益丰药房（603939.SH） 精益求精、拥抱创新，长期成长价值彰显

2021 年 08 月 19 日

——公司首次覆盖报告

投资评级：买入（首次）

蔡明子（分析师） 古意涵（联系人）

caimingzi@kysec.cn guyihan@kysec.cn

证书编号：S0790520070001 证书编号：S0790121020007

日期	2021/8/18
当前股价(元)	57.16
一年最高最低(元)	110.23/42.48
总市值(亿元)	410.85
流通市值(亿元)	399.62
总股本(亿股)	7.19
流通股本(亿股)	6.99
近 3 个月换手率(%)	48.51

股价走势图



数据来源：聚源

● 内生外延稳步扩张，精细化管理优势凸显，首次覆盖，给予“买入”评级

益丰药房长期坚持区域聚焦战略，门店可复制性强，内生增速稳健，并购门店盈利能力突出，公司积极承接处方外流，提升专业服务能力，通过精细化管理提升经营效率，业绩有望持续增长。我们预计 2021-2023 年公司归母净利润分别为 9.64/12.61/16.11 亿元，对应 EPS 分别为 1.34/1.75/2.24 元，当前股价对应 P/E 分别为 42.6/32.6/25.5 倍，益丰药房内生外延并进、精细化管理拉动业绩高速增长，未来成长空间大，给予一定估值溢价，首次覆盖，给予“买入”评级。

● “内生+外延”并进，门店扩张提速拉动业绩高速增长

公司上市后开启了快速扩张阶段，2015-2020 年门店总数 CAGR 达 41.3%，截至 2021Q1，公司在湖南、湖北、上海等 9 个省市开设 6279 家连锁药店（含 693 家加盟店），区域话语权高。在内生发展方面，公司舰群型布局充分满足顾客需求、选址系统高度成熟化，2015-2020 年新开门店 CAGR32.7%，加速拉动公司业绩增长；2015-2020 年老店占比逐年提升，由 61.4%增长至 69.6%，净利率较高的老店占比带来较大利润弹性。外延扩张方面，公司近年并购步伐加快，收购标的连续超额完成业绩承诺，成为公司业绩高速增长重要推力。公司上市后募集资金集中用于门店建设，例如于 2020 年 5 月发行 15.81 亿可转债，用于新建门店、老店升级以及补充运营资金，助力业绩增长。

● 承接处方外流、精细化管理助力业绩高增长可持续

在承接处方外流方面，公司加速建设 DTP 药房与慢病管理药房，提升会员黏性，截至 2020 年底，公司拥有 DTP 专业药房 40 余家；医保门店增长迅速，盈利能力有望加速提升，截至 2020 年底，公司拥有 4448 家医保定点门店，医保门店数占比由 62.3%增长至 83.05%。在精细化管理方面，公司自有品牌和独家品牌建设日益完善，多元化经营“大健康药房”新业态，配套先进的物流配送支持，提升会员黏性；持续建设 O2O 健康云服务平台，实现会员精准服务；建立海南益丰互联网医院，延伸服务场景，提升专业服务能力，赋能线下门店。

● 风险提示： 门店并购后业绩不及预期；集采扩面短期对药品零售价产生影响。

财务摘要和估值指标

指标	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	10,276	13,145	15,905	20,313	25,687
YOY(%)	48.7	27.9	21.0	27.7	26.5
归母净利润(百万元)	544	768	964	1,261	1,611
YOY(%)	30.6	41.3	25.5	30.8	27.7
毛利率(%)	39.0	38.0	39.2	39.0	38.8
净利率(%)	5.3	5.8	6.1	6.2	6.3
ROE(%)	12.9	15.0	15.6	17.7	19.1
EPS(摊薄/元)	0.76	1.07	1.34	1.75	2.24
P/E(倍)	75.6	53.5	42.6	32.6	25.5
P/B(倍)	9.1	7.8	6.8	5.8	4.9

数据来源：聚源、开源证券研究所

目 录

1、 公司概况：立足华南，以“新开+并购+加盟”模式布局全国的医药零售龙头企业 4
1.1、 聚焦区域发展战略，中南华东市场领先，逐步完善全国医药零售布局 4
1.2、 股权结构清晰，员工激励充分 4
2、 “内生+外延”并进，门店扩张提速拉动业绩高速增长 6
2.1、 坚持区域聚焦战略，逐步拓展全国市场 6
2.2、 门店扩张提速带来收入利润高速增长，盈利能力稳步提升 8
2.3、 优势之一：舰群型布局充分满足顾客需求，选址系统成熟维持低关店率，新增自建门店占比高便于标准化管理 11
2.4、 优势之二：整合能力强，并购门店盈利能力突出，外延扩张贡献业绩 13
2.5、 优势之三：募集资金配套支持，现金流充裕，为门店内生增速提升及外延扩张奠定基础 18
3、 承接处方外流、精细化管理推动业绩高速增长 20
3.1、 承接处方外流模式不断推进，专业服务能力显著提升 20
3.1.1、 政策促进院外市场加速发展 20
3.1.2、 积极承接处方外流，持续推进慢病管理 21
3.2、 精细化管理持续提升经营效率 21
3.2.1、 实施精品战略，强化自主品牌建设，多元化经营 21
3.2.2、 物流中心保证配送效率 22
3.2.3、 会员管理提升黏性 22
3.2.4、 电商布局持续推进，与线下门店协同发展 23
3.2.5、 建立海南益丰互联网医院，延伸服务场景，提升专业服务能力，赋能门店 25
4、 盈利预测与投资建议 25
4.1、 详细模型拆分 25
4.2、 盈利预测与投资建议 27
5、 风险提示 28
附：财务预测摘要 29

图表目录

图 1： 聚焦区域发展战略，中南华东市场领先，逐步完善全国医药零售布局 4
图 2： 股权结构清晰（截止至 2021 年 3 月） 5
图 3： 公司逐步向中部、东部、北部其他地区延伸 7
图 4： 中南、华东地区收入占比较高，新布局的华北地区收入增长迅速 8
图 5： 公司最早密集布局的中南地区毛利率较高 8
图 6： 上市以来公司门店（家）增长迅速，2015-2020 年门店总数 CAGR 达 41.3% 9
图 7： 2015-2020 年公司直营门店数 CAGR38.1% 9
图 8： 2016-2020 年公司加盟门店数 CAGR 达 129.2% 9
图 9： 2015-2020 年新增自建门店数 CAGR32.7% 10
图 10： 2015-2020 年新增并购门店数 CAGR32.2% 10
图 11： 2015-2020 年公司营业收入 CAGR35.8% 10
图 12： 2015-2020 年公司归母净利润 CAGR34.3% 10
图 13： 2015-2020 年公司毛利率保持稳定 11
图 14： 2015-2020 年公司净利率稳步提升 11

图 15: 通过旗舰店形成品牌影响力，通过其他店型进行区域市场深度扩展和品牌渗透（单位：家）.....12
图 16: 门店整体坪效维持稳定，旗舰店坪效提升趋势明显（单位：元/平方米）.....12
图 17: 2016-2020 年平均关店率仅为 1.82%.....13
图 18: 2015-2021Q1 公司新增门店基本以自建为主.....13
图 19: 自 2015 年起公司加大行业并购步伐.....14
图 20: 2015-2021Q1 公司整体费用率保持稳定.....17
图 21: 公司应收账款回款速度自 2019 年逐渐加快.....17
图 22: 公司存货周转天数处于行业平均水平.....17
图 23: 控股子公司收入(亿元)增长迅速.....18
图 24: 公司在手现金充足，为门店内生增速提升及外延扩张奠定基础.....20
图 25: 2016-2020 年公司医保门店数 CAGR 达 47.4%.....20
图 26: 2016-2020 年公司医保门店占比逐年提升.....20
图 27: 公司会员人数及会员销售占比持续增长.....23
图 28: 益丰药房持续建设运营网上药店官方商城.....23
图 29: 公司持续投入 O2O 健康云服务平台建设.....24
图 30: 益丰药房 O2O 健康云服务平台实现会员精准服务.....25

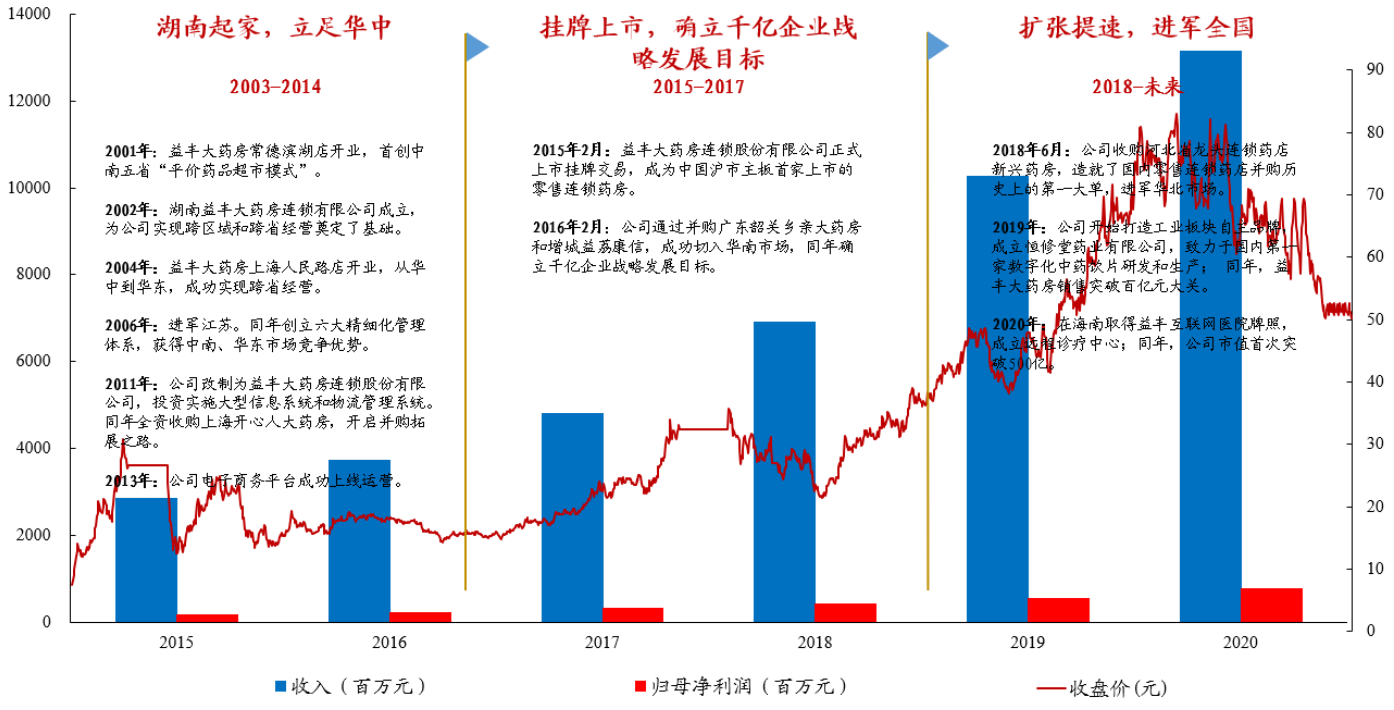
表 1: 公司高管通过益丰药房投资等平台持有公司股份.....5
表 2: 公司员工激励充分.....6
表 3: 截至 2021Q1，公司在全国 9 个省市开设 6279 家连锁药店.....7
表 4: 区域聚焦逐步拓展全国市场.....8
表 5: 益丰药房“商圈定位法”形成“舰群型”门店布局.....12
表 6: 2018 年起公司并购门店加速.....14
表 7: 收购标的高质量完成业绩承诺.....18
表 8: 上市后募集资金给公司提供资金支持.....19
表 9: 2016-2020 年各品类销售占比基本稳定.....21
表 10: O2O 健康云服务平台建设实现会员精准服务.....24
表 11: 关键假设.....26
表 12: 益丰药房内生外延扩张、精细化管理有望贡献业绩，未来成长空间大，给予一定估值溢价.....27
表 13: 益丰药房盈利预测.....27

