

医药零售

报告原因：半年报点评

2019年8月20日

公司近一年市场表现



市场数据：2019年8月19日

收盘价(元):	74.30
流通 A 股/总股本 (亿):	3.63/3.79
流通 A 股市值 (亿):	270
总市值 (亿):	282

基础数据：2019年6月30日

基本每股收益(元):	0.82
每股净资产(元):	11.39
净资产收益率:	7.14%

分析师：王腾蛟

执业证书编号：S0760518090002

Tel: 0351-8686978

Email: wangtengjiao@sxzq.com

太原市府西街 69 号国贸中心 A 座 28 层

山西证券股份有限公司

http://www.i618.com.cn

益丰药房 (603939.SZ)

公司业绩超预期，并购整合效果显现

维持评级

增持

公司研究/点评报告

事件描述

➢ 公司发布 19 年半年报，19 年上半年公司实现营收 50.48 亿，同比增长 68.65%，归母净利润 3.08 亿，同比增长 36.78%，扣非后归母净利润 3.03 亿，同比增长 46.69%。公司业绩延续高增长。

事件点评

➢ 公司盈利能力有所下降，经营现金流同比大增。19 年第二季度公司实现营业收入 25.79 亿，同比增长 70.68%，归母净利润 1.61 亿，同比增长 29.84%，二季度公司业绩维持高增长。报告期公司实现毛利率 39.09%，同比上年下降 1.49pct，净利率 6.76%，同比上年下降 1.02pct，其中销售费用率 24.88%，同比下降 1.84pct，管理费用率 4.20%，同比上升 0.39pct，财务费用率 0.69%，同比上升 0.55pct。公司上半年实现经营活动净现金流 4.33 亿，同比大增 146.09%。公司盈利能力下降主要系公司门店扩张过程中成本费用抬升，短期对公司盈利能力造成一定压力，未来随着门店整合完毕，这些新店将逐步释放业绩。

➢ 公司自建+并购齐头并进，新兴药房对公司业绩贡献明显。报告期内公司净增加门店 516 家，其中，新开门店 368 家（含新增加盟店 87 家），收购门店 204 家，关闭 56 家，至报告期末，公司门店总数 4,127 家（含加盟店 256 家）。新兴药房由于是 18 年 9 月份并表，今年上半年对公司整体业绩贡献明显，19 年上半年新兴药房实现收入 5.77 亿，净利润 4670.06 万元，已完成今年业绩承诺的 55%。公司公告拟发行超短融及可转债，合计募集资金总额不超过 25.81 亿，本次募集资金将有利于公司继续扩大市场规模及优化公司债务结构。

投资建议

➢ 预计公司 19-21 年 EPS 分别为 1.50\2.05\2.82，对应公司 8 月 19 日收盘价 74.30 元，19-21 年 PE 分别为 49.53\36.24\26.35，维持“增持”评级。

风险提示

➢ 处方外流低于预期；新店盈利能力不及预期。



资产负债表

单位:百万元

会计年度	2018	2019E	2020E	2021E
流动资产	4,242	4,469	6,154	8,628
现金	1,297	996	1,356	1,843
应收账款	605	666	1,039	1,419
其他应收款	179	245	343	465
预付账款	203	331	482	603
存货	1,440	1,713	2,247	3,354
其他	518	517	687	944
非流动资产	3,626	4,072	4,377	4,592
长期投资	28	28	28	28
固定资产	397	411	415	419
商誉	2,733	3,131	3,385	3,543
其他	469	503	549	602
资产总计	7,868	8,541	10,531	13,220
流动负债	2,898	3,749	4,959	6,577
短期借款	5	401	389	277
应付账款	646	749	1,062	1,517
其他	2,247	2,599	3,507	4,782
非流动负债	800	52	54	58
长期借款	745	0	0	0
其他非流动负	55	52	54	58
负债合计	3,698	3,802	5,013	6,634
少数股东权益	111	128	153	195
股本	377	379	379	379
资本公积	2,577	2,575	2,575	2,575
留存收益	1,105	1,658	2,410	3,436
归属母公司股东权	4,059	4,612	5,364	6,390
负债和股东权益	7,868	8,541	10,531	13,220

