司控股股东益丰投资57.51%股权（出资额2084.90万元）、持有公司股东益之丰43.00%股权（出资额169.90万元）、持有公司股东益之堂34.59%的股权（出资额63.40万元）。

图 5 公司股权结构图



资料来源：公司招股说明书、中国中投证券研究总部

3. 转型“大健康药房”和扩张经营规模是公司未来的发展重点

公司整体发展目标为“巩固中南华东，拓展全国市场”，未来三年，公司将进一步提升在中南、华东地区的市场占有率和品牌影响力，尝试从现有的健康药房向多元化经营的“大健康药房”业态转型。同时，公司还将抓住行业整合机遇，加快并购步伐，积极通过“以自建门店为主，兼并收购为辅”的策略实现经营规模的扩张。

二、所处行业机会来自于零售药店连锁化率的提升

根据 SFDA 南方所的统计，2001 年-2013 年，我国医药零售市场总规模（含零售药店和医疗机构）实现了 16.26% 的年复合增长，其中 2013 年达到 12,645 亿元，同比增长 17.99%。

新医改加大医保覆盖范围、鼓励零售药店连锁经营发展、允许患者凭处方到零售药店购买药物等政策导向进一步推动了我国连锁药店行业的发展。

据国家药监局统计，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%。对比美国，零售药店连锁化率达到 74.20%，前三大零售药店的药店数量均在 4000 家以上。

2011 年 5 月 5 日商务部发布了《全国药品流通行业发展规划纲要（2011~2015 年）》，其中行业发展目标提出：到 2015 年，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。

连锁化的经营能够降低成本采购，符合行业发展需求和国家政策指导方向。

目前医药零售行业集中度较低，行业呈现区域性竞争格局，除少数企业在全国范围内开展连锁经营外，大多数企业仍以区域性经营为主，门店多集中于若干个各自具有竞争优势的省份。截至 2013 年底，全国主要的医药零售企业门店分布情况如下：

表 1 全国主要医药零售企业门店分布情况

企业名称	门店总数	门店分布区域
老百姓大药房连锁股份有限公司	783 家	全国 70 多个大中城市
中国海王星辰连锁药店有限公司	2066 家	广东、辽宁、上海、浙江、成都、山东、云南
云南鸿翔一心堂药业（集团）股份有限公司	2389 家	云南、广西、四川、重庆
广东大参林连锁药店有限公司	1400 余家	广东、广西、福建、江西、浙江、河南等
国药控股国大药房有限公司	2000 余家	北京、上海、天津、广东
益丰大药房连锁股份有限公司	660 家	湖南、湖北、江苏、上海、江西、浙江

资料来源：公司招股说明书（2012-2013 中国药店发展报告、相关公司官方网站）

未来的行业机会来自于零售药店连锁化率的提升，现代医药物流、网上药店的兴起，GSP 认证等，将逐步洗出一批单体药店。

三、上市带来的资金优势助力“舰群型”门店布局及外延并购

“舰群型”的门店布局及选址系统。公司针对不同区域的人口数量、市场需求和消费人群特点，建立覆盖不同城市、不同商圈的店面网络，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。如下图所示：

图 6 “舰群型”门店选址和功能定位



店型	选址地点	功能定位
旗舰店	城市繁华商贸区 或超大型社区	提供全品类商品， 凸显益丰品牌张力
区域中心店	区域商业中心 或大型社区	
中型社区店	社区商贸区 或中型社区	解决居民便利性需求， 巩固和提升市场份额
小型社区店	小型社区	

资料来源：公司招股说明书、中国中投证券研究总部

公司募投项目中的营销网络建设子项目拟在四年内在湖南、湖北、上海、江苏、江西五省市建设连锁药店 550 家，依次每年建设 150 家、180 家、110 家、120 家。

新开门店在经过一段时间的市场培育后，进入业务稳定增长期，亏损额逐步减少，并逐步实现盈利。2012 年至 2014 年，当年新开门店从开业至当月实现盈利的平均时间分别为 16 个月、13 个月和 12 个月。公司新开的门店在开业下一年度即对当年公司营业收入和利润总额增长贡献较大，成为下一年公司经营业绩增长的主要驱动之一。

公司 2011-2014 年自建药店 335 家，兼并 12 家，公司将继续“以自建门店为主，兼并收购为辅”的策略，借助上市后的资金优势，布局新店的同时积极通过外延并购实现经营规模的扩张。目前我国医药零售连锁行业的集中度还比较低，行业竞争激烈，公司将抓住行业整合机遇，加快并购的步伐。2011 年 12 月和 2013 年 9 月，公司分别成功收购上海新开心人和上海新宝丰。收购后，上海新开心人、上海新宝丰经营绩效较好，凸显了公司较强的收购整合能力。同时，公司通过收购上海开心人和新宝丰，并超预期达成收购目标，为下一步外延并购积累了宝贵的经验。

