

益丰药房 (603939) 2018年财报点评

品牌和规模效应显现, 业绩稳定较快增长

2019 年 04 月 15 日

【投资要点】

- ◆ 公司公布 2018 年年报及 2019 年一季报, 2018 年实现营业收入 69.13 亿, 同比+43.79%; 归母净利润 4.16 亿, 同比+32.83%; EPS 为 1.14 元, 同比+32.41%。2019 年 Q1 实现营业收入 24.69 亿, 同比+66.67%; 归母净利润 1.47 亿, 同比+45.77%。

东方财富证券
Eastmoney Securities

挖掘价值 投资成长

增持 (首次)

东方财富证券研究所

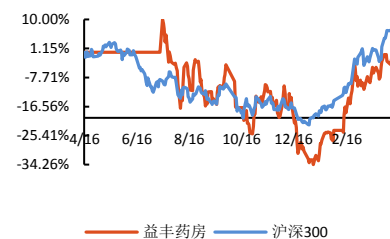
证券分析师: 何玮

证书编号: S1160517110001

联系人: 喻凤

电话: 021-23586480

相对指数表现



基本数据

总市值 (百万元)	21741.71
流通市值 (百万元)	20927.48
52 周最高/最低 (元)	68.00/39.00
52 周最高/最低 (PE)	69.44/36.79
52 周最高/最低 (PB)	7.52/3.64
52 周涨幅 (%)	-3.38
52 周换手率 (%)	97.03

相关研究

品牌和规模效应显现，公司业绩稳定较快增长。2018 年营业收入同比+43.79%（内生 28%，外延 15%），归母净利润同比+32.83%（内生 25%，外延 7%）。2019 年 Q1 实现营业收入同比+66.67%（内生 30%，外延 36%），归母净利润同比+45.77%（内生 26%，外延 19%）。随着成熟门店内生和新店外延增长的稳步提升，公司规模不断扩大，对上游厂商的议价能力不断提升，管理成本不断摊薄，盈利能力持续增强。2012 年-2018 年，公司门店 CAGR 达 34.91%，销售额 CAGR 达 28.44%，利润 CAGR 达 35.06%。

2018 年，公司净增加门店 1552 家，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。2018 年底，公司门店总数 3611 家（含加盟店 169 家）。截止至 2019 年 3 月 31 日，公司拥有门店 3958 家（含加盟店 212 家），总经营面积为 471132 平方米（不含加盟店）。2019 年 1-3 月，公司净增门店 347 家（其中新开门店 131 家，收购门店 204 家，加盟店 43 家，关闭门店 31 家），新增门店经营面积为 34310 平方米（不含加盟店）。其中，中南地区新增 109 家、华东地区新增 253 家。

从年报主营业务分行业来看，零售业务收入为 65.43 亿元（+43.07%），占比总收入达 94.66%，毛利率为 35.04%（比去年减少 0.56pct）；批发业务为 1.31 亿元（+47.37%），占比较小，毛利率为 16.58%（比去年减少 6.81pct）。从主营业务分产品来看，中西成药收入为 47.3 亿元（+48.63%），毛利率为 38.24%（比去年减少 0.47pct）；中药为 8.04 亿元（+24.86%），毛利率为 40.98%（比去年减少 0.1pct）；非药品为 11.4 亿元（+36.4%），毛利率为 47.08%（比去年减少 4.29pct）；

区域开拓坚持“巩固中南华东，拓展全国市场”。立足于中南华东，2018 年新开辟华北市场，不断密集布局，形成旗舰店、区域中心店、中型社区店和小型社区店的多层次门店网络布局。2019 年，公司计划在已有的华中、华东和华北市场，通过“自建+收购”新增门店 1000 家，通过门店网络密集布局，实现区域市场占有率和集中度的持续提升。

打造线上线下新零售业务。截至 2018 年年底，公司在湖南、湖北、上海、江苏、江西、浙江、广东、河北、北京等九省市共开设了 3611 家连锁门店（含加盟店 169 家）。2013 年公司开启医药电商业务，2016 年成立电商事业群，下设 B2C、O2O、CRM、电商技术等电商事业部，以 CRM 和大数据为核心，打造线上线下融合发展的医药新零售业务。

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，并快速覆盖并购项目门店，拣货和配送时效、订单满足率和人效均处于行业领先水平，在主要医药 O2O 平台上处于业绩领先水平。

