

# 益丰药房 (603939)

证券研究报告

2019年10月30日

## 三季度扩张稳步推进，经营规模持续提升

### 三季度表现靓丽，经营规模持续扩大

公司发布三季报：2019年前三季度公司实现营收73.89亿元，同比增长58.36%，实现归母净利润4.18亿元，同比增长35.48%，扣非后归母净利润4.12亿元，同比增长42.75%，2019年前三季度公司业绩持续保持高增长。单季度来看，2019Q3公司实现营收23.40亿元(+39.95%)，实现归母净利润1.1亿元(+31.99%)。公司运营状况良好，前三季度经营活动产生的现金流量净额为5.85亿元，同比增长81.71%。报告期内公司加速并购，其中第三季度公司共发生了5起同行业的并购投资业务，涉及门店121家。

### “新开+并购”并重，门店稳步扩张

公司长期坚持区域聚焦战略，兼顾市场广度的同时，注重区域市场的精耕细作和门店网络的密集布局，突显区域竞争优势。报告期内公司零售业务实现收入70.13亿元(+58.86%)，毛利率38.44%，同比下降0.49个pp；批发业务实现收入1.52亿元(+76.18%)，毛利率14.58%，同比下降4.51个pp；分产品来看，中西成药实现收入51.5亿元(+58.85%)，毛利率35.09%；中药实现收入7.30亿元(+55.76%)，毛利率43.49%；非药品实现收入12.80亿元(+62.62%)，毛利率46.21%。分地区来看中南地区、华东地区、华北地区分别实现收入30.36亿元(+27.81%)、32.67亿元(+62.25%)、8.52亿元，华东地区与华北地区维持了快速增长。报告期内公司持续推进“新开+并购”并重的战略，提升销售规模，门店网络布局日益成熟。2019年1-9月，公司净增门店805家，其中新开门店579家(含新开加盟店166家)，收购门店307家，关闭门店81家，公司门店总数达4416家(含加盟店335家)，直营门店经营面积为486,608平方米。其中，2019年7-9月，净增门店289家，新开门店211家(含新增加盟店79家)，收购门店103家，关闭门店25家。

### 重视精细化管控，具备长期发展动力

前三季度报告期内公司销售毛利率与销售净利率分别为39.63%、6.33%，较去年同期分别下降0.86pp、0.55pp，我们判断主要系带量采购以及税收影响等原因造成毛利率下滑。从费用控制上来看，公司销售费用率、管理费用率、财务费用率分别为25.69%、4.49%、0.71%；销售费用率有所下降(-1.8pp)，管理费用率(+0.8pp)和财务费用率(+0.45pp)均略有上升，管理费用率上升系1.员工薪酬增加，2.并购原因导致合并范围的增加3.公司并购重组、资产评估等中介机构咨询服务费有所增长，财务费用率增加系报告期借款利息费用增加。

### 估值与评级

公司优秀的外延并购整合能力推动业务规模与市占率的提升，规模效应与精细化的内部管理提升公司运行效率。预计2019-2021年公司净利润为5.52/7.33/9.71亿元。对应EPS为1.46/1.93/2.56元/股，维持“增持”评级。

**风险提示：**并购整合不及预期，门店拓展不及预期，行业政策风险，执业药师短缺等风险

### 投资评级

行业	医药生物/医药商业
6个月评级	增持(维持评级)
当前价格	87.68元
目标价格	元

### 基本数据

A股总股本(百万股)	378.92
流通A股股本(百万股)	362.69
A股总市值(百万元)	33,223.93
流通A股市值(百万元)	31,801.07
每股净资产(元)	11.39
资产负债率(%)	44.69
一年内最高/最低(元)	90.66/39.00

### 作者

郑薇 分析师  
SAC执业证书编号: S1110517110003  
zhengwei@tfzq.com

### 股价走势



资料来源：贝格数据

### 相关报告

- 《益丰药房-半年报点评:门店稳步扩张，2019年上半年经营规模进一步提升》2019-08-20
- 《益丰药房-年报点评报告:聚焦策略效果明显，业绩持续保持高增长》2019-04-10
- 《益丰药房-季报点评:营收提速，未来增长动力充足》2018-10-30

财务数据和估值	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	4,807.25	6,912.58	9,677.61	13,258.32	17,898.73
增长率(%)	28.76	43.79	40.00	37.00	35.00
EBITDA(百万元)	467.68	653.00	782.57	1,029.25	1,354.27
净利润(百万元)	313.50	416.41	551.61	733.01	971.27
增长率(%)	40.03	32.83	32.47	32.89	32.51
EPS(元/股)	0.83	1.10	1.46	1.93	2.56
市盈率(P/E)	105.98	79.79	60.23	45.32	34.21
市净率(P/B)	10.49	8.19	7.53	6.78	5.98
市销率(P/S)	6.91	4.81	3.43	2.51	1.86
EV/EBITDA	33.12	23.15	42.52	30.79	23.29