四、提前布局医药电商，有望形成线上购药线下服务等创新模式

顺应医药连锁行业及电商业态的发展，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、以入驻各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，并入驻天猫医药馆、京东商城开设旗舰店构建多平台体系，此外，实现了实体门店购药用手机支付宝支付的 O2O 模式。公司电商业务起步较好，预计未来将在公司整体业务中的规模和作用不断扩容和提升。

图 7 益丰网上药店官方商城首页



资料来源：益丰网上药店官方商城、中国中投证券研究总部

益丰网上药店提供专业药师指导，凡购满 59 元免运费，并在顾客信息实施全面的隐私保护。

图 8 益丰大药房天猫旗舰店首页部分截图



资料来源：益丰大药房天猫旗舰店、中国中投证券研究总部

五、投资建议：首次覆盖，给予“强烈推荐”评级

随着公司业务扩张，新建门店逐步开始盈利，电商业务享受政策红利兑现利好，业绩将保持稳步增长。

目前医药连锁药店行业正加速资产证券化，13年12月金天医药在香港上市，14年7月一心堂A股上市，老百姓大药房已经通过证监会审核即将上市，同济堂借壳啤酒花在审核中，行业借助资本市场加快扩张速度，随网售处方药政策临近，连锁药店因其拥有药师资源，实体门店能便捷地为患者提供更进一步的终端服务，实现O2O等创新服务，不断向高附加值方向延伸其服务链。

A股中同类型公司包括一心堂、嘉事堂，两公司均已布局医药电商。

表 2 可比公司估值比较

证券代码	上市公司	收盘价（元） 3月13日	每股收益（元）			市盈率（倍）		
			2013	2014E	2015E	2013	2014E	2015E
002727	一心堂	51.59	1.23	1.14	1.47	41.81	45.17	35.11
002462	嘉事堂	37.93	0.54	0.95	0.75	70.00	39.97	50.42
	平均					55.91	42.57	42.77

资料来源：WIND、中国中投证券研究总部 注 14-15年EPS采用WIND一致盈利预测

预计公司15-17年EPS为1.13、1.42、1.87元，考虑到连锁药店行业变革正在进行中，我们看好公司未来在医药电商、PBM等领域的拓展空间，加之公司区域行业地位较强，并且积极向全国扩张，给予15年48倍PE，对应目标价54.24元。

六 风险提示

1. 新开门店短期内不能实现盈利的风险

公司拟通过本次募集资金新开设 550 家门店。新开门店需要一定的建设期及市场培育期，难以在短期内取得效益，而因新建门店导致的固定资产投资和装修维护等资金投入将开始产生折旧和摊销，预计建设期内各年新增折旧摊销额占项目当年新增销售收入比例在 5%以内。

2. 行业政策变化的风险

虽然医药分离是长期发展趋势，但短期内新医改重点支持基层医疗服务机构的建设、实施社区卫生服务中心药品零差价等政策，将使一部分患者购买药品分流至医疗机构渠道。

在可预见的未来，国家发改委对国家基本药物的零售价格限制政策还将持续下去。尽管目前政策主要是针对国家基本药物价格进行限制，从最近几年经营情况看对本公司盈利影响较小，但药品价格整体有可能进一步下降，将压缩整个医药流通行业（含批发、零售）的利润空间，对医药流通行业的盈利将产生一定的影响。

附：财务预测表
资产负债表

会计年度	2014	2015E	2016E	2017E
流动资产	893	1919	2301	2788
现金	289	1290	1529	1851
应收账款	109	117	149	184
其它应收款	41	50	60	74
预付账款	55	66	80	97
存货	328	392	477	576
其他	72	4	4	5
非流动资产	358	349	342	333
长期投资	0	0	0	0
固定资产	155	148	140	132
无形资产	55	55	55	55
其他	147	146	146	146
资产总计	1251	2268	2643	3121
流动负债	651	744	889	1065
短期借款	0	0	0	0
应付账款	131	159	192	233
其他	520	585	697	832
非流动负债	4	5	4	4
长期借款	0	0	0	0
其他	4	5	4	4
负债合计	655	749	894	1069
少数股东权益	5	8	11	14
股本	120	160	160	160
资本公积	198	898	898	898
留存收益	273	454	681	980
归属母公司股东权益	590	1512	1738	2037
负债和股东权益	1251	2268	2643	3121

现金流量表

会计年度	2014	2015E	2016E	2017E
经营活动现金流	212	250	225	305
净利润	142	184	229	303
折旧摊销	0	8	8	8
财务费用	-0	-9	-14	-17
投资损失	0	0	0	0
营运资金变动	0	68	2	11
其它	70	-1	-0	0
投资活动现金流	-96	2	-0	-0
资本支出	96	0	0	0
长期投资	0	-2	0	0
其他	0	1	-0	-0
筹资活动现金流	-105	749	14	17
短期借款	0	0	0	0
长期借款	0	0	0	0
普通股增加	0	40	0	0
资本公积增加	0	700	0	0
其他	-105	9	14	17
现金净增加额	12	1001	239	322