1、 公司概况：立足华南，以“新开+并购+加盟”模式布局全国的医药零售龙头企业

1.1、 聚焦区域发展战略，中南华东市场领先，逐步完善全国医药零售布局

益丰药房大药房连锁股份有限公司成立于 2008 年 6 月，2015 年 2 月公司在上海证券交易所上市。益丰药房以药品零售经营为主要业务，专注医药零售行业 20 载，成为医药零售的领军者，先后布局医药零售、医药批发、中药饮片生产销售、慢病管理、互联网医院、医疗项目投资和医疗科技开发等大健康业态；公司聚焦区域发展战略，已经在中南、华东市场取得领先地位，通过“新开+并购+加盟”，不断拓展全国市场，将公司零售板块从中南华东逐渐辐射至全国。

图1：聚焦区域发展战略，中南华东市场领先，逐步完善全国医药零售布局



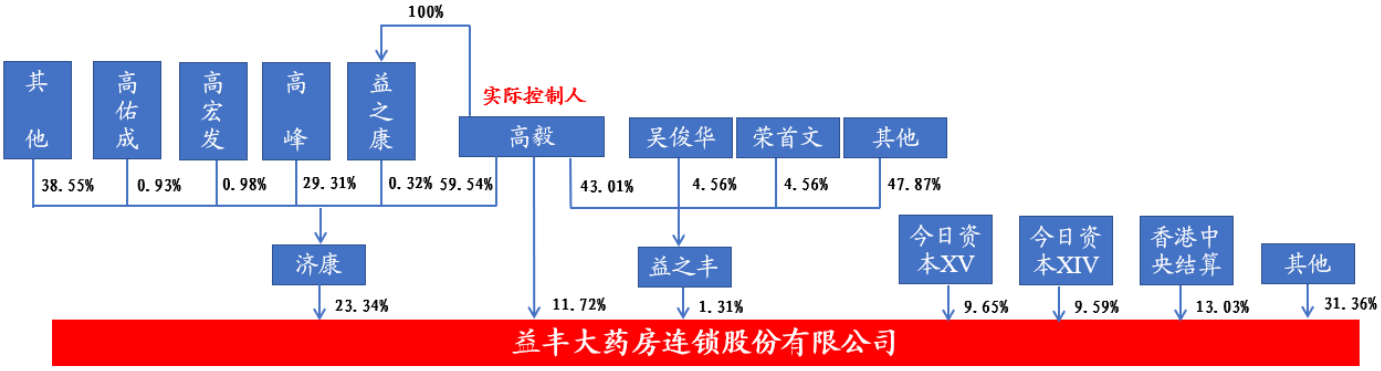
资料来源：公司公告、公司官网、开源证券研究所

1.2、 股权结构清晰，员工激励充分

公司股权结构清晰，核心高管通过持股平台持有股份，员工激励到位。公司实际控制人为董事长高毅先生，直接+间接合计持有公司 26.3%股份，对公司控制权集中。济康、益之丰为公司员工持股平台，部分高管也通过持股平台持有公司股份。2019 年 6 月 18 日，公司向 122 名股权激励对象（2 名高管+120 名核心管理、技术人员）授予 211.65 万股限制性股票，授予价格为 28.60 元/股。2020 年 4 月 24 日，公司向 52 名激励对象（3 名高管+49 名核心管理、技术人员）授予 68.67 万股限制性股票，授予价格为 34.70 元/股，两次股权激励累计授予 174 人。医药零售作为劳动密集型产业，覆盖面较广的股权激励有望充分调动员工的积极性以及提升公司凝聚力，公司持续推出员工激励有利于保障公司的可持续发展。

今日资本是公司重要战略股东，合计持有公司 19.22%股权。今日资本（中国）有限公司是一家国际性投资基金，成立于 2005 年。根据今日资本官网数据，截至 2021 年 8 月，今日资本独立管理 25 亿美元基金，主要投资行业包括：零售、消费品、医药、互联网。投资团队拥有丰富投资及管理经验，未来有望在零售、互联网等领域为公司带来持续助力。

图2：股权结构清晰（截止至 2021 年 3 月）



资料来源：公司公告、Wind、开源证券研究所

表1：公司高管通过益丰药房投资等平台持有公司股份

	在本公司任职/亲属关系	间接持股主体	在间接持股主体所占股权比例	间接持有公司股权比例
高毅	董事长、总裁	济康	59.54%	13.90%
		益之丰	43.01%	0.56%
高峰	董事（高毅弟弟）	济康	29.13%	6.80%
高宏发	高毅、高峰的父亲	济康	0.98%	0.23%
高佑成	董事、常务副总裁	济康	0.93%	0.22%
陈斌	监事会主席	济康	0.49%	0.11%

资料来源：公司公告、开源证券研究所

表2：公司员工激励充分

股权激励计划授予日	姓名	职位	获授的限制性股票数量（万股）	获授限制性股票占授予总量的比例（%）	获授限制性股票占当前总股本比例（%）
2019 年 6 月 18 日	王永辉	副总裁	15	5.67	0.04
	肖再祥	副总裁	9	3.4	0.02
	核心管理人员、核心业务（技术 人员（共 120 人）		187.65	70.95	0.5
	预留限制性股票		52.85	19.98	0.14
	合计		264.5	100	0.7
2020 年 4 月 24 日	汪飞	高级管理人员	2.8	0.7672	0.0053
	田维	高级管理人员	3.43	0.9398	0.0065
	邓剑琴	高级管理人员	2.24	0.6137	0.0042
	核心管理人员、核心业务（技术）人员（共 49 人）		60.2	16.4941	0.1134
	合计		68.67	18.8147	0.1293

资料来源：公司公告、开源证券研究所

2、 “内生+外延”并进，门店扩张提速拉动业绩高速增长

2.1、 坚持区域聚焦战略，逐步拓展全国市场

2001 年，益丰大药房在湖南常德开设第一家门店，在中南五省开创“平价药店超市之先河”；2002 年成立湖南益丰大药房连锁有限公司，为公司实现跨区域和跨省经营奠定了基础；2003 年公司改革供应链，创立“顾客、药厂、益丰”三得利经营模式，深受消费者好评，又于 2004 年、2005 年、2009 年进军上海市、湖北省、浙江省，取得中南华东区的市场领先地位；2018 年公司收购河北新兴大药房，进入华北市场，未来有望不断扩张版图，逐步辐射全国。

公司已成为国内区域领先的大型医药零售连锁企业，截至 2021Q1，公司在湖南、湖北、上海等 9 个省市开设 6279 家连锁药店。

表3：截至 2021Q1，公司在全国 9 个省市开设 6279 家连锁药店

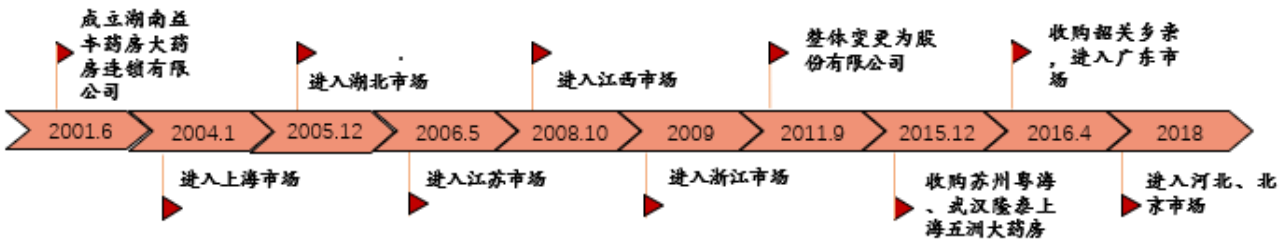
	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021Q1
直营店总数	599	660	810	1065	1512	1979	3442	4366	5356	5586
加盟店总数	0	0	0	0	23	80	169	386	635	693
总门店数	599	660	810	1065	1535	2059	3611	4752	5991	6279
当期新增直营门店数	138	70	156	262	480	516	1505	1020	1074	288
其中新开	-	-	-	199	287	349	546	639	820	195
其中并购	-	-	-	63	193	167	959	381	254	53
当期新增加盟店					23	57	89	217	249	58
当期关闭门店数	2	9	6	7	33	49	42	96	84	18
当期净增加门店数（注）	136	61	150	255	470	524	1552	1141	1239	328
覆盖省份	6	6	6	6	7（新增广东）	7	9(新增北京、河北）	9	9	9

数据来源：公司公告、开源证券研究所

注：当期净增门店数=当期新增直营门店数+当期新增加盟门店数-当期关闭门店数

从扩张策略来看，益丰药房采取的是“区域聚焦”战略，从 2001 年成立初到 2015 年都在中南及华东六省深耕，2016 年进军广东市场，2018 年进入华北地区（河北省、北京市）。区域聚焦的主要优势在于：当在某个区域的市场占有率较高时，药店企业对上游厂家的议价权相应提高，毛利提升空间大；另一方面，在某一区域形成规模之后，竞争压力相对较小，公司可以专注向其他地区扩张。

图3：公司逐步向中部、东部、北部其他地区延伸



资料来源：公司官网、公司公告、开源证券研究所

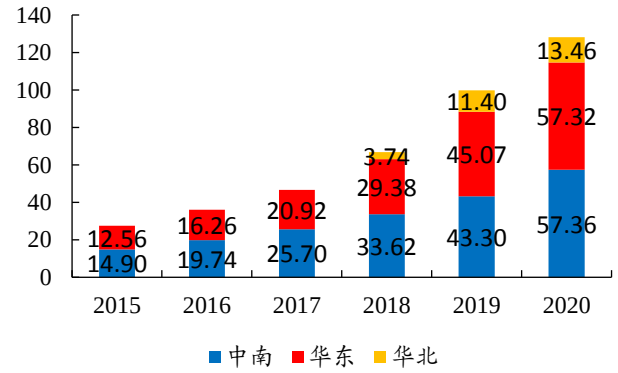
从密集布局的区域来看，公司以中南、华东市场为中心，逐步向中部、东部其他区域延伸，并已在中南、华东地区取得了领先的市场竞争优势。总体上，公司在各地区的发展基本平衡，华北地区作为新布局地区发展迅速。作为公司最早布局的中南地区，营业收入、毛利率均具有优势，“区域聚焦”战略成效显著。

表4：区域聚焦逐步拓展全国市场

门店数量（家）	2015	2016	2017	2018	2019	2020
中南地区	559	813	1,146	1,633	2,159	2,858
YOY		45.44%	40.96%	42.50%	32.21%	32.38%
华东地区	506	699	913	1,482	2,035	2,456
YOY		38.14%	30.62%	62.32%	37.31%	20.69%
华北地区	0	0	0	496	558	677
YOY					12.50%	21.33%
合计	1,065	1,512	2,059	3,611	4,752	5,991
YOY		41.97%	36.18%	75.38%	31.60%	26.07%

