

# 益丰药房 (603939.SH)

## 动态分析

### 业绩表现靓丽，盈利能力持续提高

#### 投资要点

- ◆ **事件：**公司发布2017年年度报告，公司2017年1-12月实现收入48.07亿元，同比上升28.76%，实现归母净利润3.14亿元，同比上升40.03%，EPS为0.86元。
- ◆ **内生外延齐放量，业绩表现靓丽：**分季度看，公司2017年Q4单季度实现营业收入13.88亿元，同比上升30.83%，实现归母净利润9,332万元，同比上升44.62%。公司业绩的增长，一方面由于老店同比内生性的增长，另一方面，新开门店、收购门店的外延增长带来公司业绩的放量，同时，公司的管理效益也在不断提高。分产品看，近年来公司中西成药和中药销售占比逐年提升。其中2017年中药营业收入6.44亿元，同比上升43.33%，中药销售增速快于整体增速，主要由于随着人们生活水平的不断提升，以及中老年人、亚健康及慢性病人群的不断增加，人们对保健养生的需求不断提升，带来了中药养生品、滋补品的增速提升。
- ◆ **盈利能力持续增强，精细化管理促期间费用率降低：**盈利能力方面，公司2017年毛利率40.04%，同比上升0.42PCT，净利率6.60%，同比上升0.50PCT。公司规模不断扩大，对上游厂商的议价能力不断提升，同时公司整体管理成本不断摊薄，导致公司的盈利能力不断增强。期间费用方面，公司销售费用率、管理费用率和财务费用率分别为26.92%(-0.29PCT)、4.15%(+0.03PCT)和-0.08%(+0.08PCT)，三费整体费用率同比下降0.19PCT，公司精细化管理效果显著。
- ◆ **自建与收购并举，公司门店数快速增长：**公司坚持“区域聚焦，稳健扩张”的发展战略，继续聚焦中南华东地区的业务，同时积极拓展全国市场，稳步推进新开门店和行业并购。(1)报告期内，公司共发生了16起同行业的并购业务，其中，全资或控股项目15起，涉及门店数474家(其中已签约未交割门店307家，大概率2018年并表贡献收益)；参股投资项目一起，投资成本为6,120万元。截至报告期末，公司已在湖南、湖北、上海、江苏、浙江、江西、广东七省共开设了2,059家连锁门店，全年净增门店524家，其中公司自建门店349家，新增并购门店167家，新增加盟门店57家，关闭门店49家。(2)在积极扩张的同时，公司严格控制门店的经营效率，2017年公司直营店整体门店日均平效为63.88元/平方米，相比2016年的60.75元/平方米有明显的提升。(3)医保资质方面，公司1,979家直营门店中，共有1,353家门店取得医保资质，占比达68.37%(2016年为62.30%)，其中中南地区医保门店占比76.61%，华东地区医保门店占比为57.02%，公司的医保提升空间尤其是华东地区的提升空间仍然较大。
- ◆ **处方外流大趋势下，积极布局院边店承接处方：**随着降低药占比和取消药品加成的深入推进，医院处方外流是大趋势。公司从选址策略和考核机制等多方面强化院边店的选址布局，目前，公司医院院边店总数占比约为30%，即60家左右。未来公司力争实现二甲以上医院的全覆盖。
- ◆ **投资建议：**公司目前处于快速扩张阶段，公司计划2016年至2018年，新建门店1,000家，同时完成相当于1,000家门店销售规模的并购目标，我们认为老店的内

医药 | 医药流通 III

投资评级

**增持-A(维持)**

股价(2018-03-26)

57.14元

#### 交易数据

总市值(百万元)	20,724.37
流通市值(百万元)	20,724.37
总股本(百万股)	362.69
流通股本(百万股)	362.69
12个月价格区间	27.25/59.39元

