益丰药房（603939）

业绩快速增长，新零售打造增长新曲线

2020 年 08 月 27 日

买入（首次）

盈利预测与估值	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入（百万元）	10,276	13,325	17,123	21,922
同比（%）	48.7%	29.7%	28.5%	28.0%
归母净利润（百万元）	544	742	969	1,249
同比（%）	30.6%	36.5%	30.5%	29.0%
每股收益（元/股）	1.02	1.40	1.82	2.35
P/E（倍）	94.10	68.92	52.82	40.95

投资要点

- **事件：**2020 年上半年公司实现营业收入 62.93 亿元，同比增长 24.65%，实现归母净利润 4.12 亿元，同比增长 33.84%，实现扣非归母净利润 3.98 亿元，同比增长 31.20%，经营性现金流净额 4.12 亿元，同比下降 4.82%。

- **经营业绩稳步增长，内生外延动力与管理效益齐升。**上半年，公司营业收入稳健增长，主要源于老店和次新店的内生增长。同时，新开门店和收购门店的外延式增长、管理效益的提升推动公司净利润逐季加快增长。Q1 公司营业收入、归母净利润分别同比增长 23.43%、29.68%；Q2 公司实现营业收入 32.45 亿元（+25.83%），环比增长 6.46%，归母净利润 2.21 亿元（+37.65%），环比增长 15.71%。上半年，费用端：销售费用率 23.59%（-1.29pct），疫情对营销活动产生一定影响；管理费用率 4.00%（-0.2pct）；财务费用率 0.54%（-0.15pct），闲置募集资金管理对降低财务费用具有积极效果。综合来看，公司毛利率 38.08%，同比下降 1.01 个百分点；净利率 7.36%，同比增加 0.6 个百分点。

- **持续多层次门店布局，医保资质增添新动力。**上半年，公司净增门店 385 家，其中，公司自建门店 377 家（含加盟店 108 家），并购门店 45 家，关闭门店 37 家。截止 2020 年 6 月 30 日，公司门店总数 5137 家（含加盟店 493 家）。公司的直销模式已形成旗舰店、区域中心店、中型社区店和小型社区店的多层次门店网络布局，共有直营门店 4644 家，总体日均坪效 66.40 元/平方米，其中 22 家旗舰店的日均坪效高达 142.46 元/平方米。“区域聚焦”战略使公司迅速占领区域市场，获得超越行业平均的盈利水平。直营连锁门店中，已取得各类“医疗保险定点零售药店”资格的药店 3707 家，占公司门店总数比例为 79.82%。医保定点门店数量占比持续提升，为公司发展不断增添新的动力。

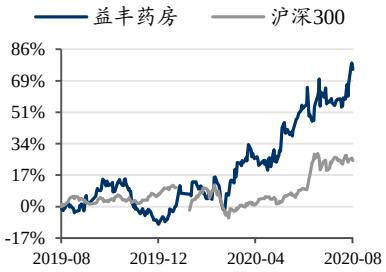
- **积极拓展互联网医疗，新零售业务持续推进：**2020 年 6 月、7 月，公司分别设立海南益丰互联网医院有限公司与海南益丰远程医疗中心有限公司两家全资子公司，积极拓展“互联网+医疗”相关业务。同时公司持续推进基于会员、大数据、互联网医疗、健康管理等生态化的医药新零售体系建设，积极推进慢病管理和线上诊疗服务，新零售体系将成为公司未来业绩增长的新曲线。在 O2O 和 B2C 双引擎的策略支撑以及上半年疫情的推动下，上半年公司实现互联网直营业务销售 2.37 亿元，同比增长 77.42%。

- **盈利预测与投资评级：**预计 2020-2022 年归母净利润分别为 7.42 亿和 9.69 亿元、12.49 亿元，2020-2022 年 EPS 分别为 1.40 元、1.82 元、2.35 元。当前股价对应估值分别为 69 倍、53 倍、41 倍。考虑到公司内生外延增长潜力大，新零售带来增长新曲线。首次覆盖，给予“买入”评级。

- **风险提示：**门店业务增长不达预期的风险，整合效果不及预期的风险，新零售进展不及预期的风险。

证券分析师 朱国广
执业证号：S0600520070004
021-60199793
zhugg@dwzq.com.cn
证券分析师 全铭
执业证书：S0600517010002
021-60199793
quanm@dwzq.com.cn