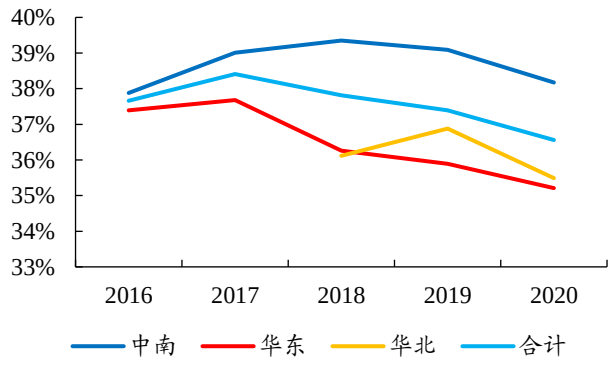
数据来源：公司公告、开源证券研究所

图4：中南、华东地区收入占比较高，新布局的华北地区收入增长迅速



数据来源：公司公告、开源证券研究所

图5：公司最早密集布局的中南地区毛利率较高

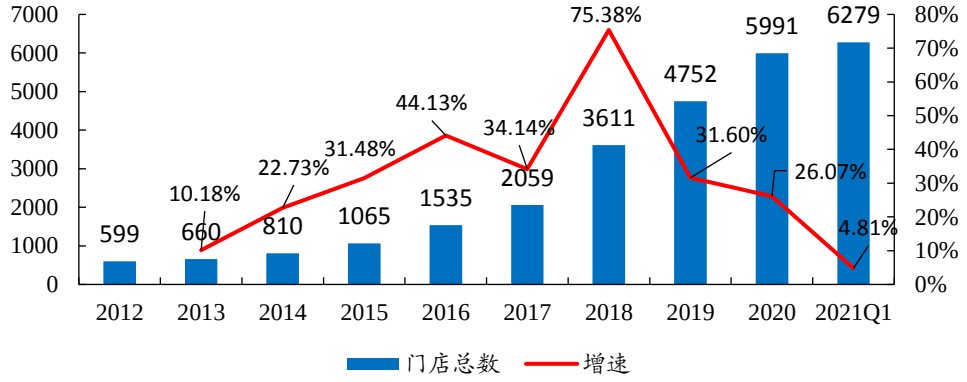


数据来源：公司公告、开源证券研究所

2.2、 门店扩张提速带来收入利润高速增长，盈利能力稳步提升

公司上市后开启了快速扩张阶段：上市前公司门店不到 1000 家，平均每年新增门店不到 150 家，2015 年初上市后，随着现金流的改善，公司门店扩张明显加快，战略也由“自建为主”逐渐转向“自建+并购+加盟”。截至 2020 年 12 月 31 日，公司门店数由 2015 年末的 1065 家，增长至 5991 家，CAGR 达 41.3%，截至 2021Q1，公司门店数量达到 6279 家（含 693 家加盟店），门店增长迅速。

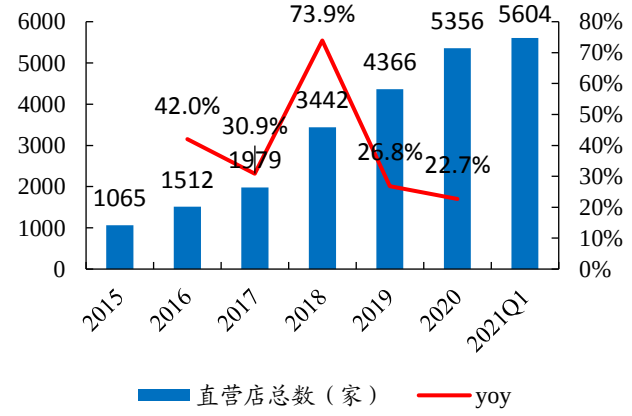
图6：上市以来公司门店（家）增长迅速，2015-2020 年门店总数 CAGR 达 41.3%



数据来源：公司公告、开源证券研究所

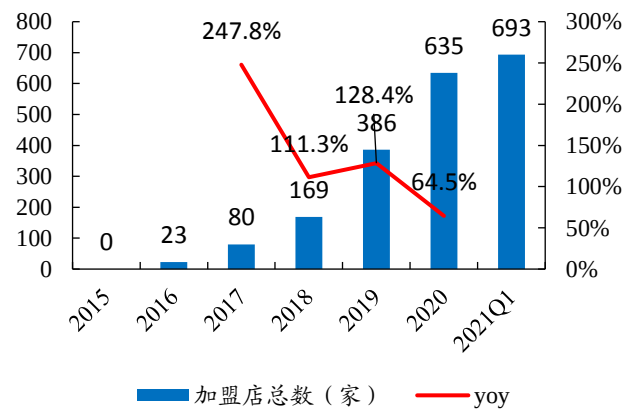
从不同类型门店数来看，2015-2020 年公司直营门店数由 1065 家增长至 5356 家，CAGR38.1%，2021Q1 增长至 5604 家。直营门店中，自建门店提速增长，2015-2020 年新增自建门店逐年增加，CAGR32.7%；2018 年并购门店大幅增长，2019-2020 年公司致力于门店整合，并购速度放缓，2015-2020 年新增并购门店数 CAGR32.2%。公司自 2016 年开始通过加盟模式进行扩张，2016-2020 年加盟门店数由 23 家增长至 635 家，CAGR 高达 129.2%，2021Q1 增长至 693 家。

图7：2015-2020 年公司直营门店数 CAGR38.1%



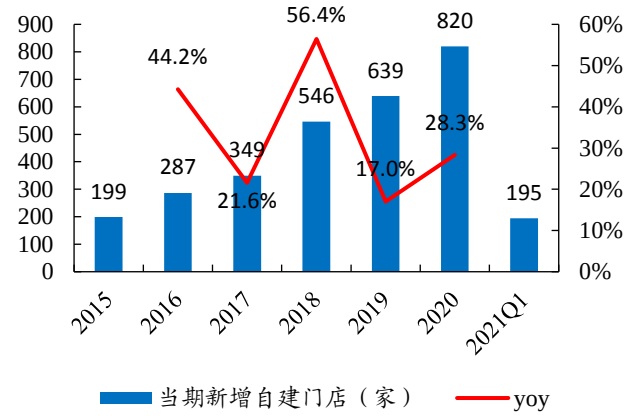
数据来源：公司公告、开源证券研究所

图8：2016-2020 年公司加盟门店数 CAGR 达 129.2%



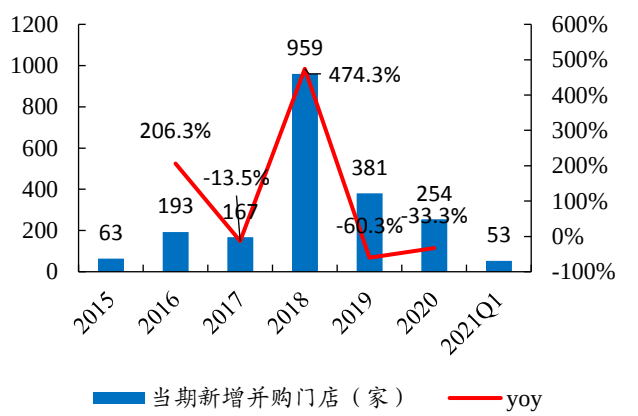
数据来源：公司公告、开源证券研究所

图9：2015-2020 年新增自建门店数 CAGR32.7%



数据来源：公司公告、开源证券研究所

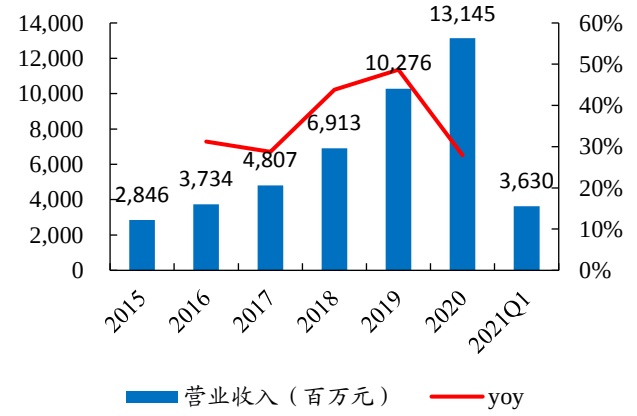
图10：2015-2020 年新增并购门店数 CAGR32.2%



数据来源：公司公告、开源证券研究所

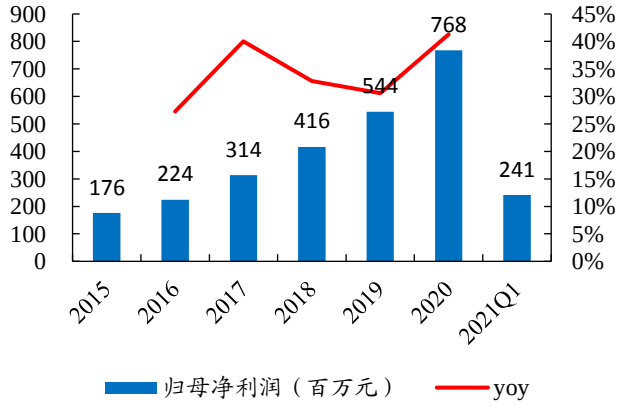
门店扩张提速带来收入利润高速增长。公司自上市以来扩张速度明显加快，新增门店逐渐为公司贡献收入和业绩。2015-2020 年公司营业收入由 28.5 亿元增长至 131.45 亿元，CAGR35.8%；归母净利润由 1.8 亿元增长至 7.7 亿元，CAGR34.3%。未来随着公司零售网络日益完善，门店布局更加广阔，公司营收和业绩有望保持高速增长。

图11：2015-2020 年公司营业收入 CAGR35.8%



数据来源：公司公告、开源证券研究所

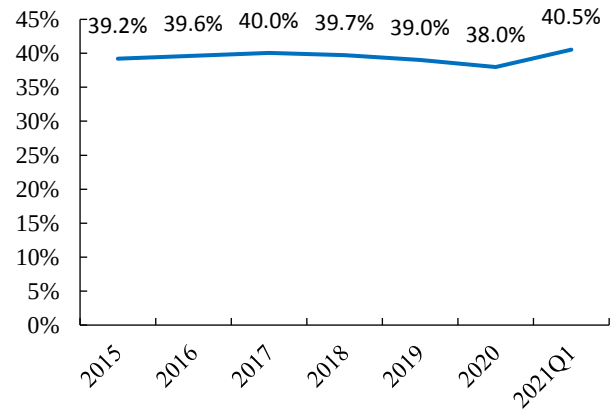
图12：2015-2020 年公司归母净利润 CAGR34.3%



数据来源：公司公告、开源证券研究所

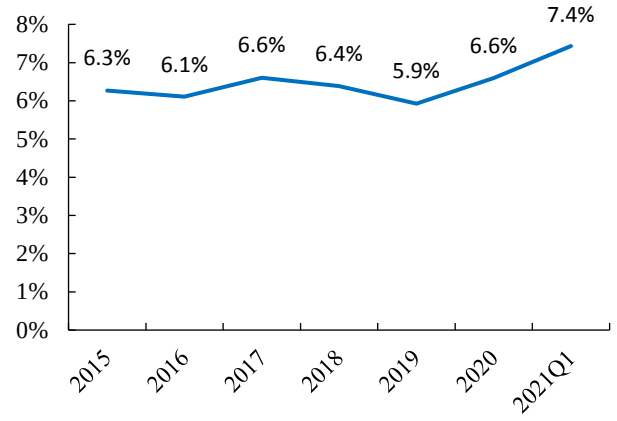
毛利率保持稳定，净利率稳步提升。2015-2020 年公司毛利率维持在 38.0%-40%，2021Q1 提升至 40.5%。公司净利率稳步上升，从 2015 年 6.3%增长至 2020 年 6.6%，2021Q1 净利率提升至 7.4%。随着公司规模不断扩大，对上游厂商的议价能力不断提升，整体管理成本不断摊薄，盈利能力有望逐步增强。

图13：2015-2020 年公司毛利率保持稳定



数据来源：Wind、开源证券研究所

图14：2015-2020 年公司净利率稳步提升



数据来源：Wind、开源证券研究所

2.3、优势之一：舰群型布局充分满足顾客需求，选址系统成熟维持低关店率，新增自建门店占比高便于标准化管理

益丰药房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的“舰群型”门店布局。旗舰店具有面积大、品类全、客流量高、能够提供“一站式”服务的优势，开业后能够迅速在当地形成经营规模和品牌影响力，但选址工作的难度及门店成本较大；社区店经营覆盖半径小，品类相对集中，服务更加具有针对性和便利性，客户忠诚度高，经营成本较低。**公司通过旗舰店形成公司在区域的品牌影响力，而通过区域中心店、中型社区店和小型社区店形成该区域的深度扩展和品牌渗透，不断深入区域市场。**

