



一心堂 (000727)

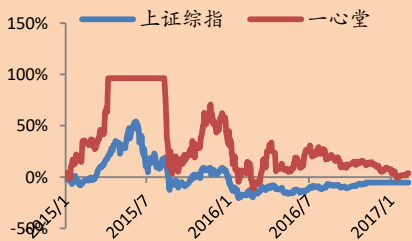
投资评级: 买入 (首次覆盖)

报告日期: 2017-02-14

收盘价(元) 20.57

目标价格(元) -

股价走势:



主要数据

总股本(百万股)	520.60
A股股本(百万股)	520.60
B/H股股本(百万股)	-/-
总市值(亿元)	107
A股流通比例(%)	38.5%
第一大股东	阮鸿献
第一大股东持股比例	33.75%
12个月最高/最低(元)	27.18/16.19

医药生物行业组

联系人: 方驭涛

电话: 021-60956118

邮箱: fyt0614@foxmail.com

连锁药店龙头, 拥抱行业整合机遇

主要观点:

□ **门店: 区域连锁药店龙头, 西南市场为主**

公司作为区域性连锁药店龙头, 以云南省医药零售市场的主导地位为基础, 坚持核心区域高密度布局战略, 已经实现在西南地区广泛覆盖, 同时向华北、华南和华东地区扩张。未来公司将立足于西南, 重点完善在覆盖区域的门店建设, 配合电商业务进行线上与线下的结合, 实现全国布局。

□ **电商: 打造行业电商, 推进门店互联网化**

公司电商业务主要分为行业电商、区域电商和门店互联网化三大块, 现已成功搭建涵盖 B2C、B2B、O2O 等业务的底层框架, 中小药店全品采购平台窗外药盟是公司 B2B 业务的重要尝试, 有效解决了门店品种有限和存放空间问题, 实现了线上与线下的结合, 促进了门店的互联网化。

□ **定增: 加码中药饮片, 业务新看点**

公司将定增 6 亿元用于门店建设改造和中药饮片扩建项目, 公司将依托于云南省中药材优势发展中药业务; 同时, 品牌优势明显的白云山参与定增将为双方未来合作打下基础, 在中药饮片业务上双方有望达成协同效应。

□ **行业: 政策+资本介入, 连锁药店迎行业整合机遇**

近年来我国药品零售市场集中度不断提升, 连锁率于 2015 年末首次超过 40% (45.73%), 但整体竞争格局仍较为分散; 对标美日等发达国家, 我国连锁率和集中度均有较大上升空间。随着行业龙头的上市和资本的介入, 龙头并购和扩张加速; 同时, 连锁药店还面临着医院端部分市场外流和行业政策利好, 单体药店生存空间急剧压缩, 行业并购整合加速。

□ **盈利预测与评级**

公司作为西南地区连锁药店龙头, 在西南地区区域优势明显, 未来将继续通过新设和并购进一步加强在布局地区的连锁力度, 业绩有望继续稳定增长; 电商与中药饮片业务将成为未来公司业务的新看点。预计 2016 年、2017 年、2018 年 EPS 分别为 0.79 元、0.98 元、1.17 元, 对应当前股价 PE 分别为 26 倍、21 倍、18 倍, 首次覆盖, 给予公司“买入”评级。

□ **风险提示**

门店迅速扩增带来的管理压力; 新收购门店整合风险; 股市系统性风险。

盈利预测: 单位: 百万元

财务指标	2015A	2016E	2017E	2018E
营业收入	5321	6375	7655	9246
收入同比(%)	20%	20%	20%	21%
归属母公司净利润	346	414	513	611
净利润同比(%)	17%	19%	24%	19%
毛利率(%)	41.9%	42.4%	42.7%	43.0%
ROE(%)	15.2%	15.7%	16.9%	17.5%
每股收益(元)	0.67	0.79	0.98	1.17
P/E	30.91	25.89	20.88	17.53
P/B	4.71	4.08	3.53	3.08
EV/EBITDA	35	21	17	14

资料来源: Wind、华安证券研究所

目录

1 公司概况：区域连锁药店龙头	4
1.1 简介：直营连锁，药品零售	4
1.2 定增：投建中药饮片、门店建设及补充流动资金	5
2 战略：立足西南，线上线下布局全国	6
2.1 门店：西南为主，扩张迅速	6
2.2 电商：网点优势，线上线下相结合	8
2.2.1 打造行业电商与区域综合性电商	9
2.2.2 窗外联盟+O2O：推进门店互联网化	10
2.3 会员：CRM 系统上线，客户关系管理再上新台阶	10
2.4 财务：毛利维持高水平，外延导致门店支出上升	11
2.4.1 业绩稳步增长	11
2.4.2 门店扩张带来支出增加，财务整体健康	12
3 行业：连锁率不断提高，多因素加速行业整合	14
3.1 市场：规模不断增长，零售市场份额较低	14
3.2 药店：连锁率不断提高	16
3.3 整合：资本+政策助力，行业整合加速	17
3.3.1 对标美日：我国连锁率与集中度均有上升空间	17
3.3.2 资本介入：连锁药店上市，并购整合大时代开启	20
3.3.3 政策导向：连锁药店迎机遇，行业整合加速	21
4 盈利预测	23
5 风险提示	23
附录：财务报表预测	24
投资评级说明	25

图表目录

图表 1 公司股权结构示意图及子公司一览	4
图表 2 公司主营业务收入构成	5
图表 3 募集资金净额拟投资项目	5
图表 4 非公开发行股票拟认购数量和金额	6
图表 5 公司全国门店地区分布一览	6
图表 6 公司各地区门店数量一览	7
图表 7 公司门店数量与云南省连锁药店情况一览	7
图表 8 公司各地区销售收入占比一览	7
图表 9 一心堂自上市以来门店收购情况一览	8
图表 10 公司电商业务布局	9
图表 11 公司营业收入、净利润及增长率 (2009-2016Q3)	9
图表 12 公司营业收入、净利润及增长率 (2009-2016Q3)	11
图表 13 上市连锁药店公司毛利率对比 (%)	12
图表 14 公司各地区毛利率对比 (%)	12
图表 15 公司各季度三费情况 (2013Q1-2016 年 Q3)	13
图表 16 公司近年来现金流情况一览 (2013-2015 年)	13
图表 17 公司各季度三费情况 (2013Q1-2016 年 Q3)	13
图表 18 公司流动资产结构 (截至 2016 年三季度)	13
图表 19 公司各季度三费情况 (2013-2016 年 Q3)	14
图表 20 公司短期和长期偿债能力 (2013-2016H1)	14
图表 21 我国药品市场总体销售规模与增速	15
图表 22 我国药品零售市场销售规模与增速	15
图表 23 我国药品终端市场规模占比 (2015 年)	15
图表 24 典型样本城市零售药店销售品类结构 (2015)	16
图表 25 药品与非药品市场规模与增速	16
图表 26 连锁药店与单体门店数量及连锁率	16
图表 27 连锁药店企业数及增速	16
图表 28 省级地区零售药店连锁率情况 (2015 年)	17
图表 29 美国连锁药店市场销售额前十 (2015)	18
图表 30 美国零售药店市场竞争格局 (2014 年)	18
图表 31 日本连锁药店市场销售额与增速	18
图表 32 日本连锁药店销售额前十强 (2014 年与 2015 年)	18
图表 33 我国平均每家药店服务人数及增长率 (2006-2015 年)	19
图表 34 我国零售药店销售额前十强 (2015 年)	19
图表 35 连锁药店前 10、前 100 企业份额与门店占比	19
图表 36 益丰药房自上市以来门店收购情况一览	20
图表 37 老百姓自上市以来较大规模门店收购情况一览	20
图表 38 对药品零售行业具有重大影响的相关文件汇总	21
图表 39 零售药店行业相关重要政策与规定	22
图表 40 我国平均每家药店服务人数及增长率 (2006-2015 年)	22
图表 41 主营业务、分项收入预测 (单位:百万元)	23

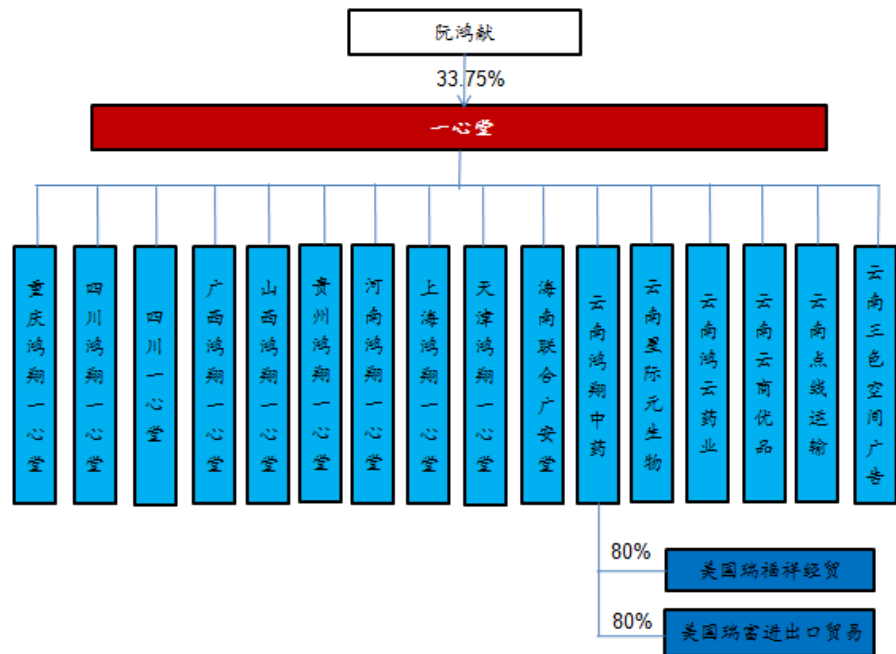
1 公司概况：区域连锁药店龙头

1.1 简介：直营连锁，药品零售

云南鸿翔一心堂成立于 2000 年 11 月，于 2009 年改制为股份有限公司，并于 2014 年 6 月实现在深交所上市。一心堂主要经营范围为中药、西药及医疗器械等产品的经营销售，经过十几年的发展，公司已成为云南省销售额最大、网点最多的药品零售企业。公司一直坚持直营连锁模式，零售药店各地分店均由公司直接领导统一经营；自 2007 年起，公司连续进入年度中国连锁药店排行榜 10 强，2015-2016 年度更是获得了《中国连锁药店综合实力百强榜》第 2 位，《中国连锁药店直营力百强榜》第一位。

截至公司最新披露，公司董事长阮鸿献持有公司 33.75% 股权，为公司实际控制人。

图 1 公司股权结构示意图及子公司一览



资料来源：公司 2016 年三季报与半年报，华安证券研究所（注：未注明股权均为 100% 控股）

公司旗下一共拥有 18 家控股子公司，包括各地覆盖区域省级子公司，中药子公司云南鸿翔中药（及 2 家控股公司美国瑞福祥经贸和美国瑞富进出口贸易）、云南星际元、运输子公司云南点线运输、电商子公司云南云商优品和广告子公司云南三色空间。

连锁药店业务为主，从事少量批发与药房托管业务

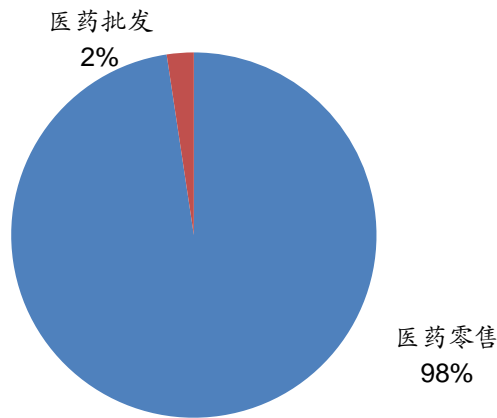
公司主营医药零售连锁和医药批发业务，其中医药零售连锁是公司的核心业务，直营连锁门店医药销售收入为公司主要收入来源。

