

益丰药房 (603939)

证券研究报告

2018年02月12日

连锁药店的“工匠”，精细化管理典范

聚焦区域，稳健发展

公司成立于2008年，凭借“平价药店”与“精细化管理服务”的标签从湖南迅速崛起，2012-2017年三季度，门店数量由599家增至1890家，成为我国连锁药店区域龙头。公司门店主要集中在中南与华东地区，包括湖南、湖北、江西、上海、江苏、浙江、广东七个省份。近年，凭借上市公司优秀的融资平台，公司外延扩张的速度进一步加快，2017年预计公司门店数将达2000家。成熟门店与新开门店业务的稳定增长，保障了公司业绩的稳步上升，2011-2016年公司营收年复合增长率CAGR为30.0%，净利润CAGR达32.0%。2017年前三季度公司实现营收34.19亿元，同比增长27.9%，归母净利润2.20亿元，同比增长38.2%。

“自建+并购”双轮驱动，跨区域经营能力强

公司采用“自建+并购”双轮驱动的方式进行业务扩张。在门店选择上采用“商圈定位法”，通过对区域人口数量、需求与消费特点等进行分析，选择合理的门店位置，形成了“旗舰店、区域中心店、中型社区和小型社区”的门店网络，其中主要以小型社区店为主。2017年前三季度，公司新增门店378家，其中新开242家（不含加盟店），收购99家。通过精细化管理，公司较好的控制了运营管理成本，管理费用率处于同行业较低水平，整体盈利能力得到提升，从而实现了跨区域稳定经营。公司注重员工个人素质与专业化服务能力培训，通过提供优质的服务，推动品牌形象建立，吸引客流，增加客户黏性。从最新半年报披露情况来看，2017年上半年公司拥有会员数1400万，会员销售比例占80%。

行业景气度提升，连锁药店迎来发展机遇

商务部数据显示2016年我国药品零售销售规模为3679亿元，同比增长9.5%，零售药店连锁化率为49.5%，较2011年提高15个百分点。近年，行业政策不断趋严，新版GSP、两票制、营改增等政策导致药店的运营成本 and 风险增加，一些小的单体药店利润空间被压缩；同时医保定点资格的放开，使得行业竞争更加公平化，以前一些仅依靠医保生存的药店或将面临淘汰，未来行业集中度有望进一步提升。长期来看消费升级与处方外流将带动零售药店市场空间的增长与行业景气度的提升。大型连锁药店拥有规范化的经营，与更强的上游议价能力，竞争优势更加明显。

估值与评级

公司是中南、华东地区的药品零售龙头，管理效率高，具有较强的盈利能力以及外延并购的整合能力，预计2017-2019年公司EPS分别为0.84、1.09、1.42元，对应PE分别为50、38、29倍，目前行业平均估值为41倍，我们看好公司优秀的跨区域经营能力，以及从区域走向全国的市场发展空间，给予2018年公司43倍PE，略高于平均估值，对应目标价46.87元，首次覆盖给予“增持”评级。

财务数据和估值	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	2,845.52	3,733.62	4,904.11	6,436.64	8,382.44
增长率(%)	27.59	31.21	31.35	31.25	30.23
EBITDA(百万元)	247.39	328.64	426.95	551.40	713.96
净利润(百万元)	175.94	223.89	303.50	396.17	514.30
增长率(%)	25.17	27.26	35.56	30.53	29.82
EPS(元/股)	0.49	0.62	0.84	1.09	1.42
市盈率(P/E)	85.39	67.10	49.50	37.92	29.21
市净率(P/B)	10.64	5.07	4.74	4.42	4.05
市销率(P/S)	5.28	4.02	3.06	2.33	1.79
EV/EBITDA	52.03	31.40	30.95	23.90	18.07

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（首次评级）
当前价格	41.42元
目标价格	46.87元

基本数据

A股总股本(百万股)	362.69
流通A股股本(百万股)	198.70
A股总市值(百万元)	15,022.81
流通A股市值(百万元)	8,230.26
每股净资产(元)	8.48
资产负债率(%)	31.79
一年内最高/最低(元)	47.40/27.25

作者

郑薇	分析师
SAC 执业证书编号：S1110517110003 zhengwei@tfzq.com	
杨烨辉	分析师
SAC 执业证书编号：S1110516080003 yangyehui@tfzq.com	
李扬	联系人
lyang@tfzq.com	

股价走势



资料来源：贝格数据

相关报告

内容目录

1. 中南、华东地区的区域零售药店龙头.....	4
1.1. 从湖南起家，稳健发展的连锁药店	4
1.2. 借力资本，弯道超车	4
1.3. 主营药品零售，产品结构渐完善	5
1.4. 对接信息化技术，打造高效的运营体系与物流配送体系	6
1.5. 紧跟互联网潮流，创新业务不断实现突破	7
1.6. 成熟的代理品种与专业化的服务能力是公司发展核心	8
2. 聚焦区域，稳健扩张.....	8
2.1. 中南、华东地区竞争能力提升，业绩增长稳定	8
2.2. 精细化管理模式提升公司跨区域经营能力	9
2.3. 小型社区店为主，形成差异化竞争模式	10
3. 药品零售行业景气度提升，公司发展想象空间大.....	11
3.1. 行业景气度提升，连锁药店竞争优势明显	11
3.2. 益丰具备的几点竞争优势	12
4. 盈利预测与估值评级.....	12

图表目录

图 1：益丰大药房公司发展历程.....	4
图 2：公司股权结构	4
图 3：公司 2016 年主营业务收入构成	5
图 4：公司 2016 年主营业务成本构成.....	5
图 5：2016 年不同产品营业收入与成本	5
图 6：2016 年不同产品营收、成本占比与毛利率水平	5
图 7：2012-2016 年中南地区营业收入（亿元）与增长	5
图 8：2012-2016 年华东地区营业收入（亿元）与增长	5
图 9：2012-2016 年中南、华东地区毛利率	6
图 10：2016 年中南、华东地区营收、成本占比与毛利率水平	6
图 11：2013-2017Q3 年益丰与其它零售药店管理费用率比较	6
图 12：2013-2017Q3 公司三项费用率情况.....	6
图 13：公司物流配送体系	7
图 14：益丰微信小程序商城.....	7
图 15：益丰网上商城.....	7
图 16：2017H 公司会员销售比例与非会员销售比例比较	8
图 17：2011-2016 年公司门店数量的变化	8
图 18：2011-2016 年公司中南、华东地区门店数量变化	8
图 19：2011-2017Q3 公司营业收入（亿元）及增长情况	9

