

益丰药房 (603939.SH) 买入 (维持评级)

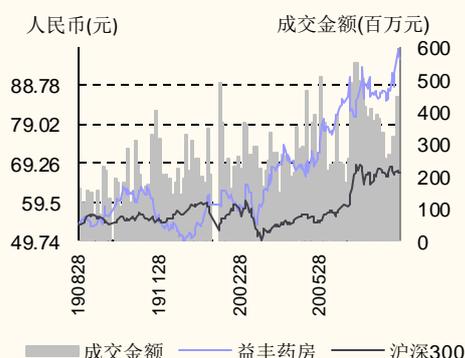
公司点评

市场价格 (人民币): 95.60 元

门店继续扩张, 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)	507.70
年内股价最高最低(元)	98.30/85.00
沪深 300 指数	4731
上证指数	3350



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	1.389	1.821	2.370
每股净资产(元)	10.77	11.90	17.40	14.76	16.75
每股经营性现金流(元)	1.36	2.53	0.28	5.63	4.59
市盈率(倍)	86.51	66.62	68.84	52.49	40.33
净利润增长率(%)	32.83%	30.58%	35.63%	31.16%	30.15%
净资产收益率(%)	10.26%	12.06%	11.19%	17.30%	19.83%
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

- 8月27日, 益丰发布2020半年报: 2020H1 营业收入62.93亿元, 同比增长24.65%; 归母净利润4.12亿元, 同比增长33.84%; 经营性现金流4.12亿元, 同比降低4.82%。门店继续扩张, 坪效提升, 同店增速稳健, 整体业绩符合预期。

点评

- 门店继续扩张, 坪效提升, 整体业绩符合预期:** 2020年1-6月, 公司净增门店385家, 其中新开门店269家, 收购门店45家, 加盟店108家, 关闭门店37家; 截止报告期末, 公司拥有门店5137家(含加盟店493家), 总经营面积54.83万平方米(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66.40元/平方米, 较2019年末的59.43元/平方米有所提升。Q2新店扩张相比Q1受疫情影响较小, 有所恢复, 预计下半年公司仍将通过自建+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:** 公司整体毛利率38.1%, 相比2019年末降约1.1%, 预计与小规模纳税人政策有关。销售费用率同比降约1.3%; 管理费用率下降1.1%, 净利率提升0.6%。2020年6月与7月公司设立互联网医院和远程医疗中心两家全资子公司, 拓展“互联网+医疗”相关业务。报告期内, 公司O2O多渠道平台上线门店3500家, 互联网直营业务销售同比增长77.42%, 新零售业务发展良好。
- 现金充裕加上拟募集可转债, 为公司外延扩张和单店内生增长奠定基础:** 截止2020H1, 公司货币资金23.69亿元, 现金流充裕, 未来并购项目可期。公司拟发行可转债不超过15.81亿元, 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

- 公司具备优秀的并购整合和运营能力, 考虑到公司未来外延和新设门店扩张, 我们预计公司2020-2022年EPS分别为1.39/1.82/2.37元, 对应当前股价PE为68.8/52.5/40.3倍, 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

- 《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
- 《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
- 《业绩符合预期, 门店扩张稳步推进-益丰药房点评》, 2019.10.30
- 《稳健扩张做大, 精细化管理做强-益丰药房深度报告》, 2019.10.7

