



2020-05-27

公司研究报告

买入/维持

益丰药房(603939)

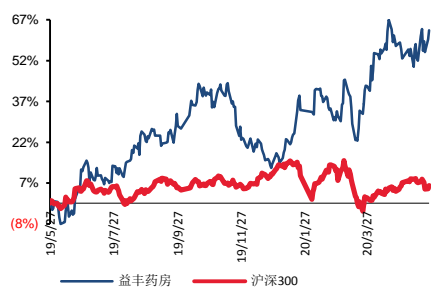
目标价: 93

昨收盘: 72.0

日常消费 食品与主要用品零售 II

## 可转债募集资金将助力公司高质量发展

### ■ 走势比较



### ■ 股票数据

总股本/流通(百万股)	530/514
总市值/流通(百万元)	38,195/36,987
12个月最高/最低(元)	103.52/57.13

### 相关研究报告:

益丰药房(603939)《整体平效提升,老店增速依然稳健》--2020/04/14

益丰药房(603939)《2020年老店占比有望提升,内生利润增速有加速可能》--2020/04/09

益丰药房(603939)《外延对业绩贡献明显,老店增速稳定》--2019/10/30

### 证券分析师: 蔡明子

电话: 010-88695263

E-MAIL: caimz@tpyzq.com

执业资格证书编码: S1190518050001

### 事件:

5月28日,公司公告称,拟发行可转债不超过15.81亿元,期限6年(2020年6月1日-2026年5月31日),1-6年票面利率分别为0.4%、0.6%、1%、1.5%、1.8%、2%。转股期自2020年12月7日起,初始转股价为71.82元/股(最新收盘价71.76元)。募集资金投资项目主要集中于江苏、上海和江西三地物流配送中心建设、新门店开设及老旧门店升级等项目建设。

### 点评:

#### 1. 可转债募集资金将助力公司高质量发展

公司募投项目拆分看,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。

募投项目的意义在于:

- 1) 物流配送中心建设: 上海、江苏、江西配送效率提升,单位配送成本下降,送货及时率提升,从而提升门店存货周转及运营效率;
  - 2) 新建门店及老店升级: 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。毕竟未来3年,预计店龄在5年以上的门店将达到2452家,占目前总门店的63.34%,老店的升级改造可以强化公司品牌认知度,优化商品陈列,提升老店经营效率。按2452家老店计算,1亿元的老店升级资金,平均每家店约4.1万元。
  - 3) 数字化智能管理: 数字化能力建设的核心工程,涵盖IT、运营、财务、人力、资产、仓库配送等方面,提升公司运营效率及盈利能力。
  - 4) 补流: 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。
- 截止20Q1,公司现金余额13.23亿,加上拟募集的15.81亿元可转债,公司整体现金流充裕,为单店内生增速提升及外延扩张奠定基础。

#### 2. 新开+并购并重,疫情暂时影响扩张速度,Q2起预计将逐步加速

截至20Q1,益丰药房门店总数达到4869家(含加盟店419家),一季度净增加门店117家,其中新开自建门店77家,收购门店31家,新增加盟店33家,关闭24家,覆盖湖南、湖北、上海、江苏、江西、

浙江、广东、河北、北京九省市；从区域看，中南地区净增 41 家至 2200 家，华东净增 68 家至 2103 家，华北净增 8 家至 566 家。

受疫情影响，跟 19Q1 公司新开 131 家、收购 204 家、加盟 43 家，净增 347 家相比，20Q1 自建及并购速度有所放缓，预计后面三个季度将逐步加速。全年看中小药店经营受损较严重，有利于并购及加盟提速。按店龄拆分，2020 年公司老店（3 年及以上门店）数量占比将提升至近 60% 的水平，老店净利率水平较高，公司利润增速有超预期可能。

### 3. 多举措提升专业服务能力和承接处方外流

在互联网+、医药分开大趋势下，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) 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) 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，2019 年公司会员销售占比达 84.01%；

