

## 证券研究报告—动态报告/公司快评

医药保健

制药与生物

**益丰药房 (603939)**

季报解读电话会议纪要

**买入**

(维持评级)

2017年05月04日

# 稳健成长同时内部效率持续改善

证券分析师: 江维娜

021-60933157

jiangwn@guosen.com.cn

证券投资咨询执业资格证书编码: S0980515060001

联系人: 谢长雁

0755-82133263

xiecy@guosen.com.cn

## 事项:

**益丰药房:** 近日发布了 17 年一季报, 继续维持稳健高增长, 营收 10.78 亿 (+29.36%), 归母净利润 0.69 亿 (32.67%)。国信医药团队在 4 月 28 日邀请了公司董事会秘书王付国先生参加电话会议, 对一季报的经营情况进行解读。

**国信医药观点:** 作为医药商业零售龙头, 公司在多项业内排名中维持前列, 且门店新增速度持续加速, 继 17 年新增 410 家门店后, 今年一季度继续新增 60 家门店。作为唯一一家完成定增的医药零售企业, 未来并购资金来源确定, 3 年 1000 家门店计划顺利推进, 我们预计公司 17-19 年归母净利润 2.98/3.77/5.10 亿, 对应 EPS 为 0.82/0.93/1.26, 当前股价 PE 对应为 36.2/32.0/23.6X, 继续维持“买入”评级。

## 评论:

### ■ 整体经营情况解读: 并购整合毛利改善, 继续维持较高增长

**主持人:** 今日凌晨益丰药房上传了一季度报告, 公司 16 年的业绩比较令人满意, 基本符合我们团队的预期, 我们预测 17 年全年净利润增长 30%, 一季报报告中披露净利润增长 32%, 超过我们的预期。我们认为益丰药房是以零售为主的民营企业中最为优质的股票, 未来走势也将比较强势, 接下来请王总为我们进行一季报的解读。

### 董秘王付国先生 (以下简称王总):

**一. 总体情况介绍:** 从一季报情况来看, 公司内部认为整体趋势好于去年, 无论是新店增长, 还是老店同比增长还是客流, 一季度收入增长 29%, 利润增长 32%, 利润增速高于收入增速, 主要由以下原因:

1. 综合毛利提升 0.8 个点;
2. 费用率下降 0.12 个点;
3. 老店同比增长好于去年;
4. 并购整合提升高利空间: 并购项目虽然收入增长幅度不大, 但通过产品导入、职工教育、激励等机制毛利率改善明显, 去年年报、季报毛利率都是提升的, 其中主营业务提升 0.42 个百分点。一般并购项目的毛利比较低, 但我们集中在毛利空间上做文章, 通过品类调整, 员工培训等拉升利润空间, 这也是我们**并购的目的: 一方面是抢占市场, 另一方面提升盈利能力。**

**二. 开店情况:** 一季度净增加 60 家门店, 到期末共 1795 家, 其中加盟店 30 家, 其他 1565 家, 一季度自营门店新增 59 家, 因为 1 月是春节不开店, 真正开店是 2-3 月, 因此平均每个月开店 30 家, 符合我们全年的规划, 下半年增速会更高, 从历史看都是这个趋势。

分地区来看, 中南、华东地区门店开拓相对均衡, 华东由于有并购项目速度会快一些。期末华东 495 家, 中南 836

家，战略上希望逐步体现其龙头地位，但目前占有率还较低，空间还很大。但目前多区域管理经营的基础已经建立牢固，为未来开店和收购提供了保障。未来门店下沉到其他县、城市及乡镇还有待挖掘，这方面还有很大的空间。

**三. 门店外延和并购：**外延有 4 起并购，其中有一家去年 11 月份，总共 66 家，3 家后来的并购金额 7000 万，将于二季度进入合并报表，虽然并购金额不算大，但并购市场中趋势性已出，经过策略调整和外部政策影响，并购将会持续进行。后备资源还很多，整体预计今年并购会好于去年。

**四. 主要财务指标分析：**销售增长 29.36%，其中同店增长好于去年，次新店（300 家去年开的）经过半年和一年的运营客流量和销售逐渐提升，贡献较大，并购项目也在逐步进入。

**同店增长规模快的原因：**

1. 内部原因：内部专业服务能力的提升。公司在推动内部管理提升，目前已初见成效，做了很多工作，包括培训、激励等，目的是为提升了顾客粘性、回头率。
2. 外部原因：主要有两个
  - (1) 医保逐步放开，90 多家获得医保，贡献了 1 个点，比去年同比增长 30%，以后同比增长可能更快，下季度可能会有 35%，同比老店贡献 1%。
  - (2) 处方外流，处方外流将会在潜移默化中形成贡献力，虽然没有看到轰轰烈烈的事件，甚至看不到政策，但是处方占比在提升，从客流增速看也能够感受到增量贡献，客流同比增长增长 4 个点。
3. 消费端的变化：健康养生的意识、消费习惯的意识增强。