#### 一年股价表现



资料来源：贝格数据

	1M	3M	12M
升幅%			
相对收益	34.73	31.34	97.06
绝对收益	30.01	26.87	92.91

#### 分析师

 王冯  
 SAC 执业证书编号: S0910516120001  
 wangfeng@huajinsec.cn  
 021-20377089

#### 报告联系人

 郑巧  
 zhengqiao@huajinsec.cn  
 021-20377052

#### 相关报告

 益丰药房：业绩超预期，内生外延双轮驱动  
 2017-08-21

 益丰药房：门店扩张持续加速，电商模式不断创新  
 2017-04-26

生性增长以及新增门店的持续落地，加上公司精细化经营以及规模效应带来的盈利能力的提升，公司业绩有望维持 30%左右的高速增长。我们预测公司 2018 年至 2019 年每股收益分别为 1.16、1.51 和 1.92 元，维持增持-A 建议。

◆ **风险提示：** 门店扩展不达预期，门店整合效果不达预期，竞争加剧。

#### 财务数据与估值

会计年度	2016	2017	2018E	2019E	2020E
主营收入(百万元)	3,733.6	4,807.2	6,218.7	8,037.6	10,300.2
同比增长(%)	31.2%	28.8%	29.4%	29.3%	28.2%
营业利润(百万元)	296.6	427.2	566.5	738.6	946.1
同比增长(%)	27.4%	44.0%	32.6%	30.4%	28.1%
净利润(百万元)	223.9	313.5	420.1	546.1	696.9
同比增长(%)	27.3%	40.0%	34.0%	30.0%	27.6%
每股收益(元)	0.62	0.86	1.16	1.51	1.92
PE	92.6	66.1	49.3	37.9	29.7
PB	7.0	6.5	6.0	5.5	4.9

数据来源：贝格数据华金证券研究所

## 内容目录

一、内生外延齐放量，业绩表现靓丽 .....	4
二、盈利能力持续增强，精细化管理促期间费用率降低 .....	5
三、自建与收购并举，公司门店数快速增长 .....	6
四、处方外流大趋势下，积极布局院边店承接处方 .....	6
五、盈利预测 .....	6
六、风险提示 .....	7

## 图表目录

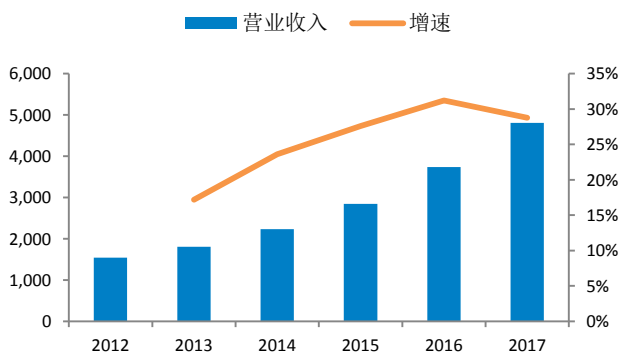
图 1：公司历年营业收入情况（单位：百万元，%） .....	4
图 2：公司历年净利润情况（单位：百万元，%） .....	4
图 3：公司营业收入分季度情况（单位：百万元，%） .....	4
图 4：公司净利润分季度情况（单位：百万元，%） .....	4
图 5：公司营业收入分产品情况（单位：%） .....	5
图 6：公司毛利率与净利率情况（单位：%） .....	5
图 7：公司历年期间费用情况（单位：百万元，%） .....	6
图 8：公司历年期间费用率情况（单位：%） .....	6