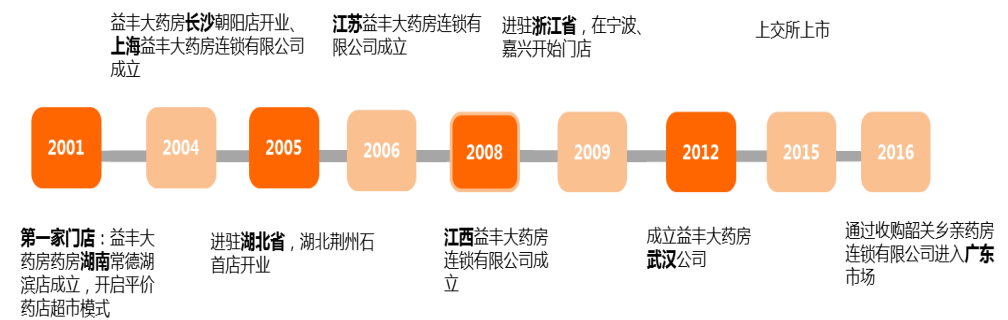
图 20: 2011-2017Q3 公司归母净利润 (亿元) 及增长情况	9
图 21: 公司六大核心运营系统	9
图 22: 2013-2017Q3 四家已上市零售药店的三项用率比较	10
图 23: 2013-2017Q3 益丰与其它上市药店毛利率比较	10
图 24: 2013-2017Q3 益丰与其它上市药店净利率比较	10
图 25: 益丰药房门店设立选择标准	10
图 26: 2010-2016 我国药品零售市场规模 (亿元) 及增速	11
图 27: 2011-2016 年 11 月我国单体药店与连锁药店数量 (家)	11
图 28: 2010-2016 年我国零售药店连锁化率	11
表 1: 公司成立以来较大融资项目	4
表 2: 益丰药房业务分拆及预测	13
表 3: 可比公司财务数据与估值 (截止到 2018 年 2 月 9 日)	13

1. 中南、华东地区的区域零售药店龙头

1.1. 从湖南起家，稳健发展的连锁药店

益丰大药房连锁股份有限公司成立于 2001 年，第一家门店益丰大药房常德湖滨店被业界称为“平价药房鼻祖”，首创了中南五省“开架自选，平价销售”的“平价药品超市”模式。此后，公司通过自建或收购的方式逐步在湖南、江西、上海、湖北、浙江等六个省份开设门店；2016 年出资 1.01 亿元收购韶关乡亲药房连锁有限公司旗下 51 家门店，借此进入广东市场，业务规模拓展至中南、华东地区 7 个省份。

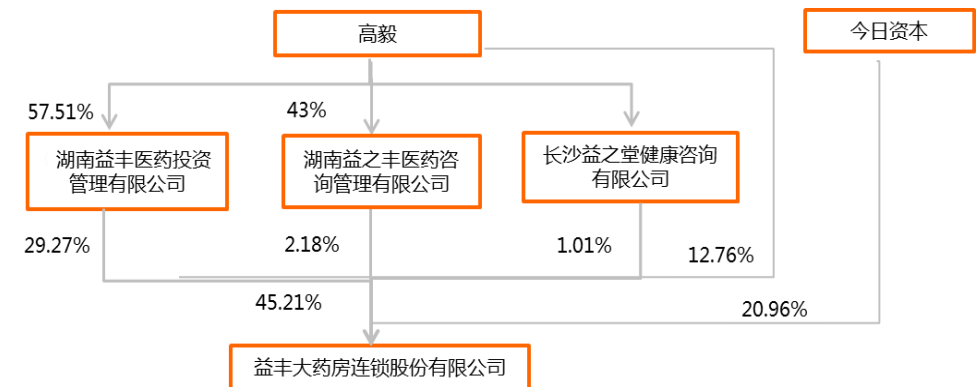
图 1：益丰大药房公司发展历程



资料来源：公司官网，天风证券研究所

公司董事长即控股股东高毅通过湖南益丰医药投资、益之丰医药咨询公司、长沙益之堂健康咨询及个人共计持有公司 45.21% 的股权。公司股权相对集中，控股股东对公司未来的发展运营具有较强的决策权与控制权。

图 2：公司股权结构



资料来源：招股说明书，公司 2017 年半年报，天风证券研究所

1.2. 借力资本，弯道超车

零售药店行业具有销售半径区域属性，同时受到医保资格，药品安全监管等影响，因此在某一地区最早出现，并取得一定口碑的企业被颠覆的可能性较小，因此零售药店门店扩张速度与品牌度的建立对公司在该领域的市场地位而言，具有重要意义。外延扩张的脚步离不开资本的力量，公司分别在 2008 年、2015 年 2 月、2015 年 8 月通过股权融资、IPO、定增等融资方式，为其外延并购储备了丰厚的“弹药”。

表 1：公司成立以来较大融资项目

时间	融资方式	资金方	融资金额（亿元）
2008 年	股权融资	今日资本（外资）	2.0
2015 年	IPO	公开发行	7.8

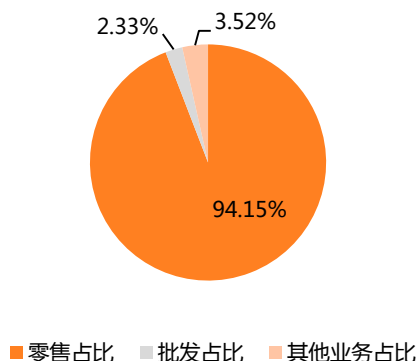
资料来源：招股说明书，公司公告，天风证券研究所

1.3. 主营药品零售，产品结构渐完善

公司是一家医药连锁药店，主要经营药品零售与批发，其中药品零售收入占总收入的 94%，是最主要的收入来源。零售药店的利润来源通常分为两种方式，一种为销售药品赚取进销差价，另一种为供应商提供促销服务，赚取销售服务费，如优惠活动推广、海报制作等。

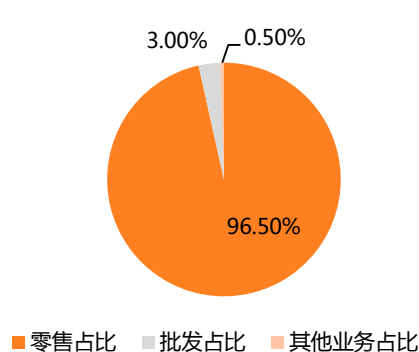
公司医药批发业务收入占总收入的比重仅为 2.3%，该部分业务主要依靠子公司益丰医药，向一些小的批发企业或者单体药店进行药品配送赚取利润。