资料来源：wind，天风证券研究所

## 财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
货币资金	787.54	1,296.94	774.21	2,150.10	2,293.96
应收票据及应收账款	340.38	604.71	604.25	356.63	940.56
预付账款	211.47	202.73	362.36	448.61	623.57
存货	764.16	1,440.48	1,659.96	2,556.81	3,169.13
其他	1,252.99	696.98	1,342.81	1,261.81	1,304.79
<b>流动资产合计</b>	<b>3,356.54</b>	<b>4,241.83</b>	<b>4,743.58</b>	<b>6,773.97</b>	<b>8,332.00</b>
长期股权投资	0.00	27.58	27.58	27.58	27.58
固定资产	313.83	396.87	411.47	442.76	471.06
在建工程	1.38	19.71	47.83	76.70	76.02
无形资产	185.83	250.76	238.90	227.05	215.20
其他	924.99	2,931.40	2,833.94	2,783.57	2,779.80
<b>非流动资产合计</b>	<b>1,426.02</b>	<b>3,626.31</b>	<b>3,559.72</b>	<b>3,557.65</b>	<b>3,569.65</b>
<b>资产总计</b>	<b>4,782.56</b>	<b>7,868.14</b>	<b>8,303.30</b>	<b>10,331.62</b>	<b>11,901.65</b>
短期借款	0.00	5.00	243.20	0.00	0.00
应付票据及应付账款	1,238.91	2,200.09	2,484.01	3,930.13	4,823.60
其他	318.65	693.37	448.26	799.24	827.47
<b>流动负债合计</b>	<b>1,557.56</b>	<b>2,898.46</b>	<b>3,175.47</b>	<b>4,729.37</b>	<b>5,651.07</b>
长期借款	0.00	744.80	542.93	500.00	450.00
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	45.35	55.04	48.76	49.72	51.17
<b>非流动负债合计</b>	<b>45.35</b>	<b>799.84</b>	<b>591.69</b>	<b>549.72</b>	<b>501.17</b>
<b>负债合计</b>	<b>1,602.91</b>	<b>3,698.30</b>	<b>3,767.16</b>	<b>5,279.09</b>	<b>6,152.24</b>
少数股东权益	12.45	111.08	126.75	151.23	190.40
股本	362.69	376.81	378.92	378.92	378.92
资本公积	2,007.34	2,577.18	2,577.18	2,577.18	2,577.18
留存收益	2,804.51	3,681.95	4,030.48	4,522.39	5,180.09
其他	(2,007.34)	(2,577.18)	(2,577.18)	(2,577.18)	(2,577.18)
<b>股东权益合计</b>	<b>3,179.65</b>	<b>4,169.84</b>	<b>4,536.15</b>	<b>5,052.54</b>	<b>5,749.41</b>
<b>负债和股东权益总</b>	<b>4,782.56</b>	<b>7,868.14</b>	<b>8,303.30</b>	<b>10,331.62</b>	<b>11,901.65</b>

现金流量表(百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
净利润	317.47	441.57	551.61	733.01	971.27
折旧摊销	110.53	147.87	29.14	31.70	34.23
财务费用	(17.20)	9.71	10.27	3.06	(8.35)
投资损失	(34.90)	(65.07)	(75.64)	(62.96)	(51.33)
营运资金变动	408.02	755.48	(868.37)	1,189.59	(493.06)
其它	(466.72)	(778.86)	16.50	24.89	40.07
<b>经营活动现金流</b>	<b>317.20</b>	<b>510.71</b>	<b>(336.50)</b>	<b>1,919.28</b>	<b>492.82</b>
资本支出	248.91	2,293.17	66.29	79.04	48.55
长期投资	0.00	27.58	0.00	0.00	0.00
其他	(397.95)	(2,803.01)	(50.65)	(96.08)	(47.21)
<b>投资活动现金流</b>	<b>(149.04)</b>	<b>(482.26)</b>	<b>15.64</b>	<b>(17.04)</b>	<b>1.33</b>
债权融资	0.00	789.00	799.20	517.42	473.23
股权融资	3.65	570.67	(8.16)	(3.06)	8.35
其他	(57.72)	(833.26)	(992.91)	(1,040.70)	(831.89)
<b>筹资活动现金流</b>	<b>(54.07)</b>	<b>526.41</b>	<b>(201.87)</b>	<b>(526.35)</b>	<b>(350.30)</b>
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
<b>现金净增加额</b>	<b>114.09</b>	<b>554.86</b>	<b>(522.73)</b>	<b>1,375.90</b>	<b>143.85</b>

