

日期: 2017年07月21日

行业: 医药商业



## 深耕广东、布局全国的医药零售龙头企业

分析师: 魏贇

Tel: 021-53686159

E-mail: weiyun@shzq.com

SAC 证书编号: S0870513090001

研究助理: 金鑫

Tel: 021-53686163

E-mail: jinxin1@shzq.com

SAC 证书编号: S0870116070016

IPO 询价区间 RMB24.72-24.72 元

上市合理估值 RMB33.0-39.6 元

## 基本数据 (IPO)

发行数量不超过 (百万股)	40.01
发行后总股本 (百万股)	400.01
发行方式	上网定价
保荐机构	中信建投

## 主要股东 (IPO 前)

柯云峰	25.23%
柯金龙	25.23%
柯康保	19.73%

## 收入结构 (2016Y)

医药零售	98.74%
医药批发	1.26%

报告编号: WY17-NSP01

首次报告日期: 2017年07月21日

## ■ 投资要点

## 公司简介

公司专注于中西成药、参茸滋补药材及中药饮片、保健品、医疗器械及其他商品的直营连锁零售业务,在参茸滋补药材领域形成了自主品牌为主、覆盖各档次产品、满足不同消费人群需求的业务特色,是全国规模领先的大型医药零售企业。公司已建立了覆盖广东、广西、河南、福建、江西、浙江等多个省份的营销网络,共计 2,409 家直营连锁门店,其中 1,591 家门店拥有医保定点资格。根据中国连锁经营协会发布的“中国连锁百强”排行榜,本公司 2012 年、2013 年、2014 年、2015 年连续四年蝉联零售药店行业第一名。

## 盈利预测

我们预计 2017-2019 年归母公司净利润增速 12.62%、17.78% 和 20.44%,相应的稀释后每股收益为 1.21 元、1.43 元和 1.72 元。

## 公司估值

考虑到公司的业务结构及市场竞争状况,我们认为给予公司 17 年每股收益 30 倍市盈率这一估值水平较为合理,以该市盈率为中枢且正负区间为 20% 的公司合理估值区间为 33.0-39.6 元,相对于 2016 年的静态市盈率 (发行后摊薄) 为 30.56-36.67 倍。

## 定价结论

预计募集资金总额 98,904.72 万元,计划发行股份不超过 4,001 万股,对应每股发行价为 24.72 元,对应 15、16 年 PE 为 25.49、23.43 倍。

## ■ 数据预测与估值:

至 12 月 31 日 (¥.百万元)	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入	6,273.72	7,343.81	9,057.96	11,313.00
年增长率	19.15%	17.06%	23.34%	24.90%
归属于母公司的净利润	430.19	484.46	570.62	687.23
年增长率	8.79%	12.62%	17.78%	20.44%
(发行后摊薄) 每股收益 (元)	1.08	1.21	1.43	1.72

注: 有关指标按当年股本摊薄

## 一、行业背景

### 1.1 公司所处的行业及其简况

公司成立于 1999 年，专注于中西成药、参茸滋补药材及中药饮片、保健品、医疗器械及其他商品的直营连锁零售业务，在参茸滋补药材领域形成了自主品牌为主、覆盖各档次产品、满足不同消费人群需求的业务特色，是全国规模领先的大型医药零售企业。根据商务部发布的《2016 年药品流通行业运行统计分析报告》，公司在 2016 年零售企业销售总额前 100 位里位居第四。

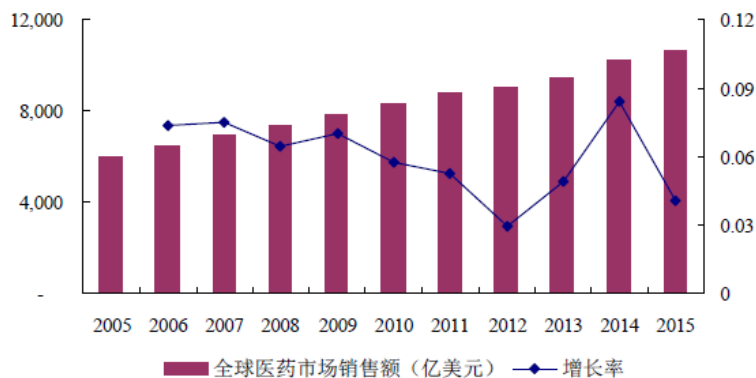
公司坚持以直营连锁门店为核心的经营策略，在深入开发和巩固华南市场的基础上，已建立了覆盖广东、广西、河南、福建、江西、浙江等多个省份的营销网络、共计 2,409 家直营连锁门店，其中 1,591 家门店拥有医保定点资格。