(1) 公司医药零售连锁业务经营范围主要为处方药、非处方药、中药材、中药饮片及中成药、医疗器械、保健品、消毒用品、卫生护理用品等与医疗健康相关产品的销售。公司零售业务的主要客户为终端消费者。医药零售连锁业务是公司核心业务，销售收入及利润贡献超过 90%。

(2) 公司医药批发业务范围与零售业务相似，主要客户为医院、社区卫生服

务站、卫生院(所)、诊所、其他医药流通企业等。公司批发业务主要包括向医院、社区卫生站等配送药品、向其他医药流通企业批发药品等。

图表 2 公司主营业务收入构成



资料来源：公司 2016 年半年报，华安证券研究所

另外，公司在云南省还从事部分医疗机构的药房托管业务。在国家及云南省关于药房托管相关政策的指引下，公司在云南省范围内对部分医疗机构的药房开展药房托管工作，已与包括省市级医疗机构分院、县(区)级人民医院、乡镇卫生院、社区卫生服务中心(站)等医疗机构进行了深度院企合作。

1.2 定增：投建中药饮片、门店建设及补充流动资金

2017 年 1 月 5 日，公司公告非公开发行股票预案，拟向实际控制人阮鸿献、广州白云山等 6 名对象非公开发行股票不超过 7883.82 万股，发行价格为 19.28 元/股，募集资金总额不超过 15.2 亿元，扣除发行费用后将，4 亿元将用于中药饮片产能扩建项目、2 亿元用于门店建设及改造项目(总投资 2.7 亿元，其中 1.65 亿元用于在云南省、贵州省新建 340 家直营连锁门店，3593 万元收购 10 家现有门店铺面产权，7776 万元用于门店改造)、2.5 亿元用于信息化建设项目以及补充流动资金 6 亿元。

图表 3 募集资金净额拟投资项目

项目	资金总额(万元)	拟投入募集资金(万元)
1 中药饮片产能扩建项目	41263.92	40000
2 门店建设及改造项目	27861.97	27000
3 信息化建设项目	25000	25000
4 补充流动资金	60000	60000
合计	154125.89	152000

资料来源：公司非公开发行股票预案，华安证券研究所

白云山参与此次定增，期待中药领域战略合作

本次非公开发行股票事项中，广州白云山拟认购 4149.38 万股(认购金额 8 亿元)，按照本次非公开发行的数量上限测算，预计本次非公开发行完成后，白云山所持股份约占上市公司总股本的 6.92%。

图表 4 非公开发行股票拟认购数量和金额

	发行对象	认购数量 (万股)	认购金额 (万元)
1	阮鸿猷	518.67	10000
2	广州白云山医药集团	4149.38	80000
3	深圳前海南山金融	1296.68	25000
4	宁波梅山保税港区厚扬启航二期股权投资中心 (有限合伙)	60000	17000
5	新时代信托	518.67	10000
6	新疆宏盛开源股权投资合伙企业 (有限合伙)	518.67	10000
	合计	7883.82	152000

资料来源：公司非公开发行股票预案，华安证券研究所

白云山为国内领先的制药企业，年营业收入近 200 亿元，旗下中医药业务具有悠久的历史，品牌优势明显。白云山通过定增参股公司为双方未来进一步的合作打下了基础，公司中药饮片业务有望与其达成协同效应。

2 战略：立足西南，线上线下载布局全国

公司以在云南省医药零售市场的主导地位为基础，大力拓展四川、广西、贵州、重庆、海南等地市场，成为西南连锁医药零售行业的龙头。公司一直坚持“少区域高密度网点”的发展策略，未来公司将着眼于全国市场，在核心区域持续高密度网点布局的同时，配合电商业务进行线上与线下的结合，实现在全国的布局。

2.1 门店：西南为主，扩张迅速

公司的零售药店门店均为直营连锁，目前已经实现在云南、重庆、四川、广西、山西、河南、贵州、海南、上海、天津等 10 个省市的覆盖。

图表 5 公司全国门店地区分布一览

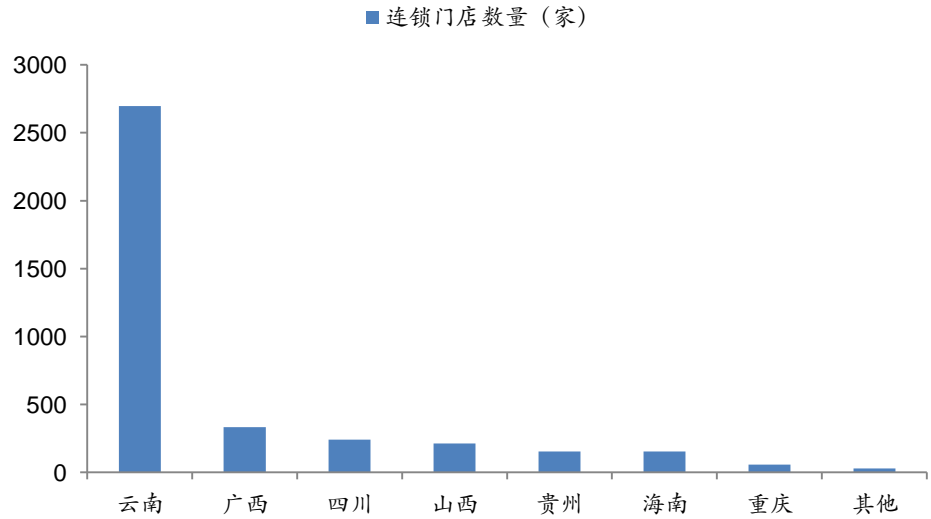


资料来源：华安证券研究所根据公司公告整理绘制

截至 2016 年 9 月 30 日，公司及其全资子公司共拥有直营连锁门店 3,877 家

(不包含公司已公告但尚未完成收购的门店 242 家)。其中云南 2697 家、广西 334 家、四川 240 家、山西 212 家、贵州 154 家、海南 154 家、重庆 58 家、其他省份及直辖市 28 家。其中,拥有医保刷卡资质的门店已达到 3051 家,占比达 78.69%。

图表 6 公司各地区门店数量一览

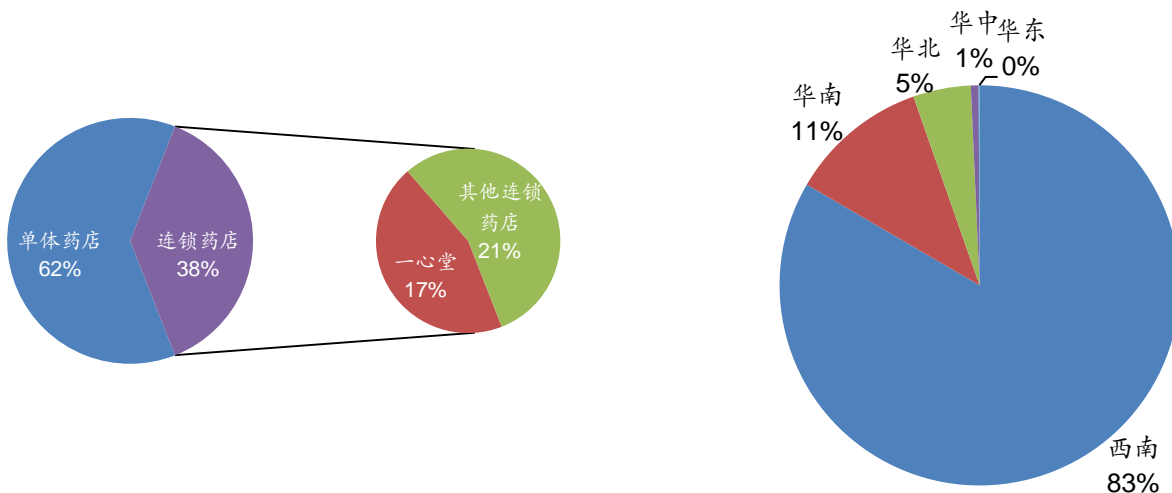


资料来源:公司公告,华安证券研究所

云南省药店霸主,深耕西南地区

云南省作为公司的大本营,公司已基本实现在各县、乡镇全覆盖。截至 2015 年末,云南省通过新版 GSP 认证的零售药店共计 15016 家(另外有近 3000 家左右认证延期),其中,零售单体药店 9293 家,零售企业连锁的门店 5723 家,零售药店连锁率 38.11%,较 2014 年上升近 6 个百分点。而公司门店数量约占云南省药店门店总数的 17%,占连锁药店门店数量的 44.54%,已然成为云南省零售药店行业的霸主。同时,公司始终坚持核心地区高密度布局策略,主要在西南地区布局,少部分位于华中和华东地区。在云南省外地区,在重点布局的其他省份的直营门店数量也多数处于前列,在四川、海南为第一,山西第二,广西在前三。

图表 7 公司门店数量与云南省连锁药店情况一览 图表 8 公司各地区销售收入占比一览



资料来源:商务部、米内网,华安证券研究所

资料来源:公司半年报,华安证券研究所

上市后并购扩张步伐加快

自 2015 年起,公司就通过股权并购和门店收购的方式完善在云南省外地区的布局,重点发展西南地区的海南、四川、广西和重庆,并向山西和河南开始渗透。从上市至今,一心堂共发起并购 22 起,其中 2015 年 9 起,2016 年 13 起,均为全资收购,累计收购金额超过 15.5 亿元。

图表 9 一心堂自上市以来门店收购情况一览

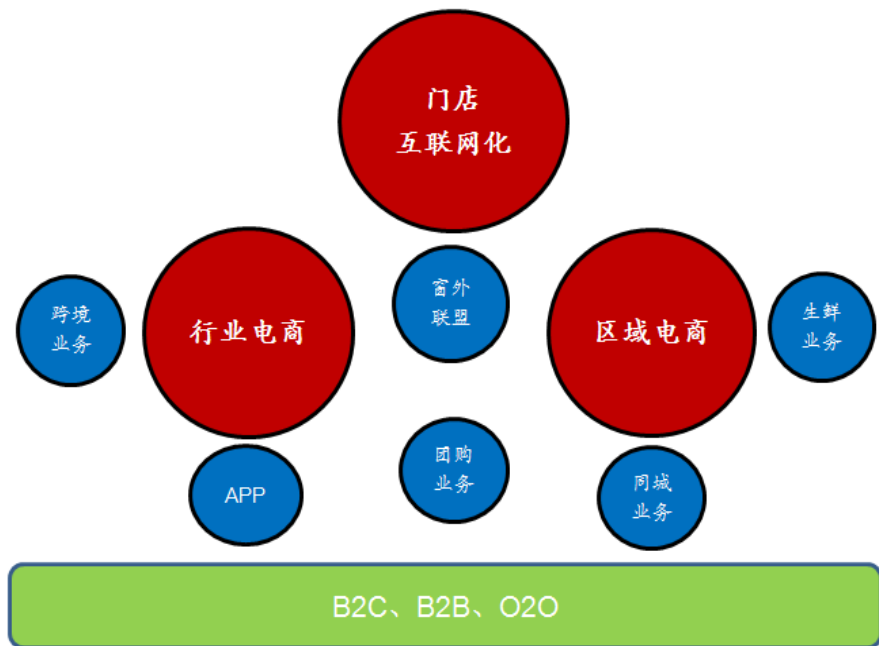
时间	地区	收购对象	门店数量	金额 (万元)
2016.12	四川	绵阳老百姓大药房连锁有限公司	26	5689
2016.12	四川	广元市老百姓大药房连锁有限责任公司	26	8371
2016.12	四川	曾理春先生个体经营药店	8	1754
20161116	四川	贝尔康大药房连锁有限公司	42	7979
20161116	广西	方略集团崇左医药连锁有限公司	130	4577
20161023	四川	宜宾、德阳、成都、达州、眉山 95 家药店	95	23748
20160930	四川	三台县潼川镇益丰大药房及其分支机构	9	1282
20160930	四川	三台县潼川镇老百姓大药房及其分支机构	8	2392
20160930	四川	绵阳老百姓大药房连锁有限公司	11	1477
20160930	四川	三台县北坝镇老百姓德源堂加盟药店	1	269
20160928	重庆	重庆宏声桥大药房连锁有限公司	81	10300
20160107	河南	郑州仟禧堂医药有限责任公司	5	1800+调整价
20160107	云南	三明鑫疆药业股份有限公司	13	4412
20150811	广西	桂林市桂杏霖春药房连锁有限公司	37	2300
20150804	四川	田燕梅女士个体经营药店	9	1031
20150804	四川	四川省蜀康医药连锁有限公司	21	4969
20150716	广西	百色市博爱医药连锁有限公司	20	4000
20150612	山西	长城药品零售连锁有限公司	89	24000
20150611	山西	晋中市泰来大药房有限公司	10	2000
20150610	山西	白家老药铺连锁药店有限公司	11	2800
20150603	山西	百姓平价大药房连锁有限公司	55	7700
20150424	海南	海南联合广安堂药品超市连锁经营有限公司	154	32322