图 3:公司 2016 年主营业务收入构成



资料来源：2016 年年报，天风证券研究所

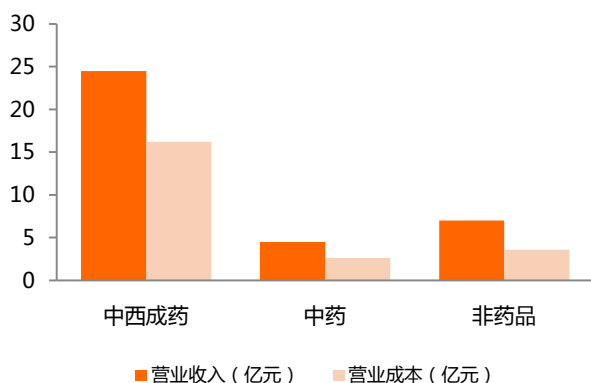
图 4：公司 2016 年主营业务成本构成



资料来源：2016 年年报，天风证券研究所

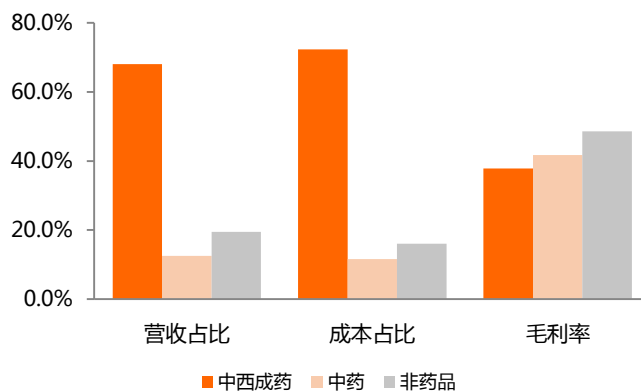
从经营品种上看，公司主要经营中西成药、中药以及非药品。非药品主要包括了医疗器械、保健食品、婴儿奶粉等。其中中西成药收入最高，2016 年收入 24.5 亿元，占同期总营收的 68.1%。中药（主要包括中药饮片）与非药品（医疗器械）分别占 12.5%、19.4%。中药与非药品毛利率较高，分别为 41.7%、48.59%。

图 5：2016 年不同产品营业收入与成本



资料来源：2016 年年报，天风证券研究所

图 6：2016 年不同产品营收、成本占比与毛利率水平

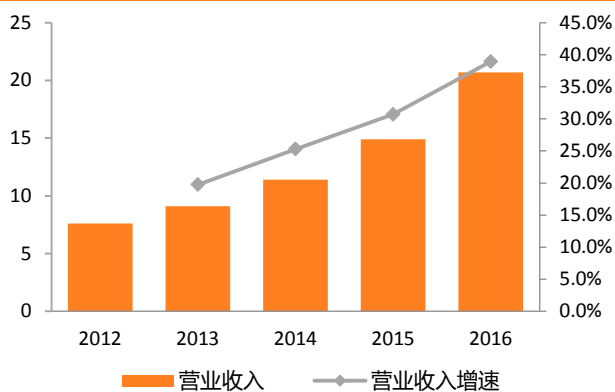


资料来源：2016 年年报，天风证券研究所

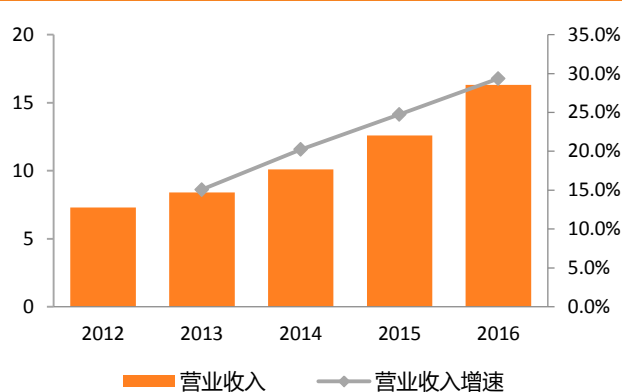
分地区来看，公司在中南地区与华东地区的收入都保持了较高水平的增长。2016 年中南地区实现收入 20.7 亿元，同比增长 38.9%；华东地区实现收入 16.3 亿元，同比增长 29.4%。公司在中南地区业务开展时间长，医保门店数量占比也更高，因此内生增速更快，而华东地区新开门店平均需要 1-2 年时间才能完全消化市场。

图 7：2012-2016 年中南地区营业收入（亿元）与增长

图 8：2012-2016 年华东地区营业收入（亿元）与增长



资料来源：招股说明书，2015-2016 年报，天风证券研究所

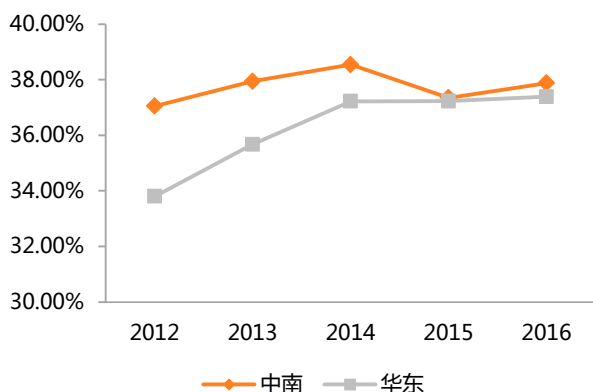


资料来源：招股说明书，2015-2016 年报，天风证券研究所

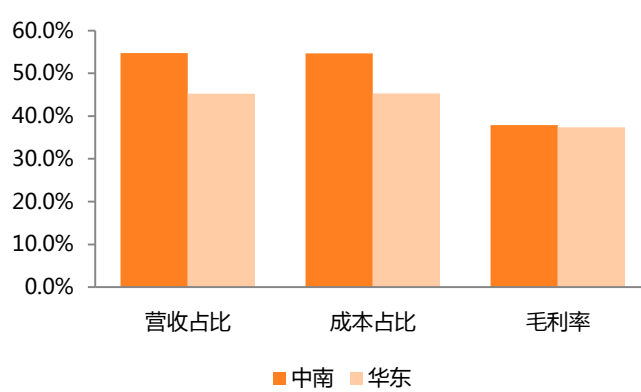
公司在中南地区，尤其是湖南省内，成熟门店数量占比大、毛利高（约为 39%），整体毛利率较新店高出大约 5 个点，中南地区毛利率略高于华东地区。但从毛利率增长趋势上来说，华东地区的毛利率增长趋势更好，随着华东地区成熟门店数量的增加，改地区毛利水平有望进一步提升。

图 9：2012-2016 年中南、华东地区毛利率

图 10：2016 年中南、华东地区营收、成本占比与毛利率水平



资料来源：招股说明书，2015-2016 年报，天风证券研究所

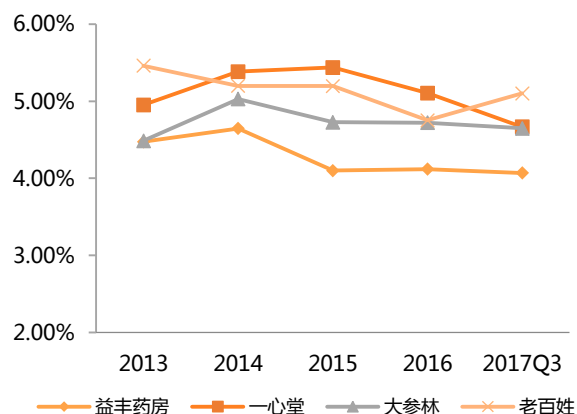


资料来源：招股说明书，2015-2016 年报，天风证券研究所

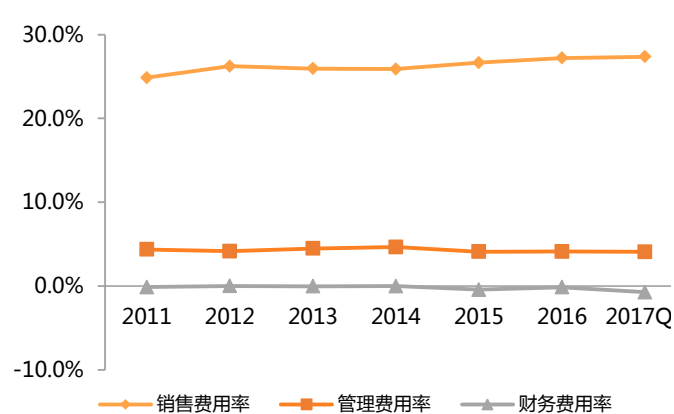
从费用管理上来看，公司精细化管理模式效果明显，其管理费用率处于同行业较低水平，2017 年前三季度，管理费用率为 4.1%。但公司销售费用率较同行业最高，整体的三费率，位于行业中游。公司的费用主要体现在销售费用上，这符合服务型行业发展的方向：降低内部管理费用，加大销售费用的投入，最大化资金利用效率。