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)							资产负债表 (人民币百万元)						
	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E		2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
主营业务收入	4,807	6,913	10,276	13,098	16,556	20,821	货币资金	788	1,297	1,424	2,444	3,085	3,872
增长率		43.8%	48.7%	27.5%	26.4%	25.8%	应收账款	478	787	950	1,113	1,406	1,769
主营业务成本	-2,883	-4,166	-6,268	-8,121	-10,265	-12,951	存货	764	1,440	1,821	2,093	2,645	3,337
%销售收入	60.0%	60.3%	61.0%	62.0%	62.0%	62.2%	其他流动资产	1,327	717	791	1,825	901	982
毛利	1,925	2,746	4,009	4,977	6,291	7,871	流动资产	3,357	4,242	4,986	7,475	8,037	9,959
%销售收入	40.0%	39.7%	39.0%	38.0%	38.0%	37.8%	%总资产	70.2%	53.9%	54.3%	62.3%	62.7%	66.9%
营业税金及附加	-35	-47	-55	-65	-83	-94	长期投资	62	30	31	32	32	32
%销售收入	0.7%	0.7%	0.5%	0.5%	0.5%	0.5%	固定资产	315	417	528	694	834	865
销售费用	-1,294	-1,896	-2,681	-3,327	-4,172	-5,205	%总资产	6.6%	5.3%	5.8%	5.8%	6.5%	5.8%
%销售收入	26.9%	27.4%	26.1%	25.4%	25.2%	25.0%	无形资产	989	3,133	3,598	3,797	3,922	4,038
管理费用	-199	-268	-439	-550	-695	-833	非流动资产	1,426	3,626	4,189	4,522	4,789	4,935
%销售收入	4.1%	3.9%	4.3%	4.2%	4.2%	4.0%	%总资产	29.8%	46.1%	45.7%	37.7%	37.3%	33.1%
研发费用	0	0	-5	-16	-8	-10	资产总计	4,783	7,868	9,175	11,997	12,826	14,894
%销售收入	0.0%	0.0%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	短期借款	0	44	88	217	1,176	1,140
息税前利润 (EBIT)	396	536	829	1,019	1,333	1,728	应付款项	1,393	2,520	3,305	3,849	4,635	5,845
%销售收入	8.2%	7.8%	8.1%	7.8%	8.1%	8.3%	其他流动负债	164	335	332	451	536	674
财务费用	4	-13	-38	-16	-36	-52	流动负债	1,558	2,898	3,725	4,517	6,346	7,659
%销售收入	-0.1%	0.2%	0.4%	0.1%	0.2%	0.2%	长期贷款	0	745	687	687	687	687
资产减值损失	-14	-18	-16	-21	-6	-7	其他长期负债	45	55	54	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0	负债	1,603	3,698	4,466	5,204	7,034	8,346
投资收益	35	65	11	9	9	9	普通股股东权益	3,167	4,059	4,508	6,592	5,592	6,347
%税前利润	8.2%	11.2%	1.4%	0.9%	0.7%	0.5%	其中：股本	363	377	379	379	379	379
营业利润	427	578	815	991	1,300	1,679	未分配利润	745	1,040	1,456	1,899	2,479	3,234
营业利润率	8.9%	8.4%	7.9%	7.6%	7.9%	8.1%	少数股东权益	12	111	201	201	201	201
营业外收支	1	3	-1	0	0	0	负债股东权益合计	4,783	7,868	9,175	11,997	12,826	14,894
税前利润	428	581	814	991	1,300	1,679	比率分析						
利润率	8.9%	8.4%	7.9%	7.6%	7.9%	8.1%		2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
所得税	-111	-140	-205	-254	-333	-420	每股指标						
所得税率	25.8%	24.0%	25.2%	25.6%	25.6%	25.0%	每股收益	0.864	1.105	1.435	1.389	1.821	2.370
净利润	317	442	609	737	967	1,259	每股净资产	8.732	10.771	11.898	17.398	14.757	16.750
少数股东损益	4	25	65	0	0	0	每股经营现金净流	0.875	1.355	2.531	0.283	5.631	4.594
归属于母公司的净利润	314	416	544	737	967	1,259	每股股利	0.000	0.000	0.000	0.779	1.021	1.329
净利率	6.5%	6.0%	5.3%	5.6%	5.8%	6.0%	回报率						
现金流量表 (人民币百万元)							净资产收益率	9.90%	10.26%	12.06%	11.19%	17.30%	19.83%
	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E	总资产收益率	6.56%	5.29%	5.93%	6.15%	7.54%	8.45%
净利润	317	442	609	737	967	1,259	投入资本收益率	9.24%	8.20%	11.29%	9.85%	12.95%	15.48%
少数股东损益	4	25	65	0	0	0	增长率						
非现金支出	124	166	207	132	139	161	主营业务收入增长率	28.76%	43.79%	48.66%	27.46%	26.40%	25.76%
非经营收益	-54	-59	24	65	84	115	EBIT 增长率	39.88%	35.20%	54.67%	22.96%	30.79%	29.67%
营运资金变动	-71	-38	119	-827	943	206	净利润增长率	40.03%	32.83%	30.58%	35.63%	31.16%	30.15%
经营活动现金净流	317	511	959	107	2,134	1,741	总资产增长率	13.30%	64.52%	16.61%	30.75%	6.91%	16.12%
资本开支	-206	-232	-452	-463	-400	-300	资产管理能力						
投资	-227	-1,199	-487	-1	0	0	应收账款周转天数	22.2	24.9	24.1	23.8	23.8	23.8
其他	284	949	53	9	9	9	存货周转天数	94.6	96.6	95.0	95.0	95.0	95.0
投资活动现金净流	-149	-482	-886	-455	-391	-291	应付账款周转天数	35.7	42.3	42.3	46.0	40.0	40.0
股权募资	0	5	70	1,642	-1,581	0	固定资产周转天数	23.8	21.0	15.8	13.8	11.8	9.9
债权募资	0	721	-28	77	959	-35	偿债能力						
其他	-54	-199	-167	-351	-480	-627	净负债/股东权益	-24.77%	-12.18%	-17.89%	-25.52%	-24.43%	-34.17%
筹资活动现金净流	-54	526	-125	1,368	-1,103	-663	EBIT 利息保障倍数	-108.6	40.4	21.5	65.1	36.9	33.4
现金净流量	114	555	-52	1,020	640	787	资产负债率	33.52%	47.00%	48.68%	43.38%	54.84%	56.04%

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

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

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

来源：国金证券研究所

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，不作为或被视作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