资料来源:公司公告,华安证券研究所整理

2.2 电商: 网点优势, 线上线下相结合

一心堂于 2013 年开始进军电商业务,一心堂大药房于 2014 年 1 月入驻天猫旗舰店。之后,公司开始正式切入电商业务,将公司的电商业务打造成了包含行业电商、区域电商和门店业务互联网化三大业务板块的电商平台。公司基于德国 SAP 公司先进的 Hybris 电商软件搭建了 B2C、B2B、O2O 等业务的整个电商平台的底层框架,实现了电商与 CRM、ERP、物流系统、呼叫中心系统、门店 POS 系统以及外部的电商平台的联接和集成,从而实现了传统企业电商升级的业务闭环,并实现了与京东、天猫以及其他电商平台的业务对接和订单流转,为一心堂的全渠道电商打下了坚实的基础。

图表 10 公司电商业务布局

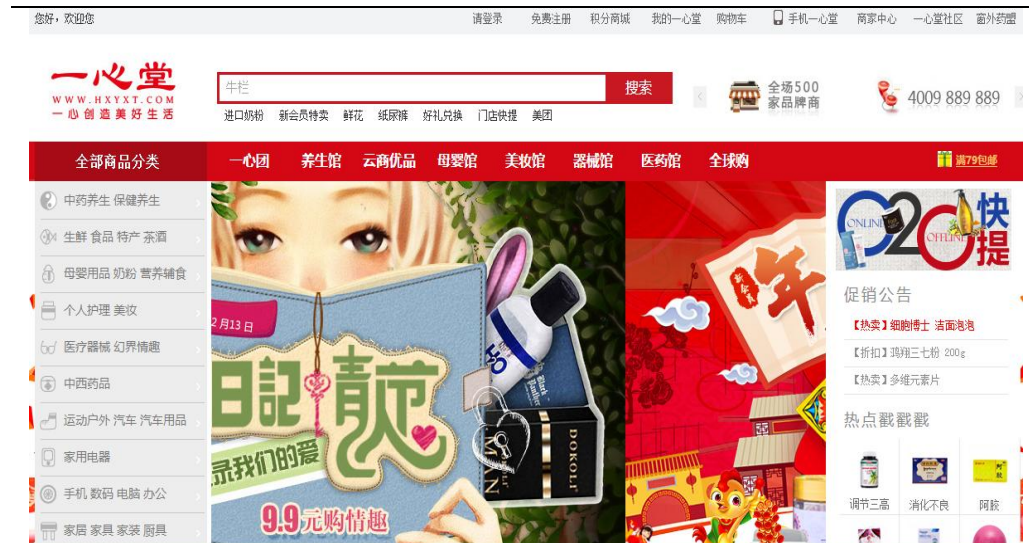


资料来源：公司公告，华安证券研究所整理绘制

2.2.1 打造行业电商与区域综合性电商

2016 年上半年，公司陆续推出了一系列 B2C 业务，如一心堂 APP、一心堂团购业务、一心堂跨境业务、一心堂同城服务等业务，意图打造一个综合电商平台。目前一心堂电商已囊括了一心团、养生馆、鲜生活、云商优品、母婴馆、美妆馆、器械馆、医药馆、全球购多个频道，全面满足了客户需求。而区域电商业务主要针对云南省，由云商优品和鲜生活栏目构成，云商优品主打云南地区特产类商品，鲜生活则在昆明市提供同城生鲜服务，“一心到家”的生鲜业务主要经营蔬菜水果、肉类禽蛋等常用食品，省却中间环节，直接从商家配送至消费者，未来将会融合公司的密布网点进行进一步的生鲜业务升级。

图表 11 公司营业收入、净利润及增长率（2009-2016Q3）



资料来源：一心堂网上商城，华安证券研究所

2.2.2 窗外联盟+O2O：推进门店互联网化

试水 O2O，实现线上线下联动

在 O2O 的业务探索上公司也进行了有益的尝试，结合公司网点的优势，已经上线了线上下单门店付款，线上订单网点配送等多种匹配公司的 O2O 模式，并实现了线上线下资源的整合和流程再造。

升级 B2B：窗外药盟已打造成型

公司电商上半年在已有的 B2B 框架上进一步拓展了 B2B 的业务，开展了窗外等 B2B 业务尝试。窗外药盟——中小药店全品采购平台由一心堂 O2O 模式转化而来，于 2015 年 11 月开始测试 PC 端，2016 年 7 月正式上线手机 APP “窗外药盟”。窗外药盟意图为合作药店和药企打造一个药品供应平台，实现全品类营销。对于客人想要购买而药店门店（包括一心堂门店和合作的中小连锁药店）没有的药品，药店员工可以直接在“窗外”上进行搜索下单，一心堂将药品配送到门店，员工收货，客户可以选择自提或送货上门等，解决了门店缺货和品种有限的问题。

窗外药盟的优势在于：

(1) 丰富药店产品数量

由于中国和美国、日本的药店经营模式上的不同，中外药店在商品品种和种类上也存在着较大差异。日本的连锁药店即使是选址于人口稠密的街区型店铺，营业面积多在 400 平米左右，经销商品种类也高达 1 万种。而我国大型的连锁药店也有 400 平米左右（经营面积一般在 100-400 平），但经营的品种种类与之相差甚远；同时，药企与药店生产和经营的品种的多样化也由于店内面积和空间有限完全展示（一心堂官网的商品目前已超过 10 万个 SKU）。通过窗外联盟的平台查询则可弥补药店展示空间不足的缺陷，满足顾客对多样化品种的需求。

(2) 提高店员效率，增加员工收入

合作药店可以利用窗外联盟的平台帮助店员随时参与销售，提高店员效率；要点员工代客下单，平台供货与销售差价由药店与员工分配，增加员工单产。

(3) 与药企直接合作

窗外联盟成为药企对外直接接触消费者的一个平台，为药企未来实现更加精确的营销活动提供便利，节约药企市场调查成本等。同时，平台的打造使得药店形成联盟，对上游供应商的溢价能力也有所增强。

后续公司将在 B2B 模式进行进一步的迭代和扩展，完善供应链上端的资源整合。

2.3 会员：CRM 系统上线，客户关系管理再上新台阶

公司一直高度重视对会员的管理，在基于门店的市场区域内培养了大量稳定的会员群体，通过沟通与互动，与会员建立了牢固的关系，拥有一批品牌忠诚度极高的客户，终身合作伙伴的会员关系使得会员消费粘性很强，对公司也作出了积极贡献。目前公司拥有的会员记录条目数超过 1000 万条。

2015 年 8 月，一心堂的 CRM 系统正式运行，借助世界领先的 SAP Hybris 电子商务平台以及 SAP CRM 平台，搭建了以顾客为核心的多渠道电商销售平台。同时借助于公司大数据分析平台，公司建立了线上线下一体化的精准会员管理体系，实现会员的精细化管理。

CRM（客户关系管理）的核心是对客户数据的管理，利用信息技术协调企业

与客户在销售、营销和服务上的交互，对客户进行精准化管理、营销和服务。CRM 通过系统分析会员前期的消费习惯，从而更精准地洞悉客户的需求习惯，更好地为会员客户进行服务：

①CRM 系统对客户忠诚计划、会员发展、生命周期、会员标签、会员营销、会员关系、会员圈层、顾客服务、消费行为洞察实施全面管理。

②CRM 帮助慢病顾客管理，对涉及糖尿病、高血压、降脂、风湿、心脏病、痛风等慢性病的消费信息做全面的梳理和管理。

③CRM 帮助母婴顾客管理，实现对孕如基本信息、备孕、孕期、产后、育儿等系列信息的梳理和管理。

通过 CRM 系统进行的会员信息维护培养了更紧密的会员关系，通过会员更多的交易次数对会员进行分配管理，针对性地对不同层次的会员推出不同的营销活动，通过和会员的沟通掌握会员日常消费获得相应的权益。

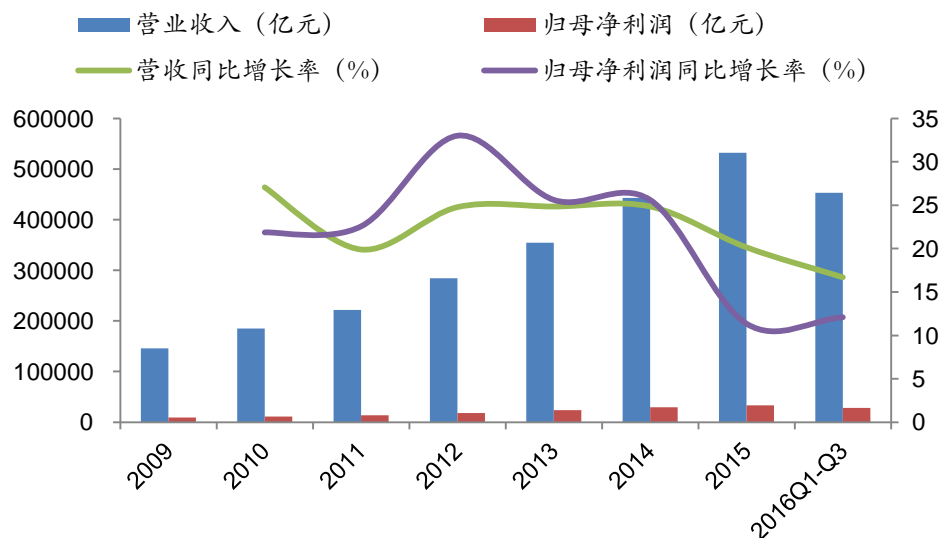
同时，公司设有微信公众号、企业官方微博、客户中心、网上商城、O2O 服务平台，运用大数据和客户关系 CRM 管理系统，满足基于小众、长尾、社区基于互联网的需求，最终形成供应商、经销商、终端消费者的闭环。此外，公司长期致力于品牌建设，通过各种媒体宣传营销，并针对各区域持续进行健康知识宣传与咨询、用药知识宣传等方式普及医药常识，提高了一心堂品牌的知名度。对会员的倾力维护使得公司品牌推广深入人心，保证了公司拥有稳定的收入来源。

2.4 财务：毛利维持高水平，外延导致门店支出上升

2.4.1 业绩稳步增长

公司的营收与利润一直保持稳步增长，进入 2015 年以后，公司新店扩张与并购加速以及加大了在电商领域的投入，营收与净利润增速均有所放缓。2016 年前三季度公司实现营业收入 45.35 亿元，同比增长 16.71%；归属于上市公司股东净利润 2.84 亿元，同比增长 12.94%。