**事件：**公司发布 2017 年年度报告，公司 2017 年 1-12 月实现收入 48.07 亿元，同比上升 28.76%，实现归母净利润 3.14 亿元，同比上升 40.03%，EPS 为 0.86 元。

## 一、内生外延齐放量，业绩表现靓丽

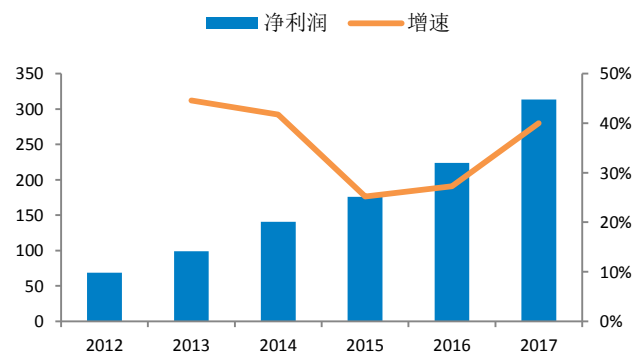
公司发布 2017 年年度报告，公司 2017 年 1-12 月实现收入 48.07 亿元，同比上升 28.76%，实现归母净利润 3.14 亿元，同比上升 40.03%。分季度看，公司 2017 年 Q4 单季度实现营业收入 13.88 亿元，同比上升 30.83%，实现归母净利润 9,332 万元，同比上升 44.62%。公司业绩的增长，一方面由于老店同比内生性的增长，另一方面，新开门店、收购门店的外延增长液带来公司业绩的放量，同时，公司的管理效益也在不断提高。

