

门店扩张加快，精细化管理赋予确定性增速

——益丰药房 2018 年报点评

事件：

- 公司 2018 年年报，报告期内实现营业收入 69.13 亿元，较去年同期增长 43.79%；归母净利润 4.16 亿元，较去年同期增长 32.83%；扣非归母净利润 3.82 亿元，较去年同期增长 23.53%。
- 公司拟每 10 股派发现金红利 3.00 元（含税）。
- 公司公告 2019 年一季报，报告期内实现营业收入和归母净利润分别为 24.69 亿和 1.47 亿，较去年同期分别增长 66.67%和 45.77%。

● 门店加速扩张，并购为主，自建率仍有上升空间

截止 18 年末，公司门店数量为 3,611 家，全年净增 1,552 家，较期初的 2,059 家增长 75.38%，19Q1 新增 378 家门店，总门店数量达到 3958 家，覆盖九省市，门店扩张速度进一步提升。公司坚持“并购+自建”扩张，18 年公司新签并购项目 13 起，新增并购门店 959 家，顺利完成新兴药房重大资产重组。新增自建门店 546 家，自建率由 67.6%下降至 53.67%，未来仍有较大上升空间。另有新增加盟店 89 家，关闭门店 42 家。

● 重视精细化管理，重点布局 DTP 药房

公司精细化管理走在行业前列，门店平均坪效达到 61.05 元/平方米，较上一年 63.88 元/平方米略有下降，主要系 2018 年门店并购数量较大，但仍处于业内领先水平。公司各项费用保持平稳，销售费用率受销售规模扩大影响上升 0.51%，为 27.43%。公司已建成 DTP 专业药房 20 余家，经营国家谈判指定医保报销品种 42 个，医院处方品种近 200 个，与近 80 家供应商建立了 DTP/DTC 战略合作伙伴关系，有望较快获益于处方外流。

● 会员服务+网上药店成亮点

公司拥有会员人数达 2,300 万，会员销售占比 81.45%。O2O 网上药店超过 2500 家，覆盖了公司线下主要城市，并能快速覆盖并购门店，拣货时效、配送时效、订单满足率和人效均处于行业领先水平。

● 投资建议与盈利预测

公司大量新增门店有望在未来一两年内进入成熟期，整体坪效、净利率有望回升，随着公司销售规模不断扩大，预计公司 19-21 年营业收入分别为 100.44/129.92/167.73 亿元，归母净利润 5.76/7.66/10.05 亿元。对应 EPS 为 1.53/2.03/2.67 元/股，对应 PE 为 38/29/22 倍，给予目标价 68.85 元，维持“买入”评级。

● 风险提示

行业竞争加剧，并购失败，行业政策更迭等。

附表：盈利预测

财务数据和估值	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	4807.25	6912.58	10043.79	12991.80	16772.61
收入同比 (%)	28.80	43.80	45.30	29.40	29.10
归母净利润(百万元)	313.50	416.41	575.81	766.13	1005.66
归母净利润同比 (%)	40.00	32.80	38.30	33.10	31.30
ROE (%)	9.90	10.30	12.40	14.20	15.70
每股收益 (元)	0.83	1.11	1.53	2.03	2.67
市盈率(P/E)	70	53	38	29	22