图表 12 公司营业收入、净利润及增长率 (2009-2016Q3)



资料来源：公司 2009-2015 年年报、2016 年三季报，华安证券研究所

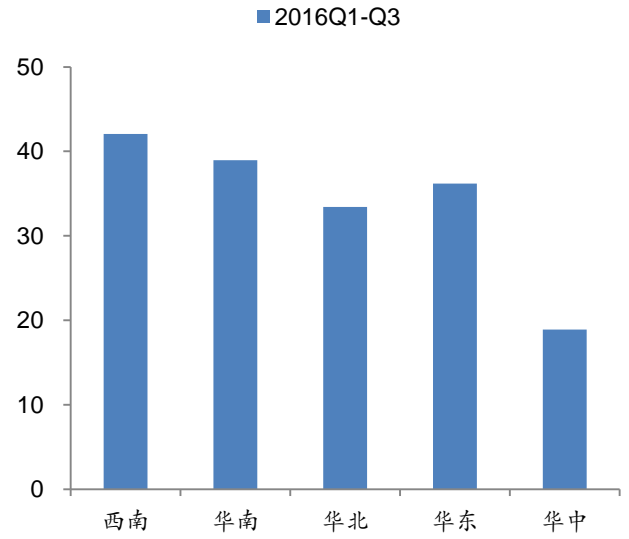
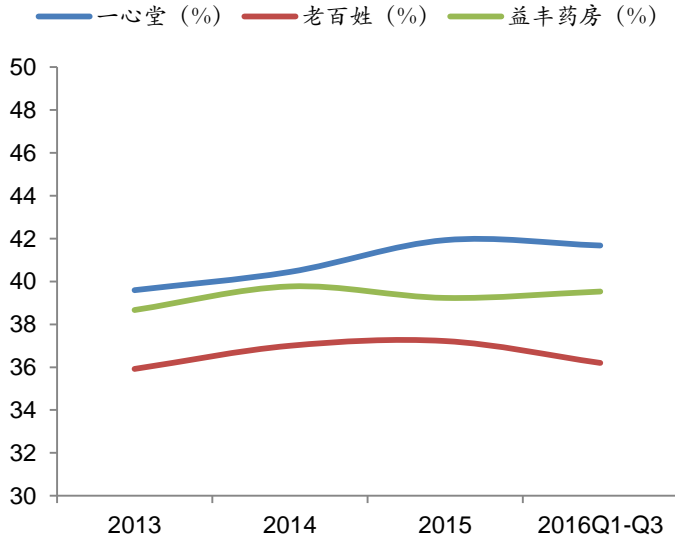
毛利率业内领先，OEM 品种是高毛利的重要保证

公司零售板块的毛利率一直稳定在 40% 左右，2016 年前三季度公司毛利率为 41.67%，要高于同行业连锁药店上市公司老百姓和益丰药房。从地区来看，公司

在西南、华南、华东地区的毛利率相对较高，华北、华中地区偏低；其中，西南地区的毛利率最高，达到了42%，这也体现了西南和华南地区高密度布局所显示的优势，尤其在云南省，公司的2600家门店已经覆盖所有市县，品牌认可度较高。

图表 13 上市连锁药店公司毛利率对比 (%)

图表 14 公司各地区毛利率对比 (%)



资料来源：各公司年报、三季报，华安证券研究所

资料来源：公司三季报，华安证券研究所

公司的 OEM 品种（厂商品牌共建品种）的高毛利是公司毛利率较高的原因之一。所谓 OEM（Original Equipment Manufacture，原始设备制造商），也即通常所说的通过代工方式生产的贴牌产品。在医药领域，生产药品的企业必须获得国家认证的 GMP 证书，连锁药店要想生产属于自己的药品只有建立药品生产线获得 GMP 认证和通过药企代工两条路，而代工生产明显成本和风险更小。大型零售药店将药品委托生产企业直接生产（药品生产批文仍属于生产企业），而连锁药店冠以零售企业的品牌作为产品质量的保证，并享有专销权，控制销售渠道。

但贴牌产品运作通常需要连锁药店拥有强大的零售网络，并能充分利用销售网络快速消化产品，降低供应商的销售风险和自身的资金风险，同时还需要保证产品销售量足够大，来支撑委托加工对量的需求。

OEM 贴牌生产的产品比联采的产品采购成本还要低，因而毛利率较常规产品高出许多，公司 OEM 品种药品的毛利率均超过 60%，远高于公司的综合毛利率 40% 左右的水平。公司厂商品牌共建品种超过 1200 个，年销售额约占公司零售业务销售额的 50%（2011 年、2012 年、2013 年厂商品牌共建品种销售额占比分别为 46.16%、48.74%、49.55%），而毛利则超过总毛利的 3/4，为公司高毛利的中药保证。

公司拥有大规模的销售网络，与多个家厂商签订了品牌共建协议。OEM 贴牌药品多集中于 OTC 产品，且多为消费者常用药，主要合作厂家既有全国知名药企，也有地方企业。厂商共建的经营模式不仅提高了公司的综合毛利率，还提升了公司的知名度和品牌效应。

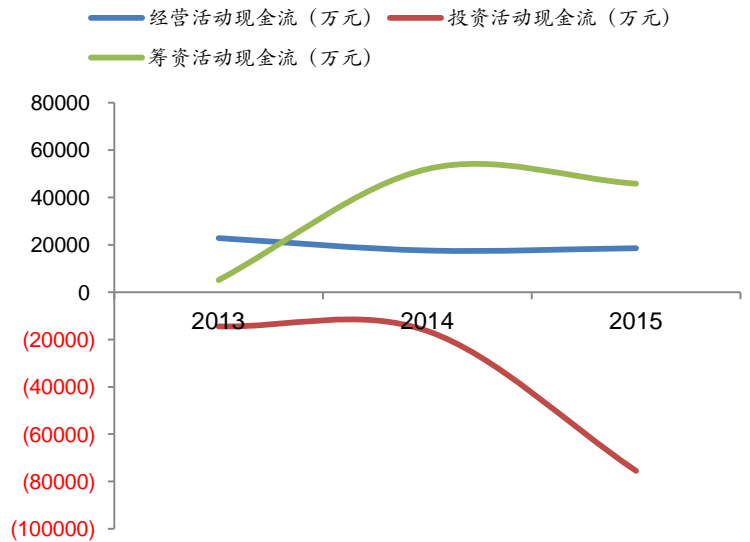
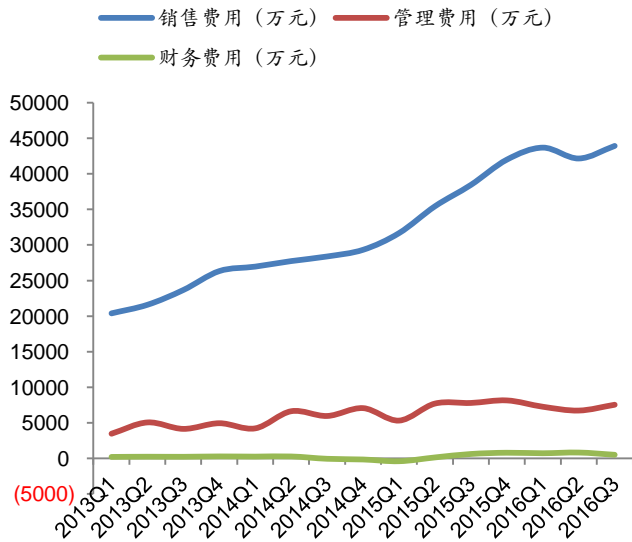
2.4.2 门店扩张带来支出增加，财务整体健康

销售费用不断上升，门店收购增加，投资现金流支出增加

公司销售费用一直保持增长态势，这主要是因为公司门店数量一直保持快速增长，门店房租等费用相应增加；公司自 2015 年以来开始收购门店步伐加快，而

资金多由债券与票据募集，财务费用有所上升。同时，门店收购导致支付投资款增加，投资现金流支出大幅增加；而经营活动产生的现金流一直较为稳定，筹资活动现金流在上市之后也基本保持稳定。

图表 15 公司各季度三费情况 (2013Q1-2016 年 Q3) **图表 16 公司近年来现金流情况一览 (2013-2015 年)**



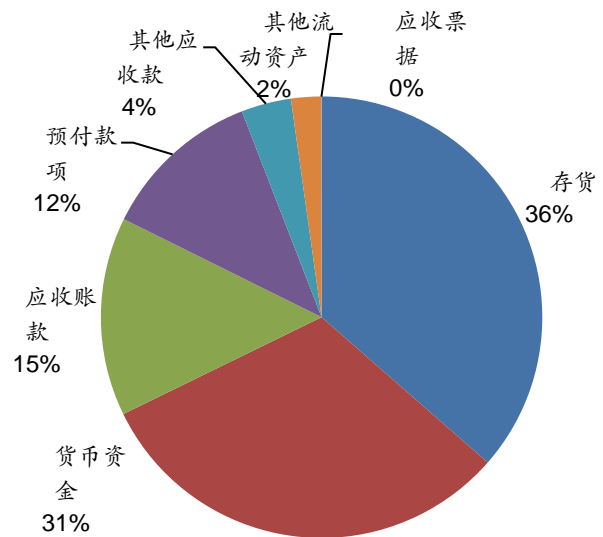
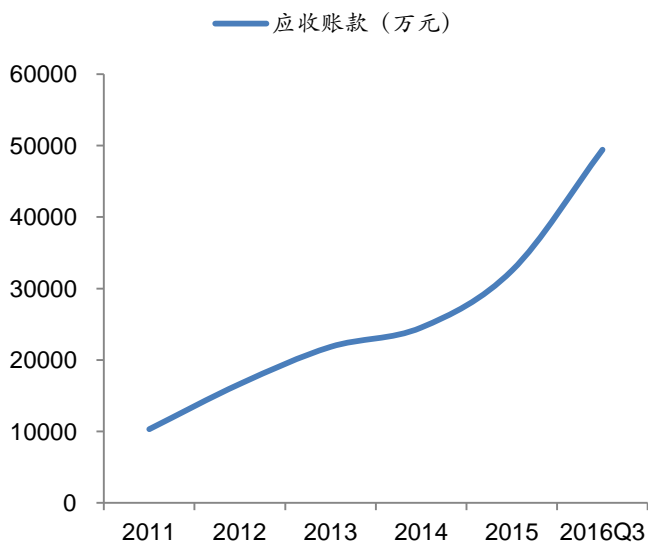
资料来源：公司季报、半年报、年报，华安证券研究所

资料来源：公司各年年报，华安证券研究所

应收账款上升迅速，流动资产整体健康

近年来随着公司门店的扩张以及销售收入的增长，公司应收账款上升迅速，截至 2016 年三季度公司应收账款已超过 5 亿元，但公司的应收账款主要为应收医保中心款项，少量为医院和医药公司、制药企业，存在坏账的风险较小。从流动资产来看，公司存货占流动资产比例较高，这主要是因为零售连锁的经营模式的影响，流动资产总体质量仍较为健康。

