

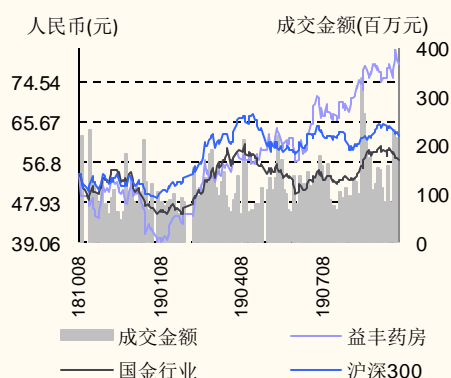
益丰药房 (603939.SH) 买入 (首次评级)

公司深度研究

市场价格 (人民币): 78.82 元
 目标价格 (人民币): 90.65-90.65 元

市场数据 (人民币)

已上市流通 A 股 (百万股)	362.69
总市值 (百万元)	29,866.67
年内股价最高最低 (元)	82.11/74.85
沪深 300 指数	3814.53
上证指数	2905.19



稳健扩张做大，精细化管理做强

公司基本情况 (人民币)

项目	2017	2018	2019E	2020E	2021E
摊薄每股收益 (元)	0.864	1.105	1.528	2.054	2.674
每股净资产 (元)	8.73	10.77	12.72	14.47	16.84
每股经营性现金流 (元)	0.87	1.36	1.33	2.19	3.74
市盈率 (倍)	52.62	37.73	51.57	38.37	29.48
净利润增长率 (%)	40.03%	32.83%	38.29%	34.41%	30.18%
净资产收益率 (%)	9.90%	10.26%	12.02%	14.20%	15.87%
总股本 (百万股)	362.69	376.81	376.81	376.81	376.81

来源: 公司年报、国金证券研究所

投资逻辑

■ 中国药店目前两大主要趋势未改:

- **药店整合方兴未艾:** 药店行业集中度低, C10 仅 22%, 远低于美 (C3 达 77%)、日 (药妆店 C10 达 64%) 等市场, 外延整合尚处在较早期阶段, 尚存较大增量空间。
- **处方外流长期利好行业:** 中国药品在药店销售渠道中占比仅约 19.5%, 而美、德、日、英等药店销售渠道占比均已基本达到约 50% 以上。随着中国医药分开的逐步推进, 处方外流将是伴随中国医药零售行业的长期逻辑。根据我们中性测算, 未来或迎千亿潜在增量市场。

■ 益丰药房实行区域聚焦、稳健扩张, 并购整合能力优秀。

- 在中国药店集中度提升的行业大逻辑下, 公司通过自建+外延两条腿扩张规模: 截至 1H2019, 公司在 9 省市共开设了 4,127 家门店 (含加盟店 256 家), 其中在湖南、湖北、江苏、上海、江西和河北 6 省市充分聚焦, 市占率均位居前二;
- 公司整合能力优秀: 2018 年公司收购的河北龙头新兴药房 1H2019 收入、净利润同比分别增长 16%、63%, 充分证实公司优秀的整合能力。

■ 深耕精细化管理: 全面细化, 不断打磨。公司的精细化管理为业界翘楚, 我们对公司的“人、货、场”等各方面均进行了数据分析比较, 公司在坪效、人效、管理费用率、存货周转天数等指标均处于行业前列。

■ 顺应政策趋势, 公司抓住增量机会。针对处方外流, 公司三管齐下, 中西成药销售占比从 2016 年 68% 提升到 2018 年 71%, 其中处方药销售占比呈上升趋势; 在两定放开的情况下, 公司医保门店数量增加, 华东地区医保门店比例从 2014 年的 30% 上升到 1H2019 的 64%, 短期成为新的增长点。

投资建议: 我们长期看好医药零售行业的发展, 益丰药房为行业龙头, 我们看好公司的自建门店能力、并购整合能力和精细化管理能力, 预测公司 2019-2021 年 EPS 分别为 1.53/2.05/2.67 元, 对应当前股价 PE 为 52/38/29 倍。给予公司 2019 年 PE 为 59 倍, 对应目标价 90.65 元, 首次覆盖给予“买入”评级。

风险提示: 外延并购不确定性; 资金成本提高风险; 处方外流规模低于预期风险; 药品质量风险; 执业药师监管趋严风险; 互联网冲击风险; 医保支付价对于药店品种价格存在负面影响风险; 2019 年 11 月限售股解禁引起股价波动风险。

许菲菲

分析师 SAC 执业编号:
S1130519030001
(8621)61038276
xufeifei@gjzq.com.cn

王麟

联系人
(8621)60230233
wang_lin@gjzq.com.cn

内容目录

中国药店整合方兴未艾，尚存较大增量空间.....	4
处方外流长期利好行业：日本处方外流利好院边店，中国进行时.....	4
日本医药分家历史漫长，处方外流利好院边调剂药局.....	4
中国处方外流潜力可观，长期利好.....	5
益丰药房：国内领先的药品零售连锁企业.....	7
区域聚焦、稳健扩张：自建/加盟+外延.....	8
综述：两条腿拓展，18年扩张9省市.....	8
中南区域：传统优势区域，两湖市占率均第一.....	10
华东区域：较早进入华东市场，上海、江苏、江西均为强势地位.....	13
华北区域：收购稀缺标的新兴药房，充分证明公司优秀的整合能力.....	17
精细化管理：全面细化，不断打磨.....	20
益丰精细化管理综述.....	20
从“人货场”数据详解益丰精细化管理.....	21
政策助推，公司抓住增量机会.....	24
处方外流逐步印证，三管齐下继续推进.....	24
医保门店数量的增加成为公司短期新的增长点.....	25
布局电商平台，与实体店协同发展.....	26
2019年：整合年和效益年.....	28
投资建议.....	28
风险提示.....	29
附录：公司收购新兴药房交易方案概述.....	29

图表目录

图表 1：美国医药零售市场格局.....	4
图表 2：中国药店连锁率相比美日仍有提升空间.....	4
图表 3：1992-2012 日本处方药终端构成（按金额）.....	5
图表 4：2015 日本仿制药企 Sawai 销售构成.....	5
图表 5：全国主要医药市场药品销售渠道分布.....	5
图表 6：处方外流相关政策.....	6
图表 7：处方外流潜在空间测算.....	6
图表 8：益丰药房“四三二战略”.....	7
图表 9：2013-2018 益丰药房收入及增速.....	7
图表 10：2013-2018 益丰药房归母利润及增速.....	7
图表 11：益丰药房扩张地图（含加盟店）.....	8
图表 12：加盟店管理模式.....	9
图表 13：益丰药房新增门店数.....	9
图表 14：公司自建及收购门店比例.....	9

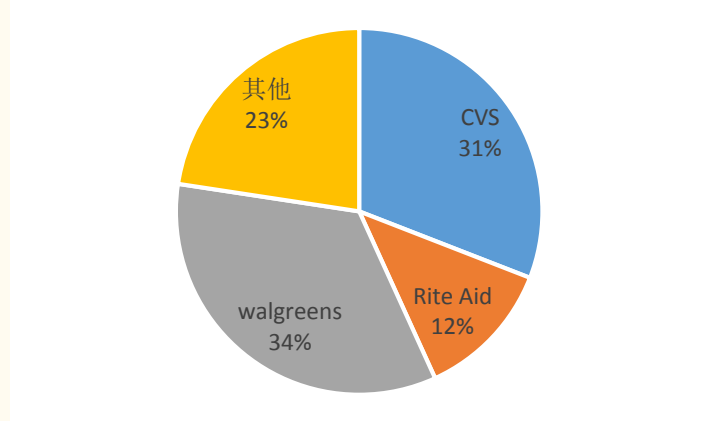
图表 15: 益丰药房各地区收入结构.....	10
图表 16: 2015-2018 湖南益丰收入及增速.....	10
图表 17: 2015-2018 湖南益丰净利润及增速.....	10
图表 18: 益丰药房湖南省扩张发展历史.....	11
图表 19: 2016-2018 湖北益丰收入及增速.....	12
图表 20: 2016-2018 湖北益丰净利润及增速.....	12
图表 21: 益丰药房湖北省扩张发展历史.....	12
图表 22: 2014-2018 江苏益丰收入及增速.....	13
图表 23: 2014-2018 江苏益丰净利润及增速.....	13
图表 24: 益丰药房江苏省扩张发展历史.....	14
图表 25: 2013-2014 杨浦益丰收入及增速.....	14
图表 26: 2013-2014 杨浦益丰净利润及增速.....	14
图表 27: 益丰药房上海市扩张发展历史.....	15
图表 28: 2014-2018 江西益丰收入及增速.....	16
图表 29: 2014-2018 江西益丰净利润及增速.....	16
图表 30: 益丰药房江西省扩张发展历史.....	16
图表 31: 新兴药房华北发展及布局情况 (截止 2018 年 6 月 30 日)	17
图表 32: 新兴药房药店数量.....	18
图表 33: 上市药店直营门店增长情况.....	19
图表 34: 药品零售的双重属性要求精细化管理.....	20
图表 35: 益丰药房管理费用在收购新兴后有所提升.....	20
图表 36: 2018 日均坪效 (含税, 元/平方米)	20
图表 37: 益丰药房毛利率较高.....	21
图表 38: 益丰药房净利率较高.....	21
图表 39: “舰群型” 门店布局	21
图表 40: 关店率比较.....	21
图表 41: 应付账款周转天数逐步提升.....	22
图表 42: 存货周转天数比较.....	23
图表 43: 零售板块营收/薪酬.....	24
图表 44: 零售板块毛利/薪酬.....	24
图表 45: 会员数量 (万人)	24
图表 46: 会员销售占比.....	24
图表 47: 公司产品结构变化.....	25
图表 48: 公司华东区域医保门店快速提升.....	26
图表 49: 1H2019 公司分地区医保门店数量和比例.....	26
图表 50: 医药电商政策: 曲折中谨慎推进.....	27
图表 51: 益丰药房 2018 年在上市药房中新增直营店数量最多.....	28

中国药店整合方兴未艾，尚存较大增量空间

■ 药店行业集中度低，具有产业整合的必要条件

- 药店行业整体集中度偏低，产业整合空间较大。据《中国药店》数据显示，2018年中国零售药店行业 top 10 连锁药店收入整个行业的比重约 21.58%；top 20 连锁药店收入占比整个行业的比重约 29.32%；top 50 连锁药店收入占比整个行业的比重约 39.11%。
- 中国零售药店的行业集中度低于美国。美国前三大连锁药店（CVS、WBA、RAD）市占率 77%，远高于目前国内连锁药店的市場集中度。

图表 1：美国医药零售市场格局

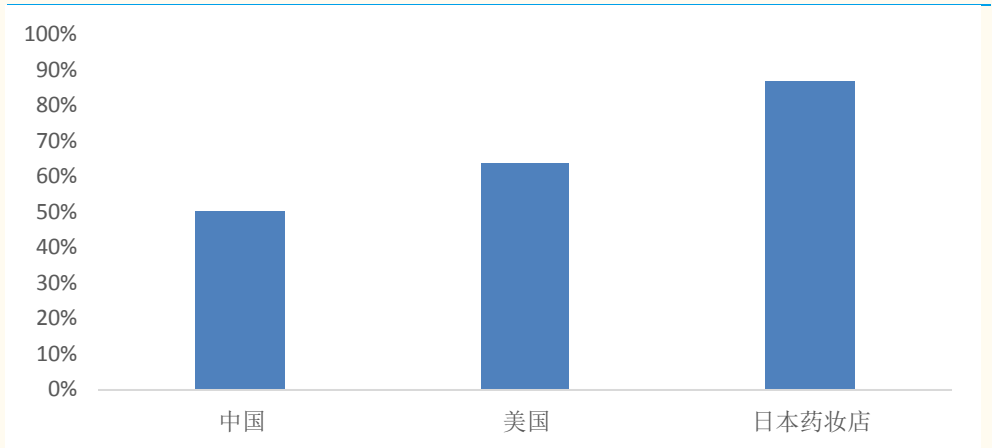


来源：Bloomberg，国金证券研究所

■ 零售药店连锁化率不断提升，但仍存改善空间

- 近年来中国零售药店行业连锁化率不断提升，连锁化率从 2012 年的 36% 提升至 2018 年的 52.4%；连锁药店数量从 2012 年的 3107 家提升至 2018 年的 5985 家。虽然中国零售药店连锁率虽明显提升，但相比美国药店和日本药妆店仍有较大的提升空间。

图表 2：中国药店连锁率相比美日仍有提升空间



来源：中国药店、美国统计局、厚生省、国金证券研究所

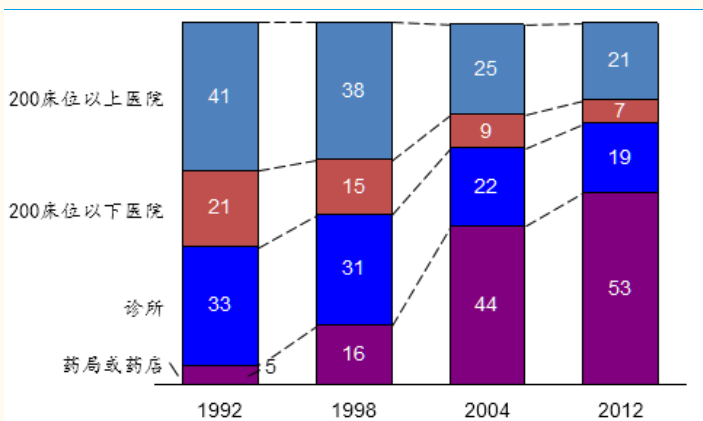
- 药店行业尚处于行业发展的初期阶段行业，集中度较低，具备并购整合的基本条件。

处方外流长期利好行业：日本处方外流利好院边店，中国进行时

日本医药分家历史漫长，处方外流利好院边调剂药局

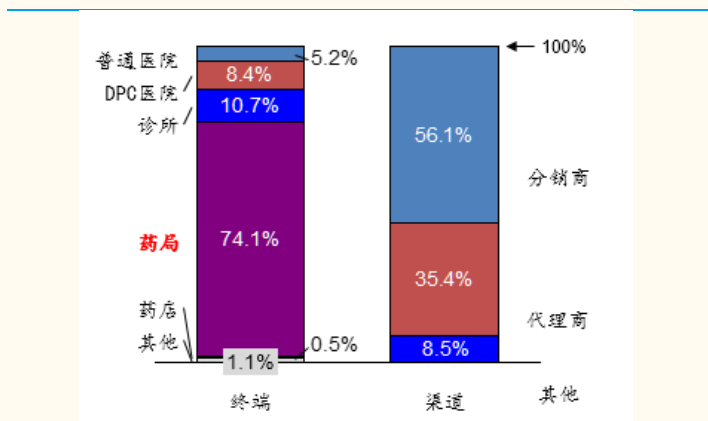
- 日本实现医药分家主要分为两个阶段：
 - 第一阶段，1970s 年代早期至 1992 年，医药分家进展缓慢；1992 年，日本政府削减药品价格加成，并增加设立处方费和处方调剂费，大幅提高院外渠道配药的处方费和调剂费，使得医生有较大动力将处方外流到院外，药师也更加愿意在院外处方药局工作，实质性推动了日本“医药分家”。
 - 第二阶段，1992 年至 2010s 年代上半段，日本医药分家进展迅速。截止 2017 年，日本药房处方药数量占比已达 70% 以上。
 - 1992-2012 年，日本处方药终端构成中，处方药局或药妆的占比从 5% 提升到 53%。

