医药健康研究中心

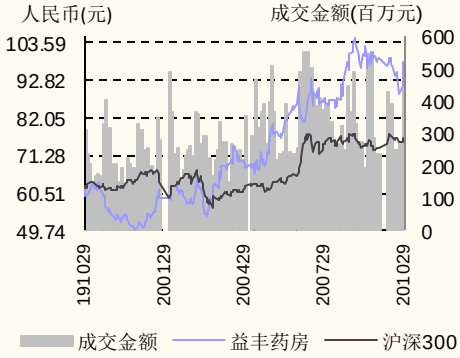
益丰药房 (603939.SH) 买入（维持评级） 公司点评

市场价格（人民币）：98.27 元

外延扩张加速，坪效提升同店增速稳健

市场数据(人民币)

总股本(亿股)	5.31
已上市流通 A 股(亿股)	5.15
总市值(亿元)	521.88
年内股价最高最低(元)	105.42/49.74
沪深 300 指数	4773
上证指数	3273



公司基本情况(人民币)

项目	2018	2019	2020E	2021E	2022E
摊薄每股收益(元)	1.105	1.435	1.468	1.923	2.434
每股净资产(元)	10.77	11.90	17.46	14.91	16.96
每股经营性现金流(元)	1.36	2.53	0.44	5.76	4.68
市盈率(倍)	88.92	68.48	66.95	51.11	40.38
净利润增长率(%)	32.83%	30.58%	43.36%	30.98%	26.57%
净资产收益率(%)	10.26%	12.06%	11.78%	18.07%	20.12%
总股本(百万股)	376.81	378.92	531.07	531.07	531.07

来源：公司年报、国金证券研究所

业绩简评

- 今日，公司发布 2020 三季报：2020 前三季度营业收入 94.4 亿元，同比增长 27.72%；归母净利润 5.90 亿元，同比增长 41.16%；经营性现金流 9.09 亿元，同比增加 55.34%。门店继续扩张，坪效提升，同店增速稳健，整体业绩略超预期。

点评

- **门店继续扩张，坪效提升，整体业绩略超预期：**2020 年 1-9 月，公司净增门店 744 家，其中新开门店 512 家，收购门店 68 家，加盟店 225 家，关闭门店 61 家；截止报告期末，公司拥有门店 5496 家（含加盟店 611 家），总经营面积 57.43 万平方米（不含加盟店面积）。另外，截止报告期末，公司直营门店日均坪效约 63.34 元/平方米，较 2019 年末的 59.43 元/平方米有所提升。预计由于新店扩张速度及处方外流增速高于预期，使得公司业绩略超预期。我们认为公司仍将通过自建+并购+加盟的拓展模式，加速扩展新店。
- **财务数据整体稳健，稳中求进迎接互联网+新零售业态：**公司主营业务毛利率 36.97%，相比 2019 年末有所下降，预计与处方药占比提升、加盟业务扩大及小规模纳税人政策有关。销售费用率同比降约 1.4%；管理费用率下降 0.4%，净利率提升 0.7%。2020 年 7 月公司在海南设立互联网医院子公司，积极拓展“互联网+医疗”相关业务，实施“新零售”战略。至 2020 年 6 月，公司 O2O 多渠道平台上线门店 3500 家，新零售业务发展良好。
- **募集可转债现金充裕，为公司持续外延扩张奠定基础：**截止 2020 年三季度末，公司货币资金 29.8 亿元，同比增长 109.21%，现金流充裕，预计由于本期发行可转债使得货币资金增加所致。公司发行可转债用于建设物流中心、新门店开设及老旧门店升级、建设智能管理平台等。物流中心及智能管理平台的建设有望提升公司配送效率，降低配送成本，提升存货周转及毛利率；新店开设及老店升级预计扩大市场辐射范围，提升门店客流量；有望从量价两个维度提供单店内生增长。

盈利预测与投资建议

- 我们预计公司 20-22 年 EPS 分别为 1.47/1.92/2.43 元，对应当前股价 PE 为 67/51/40 倍。（20-21 年 EPS 比上次预测提升 5.7%/5.6%，主要由于公司新设门店扩张速度加快，处方外流速度有所提升。）维持“买入”评级。