图表 17 公司各季度三费情况 (2013Q1-2016 年 Q3) **图表 18 公司流动资产结构 (截至 2016 年三季度)**



资料来源：公司各年年报，华安证券研究所

资料来源：公司三季报，华安证券研究所

负债率有所提升，偿债能力仍有保障

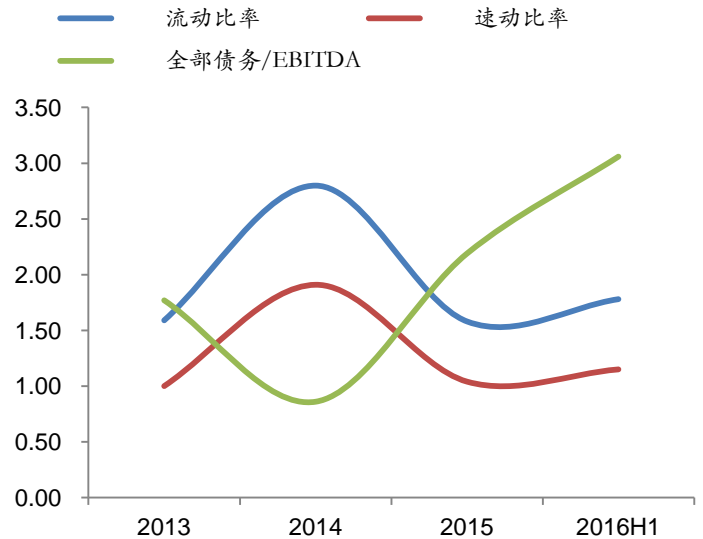
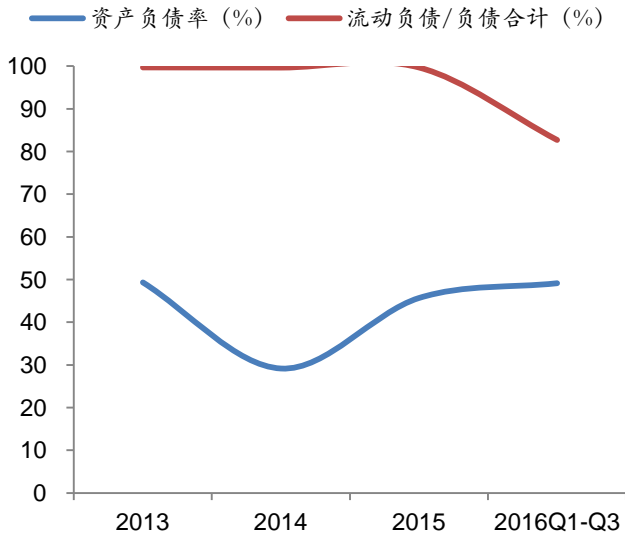
公司负债率基本保持在 50% 左右，其中绝大多数均为流动负债，流动负债比率下降主要是公司所募集的 4 亿元中期票据计入了应付债券，非流动负债比率上

升所致。从偿债能力来看，公司流动比率、速动比率基本处于波动状态，截至 2016 年 6 月底，公司流动比率和速动比率分别为 1.78 和 1.15，现金类资产仍较充裕，短期偿债能力有保障；长期偿债能力方面，公司全部债务/EBITDA 自上市之后逐步上升，长期偿债能力较强。

公司本次非公开发行股票完成后将有 6 亿元资金到账，届时公司资本负债率将有所下降，偿债能力得到增强，资本结构获得进一步优化。

图表 19 公司各季度三费情况 (2013-2016 年 Q3)

图表 20 公司短期和长期偿债能力 (2013-2016H1)



资料来源：公司年报、三季报，华安证券研究所计算

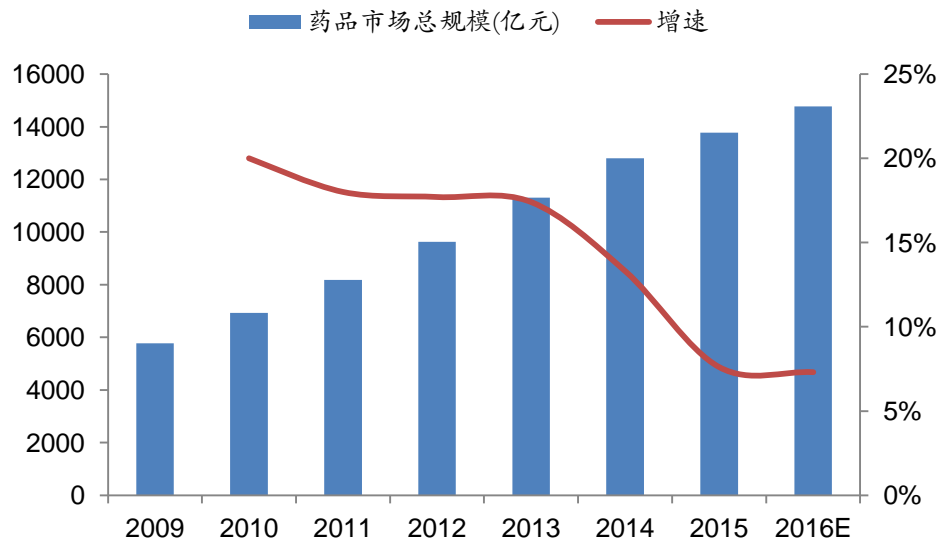
资料来源：公年报、半年报，华安证券研究所

3 行业：连锁率不断提高，多因素加速行业整合

3.1 市场：规模不断增长，零售市场份额较低

随着我国居民收入水平的提高、医保制度的完善以及人口老龄化的开始，居民医药需求日益释放和增长，我国药品市场一直处于快速发展阶段；进入 2014 年以后，由于宏观经济增速放缓、新一轮医改逐步开始（医保控费、药品零加成等政策），药品增速开始有所放缓。据中康资讯数据，截至 2015 年底，我国药品市场规模为 13775 亿元，同比增长 7.6%。预计 2016 年药品市场规模有望达到 14774 亿元，同比增长 7.3%，增速基本持平。

图表 21 我国药品市场总体销售规模与增速

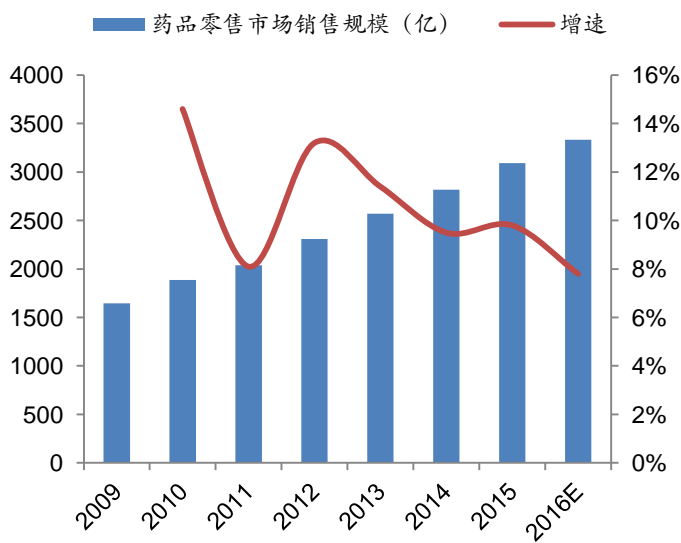


资料来源：中康资讯，华安证券研究所

零售市场超 3000 亿元，占比仍较低

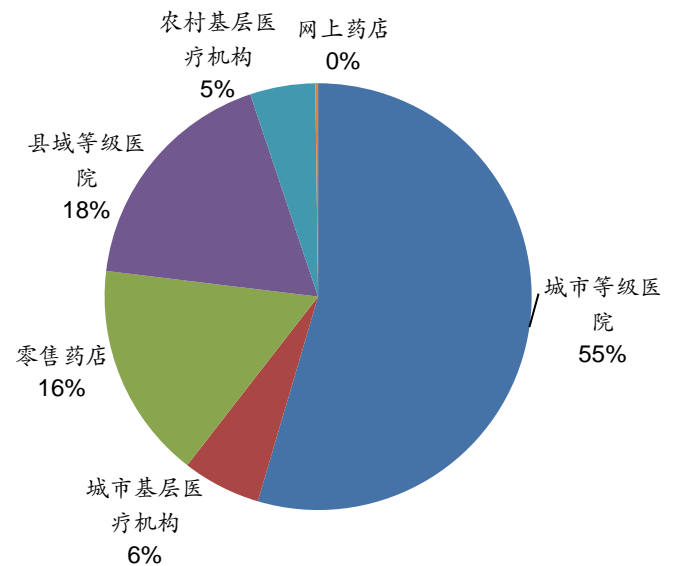
受行业整体增速放缓，传统药店的零售市场增速也逐步放缓。2015 年，我国零售药店药品市场总体销售规模为 3093 亿元，同比增速 9.8%；预计 2016 年药品市场总体销售规模为 3334 亿元，同比增速 7.8%，继续放缓。

图表 22 我国药品零售市场销售规模与增速



资料来源：中康资讯，华安证券研究所

图表 23 我国药品终端市场规模占比 (2015 年)



资料来源：中康资讯，华安证券研究所

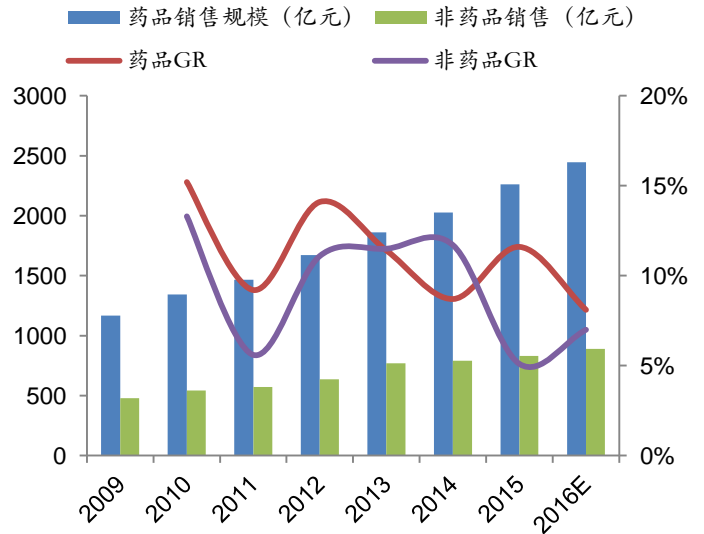
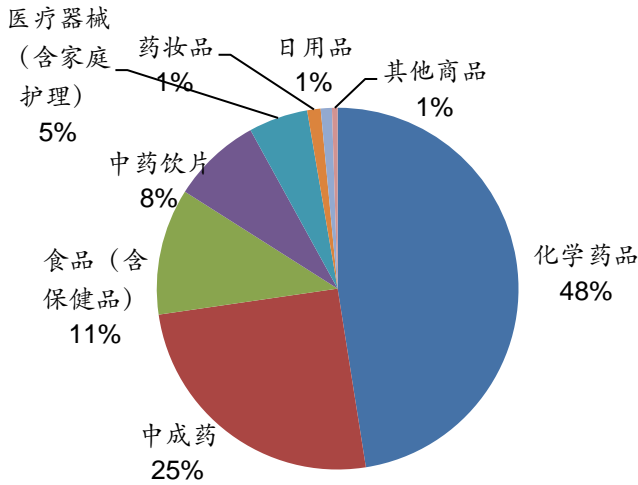
目前，医疗机构仍是我国药品面向市场供应的主要来源，医院渠道药品销售占整个市场的比重超过 80%，其中城市等级医院占比就超过一半，而药店零售占比仅在 16% 左右。由于网售处方药的政策并未放开，网上药店的份额占比仍较低，仅为 0.22%。

从零售药店销售产品的品类结构来看，目前药品仍是零售药店主要销售的产品，化药、中成药、中药饮片等合计占比超过 80%；非药品销售占比 19.3%，其中食品（含保健品）占 11.3%，医用器械（含家用护理）占比 5%，而药妆、日用、其他商品占比较少，总份额约 3%。2015 年药品销售规模为 2260 亿元，同比增

长 11.6%；非药品销售 832 亿元，同比增长 5%。

图表 24 典型样本城市零售药店销售品类结构 (2015)