图 11：2013-2017Q3 年益丰与其它零售药店管理费用率比较

图 12：2013-2017Q3 公司三项费用率情况



资料来源：招股说明书，2015-2016 年报，天风证券研究所



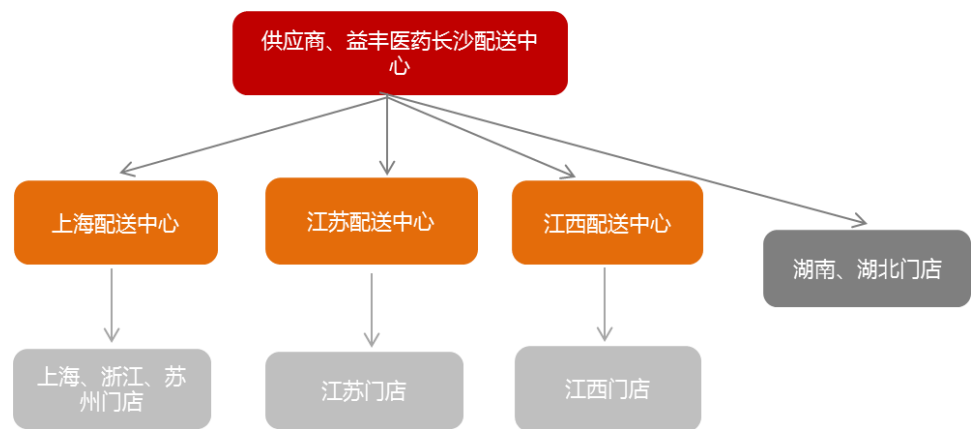
资料来源：招股说明书，2015-2016 年报，天风证券研究所

1.4. 对接信息化技术，打造高效的运营体系与物流配送体系

公司既有自主研发的 IT 队伍，又有先进软件合作企业，通过信息化手段，对业务各环节，结点进行设计、优化。从 2016 年年报披露来看，目前公司已建成或完善的系统有 ERP 信息系统（SAP）、WMS 系统（曼哈特）、BI 数据库、资金管理系统等，涉及商品管理、门店信息与管理、医保信息对接、采购、入库、配送等全部环节。凭借现代化的信息技术，公司运营与管理效率有望进一步提高。

物流配送体系建设与升级，推动公司配送业务的快速发展。目前公司建有湖南长沙（配送全国）、上海、江苏南京、江西南昌四大物流配送中心。近期公司公告，将在江西南昌建设“江西益丰医药产业园”打造益丰药房在江西全省的物流、总部办公及培训中心（此前属于租赁物业），项目落成后，公司物流配送效率将进一步提高，以此来满足区域市场快速扩张的需求。

图 13：公司物流配送体系



资料来源：招股说明书，天风证券研究所

1.5. 紧跟互联网潮流，创新业务不断实现突破

医药电商最早在 2013 年开始兴起，市场对于电商的盈利模式与发展前景的判断仍然较为谨慎，但消费习惯与支付能力、支付方式改变已成既定事实，各大零售企业在医药电商的布局主要仍在导流、增加客户黏性上，获得客流量后再依靠提供增值服务获得利润。

公司建有电商事业部，分管电商业务，目前已经上线的有微信商城、小票促销、线上药师咨询、用药提醒等产品；与此同时积极开展 O2O 业务，通过线上导流，线下销售的方式开拓新的销售模式。公司线上销售的商品主要以保健品、中药养生品、滋补类产品为主，其中自有品牌“恒修堂”系列产品是重点推广产品。

图 14：益丰微信小程序商城



资料来源：公司微信小程序益丰精选，天风证券研究所

图 15：益丰网上商城



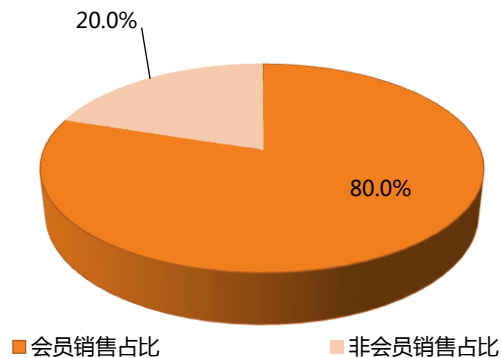
资料来源：公司官网，天风证券研究所

1.6. 成熟的代理品种与专业化的服务能力是公司发展核心

零售药店之间的竞争最终要回归到代理品种与服务能力的核心上来。公司通过常规品种低价格的方式实现引流并获得低价口碑，再通过代理品种提升盈利能力。

2016 年公司启动了商品精品战略，计划通过：自有品牌、独家品种、厂商共建品种在内的精品商品群，形成商品壁垒，实现差异化竞争。公司 95%以上的门店一线员工为医学、药学大中专毕业生，并针对员工建立了完善的培训体系。对外，公司联盟多所高校联办“益丰药学班”，通过专业的培训与考核机制，筛选优秀人才，提升门店的专业服务水平，吸引更多的顾客。2017 年上半年公司拥有会员人数 1400 万，会员销售占比约为 80%，具有较高的客户黏性。

图 16：2017H 公司会员销售比例与非会员销售比例比较



资料来源：2017 年半年报，天风证券研究所

2. 聚焦区域，稳健扩张

受益于药品零售行业景气度的提升以及上市平台公司的投融资优势，近年来公司采用“自建+并购”的方式快速在中南、华东地区进行业务布局，2017 年前三季度公司门店数量新增 378 家，达到 1890 家，实现营收 34.2 亿元，同比增长 27.9%。通过“聚焦区域，拓展全国”的战略，公司在中南、华东地区建立了良好的品牌效应与客户口碑，门店数量逐步提升，市场占有率进一步提升。在外延扩张的过程中，公司依靠精细化的管理模式、严禁的“商圈选址法”，降低了扩张过程中“水土不服”的风险，店铺的盈利能力保持较高水平，是未来业绩稳定增长的保障。