图 1：公司历年营业收入情况（单位：百万元，%）



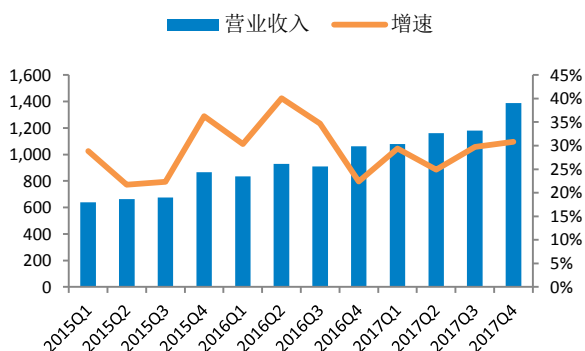
资料来源：wind，华金证券研究所

图 2：公司历年净利润情况（单位：百万元，%）



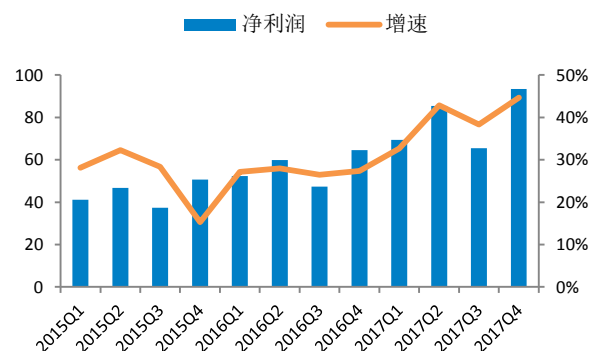
资料来源：wind，华金证券研究所

图 3：公司营业收入分季度情况（单位：百万元，%）



资料来源：wind，华金证券研究所

图 4：公司净利润分季度情况（单位：百万元，%）

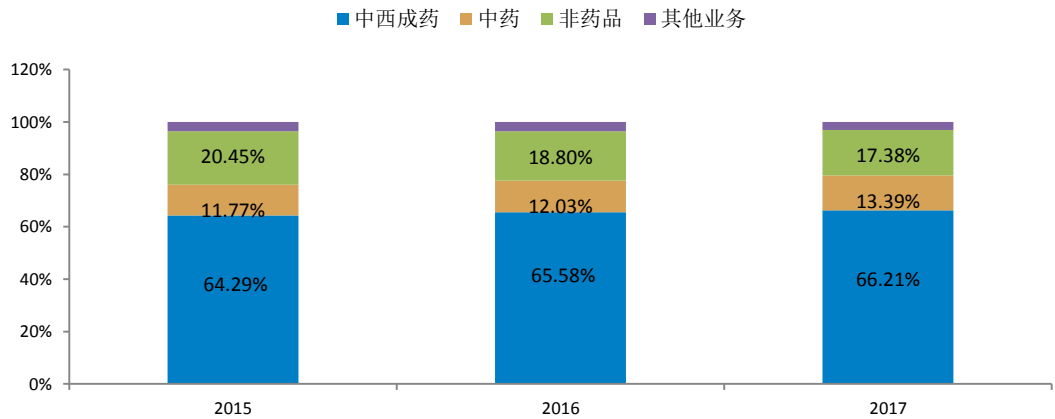


资料来源：wind，华金证券研究所

分产品看，近年来公司中西成药和中药销售占比逐年提升。其中 2017 年公司中西成药收入 31.83 亿元，同比上升 29.99%，占比 66.21%；中药营业收入 6.44 亿元，同比上升 43.33%，占比 13.39%；非药品营业收入 8.36 亿元，同比上升 19.07%，占比 17.38%。其中中药销售增速

快于整体增速，主要由于随着人们生活水平的不断提升，以及中老年人、亚健康及慢性病人群的不断增加，人们对保健养生的需求不断提升，带来了中药养生品、滋补品的增速提升。

图 5：公司营业收入分产品情况（单位：%）

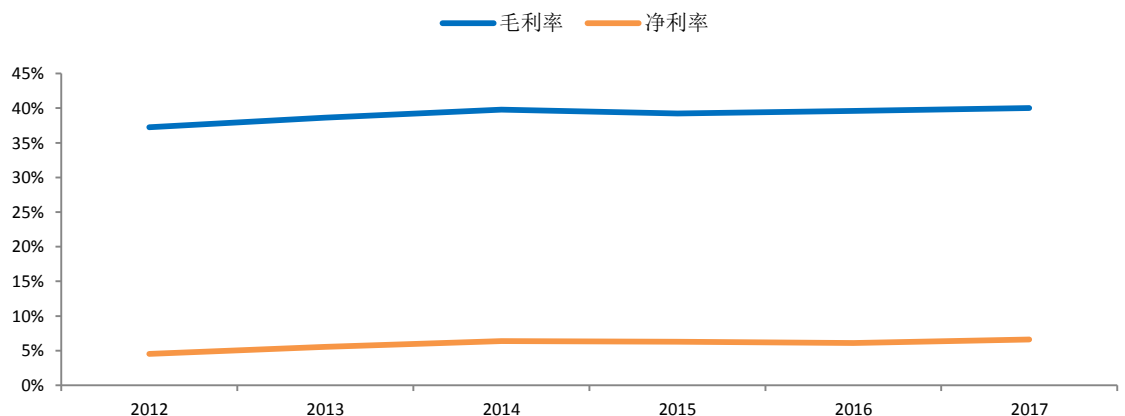


资料来源：公司公告，华金证券研究所

## 二、盈利能力持续增强，精细化管理促期间费用率降低

盈利能力方面，公司 2017 年毛利率 40.04%，同比上升 0.42PCT，净利率 6.60%，同比上升 0.50PCT。公司规模不断扩大，对上游厂商的议价能力不断提升，同时公司整体管理成本不断摊薄，导致公司的盈利能力不断增强。

图 6：公司毛利率与净利率情况（单位：%）

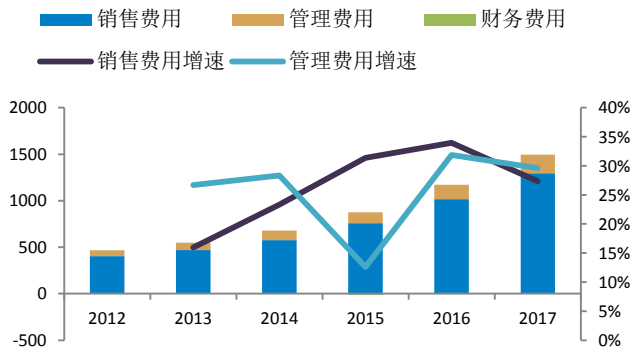


资料来源：wind，华金证券研究所

期间费用方面，公司销售费用 12.94 亿元，同比上升 27.37%；管理费用 1.99 亿元，同比上升 29.63%；财务费用-365 万元，同比上升 36.60%。对应的销售费用率、管理费用率和财务费