1 季度新开的 60 家店对本季度影响仍然很小，贡献不大，1 月份过年不开店，主要还是老店同比和次新店贡献以及并购店贡献。

**毛利率提升：**零售毛利率提升 0.18%，综合毛利率提升 0.42%，这是由于专业服务能力等原因造成的。**毛利提升帮助很大，高毛利不一定是高价格，通过渠道和产品整合能够达到三得利状况：**

1. 对顾客，能买到疗效好、价格实惠的药品；
2. 有利于厂家放大产能；
3. 有利于零售商提高毛利率和门店的积极性：毛利率的提升对销售团队积极性帮助很大，有助于形成良好循环，通过提高员工稳定性和超越同行的报酬和发展机会，提高员工稳定性和专业服务能力，才能使顾客满意，为后续业绩提升打下好的基础。

**费用率变化：**费用率下降 0.12 个百分点，销售费用上升 0.47 个点，主要是由于次新店比较多，次新店费用率偏高，因此这种变化不是内在原因导致的，是发展过程的一个情况。总体来看，利润率上升还是主要是毛利提升。

## ■ 问答环节

**1. 公司的年报和季报中不再对省份进行拆分，是否由于披露口径的调整还是两个区域管理口径的变化？如果进行拆分的话具体哪些省份是主要成长驱动力？新进入的还是原来的增长更高？**

**王总：**主要是披露口径的调整，从战略高度来看，主要着眼于区域发展，目前区域发展以中南和华东两大区域为主，但管理还是分省份的。**华东地区江苏增速最高**，医保放开刺激影响比较大。中南地区广州去年 8 月份才并表，目前没有可比性，**湖北武汉增长很快，是中南地区发展最快的市场**。公司 12 年进入武汉，不到 5 年时间，武汉的增速已远远快于同行。以前湖北地区只有武汉一家公司，现在又增加了鄂东，把湖北市场分成两块，目前湖北分两部分管理，也体现了对湖北地区的重视，目前在湖北的收购项目数量最多。

**2. 根据年报显示，上海子公司净利率 7-8 个点，远高于竞争对手国药、上药的零售子公司，原因是什么？高利率品种提升对客流是否有影响？**

**王总：**上海子公司净利润高的原因如下：

(1) 比较早进去，公司从湖南走出去，第一个外省落地就是上海，目前发展比较成熟，管理出效益，毛利率是所有的子公司里最高的，仅比母公司略低。

(2) **规模效益：**上海子公司是最早盈利的子公司，当地客单价比较高，门店的投入产出也会高与中部地区。

(3) 与竞争对手如国有药房等相比,可能由于服务能力不同,厂商贡献品种需要我们的专业能力能够卖出去,竞争对手可能低毛利普药相对偏多。

表面上高毛利品种提升,会影响客流,但是我们对疗效还是有保障的,疗效不会差异很大,因为在做一致性评价,主要看附加值。目前合作共建的品牌药物也有做,包括独立剂型、独立规格等、可能不是高毛利,是中毛利。

### 3.上海医保店占比多少? 上海开店的数量和节奏如何?

**王总:** 上海医保店占比 20%不到,如果放开医保的话我们提升空间很大,上海医保对销售将有较大的促进作用。上海开店没有其他区域快,除了开店外,还在试点加盟,去年完成 20 家,今年可能会完成 60-80 家的加盟店,由于有自营限制,所以分自开+并购+加盟多种方式进行。

由于开店有店与店之间距离的限制,如果这个政策能放开,也会对开店和并购有贡献。目前上海医保落地较慢。但符合条件的门店比较多,同等条件下获批的比例应该比较高。

### 4.随着连锁化,大连锁占比增长,品牌 OTC 是否会受益,目前品牌 OTC 在连锁店占比是否比小药店占比更高?

**王总:** 是的。

### 5.医保占销售收入比例? 医保销售毛利率情况?

**王总:** 医保销售比例 30%左右,总体来看。竞争对手比例比我们高,由于我们在东部地区收到政策影响,但空间很大。毛利率方面,由于药店刷医保卡基本没有品种限制,都是个人账户,药品,保健品,医疗器械都可以刷,跟我们的总体毛利率不会差太多,大约 30-35 个点,慢病是比较特殊的部分,毛利偏低,只有 20-30 点,如果把慢病抛开,只看城镇职工医疗账户刷卡,毛利不会差不多。例如湖南地方有些慢病医保,毛利偏低。