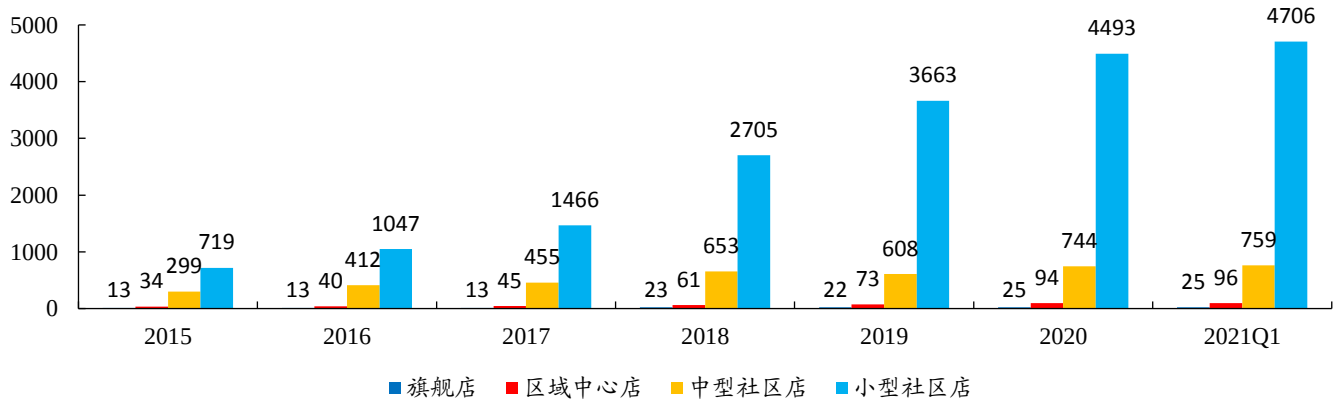
从各店型门店数量来看，截至 2021Q1，公司拥有旗舰店 25 家、区域中心店 96 家、中型社区店 759 家、小型社区店 4706 家。从坪效来看，门店整体坪效维持稳定，其中旗舰店坪效提升趋势明显，自 2015 年 100.58 元/平方米增长至 2021Q1 的 146.18 元/平方米。

表5：益丰药房“商圈定位法”形成“舰群型”门店布局

店型	旗舰店	区域中心店	中型社区店	小型社区店
商圈类型	城市繁华商贸区或超大型社区	区域商业中心或大型社区	社区商贸区或中型社区	小型社区
细分商圈	交通繁忙区、金融区、医院区、办公区、娱乐区	大型住宅区、城镇中心区、文教区、生活主干道区	中型住宅区、生活主干道区	小型住宅区、生活主干道区
辐射商圈范围（半径）	3000 米	1500 米	800 米	500 米
周边业态	有大型百货商场、购物中心、商业步行街、娱乐休闲中心、服装专卖、影院、银行等	有服装店、餐饮、专卖店、便利店、政府机构、医院、学校、车站码头、银行、企事业单位等	有便利店、服装店、茶室、美容美发店、餐饮、干洗店、银行等生活所需要的业态	有便利店、服装店、茶室、美容美发店、餐饮、干洗店等生活所需要的业态
集客点（50 米内）	大型百货商场\ 购物 中心\商业步行街、超大社区的出入口	社区广场\便民服务中心\社区会所\公交车场\车站\菜市场\社区出口	社区服务站\社区广场\超市\社区出口	社区服务站\小超市\社区广场\社区出口
顾客来源	以购物、休闲、娱乐人 流、居民为主要顾客	以上下班、购物、办事人流为主要顾客	以住户为主要顾客	以住户为主要顾客

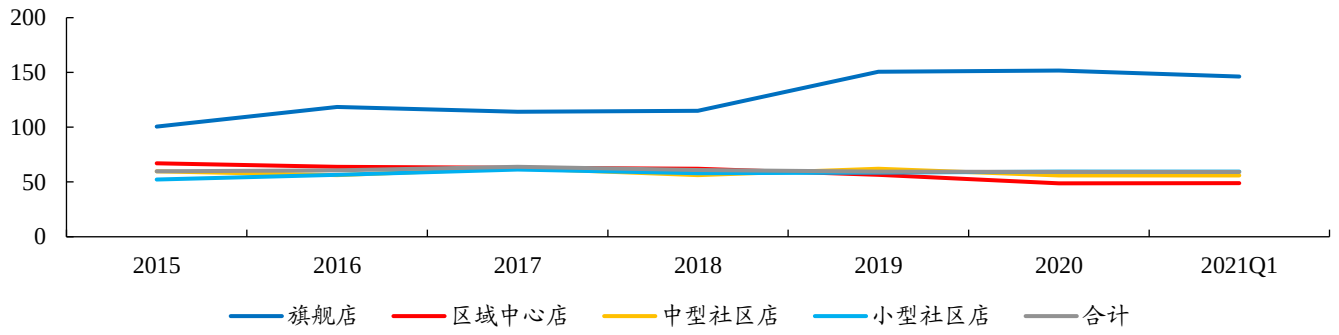
资料来源：公司公告、开源证券研究所

图15：通过旗舰店形成品牌影响力，通过其他店型进行区域市场深度扩展和品牌渗透（单位：家）



数据来源：公司公告、开源证券研究所

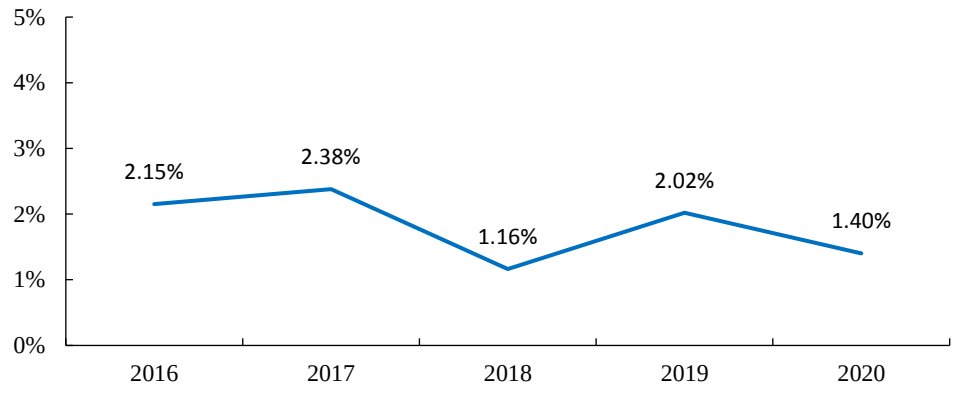
图16：门店整体坪效维持稳定，旗舰店坪效提升趋势明显（单位：元/平方米）



数据来源：公司公告、开源证券研究所

受益于公司在前期规划及选址的科学性，门店关店率整体呈下降趋势，2016-2020 年平均关店率仅为 1.82%，行业平均关店率约为 2.31%。

图17：2016-2020 年平均关店率仅为 1.82%

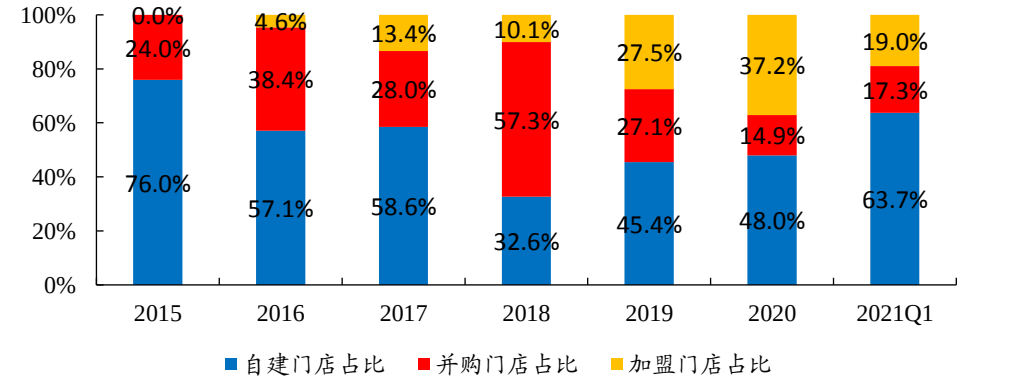


数据来源：公司公告、开源证券研究所

注：关店率=当期关闭门店数/门店总数

新增自建门店占比高，加强对核心市场的把控度。公司在上市前门店扩张基本依靠自建，上市后并购门店数量显著增长，但新增自建门店仍然是门店扩张的主力，2015-2020 年新增自建门店数占新增门店数比重整体高于其他门店类型，除了 2018 年公司并购大幅提速新增较多并购门店，其余年度均以自建门店为主。自建门店占比高便于总部进行标准化管理，对核心市场进一步把控。

图18：2015-2021Q1 公司新增门店基本以自建为主



数据来源：公司公告、开源证券研究所

注：分母为当期新增门店数，不包含关闭门店

2.4、优势之二：整合能力强，并购门店盈利能力突出，外延扩张贡献业绩

上市以来公司并购步伐加大，不断加快门店网络拓展，巩固中南华东华北，逐步拓展全国市场。2015 年起公司开始通过并购进行扩张，2018 年战略性收购华北重要标的新兴药房，进入河北、北京市场，收购 959 家门店，2019-2020 年更专注于前期收购门店整合，分别收购 381 家、254 家门店。

图19：自 2015 年起公司加大行业并购步伐



数据来源：公司公告、开源证券研究所

表6：2018 年起公司并购门店加速

时间	事件	收购金额（万元）	门店数（家）	并购的股份	营业收入（万元）	PS
2015.08	收购苏州市粤海大药房有限公司 100%股权	7439.9	1	100%	2014 年：13322.94	0.558
2015.08	收购上海五洲大药房有限公司	2700	5	100%	2014 年：2757	0.979
2015.08	收购武汉隆泰大药房有限公司 100%股权	7100	34	100%	2014 年：11183	0.635
2015.08	收购宜昌市广福堂药品零售有限公司	3580	11	100%	2014 年：3571	1.002
2015.08	收购江西采森大药房连锁有限公司	2480	12	100%	2014 年：3670	0.676
2016.02	收购荆州市广生堂医药保健品有限公司	（4,468.00 万元+实际净资产）*80%-固定资产、低值易耗品评估值	29	80%	2015 年：7804	/
2016.03	收购韶关市乡亲药房连锁有限公司持有的 51 家门店资产和业务	9,900.00 万元+（目标公司净资产-目标公司固定资产评估价值）	51	100%	2015 年：13601.59	/
2016.07	收购宿迁市玖玖药品超市连锁有限公司	5648	55	100%	2015 年：6467	0.873
2016.07	收购宿迁佳和医药连锁有限公司	5000	36	100%	2015 年：6438	0.777
2017.05	收购广州康信大药房连锁有限公司	6,600.00 万元+实际净资产-转入新公司固定资产的评估价值	34	100%	2016 年：7080	/
2018.01	收购浏阳天顺所有及控制的 43 家门店的相关资产	3500+（950 购买存货）	43	100%	2016 年：4485.27	0.992
2018.01	九州药房将旗下资产和业务重组注入九州医药，资产重组后，标的公司共持有 62 家零售药店资产和业务，江苏益丰药房再购买重组后九州医药 51%的股权	16830	62	51%	2016 年：16,829.55	1
2018.01	交易对方将其持持有或控制的 139 家门店资产和业务重组注入新天顺，公司收购新天顺 60%的股权	4020	139	60%	2016 年：13,824.67	0.291