资料来源：Wind, 国元证券研究所

买入|维持

当前价/目标价：58.98 元/68.85 元

目标期限：6 个月

基本数据

52 周最高/最低价 (元)：65.69 / 39.26

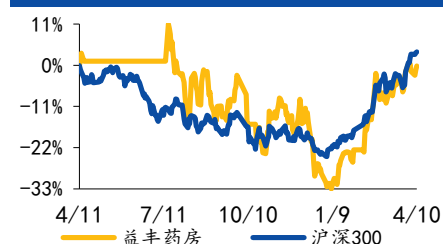
A 股流通股 (百万股)：362.69

A 股总股本 (百万股)：376.81

流通市值 (百万元)：21391.73

总市值 (百万元)：22224.02

过去一年股价走势



资料来源：Wind

相关研究报告

报告作者

分析师 金红

执业证书编号 S0020515090001

电话 021-51097188

邮箱 jinhong@gyzq.com.cn

联系人 刘慧敏

电话 021-51097188

邮箱 liuhuimin@gyzq.com.cn

联系人 黄卓

电话 021-51097188

邮箱 huangzhuo@gyzq.com.cn

1. 门店扩张加速，成本控制较为稳定

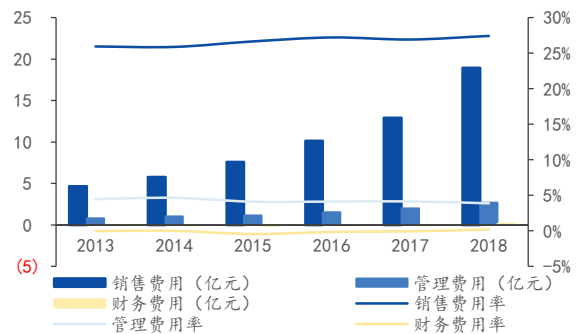
益丰药房 2018 年门店扩张速度加快。报告期内，公司净增加门店 1,552 家，较期初的 2,059 家增长 75.38%，呈现加速趋势。2012 年末-2018 年末，公司门店数量增加了 3,012 家，增长了 502.84%，年复合增长率达 34.91%。其中，新增直营门店 546 家，加盟店 89 家，收购门店 959 家，关闭门店 42 家，门店总数 3,611 家（含加盟店 169 家）。

销售费用增长较快，整体费用率平稳。随着公司销售规模不断扩大，各项费用支出也相应增加，其中销售费用上升幅度较大，较去年同期上升 46.5%，达到 18.96 亿元，销售费用率上升 0.51% 到 27.43%，较为可控。员工薪酬和房屋租金占比分别为 54.41% 和 26.4%，与往年数据持平。整体来看公司费用率平稳，成本控制能力较强。

图 1：益丰药房门店扩张速度加快



图 2：销售费用率略有上升



资料来源：Wind，国元证券研究中心

资料来源：Wind，国元证券研究中心

2. 精细化管理助力高效经营，多维度抢占发展先机

2.1 加速扩张下经营效率略有下降，看好未来利润率回升

加速扩张导致经营效率指标略有下降，但仍处于行业领先水平。公司处于快速扩张期，并购门店数量提升显著，短期对公司部分经营指标或有影响。18 年公司门店平均日坪效为 61.05 元/平方米，较上一年 63.88 元/平方米略有下降，仍高于行业 55 元/平方米。公司今年销售人员新增了 7079 人，同比增长 65.39%，人效由 17 年的 44.4 万元/年下降到 38.61 万元/年。公司整体精细化体系已经形成，管理整合能力较强，后续有望逐步恢复经营效率指标。

表 1：益丰药房按门店规模经营效率表

店型	门店数 (家)	门店经营面 积 (平方米)	日均平效 (含税, 元/平方米)	门店数 (家)	门店经营面积 (平 方米)	日均平效 (含税, 元/平方米)
	2018			2017		
旗舰店	23	16,779	115.01	13	8,669.00	114.03
区域中心店	61	21,966	62.13	45	16,486.00	62.89
中型社区店	653	125,467	56.11	455	87,230.00	62.52
小型社区店	2,705	272,610	58.02	1,466	149,942.00	61.36
合计	3,442	436,822	61.05	1,979	262,327.00	63.88

资料来源：公司财报，国元证券研究中心

新建门店爬坡期约为三年，公司利润率仍有提升空间。爬坡速度指新开门店坪效与成熟门店的坪效的比重，一般而言新开门店第一年的坪效为成熟门店的 50%。益丰单个门店的营业收入预计将以每年 10% 左右的速度爬坡，约三年左右实现盈利。快速扩张期后，公司有望享受门店成熟带来的利润率提升。