2018 年，公司门店日均平效 61.05 元/平方米，其中旗舰店达到 115.01 元/平方米。公司已取得各类“医疗保险定点零售药店”资格的药店 2580 家，占公司门店总数比例为 74.96%（比去年提升了 6.59%）。其中中南地区达到 84.79%，华东地区 61.32%，华北地区 79.45%。中西成药仍然是公司经营的主要品种，占公司零售终端收入的 70.88%（2017 年为 68.27%）。随着医院处方外流，中西成药及处方药销售占比呈上升趋势。

相关费用增长加快。由于新开店及并购门店均有一定的培育期或整合

期，另外医药电商的运营发展增加了一定的销售费用，导致销售费用快速增长。随着收入的增长，管理部门的员工薪酬增加，另新设了湘南区域管理架构，导致管理总部人员增加，薪酬和管理费用有所增长。2018 年，公司销售费用+46.5%，管理费用+34.28%。2019 年 Q1 销售费用+65.67%，管理费用+51.38%。

【投资建议】

- ◆ 公司新开店节奏保持快速较好增长，品牌效应与规模显现，业绩保持稳定较好增长，看好公司的长期发展。我们预计公司 2019/2020/2021 年归母净利润分别为 5.72/7.85/10.62 亿元，EPS 分别为 1.52/2.08/2.82 元，对应 PE 分别为 38/28/20 倍。首次评级，给予“增持”评级。

盈利预测

项目\年度	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入（百万元）	6912.58	9551.26	13105.60	17727.28
增长率（%）	43.79	38.17	37.21	35.26
EBITDA（百万元）	742.42	862.22	1139.98	1503.28
归母净利润（百万元）	416.41	571.66	784.62	1061.66
增长率（%）	32.83	37.28	37.25	35.31
EPS（元/股）	1.11	1.52	2.08	2.82
市盈率（P/E）	52.21	38.03	27.71	20.48
市净率（P/B）	5.36	4.81	4.19	3.54
EV/EBITDA	28.60	21.81	16.19	11.26

资料来源：Choice，东方财富证券研究所

【风险提示】

- ◆ 新开门店进度不达预期；
- ◆ 门店经营管理不达预期；
- ◆ 相关费用支出增长过快；

资产负债表 (百万元)

至 12 月 31 日	2018A	2019E	2020E	2021E
流动资产	4241.83	7106.82	9113.72	11680.79
货币资金	1296.94	3728.12	4076.07	5605.65
应收及预付	989.70	1193.17	1913.04	2381.15
存货	1440.48	1670.83	2609.89	3179.28
其他流动资产	514.71	514.71	514.71	514.71
非流动资产	3626.31	2097.53	2309.55	2499.74
长期股权投资	27.58	177.58	327.58	477.58
固定资产	396.87	388.49	375.11	347.91
在建工程	19.71	27.43	38.68	48.75
无形资产	3111.47	1293.01	1354.06	1412.41
其他长期资产	70.68	211.03	214.12	213.09
资产总计	7868.14	9204.35	11423.27	14180.54
流动负债	2898.46	3764.89	5297.11	7085.42
短期借款	5.00	5.00	5.00	5.00
应付及预收	2854.26	3720.69	5252.91	7041.22
其他流动负债	39.20	39.20	39.20	39.20
非流动负债	799.84	799.84	799.84	799.84
长期借款	744.80	744.80	744.80	744.80
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00
其他非流动负债	55.04	55.04	55.04	55.04
负债合计	3698.30	4564.73	6096.95	7885.26
实收资本	376.81	376.81	376.81	376.81
资本公积	2577.18	2577.18	2577.18	2577.18
留存收益	1104.78	1563.39	2234.97	3183.58
归属母公司股东权益	4058.76	4517.38	5188.95	6137.57
少数股东权益	111.08	122.24	137.36	157.71
负债和股东权益	7868.14	9204.35	11423.27	14180.54

利润表 (百万元)