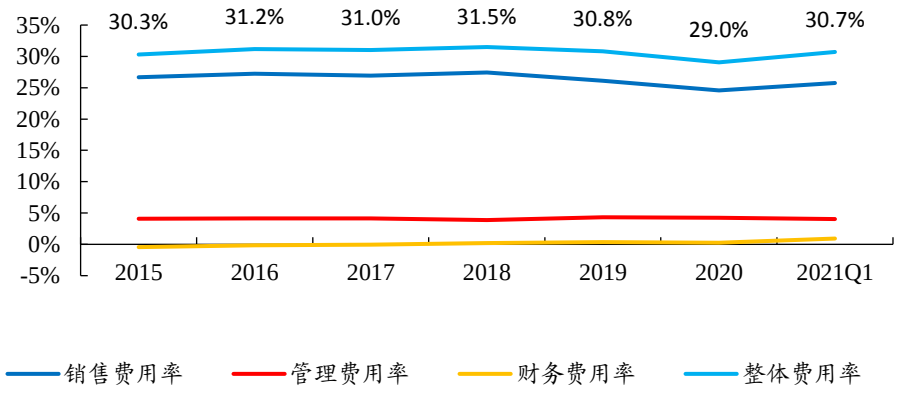
时间	事件	收购金额（万元）	门店数（家）	并购的股份	营业收入（万元）	PS
2018.06	收购新兴药房	138358.71	462	86%	2017 年：90491.66	1.529
2018.08	上海益丰药房收购上海上虹大药房连锁有限公司 51%的股权，上虹药房现有 53 家门店和 2 家诊所	14280	53	51%	2017 年：23,184.96	0.616
2018.08	江苏益丰药房收购江苏市民大药房连锁有限公司以及北塘区康寿乐食品商行、梁溪区德慈诊所 53%的股权，交易标的共包括 10 家连锁药店、1 家门诊部、1 家保健品公司以及 1 家诊所和 1 家食品商行	13250	10	53%	2017 年：14,184.25	0.934
2018.11	上海益丰药房收购上海隆顺堂有限公司 51%的股权，其余 8 家公司为上海隆顺堂有限公司的 100%全资子公司	2958	9	51%	-	-
2019.01	江苏益丰药房收购盱眙百草堂医药连锁有限公司 51%的股权，涉及门店 45 家	5763	45	51%	-	-
2019.01	江苏益丰药房收购淮安市济生医药连锁有限公司共 49 家门店 51%的股权	4411.5	49	51%	-	-
2019.01	江苏益丰药房收购江苏健康人大药房连锁有限公司 51%的股权，涉及门店 80 家	6885	80	51%	-	-
2019.06	湖北益丰药房收购其武汉市爱尔康大药房有限公司分立成立的新公司 80%的股权	3200	44	80%	-	-
2019.09	江苏益丰药房收购泗洪县时代医药连锁有限公司共 54 家门店的 60%的股权	4200	54	60%	-	-
2019.09	荆州广生堂收购湖北济阳堂大药房连锁有限公司共 18 家门店 70%的股权	1265.6	18	70%	-	-
2019.10	公司收购其重组新设立的公司 70%的股权	1106	10	70%	-	-
2019.10	公司全资子公司江苏益丰药房与丁沛生签署《徐州恩奇医药连锁有限公司重组收购框架协议》，收购其重组新设立的公司共 31 家门 65%的股权，股权转让价格为（股权溢价 3600 万元+核定净资产）*65%	（股权溢价 3600 万元+核定净资产）*65%	31	65%	-	-
2019.10	全资子公司江苏益丰与丁沛生签署《徐州恩奇医药连锁有限公司重组收购框架协议》，收购其重组设立的新公司 65%的股权，该项目股权转让手续已于 2020 年 3 月完成。	2470	31	65%	-	-
2020.08	公司与罗林英、罗林源、李亚利、吴贵华、蒋敏红、李明签署《永州罗氏协和大药房连锁有限责任公司重组收购框架协议》，收购其重组设立的新公司 65%股权	2990	51	65%	-	-
2020.09	新兴药房控股子公司沧州新兴与袁金峰、刘晓惠签署《沧州市五洲大药房连锁有限公司重组收购框架协议》,收购其重组设立的新公司 60%股权	2400	40	60%	-	-
2020.10	公司全资子公司湖北益丰与尹胜芳、余萍签	1680	20	70%	-	-

时间	事件	收购金额（万元）	门店数（家）	并购的股份	营业收入（万元）	PS
	署《麻城市心连心大药房连锁有限公司重组收购框架协议》，收购其重组设立的新公司70%股权					
2020.10	公司全资子公司江苏益丰的控股子公司如东益丰大药房连锁有限公司与黄信敏、林勇、林尧文、余秀燕、余乐琴签署《南通本草大药房连锁有限公司、南通市崇川区鑫诚诊所、如皋本草中医诊所重组收购框架协议》，收购其重组设立的新公司 80%股权	4240	11	80%	-	-
2020.11	公司控股子公司上海益丰的全资子公司苏州市粤海大药房有限公司与苏州绿味餐饮管理有限公司、苏州市瑞儿福健康管理有限公司、湖州久程企业管理合伙企业(有限合伙)签署《苏州永熙堂医药连锁有限公司股权转让协议重组收购框架协议》，收购苏州永熙堂医药连锁有限公司 70%股权	3360	28	70%	-	-
2020.11	公司全资子公司湖北益丰与黄耀华签署《湖北康华大药房连锁有限公司重组收购框架协议》，收购其重组设立的新公司 80%股权	2800	49	80%	-	-
2020.11	公司全资子公司江西益丰与夏永球、夏勇兵签署《江西省景德镇健民大药房连锁有限公司重组收购框架协议》，收购其重组设立的新公司 65%股权	7,020 万元+核定净资产*65%	78	65%	-	-
2020.11	公司与李丙滋、黎逢明签署《平江益丰大药房金华药店等 11 家药房重组收购框架协议》，收购其重组设立的新公司 80%股权	910	11	80%	-	-

资料来源：公司公告、开源证券研究所

公司整合能力强，扩张提速的同时公司整体费用率保持稳定。公司自 2015 年上市以来处于扩张期，门店数量增长较快，且新开店及并购门店均有一定的培育期或整合期，期间的促销费用较多、客流尚需培育等原因导致销售费用上涨，公司在扩张阶段整体费用率仍保持了稳定水平。

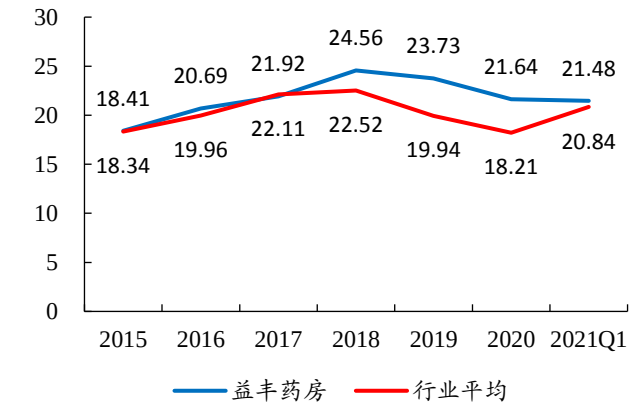
图20：2015-2021Q1 公司整体费用率保持稳定



数据来源：Wind、开源证券研究所

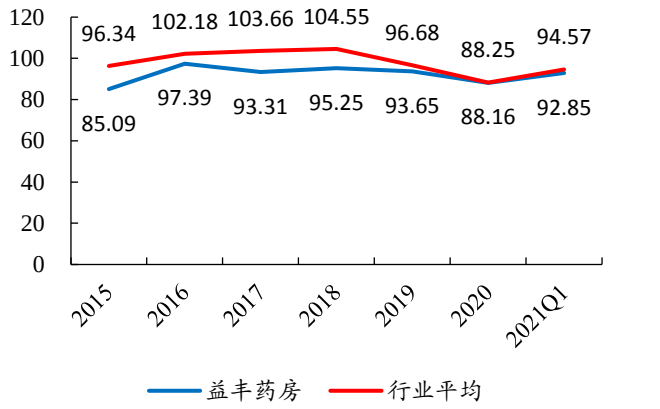
快速扩张下公司运营能力维持稳定，应收账款回款速度逐渐加快。2015-2018 年，公司扩张加速，应收账款周转天数呈提升趋势，略高于行业平均水平，随着公司经营规模扩大，规模效应逐渐显现，自 2019 年开始应收账款周转天数逐渐减少，回款速度逐渐加快。2015-2021Q1 存货周转天数较为稳定，处于行业平均水平。

图21：公司应收账款回款速度自 2019 年逐渐加快



数据来源：Wind、开源证券研究所

图22：公司存货周转天数处于行业平均水平



数据来源：Wind、开源证券研究所

收购标的高质量完成业绩承诺。在收购标的中，河北新兴药房对公司贡献最大，其贡献在 2019 年占营业收入比为 10.26%。河北新兴药房系公司于 2018 年通过发行股份及支付现金对其实施重大资产重组，并于 2018 年 9 月并表。新兴药房创立于 2002 年，是河北规模最大的连锁药房企业，2016-2017 年在中国零售药店企业的综合竞争力排名中列第 20 位，截至 2018Q1，新兴药房拥有直营门店 462 家，其中石家庄 218 家，沧州 70 家，衡水 51 家，邯郸 48 家，廊坊 22 家，唐山 16 家，张家口 16 家，邢台 12 家，覆盖了河北 11 个地级市中的 8 个，另北京还有 9 家，因此收购新兴有利于益丰药房在华北地区站稳脚跟，将布局区域由原来的七省市（华东、中南）扩大至九省市。并购时新兴承诺 2018-2020 年净利润不低于 6500 万元、8450 万元以及 9950 万元，对应增速分别为 44%、30%、17.8%，3 年 CAGR 为 30%。截至 2020 年末，新兴全年实现营业收入 13.49 亿元，净利润 1.06 亿元，超过业绩承诺 9950 万元。整体看，公司收购标的连续 3 年超额完成业绩承诺，显示出公司较强的管理输出能力和整合能力。

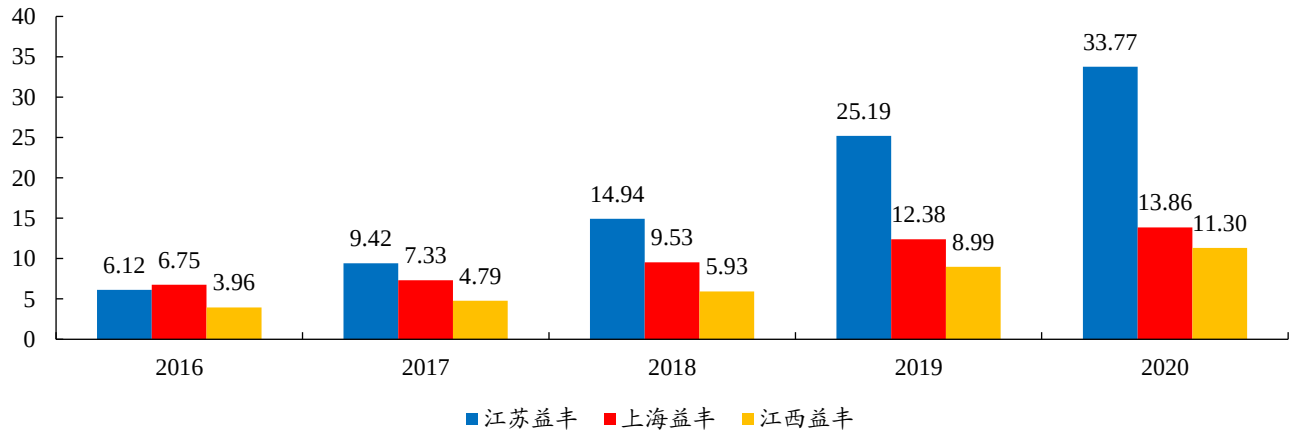
表7：收购标的高质量完成业绩承诺

年份		新兴药房	九州药房	江苏市民	健康人
2020	实际净利润	10591.03	3174.61	1469.87	1318.99
	承诺净利润	9950	2281	1300	682
	完成率	106.44%	139.18%	113.07%	193.40%
2019	实际净利润	9343.41	2982.63	1583.92	723.4
	承诺净利润	8450	1983	1300	620
	完成率	110.57%	150.41%	121.84%	116.68%
2018	实际净利润	6391.13	2015.18	1551.9	1646.61
	承诺净利润	6500	1725	1340	1300
	完成率	98.33%	116.82%	115.81%	126.66%

数据来源：公司公告、开源证券研究所

子公司贡献业绩。益丰药房的子公司收入和净利润增长较快，江苏、上海及江西的益丰药房子公司合计收入从 2016 年的 16.83 亿元增长至 2020 年的 58.93 亿元，CAGR 达 36.79%；合计净利润从 2016 年的 0.87 亿元增长至 2020 年的 5.76 亿元，CAGR 达 60.38%，子公司净利润增长高于收入增长，盈利能力增强。