2.2 布局 DTP 药房，会员消费、网上药店成亮点

公司量身打造与业务紧密相联的会员管理系统。CRM 系统以会员大数据管理为核心，用精准会员标签的方法，构建会员个性化营销与服务体系，利用相关信息技术及互联网技术进行会员数据的分析挖掘，逐步实现智能化会员信息管理、精准营销、一对一服务、健康档案管理、药师咨询、员工学习等多个集约化管理功能。基于 CRM 系统，通过会员销售管理、市场营销管理、会员专业病种服务，大客户中心等为会员提供个性化的综合性的健康解决方案，提高会员的满意度和忠诚度，提升公司的核心竞争力。**至报告期末，公司拥有会员人数达 2,300 万，会员销售占比 81.45%。**

公司积极布局 DTP 药房，承接处方外流。截至目前，公司建成 DTP 专业药房 20 余家，经营国家谈判指定医保报销品种 42 个，医院处方品种近 200 个，与近 80 家供应商建立了 DTP/DTC 战略合作伙伴关系。

电商业务模式不断取得新的突破。报告期内，公司电商业务取得了稳健长足发展。传统 B2C 业务依靠供应链优势和精细化运营保持了利润和销售稳定，人效得到了较大提升；O2O 上线门店超过 2500 家，覆盖了公司线下主要城市，并能快速覆盖并购项目门店，拣货时效、配送时效、订单满足率和人效均处于行业领先水平。

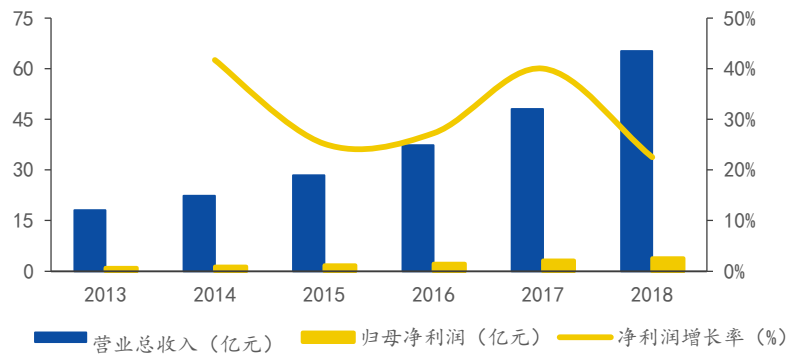
3. 并表新兴药房，剔除并表因素归母净利润增速为 22.51%

并购新兴药房，2018 业绩完成度为 98.33%。公司于 2018 年 11 月 6 日完成对新兴药房的收购交易，新兴药房公司承诺新兴药房公司 2018、2019、2020 年扣非后归母净利润分别不低于 6,500 万元、8,450 万元、9,950 万元，2018 年度经审计的扣非后归母净利润 6,391.13 万元，略低于承诺数 108.87 万元，业绩承诺完成率为 98.33%，主要系 2018 年新兴药房新开门店前期投入的开办费和促销费较大，培育

期内毛利率低于预期。新兴药房 2019 年一季度经营情况较好，完成业绩承诺确定性较强。

剔除并表新兴药房因素，2018 益丰药房归母净利润增速为 22.51%。并表后新兴药房为益丰药房贡献 3.86 亿营业收入和 3232 万元净利润，若扣除此部分，益丰药房 2018 年营收增速为 35.77%，归母净利润增速为 22.51%，新兴药房对益丰药房利润贡献度约为 10%。

