

Q3业绩受短期影响，不改长期高增长预期

——益丰药房（603939）点评

2018年10月30日

推荐/维持

益丰药房

财报点评

张金洋	分析师	执业证书编号：S1480516080001
	zhangjy@dxzq.net.cn	010-66554035
缪牧一	研究助理	
	miaomy@dxzq.net.cn	010-66554035

事件：

公司发布2018年三季报，实现收入、净利润、归母净利润分别为46.66亿元、3.09亿元、2.89亿元，分别同比增长36.46%、40.23%、33.24%。

Q3单季实现收入、净利润、归母净利润分别为16.72亿元、8355万元、8206万元，分别同比增长41.68%、27.78%、24.04%。

公司分季度财务指标

指标	2017Q1	2017Q2	2017Q3	2017Q4	2018Q1	2018Q2	2018Q3
营业收入（百万元）	1078.25	1160.35	1180.39	1388.26	1481.63	1511.71	1672.32
增长率（%）	29.36%	24.89%	29.74%	30.83%	37.41%	30.28%	41.68%
毛利率（%）	39.70%	39.93%	41.07%	39.51%	40.12%	41.04%	40.33%
期间费用率（%）	30.18%	29.47%	32.11%	31.95%	30.09%	31.23%	32.42%
营业利润率（%）	8.79%	9.92%	7.83%	8.99%	9.71%	10.97%	7.00%
净利润（百万元）	70.19	86.67	66.49	94.13	105.98	127.02	88.01
增长率（%）	32.32%	42.24%	38.10%	43.05%	51.00%	46.56%	32.37%
每股盈利（季度，元）	0.19	0.24	0.18	0.26	0.28	0.34	0.23
资产负债率（%）	28.18%	28.12%	31.79%	33.52%	35.51%	34.11%	44.70%
净资产收益率（%）	2.30%	2.87%	2.15%	2.96%	3.22%	3.83%	2.42%
总资产收益率（%）	1.66%	2.06%	1.47%	1.97%	2.08%	2.53%	1.34%

观点:

1、Q3 业绩受医保管控、并购费用增加影响

公司 Q3 利润端业绩增速放缓较为明显, 我们认为主要原因有两点: 1) 受医保整顿的行业性影响, 估计负面影响已经基本消除; 2) 公司近期大规模并购导致管理费用上升, 管理费用以及财务费用大幅上升。后续考虑新兴、上虹等并表因素, 我们认为 Q4 公司将回归高速增长, 全年扣非后 35%+ 的预期不变。

分区域来看:

- ◆ **中南地区:** 前三季度实现收入 23.83 亿元, 同比增长 30.81%, 毛利率为 40.51%, 较上年同期增加 0.40pp。7-9 月份, 公司在中南地区新增门店 106 家, 关闭 11 家, 期末达 1495 家门店。
- ◆ **华东地区:** 前三季度实现收入 20.13 亿元, 同比增长 35.38%, 毛利率为 36.72%, 较上年同期增加 0.15pp。7-9 月份, 公司在华东地区新增门店 160 加, 关闭 3 加, 期末达 1256 家门店。
- ◆ **华北地区:** 由于并表新兴, 前三季度实现收入 1.04 亿元, 毛利率为 28.95%。并表新兴在华北地区给公司新增门店 491 家。

从财务指标上来看: 销售费用率、管理费用率、财务费用率分别为 27.49%、3.70%、0.26%, 分别较去年同期+0.14pp、-0.33pp、+1.01pp。

2、“并购+新建”加速进行, 门店数量快速增长

2018 年 7-9 月, 公司净增门店 743 家, 其中, 新开门店 153 家 (含新增加盟店 14 家), 收购门店 604 家, 关闭 14 家, 报告期末, 公司门店总数 3,242 家 (含加盟店 130 家)。

我们认为, 在两票制及营改增双管齐下的环境下, 过去小药店现金进货的方式不可持续, 盈利能力下降导致小药店出售意愿增强, 公司手握 7.47 亿现金和 7.03 亿的其他流动资产 (以理财产品为主) 以及目前仍然不高的 44.70% 的资产负债率, 未来在行业变革的重要阶段拥有足够的资金进行收购, 叠加公司自己新开门店, 长期快速发展可期。