图表 25 药品与非药品市场规模与增速



资料来源：中国医药商业协会，华安证券研究所

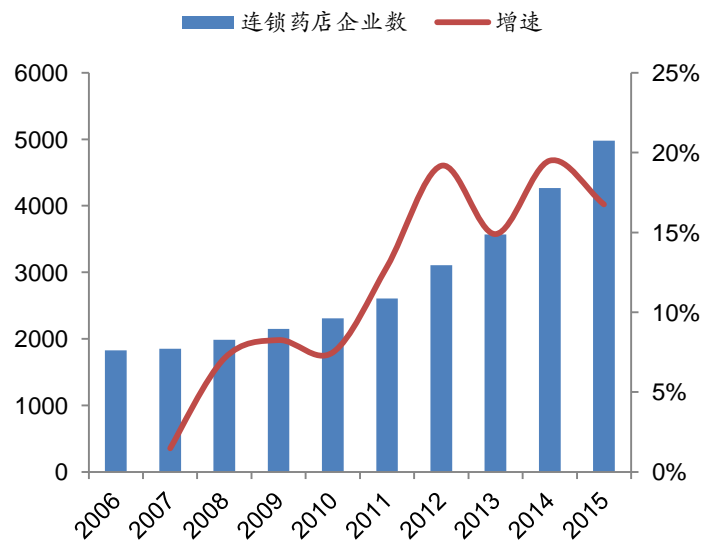
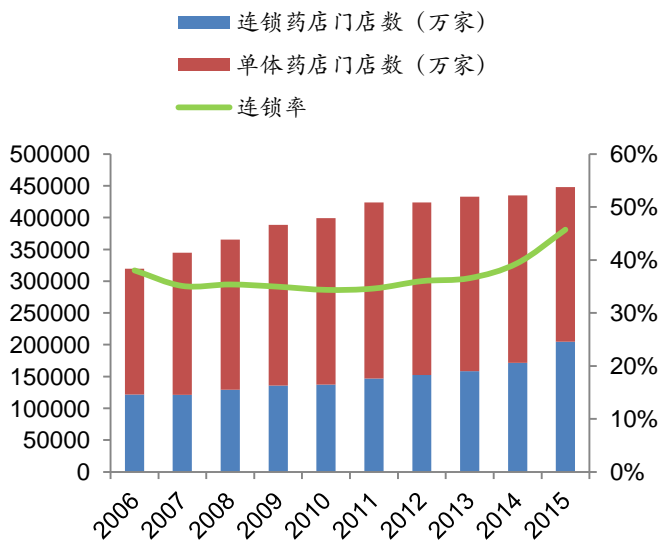
资料来源：中康资讯，华安证券研究所

3.2 药店：连锁率不断提高

商务部数据显示，截至 2015 年 11 月底，我国药店总数为 448057 家，同比上涨 3.02%。其中，药品零售连锁企业 4981 家，同比增速 16.76%，相较于 2014 年的 19.5%略有放缓，但下辖门店数量增速创新高，下辖门店 204895 家，同比增速高达 19.52%；零售单体药店 243162 家，同比下跌 7.71%。连锁药店企业数量增速趋缓，而连锁药店旗下门店数量增速创新高，表明连锁药店正在通过不断兼并和开设新店，连锁率迅速提高，单体药店占比不断下滑，连锁率也于 2015 年首次超过 40%，达到 45.73%，我国药品零售市场的集中度正在不断提高。

图表 26 连锁药店与单体门店数量及连锁率

图表 27 连锁药店企业数及增速



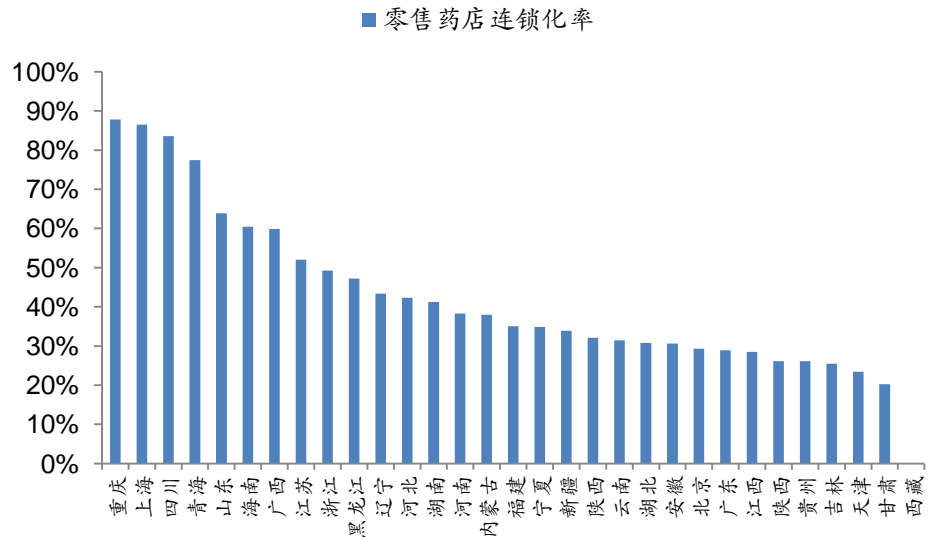
资料来源：国家食药监总局，华安证券研究所

资料来源：国家食药监总局，华安证券研究所

连锁率地区差异明显

具体从各地区来看，各地的连锁药店连锁率差异较大，西南地区的平均连锁率最高，西北地区最低。重庆、上海和四川省的连锁率高达 80%，远超全国平均水平，这主要是因为重庆和四川的加盟店较多，大部分连锁下辖的药店数相对较少，实际数据要打不少折扣；而上海则是具有一些较为强势的本土连锁企业，直营力较强，市场集中度较高。

图表 28 省级地区零售药店连锁率情况（2015 年）



资料来源：2016 年度中国医药市场发展蓝皮书，华安证券研究所

3.3 整合：资本+政策助力，行业整合加速

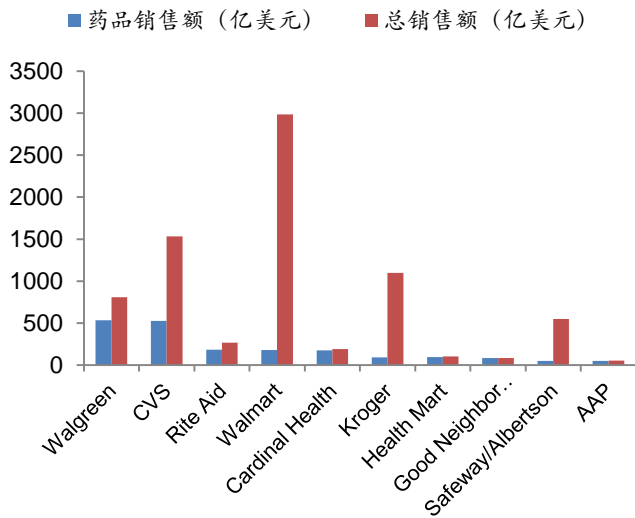
随着行业的发展、政策的逐步放开以及资本的介入，零售药店行业正在发生巨大变化，一心堂、老百姓、益丰药房的相继上市打破了原有的区域竞争格局，开启了全国范围内新一轮的药店并购，零售药店行业的并购整合正逐步加速。

3.3.1 对标美日：我国连锁率与集中度均有上升空间

美国：寡头垄断，高度集中

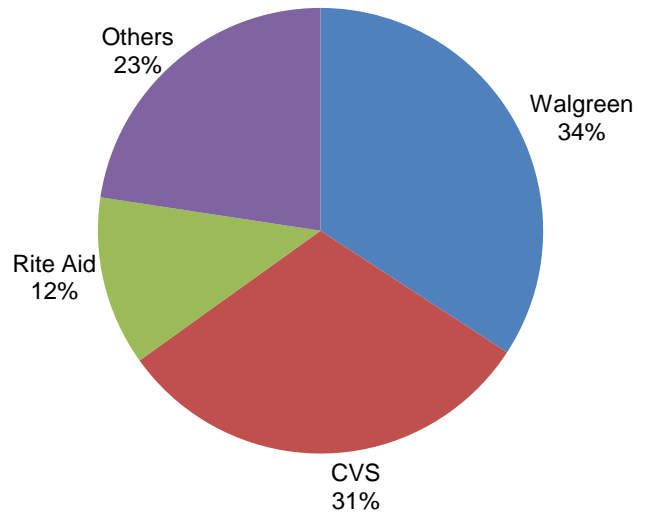
作为连锁药店的发源地，美国零售药店市场经过多年的发展，无论在商品体系还是竞争格局上均已发展较为成熟。连锁药店通过大规模的整合和收购，市场份额不断扩大，行业整体连锁率获得不断提高，形成高度集中的竞争格局。CVS、Walgreens、Rite Aid 三家连锁药店企业占据的市场份额就近 80%。其中，CVS 与 Walgreens 一直在争夺业内第一的位置，CVS 在 2015 年通过收购 Target 旗下连锁药店成为美国最大的连锁药店，而 Walgreens 于 2015 年年末宣布将收购排名第三的 Rite Aid，如果监管部门批准该项交易，收购完成后 Walgreens 将成为覆盖全美的最大连锁药店。

图表 29 美国连锁药店市场销售额前十 (2015)



资料来源: 各公司年报与 NACDS, 华安证券研究所

图表 30 美国零售药店市场竞争格局 (2014 年)



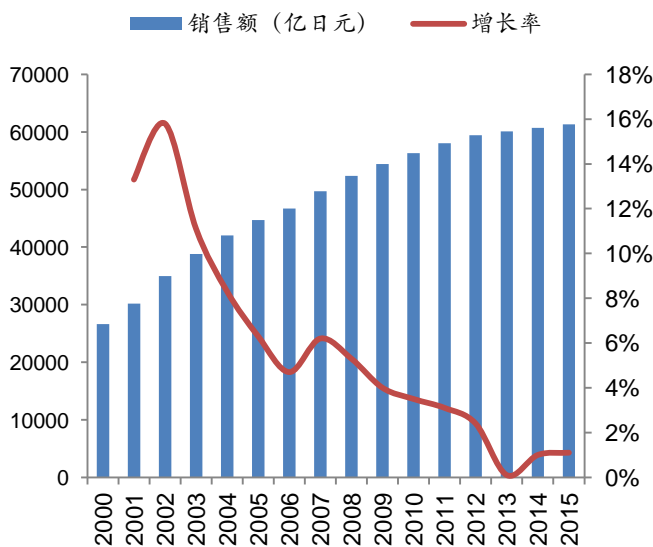
资料来源: NACDS, 华安证券研究所

日本: 行业集中度较高

日本零售药店主要分为调剂药局和连锁药店两种模式, 调剂药局为传统意义上的 药店, 只出售药品, 具有政府批准销售处方药资格, 药店内配有专职的注册药剂师, 一般位于医院附近, 规模较小。而连锁药店出现的时间才几十年, 因其经营模式的灵活性, 发展较为迅猛, 出售的商品不仅包括药店, 也包括化妆品、日用品等, 被称之为现代药店。

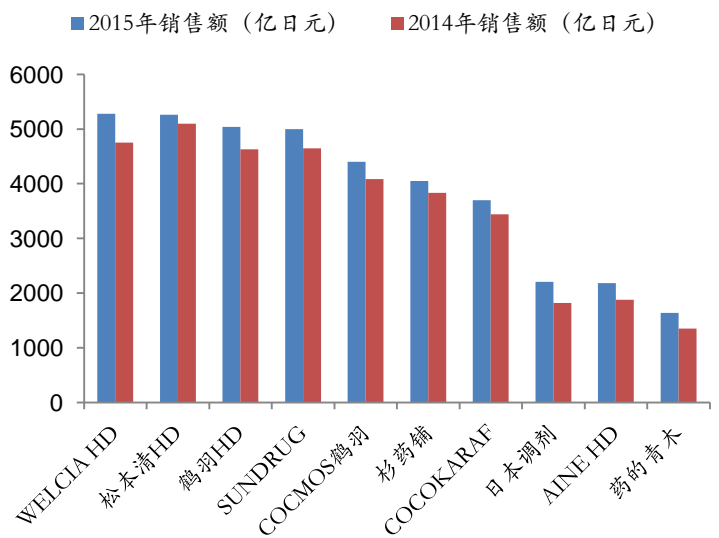
日本连锁药店协会 JACDS 数据显示, 2015 年日本全国药店市场销售总额为 61325 亿日元 (约折合人民币 3607 亿元), 同比增速 1.1%, 增速连续多年在低位徘徊。从市场结构来看, 日本药店市场的集中度相当高, 销售额靠前的前十家药店公司的销售额达到了 38747 亿日元, 占比 63.18%, 日本连锁药店已然呈现出多家寡头的局面。

