

公司点评

益丰药房 (603939)

医药生物 | 医药商业

业绩保持高增长, Q2 门店扩张放缓

2019 年 08 月 22 日

评级 谨慎推荐

评级变动 维持

合理区间 76.44-79.38 元

交易数据

当前价格 (元)	72.84
52 周价格区间 (元)	39.00-79.55
总市值 (百万)	27600.72
流通市值 (百万)	26418.68
总股本 (万股)	37892.25
流通股 (万股)	36269.47

涨跌幅比较



%	1M	3M	12M
益丰药房	11.65	19.51	43.53
医药商业	5.33	-1.05	-7.24

王绍玲

分析师

执业证书编号: S0530519070003  
wangsl1@cfzq.com

0731-89955751

相关报告

- 《益丰药房: 益丰药房 (603939.SH) 2018 年年报点评: 门店扩张加速, 业绩维持高增》 2019-04-11
- 《益丰药房: 益丰药房 (603939.SH) 2018 年中报点评: 业绩高速增长, 门店扩张加速》 2018-08-29
- 《益丰药房: 公司研究\*益丰药房 (603939) 2017 年中报公司点评: 业绩超预期, 公司盈利能力提升》 2017-08-21

预测指标	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
主营收入 (百万元)	4807.25	6912.58	10507.12	13869.39	17614.13
净利润 (百万元)	313.50	416.41	555.18	711.94	856.20
每股收益 (元)	0.83	1.10	1.47	1.88	2.26
每股净资产 (元)	8.36	10.71	11.06	12.07	13.14
P/E	91.18	68.65	51.49	40.15	33.39
P/B	9.03	7.04	6.82	6.25	5.74

资料来源: 贝格数据, 财富证券

投资要点:

事件: 公司近期发布了 2019 年半年报, 上半年实现营收 50.48 亿元 (+68.65%), 实现归母净利润 3.08 亿元 (+36.78%), 实现扣非后的归母净利润 3.03 亿元 (+46.69%)。公司内生和外延增长同时发力, 加上新兴药房并表因素影响, 上半年营收和利润保持较快增长。

➢ **Q2 新增门店方式均为新建, 公司开始谨慎对待并购扩张。**截止 2019 年 6 月 30 日, 公司共有门店 4127 家, 2019 年 Q1, 公司净增门店 347 家, 其中新开店 174 家, 收购 204 家, Q2 净增加门店 169 家, 其中新开店 (含加盟) 194 家, 关闭门店 25 家, 二季度新增门店均为新开店 (含加盟)。Q2 新增门店数量较 Q1 的 347 家有较大幅度的减少, 且没有并购门店增加, 公司门店扩张的方式已经从并购为主转变为新增为主。从以往的经验看, 并购有利于门店规模快速扩张, 但并购门店的盈利能力弱于新开店。可以看出, 公司当前在扩张中兼顾规模与盈利能力, 对于产生较高商誉的并购扩张持谨慎态度。

➢ **新增门店集中在中南和华东地区, 具有选区优势。**2019 年 H1, 公司共新增门店 572 家, 其中 332 家位于华东地区, 214 家位于中南地区, 26 家位于华北地区。公司目前集中布局的江苏、上海、江西地区经济发展较快, 药店密度相对较低, 公司布局区域优于同行。目前公司在中南地区和华东地区的门店数量分别为 1755 家和 1594 家, 医保门店占比为 84.73% 和 64.37%, 2019 年 H1 的营收增速分别为 29.94% 和 73.78%, 华东地区保持快速增长。公司上半年日均平效为 62.39 元/平方米, 较 2018 年的 61.05 元/平方米有所增长, 门店经营效率提升。

➢ **毛利率小幅下降, 现金流状况良好。**2019H1, 公司的毛利率为 39.09%, 同比下降 1.49 个百分点, 与毛利率较低的处方药销售占比提升有关。三费方面, 管理费用率为 4.2% (+0.4pp), 主要与薪酬提升有关, 财务费用率和销售费用率分别为 0.69% (+0.5pp)、24.87% (-1.85pp), 三项费用管控良好。经营性现金净流量为 4.33 亿元, 环比和同比均有改善, 现金流状况良好。

➢ **拟发行可转债用于新建分拣中心和门店扩张。**公司拟发行规模为 15.81 亿元的可转债, 其中 3.7 亿元用于建设位于江苏、上海、江西地区的

分拣中心和产业园，6.81 亿元用于新建 1500 家左右的门店。公司发行可转债的建设项目符合公司目前华中、华南地区的布局，也有利于降低公司在这些区域的配送成本。从行业角度，2017-2018 年以高瓴资本为代表的大资本集中进行零售药店并购，小型连锁药店和单体药店等并购标的目前的估值较高，新建门店的成本更低，公司当前时点选择从并购扩张转型为新健门店扩张也符合行业趋势。

- **盈利预测和投资评级：**考虑公司新增门店的扩张速度，预计 2019-2020 年分别实现营收 105.07 亿元、138.69 亿元，实现归母净利润 5.55 亿元、7.12 亿元，EPS1.47 元、1.88 元，对应的 PE 估值为 51.49 倍、40.15 倍。参考零售药店行业的估值水平并考虑公司自身的增长，给予公司 2019 年 52-54 倍 PE，合理区间为 76.44-79.38 元。参考美国和日本的经验，零售药店承接处方外流均建立在“医药分开”的基础之上，从当前来看，我国要实现完全的“医药分开”还需一定的时间，公司也需警惕快速扩张之后的过度竞争，维持公司“谨慎推荐”评级。
- **风险提示：**新建或并购门店盈利不及预期；商誉减值风险。

## 投资评级系统说明

以报告发布日后的 6—12 个月内，所评股票/行业涨跌幅相对于同期市场指数的涨跌幅度为基准。

类别	投资评级	评级说明
股票投资评级	推荐	投资收益率超越沪深 300 指数 15% 以上
	谨慎推荐	投资收益率相对沪深 300 指数变动幅度为 5%—15%
	中性	投资收益率相对沪深 300 指数变动幅度为-10%—5%
	回避	投资收益率落后沪深 300 指数 10% 以上
行业投资评级	领先大市	行业指数涨跌幅超越沪深 300 指数 5% 以上
	同步大市	行业指数涨跌幅相对沪深 300 指数变动幅度为-5%—5%
	落后大市	行业指数涨跌幅落后沪深 300 指数 5% 以上

## 免责声明

本公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格，作者具有中国证券业协会注册分析师执业资格或相当的专业胜任能力。

本报告仅供财富证券有限责任公司客户及员工使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司当然客户。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发送，概不构成任何广告。

本报告信息来源于公开资料，本公司对该信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本公司对已发报告无更新义务，若报告中所含信息发生变化，本公司可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。

本报告中所指投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。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。在任何情况下，本公司及本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，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。投资者务必注意，其据此作出的任何投资决策与本公司及本公司员工或者关联机构无关。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人（包括本公司客户及员工）不得以任何形式复制、发表、引用或传播。

本报告由财富证券研究发展中心对许可范围内人员统一发送，任何人不得在公众媒体或其它渠道对外公开发布。任何机构和个人（包括本公司内部客户及员工）对外散发本报告的，则该机构和个人独自为此发送行为负责，本公司保留对该机构和个人追究相应法律责任的权利。

## 财富证券研究发展中心

网址：www.cfzq.com

地址：湖南省长沙市芙蓉中路二段 80 号顺天国际财富中心 28 层

邮编：410005

电话：0731-84403360

传真：0731-84403438