图表 3：1992-2012 日本处方药终端构成（按金额）



来源：厚生省，公开资料整理，国金证券研究所

图表 4：2015 日本仿制药企 Sawai 销售构成

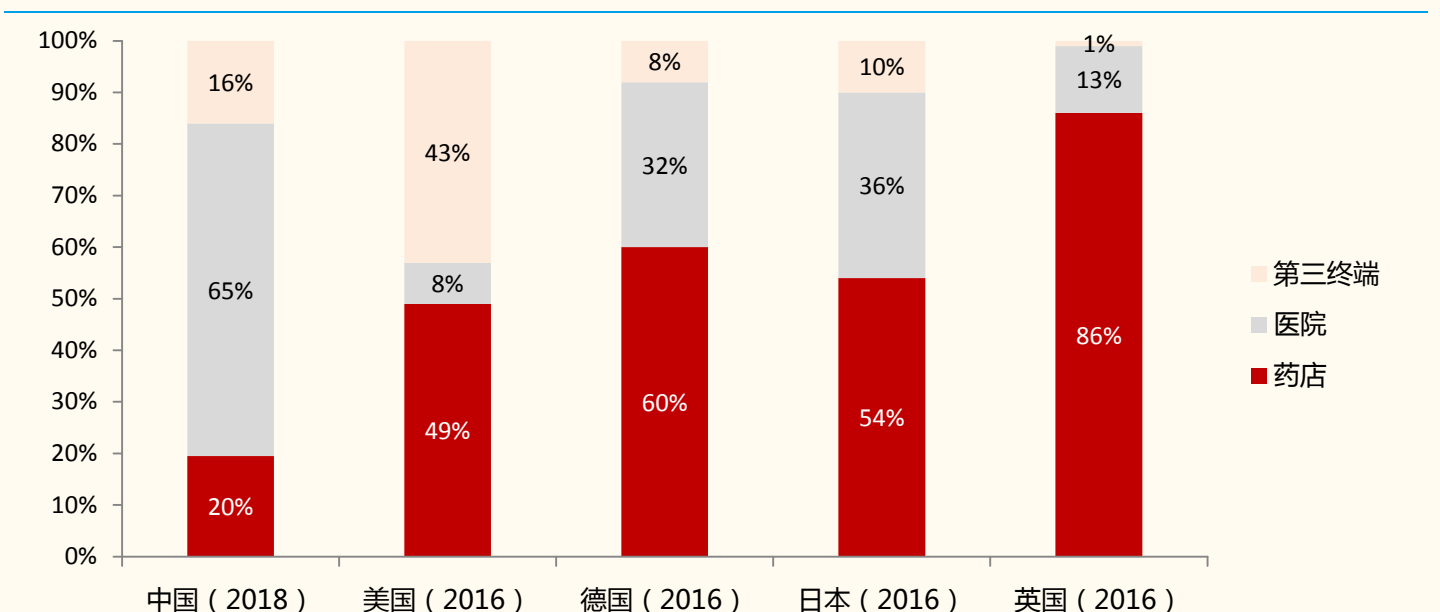


来源：厚生省，Bloomberg，公开资料整理，国金证券研究所

中国处方外流潜力可观，长期利好

- 中国药品在药店行业销售渠道中占比仅约 19.5%，而美国、德国、日本、英国等 2016 年药店销售均已基本达到约 50% 以上，我国未来提升空间较大。

图表 5：全国主要医药市场药品销售渠道分布



来源：IQVIA，国金证券研究所

注：除中国外，第三终端包括诊所、家庭医生、邮寄药品服务等。

- 医药分开是医改“腾笼换鸟”的重要环节，相关部门多次发文推动处方外流、支持连锁药店发展。从药占比数据看，公立医院药占比从 2015 年的 36.2% 下降至 2017 年的 31.1%。

图表 6：处方外流相关政策

时间	部门	名称	内容
2015年5月9日	国务院办公厅	深化医药卫生体制改革2014年工作总结和2015年重点工作任务	推进医药分开，鼓励零售药店和连锁经营发展。
2015年6月19日	卫计委	关于落实完善公立医院药品集中采购工作指导意见的通知（“70号文”）	大力发展现代医药物流，探索由社会零售药店、医保定点药店承担医院门诊药事服务的实现形式和路径。
2016年7月25日	发改委	关于促进医药产业健康发展的指导意见重点工作部门分工方案	完善社会力量举办医疗机构的发展环境；禁止医疗机构限制处方外流的方向再次得到明确。
2017年6月3日	商务部	2016年药品流通行业运行统计分析报告	医药分开改革趋势日益明显，零售药店承接医疗机构外配处方工作即将拉开序幕。
2017年5月5日	国务院办公厅	深化医药卫生体制改革2017年重点工作任务	2017年9月底前全面推开公立医院综合改革，所有公立医院全部取消药品加成（中药饮片除外）。 2017年，前四批200个试点城市公立医院药占比（不含中药饮片）总体降到30%左右。 鼓励连锁药店发展，探索医疗机构处方信息、医保结算信息与药品零售消费信息互联互通、实时共享。
2018年8月28日	国务院办公厅	深化医药卫生体制改革2018年下半年重点工作任务	支持零售药店连锁发展，允许门诊患者自主选择在医疗机构或零售药店购药。

来源：各政府官网，国金证券研究所

- 从长期来看，除了外延并购的主逻辑外，处方外流将是伴随中国医药零售行业的更长期逻辑。根据国家相关文件指导，预计将药占比下降到 30% 以下。目前中国零售药店内处方药销售额约 1,000~1,200 亿元；保守测算，每年约有 300~400 亿元处方外流药品从医院端外流到零售药店终端；中性/乐观测算未来或迎约千亿增量市场。

图表 7：处方外流潜在空间测算

指标\年份	2015	2016	2017	2018E	2019E	2020E	2021E
公立医院收入（亿元）	20843	23270	25469	28052	30857	33789	36830
医院收入增速	10.6%	11.6%	9.4%	10.1%	10.0%	9.5%	9%
0、药占比保持2017年水平不变	36.2%	34.3%	31.1%	31.1%	31.1%	31.1%	31.1%
医院药品收入（亿元）	7542	7970	7930	8724	9608	10521	11468
1、保守：若药占比下降并保持在30%				30.5%	30.0%	30.0%	30.0%
医院药品收入（亿元）				8556	9257	10137	11049
处方外流量（亿元）				168	351	384	419
2、中性：若药占比稳步下降				30.0%	29.5%	29.0%	28.5%
医院药品收入（亿元）				8416	9103	9799	10497
处方外流量（亿元）				309	505	722	971
3、乐观：若药占比下降较快				30.0%	29.0%	28.0%	27.0%
医院药品收入（亿元）				8416	8949	9461	9944
处方外流量（亿元）				309	659	1060	1524

来源：《卫生统计年鉴》，国金证券研究所

注：蓝色数字为已公布数字，蓝色底纹数字为预测数字。

注：仅根据理论模型推算，实际情况以每年处方外流发生额为准。另外，该逻辑可能会受到上游仿制药行业相关政策影响并改变参数假设，例如带量采购政策等。

益丰药房：国内领先的药品零售连锁企业

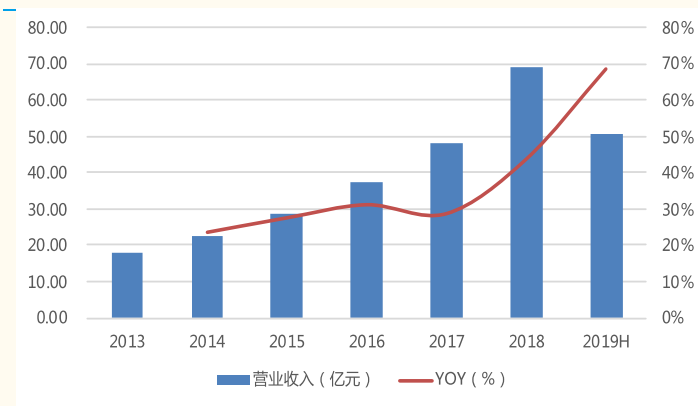
- 益丰大药房连锁股份有限公司（下称“益丰药房”、“公司”）是国内领先的药品零售连锁企业之一。截止至 2019 年 6 月 30 日，公司在湖南、湖北、上海、江苏、江西、浙江、广东、河北、北京九个省级市场共开设直营门店 3,871 家，加盟店 256 家。
- 如下图所示，公司实行“四三二战略”：“四项基本功”强化公司的精细化管理优势，“三项经营模式创新”为迎接中长期的政策趋势布局，“二条腿发展”在行业龙头整合的背景下，进一步提升公司门店数量，产生规模效应。

图表 8：益丰药房“四三二战略”



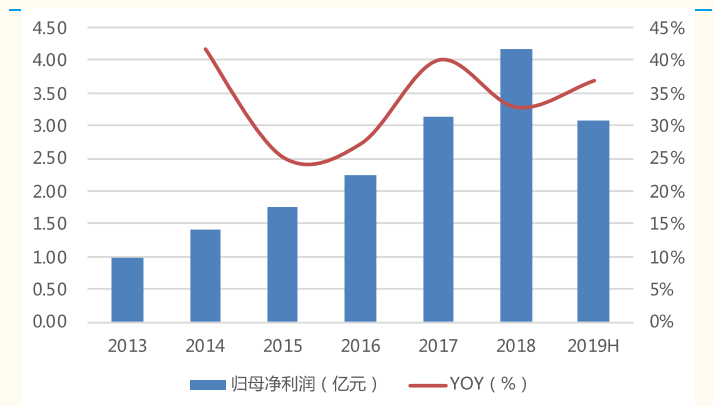
来源：公司官网，国金证券研究所

图表 9：2013-2018 益丰药房收入及增速



来源：公司公告，国金证券研究所

图表 10：2013-2018 益丰药房归母净利润及增速



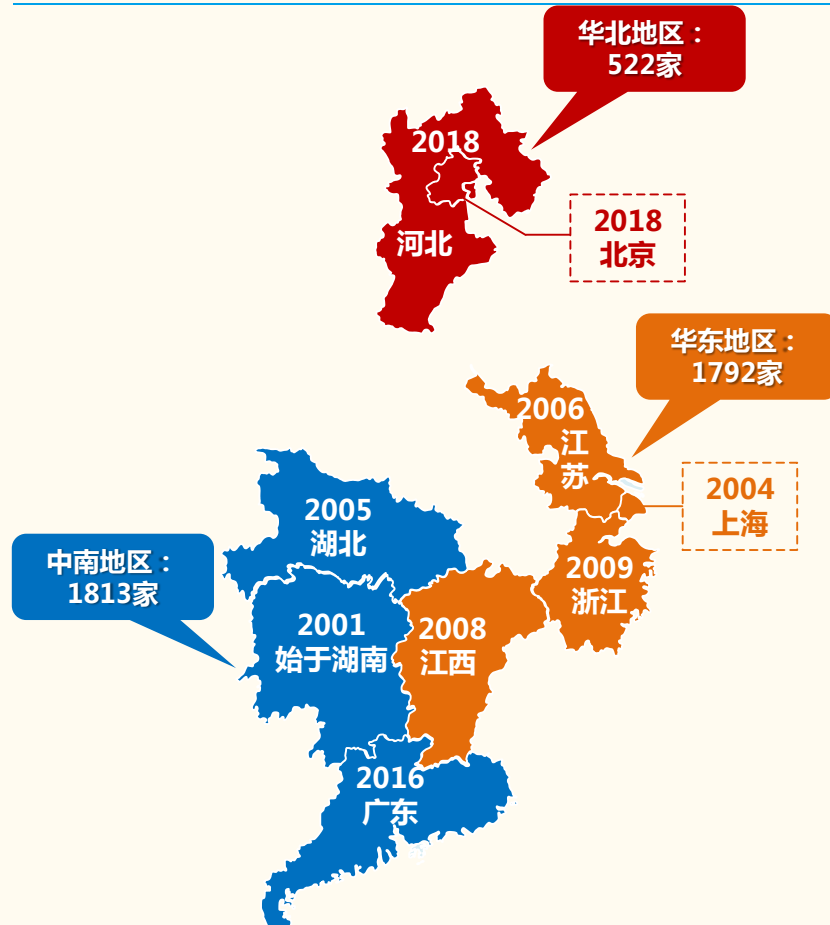
来源：公司公告，国金证券研究所

区域聚焦、稳健扩张：自建/加盟+外延

综述：两条腿拓展，18年扩张9省市

- 在中国药店集中度提升的行业大逻辑下，益丰大药房上市以来实施新开和并购合作两条腿的拓展战略扩张规模，目前已在9个省份市场经营。

图表 11：益丰药房扩张地图（含加盟店）



来源：公司公告，国金证券研究所

■ 新开门店：

- 自建门店与并购相比相对难度较低，适合在已有布局的区域进一步加密，未来公司在现有基础上将逐年提速。
- 2016年始，公司在成熟地区试点加盟店方式，主要在上海推广，近期增加了长沙、株洲、岳阳三个地区试点，截止1H2019加盟店256家，有助于以较低成本和较快速度提升成熟市场的市占率。

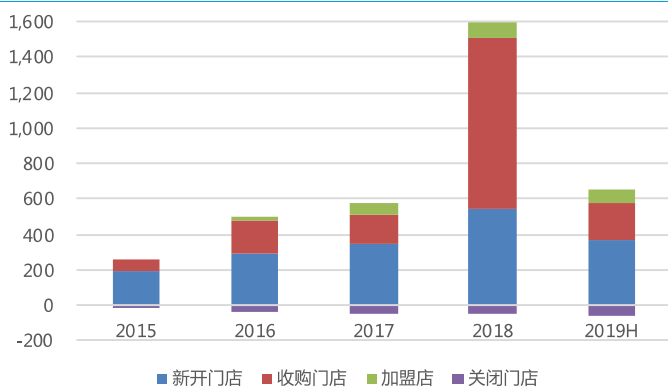
图表 12: 加盟店管理模式



来源: 公司官网, 国金证券研究所

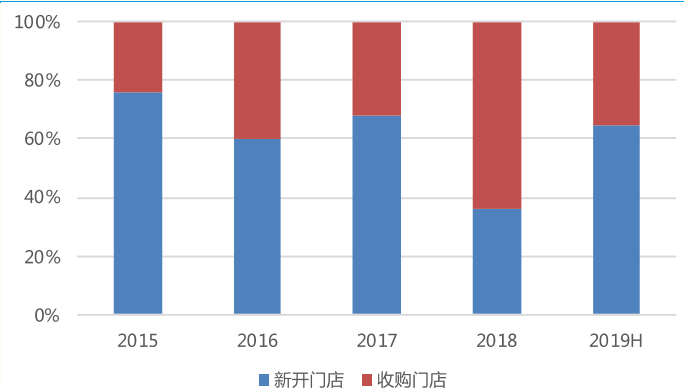
- 外延并购:** 公司自 2015 年 2 月上市以来, 成功并购整合项目 50 多起, 涉及门店近 2,000 家。由于各地医保政策、消费习惯等不同, 外延并购为药店异地扩张的主要方式。公司计划每隔一到两年, 通过并购方式进入一个新的省份, 兼顾市场广度和深度, 以及未来拓展空间的平衡发展。公司组成了强大的并购管理团队, 对并购标的从文化和人才、商品物流、运营流程等多个方面进行管理输出和业务整合, 一般通过半年到一年的时间, 使并购标的达到或基本达到公司成熟门店的运营水平。