图表 31 日本连锁药店市场销售额与增速



资料来源: JACDS, 华安证券研究所

图表 32 日本连锁药店销售额前十强 (2014 年与 2015 年)

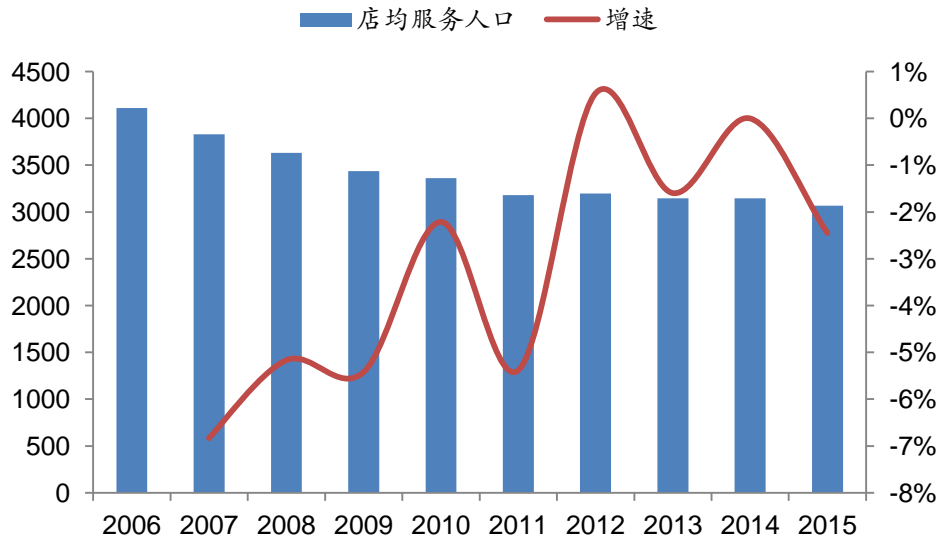


资料来源: JACDS, 华安证券研究所

中国: 门店数量趋近饱和, 集中度和连锁率仍有待提升

前文提到 2015 年我国药店门店数量已经达到 448057 家，增速为 3.02%；我们以我国大陆人口数 137349 万人为基础（国家统计局 2015 年 11 月 1 日抽样调查的结果显示我国大陆人口总数为 137349 万人）计算，我国药店店均服务人数约为 3065 人，已经较为接近店均服务 2500 人/店的饱和标准。

图表 33 我国平均每家药店服务人数及增长率（2006-2015 年）

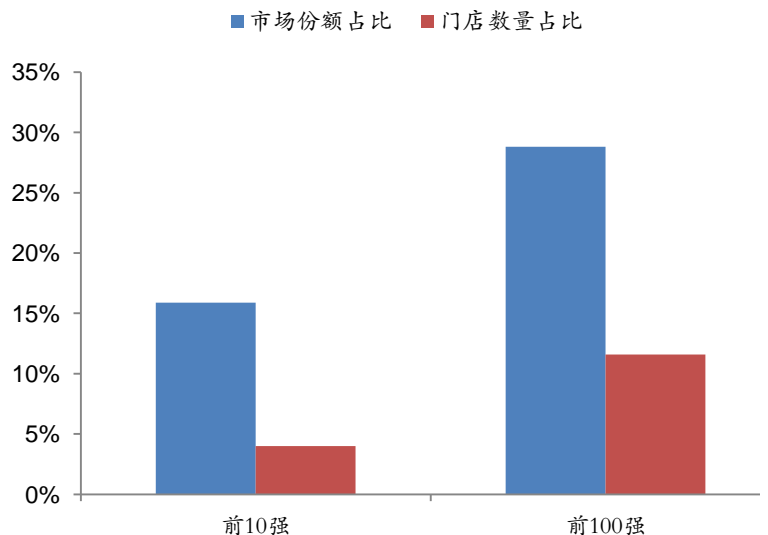
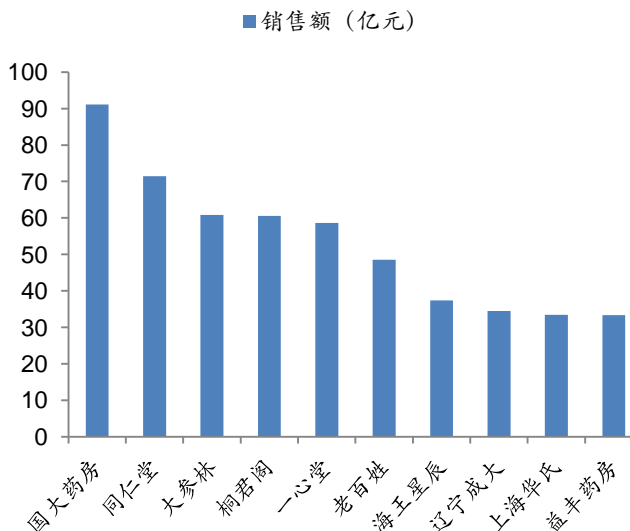


资料来源：国家统计局、国家食药监总局，华安证券研究所

而从集中度来看，我国连锁药店的集中度仍有较大提升空间。据中国医药商业协会数据，截至 2015 年末，中国连锁药店销售额前 10 位药品零售企业的门店总数达到 18058 家，占全国零售药店门店总数的 4%，销售额 526.82 亿元，占零售市场总额的 15.9%。而前 100 强的药品零售企业门店总数达到 52012 家，占全国零售药店门店总数的 11.6%，销售总额 956 亿元，占零售市场总额的 28.8%。

图表 34 我国零售药店销售额前十强（2015 年）

图表 35 连锁药店前 10、前 100 企业份额与门店占比



资料来源：上市公司年报、米内网，华安证券研究所

资料来源：中国医药商业协会，华安证券研究所

尽管我国药店的连锁率不断提高（45.73%），但药品零售行业集中度仍然较低，也与《全国药品流通行业发展规划纲要(2011-2015)》提出的 2/3 连锁率目标相距甚远。而且，从全国整体上来看，零售药店高度分散的格局并没有出现明显

的变化。对比美国前3家连锁药店近80%的市场份额和日本连锁药店前10强65%的市场份额，我国连锁药店的集中度和连锁率还相距甚远，仍有较大上升空间。

3.3.2 资本介入：连锁药店上市，并购整合大时代开启

当前我国药品零售行业整体竞争格局仍较为分散，区域龙头仍是主流，除国大药房以外，其他行业龙头像一心堂、老百姓、益丰药房、广东大参林、甘肃众友多为区域连锁药店，在某个区域内或省内具有优势地位，有向其他地区甚至全国扩张的动力。

而一心堂、老百姓、益丰药房的成功上市为其版图扩张提供了资金，无论是自设门店还是对外并购都有加速迹象。三家公司自上市以来一直在全国范围内进行大规模的收购，除了前述的一心堂以外，老百姓和益丰药房都在加速对外并购。

益丰药房累计收购金额超过4.8亿元，老百姓累计收购金额更是超过13亿元。

图表 36 益丰药房自上市以来门店收购情况一览

时间	地区	收购对象	门店数量	金额 (万元)
2016.7	江苏	宿迁玖玖药品超市	55	5648
2016.7	江苏	宿迁佳和医药	36	5000
2016.3	广东	韶关市乡亲药房	51	9900 万+ (净资产-固定资产评估价值)
2016.2	湖北	荆州市广生堂(80%)	29	(4468 万元+净资产)*80%-固定资产、低值易耗品评估值
2015.8	江西	采森大药房	12	2480
2015.8	江西	宜昌市广福堂	11	3580
2015.8	湖北	武汉隆泰大药房	34	7100
2015.8	上海	五洲大药房	5	2700
2015.8	江苏	苏州粤海大药房	1	7440

资料来源：公司公告，华安证券研究所

图表 37 老百姓自上市以来较大规模门店收购情况一览

时间	地区	收购对象	门店数量/标的	金额 (万元)
2016.9	广西	老百姓大药房 (广西)	49%股权	16066
2016.9	湖北	老百姓大药房 (郴州)	49%股权	2770.08
2016.8	天津	老百姓大药房 (天津)	49%股权	15762.78
2016.5	江苏	扬州百信缘	65%股权 (43 家门店)	13000
2015.11	甘肃	兰州惠仁堂	65%股权 (143 家门店)	34840
2015.11	湖北	南方大药房	100%股权	4573.37
2015.11	天津	敬一堂	46	3050
2015.11	湖南	福寿堂大药房	34	5000
2015.10	河南	安阳杏林医药	27	5665
2015.9	安徽	百缘药房	12	2341
2015.8	江苏	常州庆和堂	39	11500
2015.8	河南	河南省医药超市	51%股权 (58 家门店)	3570
2015.6	湖南	娄底康一馨药房	55	10600
2015.5	安徽	合肥为民大药房	25	2265

资料来源：公司公告 (1 亿元以下交易为公司重大资产购买暨关联交易实施情况报告书披露)，华安证券研究所

3.3.3 政策导向：连锁药店迎机遇，行业整合加速

进入 2015 年以来，医改进入深水区，医药行业重磅政策不断出炉，医改政策以及药品零售领域的相关政策规定不仅为零售药店的长期发展提供了巨大的市场空间，也鼓励和扶持了连锁药店的发展。政策的不断规范使得现阶段单体药店生存空间不断减小，给予了大型连锁药店企业更多的并购机会，促进了行业的整合。

(1) 医院：取消药品加成+处方外流+分级诊疗，连锁药店承接部分市场

一直以来，我国“以药养医”的局面未能获得实质性改观，药品在医院体系内的销售占比超过 80%，为了破除“以药养医”，促进医药分开，高层推出了包括取消公立医院药品加成、降低公立医院药占比、推动处方外流以及理顺医疗服务价格等多项政策与规定，这些政策的出台对药品零售行业产生了深远的影响。

图表 38 对药品零售行业具有重大影响的相关文件汇总

时间	部门	文件名称	涉及内容
2015.5	国务院	《关于城市公立医院综合改革试点的指导意见》	力争到 2017 年试点城市公立医院药占比(不含中药饮片)总体降到 30%左右
2015.9	国务院	《国务院办公厅关于推进分级诊疗制度建设的指导意见》	到 2017 年，分级诊疗政策体系逐步完善；到 2020 年，基层首诊、双向转诊、急慢分治、上下联动的分级诊疗模式逐步形成，基本建立符合国情的分级诊疗制度。
2015.12	卫计委	《关于做好高血压、糖尿病分级诊疗试点工作的通知》，	明确了高血压、糖尿病分级诊疗重点任务，并为高血压、糖尿病分级诊疗工作描绘出服务流程图
2016.4	国务院	《深化医药卫生体制改革 2016 年重点工作任务》	患者可自主选择在医院门诊药房或凭处方到零售药店购药
2016.7	发改委	《关于促进医药产业健康发展的指导意见重点工作部门分工方案》	医疗机构应当按照药品通用名开具处方，并主动向患者提供处方，保障患者的购药选择权
2016.11	国务院	《国务院深化医药卫生体制改革领导小组关于进一步推广深化医药卫生体制改革经验的若干意见》	明确提出破除以药补医，所有公立医院取消药品加成，落实公立医院药品分类采购，并逐步实行“两票制”
2016.12	国务院	“十三五”卫生与健康规划	加快推动医院门诊患者凭处方到零售药店购药