图 4：益丰药房剔除并表新兴药房后的 2018 业绩表现



资料来源：Wind, 国元证券研究中心

*国元持仓披露：

财务预测表

资产负债表					
单位:百万元					
会计年度	2017	2018	2019E	2020E	2021E
流动资产	3356.54	4241.83	4346.11	4933.48	5858.69
现金	787.54	1296.94	820.35	504.11	288.03
应收账款	340.38	604.71	687.93	925.44	1194.76
其他应收款	137.86	182.26	275.17	355.94	459.52
预付账款	211.47	202.73	422.26	544.84	703.04
存货	764.16	1440.48	1652.68	2132.44	2751.63
其他流动资产	1115.13	514.71	487.71	470.71	461.71
非流动资产	1426.02	3626.31	4989.15	6385.86	8009.89
长期投资	0.00	27.58	52.58	77.58	102.58
固定资产	313.83	396.87	399.28	407.50	415.25
无形资产	151.41	229.04	299.04	389.04	509.04
其他非流动资产	960.79	2972.82	4238.25	5511.73	6983.02
资产总计	4782.56	7868.14	9335.27	11319.33	13868.59
流动负债	1557.56	2898.46	3718.67	4783.77	6159.97
短期借款	0.00	5.00	0.00	0.00	0.00
应付账款	1238.91	2200.09	2644.30	3411.90	4402.60
其他流动负债	318.65	693.37	1074.37	1371.87	1757.36
非流动负债	45.35	799.84	833.80	937.80	1040.80
长期借款	0.00	744.80	774.80	864.80	954.80
其他非流动负债	45.35	55.04	59.00	73.00	86.00
负债合计	1602.91	3698.30	4552.47	5721.57	7200.77
少数股东权益	12.45	111.08	147.83	196.73	260.92
股本	362.69	376.81	376.81	376.81	376.81
资本公积	2007.34	2577.18	2577.18	2577.18	2577.18
留存收益	797.17	1104.78	1680.98	2447.05	3452.91
归属母公司股东权益	3167.20	4058.76	4634.97	5401.03	6406.89
负债和股东权益	4782.56	7868.14	9335.27	11319.33	13868.59

现金流量表					
单位:百万元					
会计年度	2017	2018	2019E	2020E	2021E
经营活动现金流	317.20	510.71	875.46	1022.89	1351.19
净利润	317.47	441.57	612.56	815.03	1069.85
折旧摊销	110.53	147.87	5.59	7.78	10.25
财务费用	-17.20	9.71	38.18	40.99	45.49
投资损失	-34.90	-65.07	-20.00	-3.00	-1.00
营运资金变动	-70.67	-38.26	190.68	151.79	218.25
其他经营现金流	11.97	14.88	48.45	10.30	8.36
投资活动现金流	-149.04	-482.26	-1342.29	-1395.88	-1619.99
资本支出	-205.55	-232.22	-1286.15	-1346.54	-1558.45
长期投资	-227.43	-1198.57	-25.40	-25.34	-25.54
其他投资现金流	283.94	948.52	-30.74	-24.00	-36.00
筹资活动现金流	-54.07	526.41	-9.75	56.75	52.71
短期借款	0.00	5.00	-5.00	0.00	0.00
长期借款	0.00	744.80	30.00	90.00	90.00
普通股增加	0.00	14.11	0.00	0.00	0.00
资本公积增加	0.00	569.84	0.00	0.00	0.00
其他筹资现金流	-54.07	-807.34	-34.75	-33.25	-37.29
现金净增加额	114.09	554.86	-476.58	-316.24	-216.08

利润表

单位:百万元					
会计年度	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入	4807.25	6912.58	10043.79	12991.80	16772.61
营业成本	2882.58	4166.08	6032.30	7783.39	10043.44
营业税金及附加	34.75	46.95	65.28	84.45	109.02
营业费用	1294.19	1895.97	2691.74	3481.80	4478.29
管理费用	199.38	267.74	386.69	500.18	644.07
财务费用	-3.65	13.28	38.18	40.99	45.49
资产减值损失	13.68	18.21	53.66	13.90	19.66
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	34.90	65.07	20.00	3.00	1.00
营业利润	427.19	578.32	812.45	1099.39	1440.74
营业外收入	3.73	5.65	7.00	9.00	13.00
营业外支出	2.82	2.71	2.70	7.00	8.00
利润总额	428.10	581.26	816.75	1101.39	1445.74
所得税	110.63	139.70	204.19	286.36	375.89
净利润	317.47	441.57	612.56	815.03	1069.85
少数股东损益	3.97	25.16	36.75	48.90	64.19
归属母公司净利润	313.50	416.41	575.81	766.13	1005.66
EBITDA	506.87	683.71	873.37	1149.76	1508.04
EPS (元)	0.83	1.11	1.53	2.03	2.67

