

证券研究报告—动态报告/公司快评

医药保健

制药与生物

益丰药房 (603939)
买入

重大事件快评

(维持评级)

2017年02月13日

医保资质放开逐渐落地，利好龙头企业竞争力

证券分析师： 江维娜 021-60933157 jiangwn@guosen.com.cn 证券投资咨询执业资格证书编号：S0980515060001
 联系人： 谢长雁 0755-82133263 xiecy@guosen.com.cn

事项：

益丰药房公告：公司全资子公司江苏益丰在南京市内的 93 家门店成为南京市城镇职工基本医疗保险定点零售药店，目前公司在南京的 323 家零售药房有 233 家具有医保资质，比例为 72.14%。国信医药团队近期召开了电话会议，邀请公司董事会秘书王付国先生（王总）、商品总监唐家锡先生（唐总）、电商总监黄晓鼎先生（黄总）深度解说该事项对公司的影响，在此我们将主要观点与投资者分享。

国信医药观点：我们在 2 月 8 日外发了公司的深度报告《**益丰药房：管理优异，持续高增长零售龙头**》，经过海外市场的经验研究、以及对国内 14-15 年零售企业上市扩张规模事件的回顾，我们发现目前国内医药零售行业正处于集中度提升的关键期。目前市场对行业发展的主要疑虑在于并购和新开门店是否优质，带来的收入利润增长是否可持续。作为国内医药零售龙头，已上市的三家医药零售企业之一的益丰药房，并购和内生新增门店基本能够达到预期的收益，营收、利润维持着较高的同步增速。我们认为：**1) 益丰药房的成长具有可持续性。**益丰药房是我们近期推荐的无论内生还是外延均非常优秀的国内零售龙头企业，核心优势在于**聚焦策略+精细化管理=可持续的成功模式**。**2) 益丰药房等行业龙头在医保资质放开中逐渐受益。**本次南京市 93 家门店获得医保资质体现着医保资质放开的政策在各地逐渐落地，未来龙头企业有望逐渐获益。**3) 继续推荐“买入”。**各地政策需要逐渐落地兑现，暂不调整盈利预测，预计公司 2016-2018 年归母净利润达到 2.26/3.06/3.88 亿，EPS 为 0.71/0.85/1.07 元，对应当前股价 PE 为 40.0/33.5/26.4X，未来三年复合增速预计达到 30%，17 年 PEG 约为 1.1，维持“买入”评级。

评论：

1、公司目前门店中有医保资质的门店数量占比？获得医保资质后对门店的收入、毛利率等的影响？

王总：感谢维娜，长雁，感谢各位投资者，对药店来说，有两证很重要：药品经营许可证和医保资质。前者允许企业开药店，后者则是药店客流量、业绩的重要因素。益丰也一直致力于这两张证的获得，从而实现扩张。

A 政策出台推进药房医保资质认证速度

2015 年 12 月，国务院取消了医保定点审批，从审批制改为协议制，人社部又进一步出台了《关于完善基本医疗保险定点医药机构协议管理的指导意见》，强调事后监督、宽进严管、优化服务、公平竞争（在东部地区，医保资质管理严格，不利于后来进入市场药店的竞争）等。政策出台前各个地区医保的审批情况存在较大的差异，东部地区比中部的审批要严格很多，比如南京，已经好几年没有放开了。政策出台后，整体的落地情况要慢于预期，大多数地方政策出台在 16 年第三、四季度，17 年才正式落地。2015 年公司 57% 的药店拥有医保资质，获得医保资质对公司的销售收入增长影响很大，尤其是原先审批很严格的地区。

B 医保资质对公司的影响

对公司而言，医保支付对收入贡献达 28%，对于一个具体医保门店，医保消费占总收入的比约为 35%左右，获得医保资质后毛利率的变化不大，随着销售收入的增加，人工费用会上升，主要是体现在基层人员的绩效工资，劳动保险这块会有 4-5 个百分点的提升。另外，像在南京，原先的审批很严格，医保消费占比相对中部地区还要高，但本次批量增加了 500 家药店的医保资质，对销售收入促进能力较原先有所减弱（因为大家都有了），预计能提升 35%-40%（原先可能有 40%-50%）。

15 年我们南京具有医保资质的门店仅为 10%多，16 年达到了 40%以上，主要是因为 1、收购的门店中有 93 家具有医保资质；2、自身在南京争取了 18 家医保资质，在南京总计增加了 111 多家。

需要强调，医保店的获批对业绩的贡献是一个逐步的过程，正常来说，成熟的医保店，医保支付的贡献为 40%，但刚获得资质的医保店医保支付的贡献在 8-10 月是缓慢上升的，可能第一个月是 10%，然后逐步升至 40%。