风险提示

- 外延并购不确定性；互联网冲击风险；医保支付价对于药品价格影响风险。

相关报告

1.《门店继续扩张，坪效提升同店增速稳健-益丰药房 2020H1 中报...》，2020.8.28
2.《门店继续扩张，坪效提升同店增速稳健-益丰药房 2020Q1 业绩...》，2020.4.19
3.《业绩符合预期，门店稳步扩张，加盟店提速-益丰药房 2019 年报...》，2020.4.9
4.《业绩符合预期，门店扩张稳步推进-益丰药房点评》，2019.10.30

王麟 分析师 SAC 执业编号：S1130520030001
(8621)60230233
wang_lin@gjzq.com.cn

附录：三张报表预测摘要

损益表（人民币百万元）

	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
主营业务收入	**4,807**	**6,913**	**10,276**	**13,290**	**16,589**	**20,918**
增长率		43.8%	48.7%	29.3%	24.8%	26.1%
主营业务成本	-2,883	-4,166	-6,268	-8,240	-10,335	-13,116
%销售收入	60.0%	60.3%	61.0%	62.0%	62.3%	62.7%
毛利	1,925	2,746	4,009	5,050	6,254	7,802
%销售收入	40.0%	39.7%	39.0%	38.0%	37.7%	37.3%
营业税金及附加	-35	-47	-55	-60	-66	-84
%销售收入	0.7%	0.7%	0.5%	0.5%	0.4%	0.4%
销售费用	-1,294	-1,896	-2,681	-3,349	-4,114	-5,125
%销售收入	26.9%	27.4%	26.1%	25.2%	24.8%	24.5%
管理费用	-199	-268	-439	-558	-664	-816
%销售收入	4.1%	3.9%	4.3%	4.2%	4.0%	3.9%
研发费用	0	0	-5	-8	-8	-10
%销售收入	0.0%	0.0%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%
息税前利润（EBIT）	396	536	829	1,075	1,402	1,768
%销售收入	8.2%	7.8%	8.1%	8.1%	8.5%	8.5%
财务费用	4	-13	-38	-15	-33	-46
%销售收入	-0.1%	0.2%	0.4%	0.1%	0.2%	0.2%
资产减值损失	-14	-18	-16	-21	-5	-7
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0
投资收益	35	65	11	9	9	9
%税前利润	8.2%	11.2%	1.4%	0.9%	0.7%	0.5%
营业利润	427	578	815	1,048	1,372	1,723
营业利润率	8.9%	8.4%	7.9%	7.9%	8.3%	8.2%
营业外收支	1	3	-1	0	0	0
税前利润	428	581	814	1,048	1,372	1,723
利润率	8.9%	8.4%	7.9%	7.9%	8.3%	8.2%
所得税	-111	-140	-205	-268	-351	-431
所得税率	25.8%	24.0%	25.2%	25.6%	25.6%	25.0%
净利润	317	442	609	780	1,021	1,292
少数股东损益	4	25	65	0	0	0
归属于母公司的净利润	**314**	**416**	**544**	**780**	**1,021**	**1,292**
净利率	6.5%	6.0%	5.3%	5.9%	6.2%	6.2%

现金流量表（人民币百万元）

	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
净利润	317	442	609	780	1,021	1,292
少数股东损益	4	25	65	0	0	0
非现金支出	124	166	207	132	139	161
非经营收益	-54	-59	24	64	81	109
营运资金变动	-71	-38	119	-809	943	211
经营活动现金净流	**317**	**511**	**959**	**167**	**2,184**	**1,774**
资本开支	-206	-232	-452	-463	-400	-300
投资	-227	-1,199	-487	-1	0	0
其他	284	949	53	9	9	9
投资活动现金净流	**-149**	**-482**	**-886**	**-455**	**-391**	**-291**
股权募资	0	5	70	1,642	-1,581	0
债权募资	0	721	-28	64	893	-43
其他	-54	-199	-167	-367	-499	-635
筹资活动现金净流	**-54**	**526**	**-125**	**1,166**	**-900**	**-658**
现金净流量	**114**	**555**	**-52**	**1,632**	**35**	**782**