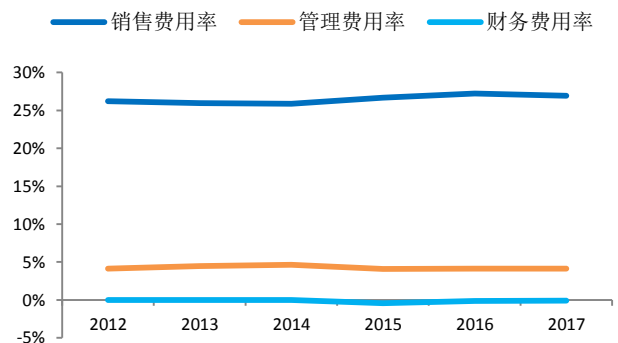
用率分别为 26.92% (-0.29PCT)、4.15% (+0.03PCT) 和 -0.08% (+0.08PCT)，三费整体费用率同比下降 0.19PCT，公司精细化管理效果显著。

图 7：公司历年期间费用情况（单位：百万元，%）



资料来源: wind, 华金证券研究所

图 8：公司历年期间费用率情况（单位：%）



资料来源: wind, 华金证券研究所

### 三、自建与收购并举，公司门店数快速增长

公司坚持“区域聚焦，稳健扩张”的发展战略，继续聚焦中南华东地区的业务，同时积极拓展全国市场，稳步推进新开门店和行业并购。(1) 报告期内，公司共发生了 16 起同行业的并购业务，其中，全资或控股项目 15 起，涉及门店数 474 家（其中已签约未交割门店 307 家，大概率 2018 年并表贡献收益）；参股投资项目一起，投资成本为 6,120 万元。截至报告期末，公司已在湖南、湖北、上海、江苏、浙江、江西、广东七省共开设了 2,059 家连锁门店，全年净增门店 524 家，其中公司自建门店 349 家，新增并购门店 167 家，新增加盟门店 57 家，关闭门店 49 家。(2) 在积极扩张的同时，公司严格控制门店的经营效率，2017 年公司直营店整体门店日均平效为 63.88 元/平方米，相比 2016 年的 60.75 元/平方米有明显的提升。(3) 医保资质方面，公司 1,979 家直营门店中，共有 1,353 家门店取得医保资质，占比达 68.37% (2016 年为 62.30%)，其中中南地区医保门店占比 76.61%，华东地区医保门店占比为 57.02%，公司的医保提升空间尤其是华东地区的提升空间仍然较大。

### 四、处方外流大趋势下，积极布局院边店承接处方

随着降低药占比和取消药品加成的深入推进，医院处方外流是大趋势。公司从选址策略和考核机制等多方面强化院边店的选址布局，目前，公司医院院边店总数占比约为 30%，即 60 家左右。未来公司力争实现二甲以上医院的全覆盖。

### 五、盈利预测

公司目前处于快速扩张阶段，公司计划 2016 年至 2018 年，新建门店 1,000 家，同时完成相当于 1,000 家门店销售规模的并购目标，我们认为老店的内生性增长以及新增门店的持续落地，加上公司精细化经营以及规模效应带来的盈利能力的提升，公司业绩有望维持 30%左右的高速增长。我们预测公司 2018 年至 2019 年每股收益分别为 1.16、1.51 和 1.92 元，维持增持-A 建议。