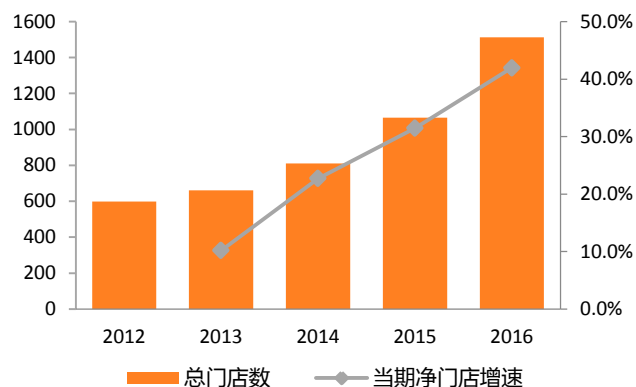
2.1. 中南、华东地区竞争能力提升，业绩增长稳定

2015 年在 2 月在上交所上市，募资 7.8 亿元，同年 8 月实施定增计划，募集资金 13.6 亿元。资金充足后，公司门店布局速度进一步加快，2016 年新增门店 447 家，当期门店数量增速同比达到 42%。2012-2016 年门店数量年复合增长率为 26%。2016 年公司在中南与华东地区门店数量分别为 813 家、699 家，当期净增门店数分别为 75 家、362 家。

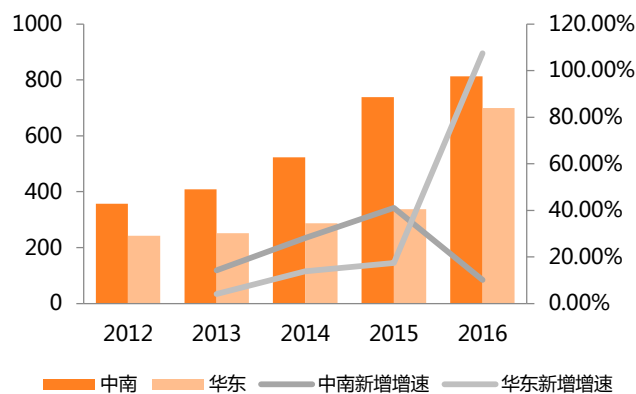
受“两票制”、营改增，医保定点资质的放开等影响，一些单体药店的经营成本提升，被并购的意愿也更加强烈，近期公司公告收购江西天顺 43 家门店、无锡九州医药连锁 51% 股权（62 家门店），2017 年预计门店数量为 2000 家左右。公司在门店管理上运营经验丰富，并拥有丰富合理的产品结构（高毛率产品占比提升），随着门店数量的增加尤其是医保定点药店数量的增加，公司在中南、华东地区尤其是华东地区（医保资格放开）的竞争能力将进一步提升。

图 17：2011-2016 年公司门店数量的变化

图 18：2011-2016 年公司中南、华东地区门店数量变化



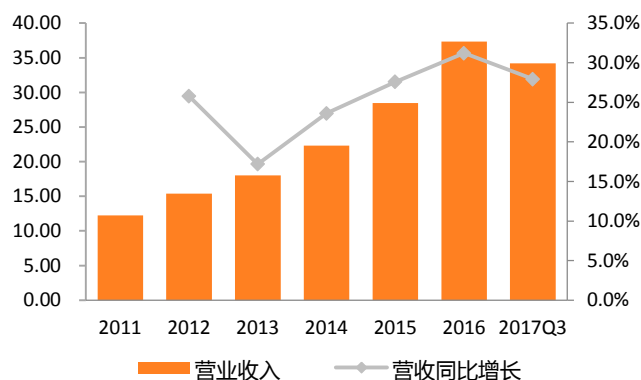
资料来源: 公司年报, 招股说明书, 天风证券研究所



资料来源: 公司年报, 招股说明书, 天风证券研究所

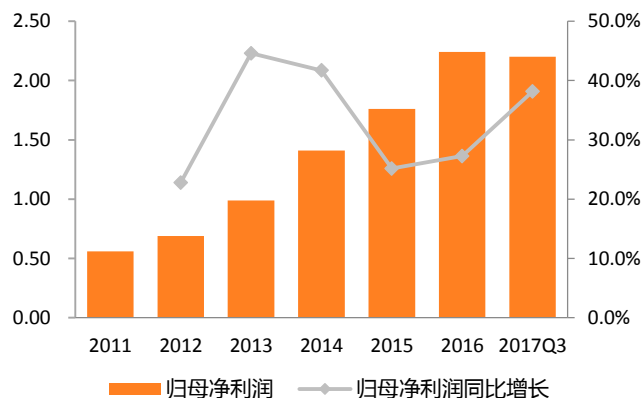
得益于公司精细化的管理, 不仅建立了良好的客户口碑, 还使得公司跨区域的外延扩张具有更高的可复制性, 降低了外延扩张的风险。2015-2017Q3 公司门店扩张速度加速, 但业一直保持较为稳定的增长: 2011-2016 年公司营业收入年复合增长率 CAGR 为 30.0%, 净利润 CAGR 达 32.0%。2017 年前三季度公司实现营收 34.19 亿元, 同比增长 27.9%, 归母净利润 2.20 亿元, 同比增长 38.2%。

图 19: 2011-2017Q3 公司营业收入 (亿元) 及增长情况



资料来源: 招股说明书, 公司年报, 三季度报, 天风证券研究所

图 20: 2011-2017Q3 公司归母净利润 (亿元) 及增长情况



资料来源: 招股说明书, 公司年报, 三季度报, 天风证券研究所

2.2. 精细化管理模式提升公司跨区域经营能力

在前期的发展过程中公司始终坚持精细化、标准化、系统化的运营与管理模式, 打造了新店拓展、门店经营、商品管理、信息管理、顾客服务、绩效考核六大核心运行系统。精细化管理模式是公司得以快速复制门店, 实现跨区域经营的保障。

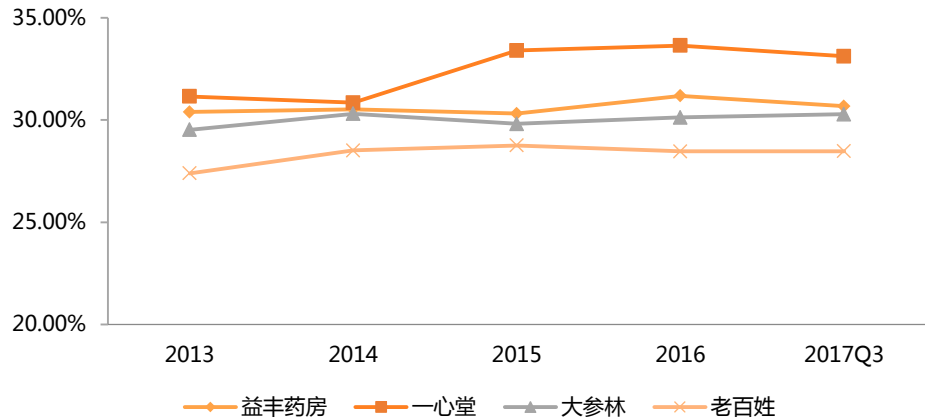
图 21: 公司六大核心运营系统

系统	内容
顾客满意度系统	体现顾客导向、确保工作内容的导航系统
核心产品运作系统	确保盈利能力的盈利模式系统
门店运营分析系统	确保门店经营质量的分析检测系统
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
绩效考核系统	确保执行力的激励系统
门店和部门标准化系统	确保常规工作正常高效运行的标准化系统