3) 大力推动与处方药厂家的战略合作，打造 DTP 专业药房。到 19 年底，公司建成 DTP 专业药房 30 余家，经营国家谈判指定医保报销品种 70 个，医院处方外流品种近 250 个，与近 100 家供应商建立了 DTP/DTC 战略合作伙伴关系；

4) 提升店员专业服务能力和培训系统不断完善，2019 年内部员工全科通过执业药师考试的达 1005 人，通过率 25%；

5) 持续发展电商业务，O2O 上线门店超过 3000 家，覆盖了线下所有主要城市；建设 O2O 健康云服务平台，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，同时方便精准服务与健康的管理。

**盈利预测：**可量化的考核指标和激励机制强化公司精细化管理能力，收购优质区域龙头带来收入利润提速，预计 2020-2022 年净利润分别为 7.71、10.08、13.11 亿元，对应 PE 分别为 49、38、29 倍。公司聚焦区域战略，精细化管理+区域集中度提升带来业绩稳定增长，维持“买入”评级。

**风险提示：**门店并购后业绩不及预期。

#### ■ 盈利预测和财务指标：

	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	10276	13154	16705	21048
(+/-%)	48.66%	28.00%	27.00%	26.00%
净利润(百万元)	544	771	1008	1310

---

(+/-%)	37.89%	30.13%	30.73%	29.96%
摊薄每股收益(元)	1.44	1.45	1.90	2.47
市盈率(PE)	51	49	38	29

资料来源: Wind, 太平洋证券注: 摊薄每股收益按最新总股本计算

资产负债表(百万)						利润表(百万)					
	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E		2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
货币资金	1297	1424	1823	2436	3482	<b>营业收入</b>	<b>6913</b>	<b>10276</b>	<b>13154</b>	<b>16705</b>	<b>21048</b>
应收和预付款项	807	949	1266	1654	2141	营业成本	4166	6268	8023	10189	12838
存货	1440	1821	2132	2708	3412	营业税金及附加	47	55	66	84	105
其他流动资产	697	791	881	981	1111	销售费用	1896	2681	3420	4298	5367
<b>流动资产合计</b>	<b>4242</b>	<b>4985</b>	<b>6102</b>	<b>7779</b>	<b>10146</b>	管理费用	268	439	625	793	989
长期股权投资	28	29	29	29	29	财务费用	13	38	-13	-17	-23
投资性房地产	0	0	0	0	0	资产减值损失	18	-16	0	0	0
固定资产	397	444	433	393	354	投资收益	65	11	20	20	20
在建工程	20	84	82	84	82	公允价值变动	0	0	0	0	0
无形资产开发支出	251	355	333	321	310	<b>营业利润</b>	<b>578</b>	<b>815</b>	<b>1053</b>	<b>1378</b>	<b>1792</b>
长期待摊费用	0	0	0	0	0	其他非经营损益	3	-1	3	3	3
其他非流动资产	3626	4188	3830	4001	4168	<b>利润总额</b>	<b>581</b>	<b>814</b>	<b>1056</b>	<b>1381</b>	<b>1795</b>
<b>资产总计</b>	<b>7868</b>	<b>9173</b>	<b>9932</b>	<b>11780</b>	<b>14314</b>	所得税	140	205	264	345	449
短期借款	5	29	29	29	29	<b>净利润</b>	<b>442</b>	<b>609</b>	<b>792</b>	<b>1036</b>	<b>1346</b>
应付和预收款项	675	844	356	452	570	少数股东损益	25	65	21	28	36
长期借款	745	687	687	687	687	<b>归母股东净利润</b>	<b>416</b>	<b>544</b>	<b>771</b>	<b>1008</b>	<b>1310</b>
其他负债	2274	2906	3520	4236	5306	<b>预测指标</b>					
<b>负债合计</b>	<b>3698</b>	<b>4466</b>	<b>4592</b>	<b>5405</b>	<b>6592</b>		2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
股本	377	379	530	530	530	毛利率	39.73%	39.01%	39.01%	39.01%	39.01%
资本公积	2577	2654	2654	2654	2654	销售净利率	6.02%	5.29%	5.86%	6.04%	6.22%
留存收益	1105	1535	1996	3004	4314	销售收入增长率	43.79%	48.66%	28.00%	27.00%	26.00%
归母公司股东权益	4059	4508	5120	6129	7439	EBIT 增长率	40.07%	43.43%	22.37%	30.73%	29.88%
少数股东权益	111	201	222	249	285	净利润增长率	32.83%	30.58%	41.83%	30.73%	29.96%
<b>股东权益合计</b>	<b>4170</b>	<b>4709</b>	<b>5342</b>	<b>6378</b>	<b>7724</b>	ROE	10.26%	12.06%	15.06%	16.45%	17.61%
<b>负债和股东权益</b>	<b>7868</b>	<b>9175</b>	<b>9934</b>	<b>11783</b>	<b>14316</b>	ROA	5.29%	5.93%	7.76%	8.56%	9.15%
<b>现金流量表(百万)</b>						ROIC	12.42%	16.61%	19.21%	22.75%	27.70%
	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E	EPS(X)	1.14	1.44	1.45	1.90	2.47
经营性现金流	511	963	112	1005	1277	PE(X)	36.45	50.74	49.36	37.76	29.05
投资性现金流	-482	-886	302	-231	-230	PB(X)	3.87	6.15	7.43	6.21	5.12
融资性现金流	526	-125	-15	-160	-1	PS(X)	2.27	2.70	2.89	2.28	1.81
现金增加额	0	0	0	0	0	EV/EBITDA(X)	20.48	25.97	33.00	25.16	19.04