图表 13: 益丰药房新增门店数



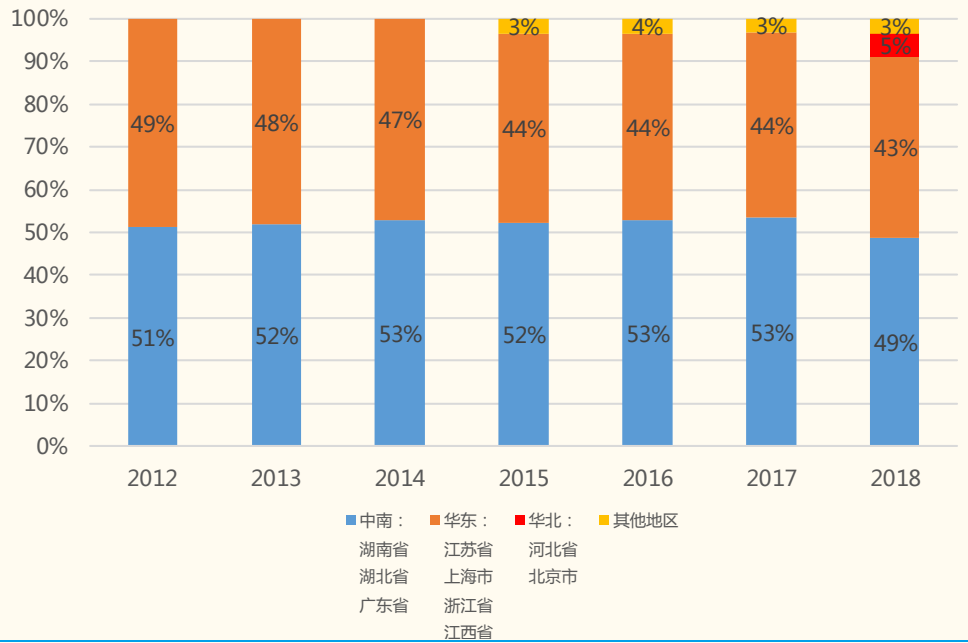
来源: 公司公告, 国金证券研究所

图表 14: 公司自建及收购门店比例



来源: 公司公告, 国金证券研究所

图表 15: 益丰药房各地区收入结构



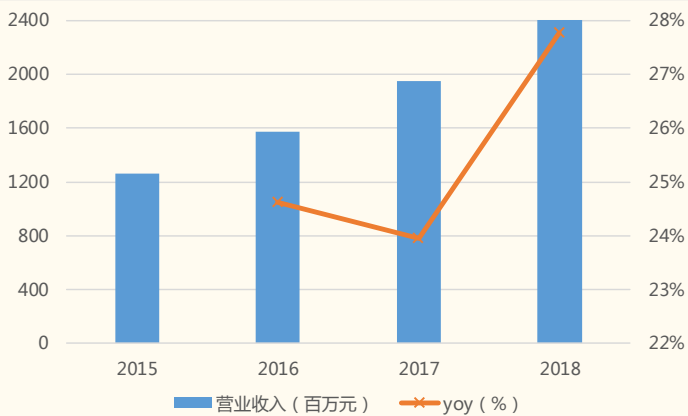
来源：公司公告，国金证券研究所

中南区域：传统优势区域，两湖市占率均第一

■ 湖南：益丰药房与老百姓发源地，市占率第一

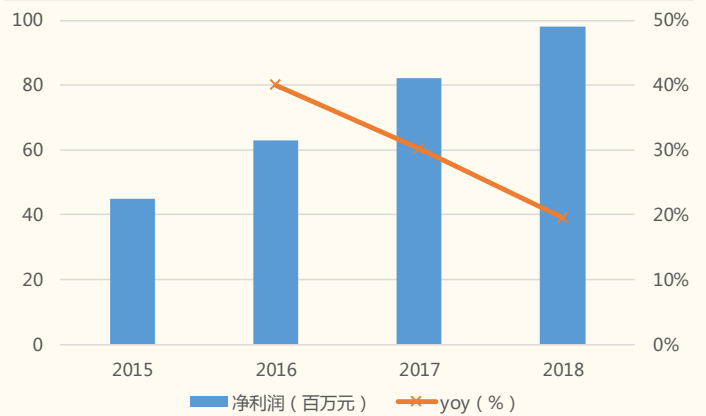
- 2001 年，益丰大药房在常德创立，2007 年，在湖南已有 57 家分店，直至 2015 年底，拥有 402 家分店，成为全省龙头企业之一；
- 2003 年，湖南益丰大药房连锁有限公司成立，为益丰大药房连锁股份有限公司雏形；
- 2017 年开展多起收购，目前在湖南与老百姓共同位居前位，益丰药房市占率略高于老百姓。

图表 16: 2015-2018 湖南益丰收入及增速



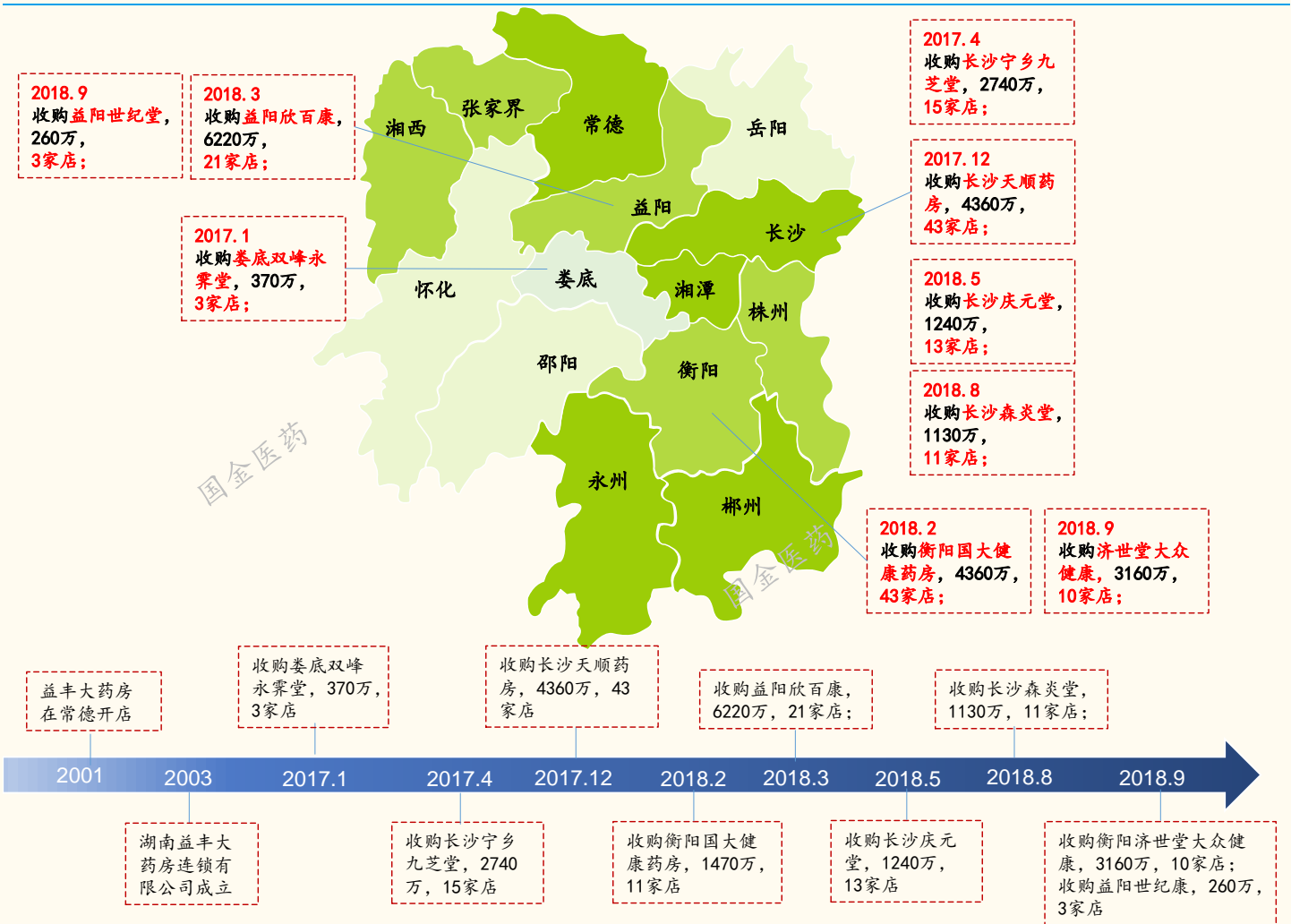
来源：公司公告，国金证券研究所

图表 17: 2015-2018 湖南益丰净利润及增速



来源：公司公告，国金证券研究所

图表 18：益丰药房湖南省扩张发展历史

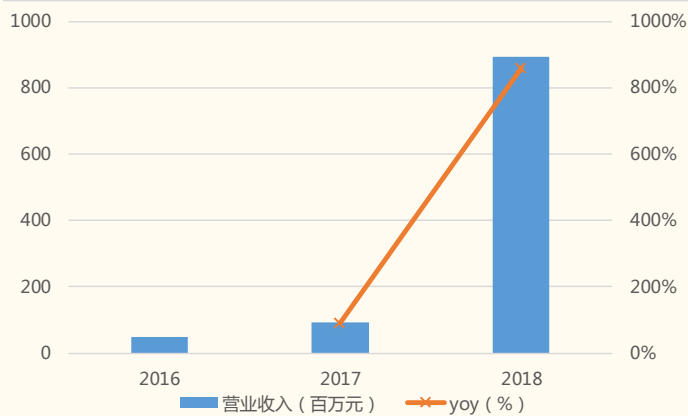


来源：公司公告，国金证券研究所

■ 湖北省扩张：快速发展，2018 年超过襄阳天济成为市占率第一

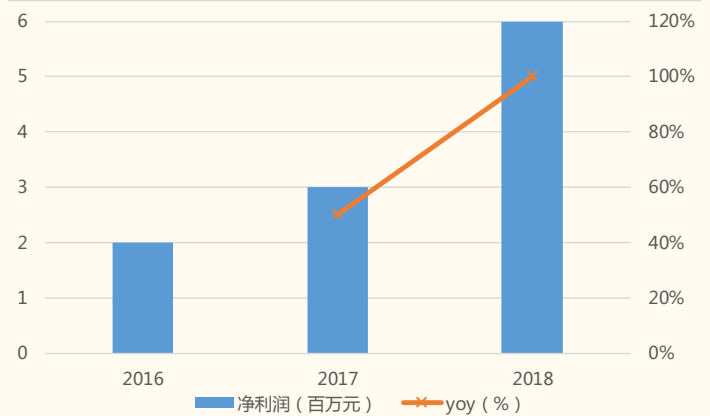
- 公司 2005 进入湖北市场，前期以自建门店为主，至 2014 年底门店数量为 90 家。
- 从 2015 年益丰加快湖北市场开拓力度，单 2015 年湖北省新增 88 家门店，2017 年在湖北设立全资子公司湖北益丰大药房连锁有限公司。
- 2015 年益丰在湖北省展开多起并购，2015 年收购 54 家店，2016 年收购 29 家，2017 年收购 95 家，2018 年收购 13 家。
- 公司并购扩张重点为省内南部的人口密集城市，例如，武汉、宜昌、荆州，据湖北省统计局消息均为人口密度 300 万人以上的城市，其中武汉人口为 854 万人，为药店发展提供购买力基础。

图表 19: 2016-2018 湖北益丰收入及增速



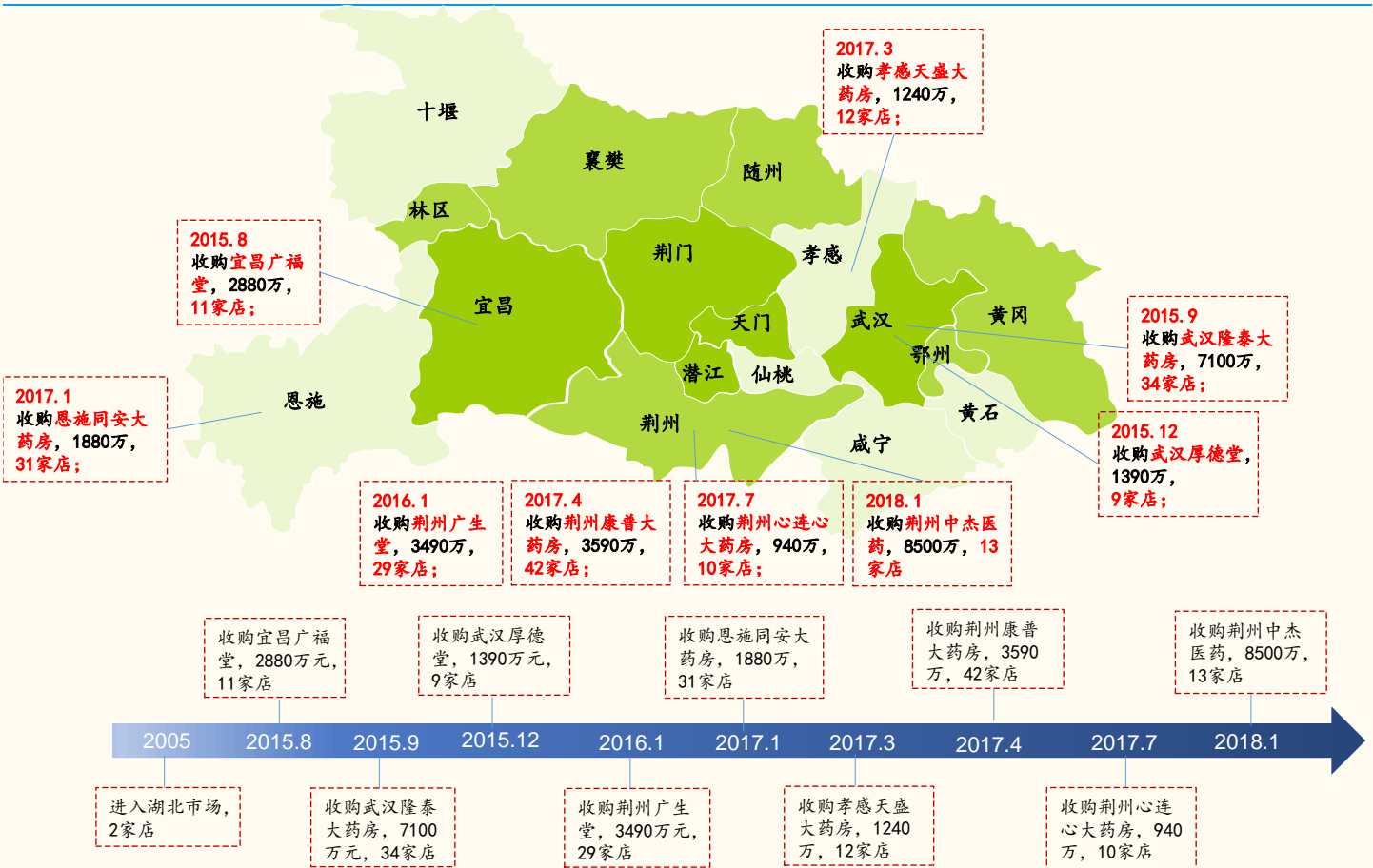
来源: 公司公告, 国金证券研究所

图表 20: 2016-2018 湖北益丰净利润及增速



来源: 公司公告, 国金证券研究所

图表 21: 益丰药房湖北省扩张发展历史



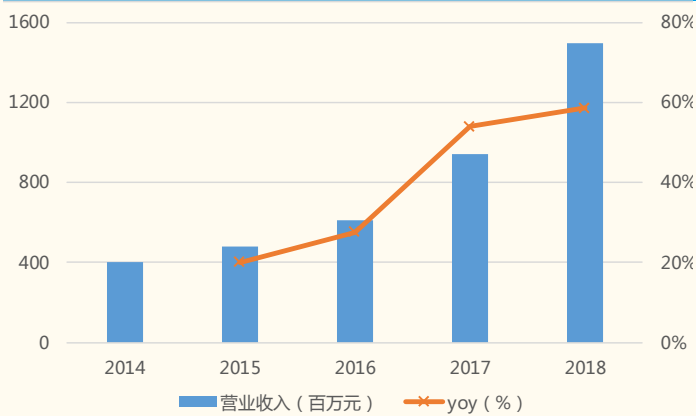
来源: 公司公告, 国金证券研究所

- 广东: 由于产品结构客单价高, 同时开店经营成本较高, 本地连锁占优势, 外来渗透较为缓慢。
 - 2016 年益丰布局广州, 收购广东韶关乡亲大药房 51 家门店;
 - 2017 年扩大规模进入省会广州, 收购广东康信大药房 34 家门店。