资料来源: 《中国药品流通行业发展报告》, 天风证券研究所

在精细化管理模式推动下，公司有效的控制了管理成本，管理费用率处于同行较低水平。虽然整体三项费用率处于行业中游，但从费用结构上来说，较同类型公司更加合理。

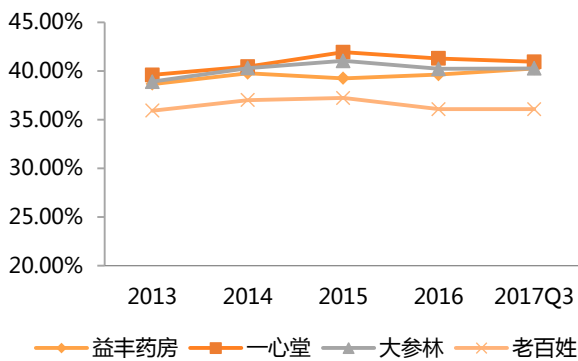
图 22：2013-2017Q3 四家已上市零售药店的三项用率比较



资料来源：wind, 天风证券研究所

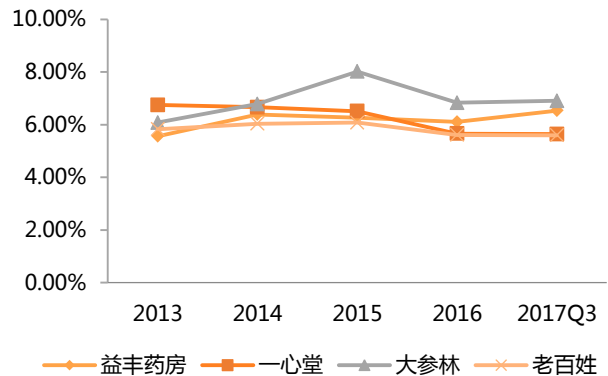
2015-2017 前三季度，虽然公司门店扩张速度加快，但其毛利率水平与净利润都呈现上升趋势，逐步挤进行业前茅。我们认为有个原因：1、公司有严格细腻的内部管理，控费合理，管理优势强；2、随着医保定点资质的放开，公司在华东地区的销售与盈利改善明显，整体提升了其盈利能力。

图 23：2013-2017Q3 益丰与其它上市药店毛利率比较



资料来源：wind,天风证券研究所

图 24：2013-2017Q3 益丰与其它上市药店净利率比较



资料来源：wind,天风证券研究所

2.3. 小型社区店为主，形成差异化竞争模式

公司在店铺选址布局上，按人口密度、消费习惯、支付能力等维度，筛选并筹建旗舰店、区域中心店、中心社区店与小型社区店。2016 年 1512 家门店中小型社区店 1047 家，占比为 69.2%。根据公司 2016 年披露的年报来看，小型社区店的日平效为 56.56 元/m²，在公司不同类型店铺中平效最小。

小型社区店多处于人口密集在社区核心地段，地理位置优越，客户多为社区附近居民，且中老年人偏多。通过开设小型社区店，公司导入了稳定的客流量，并掌握了部分群体用药习惯，有利于其针对性的进行品种的铺设，快速建立品牌形象，增加客户黏性。

从小型社区店到旗舰店，公司实现了“小店导流+大店导品种”相互提携的形态，通过这种方式，公司和其他连锁药店在开店区域，主要客户群体上形成差异化竞争。

图 25：益丰药房门店设立选择标准

店型	门店面积	选取地点	功能定位
旗舰店	500-2000平方米	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	300-500平方米	区域商业中心或大型社区	
中型社区店	150-300平方米	社区商贸区或中型社区	满足居民便利性需求，巩固和提升市场份额
小型社区店	150平方米以下	小型社区	

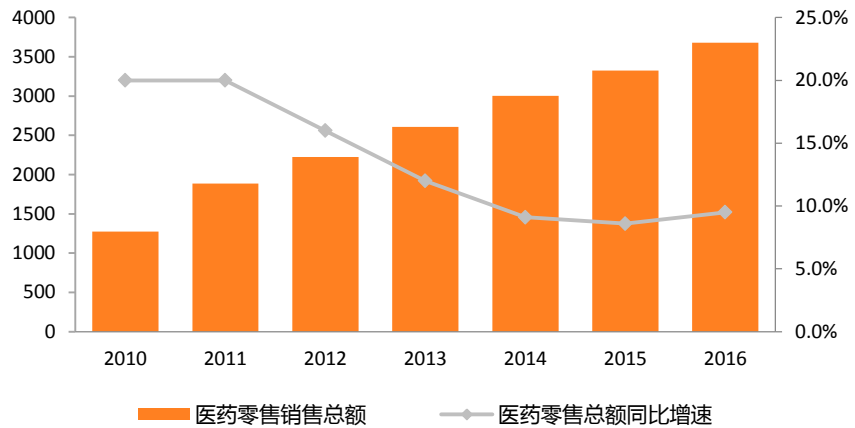
资料来源：招股说明书，天风证券研究所

3. 药品零售行业景气度提升，公司发展想象空间大

3.1. 行业景气度提升，连锁药店竞争优势明显

随着人均消费水平以及健康保健意识的提升，我国药品零售规模不断提升。2016 年我国药品零售的销售总额为 3679 亿元，同比增长 9.5%，较 2015 年提升 0.5 个百分点，整体保持稳定增长态势。

图 26：2010-2016 我国药品零售市场规模（亿元）及增速



资料来源：《商务部 2016 年药品流通行业分析》，天风证券研究所

截止到 2016 年 11 月，我国连锁化连锁药店企业 5609 家，较 2015 年同比提升 12.6%。我国零售药店正在经历从零散到连锁的过程，2011 年到 2016 年 11 月我国单体零售药店减少 35669 家，连锁企业下辖门店增加 83703 家。2016 年我国零售药店连锁化率为 49.4%，相较于 2015 年提升 2.2 个百分点，未来在两票制、营改增等政策影响下，单体药店的消亡速度或将加快，药店连锁化率将进一步提高。

图 27：2011-2016 年 11 月我国单体药店与连锁药店数量（家）

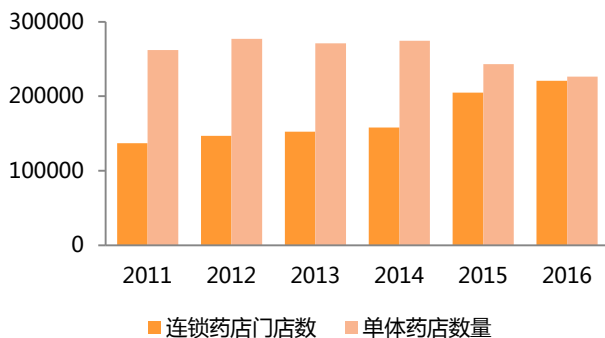
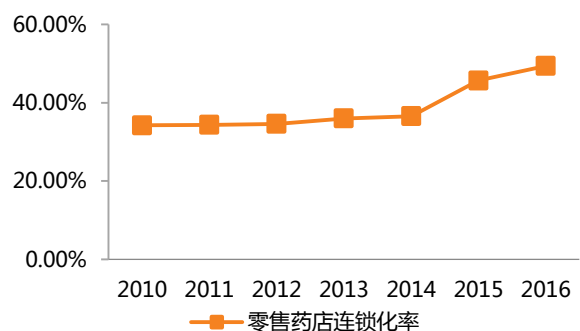