C 未来可能取得医保资质的门店及所在地区

南京的政策是比较公平，利于大型零售药店的，目前我们还有 40 多家门店没有获得资质，我们会在一年一次的申请中逐步使它们获得资质。另外，像江苏徐州，政策和南京类似，16 年，增加了 5 家，17 年，共 40 多家可以申报。泰安，也有 10 多家可以在 17 年内申报。上海，品种限制和距离限制都取消了，30 多家门店正在组织申请。江西，试行评分制，一个指标一分总计 100 分，85 分以上可以申报且一般情况下就可以获得资质，30 多家门店在申报。湖北武汉政策尚未出台。

2、17 年下半年大概有 150 多家在申报有望取得资质？

王总：没错，150 多家只是有资格申报，具体能够成功还不确定，这是存量；另外还有新开门店，总之具体的数量还不不确定，投资者可以关注我们的定期报告。

3、医保门店数量进一步上升后，采购的药品种类可能发生变化，这对公司的供应链管理会不会存在一些挑战和机遇？

唐总：我们在很多城市本来就有一些医保店，单纯医保店数量的增加，并不需要增加采购的渠道和药品种类，只是在现有的基础上有增量。

4、公司在广东并购了韶关乡亲，目前的情况？

王总：韶关的门店医保占比较高，58 家中有 48 家有医保资质，收购前就有。广东本来就放的比较开，资质获取本来就较为容易。

5、原先的策略集中在重点省份，这次扩展到了广东省，也开始收购一些较小的企业，这是否说明未来公司收购的范围会放宽，速度会加快？

王总：并购速度在 16 年下半年有所放缓，主要是因为当时的收购策略重心放在大企业上，但是发现大的药房意愿不强，一些想走新三板上市，结果该策略下，收购的效率较低。因此在 4 季度后，公司调整策略，大小同步抓，同等情况下将重心放在收购较小的企业上，提升了效率。将来，在我们覆盖的省份，大小的项目都会看，在储备的项目，以中小型为主，而随着监管趋严，相信收购市场也将回暖。

6、公司目前自主品牌的产品销售占比？

唐总：占比 35%左右。

7、自主品牌的毛利率的毛利率水平？

唐总：不同产品不同，平均占比 65%左右。

8、益丰在电商布局情况以及对电商未来的看法？

黄总：1、整个医药电商的发展不是一蹴而就的，是一个比较长的过程，但国家政策的引导下，未来一定是趋势；2、医

药电商具有优势: 1) 打通线上线下, 利用药房资产, 提供 O2O 服务; 2) 流量优势, 能与互联网医疗平台合作, 导入药房处方; 3) 作为电子化的平台工具整合客户、供应链等资源 4) 管理自动化, 提高管理效率等。

9、前面提到资质审查放宽后, 会宽进严管, 请问具体有哪些监管, 会不会对其他的品类, 比如日常消费品产生影响?

简政放权政策的主要目的是方便群众购药、促进公平竞争。严管主要是管制医保个人账户的违规刷卡, 尽管各地的规定也存在不同, 但个人账户是国家指定购买特定品类(如药品、保健品、医疗器械等)的产品。我们公司一直严格按照规定操作, 而部分小药店存在违规刷卡增加收入的现象, 严管后限制这种现象对我们来言反而是竞争力的提升。

10、未来几年公司如何解决股权融资的问题, 短期有没有股权融资的需求?

王总: 本次公司股权融资的募投项目是有三年的计划, 分别是开新店、O2O 建设和收购。目前收购项目已完成, 其他的项目也会在 3 年内完成。最近两年暂时没有发行股票募集资金的计划, 当然也不排除发行股份购买资产的计划。收购公司的资金主要来自于 1、自有资金; 2、银行借款(共 9 亿, 还有 6 亿的授信额度); 3、债券发行募集资金

11、处方外流是大趋势, 目前于医院合作这块的进展?

唐总: 目前医院“跑方”逐步从被动变成主动, 但量还不大; 未来, 随着国家政策的推进, 这个量也会越来越大, 但这是一个比较长的过程。目前和一些进口厂商建立了一些合作关系, 1、大病医保就是和厂商、医保进行三方合作, 在定点药店可以享受某些大病药物的医保报销。2、其他还有一些非医保性质的, 厂商和医生以及我们协商在我们药店售药。总的来说, 处方药物销售这部分量还不大, 但增速在 2016 年已经和普药销售一样快, 同时我们已经在各方面做好了准备, 一旦有厂商和我们进行合作, 我们的系统就会马上跟上。

12、目前院边店的开设情况?