主要财务比率

会计年度	2017	2018	2019E	2020E	2021E
成长能力					
营业收入(%)	28.8	43.8	45.3	29.4	29.1
营业利润(%)	44.2	35.4	40.5	35.3	31.0
归属母公司净利润(%)	40.0	32.8	38.3	33.1	31.3
获利能力					
毛利率(%)	40.0	39.7	39.9	40.1	40.1
净利率(%)	6.5	6.0	5.7	5.9	6.0
ROE(%)	9.9	10.3	12.4	14.2	15.7
ROIC(%)	12.6	11.1	13.6	14.1	15.1
偿债能力					
资产负债率(%)	33.5	47.0	48.8	50.5	51.9
净负债比率(%)	0.0	10.0	8.7	7.9	7.1
流动比率	2.16	1.46	1.17	1.03	0.95
速动比率	1.53	0.90	0.61	0.47	0.39
营运能力					
总资产周转率	1.07	1.09	1.17	1.26	1.33
应收账款周转率	16.33	14.63	15.54	16.11	15.82
应付账款周转率	2.59	2.42	2.49	2.57	1.07
每股指标(元)					
每股收益(最新摊薄)	0.83	1.11	1.53	2.03	2.67
每股经营现金流(最新摊薄)	0.84	1.36	2.32	2.71	3.59
每股净资产(最新摊薄)	8.41	10.77	12.30	14.33	17.00
估值比率					
P/E	70.13	52.80	38.18	28.70	21.86
P/B	6.94	5.42	4.74	4.07	3.43
EV/EBITDA	40.20	31.42	25.17	19.47	15.04

投资评级说明

(1) 公司评级定义		(2) 行业评级定义	
买入	预计未来 6 个月内，股价涨跌幅优于上证指数 20% 以上	推荐	预计未来 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10% 以上
增持	预计未来 6 个月内，股价涨跌幅优于上证指数 5-20% 之间	中性	预计未来 6 个月内，行业指数表现介于市场指数±10% 之间
持有	预计未来 6 个月内，股价涨跌幅介于上证指数±5% 之间	回避	预计未来 6 个月内，行业指数表现劣于市场指数 10% 以上
卖出	预计未来 6 个月内，股价涨跌幅劣于上证指数 5% 以上		

分析师声明

作者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，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本人承诺报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业操守和专业能力，本报告清晰准确地反映了本人的研究观点并通过合理判断得出结论，结论不受任何第三方的授意、影响。

证券投资咨询业务的说明

根据中国证监会颁发的《经营证券业务许可证》(Z23834000),国元证券股份有限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。

一般性声明

本报告仅供国元证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。若国元证券以外的金融机构或任何第三方机构发送本报告，则由该金融机构或第三方机构独自为此发送行为负责。本报告不构成国元证券向发送本报告的金融机构或第三方机构之客户提供的投资建议，国元证券及其员工亦不为上述金融机构或第三方机构之客户因使用本报告或报告载述的内容引起的直接或间接损失承担任何责任。本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的信息、资料、分析工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出告或购买证券或其他投资标的的投资建议或要约邀请。本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。在法律许可的情况下，本公司及其所属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投资银行业务服务或其他服务。

免责条款

本报告是为特定客户和其他专业人士提供的参考资料。文中所有内容均代表个人观点。本公司力求报告内容的准确可靠，但并不对报告内容及所引用资料的准确性和完整性作出任何承诺和保证。本公司不会承担因使用本报告而产生的法律责任。本报告版权归国元证券所有，未经授权不得复印、转发或向特定读者群以外的人士传阅，如需引用或转载本报告，务必与本公司研究中心联系。网址：

www.gyzq.com.cn

国元证券研究中心

合肥	上海
地址：安徽省合肥市梅山路 18 号安徽国际金融中心 A 座国元证券	地址：上海市浦东新区民生路 1199 号证大五道口广场 16 楼国元证券
邮编：230000	邮编：200135
传真：(0551) 62207952	传真：(021) 68869125
	电话：(021) 51097188