### 6.由于一致性评价,合作药企的知名度和技术原因是否影响生产?

**王总:** 我们对厂商的选择模式有十几年历史,现在主要合作厂商是地方龙头+全国龙头二线品种。这些厂商都是有规模的,不会失去合作方。公司销售有个精品战略,目前也在做升级和提高要求,一致性评价对我们有好处没有坏处,我们欢迎一致性评价,一致性评价对药品质量和厂家有更高要求,如果都是大厂家,以后我们在销售端对顾客的推荐和引导也更方便。

### 7.合作共建模式的销售占比?

**王总:** 销售产品可以分为代理品种(和厂家直接谈判过签合同的,仍然从批发商出货)+常规品种(从渠道拿货,没有和厂家深度合作谈判的)。代理品种可以分为 2 种:

(1) 自有品牌,性价比较高的,选择一定规模的厂家作为合作厂家,该部分占比 20%左右。

(2) 独家品种,全国独家或者区域独家,该部分占比 40%。总共 60%。

从海外 CVS、Walgreen 的经验来看,他们的自主品牌占比很大,我们的权重还较低。中国未来应向这个方向发展。我们的自有品牌主要包括中药饮片,参茸滋补品,茶类、保健品这几个品类。涵盖线比较多,但顾客消费等需要过程,需要慢慢发展,但整体会向海外靠拢。

### 8.16 年人员数量增长较快,高于营收,原因是什么?

**王总:** 主要原因是去年新开店较多、今年新开店和并购店的人员储备。

### 9.对未来利润率的展望大约如何?

**王总:** 利润率展望费用率应该会略有下降,不明显。利润率上升 0.2-0.3 个百分点左右,上升不明显,没有具体测算。

#### 10.对于化妆品等非药产品的增速较低怎么看？有没有长期规划？

**王总：**我们还是做大健康，柴米油盐不是重点。化妆品也不是重点，**健康食品，有机食品，母婴品才是我们主推的。**消费者对这部分的消费习惯没有明显改观，医保局对陈列非医保品不同地方监管要求不同，这次南京不能陈列非医保品。医保是大头肯定要保。我们认为长期来看监管是临时性的，未来多元化还是趋势。时点来看，我们也不会推化妆，现在慢病管理，我们更愿意通过线上咨询、线下联动、药食同源、病人专用食品等方向推动销售，目前还在摸索中。

目前主要消费群体主要是中老年和家庭主妇，现在年轻顾客也在上升，很可能不是自己消费，是为父母、小孩买的。从消费层面来看年轻人有一定比例在提升，但并不是一定要靠化妆品来提升年轻人比例，我们希望通过健康食品和母婴品来提升客流量。

#### 11.为什么季报中今年三个较小的并购并未披露详情？并购 PE 情况和趋势如何？为什么认为并购更容易了？

**王总：**主要由于并购体量较小，根据相关规则，并购成本低于 10%净资产的可以不披露，如果后期体量比较大还是会单项披露，有一些储备项目还在谈判，特别大的项目有上市的预期，事项没有明朗前处于观望态度。**目前整体并购情况向好，谈判更加容易。**

我们认为并购容易的两个原因：

**1 以前我们对中小并购项目关注度不够，但现在发现成功率很高；**

**2 政策上的推动：**两票制等影响中小企业毛利率，会造成其采购成本上升，另外大型连锁店规模不断扩大，有的连锁店周围就有其他家药店，这种竞争对中小企业形成影响，员工工资和租金上升也在压缩中小连锁企业的利润空间。

#### 12. 去年现金流数据变差，与营收不匹配的原因？

**王总：**现金流主要是存货备货的影响。存货截止日期是 12-31，今年春节在 1 月份，时间相距较近，备货高峰期所以备货多，还有价格敏感的品种我们也有备货，因此这种季节性影响造成存货增加，如果平均每天的存货余额考察的话状况好过 2015 年。