图 28：2010-2016 年我国零售药店连锁化率



资料来源：《商务部 2016 年药品流通行业分析》，天风证券研究所

资料来源：《商务部 2016 年药品流通行业分析》，天风证券研究所

最近年药品零售行业出现较多利好因素，主要体现在以下几个方面：

(1) 监管趋势，药店运营成本提升，利于有规模效应的连锁药店发展。药品安全关乎人的生命健康安全，因此国家对行业的监管较为严格。在高监管下，一些运营不规范的单体药店被关掉的风险较大。同时在两票制以及“营改增”等政策影响下，药店的生存成本增加，利润空间被压缩，被具有竞争优势的大型连锁药店并购的意愿更为强烈，被收购的可能性更高。因此长期来看，药品零售行业的规范化程度将进一步提升，行业集中度提升趋势明显，大型连锁药店的发展预期强烈。

(2) 医保资质放开，竞争环境更加公平。2015 年国家取消了医保定点药店的资格审核，一些曾经仅依靠医保生存的单体药店将失去竞争能力，最终药品零售行业之间的竞争将更加公平，药店之间的竞争将主要表现在代理品种，专业的服务能力、管理能力等方面。

(3) “处方外流”将是打开零售药店市场空间的楔子。随着国家医改政策的推行进一步深入，处方药外流成为趋势。短期来看，在处方药外流趋势形成的早期，受益的主要是院边药房或者是与医院合作的药房，但长期来看，处方药外流改变的是消费者购药的途径（由医院药房到药店），影响的是消费者对零售药店功能定位的界定（OTC 到处方药），是从量变到质变的转变。一些医院并不重视的品种会最先流出，比如慢病管理等品种，因此处方药外流将给零售药店的成长空间带来更多的想象力。

总的来说，药品零售行业的规范程度不断提升，竞争环境逐渐公平，单体药店利润空间被压缩或将面临淘汰；大型连锁药店将受益市场空间的成长以及行业集中度的提升。

3.2. 益丰具备的几点竞争优势

公司在中南与华东地区拥有重要的行业地位，近两年来，其外延并购的速度逐步加快，门店网络不断扩大。作为中南、华东地区的连锁药店龙头，在行业景气度的提升的趋势下，有望脱颖而出。总的来看，我们认为公司具有以下几点竞争优势：

1、优秀的融资能力：公司在 2008 年、2015 年 2 月、2015 年 8 月通过股权融资、IPO、定增的方式分别获得充足的流动资金，未来上市公司优质的平台也将是其外延扩张的同时维持正常运营的保障。

2、低费高效的精细化管理。精细化的管理模式，降低了公司的管理成本，在同行业中公司管理成本更低，相比较而言有更多的费用销售活动，费用结构更加合理。

3、专业化服务，较强的客户粘性。公司重视对门店服务人才建设，通过专业培训与考核提升门店人员专业素养与服务能力，依靠专业化的服务，获得更强的客户黏性。

4、“舰群型”门店布局策略优势明显，形成差异化竞争。公司在门店布局上分为旗舰店、区域中心店、中型社区店与小型社区店。其中小型社区店的门店数量最大，不同门店担负不一样的市场定位，旗舰店主打商品品类与公司品牌建设，而小型社区店主要是便民性，从而实现“小店导流+大店导品种”的形态。社区店的建设在功能与定位上与其他企业门店形成差异化竞争。

5、优秀的跨区域经营能力。公司具有完善的内控机制，以及跨区域经营能力，2015 年至 2017 年前三季度，公司门店数量增长超过 30%，但整体毛利率水平与净利率水平保持了上升的趋势，营收规模与业绩同样稳定增长，多方面印证了公司优秀的跨区域经营能力。

4. 盈利预测与估值评级

公司是区域性的零售药店龙头，盈利能力与精细化的管理能力位于行业前茅，未来高毛利产品销量占比的提升（中药/中药饮片）有助于再度提高公司盈利能力；同时优秀的跨区域经营能力使得公司在对外扩张的过程仍能保持稳健的发展。假设公司未来 2-3 年，门店数量继续保持 30%的稳定增长，同时产品结构继续调整，高毛利代理品种、中药饮片、医疗器械等产品占比逐步提升，则公司 2017-2019 年营业收入、净利润保持 30%左右的年复合

增长

表 2：益丰药房业务分拆及预测

关键假设		项目	2016A	2017E	2018E	2019E
总营收	1、营收保持 30%左右的年复合增长；2、中药等高毛利品种占比提升，整体毛利率提升。	营收	37.34	49.05	64.37	83.83
		YOY	31.21%	31.35%	31.25%	30.23%
		毛利率	39.6%	41%	42.60%	43.50%
药品	1、门店保持 305 的增长，业务规模扩大；2.成熟门店内生增长。	营收	28.98	39.04	52.62	69.99
		YOY	33.92%	34.70%	34.80%	33.00%
		毛利率	35.01%	36.10%	37%	39%
医疗器械	1、收入占比约为 10%，比例较为稳定。	营收	3.8	5.02	6.56	8.46
		YOY	27.52%	32.00%	30.80%	29.00%
		毛利率	50%	51%	51%	52%
保健品	1、受到代购于互联网冲击，增速下滑	营收	1.87	2.05	2.26	2.48
		YOY	11.13%	9.50%	7.60%	4.70%
		毛利率	61.59%	62.1%	61.7%	61.3%
其他主营	主要为一些食品类，非未来公司业务重点	营收	1.353	1.2	0.75	0.418
其他		营收	1.74	2.18	2.48	1.74

资料来源：wind, 天风证券研究所

公司经营模式，盈利能力以及发展战略已获得市场认同，从同类型上市零售药店横向比较结果来看，公司目前的估值高于行业平均水平。

表 3：可比公司财务数据与估值（截止到 2018 年 2 月 9 日）

代码	公司	2016 年营收 (亿元)	2016 年净利润 (亿元)	市值 (亿元)	PE 最新	PE 2017E	PE 2018E
603939.SH	益丰药房	37.34	2.24	153.9	53	50	38
002727.SZ	一心堂	62.49	3.53	117.6	31	29	24
603883.SH	老百姓	60.94	2.97	154.6	43	40	32
603233.SH	大参林	62.74	4.3	164.8	36	33	28
	平均				41	38	30.5