华东区域：较早进入华东市场，上海、江苏、江西均为强势地位

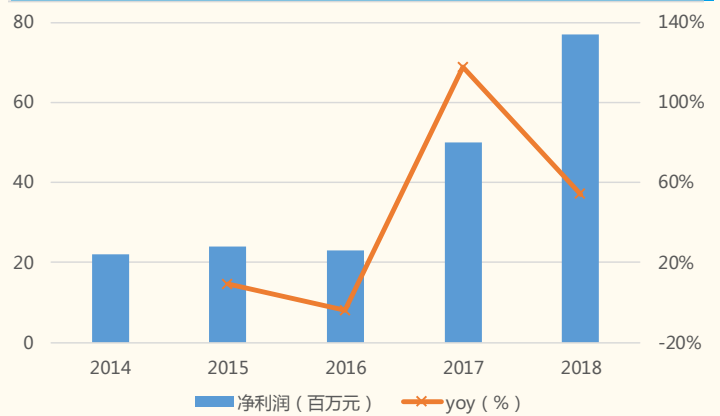
- 江苏省扩张特点：稳扎稳打。江苏省是国内连锁药店市场排名前三的市场，也是各个龙头连锁药店企业的必争之地。
 - 进入江苏省时间较早，2006 年进入江苏省；
 - 前期以自建为主，2015 年逐步开始在江苏省外延并购，且前期并购标的门店数量较少；
 - 2018 年单笔并购 62 家门店是最大手笔，交易金额约 1.68 亿；
 - 并购策略稳扎稳打，从苏州到南京、南通、无锡、泰州等地级市，基本围绕在苏南地区，苏北地区仅涉及宿迁市，1H2019 进入淮安市。
 - 陆续完成多起并购之后，益丰在江苏省市占率第一。

图表 22：2014-2018 江苏益丰收入及增速



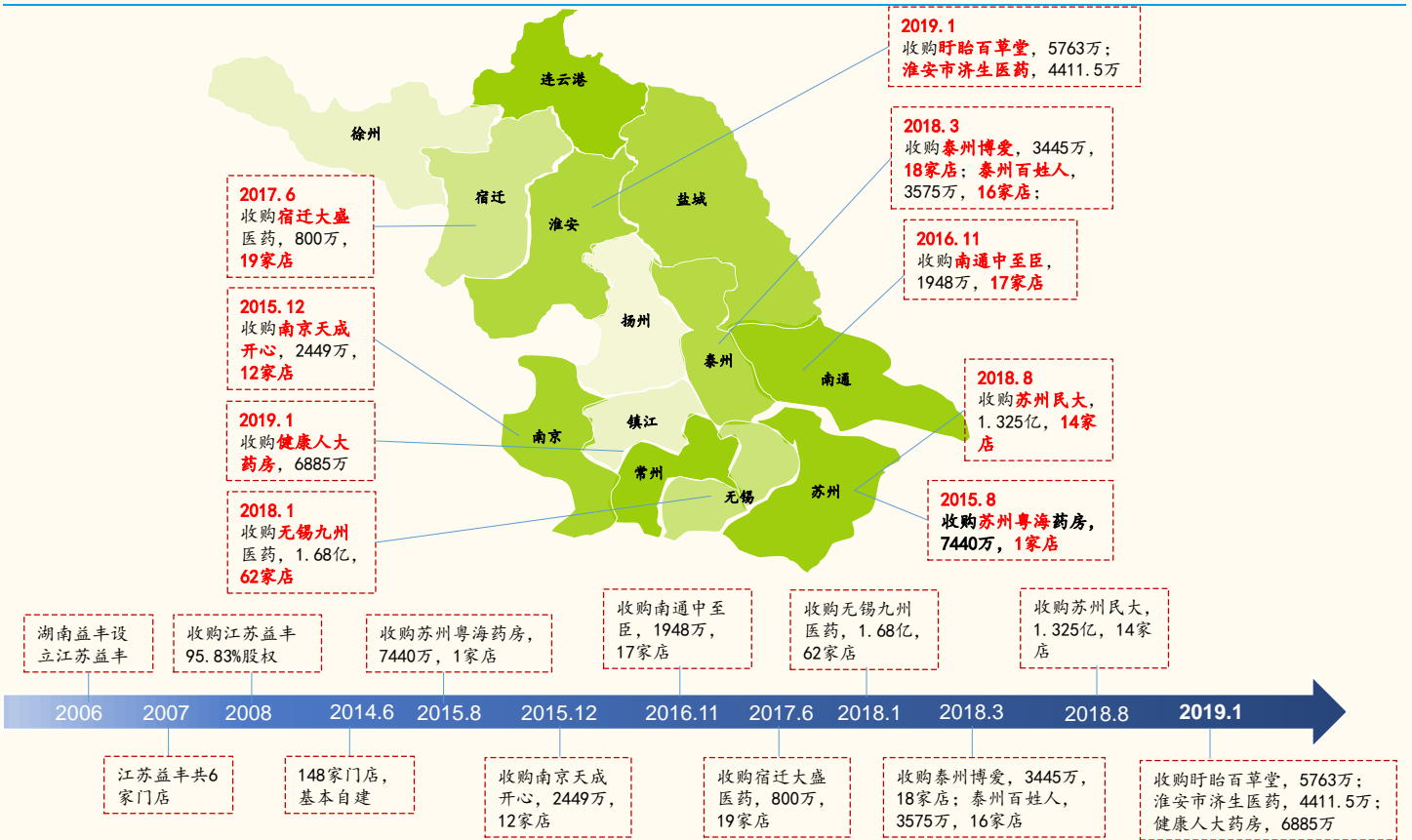
来源：公司公告，国金证券研究所

图表 23：2014-2018 江苏益丰净利润及增速



来源：公司公告，国金证券研究所

图表 24: 益丰药房江苏省扩张发展历史

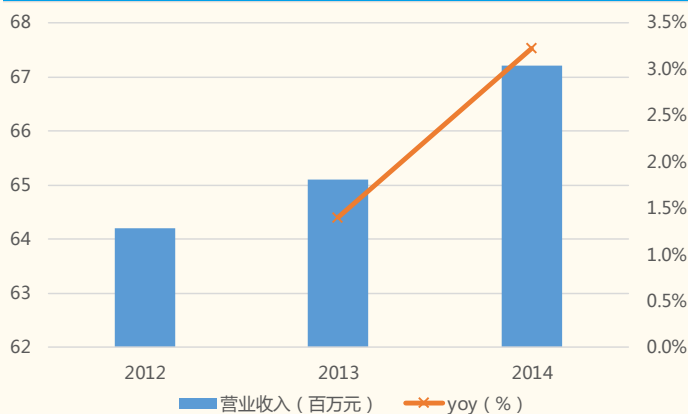


来源: 公司公告, 国金证券研究所

■ 上海: 连锁率高, 华氏药房和国大国企连锁占优势, 益丰为民营企业中第一

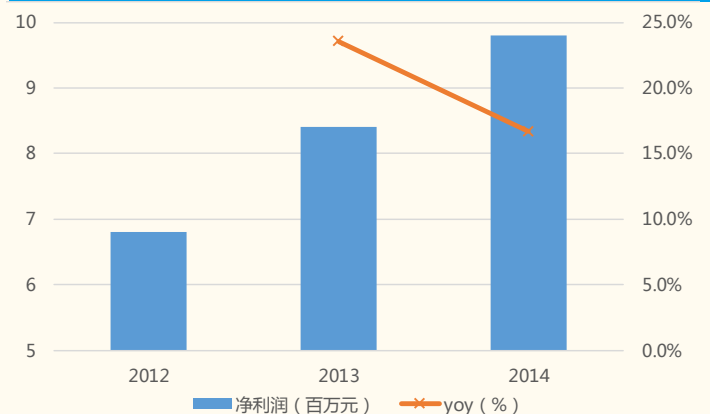
- 早在 2004 年, 益丰即出资在上海设立上海益丰;
- 早期上海益丰门店全部自建, 并设有全资子公司上海奥俪康;
- 2008 年为达到规范运作目的, 收购上海益丰 93% 的股份;
- 抓住医药零售行业整合机遇, 全资收购上海新开心人、上海新宝丰, 分别重组更名为杨浦益丰与普陀益丰。杨浦益丰整合后净利率提升, 利润高于预期, 体现了益丰较强的跨地区扩张整合能力;

图表 25: 2013-2014 杨浦益丰收入及增速



来源: 益丰药房招股说明书, 国金证券研究所

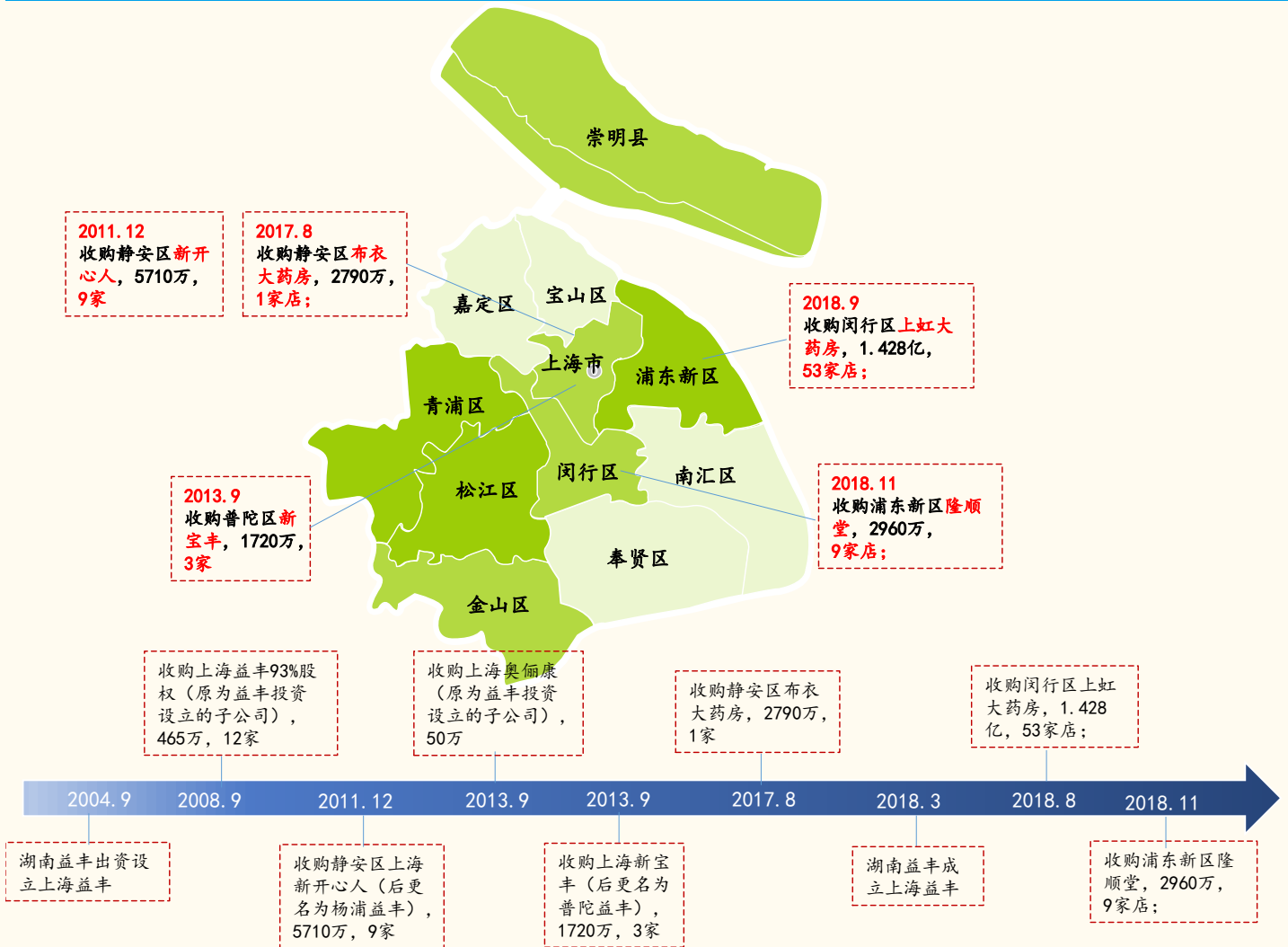
图表 26: 2013-2014 杨浦益丰净利润及增速



来源: 益丰药房招股说明书, 国金证券研究所

- 公司陆续完成上海布衣、隆顺堂、上虹三起并购后，益丰跃居上海市占率第一。此外，公司此前在上海医保门店比率较低，1H2019 新增一批医保门店，有助于加强公司竞争力。

图表 27：益丰药房上海市扩张发展历史

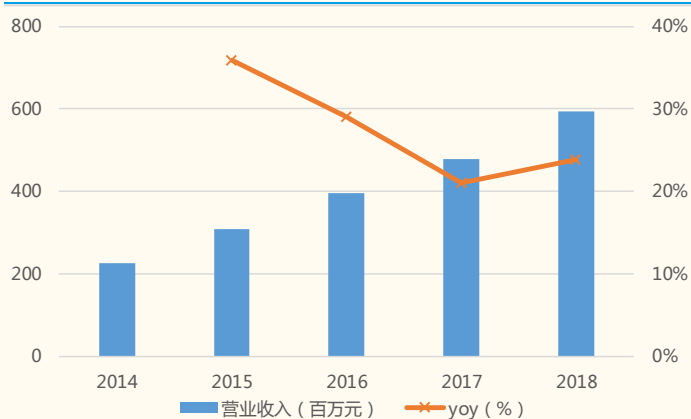


来源：公司公告，国金证券研究所

■ 江西：益丰市场份额第二

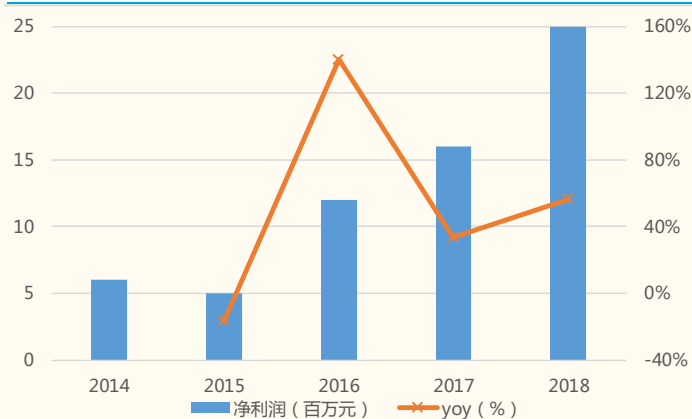
- 2008 年公司设立全资子公司江西益丰，进入江西市场；
- 前期以自建为主，通过募集资金开展“营销网络建设项目”项目，共建成 131 家门店，营业面积达 22,810 平方米。
- 江西益丰拥有独立配送中心，专门负责江西省商品配送；
- 上市以来，加紧并购扩张，标的分布于紧靠大本营湖南的萍乡，以及省会南昌，目前江西益丰市占率排名第二，省会城市武汉市占率第一，保持较高增速。