图23：控股子公司收入(亿元)增长迅速



数据来源：公司公告、开源证券研究所

2.5、优势之三：募集资金配套支持，现金流充裕，为门店内生增速提升及外延扩张奠定基础

公司于 2020 年 5 月发行 15.81 亿可转债，其募投项目分别为：江苏益丰医药产品分拣加工一期 1.6 亿，上海益丰医药产品智能分拣中心 1.3 亿，江西益丰医药产业园建设一期 0.8 亿，新建连锁药店 6.81 亿（投资总额 12.59 亿），老店升级改造 1 亿，数字化智能管理平台建设 0.4 亿，补充流动资金 3.9 亿。通过建设物流配送中心，可以提升上海、江苏、江西配送效率，下降单位配送成本，提升送货及时率，从而提升门店存货周转及运营效率；通过新建门店及老店升级，可以扩大市场份额及市场辐射能力，助力业绩持续增长，以及改善公司门店形象，提升消费者购物体验；通过建设数字化智能管理平台，可以提升公司运营效率及盈利能力；通过补充流动资金，进行新店培育及促销、专业化服务能力提升战略、精品战略、运营管理的优化、人才与文化建设等需要资金支持，助力公司良性发展。

公司现金及现金等价物余额呈现上升趋势，公司于 2020 年 5 月发行 15.81 亿元可转债，其中 3.9 亿用来补充流动资金，此外公司拟发行不超过 10 亿的超短期融资券。截至 2021Q1，公司现金及现金等价物期末余额为 21.06 亿元，现金流充裕，为门店内生增速提升及外延扩张奠定基础。

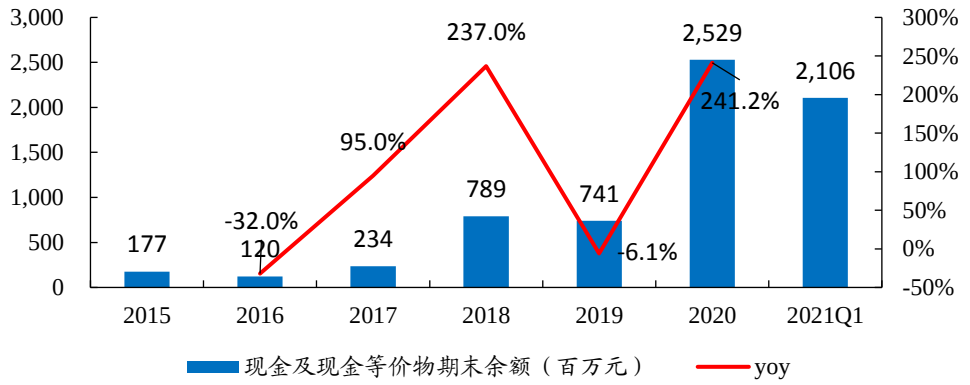
表8：上市后募集资金给公司提供资金支持

时间	类别	募集总额（亿）	募投项目	拟用金额（亿）	详细
2015.02	IPO	7.79	营销网络建设项目（门店建设）	6.11	拟分四年建设 800 家门店
			补充流动资金等其他与主营业务相关的营运资金	1.15	补充流动资金等
2016.06	定增	13.55	收购苏州粤海 100%股权项目	0.74	拥有自营特大药品零售门店 1 家，2014 年收入约 1.3 亿元
			O2O 健康云服务平台建设及运营推广项目	1.5	CRM 信息系统、“益健康”员工通 app、中台支持系统及数据中心建设
			连锁药店建设项目	11.3	拟分 3 年建设 1000 家门店
2018.08	银行并购贷款	8.3	支付或置换收购新兴药房 86.31%股权对价款	8.3	支付或置换收购新兴药房 86.31%股权对价款
2018.10	定增	5.99	购买新兴药房 37.35%股权	5.99	购买新兴药房 37.35%股权
2019.08	超短期融资券（拟发行，已获准注册）	不超过 10 亿	偿还金融机构借款、补充营运资金	不超过 10 亿	偿还金融机构借款、补充营运资金
2020.05	可转债	15.81	新建连锁药店项目	6.8	新建连锁药店项目
			江苏益丰药房医药产品分拣加工一期项目	1.6	江苏益丰药房医药产品分拣加工一期项目
			上海益丰药房医药产品智能分拣中心项目	1.3	上海益丰药房医药产品智能分拣中心项目
			江西益丰药房医药产品园建设一期项目	0.8	江西益丰药房医药产品园建设一期项目
			老店升级改造	1	老店升级改造
			数字化智能管理平台建设项目	0.4	数字化智能管理平台建设项目
			补充流动资金	3.9	补充流动资金
	合计	51.44		51.44	

资料来源：公司公告、开源证券研究所

注：合计金额不包含超短期融资券项目

图24：公司在手现金充足，为门店内生增速提升及外延扩张奠定基础



数据来源：公司公告、开源证券研究所

3、 承接处方外流、精细化管理推动业绩高速增长

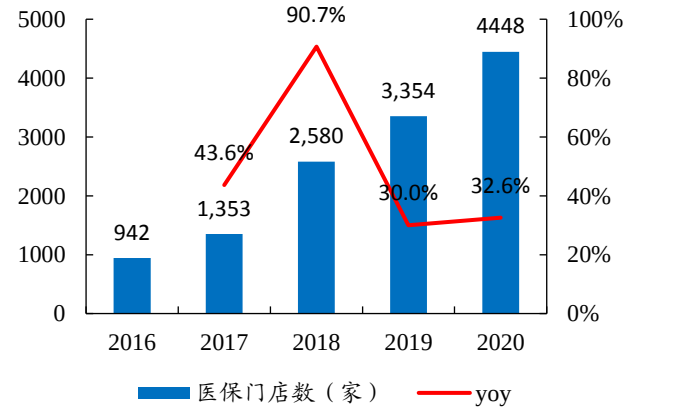
3.1、 承接处方外流模式不断推进，专业服务能力显著提升

3.1.1、 政策促进院外市场加速发展

我国药品集采进入常态化，医保“两定”管理办法明确符合规定条件的定点零售药店可申请纳入门慢、门特资质；国家通过“双通道”政策将定点零售药店纳入医保药品的供应保障范围，并实行与医疗机构统一的支付政策，零售药店纳入统筹的范围，促进院外市场加速发展；此外，处方流转平台逐步落地亦加速了院外市场发展，处方外流提速。

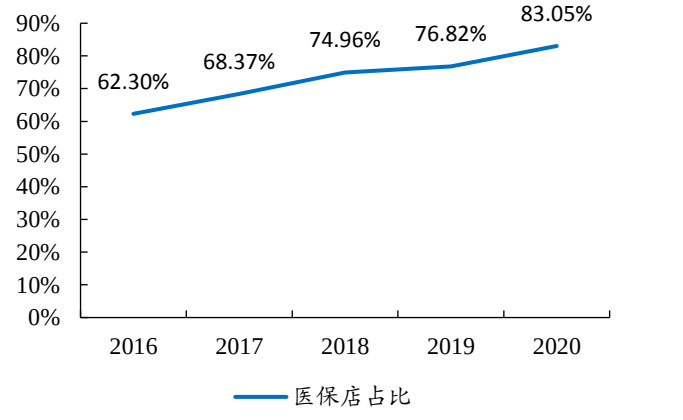
截至 2020 年底，益丰药房共有 4448 家医保定点门店，较 2020 年新增 1094 家，2016-2020 年公司医保门店数 CAGR 达 47.4%，医保门店增长迅速；2016-2020 年，公司医保门店数占直营门店总数比重由 62.3%增长至 83.05%，医保门店占比逐年提升。与此同时，益丰药房 2020 年经营国家谈判指定医保报销品种 80 个，较 2019 年新增 10 个。我们认为医保定点门店以及医保报销品种双重提升将加速医保收入的提升，提升公司盈利能力。

图25：2016-2020 年公司医保门店数 CAGR 达 47.4%



数据来源：公司公告、开源证券研究所

图26：2016-2020 年公司医保门店占比逐年提升



数据来源：公司公告、开源证券研究所

3.1.2、 积极承接处方外流，持续推进慢病管理

在药品集采常态化、院外市场加速发展的背景下，专业服务将成为药店的核心竞争力。公司承接处方外流模式不断推进，专业服务能力显著提升:

（1）院边店是处方外流的重要一环，可以做到便利性、专业性，便捷的购药地点将是患者的首选，也是药品经营者的首选。公司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，未来力争实现二甲以上医院的全覆盖;

（2）与传统的零售药店相比，DTP 药房主要经营品种以抗肿瘤、丙肝、自身免疫系统疾病方面的新特药为主，专注领域集中，强调通过专业化服务产生与患者的长期合作粘性。DTP 药房是处方药的重要流向。公司大力推动与处方药厂家的战略合作，打造 DTP 专业药房。截至 2020 年底，公司建成 DTP 专业药房 40 余家，经营国家谈判指定医保报销品种 80 个，医院处方外流品种近 400 个，与超过 100 家供应商建立了 DTP/DTC 战略合作伙伴关系；与国家集采品种生产厂家谈判取得重大进展，引进集采中标品种近 200 个，进一步降低了采购成本，提升了集采品种的竞争力和贡献率;

（3）对慢病和处方药的专业化管理，通过会员体系和顾客服务研究，对慢病及处方药顾客进行分析研究，开展慢病专柜、专区、专店，配备专业员工，为患者提供专业化的目标管理、用药指导和用药提醒，提升会员顾客的依从度，截至 2020 年底，公司拥有 354 家特慢病统筹医保定点门店，并建立慢病管理专店 426 家，建档并深度维护慢病会员 36.3 万，增加慢病会员用药依从性和全生命周期的健康管理服务，2020 年公司会员销售占比达 79.1%。

3.2、 精细化管理持续提升经营效率

3.2.1、 实施精品战略，强化自主品牌建设，多元化经营

公司产品结构主要包括中西成药、中药、非药品。近几年公司各品类销售占比基本稳定，商品结构未发生重大变化，中西成药是公司经营的主要品种，其收入占比从 2016 年的 68.02%上升至 2020 年的 70.18%;非药品在所有品类中增长最快，2020 年的增速为 55.42%，高于整体增速。

2020 年公司通过商品质量疗效三层评估体系对上游供应链进行了进一步的优化，遴选优质厂家作为核心供应商，在确保商品疗效、品质的前提下，为顾客提供更具性价比的优质商品，截至 2020 年底，共完成对 1000 多家生产厂家的质量保证体系考察与评估，与近 900 家供应商建立了精品战略合作关系，建立了品类覆盖相对完善的精品商品体系；通过对商品购进、仓储、配送体系的完善和优化，在确保商品满足率的前提下，库存周转率和物流配送成本进一步降低。

表9：2016-2020 年各品类销售占比基本稳定

	2016	2017	2018	2019	2020
中西成药	68.02%	68.27%	70.88%	71.75%	70.18%
中药	12.48%	13.81%	12.04%	11.34%	9.35%
非药品	19.50%	17.92%	17.08%	16.91%	20.46%

数据来源：公司公告、开源证券研究所

自有品牌和独家品牌建设日益完善。2016 年公司强化了以中药饮片为主导品类的“恒修堂”自主品牌建设，重点加大中药饮片、中药养生品、滋补品专柜等产品的品种结构优化、品质等级提升、营销方式创新，加快了中药品类的同比增长速度。2019 年 1 月 30 日，公司全资子公司益丰药房医药与自然人刘朝晖共同投资设立恒修堂药业有限公司，认缴注册资本 5,000 万元，其中益丰药房医药认缴出资 4,750 万元，占注册资本的 95%，刘朝晖认缴出资 250 万元，占注册资本的 5%。恒修堂设立后，主要用于发展“恒修堂”品牌，开展中药饮片业务的研发、生产及品牌推广业务，进一步提升公司门店中药饮片业务的竞争力。