王总: 目前占比 30%左右, 去年上半年开始加大了院边店的拓展力度: 1、院边店选址激励加大, 是普通门店激励的两倍; 2、院边店租金的审批额度升高, 如果是院边店, 公司对租金的承受上限更高。

13、社区药房发展很好, 药品售价可能比一般药店要低, 公司是否感受到了社区药房的竞争压力, 对其怎么看?

唐总: 社区药店销售的药店以基本药物为多, 在我们药店都是平价销售。首先, 我们的采购价格是低于社区药房的, 其次, 我们可能还会采取亏本销售的方式销售基本药物, 因此, 相对于社区药房, 我们的价格应该还是具备竞争优势的。

附表：财务预测与估值

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2015	2016E	2017E	2018E		2015	2016E	2017E	2018E
现金及现金等价物	560	2663	2164	2890	营业收入	2846	3874	5178	6362
应收款项	242	330	440	541	营业成本	1729	2354	3147	3866
存货净额	490	668	895	1101	营业税金及附加	22	30	40	49
其他流动资产	450	218	820	358	销售费用	758	1081	1422	1721
流动资产合计	1742	3879	4319	4890	管理费用	117	157	230	269
固定资产	265	265	312	341	财务费用	(13)	(35)	(55)	(64)
无形资产及其他	54	53	51	50	投资收益	8	3	3	3
投资性房地产	376	376	376	376	资产减值及公允价值变动	(7)	15	15	0
长期股权投资	0	0	0	0	其他收入	0	0	0	0
资产总计	2437	4572	5059	5656	营业利润	233	306	413	524
短期借款及交易性金融负债	0	500	300	200	营业外净收支	7	0	0	0
应付款项	816	1113	1491	1834	利润总额	240	306	413	524
其他流动负债	198	274	366	447	所得税费用	61	76	103	131
流动负债合计	1014	1887	2157	2481	少数股东损益	2	3	4	5
长期借款及应付债券	0	(230)	(230)	(230)	归属于母公司净利润	176	226	306	388
其他长期负债	4	3	3	2					
长期负债合计	4	(227)	(227)	(228)	现金流量表 (百万元)				
负债合计	1017	1660	1930	2253	净利润	176	226	306	388
少数股东权益	8	10	12	15	资产减值准备	4	0	1	1
股东权益	1412	2903	3117	3389	折旧摊销	27	29	31	35
负债和股东权益总计	2437	4572	5059	5656	公允价值变动损失	7	(15)	(15)	0
					财务费用	(13)	(35)	(55)	(64)
					营运资本变动	(451)	339	(469)	579
					其它	(3)	2	1	3
					经营活动现金流	(240)	582	(144)	1006
					资本开支	(121)	(13)	(63)	(63)
					其它投资现金流	0	0	0	0
					投资活动现金流	(121)	(13)	(63)	(63)
					权益性融资	737	1333	0	0
					负债净变化	0	(230)	0	0
					支付股利、利息	(80)	(68)	(92)	(116)
					其它融资现金流	54	500	(200)	(100)
					融资活动现金流	631	1535	(292)	(216)
					现金净变动	270	2103	(499)	726
					货币资金的期初余额	289	560	2663	2164
					货币资金的期末余额	560	2663	2164	2890
					企业自由现金流	(382)	545	(245)	894
					权益自由现金流	(327)	841	(404)	842

关键财务与估值指标				
	2015	2016E	2017E	2018E
每股收益	0.55	0.71	0.85	1.07
每股红利	0.25	0.21	0.25	0.32
每股净资产	4.41	9.07	8.61	9.36
ROIC	16%	17%	24%	33%
ROE	12%	8%	10%	11%
毛利率	39%	39%	39%	39%
EBIT Margin	8%	7%	7%	7%
EBITDA Margin	9%	7%	7%	8%
收入增长	28%	36%	34%	23%
净利润增长率	25%	29%	35%	27%
资产负债率	42%	37%	38%	40%
息率	0.9%	0.7%	1.0%	1.3%
P/E	51.5	40.0	33.5	26.4
P/B	6.4	3.1	3.3	3.0
EV/EBITDA	40.8	38.1	32.7	25.4

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

相关研究报告

《益丰药房-603939-管理优异，持续高增长零售龙头》——2017-02-08

国信证券投资评级

类别	级别	定义
股票 投资评级	买入	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	预计 6 个月内，股价表现介于市场指数±10%之间
	卖出	预计 6 个月内，股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	超配	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	预计 6 个月内，行业指数表现介于市场指数±10%之间
	低配	预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 10%以上

分析师承诺

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

风险提示

本报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有，仅供我公司客户使用。未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。

证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行