资料来源: WIND, 太平洋证券

# 投资评级说明

---

## 1、行业评级

看好：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报高于市场整体水平 5%以上；

中性：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报介于市场整体水平-5%与 5%之间；

看淡：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报低于市场整体水平 5%以下。

## 2、公司评级

买入：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅在 15%以上；

增持：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于 5%与 15%之间；

持有：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与 5%之间；

减持：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与-15%之间；

---

## 销售团队

职务	姓名	手机	邮箱
华北销售	王均丽	13910596682	wangjl@tpyzq.com
华北销售	成小勇	18519233712	chengxy@tpyzq.com
华北销售	孟超	13581759033	mengchao@tpyzq.com
华北销售	韦珂嘉	13701050353	weikj@tpyzq.com
华北销售	韦洪涛	13269328776	weiht@tpyzq.com
华东销售	陈辉弥	13564966111	chenhm@tpyzq.com
华东销售	李洋洋	18616341722	liyangyang@tpyzq.com
华东销售	杨海萍	17717461796	yanghp@tpyzq.com
华东销售	梁金萍	15999569845	liangjp@tpyzq.com
华东销售	杨晶	18616086730	yangjinga@tpyzq.com
华东销售	秦娟娟	18717767929	qinjj@tpyzq.com
华东销售	王玉琪	17321189545	wangyq@tpyzq.com
华东销售	慈晓聪	18621268712	cixc@tpyzq.com
华南销售	张茜萍	13923766888	zhangqp@tpyzq.com
华南销售	查方龙	18520786811	zhafl@tpyzq.com
华南销售	胡博涵	18566223256	hubh@tpyzq.com
华南销售	张卓粤	13554982912	zhangzy@tpyzq.com
华南销售	张文婷	18820150251	zhangwt@tpyzq.com



## 研究院

中国北京 100044

北京市西城区北展北街九号

华远·企业号 D 座

电话： (8610) 88321761

传真： (8610) 88321566

## 重要声明

太平洋证券股份有限公司具有证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号 13480000。

本报告信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。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。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有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。本报告版权归太平洋证券股份有限公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。任何人使用本报告，视为同意以上声明。