资料来源：公司公告，天风证券研究所

利润表(百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
<b>营业收入</b>	<b>4,807.25</b>	<b>6,912.58</b>	<b>9,677.61</b>	<b>13,258.32</b>	<b>17,898.73</b>
营业成本	2,882.58	4,166.08	5,854.95	8,021.28	10,828.73
营业税金及附加	34.75	46.95	67.74	92.81	125.29
营业费用	1,294.19	1,895.97	2,709.73	3,712.33	5,011.65
管理费用	199.38	267.74	348.39	477.30	644.35
研发费用	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
财务费用	(3.65)	13.28	10.27	3.06	(8.35)
资产减值损失	13.68	18.21	19.00	20.00	20.00
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	75.64	62.96	51.33
其他	(75.78)	(139.04)	(151.28)	(125.92)	(102.66)
<b>营业利润</b>	<b>427.19</b>	<b>578.32</b>	<b>743.16</b>	<b>994.49</b>	<b>1,328.39</b>
营业外收入	3.73	5.65	6.98	5.45	5.00
营业外支出	2.82	2.71	2.62	2.72	2.69
<b>利润总额</b>	<b>428.10</b>	<b>581.26</b>	<b>747.52</b>	<b>997.23</b>	<b>1,330.71</b>
所得税	110.63	139.70	179.40	239.33	319.37
<b>净利润</b>	<b>317.47</b>	<b>441.57</b>	<b>568.11</b>	<b>757.89</b>	<b>1,011.34</b>
少数股东损益	3.97	25.16	16.50	24.89	40.07
<b>归属于母公司净利润</b>	<b>313.50</b>	<b>416.41</b>	<b>551.61</b>	<b>733.01</b>	<b>971.27</b>
每股收益(元)	0.83	1.10	1.46	1.93	2.56

主要财务比率	2017	2018	2019E	2020E	2021E
<b>成长能力</b>					
营业收入	28.76%	43.79%	40.00%	37.00%	35.00%
营业利润	44.01%	35.38%	28.50%	33.82%	33.57%
归属于母公司净利润	40.03%	32.83%	32.47%	32.89%	32.51%
<b>获利能力</b>					
毛利率	40.04%	39.73%	39.50%	39.50%	39.50%
净利率	6.52%	6.02%	5.70%	5.53%	5.43%
ROE	9.90%	10.26%	12.51%	14.96%	17.47%
ROIC	12.41%	20.79%	16.53%	17.00%	29.78%
<b>偿债能力</b>					
资产负债率	33.52%	47.00%	45.37%	51.10%	51.69%
净负债率	-24.77%	-12.18%	0.55%	-32.31%	-31.67%
流动比率	2.16	1.46	1.49	1.43	1.47
速动比率	1.66	0.97	0.97	0.89	0.91
<b>营运能力</b>					
应收账款周转率	16.33	14.63	16.01	27.60	27.60
存货周转率	6.43	6.27	6.24	6.29	6.25
总资产周转率	1.07	1.09	1.20	1.42	1.61
<b>每股指标(元)</b>					
每股收益	0.83	1.10	1.46	1.93	2.56
每股经营现金流	0.84	1.35	-0.89	5.07	1.30
每股净资产	8.36	10.71	11.64	12.94	14.67
<b>估值比率</b>					
市盈率	105.98	79.79	60.23	45.32	34.21
市净率	10.49	8.19	7.53	6.78	5.98
EV/EBITDA	33.12	23.15	42.52	30.79	23.29
EV/EBIT	37.10	25.94	44.16	31.77	23.90

### 分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们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，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

### 一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

### 特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

### 投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

### 天风证券研究

北京	武汉	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号 邮编：100031 邮箱：research@tfzq.com	湖北武汉市武昌区中南路 99 号保利广场 A 座 37 楼 邮编：430071 电话：(8627)-87618889 传真：(8627)-87618863 邮箱：research@tfzq.com	上海市浦东新区兰花路 333 号 333 世纪大厦 20 楼 邮编：201204 电话：(8621)-68815388 传真：(8621)-68812910 邮箱：research@tfzq.com	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼 邮编：518000 电话：(86755)-23915663 传真：(86755)-82571995 邮箱：research@tfzq.com