资产负债表（人民币百万元）

	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
货币资金	788	1,297	1,424	2,474	3,081	3,885
应收款项	478	787	949	1,129	1,409	1,777
存货	764	1,440	1,821	2,123	2,663	3,380
其他流动资产	1,327	717	791	1,829	903	987
流动资产	3,357	4,242	4,985	7,555	8,056	10,028
%总资产	70.2%	53.9%	54.3%	62.6%	62.7%	67.0%
长期投资	62	30	31	32	32	32
固定资产	315	417	528	694	834	865
%总资产	6.6%	5.3%	5.8%	5.7%	6.5%	5.8%
无形资产	989	3,133	3,598	3,797	3,922	4,038
非流动资产	1,426	3,626	4,189	4,522	4,789	4,935
%总资产	29.8%	46.1%	45.7%	37.4%	37.3%	33.0%
资产总计	**4,783**	**7,868**	**9,175**	**12,078**	**12,845**	**14,963**
短期借款	0	44	88	204	1,097	1,054
应付款项	1,393	2,520	3,305	3,905	4,663	5,915
其他流动负债	164	335	332	464	548	683
流动负债	1,558	2,898	3,725	4,573	6,309	7,651
长期贷款	0	745	687	687	687	687
其他长期负债	45	55	54	0	0	0
负债	**1,603**	**3,698**	**4,466**	**5,260**	**6,996**	**8,339**
普通股股东权益	**3,167**	**4,059**	**4,508**	**6,618**	**5,648**	**6,425**
其中：股本	363	377	379	379	379	379
未分配利润	745	1,040	1,456	1,924	2,537	3,312
少数股东权益	12	111	201	201	201	201
负债股东权益合计	**4,783**	**7,868**	**9,175**	**12,078**	**12,845**	**14,964**

比率分析

	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
每股指标						
每股收益	0.864	1.105	1.435	1.468	1.923	2.434
每股净资产	8.732	10.771	11.898	17.464	14.909	16.955
每股经营现金净流	0.875	1.355	2.531	0.440	5.764	4.681
每股股利	0.000	0.000	0.000	0.823	1.078	1.364
回报率						
净资产收益率	9.90%	10.26%	12.06%	11.78%	18.07%	20.12%
总资产收益率	6.56%	5.29%	5.93%	6.45%	7.95%	8.64%
投入资本收益率	9.24%	8.20%	11.29%	10.38%	13.66%	15.85%
增长率						
主营业务收入增长率	28.76%	43.79%	48.66%	29.33%	24.82%	26.10%
EBIT增长率	39.88%	35.20%	54.67%	29.73%	30.38%	26.10%
净利润增长率	40.03%	32.83%	30.58%	43.36%	30.98%	26.57%
总资产增长率	13.30%	64.52%	16.61%	31.64%	6.35%	16.49%
资产管理能力						
应收账款周转天数	22.2	24.9	24.1	23.8	23.8	23.8
存货周转天数	94.6	96.6	95.0	95.0	95.0	95.0
应付账款周转天数	35.7	42.3	42.3	46.0	40.0	40.0
固定资产周转天数	23.8	21.0	15.8	13.6	11.8	9.9
偿债能力						
净负债/股东权益	-24.77%	-12.18%	-17.89%	-26.05%	-25.47%	-35.28%
EBIT利息保障倍数	-108.6	40.4	21.5	444.3	59.5	34.8
资产负债率	33.52%	47.00%	48.68%	41.20%	54.80%	56.05%

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	0	0	0	0
增持	0	0	0	0	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	**0.00**	**0.00**	**0.00**	**0.00**	**0.00**

来源：朝阳永续

历史推荐和目标定价(人民币)

序号	日期	评级	市价	目标价
1	2019-10-07	买入	78.82	90.65～90.65
2	2019-10-30	买入	87.68	N/A
3	2020-04-09	买入	94.60	N/A
4	2020-04-19	买入	103.52	N/A
5	2020-08-28	买入	95.60	N/A

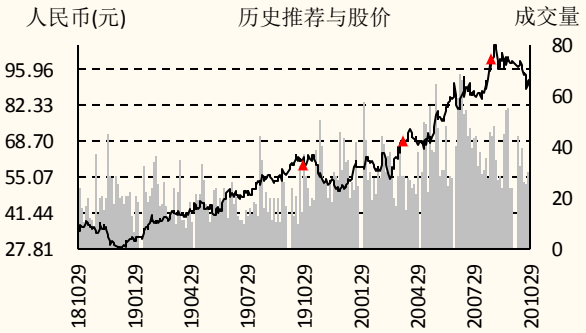
来源：国金证券研究所

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