图表 28: 2014-2018 江西益丰收入及增速



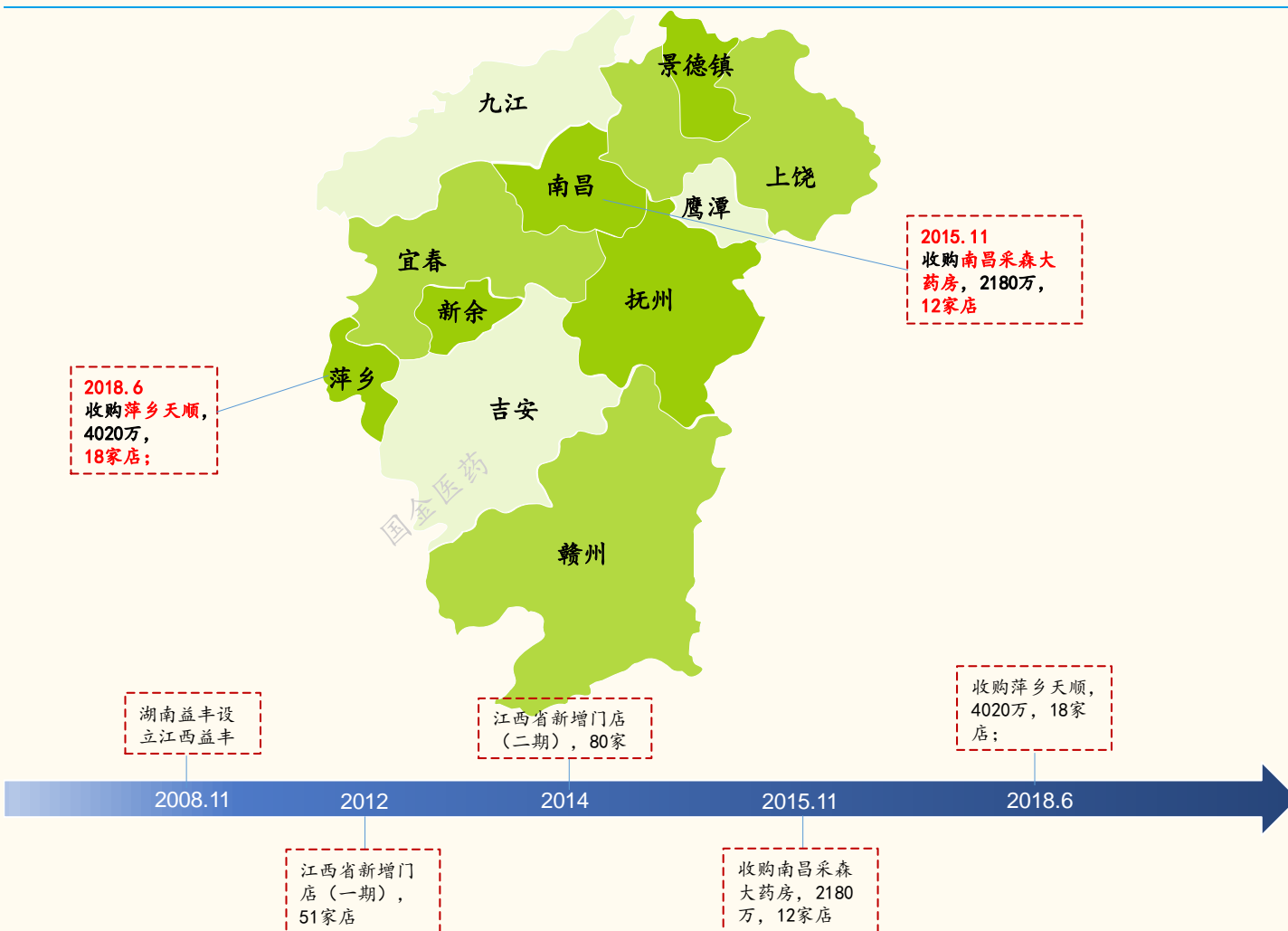
来源: 公司公告, 国金证券研究所

图表 29: 2014-2018 江西益丰净利润及增速



来源: 公司公告, 国金证券研究所

图表 30: 益丰药房江西省扩张发展历史



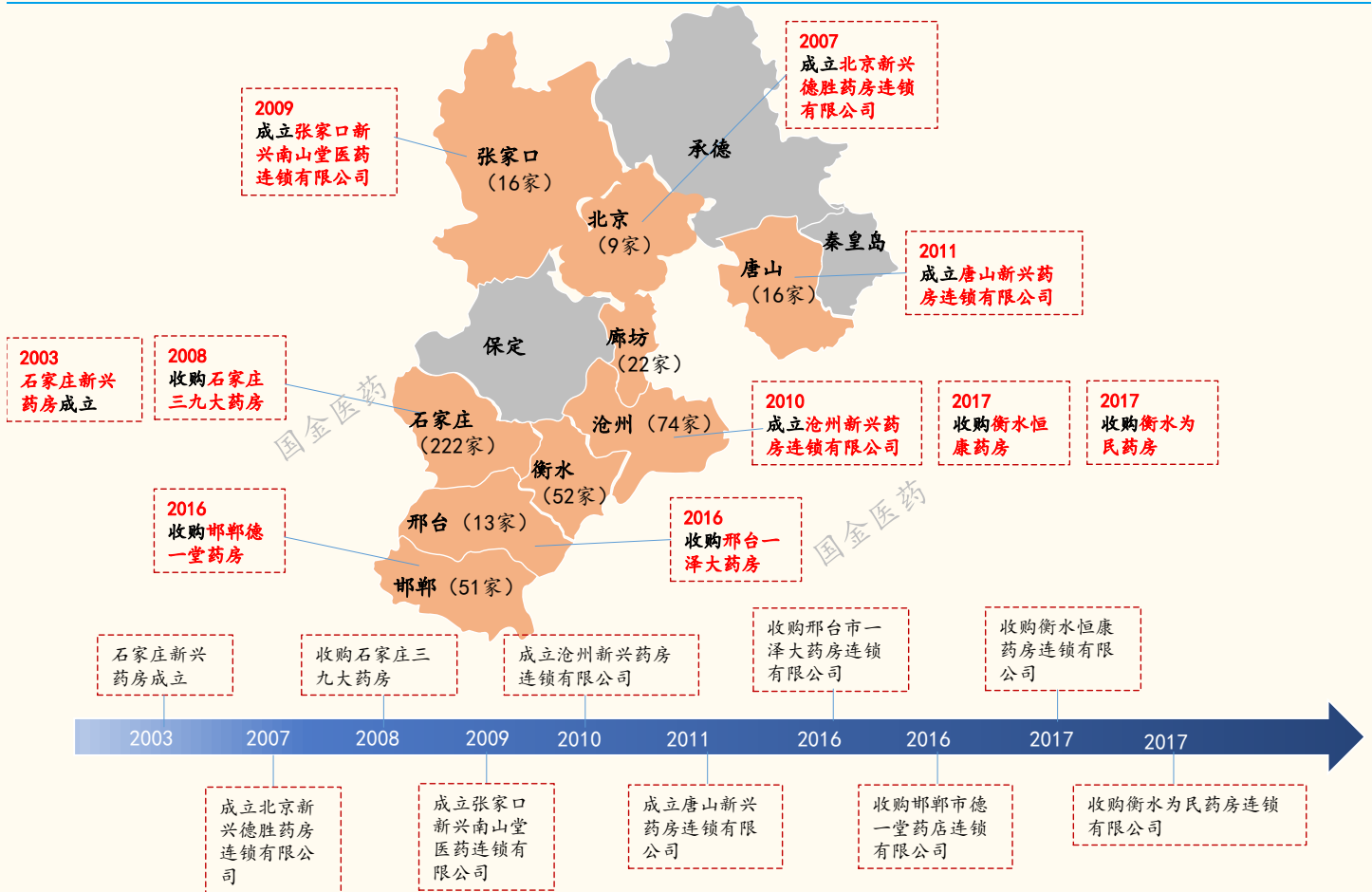
来源: 公司公告, 国金证券研究所

- 浙江: 浙江整体医疗保障程度较高, 多数地区可以刷医保统筹账户, 也因此浙江的药店门店较多、竞争充分, 同时易受医保政策影响。
- 2009 年进入浙江市场, 通过自建, 已布局宁波、金华、嘉兴、杭州、绍兴等城市。

华北区域：收购稀缺标的新兴药房，充分证明公司优秀的整合能力

- 2018年，公司收购新兴药房，进入华北市场。
- 新兴药房为河北省龙头医药零售连锁企业：
 - 新兴药房成立于2003年，深耕河北，覆盖河北省大多数地级市，并深入渗透到乡镇市场。其中在省会石家庄市的市场占有率达23.61%。
 - 2017年，新兴药房先后获得中国医药商业协会零售药店分会颁发的“2016年中国最具品牌价值零售药店排名前20名”、中康咨询颁发的“2016~2017中国药品零售企业综合竞争力排行榜第20位”。
 - 根据公司公告，截至2018年6月末，新兴药房在河北省内开设运营466家门店、北京9家门店，为河北区域内第二大连锁药房企业。
 - 新兴药房成立以来的发展及布局情况如下图所示：

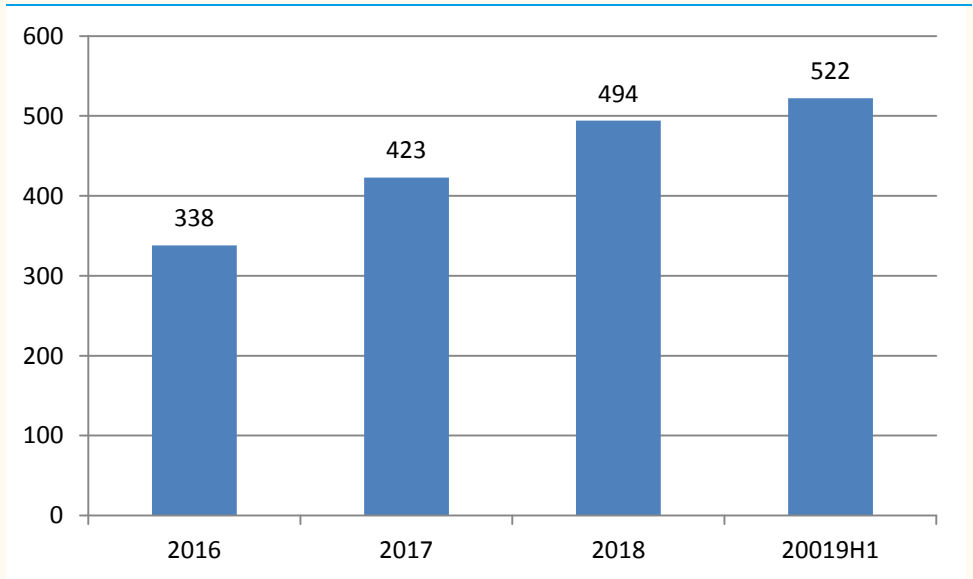
图表 31：新兴药房华北发展及布局情况（截止 2018 年 6 月 30 日）



来源：公司公告，国金证券研究所

备注：本数据截止 2018 年 6 月 30 日，后续公司披露华北门店总数量，未披露细分各地数量。

图表 32：新兴药房药店数量



来源：公司公告，国金证券研究所

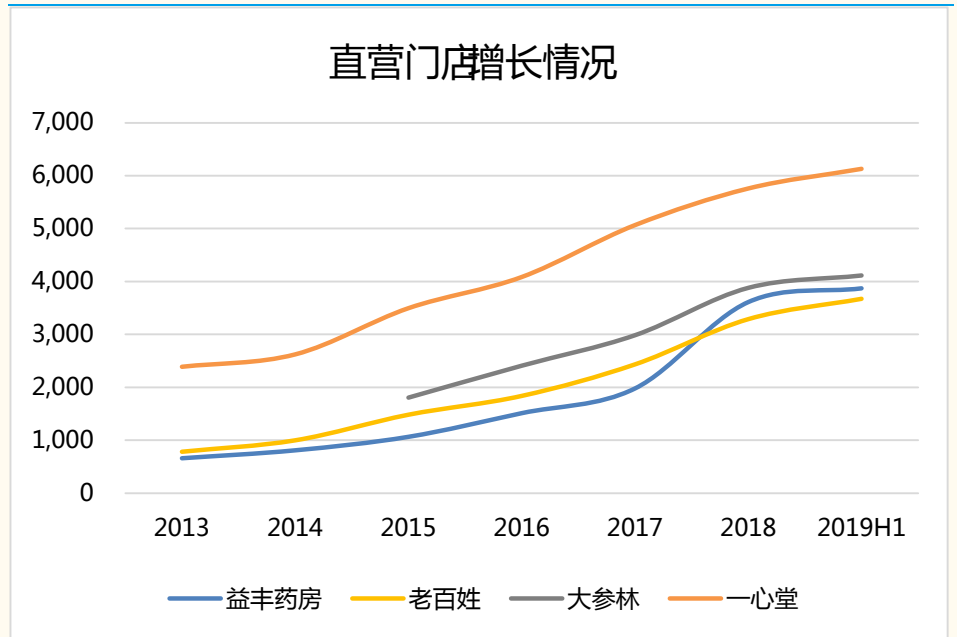
■ 新兴药房为医药零售连锁并购市场稀缺标的：

- 由于各地医保政策、监管政策和消费习惯不同，医药零售跨省经营、尤其是进入新省份面临着较大挑战。因此，通过并购的方式拓展新的省份市场，成为当前药品零售行业发展的通行模式。
- 而在医药零售行业中，区域龙头、尤其是省级龙头由于本身在地方的优势，开放给并购的意愿和机遇较少。
- 新兴药房在河北省经营多年，凭借对河北地区医药市场和消费习惯的深刻认识，在连锁门店数量和布局、经营规模以及在区域市场的市场份额及行业地位均具优势，在医药零售连锁行业属较为稀缺的并购标的。

■ 抓住机遇拿下稀缺标的，多方面有利公司发展：

- 在经营上，同时实现“区域聚焦”+“拓展全国”：如前所述，新兴药房作为稀缺标的，公司抓住机遇进行收购，同时实现“区域聚焦”（省级龙头+省会第一）+“拓展全国”（进入华北市场）。河北省及北京市将纳入公司的经营版图，公司的经营区域进一步拓宽至华北地区。同时，鉴于新兴药房具备一定规模和竞争力，有利于上市公司以河北为中心，加速对河北及周边区域中小型连锁药房的兼并及新店的拓展，在上市公司已取得中南、华东地区竞争优势的基础上，将华北地区打造为上市公司新的竞争优势区域。
- 在规模上，收购新兴药房使益丰规模与其他上市零售药企接近，新兴药房并表也为公司带来业绩增量。