## 六、风险提示

门店扩展不达预期，门店整合效果不达预期，竞争加剧。

## 财务报表预测和估值数据汇总

利润表						财务指标					
(百万元)	2016	2017	2018E	2019E	2020E	(百万元)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
<b>营业收入</b>	3,733.6	4,807.2	6,218.7	8,037.6	10,300.2	<b>年增长率</b>					
减:营业成本	2,254.5	2,882.6	3,728.7	4,819.4	6,176.1	营业收入增长率	31.2%	28.8%	29.4%	29.3%	28.2%
营业税费	26.0	34.8	45.2	57.5	74.4	营业利润增长率	27.4%	44.0%	32.6%	30.4%	28.1%
销售费用	1,016.0	1,294.2	1,666.6	2,150.1	2,750.2	净利润增长率	27.3%	40.0%	34.0%	30.0%	27.6%
管理费用	153.8	199.4	256.3	331.9	425.7	EBITDA 增长率	32.8%	42.3%	25.4%	28.0%	26.8%
财务费用	-5.8	-3.6	-34.9	-47.0	-57.6	EBIT 增长率	32.1%	43.6%	27.3%	30.1%	28.5%
资产减值损失	8.1	13.7	9.5	10.5	11.2	NOPLAT 增长率	32.3%	44.9%	25.8%	30.1%	28.4%
加:公允价值变动收益	-	-	-	-	-	投资资本增长率	227.3%	-15.4%	-1.9%	6.7%	4.0%
投资和汇兑收益	15.7	34.9	19.4	23.3	25.9	净资产增长率	109.6%	6.9%	8.4%	10.4%	12.7%
<b>营业利润</b>	296.6	427.2	566.5	738.6	946.1	<b>盈利能力</b>					
加:营业外净收支	9.2	0.9	5.6	5.2	3.9	毛利率	39.6%	40.0%	40.0%	40.0%	40.0%
<b>利润总额</b>	305.8	428.1	572.2	743.9	950.1	营业利润率	7.9%	8.9%	9.1%	9.2%	9.2%
减:所得税	77.9	110.6	146.7	190.8	244.3	净利润率	6.0%	6.5%	6.8%	6.8%	6.8%
<b>净利润</b>	223.9	313.5	420.1	546.1	696.9	EBITDA/营业收入	8.8%	9.7%	9.4%	9.3%	9.2%
						EBIT/营业收入	7.8%	8.7%	8.5%	8.6%	8.6%
<b>资产负债表</b>						<b>偿债能力</b>					
	2016	2017	2018E	2019E	2020E	资产负债率	29.5%	33.5%	37.4%	39.4%	42.9%
货币资金	346.6	787.5	1,242.6	1,486.9	1,861.2	负债权益比	41.9%	50.4%	59.8%	65.1%	75.1%
交易性金融资产	-	-	-	-	-	流动比率	2.60	2.16	2.07	2.06	1.96
应收帐款	330.9	460.8	541.1	709.2	943.5	速动比率	2.00	1.66	1.49	1.52	1.37
应收票据	1.4	1.8	2.6	2.8	4.2	利息保障倍数	-50.55	-114.45	-15.21	-14.72	-15.41
预付帐款	98.0	211.5	192.5	235.9	391.1	<b>营运能力</b>					
存货	730.1	764.2	1,183.1	1,320.3	1,891.3	固定资产周转天数	26	23	18	13	9
其他流动资产	1,618.7	1,130.7	1,037.1	1,262.2	1,143.4	流动营业资本周转天数	84	97	56	45	40
可供出售金融资产	0.5	61.7	20.9	27.7	36.7	流动资产周转天数	235	243	219	206	197
持有至到期投资	-	-	-	-	-	应收帐款周转天数	28	30	29	28	29
长期股权投资	-	-	-	-	-	存货周转天数	59	56	56	56	56
投资性房地产	-	-	-	-	-	总资产周转天数	321	337	298	264	241
固定资产	287.9	313.8	297.8	273.2	240.8	投资资本周转天数	158	174	122	97	79
在建工程	14.9	1.4	6.4	11.4	16.4	<b>费用率</b>					
无形资产	150.1	151.4	192.6	193.3	212.8	销售费用率	27.2%	26.9%	26.8%	26.8%	26.7%
其他非流动资产	642.2	897.8	791.9	757.9	768.0	管理费用率	4.1%	4.1%	4.1%	4.1%	4.1%
<b>资产总额</b>	4,221.2	4,782.6	5,508.4	6,280.8	7,509.3	财务费用率	-0.2%	-0.1%	-0.6%	-0.6%	-0.6%
短期债务	-	-	-	-	-	三费/营业收入	31.2%	31.0%	30.4%	30.3%	30.3%
应付帐款	315.2	407.2	579.3	695.9	909.4	<b>投资回报率</b>					
应付票据	745.0	920.2	1,289.6	1,552.6	2,071.0	ROE	7.6%	9.9%	12.2%	14.4%	16.4%
其他流动负债	139.8	230.2	160.2	186.2	200.7	ROA	5.4%	6.6%	7.7%	8.8%	9.4%
长期借款	-	-	-	-	-	ROIC	28.2%	12.5%	18.6%	24.6%	29.6%
其他非流动负债	45.9	45.4	31.6	40.9	39.3	<b>分红指标</b>					
<b>负债总额</b>	1,245.9	1,602.9	2,060.8	2,475.5	3,220.4	DPS(元)	0.30	0.30	0.32	0.56	0.64