表 1:2018 年推进的相关收购

启动时间	完成时间	收购标的	收购金额
2017.5	2018.5	收购广州康信大药房连锁有限公司所属的 34 家零售药店的相关资产和业务, 购买重组后目标公司 80% 股权	5280 万
2017.7	2018.5	与泰州市博爱大药房连锁有限公司达成协议收购其 65% 的股权	3445 万
2017.12	2018.4 (完成收购 50% 股权)	收购泰州市百姓人大药房连锁有限公司 65% 的股权	3575 万
2017.12	进行中	收购江西天顺大药房连锁有限公司所属 139 家零售药店的相关资产和业务, 购买重组后目标公司 60% 股权	4020 万
2017.12	2018.1	收购无锡九州医药连锁有限公司、无锡市九州大药房有限公司所属零售药店的相关资产和业务, 购买重组后目标公司 51% 的股权	16830 万
2017.12	2018.1	受让浏阳市天顺大药房连锁有限公司所属零售药店的相关资产和业务	4359 万 (含存货 859 万)
2018.1	2018.4	受让荆州市沙市区心连心大药房等 10 家药店相关资产和业务	940 万 (含存货 82 万)
2018.2	2018.6	受让祁东县国大健康大药房有限公司所属的 11 家零售药店的相关资产和业务	1472.8 万 (含存货 34.8 万)
2018.3	2018.7	受让湖南欣百康医药连锁有限公司所属 15 家连锁药店以及沅江市康泰药店、沅江市仁心药房等 6 家单体药房共计 21 家零售药店的相关资产和业务	6220.2 万 (含存货 720.2 万)
2018.5	2018.7	受让长沙市芙蓉区庆元堂大药房等 13 家零售药店的相关资产和业务	1237 万 (含存货 109 万)
2018.6	2018.9	购买石家庄新兴药房连锁有限公司合计持有的标的公司 86.31% 股权	13.84 亿
2018.7	2018.7	收购如东日晖大药房连锁有限公司 65% 的股权	2871.7 万
2018.8	2018.8	收购上海上虹大药房连锁有限公司 51% 的股权	14280 万
2018.8	进行中	受让长沙市芙蓉区泰来森炎堂大药房等 11 家零售药店的相关资产和业务	1305 万 (含存货 290 万)
2018.8	进行中	收购江苏市民大药房连锁有限公司、无锡民康门诊部有限公司、北塘区康寿乐食品商行、无锡湘满情食品有限公司、梁溪区德慈诊所五家公司所属零售药店的相关资产和业务, 收购重组后目标公司 53% 股权	13250 万
2018.9	进行中	衡阳济世堂大众健康大药房等 10 家零售药店的相关资产和业务	3350 万 (含存货 350 万)
2018.9	进行中	南县世纪康大药房等 3 家零售药店的相关资产和业务	290 万 (含存货 40 万)

资料来源: 公司公告, 东兴证券研究所

结论:

在考虑股权激励费用、新兴并表以及摊薄的情况下, 我们预计公司 2018-2020 年净利润为 4.30、6.07、8.22 亿元, 增速分别为 37.02%、41.31%、35.47%, 对应 PE 为 38x、27x、20x。医药零售行业整合有望加快, 同时具备处方外流长逻辑, 公司自建+外延并重, 精细化运营在行业内首屈一指, 有望维持高速发展, 维持“推荐”评级。

风险提示:

行业整合不及预期, 处方外流进展不及预期

公司盈利预测表

资产负债表	单位:百万元					利润表	单位:百万元				
	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E		2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
流动资产合计	3126	3357	4449	5636	7100	营业收入	3734	4807	6423	8961	11914
货币资金	347	788	1052	1579	2129	营业成本	2254	2883	3829	5324	7052
应收账款	247	339	452	631	839	营业税金及附加	26	35	46	65	86
其他应收款	84	122	163	228	303	营业费用	1016	1294	1729	2412	3207
预付款项	98	211	362	572	849	管理费用	154	199	266	372	494
存货	730	764	1015	1411	1869	财务费用	-6	-4	-4	-4	-5
其他流动资产	1608	1080	1402	1211	1105	资产减值损失	8.13	13.68	8.00	8.00	8.00
非流动资产合计	1096	1426	1295	1260	1225	公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
长期股权投资	0	0	0	0	0	投资净收益	15.65	34.90	25.00	25.00	25.00
固定资产	288	314	294	274	254	营业利润	297	427	573	809	1096
无形资产	150	151	136	121	106	营业外收入	11.55	3.73	0.00	0.00	0.00
其他非流动资产	9	56	56	56	56	营业外支出	2.34	2.82	0.00	0.00	0.00
资产总计	4221	4783	5744	6895	8325	利润总额	306	428	573	809	1096
流动负债合计	1200	1558	1950	2599	3348	所得税	78	111	143	202	274
短期借款	0	0	0	0	0	净利润	228	317	430	607	822
应付账款	245	319	417	580	769	少数股东损益	4	4	0	0	0
预收款项	12	11	11	10	8	归属母公司净利润	224	314	430	607	822
一年内到期的非流	0	0	0	0	0	EBITDA	475	618	604	840	1126
非流动负债合计	46	45	245	245	245	EPS (元)	0.66	0.86	1.14	1.61	2.18
长期借款	0	0	0	0	0	主要财务比率					
应付债券	0	0	0	0	0		2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
负债合计	1246	1603	2195	2844	3593	成长能力					
少数股东权益	13	12	12	12	12	营业收入增长	31.21%	28.76%	33.61%	39.51%	32.96%
实收资本(或股本)	363	363	377	377	377	营业利润增长	27.39%	44.01%	34.07%	41.31%	35.47%
资本公积	2007	2007	2007	2007	2007	归属于母公司净利润	37.02%	41.31%	37.02%	41.31%	35.47%
未分配利润	559	745	1030	1432	1977	获利能力					
归属母公司股东权	2963	3167	3537	4039	4720	毛利率(%)	39.62%	40.04%	40.39%	40.59%	40.81%
负债和所有者权	4221	4783	5744	6895	8325	净利率(%)	6.10%	6.60%	6.69%	6.77%	6.90%
现金流量表						总资产净利润(%)					
单位:百万元						ROE(%)					
	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E		5.30%	6.56%	7.48%	8.80%	9.88%
经营活动现金流	140	317	-42	610	670	偿债能力					
净利润	228	317	430	607	822	资产负债率(%)	30%	34%	38%	41%	43%
折旧摊销	184	195	35	35	35	流动比率	2.60	2.16	2.28	2.17	2.12
财务费用	-6	-4	-4	-4	-5	速动比率	2.00	1.66	1.76	1.63	1.56
应收账款减少	0	0	-114	-179	-208	营运能力					
预收帐款增加	0	0	-1	-1	-1	总资产周转率	1.12	1.07	1.22	1.42	1.57
投资活动现金流	-1541	-149	129	17	17	应收账款周转率	17	16	16	17	16
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	应付账款周转率	16.37	17.04	17.45	17.96	17.66
长期股权投资减少	0	0	62	0	0	每股指标(元)					
投资收益	16	35	25	25	25	每股收益(最新摊薄)	0.66	0.86	1.14	1.61	2.18
筹资活动现金流	1344	-54	178	-101	-137	每股净现金流(最新)	-0.16	0.31	0.70	1.40	1.46
应付债券增加	0	0	0	0	0	每股净资产(最新摊)	8.17	8.73	9.39	10.72	12.53
长期借款增加	0	0	0	0	0	估值比率					
普通股增加	43	0	14	0	0	P/E	67.97	51.92	39.35	27.85	20.56
资本公积增加	1284	0	0	0	0	P/B	5.49	5.14	4.78	4.18	3.58
现金净增加额	-57	114	265	527	551	EV/EBITDA	33.55	25.03	26.23	18.24	13.12

资料来源: 公司财报、东兴证券研究所

分析师简介

张金洋

医药生物行业小组组长，3 年证券行业研究经验，3 年医药行业实业工作经验。2016 年水晶球最佳分析师第一名，2015 年新财富第七名团队核心成员，2015 年水晶球第三名团队核心成员。北京大学药剂学硕士、北京大学药学学士、北京大学经济学学士，和君商学院三届学子。曾就职于中国银河证券股份有限公司、民生证券股份有限公司、西安杨森制药有限公司。2016 年 7 月加盟东兴证券研究所，整体负责医药行业投资研究工作。

研究助理简介

缪牧一

医药行业分析师。2016 年水晶球第一名团队核心成员，公募榜单第一名，非公募榜单第二名。美国罗切斯特大学会计学理学硕士，美国注册会计师，2016 年 6 月加盟东兴证券研究所，从事医药行业研究，重点专注于医药政策下的投资机会。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

风险提示

本证券研究报告所载的信息、观点、结论等内容仅供投资者决策参考。在任何情况下，本公司证券研究报告均不构成对任何机构和个人的投资建议，市场有风险，投资者在决定投资前，务必要审慎。投资者应自主作出投资决策，自行承担投资风险。

免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写,东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料,我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证,也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正,但文中的观点、结论和建议仅供参考,报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价,投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我公司及其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头寸并进行交易,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。本报告版权仅为我公司所有,未经书面许可,任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发,需注明出处为东兴证券研究所,且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用,未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导,本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和法律责任。

行业评级体系

公司投资评级 (以沪深 300 指数为基准指数):

以报告日后的 6 个月内,公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义:

强烈推荐: 相对强于市场基准指数收益率 15% 以上;

推荐: 相对强于市场基准指数收益率 5%~15% 之间;

中性: 相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5% 之间;

回避: 相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级 (以沪深 300 指数为基准指数):

以报告日后的 6 个月内,行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义:

看好: 相对强于市场基准指数收益率 5% 以上;

中性: 相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5% 之间;

看淡: 相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。