现金流量表

单位:百万元

会计年度	2018	2019E	2020E	2021E
经营活动现金流	511	553	736	869
净利润	442	570	778	1,068
折旧摊销	148	11	11	11
财务费用	10	47	54	50
投资损失	(64)	0	0	0
营运资金变动	(38)	(72)	(104)	(258)
其他经营现金	14	(2)	(2)	(2)
投资活动现金流	(482)	(453)	(312)	(222)
资本支出	(234)	(37)	(40)	(62)
长期投资	(2,007)	398	254	158
其他投资现金	1,758	(814)	(526)	(318)
筹资活动现金流	526	(401)	(65)	(161)
短期借款	5	396	(11)	(112)
长期借款	745	(745)	0	0
普通股增加	14	2	0	0
资本公积增加	570	0	0	0
其他筹资现金	(807)	(54)	(53)	(49)
现金净增加额	555	(300)	360	487

利润表

单位:百万元

会计年度	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入	6,913	9,965	13,565	18,431
营业成本	4,166	5,999	8,158	11,097
营业税金及附	47	70	95	128
销售费用	1,896	2,689	3,677	5,009
管理费用	268	403	546	734
财务费用	13	47	54	50
资产减值损失	18	0	0	0
公允价值变动	0	0	0	0
投资净收益	65	0	0	0
营业利润	578	756	1,034	1,415
营业外收入	6	7	5	6
营业外支出	3	3	3	3
利润总额	581	761	1,037	1,418
所得税	140	191	259	351
净利润	442	570	778	1,068
少数股东损益	25	17	26	42
归属母公司净利	416	553	752	1,025
EBITDA	729	819	1,102	1,479
EPS (元)	1.14	1.50	2.05	2.82

主要财务比率

会计年度	2018	2019E	2020E	2021E
成长能力				
营业收入	43.79%	44.16%	36.12%	35.88%
营业利润	35.38%	30.79%	36.74%	36.80%
归属于母公司净	32.83%	32.83%	36.00%	36.31%
获利能力				
毛利率(%)	39.73%	39.80%	39.85%	39.79%
净利率(%)	6.39%	6.07%	6.03%	6.00%
ROE(%)	10.59%	12.02%	14.10%	16.21%
ROIC(%)	10.51%	12.90%	16.05%	19.85%
偿债能力				
资产负债率(%)	47.00%	44.51%	47.61%	50.19%
净负债比率(%)	20.27%	10.54%	7.77%	4.18%
流动比率	1.46	1.19	1.24	1.31
速动比率	0.97	0.74	0.79	0.80
营运能力				
总资产周转率	1.09	1.21	1.42	1.55
应收账款周转	14.66	15.68	15.91	15.00
应付账款周转	8.64	8.60	9.01	8.61
每股指标(元)				
每股收益(最新摊薄)	1.14	1.50	2.05	2.82
每股经营现金流(最新)	1.36	1.46	1.94	2.29
每股净资产(最新摊薄)	11.07	12.51	14.56	17.38
估值比率				
P/E	65.9	50.2	36.8	26.8
P/B	6.8	6.0	5.2	4.3
EV/EBITDA	38.29	34.23	25.11	18.29

投资评级的说明：

——报告发布后的 6 个月内上市公司股票涨跌幅相对同期上证指数/深证成指的涨跌幅为基准

——股票投资评级标准：

买入： 相对强于市场表现 20%以上
增持： 相对强于市场表现 5~20%
中性： 相对市场表现在-5%~+5%之间波动
减持： 相对弱于市场表现 5%以下

——行业投资评级标准：

看好： 行业超越市场整体表现
中性： 行业与整体市场表现基本持平
看淡： 行业弱于整体市场表现

免责声明：

山西证券股份有限公司(以下简称“本公司”)具备证券投资咨询业务资格。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。入市有风险，投资需谨慎。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。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。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本所于发布本报告当日的判断。在不同时期，本所可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司或其关联机构在法律许可的情况下可能持有或交易本报告中提到的上市公司所发行的证券或投资标的，还可能为或争取为这些公司提供投资银行或财务顾问服务。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。本公司在知晓范围内履行披露义务。本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。