积极尝试多元化经营的“大健康药房”新业态。通过线下线上为会员提供针对性的康复、保健、预防、养生、护理等健康管理服务，在更广义的健康领域为顾客提供更高级别的专业服务和更多元的健康商品。在商品方面，持续推进商品精品战略，从药品出发，向中药养生、保健食品、保健器械、母婴用品、个人护理用品及与健康相关联的便利品等延伸；在服务方面，从药学服务出发，向预防保健、用药跟踪、慢病管理、健康生活顾问、提供全方位健康管理方案等领域延伸；在业态方面，通过开设中医馆、中医坐堂、门诊部、店内简易门诊以及互联网医疗等方式，向诊疗延伸。

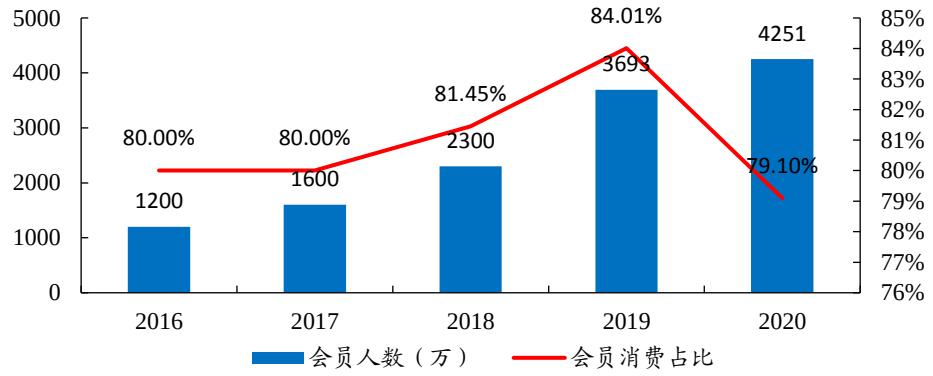
3.2.2、 物流中心保证配送效率

公司建立并持续升级湖南、湖北、江苏、上海、江西、广东、河北七大现代化物流中心，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、AGV 货到人技术、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。2020 年，公司持续推进数字化物流运营系统建设，完成了 WMS 的更新升级，上线 TMS（益达通）实现了物流配送全过程的可视化与有效管控，上线来货预约系统实现了与供应商的高效协同，上线薪资核算系统进一步提升了运营管理效率，同时基本完成未来数字化智慧物流运营系统的规划与设计工作，为益丰药房供应链提供更好的数字化运营保障。

3.2.3、 会员管理提升黏性

截至 2020 年末，公司拥有会员人数 4251 万，较 2020 年会员人数增长 15.11%，会员销售占比高达 79.1%。公司基于 SAP/ERP 信息系统平台量身打造了与业务紧密相联的会员管理 SCRM 系统，并不断升级。目前，升级的 SCRM 系统以会员数据管理为基础，采用精准会员标签、成长值等级、生命周期多种方法进行会员分类，打造会员个性化的营销与服务体系，基于业务以及用户洞察，借助相关信息技术及互联网技术进行会员数据的分析挖掘，实现高效智能化的会员信息管理、精准营销、线上线下整合营销、健康档案管理、药师咨询、员工学习等多个集约化管理功能。升级的 SCRM 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，提高会员的满意度和忠诚度，提升公司的核心竞争力。

图27：公司会员人数及会员销售占比持续增长



数据来源：公司公告、开源证券研究所

3.2.4、 电商布局持续推进，与线下门店协同发展

公司于 2013 年启动医药电商业务，建立并运营了 B2C 益丰药房网上药店官方商城，入驻天猫医药馆、京东商城、一号店等开设旗舰店构建了多平台体系。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，实施以 O2O 为主要业务发展目标的“B2C+O2O” 双轮驱动的电商战略。

2020 年，公司传统 B2C 业务依靠供应链优势和精细化运营保持了利润和销售的同步提升；O2O 上线直营门店超过 4,400 家，24 小时营业配送门店超过 300 家，覆盖了公司线下所有主要城市，并能快速覆盖并购项目和加盟项目门店，拣货时效、配送时效、订单满足率和人效均处于行业领先水平；CRM 系统进一步升级，会员精准营销突显优势，会员深度服务项目取得阶段性进展，盈利模式基本落地，新媒体运营处于行业领先水平，内容运营能力快速提升；医药电商运营逐步升级到集团化医药新零售体系，基于会员、大数据、生态化的医药新零售信息系统搭建基本成型。

图28：益丰药房持续建设运营网上药店官方商城



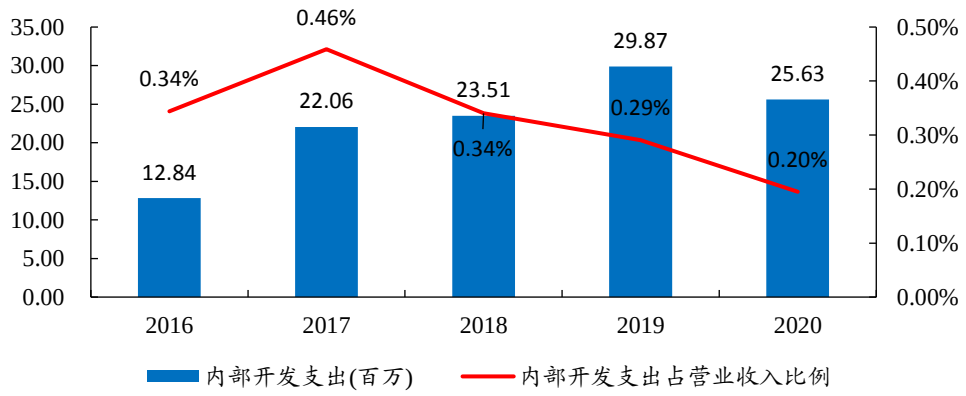
资料来源：益丰药房药网

公司建立了强大的技术研发团队，并与外部先进的国际软件公司开展深度合作，全面打造线上线下一体化的数字化和智能化系统。通过益丰药房健康 APP、小程序、微信商城、微信公众号、会员精准营销等的运用，为线下门店带来持续增量的订单

和客流；通过建设互联网医院、处方中台、远程问诊、预付卡等便捷服务，实现用户的黏性与企业品牌的提升；通过对公司主数据治理、建立 OpenX 快速开发平台和 DEVOPS 系统，对企业内部进行资源整合与梳理，实现公司业务可以快速响应市场变化，提升公司的市场竞争能力；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、自动化物流设备以及移动门店管理益店掌系统，打造了从上游供应商到门店的高效供应链体系，实现供应商智能订货，门店智能补货，业务运作和管理效率不断提升。在持续的研发投入下，目前公司由业务中台、数据中台和技术中台组成的三中台战略建设体系逐步形成。

公司重视 O2O 业务发展。2015 年 5 月，公司启动 O2O 健康云服务平台建设及运营推广项目，投资总额达 1.5 亿元。建设 O2O 健康云服务平台的内部开发支出持续增加，从 2016 年的 1284 万增加至 2020 年的 2563 万。截至 2020 年底，O2O 上线门店超过 4400 家，覆盖了公司线下所有主要城市，并能快速覆盖并购项目和加盟项目门店，拣货时效、配送时效、订单满足率和人效均处于行业领先水平。

图29：公司持续投入 O2O 健康云服务平台建设



数据来源：公司公告、开源证券研究所

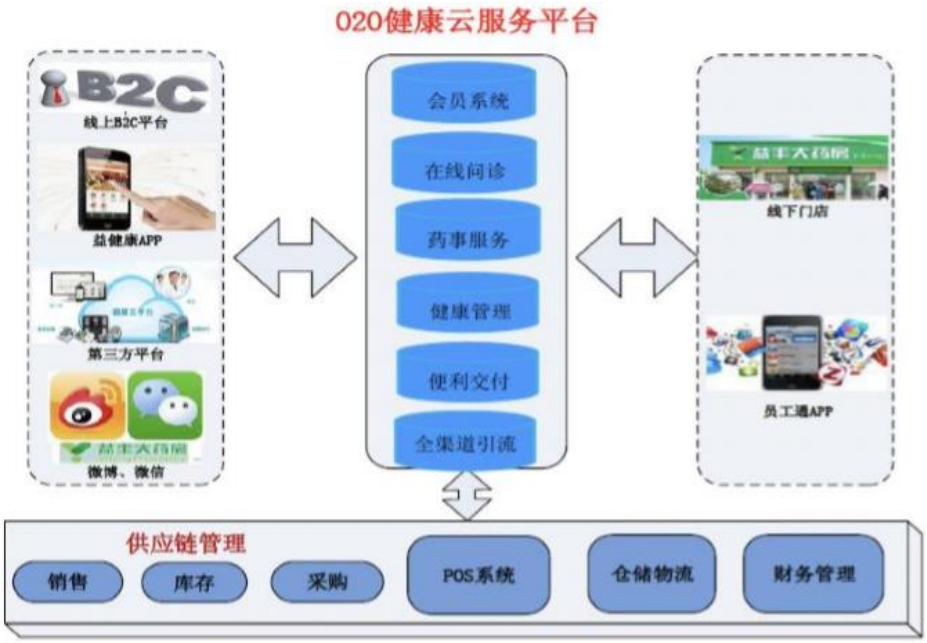
O2O 健康云服务平台建设项目主要包括 CRM 信息系统、“益健康”APP、“员工通”APP、中台支撑系统以及数据中心建设，以公司 4251 万会员客户为核心，满足会员的在线健康咨询、轻问诊、慢病管理、病友交流等方面的需求。同时，通过对会员交易全过程的相关数据分析建立大数据体系，对会员进行精准服务，指导其从用药、养生、生活习惯等多方面进行健康管理，提高会员的在线体验。

表10：O2O 健康云服务平台建设实现会员精准服务

业务版块	项目名称	投资金额（万元）
CRM 信息系统	客户 360 系统、智能推荐系统、统一呼叫中心、慢病管理系统、健康管理系统	3740
“益健康”APP	“益健康”APP、微信矩阵平台、智能药房平台、“益健康”商城 APP	5520
“员工通”APP	店员“员工通”PASS 平板辅助系统、“员工通”APP	1830
中台支撑系统	O2O 中台系统、电商物流系统、第三方接口平台、门店 WIFI 网络环境建设	2360
数据中心建设	会员数据仓库、多渠道商品信息数据仓库、知识库、智能报表系统	1550

资料来源：公司公告、开源证券研究所

图30：益丰药房 O2O 健康云服务平台实现会员精准服务



资料来源：公司公告

3.2.5、 建立海南益丰互联网医院，延伸服务场景，提升专业服务能力，赋能门店

2020 年 6 月，公司注册设立海南益丰互联网医院，益丰远程诊疗中心，获得互联网医院牌照。益丰远程诊疗中心是一家实体医疗机构，益丰互联网医院是基于益丰远程诊疗中心申办的一家互联网医疗机构。

提供互联网诊疗等多项专业服务，提升专业服务能力，增强用户黏性，赋能线下门店。益丰互联网医院与益丰远程诊疗中心以公司线下门店和会员为依托，秉承“做专业温暖的健康顾问”的理念，打造线上+线下、全科+专科的家庭医生及居家药师全渠道、全方位的立体式服务体系。海南益丰互联网医院配置了专职及兼职签约医师，为顾客提供互联网诊疗、处方流转平台、家庭私人医生、健康管理、轻问诊、患者教育等服务，致力于为用户提供高质量、高效率、便捷的医疗服务和优质的健康咨询管理，通过互联网技术降低用户医疗成本，提高用户体验。此外，益丰互联网医院与益丰远程诊疗中心的业务将有利于为线下连锁药店提供“互联网+医疗健康”支持服务，提升药店的专业服务能力,帮助药店提升用户的信赖度和忠诚度，提升线下药店客流、客单价的增长。

与三甲医院合作建设互联网医院，链接专业医师资源。益丰药房与湖南中医药大学第二附属医院达成合作，湖南中医药大学第二附属医院又名湖南省中医院，为国家重点建设中医院，其前身是创建于 1934 年的湘省国医院，医院历史悠久，是一所综合功能齐全、专科优势突出、中医药特色鲜明的省级综合性三级甲等中医院。2020 年 12 月 15 日，益丰药房互联网医院正式上线，湖南中医药大学第二附属医院超过 200 位专家教授在线上接受患者问诊，提供健康咨询、常见病复诊、电子处方等医疗服务。