资料来源：wind, 天风证券研究所

综合来看，我国药品零售行业市场规模不断扩大，高监管与医改的推行带动行业景气度逐渐提升。公司在中南、华东地区尤其是中南地区，具有较高的行业地位，在代理品种、专业化服务能力、门店布局、经营效率等方面具备一定优势。基于公司优秀的经营能力，一方面盈利能力保持行业前列，老店内生增长与新店外延增长保障了公司业务的稳定增长；另一方面，公司多年来深耕中南与华东地区，成为区域性龙头，让市场看到了其外延扩张的整合能力，以及跨区域经营能力，对公司未来进行全国拓展更具信心。公司是中南、华东地区的龙头企业，管理效率高，具有较强的盈利能力以及外延并购的整合能力，，预计 2017-2019 年公司 EPS 分别为 0.84、1.09、1.42 元，对应 PE 分别为 50、38、29 倍，目前行业平均估值为 41 倍，我们看好公司优秀的跨区域经营能力，以及从区域走向全国的市场发展空间，给予 2018 年公司 43 倍 PE，略高于平均估值，对应目标价 46.87 元，首次覆盖给予“增持”评级。

财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
货币资金	559.59	346.63	1,781.05	1,848.92	2,140.53
应收账款	241.06	330.89	337.58	220.68	506.34
预付账款	88.53	98.03	137.43	178.26	230.81
存货	489.77	730.06	705.04	1,223.90	1,228.44
其他	362.86	1,620.10	687.06	889.88	1,068.44
流动资产合计	1,741.82	3,125.72	3,648.15	4,361.65	5,174.57
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产	253.83	287.85	303.62	336.91	367.71
在建工程	11.63	14.90	44.94	74.96	74.98
无形资产	55.76	164.93	158.69	152.45	146.21
其他	373.66	627.85	574.38	544.94	542.65
非流动资产合计	694.87	1,095.53	1,081.63	1,109.27	1,131.55
资产总计	2,436.69	4,221.25	4,729.78	5,470.91	6,306.12
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
应付账款	312.96	315.20	415.91	601.08	721.43
其他	700.75	884.83	1,108.08	1,422.98	1,817.95
流动负债合计	1,013.71	1,200.02	1,523.99	2,024.06	2,539.38
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	3.60	45.88	17.87	22.45	28.73
非流动负债合计	3.60	45.88	17.87	22.45	28.73
负债合计	1,017.31	1,245.90	1,541.86	2,046.50	2,568.11
少数股东权益	7.68	12.84	17.08	23.03	31.07
股本	320.00	362.69	362.69	362.69	362.69
资本公积	723.11	2,007.34	2,007.34	2,007.34	2,007.34
留存收益	1,091.70	2,599.81	2,808.15	3,038.68	3,344.24
其他	(723.11)	(2,007.34)	(2,007.34)	(2,007.34)	(2,007.34)
股东权益合计	1,419.38	2,975.35	3,187.93	3,424.41	3,738.01
负债和股东权益总	2,436.69	4,221.25	4,729.78	5,470.91	6,306.12

现金流量表(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
净利润	178.24	227.92	303.50	396.17	514.30
折旧摊销	66.43	86.90	20.43	22.93	25.42
财务费用	(11.91)	(10.54)	0.00	0.00	0.00
投资损失	(7.59)	(15.65)	(7.75)	(7.75)	(7.75)
营运资金变动	(341.48)	(1,323.57)	1,261.41	(111.53)	2.59
其它	297.83	1,174.88	4.47	6.05	8.22
经营活动现金流	181.52	139.94	1,582.06	305.86	542.79
资本支出	345.27	386.79	88.01	75.42	43.72
长期投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	(1,041.77)	(1,927.45)	(140.26)	(147.67)	(85.97)
投资活动现金流	(696.49)	(1,540.66)	(52.25)	(72.25)	(42.25)
债权融资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
股权融资	738.00	1,332.67	0.00	0.00	0.00
其他	(188.03)	11.50	(95.39)	(165.73)	(208.93)
筹资活动现金流	549.97	1,344.17	(95.39)	(165.73)	(208.93)
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
现金净增加额	34.99	(56.55)	1,434.42	67.87	291.61

资料来源：公司公告，天风证券研究所

利润表(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入	2,845.52	3,733.62	4,904.11	6,436.64	8,382.44
营业成本	1,729.16	2,254.46	2,961.24	3,861.99	5,029.46
营业税金及附加	21.76	25.95	37.52	47.74	61.52
营业费用	758.46	1,016.05	1,299.59	1,739.18	2,268.37
管理费用	116.65	153.81	201.04	260.04	335.30
财务费用	(12.62)	(5.75)	0.00	0.00	0.00
资产减值损失	6.84	8.13	5.95	6.97	7.00
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	7.59	15.65	7.75	7.75	7.75
其他	(15.19)	(31.31)	(15.50)	(15.50)	(15.50)
营业利润	232.86	296.63	406.52	528.48	688.53
营业外收入	8.35	11.55	9.40	9.77	10.24
营业外支出	1.61	2.34	1.92	1.96	2.07
利润总额	239.60	305.84	414.00	536.29	696.70
所得税	61.36	77.92	106.03	134.07	174.18
净利润	178.24	227.92	307.97	402.22	522.53
少数股东损益	2.30	4.03	4.47	6.05	8.22
归属于母公司净利润	175.94	223.89	303.50	396.17	514.30
每股收益(元)	0.49	0.62	0.84	1.09	1.42

主要财务比率	2015	2016	2017E	2018E	2019E
成长能力					
营业收入	27.59%	31.21%	31.35%	31.25%	30.23%
营业利润	25.99%	27.39%	37.05%	30.00%	30.29%
归属于母公司净利润	25.17%	27.26%	35.56%	30.53%	29.82%
获利能力					
毛利率	39.23%	39.62%	39.62%	40.00%	40.00%
净利率	6.18%	6.00%	6.19%	6.15%	6.14%
ROE	12.46%	7.56%	9.57%	11.65%	13.87%
ROIC	69.15%	28.13%	11.95%	29.11%	33.11%
偿债能力					
资产负债率	41.75%	29.51%	32.60%	37.41%	40.72%
净负债率	25.79%	15.38%	28.21%	-6.98%	5.29%
流动比率	1.72	2.60	2.39	2.15	2.04
速动比率	1.24	2.00	1.93	1.55	1.55
营运能力					
应收账款周转率	14.56	13.06	14.67	23.06	23.06
存货周转率	6.96	6.12	6.83	6.67	6.84
总资产周转率	1.54	1.12	1.10	1.26	1.42
每股指标(元)					
每股收益	0.49	0.62	0.84	1.09	1.42
每股经营现金流	0.50	0.39	4.36	0.84	1.50
每股净资产	3.89	8.17	8.74	9.38	10.22
估值比率					
市盈率	85.39	67.10	49.50	37.92	29.21
市净率	10.64	5.07	4.74	4.42	4.05
EV/EBITDA	52.03	31.40	30.95	23.90	18.07
EV/EBIT	58.45	35.47	32.50	24.94	18.74

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 4068 号卓越时代广场 36 楼
邮编：100031	邮编：430071	邮编：201204	邮编：518017
邮箱：research@tfzq.com	电话：(8627)-87618889	电话：(8621)-68815388	电话：(86755)-82566970
	传真：(8627)-87618863	传真：(8621)-68812910	传真：(86755)-23913441
	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com