至 12 月 31 日	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入	6912.58	9551.26	13105.60	17727.28
营业成本	4166.08	5919.77	8126.16	10998.06
税金及附加	46.95	63.04	83.88	109.91
销售费用	1895.97	2603.59	3579.84	4838.95
管理费用	267.74	340.98	428.55	544.23
研发费用	0.00	0.00	0.00	0.00
财务费用	13.28	31.80	31.80	31.80
资产减值损失	18.21	0.00	0.00	0.00
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	65.07	150.00	150.00	150.00
资产处置收益	-1.07	0.00	0.00	0.00
其他收益	9.97	0.00	0.00	0.00
营业利润	578.32	742.08	1005.37	1354.33
营业外收入	5.65	5.01	5.23	5.15
营业外支出	2.71	2.75	2.74	2.74
利润总额	581.26	744.35	1007.86	1356.75
所得税	139.70	161.52	208.12	274.74
净利润	441.57	582.82	799.73	1082.01
少数股东损益	25.16	11.17	15.12	20.35
归属母公司净利润	416.41	571.66	784.62	1061.66
EBITDA	742.42	862.22	1139.98	1503.28

资料来源: Choice, 东方财富证券研究所

现金流量表 (百万元)

至 12 月 31 日	2018A	2019E	2020E	2021E
经营活动现金流	510.71	981.05	652.65	1826.93
净利润	441.57	582.82	799.73	1082.01
折旧摊销	147.87	86.07	100.32	114.73
营运资金变动	-38.26	432.62	-126.72	750.81
其它	-40.47	-120.46	-120.69	-120.61
投资活动现金流	-482.26	1594.97	-159.85	-152.51
资本支出	-232.22	1594.97	-159.85	-152.51
投资变动	-250.05	0.00	0.00	0.00
其他	0.00	0.00	0.00	0.00
筹资活动现金流	526.41	-144.84	-144.84	-144.84
银行借款	789.00	0.00	0.00	0.00
债券融资	68.38	0.00	0.00	0.00
股权融资	5.00	0.00	0.00	0.00
其他	-335.97	-144.84	-144.84	-144.84
现金净增加额	554.86	2431.18	347.95	1529.58
期初现金余额	787.54	1296.94	3728.12	4076.07
期末现金余额	1342.40	3728.12	4076.07	5605.65

主要财务比率

至 12 月 31 日	2018A	2019E	2020E	2021E
成长能力 (%)				
营业收入增长	43.79	38.17	37.21	35.26
营业利润增长	35.38	28.32	35.48	34.71
归属母公司净利润增长	32.83	37.28	37.25	35.31
获利能力 (%)				
毛利率	39.73	38.02	37.99	37.96
净利率	6.02	5.99	5.99	5.99
ROE	10.26	12.65	15.12	17.30
ROIC	7.20	7.06	7.70	8.39
偿债能力				
资产负债率 (%)	47.00	49.59	53.37	55.61
净负债比率	-0.12	-0.63	-0.62	-0.77
流动比率	1.46	1.89	1.72	1.65
速动比率	0.97	1.44	1.23	1.20
营运能力				
总资产周转率	1.10	1.12	1.27	1.38
应收账款周转率	14.66	15.65	15.00	14.40
存货周转率	3.78	3.81	3.80	3.80
每股指标 (元)				
每股收益	1.11	1.52	2.08	2.82
每股经营现金流	1.36	2.60	1.73	4.85
每股净资产	10.77	11.99	13.77	16.29
估值比率				
P/E	52.21	38.03	27.71	20.48
P/B	5.36	4.81	4.19	3.54
EV/EBITDA	28.60	21.81	16.19	11.26

西藏东方财富证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格

分析师申明：

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，保证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理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

投资建议的评级标准：

报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后3到12个月内的相对市场表现，也即：以报告发布日后的3到12个月内的公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。其中：A股市场以沪深300指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普500指数为基准。

股票评级

买入：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅15%以上；
增持：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于5%~15%之间；
中性：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-5%~5%之间；
减持：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-15%~-5%之间；
卖出：相对同期相关证券市场代表性指数跌幅15%以上。

行业评级

强于大市：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅10%以上；
中性：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%~10%之间；
弱于大市：相对同期相关证券市场代表性指数跌幅10%以上。

免责声明：

本研究报告由西藏东方财富证券股份有限公司制作及在中华人民共和国（香港和澳门特别行政区、台湾省除外）发布。

本研究报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本研究报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的报告之外，绝大多数研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、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售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。

那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

在任何情况下，本公司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，投资者需自行承担风险。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为东方财富证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。