股价走势



市场数据

收盘价(元)	96.35
一年最低/最高价	49.20/99.95
市净率(倍)	10.56
流通 A 股市值(百万元)	49583.41

基础数据

每股净资产(元)	9.12
资产负债率(%)	53.23
总股本(百万股)	531.07
流通 A 股(百万股)	514.62

相关研究

益丰药房三大财务预测表

资产负债表（百万元）	2019A	2020E	2021E	2022E
流动资产	**4,986**	**5,912**	**8,245**	**10,242**
现金	1,424	1,468	2,800	3,401
应收账款	750	1,007	1,251	1,640
存货	1,821	2,323	3,055	3,900
其他流动资产	991	1,114	1,139	1,301
非流动资产	**4,189**	**4,313**	**4,545**	**4,780**
长期股权投资	29	29	29	29
固定资产	444	608	780	969
在建工程	84	93	100	104
无形资产	355	400	453	497
其他非流动资产	3,277	3,183	3,183	3,181
资产总计	**9,175**	**10,225**	**12,790**	**15,023**
流动负债	**3,725**	**4,238**	**5,898**	**6,915**
短期借款	29	29	29	29
应付账款	808	1,040	1,358	1,743
其他流动负债	2,888	3,169	4,511	5,143
非流动负债	**741**	**611**	**489**	**365**
长期借款	687	557	434	311
其他非流动负债	54	54	54	54
负债合计	**4,466**	**4,849**	**6,387**	**7,280**
少数股东权益	201	239	296	386
归属母公司股东权益	4,508	5,138	6,106	7,356
负债和股东权益	**9,175**	**10,225**	**12,790**	**15,023**

现金流量表（百万元）	2019A	2020E	2021E	2022E
经营活动现金流	963	526	1,803	1,096
投资活动现金流	-886	-313	-360	-402
筹资活动现金流	-125	-170	-111	-93
现金净增加额	-48	44	1,332	601
折旧和摊销	190	198	138	175
资本开支	454	124	231	236
营运资本变动	100	-450	655	-384

利润表（百万元）	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	**10,276**	**13,325**	**17,123**	**21,922**
减:营业成本	6,268	7,965	10,337	13,367
营业税金及附加	55	71	91	116
营业费用	2,681	3,685	4,617	5,764
管理费用	439	563	724	926
财务费用	38	7	-7	-25
资产减值损失	-16	0	0	0
加:投资净收益	11	9	9	9
其他收益	0	0	0	0
营业利润	**815**	**1,044**	**1,371**	**1,784**
加:营业外净收支	-1	-1	-1	-1
利润总额	**814**	**1,042**	**1,370**	**1,783**
减:所得税费用	205	262	343	443
少数股东损益	65	38	58	90
归属母公司净利润	**544**	**742**	**969**	**1,249**
EBIT	819	1,021	1,324	1,704
EBITDA	1,009	1,219	1,462	1,879

重要财务与估值指标	2019A	2020E	2021E	2022E
每股收益(元)	1.02	1.40	1.82	2.35
每股净资产(元)	8.49	9.67	11.50	13.85
发行在外股份(百万股)	379	531	531	531
ROIC(%)	11.5%	12.9%	14.7%	16.2%
ROE(%)	12.9%	14.5%	16.0%	17.3%
毛利率(%)	39.0%	40.2%	39.6%	39.0%
销售净利率(%)	5.3%	5.6%	5.7%	5.7%
资产负债率(%)	48.7%	47.4%	49.9%	48.5%
收入增长率(%)	48.7%	29.7%	28.5%	28.0%
净利润增长率(%)	30.6%	36.5%	30.5%	29.0%
P/E	94.10	68.92	52.82	40.95
P/B	11.35	9.96	8.38	6.96
EV/EBITDA	50.12	41.43	33.61	25.81

数据来源：贝格数据，东吴证券研究所

免责声明

东吴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。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。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，本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下，东吴证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发、转载，需征得东吴证券研究所同意，并注明出处为东吴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东吴证券投资评级标准:

公司投资评级:

买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15%以上;

增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5%与 15%之间;

中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-5%与 5%之间;

减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-15%与-5%之间;

卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在-15%以下。

行业投资评级:

增持： 预期未来 6 个月内，行业指数相对强于大盘 5%以上;

中性： 预期未来 6 个月内，行业指数相对大盘-5%与 5%;

减持： 预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于大盘 5%以上。

东吴证券研究所
苏州工业园区星阳街 5 号
邮政编码：215021
传真：（0512）62938527
公司网址： http://www.dwzq.com.cn