图表 33：上市药店直营门店增长情况



来源：公司公告，国金证券研究所

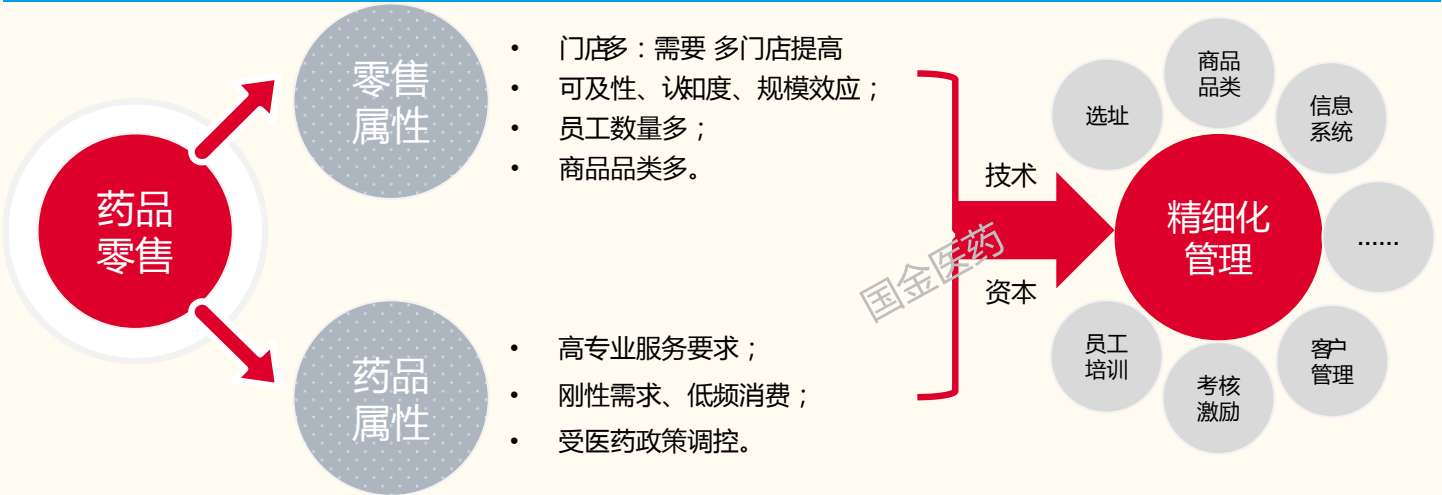
- 在未来的并购上，经过收购新兴药房一役，公司掌握了通过大标的并购进入新的省份的模式。收购新兴药房由于以下原因，整体流程复杂，也通过本次收购获得了较为全面的经验：股东人数多（30个自然人股东、6个合伙企业股东及2个法人股东）、股权分散（创始人郭生荣股权占比仅17.65%，于2017年因病去世后由其配偶石朴英继承）、交易复杂（一部分现金收购、一部分发行股份收购，需要证监会核准）。
- 新兴药房净利润快速增长，充分证实公司优秀的整合能力
 - 在新兴的后续整合中，益丰药房从创始人高毅到各总监、各副总裁均积极参与，通过多次会议确定整合方案。公司分别从文化、商品、营运、人力及财务等重要方面进行全面深入的整合，新兴药房的毛利率水平及盈利能力得到较为明显的提升。
 - 新兴药房1H2019实现营业收入5.77亿元、净利润4670.06万元，同比分别增长15.58%、63.06%，净利率自5.74%上升到8.10%，充分证实了公司优秀的整合能力。
 - 新兴药房承诺2018年度、2019年度以及2020年度标的公司净利润不低于6,500万元、8,450万元以及9,950万元。新兴药房公司2018年扣非归母净利润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%，主要原因为：
 - （1）为提升公司在河北市场的占有率，2018年新兴药房新开门店43家，新店前期投入的开办费和促销费较大，培育期内毛利率较低，2018年43家新店累计亏损447.48万元，当年亏损额超出预期；
 - （2）2018年，新兴药房并购重组从谈判到交割经历了8个月的时间，重组事项对新兴药房的日常经营形成小幅影响。
 - 新兴药房业绩承诺期是以2018年-2020年累计扣非归母净利润为承诺数。由于公司优秀的整合能力，预计新兴药房经营效率和盈利能力将继续提升，累计可完成业绩承诺。

精细化管理：全面细化，不断打磨

益丰精细化管理综述

- 从行业属性来看，药品零售行业不仅具备药品属性，还具备零售行业属性。因此，人才、文化和管理系统都需要不断打磨，对公司的精细化管理提出了高要求，而益丰药房的精细化管理在业内具备领先优势。

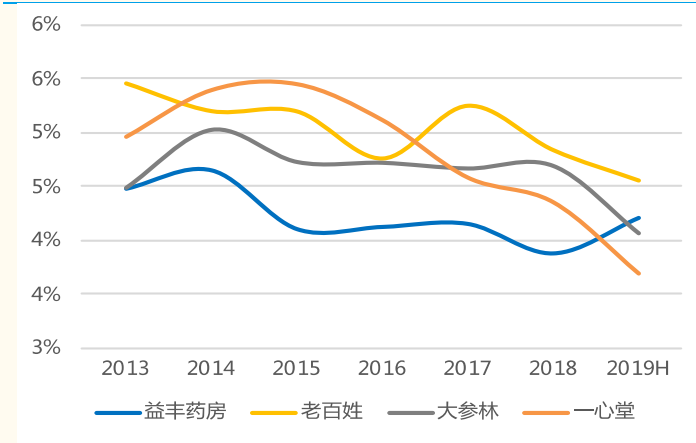
图表 34：药品零售的双重属性要求精细化管理



来源：国金证券研究所整理

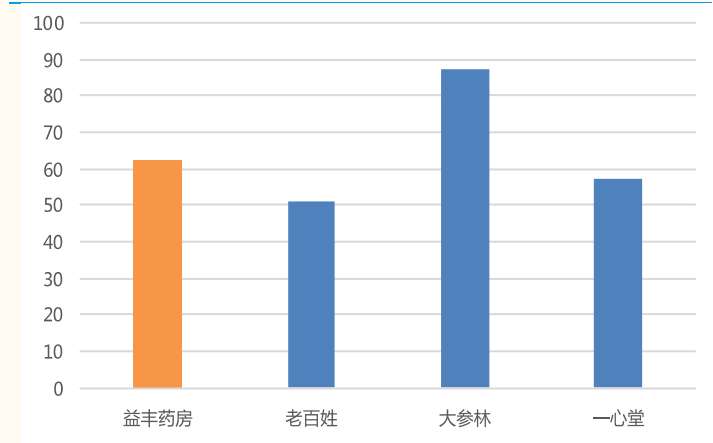
- 公司为精细化标准化运营管理打造了六大核心运营系统，涵盖新店拓展、门店营运、商品管理、信息管理、顾客满意、绩效考核等，从而助公司实现跨省经营和快速高效复制，成为行业内少有的主要省子公司均实现盈利的公司。
- 从结果看，公司管理费用率在 2018 年之前在上市公司中处于较低水平，1H2019 由于加强管理人员储备、收购新兴药房中介咨询服务费等原因等有所上升，预计未来将降低；此外，公司在坪效、毛利率、净利率等经营指标上均较有优势。

图表 35：益丰药房管理费用在收购新兴后有所提升



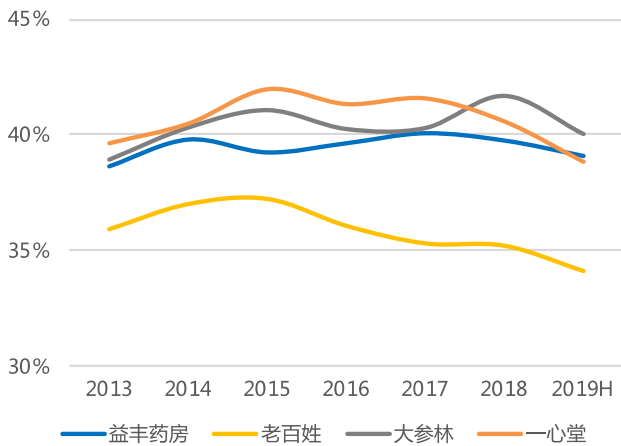
来源：公司公告，国金证券研究所

图表 36：2018 日均坪效（含税，元/平方米）



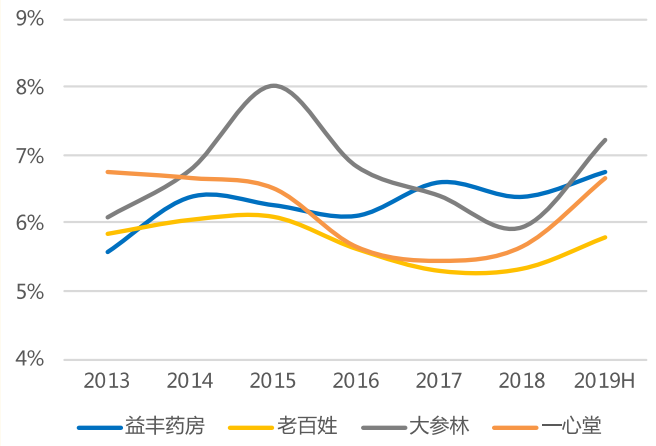
来源：公司公告，国金证券研究所

图表 37: 益丰药房毛利率较高



来源: 公司公告, 国金证券研究所

图表 38: 益丰药房净利率较高

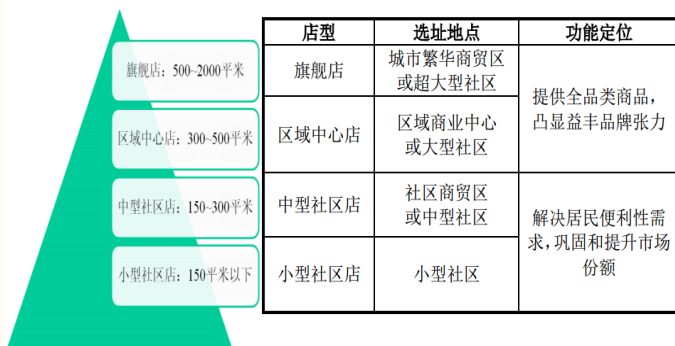


来源: 公司公告, 国金证券研究所

从“人货场”数据详解益丰精细化管理

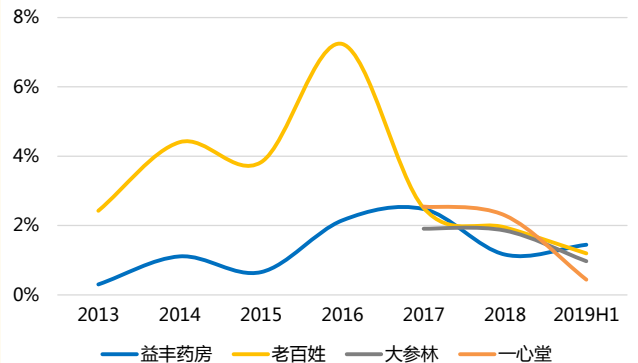
- 零售行业的基本要素是“人货场”，本节内容以开设药店、商品选择、经营药店的流程为脉络，对公司的精细化管理进行分析。
- “场”之：选址
 - 对于医药零售，选址是其成功的奠基石。在门店选址方面，公司根据战略发展规划和当地药监及医保政策，区域内通过“商圈定位法”等工具进行选址，并履行严格的审批程序，以此确保新开门店的质量。
 - “商圈定位法”主要就是通过通过对新进城市的人口数量、密度、消费能力及习惯的分析，锁定拟进入商圈，根据不同的商圈特点，确定预选门店的店型和店址范围，运用选店模型确定具体店址。商圈定位法提升了公司门店选址能力，并确保选址质量。
 - 公司针对不同区域的人口数量、市场需求和消费人群特点，建立覆盖不同城市、不同商圈的店面网络，形成了旗舰店、区域中心店、中型社区店和小型社区店组成的“舰群型”门店布局。
 - 从关店率看，公司关店率整体保持行业较低水平，印证了公司在选址策略上的优势。1H2019 公司关闭门店 56 家，超过 2018 年全年 42 家，主要原因系旧城区改造、部分收购门店与公司自有门店重叠以及策略性调整等因素。

图表 39: “舰群型”门店布局



来源: 公司公告, 国金证券研究所

图表 40: 关店率比较

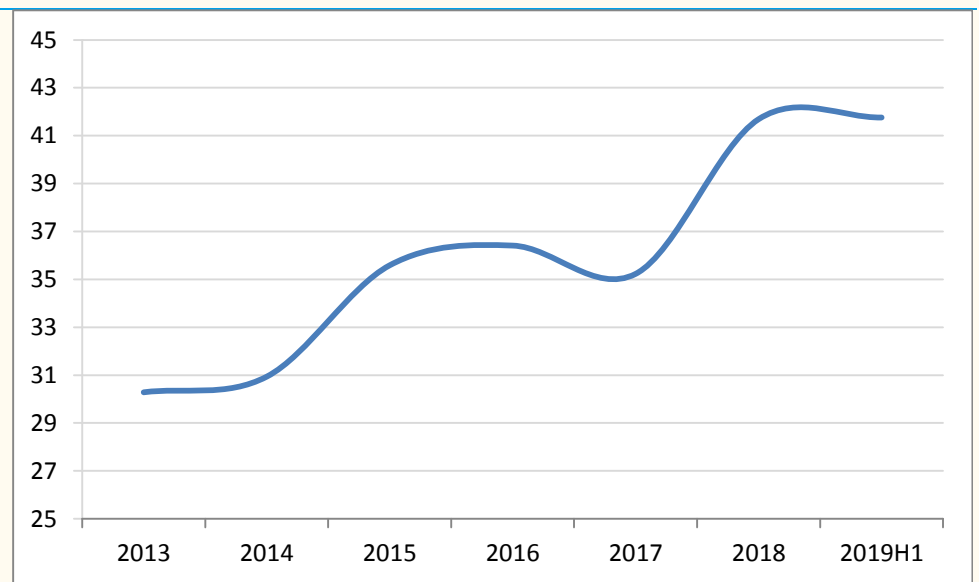


来源: 公司公告, 国金证券研究所

- “货”之：持续推进商品精品战略，商品力不断提升

- 自 2016 年以来，公司持续推进商品精品战略，不断完善和打造包括自有品牌、独家品种、厂商共建品种在内的商品精品群，提供质量可靠、疗效确切、性价比高、渠道可控的商品精品。
- 在商品选择上，通过消费者调研、门店一线员工深度访谈、顾客回头率调查等，对商品进行全面的疗效和质量评估；其中，为提升大健康品类销售，强化中药养生理念，加大了中药饮片、参茸贵细的产品结构优化；
- 在上游合作上，公司通过对生产厂家实地考察，对生产厂家质量保证体系、原材料供应链以及工艺流程等进行全面评估，建立渠道和价格更优、差异化的商品壁垒，2018 年完成了近 400 家生产厂家的质量体系考察与评估，与近 800 个供应商建立了精品战略合作关系。
- 未来公司将通过可控精品战略突破和恒修堂药业建设，实现产品升级和商品结构的持续优化。
- 公司的门店没有采购权，公司系统随时可查看各门店的商品库存等相关情况，从而对门店有较强的掌控力。随着公司对上游的话语权的提升，公司应付账款周转天数逐步提升。

图表 41：应付账款周转天数逐步提升



来源：公司公告，国金证券研究所

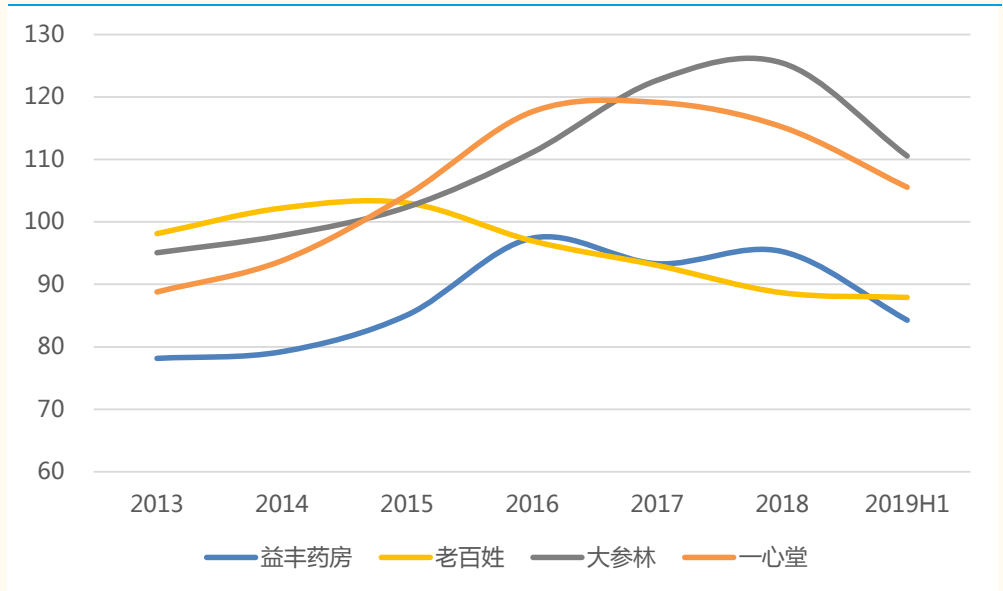
■ “货”之：高效供应链体系

- 信息化系统：公司通过供应商协同系统、SAP 的 ERP 系统、WMS 仓库管理系统、TMS 运输管理系统和 WCS 仓库控制系统以及自动化物流设备，打造了从上游供应商到门店的高效供应链体系，实现供应商自动订货，门店自动补货，大大降低了员工的专业性要求及工作量，提升业务运作和管理效率。
- 强大的物流配送能力为公司的快速扩张提供了强有力的物流支持：公司建立了湖南、江苏、上海、江西、广东、河北六大现代化物流中心，拥有自动输送线、自动分拣系统、电子标签、无线射频（RF）拣选、验收系统、智能集货系统等物流业内先进的设备与技术以及先进的业务管理模式，配送准确率达 99.99%，提升运作效率的同时，提升了跨区域复制的能力。
- 公司拟发行可转债，进一步加强供应链实力：公司拟发行可转债，投资项目包括江苏益丰医药产品分拣加工一期项目（拟投入募集资金 1.6