少数股东权益	12.8	12.4	17.8	24.7	33.5	分红比率	48.6%	34.7%	27.8%	37.0%	33.2%
股本	362.7	362.7	362.7	362.7	362.7	股息收益率	0.5%	0.5%	0.6%	1.0%	1.1%
留存收益	2,599.8	2,804.5	3,067.2	3,417.9	3,892.7						
<b>股东权益</b>	2,975.3	3,179.7	3,447.6	3,805.3	4,288.9						
<b>现金流量表</b>						<b>业绩和估值指标</b>					
	2016	2017	2018E	2019E	2020E		2016	2017	2018E	2019E	2020E
净利润	227.9	317.5	420.1	546.1	696.9	EPS(元)	0.62	0.86	1.16	1.51	1.92
加:折旧和摊销	86.9	110.5	54.8	58.9	63.1	BVPS(元)	8.17	8.73	9.46	10.42	11.73
资产减值准备	8.1	13.7	-	-	-	PE(X)	92.6	66.1	49.3	37.9	29.7
公允价值变动损失	-	-	-	-	-	PB(X)	7.0	6.5	6.0	5.5	4.9
财务费用	-10.5	-17.2	-34.9	-47.0	-57.6	P/FCF	-13.6	29.5	45.0	51.1	34.1
投资损失	-15.7	-34.9	-19.4	-23.3	-25.9	P/S	5.6	4.3	3.3	2.6	2.0
少数股东损益	4.0	4.0	5.3	6.9	8.8	EV/EBITDA	61.7	42.1	33.1	25.5	19.7
营运资金的变动	-1,336.3	383.8	212.9	-131.4	-116.4	CAGR(%)	34.4%	30.5%	33.6%	34.4%	30.5%
<b>经营活动产生现金流量</b>	139.9	317.2	638.8	410.2	568.9	PEG	2.7	2.2	1.5	1.1	1.0
<b>投资活动产生现金流量</b>	-1,540.7	-149.0	-24.8	-23.5	-38.2	ROIC/WACC	2.7	1.2	1.8	2.3	2.8
<b>融资活动产生现金流量</b>	1,344.2	-54.1	-159.0	-142.3	-156.3						

资料来源: 贝格数据华金证券研究所



## 公司评级体系

### 收益评级：

- 买入—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上；
- 增持—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%；
- 中性—未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%；
- 减持—未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%；
- 卖出—未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上；

### 风险评级：

- A —正常风险，未来 6 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动；
- B —较高风险，未来 6 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动；

## 分析师声明

王冯声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

### 本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以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，并向本公司的客户发布。

### 免责声明：

本报告仅供华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本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。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息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。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，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦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。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发、篡改或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华金证券股份有限公司研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

华金证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

### 风险提示：

报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。投资者对其投资行为负完全责任，我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

华金证券股份有限公司

地址：上海市浦东新区锦康路 258 号（陆家嘴世纪金融广场）13 层

电话：021-20655588

网址：[www.huajinsec.com](http://www.huajinsec.com)