## 附表：财务预测与估值

资产负债表 (百万元)	2016	2017E	2018E	2019E
现金及现金等价物	347	3174	922	3103
应收款项	332	456	622	774
存货净额	730	1007	1375	1715
其他流动资产	1717	811	3211	1377
<b>流动资产合计</b>	<b>3126</b>	<b>5449</b>	<b>6130</b>	<b>6969</b>
固定资产	303	299	342	367
无形资产及其他	150	145	140	135
投资性房地产	643	643	643	643
长期股权投资	0	0	0	0
<b>资产总计</b>	<b>4221</b>	<b>6536</b>	<b>7255</b>	<b>8113</b>
短期借款及交易性金融负债	0	500	300	200
应付款项	991	1367	1866	2326
其他流动负债	209	291	399	492
<b>流动负债合计</b>	<b>1200</b>	<b>2158</b>	<b>2565</b>	<b>3019</b>
长期借款及应付债券	0	(230)	(230)	(230)
其他长期负债	46	88	130	173
<b>长期负债合计</b>	<b>46</b>	<b>(142)</b>	<b>(100)</b>	<b>(57)</b>
<b>负债合计</b>	<b>1246</b>	<b>2016</b>	<b>2465</b>	<b>2961</b>
少数股东权益	13	16	22	27
股东权益	2963	4504	4768	5125
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>4221</b>	<b>6536</b>	<b>7255</b>	<b>8113</b>

关键财务与估值指标	2016	2017E	2018E	2019E
每股收益	0.62	0.82	0.93	1.26
每股红利	0.00	0.25	0.28	0.38
每股净资产	8.17	12.42	11.78	12.66
ROIC	10%	11%	11%	15%
ROE	8%	7%	8%	10%
毛利率	40%	40%	40%	40%
EBIT Margin	8%	7%	6%	7%
EBITDA Margin	9%	7%	7%	8%
收入增长	31%	37%	36%	25%
净利润增长率	27%	33%	26%	35%
资产负债率	30%	31%	34%	37%
息率	0.0%	0.8%	1.0%	1.4%
P/E	48.2	36.2	32.0	23.6
P/B	3.6	2.4	2.5	2.4
EV/EBITDA	37.5	33.4	29.8	22.1

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

利润表 (百万元)	2016	2017E	2018E	2019E
<b>营业收入</b>	<b>3734</b>	<b>5126</b>	<b>6984</b>	<b>8700</b>
营业成本	2254	3095	4217	5253
营业税金及附加	26	36	49	60
销售费用	1016	1436	1956	2376
管理费用	154	211	314	372
财务费用	(6)	(39)	(45)	(51)
投资收益	16	3	3	3
资产减值及公允价值变动	(8)	15	15	0
其他收入	0	0	0	0
营业利润	297	405	511	692
营业外净收支	9	0	0	0
<b>利润总额</b>	<b>306</b>	<b>405</b>	<b>511</b>	<b>692</b>
所得税费用	78	101	128	173
少数股东损益	4	5	7	9
<b>归属于母公司净利润</b>	<b>224</b>	<b>298</b>	<b>377</b>	<b>510</b>

现金流量表 (百万元)	2016	2017E	2018E	2019E
<b>净利润</b>	<b>224</b>	<b>298</b>	<b>377</b>	<b>510</b>
资产减值准备	1	0	1	1
折旧摊销	38	36	39	43
公允价值变动损失	8	(15)	(15)	0
财务费用	(6)	(39)	(45)	(51)
营运资本变动	(1634)	1005	(2283)	1939
其它	3	3	6	4
<b>经营活动现金流</b>	<b>(1360)</b>	<b>1327</b>	<b>(1876)</b>	<b>2496</b>
资本开支	(64)	(13)	(63)	(63)
其它投资现金流	0	0	0	0
<b>投资活动现金流</b>	<b>(64)</b>	<b>(13)</b>	<b>(63)</b>	<b>(63)</b>
权益性融资	1330	1333	0	0
负债净变化	0	(230)	0	0
支付股利、利息	0	(89)	(113)	(153)
其它融资现金流	(119)	500	(200)	(100)
<b>融资活动现金流</b>	<b>1211</b>	<b>1513</b>	<b>(313)</b>	<b>(253)</b>
<b>现金净变动</b>	<b>(213)</b>	<b>2827</b>	<b>(2252)</b>	<b>2180</b>
货币资金的期初余额	560	347	3174	922
货币资金的期末余额	347	3174	922	3103
企业自由现金流	(1449)	1289	(1971)	2397
权益自由现金流	(1568)	1588	(2137)	2335



## 相关研究报告

- 《益丰药房-603939-2016 年年报点评：门店加速增长，新一轮成长期开始》 ——2017-04-25
- 《益丰药房-603939-重大事件快评：医保资质放开逐渐落地，利好龙头企业竞争力》 ——2017-02-13
- 《益丰药房-603939-管理优异，持续高增长零售龙头》 ——2017-02-08

## 国信证券投资评级

类别	级别	定义
股票 投资评级	买入	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	预计 6 个月内，股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	卖出	预计 6 个月内，股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	超配	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	预计 6 个月内，行业指数表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	低配	预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 10%以上

## 分析师承诺

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

## 风险提示

本报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有，仅供我公司客户使用。未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。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。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

## 证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。

证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。