亿元)、上海益丰医药产品智能分拣中心项目(拟投入募集资金 1.3 亿元)、江西益丰医药产业园(8,000 万元)等。

- 在高效供应链体系的配合下,公司的存货周转天数在同行处于领先水平。

图表 42: 存货周转天数比较

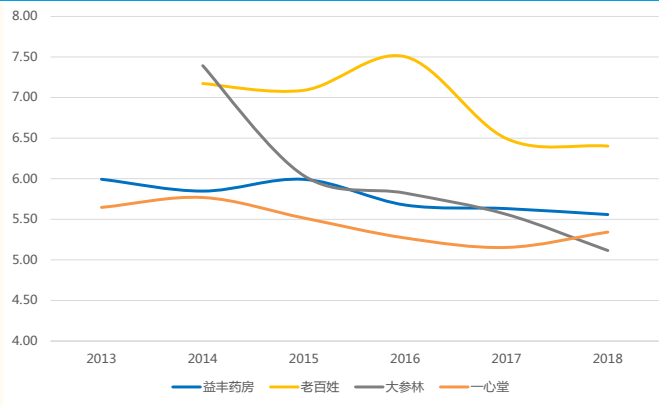


来源:公司公告,国金证券研究所

■ “人”之: 人才培养

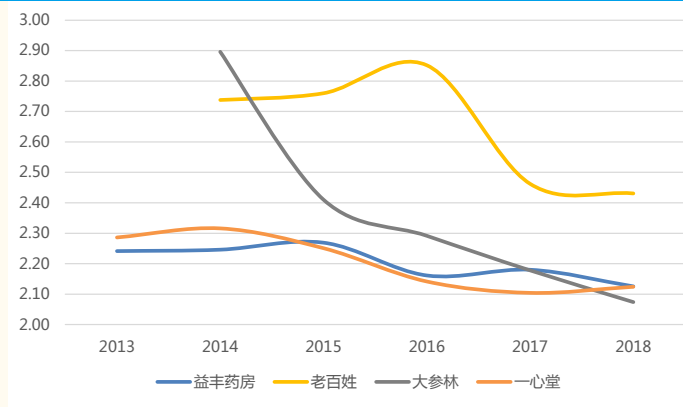
- 零售行业中,店员对促进消费十分重要,哪怕在商场门口安排人发放购物车这一简单举动,也有助于客户多购买商品。公司对服务的培训着眼于两大方面:
 - (1) 一是“硬”的专业指导分析服务,如给顾客提供用药和健康咨询,挖掘客户潜在健康需求等;
 - (2) 二是“软”的服务态度和水平,如问好和微笑等等,有助于提高顾客的满意度,在解决顾客健康问题的基础上,提高顾客回头率。
- 完善的培训系统: 提升店员专业化服务能力,门店内生增长的长期驱动力。公司 95%以上的门店一线员工均为医学、药学大中专毕业生。公司建立了完善的员工培训体系,通过与全国多所高校联办“益丰药学院”、编制标准化培训教材、设立门店专职和兼职讲师队伍、建立新员工和店长培训基地班以及线上线下相结合的多种培训模式和学分制考核,其中短视频化累计课件时长达 8,580 分钟。
- 此外,建立从高层到一线员工的各层级薪酬及绩效考核管理制度,通过股权激励和提高职工待遇等方式留住员工,建立可传承的企业文化。
- 从人效数据看,公司零售板块营收/薪酬、零售板块毛利/薪酬整体较为稳定,在上市公司中保持较高水平。

图表 43: 零售板块营收/薪酬



来源: 公司公告, 国金证券研究所

图表 44: 零售板块毛利/薪酬

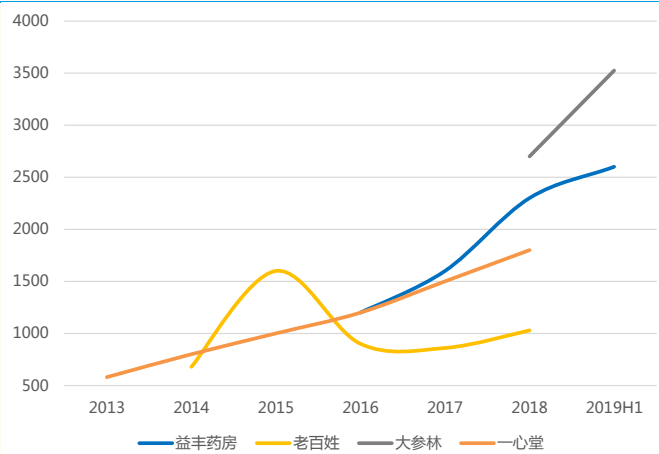


来源: 公司公告, 国金证券研究所

“人”之: 客户维系

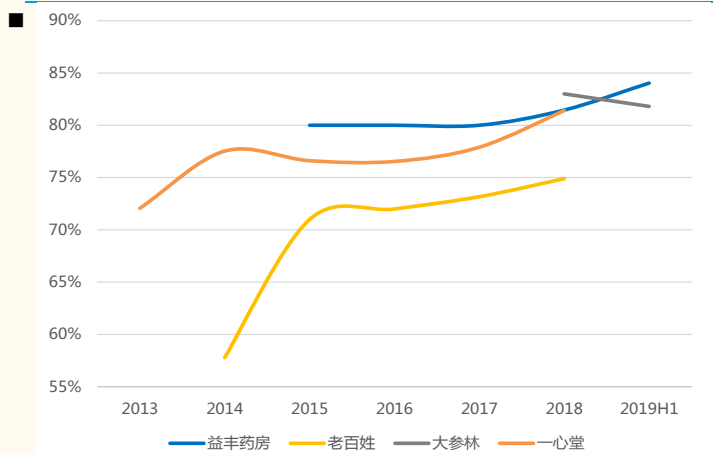
- 在顾客管理方面, 公司成立了专门的 CRM 事业部以及客户中心。
- CRM 系统以会员大数据管理为核心, 用精准会员标签的方法, 构建会员个性化营销与服务体系, 利用相关信息技术及互联网技术进行会员数据的分析挖掘, 逐步实现智能化会员信息管理、精准营销、一对一服务、健康档案管理、药师咨询、员工学习等多个集约化管理功能。
- 基于 CRM 系统, 通过会员销售管理、市场营销管理、会员专业病种服务, 大客户中心等为会员提供个性化的综合性的健康解决方案, 提高客户满意度、提升会员粘性。
- 近年来, 公司会员数量不断增长, 会员销售占比维持高位。

图表 45: 会员数量 (万人)



来源: 公司公告, 国金证券研究所

图表 46: 会员销售占比



来源: 公司公告, 国金证券研究所

政策助推, 公司抓住增量机会

处方外流逐步印证, 三管齐下继续推进

- 目前, 处方药销售大约占公司总销售的 37%~39%左右, 在医院药占比控制, 医药分家的形式下, 处方外流成为今后一段时间的趋势, 公司处方药占比呈现缓步提升趋势。
- 为迎接处方外流带来的增量市场, 公司从三方面进行承接布局:

- 选址：从选址策略和考核机制等多方面继续强化院边店的选址布局，未来力争实现进入市场二甲以上医院的全覆盖，目前益丰大药房靠近医疗机构的门店数量占比约 30%；
- 慢病管理：未来处方外流趋势上，慢病比大病更易流出，为承接更多慢病处方，公司设立慢病管理团队和员工，对慢病和处方药的专业化管理，提升会员顾客的依从度和复购率；
- DTP 药房：公司于 2016 年开始启动 DTP 项目，大力推动与处方药厂家的战略合作，并成立了 DTC/DTP 事业部。截止 2018 年底公司已在湖南、湖北、江苏、江西、上海打造 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。尽管 DTP 药房整体毛利率较低，整体水平 5%~8% 左右，但对于药房是增量销售。
- 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，中西成药 2018 年占公司零售终端收入的 70.88%。

图表 47：公司产品结构变化

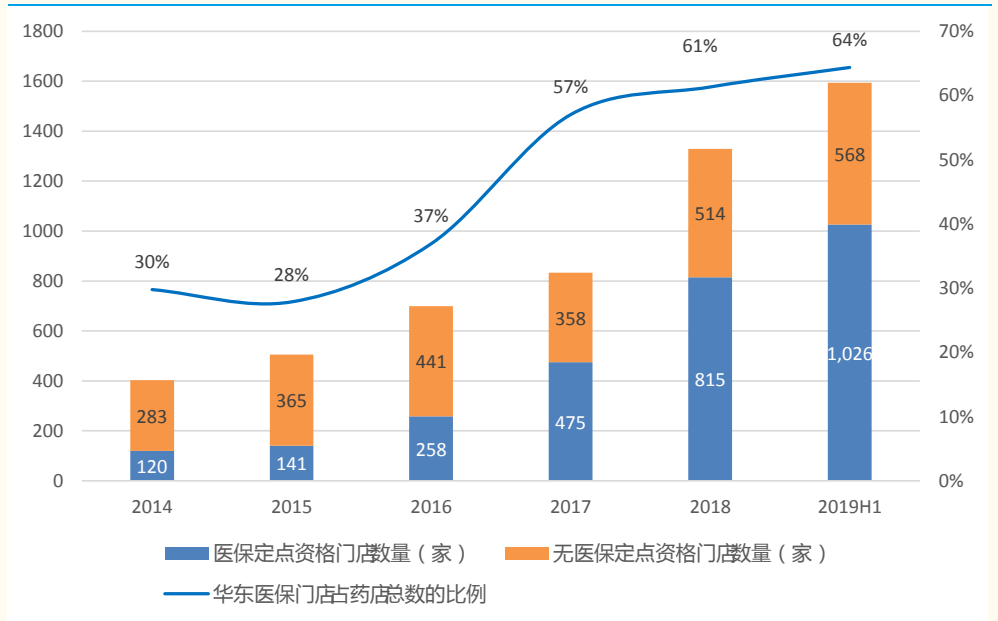
分产品	2016	2017年	2018年
中西成药	68.02%	68.27%	70.88%
中药	12.48%	13.81%	12.04%
非药品	19.50%	17.92%	17.08%
合计	100.00%	100%	100%

来源：公司公告，国金证券研究所

医保门店数量的增加成为公司短期新的增长点

- 截止 2019 年 6 月 30 日，公司 3,871 家直营连锁门店，已取得各类“医疗保险定点零售药店”资格的药店 2,923 家，占公司门店总数比例为 75.51%，医保门店数量的增加成为公司中短期新的增长点。
- 此前，由于华东各地区的医保政策较紧，公司在华东地区医保门店占比较低，但随着医保定点政策的放开和逐步推进落实，该状况已在逐步改善。
- 如图所示，华东区域医保门店数量和占比近年来快速提升，随着政策的推进，未来还有较大的提升空间。2019 年，上海市场将有一批医保开通，目前处于公示或装机阶段，医保门店的增加对公司业绩的提升具有较大的促进作用。

图表 48：公司华东区域医保门店快速提升



来源：公司公告，国金证券研究所

图表 49：1H2019 公司分地区医保门店数量和比例

地区	门店数量 (家)	获得各类医保定点资格门店数量 (家)	占药店总数的比例
中南地区	1,755	1,487	84.73%
华东地区	1,594	1,026	64.37%
华北地区	522	410	78.54%
合计	3,871	2,923	75.51%

来源：公司公告，国金证券研究所

布局电商平台，与实体店协同发展

■ 政策谨慎推进：

- 作为特殊的商品，政策在药品的零售、尤其是处方药的销售上较为谨慎。2019 版《药品管理法》提出，“药品上市许可持有人、药品经营企业通过网络销售药品，应当遵守本法药品经营的有关规定。疫苗、血液制品、麻醉药品、精神药品、医疗用毒性药品、放射性药品等国家实行特殊管理的药品不得在网络上销售。通过网络销售药品的具体管理办法，由国务院药品监督管理部门会同国务院卫生健康主管部门等部门制定”。
- 据药监局披露，其将会加快起草药品网络销售监督管理办法，规范和引导药品网络销售健康发展。对于网售药品，“线上线下一致”，故网售的主体，必须首先是取得了许可证的实体企业，网上销售药品要遵守新的药品管理法关于零售经营的要求，配送也必须要符合药品经营质量规范的要求。此外，对网售处方药规定了更严格的要求，比如药品销售网络必须和医疗机构信息系统互联互通、信息能共享，以确保处方的来源真实、保障患者的用药安全。

图表 50：医药电商政策：曲折中谨慎推进

发布日期	发布部门	文件名称	主要内容
1999年12月28日	CFDA	《处方药与非处方药流通管理暂行规定》	处方药、非处方药“暂不允许采用网上销售方式”。
2005年9月29日	CFDA	《互联网药品交易服务审批暂行规定》	1.向个人消费者提供互联网药品交易服务的企业，应当具备以下条件：药品连锁零售企业；取得互联网药品交易服务机构资格证书(有效期5年)；具有与上网交易的品种相适应的药品配送系统；执业药师网上实时咨询；从事医疗器械交易服务，应当配备专职专业人员。 2.只能销售非处方药。
2014年5月28日	CFDA	《互联网食品药品经营监督管理办法（征求意见稿）》	1.允许第三方交易平台经营者从事互联网药品交易服务； 2.可以委托符合食品药品质量管理规范所要求的物流配送企业进行储存和运输； 3.建立执业药师在线药事服务制度下，允许销售处方药。
2015年5月7日	国务院	《国务院关于大力发展电子商务加快培育经济新动力的意见》	制定完善互联网食品药品经营监督管理办法，加强互联网食品药品市场监测监管体系建设，推动医药电子商务发展。
2016年7月28日	CFDA	互联网第三方平台药品网上零售试点工作结束	国家食品药品监管总局分别通知河北省、上海市、广东省食品药品监管局，要求结束互联网第三方平台药品网上零售试点工作。 《互联网药品交易服务资格证》： A证（国家级）：医药B2B第三方平台，A证基础上有第三方平台试点资格（只有天猫医药馆、1号店、八百方）； B证（省级）：本身是医药批发企业，与其他企业进行B2B药品交易； C证（省级）：连锁药店可申请开设网上药店向个人B2C售药。
2016年10月21日	发改委	《互联网市场准入负面清单（第一批，试行版）》征求意见稿	药品生产、经营企业不得采用邮寄、互联网交易等方式直接向公众销售处方药
2016年11月8日	人社部	《关于印发“互联网+人社”2020行动计划的通知》	建设统一、开放的医保结算接口，支持相关机构开展网上购药等应用
2017年1月21日	国务院	关于第三批取消中央指定地方实施行政许可事项的决定	
2017年4月7日	CFDA	关于落实《国务院第三批取消中央指定地方实施行政许可事项的决定》有关工作的通知	取消省级食药监部门实施的互联网药品交易服务企业（第三方平台除外）审批，意味着B证、C证均取消，药店网上售药不用审批了，可直接根据需求网络售药（例申请淘宝药店，微信药店等）。
2017年2月9日	国务院	关于进一步改革完善药品生产流通使用政策的若干意见	推进“互联网+药品流通”，规范零售药店互联网零售服务，推广“网订店取”、“网订店送”等新型配送方式。
2017年11月14日	CFDA	《网络药品经营监督管理办法（征求意见稿）》	网络药品销售者应当是取得药品生产、经营资质的药品生产、批发、零售连锁企业。其他企业、机构及个人不得从事网络药品销售。网络药品销售者为药品零售连锁企业的，不得通过网络销售处方药、国家有专门管理要求的药品等。
2017年11月17日	CFDA	《互联网药品信息服务管理办法》（局令第9号）（2017修正）	互联网药品信息服务分为经营性和非经营性两类；提供互联网药品信息服务的网站，应当在其网站首页显著位置标注《互联网药品信息服务资格证书》的证书编号
2018年2月27日	CFDA	总局办公厅关于实施《医疗器械网络销售监督管理办法》有关事项的通知	加强对行政区域内从事医疗器械网络销售的企业和医疗器械网络交易服务第三方平台提供者的监督管理，督促企业和医疗器械网络交易服务第三方平台提供者切实履行主体责任 省级食品药品监督管理部门要按照《办法》等规定要求，切实做好医疗器械网络销售和交易监测信息的处置工作。
2018年06月21日	商务部	2017年药品流通行业运行统计分析报告	2017年医药电商直报企业销售总额达736亿元（不含A证），占同期全国医药市场总规模的3.7%。