4、 盈利预测与投资建议

4.1、 详细模型拆分

模型关键假设：

根据公司招股书公布的新门店成长周期数据，新门店实现盈利在 1-2 年之内，在次年营业收入增长较快，1-2 年之后开始进入平稳期。我们假设公司保持整体稳定的开店速度，新开门店以自建为主，1-2 年门店收入保持较快增长，3-4 年老店收入稳定增长。

表11：关键假设

	2017	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E
一、医药零售模型							
医药零售模型值							
医药零售收入（百万元）	4578.88	6550.67	9596.54	12246.15	14722.78	18734.18	23607.10
YOY	*30.1%*	*43.1%*	*46.5%*	*27.6%*	*20.2%*	*27.2%*	*26.0%*
医药零售净利润（百万元）	300.89	390.48	526.93	743.76	931.93	1218.29	1554.58
YOY	*38.9%*	*29.8%*	*34.9%*	*41.1%*	*25.3%*	*30.7%*	*27.6%*
医药零售净利率	6.6%	6.0%	5.5%	6.1%	6.3%	6.5%	6.6%
医药零售实际值							
医药零售收入（百万元）	4573.31	6543.16	9589.28	12251.00	14728.61	18741.60	23616.45
YOY	*30.1%*	*43.1%*	*46.6%*	*27.8%*	*20.2%*	*27.2%*	*26.0%*
模型值 - 实际值							
收入差异	6	8	7	-5	-6	-7	-9
二、其他板块模型							
医药批发							
收入（百万元）	88.83	130.91	387.54	561	813.45	1179.5025	1651.3035
YOY	*5.0%*	*47.4%*	*196.0%*	*44.8%*	*45.0%*	*45.0%*	*40.0%*
净利润（百万元）	2.66	3.93	11.63	14.03	20.34	29.49	41.28
YOY	*5.0%*	*47.4%*	*196.0%*	*20.6%*	*45.0%*	*45.0%*	*40.0%*
净利率	3.0%	3.0%	3.0%	2.5%	2.5%	2.5%	2.5%
其他业务收入							
收入（百万元）	145.11	238.51	299.35	332.50	362.43	391.42	418.82
YOY	*8.1%*	*64.4%*	*25.5%*	*11.1%*	*9.0%*	*8.0%*	*7.0%*
净利润（百万元）	4.35	7.16	8.98	8.31	9.06	9.79	10.47
YOY	*8.1%*	*64.4%*	*25.5%*	*-7.4%*	*9.0%*	*8.0%*	*7.0%*
净利率	3.0%	3.0%	3.0%	2.5%	2.5%	2.5%	2.5%
合计模型值=一+二							
模型值 合计							
总收入（百万元）	4812.82	6920.09	10283.44	13139.65	15898.66	20305.10	25677.22
YOY	*28.7%*	*43.8%*	*48.6%*	*27.8%*	*21.0%*	*27.7%*	*26.5%*
净利润	307.91	401.57	547.54	766.10	961.32	1257.57	1606.33
YOY	*38.0%*	*30.4%*	*36.4%*	*39.9%*	*25.5%*	*30.8%*	*27.7%*
实际值 合计							

	2017	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E
总收入（百万元）	4807.25	6912.58	10276.17	13144.50	15904.53	20312.60	25686.70
YOY	*28.8%*	*43.8%*	*48.7%*	*27.9%*	*21.0%*	*27.7%*	*26.5%*
归母净利润（百万元）	313.50	416.41	543.75	768.27	964.05	1261.13	1610.89
YOY	*40.0%*	*32.8%*	*30.6%*	*41.3%*	*25.5%*	*30.8%*	*27.7%*
净利率	6.5%	6.0%	5.3%	5.8%	6.1%	6.2%	6.3%

数据来源：公司公告、开源证券研究所

4.2、 盈利预测与投资建议

益丰药房长期坚持区域聚焦战略，门店可复制性强，内生增速稳健，并购门店盈利能力突出，公司积极承接处方外流，提升专业服务能力，通过精细化管理提升经营效率，业绩有望持续增长。我们预计 2021-2023 年公司归母净利润分别为 9.64/12.61/16.11 亿元，对应 EPS 分别为 1.34/1.75/2.24 元，当前股价对应 P/E 分别为 42.6/32.6/25.5 倍，益丰药房内生外延并进、精细化管理拉动业绩高速增长，未来成长空间大，给予一定估值溢价，首次覆盖，给予“买入”评级。

表12：益丰药房内生外延扩张、精细化管理有望贡献业绩，未来成长空间大，给予一定估值溢价

证券代码	证券简称	收盘价（元）	归母净利润增速（%）				P/E（倍）			
			2020A	2021E	2022E	2023E	2020A	2021E	2022E	2023E
002727.SZ	一心堂	34.12	30.81	25.34	22.80	22.60	25.8	20.5	16.7	13.6
603233.SH	大参林	49.90	51.17	28.70	27.77	27.23	37.1	28.8	22.6	17.7
603883.SH	老百姓	53.55	22.09	26.58	23.96	26.41	32.0	25.3	20.4	16.2
605266.SH	健之佳	80.18	49.39	20.45	19.67	20.44	22.2	18.4	15.4	12.8
301017.SZ	漱玉平民	21.27	94.59	24.33	23.79	25.53	39.8	32.1	25.9	20.6
	可比公司平均		49.61	25.08	23.60	24.44	31.4	25.0	20.2	16.2
603939.SH	益丰药房	57.16	41.29	25.48	30.82	27.73	53.5	42.6	32.6	25.5

数据来源：Wind、开源证券研究所。

注：收盘日期为 2020/08/18；一心堂、大参林、健之佳、漱玉平民数据来自 Wind 一致预期。

表13：益丰药房盈利预测

	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	10,276	13,145	15,905	20,313	25,687
YoY(%)	48.7	27.9	21.0	27.7	26.5
净利润(百万元)	544	768	964	1,261	1,611
YoY(%)	30.6	41.3	25.5	30.8	27.7
毛利率(%)	39.0	38.0	39.2	39.0	38.8
净利率(%)	5.3	5.8	6.1	6.2	6.3
ROE(%)	12.9	15.0	15.6	17.7	19.1
EPS(摊薄/元)	0.76	1.07	1.34	1.75	2.24
P/E(倍)	75.6	53.5	42.6	32.6	25.5
P/B(倍)	9.1	7.8	6.8	5.8	4.9

数据来源：聚源、开源证券研究所

5、 风险提示

门店并购后业绩不及预期；集采扩面短期对药品零售价产生影响。

附：财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
流动资产	4986	8062	9288	12017	13994
现金	1424	3360	3787	5180	5885
应收票据及应收账款	750	830	1082	1360	1728
其他应收款	199	208	284	344	450
预付账款	199	205	284	341	449
存货	1821	2172	2565	3506	4195
其他流动资产	593	1286	1286	1286	1286
非流动资产	4189	4888	4957	5043	5264
长期投资	29	5	-18	-41	-63
固定资产	444	577	714	899	1087
无形资产	355	375	423	459	500
其他非流动资产	3361	3931	3838	3725	3740
资产总计	9175	12950	14245	17060	19258
流动负债	3725	5138	5936	8006	9037
短期借款	29	380	380	380	380
应付票据及应付账款	3019	3822	4294	6108	7087
其他流动负债	677	935	1262	1518	1570
非流动负债	741	2030	1646	1265	906
长期借款	687	1976	1593	1211	852
其他非流动负债	54	54	54	54	54
负债合计	4466	7168	7583	9271	9943
少数股东权益	201	313	389	510	679
股本	379	532	850	850	850
资本公积	2654	2594	2276	2276	2276
留存收益	1535	2190	2961	4015	5390
归属母公司股东权益	4508	5469	6273	7279	8635
负债和股东权益	9175	12950	14245	17060	19258

现金流量表(百万元)	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
经营活动现金流	963	1336	911	2346	1640
净利润	609	867	1039	1382	1780
折旧摊销	190	209	247	302	220
财务费用	38	34	-1	-33	-81
投资损失	-11	-29	-35	-35	-28
营运资金变动	100	143	-340	730	-252
其他经营现金流	36	113	0	0	0
投资活动现金流	-886	-1256	-281	-353	-413
资本支出	454	583	92	109	244
长期投资	1	0	23	23	23
其他投资现金流	-431	-673	-166	-221	-147
筹资活动现金流	-125	1708	-203	-600	-522
短期借款	24	351	0	0	0
长期借款	-58	1289	-384	-382	-358
普通股增加	2	153	319	0	0
资本公积增加	77	-60	-319	0	0
其他筹资现金流	-171	-25	181	-218	-163
现金净增加额	-48	1788	427	1393	705

利润表(百万元)	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入	10276	13145	15905	20313	25687
营业成本	6268	8152	9672	12396	15723
营业税金及附加	55	55	94	113	134
营业费用	2681	3230	4127	5189	6475
管理费用	439	546	654	833	1069
研发费用	5	8	5	7	12
财务费用	38	34	-1	-33	-81
资产减值损失	-16	-31	0	0	0
其他收益	35	59	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资净收益	11	29	35	35	28
资产处置收益	-1	0	0	0	0
营业利润	815	1170	1390	1844	2383
营业外收入	7	7	6	6	6
营业外支出	8	13	7	8	9
利润总额	814	1164	1389	1842	2381
所得税	205	297	349	460	601
净利润	609	867	1039	1382	1780
少数股东损益	65	99	75	121	169
归母净利润	544	768	964	1261	1611
EBITDA	1009	1425	1611	2079	2492
EPS(元)	0.76	1.07	1.34	1.75	2.24

主要财务比率	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
成长能力					
营业收入(%)	48.7	27.9	21.0	27.7	26.5
营业利润(%)	41.0	43.5	18.8	32.7	29.3
归属于母公司净利润(%)	30.6	41.3	25.5	30.8	27.7
获利能力					
毛利率(%)	39.0	38.0	39.2	39.0	38.8
净利率(%)	5.3	5.8	6.1	6.2	6.3
ROE(%)	12.9	15.0	15.6	17.7	19.1
ROIC(%)	11.5	11.4	11.7	14.3	16.4
偿债能力					
资产负债率(%)	48.7	55.4	53.2	54.3	51.6
净负债比率(%)	-12.7	-15.4	-20.5	-40.2	-45.0
流动比率	1.3	1.6	1.6	1.5	1.5
速动比率	0.7	1.0	1.0	1.0	1.0
营运能力					
总资产周转率	1.2	1.2	1.2	1.3	1.4
应收账款周转率	15.2	16.6	16.6	16.6	16.6
应付账款周转率	2.4	2.4	2.4	2.4	2.4
每股指标(元)					
每股收益(最新摊薄)	0.76	1.07	1.34	1.75	2.24
每股经营现金流(最新摊薄)	1.34	1.86	1.27	3.26	2.28
每股净资产(最新摊薄)	6.27	7.31	8.43	9.83	11.71
估值比率					
P/E	75.6	53.5	42.6	32.6	25.5
P/B	9.1	7.8	6.8	5.8	4.9
EV/EBITDA	47.6	33.2	29.1	21.8	17.8

数据来源：聚源、开源证券研究所

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。
因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师承诺

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20%以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5%～20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在－5%～＋5%之间波动；
	减持（underperform）	预计相对弱于市场表现 5%以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡（underperform）	预计行业弱于整体市场表现。
备注：评级标准为以报告日后的 6~12 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中 A 股基准指数为沪深 300 指数、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普 500 或纳斯达克综合指数。我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。		

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于机密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

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。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金融工具的邀请或向人做出邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。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。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，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。本报告中所指的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。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户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。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。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

开源证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

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。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。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。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

开源证券研究所

上海
地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼10层
邮编：200120
邮箱：research@kysec.cn

深圳
地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层
邮编：518000
邮箱：research@kysec.cn

北京
地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座16层
邮编：100044
邮箱：research@kysec.cn

西安
地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层
邮编：710065
邮箱：research@kysec.cn