资料来源：国务院、卫计委、发改委，华安证券研究所

控制医疗机构的医保费用，与药店合作、推动处方外流是降低药品价格的有效方法之一，虽然处方外流的推行存在着一定阻力，但放开处方和处方的电子化必然是大势所趋，处方外流将为零售药店带来巨大市场；另一方面，药品零加成实施以后，药房对于公立医院的重要性不断下降，药房将成为公立医院的成本中心，药房托管、药房与医院合作将成为常态。这些都将成为连锁药店的经营带来机遇。另外，在分级诊疗制度成型之后，基层医疗机构将逐渐承担慢性病与常见病诊断与治疗，而药店作为布局广泛的端口，有成为慢病管理端口的天然优势，也将受益于分级诊疗制度。

(2) 零售终端：新版 GSP 认证+飞检+营改增+两票制

具体到零售领域，从国务院、卫计委到食药监总局等部门也出台了多项规范行业发展的规定。

图表 39 零售药店行业相关重要政策与规定

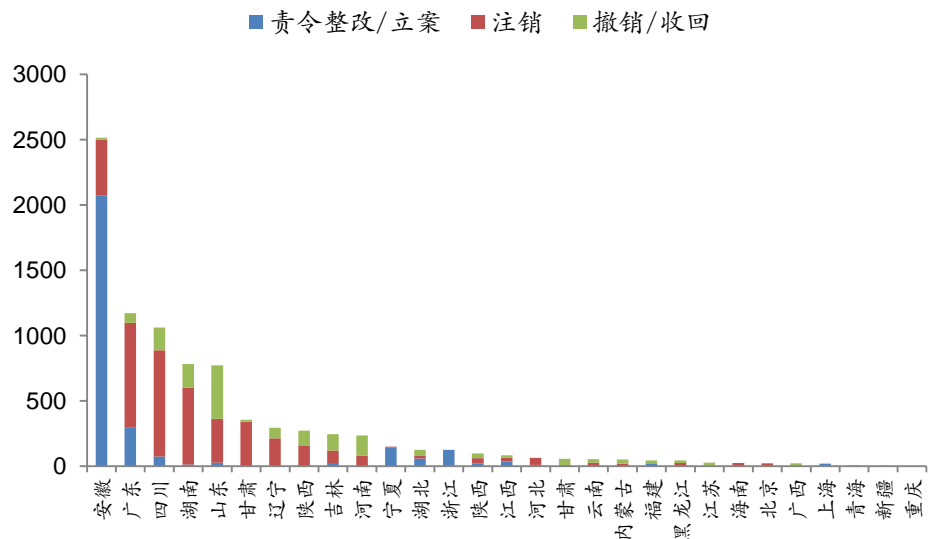
时间	部门	主要内容
2015.7	卫计委	严打医药购销领域涉税违法行为，规范药店购销行为
2015.10	国务院	取消基本医疗保险定点销售药店资格审查，改为协议制
2015.12	总局	新版 GSP 认证开始正式实施

资料来源：国务院、卫计委、CFDA，华安证券研究所

新修订的《药品经营质量管理规范》(GSP)在软硬件上都对药店提出了要求，对执业药师配备、信息技术等方面提出更高要求。例如要建立商品化信息化系统，要求货票账一致，执行药品电子监管；在药品零售企业应当配备执业药师，负责处方审核（因执业药师不足问题，药店企业暂时获得喘息）。新版 GSP 认证在药品零售企业的全面实施，直接增加了药店的运营成本，单体药店生存压力加大。

与此同时，流通与零售领域的整治也越来越严格，2015 年 9 月，总局颁布了《药品医疗器械飞行检查办法》，自此之后，药店飞检已经成为行业常态。2016 年全国有超过 8700 家药店越过飞检红线，其中被责令整改和立案调查的有 2928 家，被注销 GSP 证书的有 4134 家，被撤销和收回 GSP 的有 1643 家；从区域来看，安徽、广东、四川、湖南和山东是重灾区。

图表 40 我国平均每家药店服务人数及增长率 (2006-2015 年)



资料来源：各省食药监总局，华安证券研究所

在新版 GSP 认证和飞检中，单体药店和小型连锁受到的冲击最大；而随着营改增和两票制的推行，税收成本将增加，单体药店的价格优势也将一去不复返，单体药店的生存空间将进一步被压缩，面临退出和被收购局面。

小结

单体药店在成本、门槛以及政策等多方面存在约束，生存空间逐步被压缩，面临退出或被收购境遇；而大型连锁药店无论是在资本、规模经济、品牌效应，还是对上游的议价能力方面都处于优势地位，行业马太效应开始显现，将出现强者恒强的局面。随着行业的发展、资本的介入以及政策的影响，我国零售药店行业的并购整合正逐步加速。

4 盈利预测

主要假设：

(1) 从公司公告、招股说明书可知，公司新开门店从第 3 个月开始进入正常运营，基本在第 12 个月将实现当月盈利，第 26 个月可完全弥补前期亏损实现累计盈利。（其中，成本支出中房租成本占比 10%左右，人工成本占比 17%左右）

(2) 公司营业收入 2016 年、2017 年、2018 年增速分别为 19.8%、20.1% 和 20.8%；分项收入预测见下表。

图表 41 主营业务、分项收入预测（单位：百万元）

项目	2015A	2016E	2017E	2018E
营业收入	5,321.15	6374.58	7655.32	9246.09
同比增速	20.2%	19.8%	20.1%	20.8%
毛利率	41.9%	42.3%	42.8%	43.7%
医药零售	4916.48	6106.27	7345.85	8888.47
同比增速	19.4%	24.2%	20.3%	21.0%
毛利率	41.9%	39.91%	40.24%	40.67%
便利店零售	119.43	143.31	171.98	206.37
同比增速	29.9%	20%	20%	20%
毛利率	19.1%	19.7%	19.7%	19.7%
医药批发	119.04	124.99	137.49	151.24
同比增速	0%	5%	10%	10%
毛利率	25.2%	25.2%	28.6%	31.8%

资料来源：Wind、华安证券研究所

公司作为西南地区连锁药店龙头，在西南地区区域优势明显，未来将继续通过新设和并购进一步加强在布局地区的连锁力度，业绩有望继续稳定增长；电商与中药饮片业务将成为未来公司业务的新看点。预计 2016 年、2017 年、2018 年 EPS 分别为 0.79 元、0.98 元、1.17 元，对应当前股价 PE 分别为 26 倍、21 倍、18 倍，首次覆盖，给予公司“买入”评级。

5 风险提示

(1) **门店数量迅速扩增带来的管理压力。**公司零售门店已经基本实现在整个西南地区的都覆盖，销售区域的扩大，门店数量的增加使得公司对各地区的门店管理，配套的信息系统建设、物流基地建设以及营销人员管理等方面都要适应门店的增长，公司的门店管理有较大压力。

(2) **新收购门店整合风险。**根据公司的发展战略，公司在自行开设药店门店的同时，也将通过收购方式扩充门店覆盖范围，对于收购方式取得的门店，不仅需要重新进行门店装修，还需在经营模式、管理制度、企业文化、员工培训等多方面的整合投入，可能导致管理成本上升。

(3) **股市系统性风险。**

附录：财务报表预测

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2015	2016E	2017E	2018E	会计年度	2015	2016E	2017E	2018E
流动资产	3,014	3,582	4,449	5,420	营业收入	5,321	6,375	7,655	9,246
现金	1,034	1,380	1,830	2,306	营业成本	3,090	3,669	4,389	5,273
应收账款	325	437	524	633	营业税金及附加	27	38	46	55
其他应收款	144	120	166	208	销售费用	1,476	1,842	2,217	2,708
预付账款	434	452	474	500	管理费用	289	319	390	472
存货	1,024	1,147	1,375	1,651	财务费用	12	4	14	19
其他流动资产	52	46	79	120	资产减值损失	56	27	6	10
非流动资产	1,173	1,358	1,480	1,578	公允价值变动收益	0	0	0	0
长期投资	0	2	2	2	投资净收益	8	0	0	0
固定资产	473	444	414	384	营业利润	379	476	593	709
无形资产	62	86	103	120	营业外收入	16	12	12	12
其他非流动资产	637	826	961	1,073	营业外支出	4	4	4	4
资产总计	4,186	4,940	5,929	6,998	利润总额	390	484	601	717
流动负债	1,907	1,909	2,488	3,107	所得税	44	73	90	108
短期借款	625	1	0	0	净利润	346	412	511	609
应付账款	562	804	962	1,156	少数股东损益	0	(2)	(2)	(2)
其他流动负债	720	1,104	1,526	1,951	归属母公司净利润	346	414	513	611
非流动负债	6	408	410	414	EBITDA	443	516	644	767
长期借款	0	0	0	0	EPS (元)	0.67	0.79	0.98	1.17
其他非流动负债	6	408	410	414					
负债合计	1,913	2,317	2,898	3,521					
少数股东权益	0	(2)	(4)	(6)	主要财务比率				
股本	260	521	521	521	会计年度	2015	2016E	2017E	2018E
资本公积	838	577	577	577	成长能力				
留存收益	1,175	1,526	1,936	2,384	营业收入	20.16%	19.80%	20.09%	20.78%
归属母公司股东权益	2,273	2,624	3,034	3,482	营业利润	10.04%	25.69%	24.43%	19.57%
负债和股东权益	4,186	4,940	5,929	6,998	归属于母公司净利润	16.52%	19.40%	23.96%	19.17%
					获利能力				
					毛利率(%)	41.92%	42.44%	42.66%	42.97%
					净利率(%)	35.16%	6.51%	6.49%	6.70%
					ROE(%)	15.24%	15.70%	16.85%	17.53%
					ROIC(%)	37.30%	14.81%	18.02%	18.96%
					偿债能力				
					资产负债率(%)	45.70%	46.91%	48.89%	50.32%
					净负债比率(%)	-7.71%	-3.50%	2.84%	5.53%
					流动比率	1.58	1.88	1.79	1.74
					速动比率	1.04	1.27	1.23	1.21
					营运能力				
					总资产周转率	1.49	1.40	1.41	1.43
					应收账款周转率	18.65	16.74	15.93	15.97
					应付账款周转率	11.51	9.33	8.67	8.73
					每股指标 (元)				
					每股收益(最新摊薄)	0.67	0.79	0.98	1.17
					每股经营现金流(最新摊薄)	0.36	1.58	1.38	1.52
					每股净资产(最新摊薄)	4.37	5.04	5.83	6.69
					估值比率				
					P/E	30.9	25.9	20.9	17.5
					P/B	4.7	4.1	3.5	3.1
					EV/EBITDA	35.21	21.28	17.04	14.30

资料来源：华安证券研究所

投资评级说明

以本报告发布之日起 12 个月内，证券（或行业指数）相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

行业及公司评级体系

买入—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上；

增持—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；

中性—未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；

减持—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；

卖出—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；

无评级—因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。市场基准指数为沪深 300 指数。

信息披露

分析师承诺

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人对这些信息的准确性或完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考。本人过去不曾与、现在不与、未来也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收任何形式的补偿，分析结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

本报告中的信息均来源于公开可获得资料，华安证券研究所力求准确、可靠，但对这些信息的准确性及完整性均不做任何保证，据此投资，责任自负。本报告不构成个人投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。华安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。

本报告仅向特定客户传送，未经华安证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。如欲引用或转载本文内容，务必联络华安证券研究所并获得许可，并需注明出处为华安证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。如未经本公司授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司并保留追究其法律责任的权利。