来源：政府官网，国金证券研究所

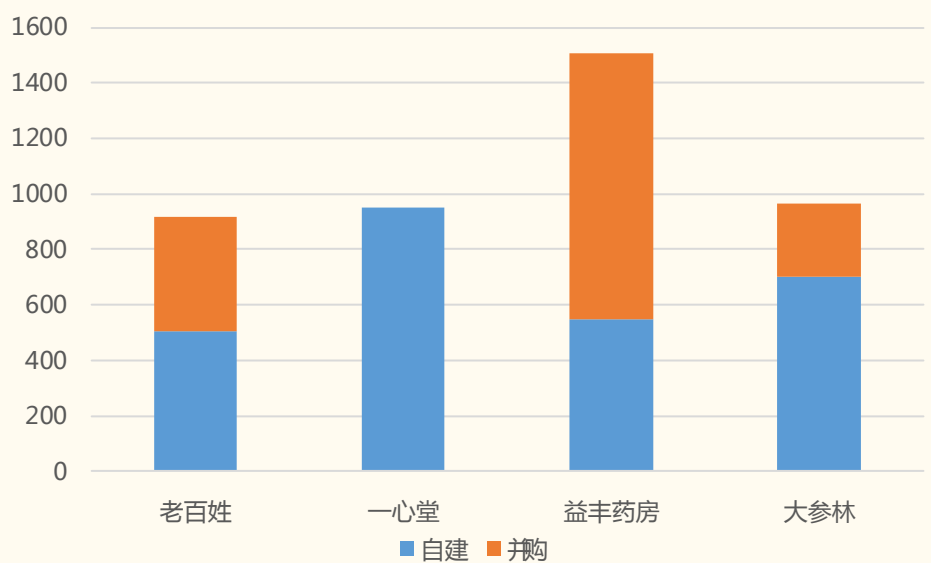
■ 公司稳步布局：

- 公司于 2013 年开启医药电商业务，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。
- 公司在各电商平台开设益丰官方旗舰店，满足线上用户需求；同时，公司于 2015 年开始布局 O2O 电商，目前益丰所有的城区门店均支持 3 公里 1 小时送药上门服务，消费者均可通过益丰健康 APP、小程序、微信商城、微信公众号、所有 O2O 外卖平台（包括京东到家、美团外卖、饿了么等）获取该等服务，为线下门店带来持续增量的订单和客流。
- 由于药品的特殊属性、医药服务的非标准化，线下药店具有门店便利优势、监管规范优势、医保支付优势等，因此公司电商运营的效益除了产生直接销售外，更多的是在提升流量和顾客服务的基础上，提升员工专业服务和运营管理的智能化，进行精准化营销和会员服务管理，实现线上线下销售的融合增长。

2019 年：整合年和效益年

- **2019 年继续整合此前并购门店，预计新增门店 1000 家，将以自建为主：**
 - 2018 年，公司扩张速度较快，新增直营店数量 1505 家，新增数量为上市零售药房企业中最多。其中并购数量 959 家，还需要进一步消化、整合。此外，随着高济医疗、全亿健康等资本逐步停止收购，此前上浮的并购估值有望回落。
 - 公司计划每隔一到两年，通过并购方式进入一个新的省份，预计 2019 年将不再拓展新的省份。
 - 2019 年公司新增门店数设定在 1000 家，以新开为主，新开店占 70%，并购占 30%。其中新开 700 家门店将在已进入区域进行布局，进行区域聚焦。

图表 51：益丰药房 2018 年在上市药房中新增直营店数量最多



来源：各公司公告，国金证券研究所

- **继续加强“四三二战略”中的“四”项基本功：**
 - 提升专业服务：提升员工专业服务水平和服务素质；
 - 打造可控精品：挑选精品药、打造渠道和价格可控的供应链体系；
 - 优化运营系统和物流系统：EHR 等信息系统即将上线；物流体系建设中，江苏仓在建，上海仓、武汉仓开建在即。
 - 人才储备和企业文化建设：新兴药房的整合，公司各级人员派了 40-50 人。公司也随之发现，并购与整合的速度不仅与资金有关，还和人才的储备有关。尤其是新进一个省份，要提前一年储备好人员，为了公司未来进一步的发展，公司从员工到管理人员的储备都会提前布局。
- **综合效益提升。**在上述基础上，公司在效益上仍存在改善空间，包括亏损/重复门店的关闭、商品折扣不合理、人力资源布局不合理等，进一步发挥公司精益化管理的优势，精益求精。

投资建议

- 我们长期看好医药零售行业的发展，益丰药房为行业龙头，我们看好公司的自建门店能力、并购整合能力和精细化管理能力，预测公司 2019-2021 年 EPS 分别为 1.53/2.05/2.67 元，对应当前股价 PE 为 52/38/29 倍。给予公司 2019 年 PE 为 59 倍，对应目标价 90.65 元，首次覆盖给予“买入”评级。

风险提示

- 外延并购不确定性风险：药店的扩张进程中，并购是重要环节，若并购价格提升、或并购后整合不及预期，将对公司扩张有不利影响；
- 处方外流规模低于预期风险：由于处方外流仍需要医院的配合、以及相关处方外流平台的配套，目前虽已有北京、天津、重庆、西安、成都、梧州等地已就电子处方外流发文，其实际推进进度或低于预期，因此导致实际处方外流规模低于报告预期；
- 院边店开设低于预期风险：院边店是承接处方外流的重要部分，若相关选址及开店不及预期，将对处方药承接有不利影响；
- 资金成本提高风险：作为流通行业的一环，药店的扩张需要资金的支持，若资金成本提高，则对药店扩张有不利影响；
- 执业药师监管趋严风险：执业药师在全国范围内配置率不足，若监管进一步趋严，则会降低药店扩张的速度；
- 互联网冲击风险：2019 版《药品管理法》中，未明确禁止处方药网售，若未来网售处方药放开，或对药店客流产生负面影响；
- 医保支付标准降低风险：若医保支付标准降低，则将对药店相关医保品种的销售产生负面影响；
- 个人医保账户监管趋严风险：2019 年医改重点任务中，提出“制定改进职工医保个人账户政策文件”。由于职工医保个人账户是医保药店的重要收入来源之一，若相关文件限制个人医保使用范围，则对药店经营产生负面影响；
- 解禁风险：2019 年 11 月 14 日，公司有 423.63 万股限售股解禁，占总股本 1.12%，或面临股价波动风险。

附录：公司收购新兴药房交易方案概述

- 在本次交易前，益丰药房已持有新兴药房 4.69% 股权，2017 年 7 月，公司与新兴股份签订《益丰大药房连锁股份有限公司关于石家庄新兴药房连锁股份有限公司增资协议》，公司以现金 6,120 万元认购新兴药房连锁股份有限公司 680 万股股份，占当时新兴股份总股本的 4.98%
- 本次交易的标的资产为交易对方合计持有的新兴药房 86.31% 股权，标的资产已完成交付，益丰药房目前持有标的公司 91% 的股权。其中：
 - 上市公司以支付现金购买新兴药房 48.96% 的股权（交易价格为 78,484.18 万元），在益丰药房 2018 年第二次临时股东大会审议且经营者集中审查通过后实施，已过户至益丰药房名下。2018 年 8 月 15 日，新兴药房领取了石家庄市工商行政管理局换发的《营业执照》（统一社会信用代码：91130100741546641A）。
 - 上市公司以发行股份购买新兴药房 37.35% 的股权（交易价格为 59,874.53 万元），在益丰药房公司 2018 年第二次临时股东大会审议通过、经营者集中审查通过及中国证监会核准后实施，目前已过户至益丰药房名下。2018 年 11 月 6 日，新兴药房领取了石家庄市工商行政管理局换发的《营业执照》（统一社会信用代码：91130100741546641A）。

附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)							资产负债表 (人民币百万元)						
	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E		2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E
主营业务收入	3,734	4,807	6,913	10,148	13,487	17,413	货币资金	347	788	1,297	1,820	2,506	3,658
增长率	28.8%	43.8%	46.8%	46.8%	32.9%	29.1%	应收账款	332	463	783	915	1,215	1,569
主营业务成本	-2,254	-2,883	-4,166	-6,193	-8,251	-10,681	存货	730	764	1,440	1,622	2,151	2,781
%销售收入	60.4%	60.0%	60.3%	61.0%	61.2%	61.3%	其他流动资产	1,717	1,342	721	1,308	1,410	1,331
毛利	1,479	1,925	2,746	3,955	5,235	6,732	流动资产	3,126	3,357	4,242	5,664	7,282	9,339
%销售收入	39.6%	40.0%	39.7%	39.0%	38.8%	38.7%	%总资产	74.0%	70.2%	53.9%	59.1%	63.5%	67.8%
营业税金及附加	-26	-35	-47	-69	-92	-118	长期投资	0	62	30	80	80	80
%销售收入	0.7%	0.7%	0.7%	0.7%	0.7%	0.7%	固定资产	303	315	417	503	694	885
营业费用	-1,016	-1,294	-1,896	-2,618	-3,480	-4,493	%总资产	7.2%	6.6%	5.3%	5.3%	6.1%	6.4%
%销售收入	27.2%	26.9%	27.4%	25.8%	25.8%	25.8%	无形资产	782	989	3,133	3,142	3,170	3,205
管理费用	-154	-199	-268	-406	-526	-679	非流动资产	1,096	1,426	3,626	3,920	4,178	4,444
%销售收入	4.1%	4.1%	3.9%	4.0%	3.9%	3.9%	%总资产	26.0%	29.8%	46.1%	40.9%	36.5%	32.2%
息税前利润 (EBIT)	283	396	536	862	1,138	1,442	资产总计	4,221	4,783	7,868	9,585	11,460	13,783
%销售收入	7.6%	8.2%	7.8%	8.5%	8.4%	8.3%	短期借款	0	0	44	0	0	0
财务费用	6	4	-13	-51	-46	-38	应付款项	1,072	1,339	2,504	3,124	4,162	5,388
%销售收入	-0.2%	-0.1%	0.2%	0.5%	0.3%	0.2%	其他流动负债	128	219	350	359	476	615
资产减值损失	-8	-14	-18	-16	-16	-12	流动负债	1,200	1,558	2,898	3,483	4,639	6,002
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0	长期贷款	0	0	745	745	745	745
投资收益	16	35	65	10	10	10	其他长期负债	46	45	55	400	400	400
%税前利润	5.1%	8.2%	11.2%	1.2%	0.9%	0.7%	负债	1,246	1,603	3,698	4,628	5,783	7,147
营业利润	297	427	578	825	1,093	1,408	普通股股东权益	2,963	3,167	4,059	4,792	5,453	6,347
营业利润率	7.9%	8.9%	8.4%	8.1%	8.1%	8.1%	少数股东权益	13	12	111	165	224	289
营业外收支	9	1	3	3	3	3	负债股东权益合计	4,221	4,783	7,868	9,585	11,460	13,783
税前利润	306	428	581	828	1,096	1,411	比率分析						
利润率	8.2%	8.9%	8.4%	8.2%	8.1%	8.1%		2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E
所得税	-78	-111	-140	-199	-263	-339	每股指标						
所得税率	25.5%	25.8%	24.0%	24.0%	24.0%	24.0%	每股收益	0.617	0.864	1.105	1.528	2.054	2.674
净利润	228	317	442	630	833	1,073	每股净资产	8.168	8.732	10.771	12.716	14.470	16.844
少数股东损益	4	4	25	54	59	65	每股经营现金净流	0.386	0.875	1.355	1.327	2.194	3.743
归属于母公司的净利润	224	314	416	576	774	1,008	每股股利	0.300	0.300	0.300	0.300	0.300	0.300
净利率	6.0%	6.5%	6.0%	5.7%	5.7%	5.8%	回报率						
							净资产收益率	7.56%	9.90%	10.26%	12.02%	14.20%	15.87%
							总资产收益率	5.30%	6.56%	5.29%	6.01%	6.75%	7.31%
							投入资本收益率	7.10%	9.24%	8.20%	10.74%	12.68%	14.09%
							增长率						
							主营业务收入增长率	31.21%	28.76%	43.79%	46.81%	32.90%	29.11%
							EBIT增长率	29.10%	39.88%	35.20%	60.95%	31.98%	26.70%
							净利润增长率	27.26%	40.03%	32.83%	38.29%	34.41%	30.18%
							总资产增长率	73.24%	13.30%	64.52%	21.82%	19.57%	20.27%
							资产管理能力						
							应收账款周转天数	21.0	22.2	24.9	24.9	24.9	24.9
							存货周转天数	98.7	94.6	96.6	96.6	96.6	96.6
							应付账款周转天数	36.9	35.7	42.3	50.0	50.0	50.0
							固定资产周转天数	28.1	23.8	21.0	13.8	10.1	7.7
							偿债能力						
							净负债/股东权益	-11.65%	-24.77%	-12.18%	-13.62%	-23.97%	-37.87%
							EBIT利息保障倍数	-49.2	-108.6	40.4	17.1	25.0	37.7
							资产负债率	29.51%	33.52%	47.00%	48.29%	50.47%	51.85%

来源：公司年报、国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	0	1	13	17	30
增持	0	0	9	11	27
中性	0	0	3	4	5
减持	0	0	0	0	1
评分	0.00	1.00	1.60	1.59	1.63

来源：朝阳永续

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得 1 分，为“增持”得 2 分，为“中性”得 3 分，为“减持”得 4 分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性
3.01~4.0=减持

投资评级的说明：

买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 15%以上；
 增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—15%；
 中性：预期未来 6—12 个月内变动幅度在 -5%—5%；
 减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以上。

特别声明：

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

本报告中的信息、意见等均仅供参考，不作为或被视为出售及购买证券或其他投资标的邀请或要约。客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应当视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员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。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于 C3 级（含 C3 级）的投资者使用；非国金证券 C3 级以上（含 C3 级）的投资者擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

此报告仅限于中国大陆使用。

上海

电话：021-60753903

传真：021-61038200

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：201204

地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号

紫竹国际大厦 7 楼

北京

电话：010-66216979

传真：010-66216793

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100053

地址：中国北京西城区长椿街 3 号 4 层

深圳

电话：0755-83831378

传真：0755-83830558

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：中国深圳福田区深南大道 4001 号

时代金融中心 7GH