利润表

会计年度	2014	2015E	2016E	2017E
营业收入	2230	2711	3281	4026
营业成本	1343	1626	1968	2382
营业税金及附加	19	23	27	34
营业费用	577	705	851	1045
管理费用	104	126	152	187
财务费用	-0	-9	-14	-17
资产减值损失	3	2	2	2
公允价值变动收益	0	0	0	0
投资净收益	0	0	0	0
营业利润	185	238	294	394
营业外收入	8	10	15	15
营业外支出	2	1	1	1
利润总额	191	247	308	408
所得税	49	63	79	104
净利润	142	184	229	303
少数股东损益	2	2	3	4
归属母公司净利润	141	181	226	299
EBITDA	185	237	288	384
EPS (元)	0.88	1.13	1.42	1.87

主要财务比率

会计年度	2014	2015E	2016E	2017E
成长能力				
营业收入	23.6%	21.5%	21.0%	22.7%
营业利润	39.2%	28.8%	23.5%	33.8%
归属于母公司净利润	41.7%	29.0%	24.9%	32.2%
获利能力				
毛利率	39.8%	40.0%	40.0%	40.8%
净利率	6.3%	6.7%	6.9%	7.4%
ROE	23.8%	12.0%	13.0%	14.7%
ROIC	38.0%	59.5%	75.3%	108.6%
偿债能力				
资产负债率	52.4%	33.0%	33.8%	34.3%
净负债比率	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
流动比率	1.37	2.58	2.59	2.62
速动比率	0.87	2.05	2.05	2.08
营运能力				
总资产周转率	1.96	1.54	1.34	1.40
应收账款周转率	24	24	25	24
应付账款周转率	11.64	11.20	11.20	11.20
每股指标 (元)				
每股收益(最新摊薄)	0.88	1.13	1.42	1.87
每股经营现金流(最新摊薄)	1.33	1.56	1.41	1.91
每股净资产(最新摊薄)	3.69	9.45	10.86	12.73
估值比率				
P/E	-	40.12	31.92	24.25
P/B	NA	NA	NA	NA
EV/EBITDA	NA	NA	NA	NA

资料来源：中国中投证券研究总部，公司报表，单位：百万元

公司评级

- 强烈推荐：预期未来 6-12 个月内，股价相对沪深 300 指数涨幅 20%以上
- 推荐：预期未来 6-12 个月内，股价相对沪深 300 指数涨幅介于 10%-20%之间
- 中性：预期未来 6-12 个月内，股价相对沪深 300 指数变动介于±10%之间
- 回避：预期未来 6-12 个月内，股价相对沪深 300 指数跌幅 10%以上

行业评级

- 看好：预期未来 6-12 个月内，行业指数表现优于沪深 300 指数 5%以上
- 中性：预期未来 6-12 个月内，行业指数表现相对沪深 300 指数持平
- 看淡：预期未来 6-12 个月内，行业指数表现弱于沪深 300 指数 5%以上

研究团队简介

张镭,中国中投证券研究总部首席行业分析师,清华大学经济管理学院 MBA。

陈丹霞,中国中投证券研究总部医药行业研究员,北京协和医学院情报学硕士,华中科技大学同济医学院本科。

免责条款

本报告由中国中投证券有限责任公司(以下简称“中国中投证券”)提供,旨在派发给本公司客户及特定对象使用。中国中投证券是具备证券投资咨询业务资格的证券公司。未经中国中投证券事先书面同意,不得以任何方式复印、传送、转发或出版作任何用途。合法取得本报告的途径为本公司网站及本公司授权的渠道,由公司授权机构承担相关刊载或转发责任,非通过以上渠道获得的报告均为非法,我公司不承担任何法律责任。

本报告基于中国中投证券认为可靠的公开信息和资料,但我们对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证。中国中投证券可随时更改报告中的内容、意见和预测,且并不承诺提供任何有关变更的通知。

本公司及其关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易,也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。

本报告中的内容和意见仅供参考,并不构成对所述证券的买卖出价。投资者应根据个人投资目标、财务状况和需求来判断是否使用报告所载之内容,独立做出投资决策并自行承担相应风险。我公司及其雇员不对使用本报告而引致的任何直接或间接损失负任何责任。

该研究报告谢绝一切媒体转载。

中国中投证券有限责任公司研究总部

公司网站：<http://www.china-invs.cn>

深圳市

深圳市福田区益田路 6003 号荣超商务中心 A 座 19 楼
邮编：518000
传真：(0755) 82026711

北京市

北京市西城区太平桥大街 18 号丰融国际大厦 15 层
邮编：100032
传真：(010) 63222939

上海市

上海市虹口区公平路 18 号 8 号楼嘉昱大厦 5 楼
邮编：200082
传真：(021) 62171434