### 1.2 行业增长前景

#### 全球医药市场增长稳定

根据 IMS Health 的统计数据，2005 年至 2015 年，全球医药市场销售额由 5,988 亿美元增长到 10,688 亿美元，年平均增长率为 5.98%。根据 IMS Health 的预测，2014 年至 2019 年全球医药市场预期仍将保持年平均约 4.80% 的增长率，其中，亚洲、非洲与澳洲医药市场的增长速度将高于全球平均速度，年复合增长将达到 6.90% 至 9.90%，新兴市场将成为未来全球医药市场主要的增长点。

图 1 2005-2015 年全球医药市场销售额及增长率



数据来源：公司招股书 上海证券研究所

### 我国药品流通行业增速较快

根据商务部数据，2016年全国七大类医药商品销售总额 18,393 亿元，扣除不可比因素同比增长 10.4% (+0.2pp)。2006-2016 年全国药品流通行业规模由 3360 亿元增长到 18,393 亿元，复合增长率为 18.5%，同比增速在 2010 年到达顶峰 24.6% 后呈现出明显的下降趋势，2016 年开始底部回升。

根据商务部数据，2016 年全国七大类医药商品零售市场销售总额为 3,679 亿元，扣除不可比因素同比增长 9.5% (+0.9pp)。据中国医药商业协会典型样本城市零售药店 2016 年品类销售统计，终端销售中，对医疗机构销售额 7673 亿元，占终端销售额的 71.0%；对零售终端和居民零售销售额 3141 亿元，占终端销售额的 29.0%。

图 2 2006-2016 年我国药品流通行业销售总额 (亿元)

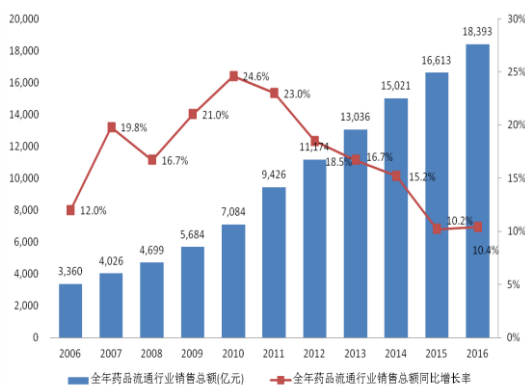
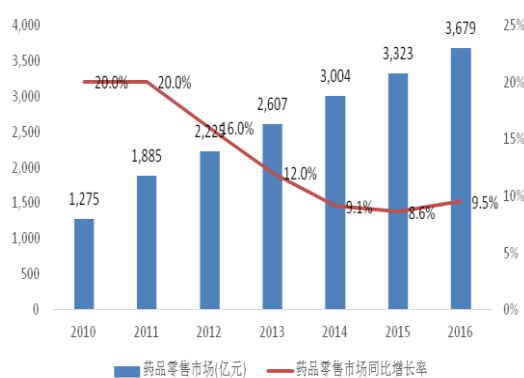


图 3 2010-2016 年我国药品零售行业销售总额 (亿元)



数据来源：商务部 上海证券研究所

数据来源：商务部 上海证券研究所

### 药品零售百强企业有望享受政策红利，行业集中度向好

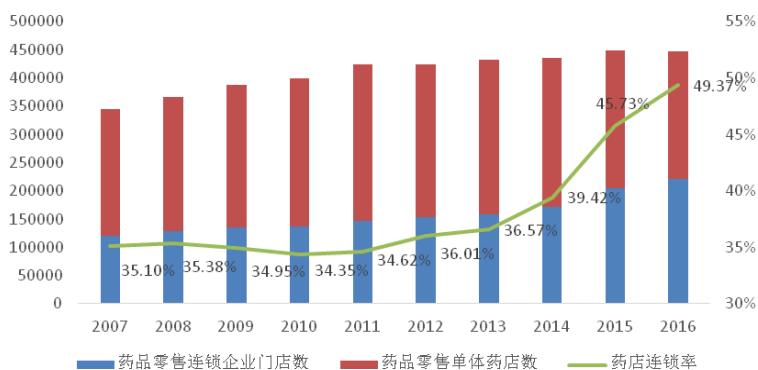
2016 年 12 月，商务部发布《全国药品流通行业发展规划 (2016-2020 年)》，行业发展的具体目标为：到 2020 年，培育形成一批网络覆盖全国、集约化和信息化程度较高的大型药品流通企业。药品批发百强企业年销售额占药品批发市场总额 90% 以上；药品零售百强企业年销售额占药品零售市场总额 40% 以上；药品零售连锁率达 50% 以上。

根据商务部发布的《2016 年药品流通行业运行统计分析报告》，我国药品零售市场规模为 3,679 亿元，同比增长 9.5%，其中药品零售百强企业年销售额占药品零售市场总额的 29.1%，仍有较大的成长空间。

根据商务部数据，截至 2016 年 11 月底，我国零售药店门店总数达 44.70 万家，同比下降 0.2%，其中单体药店、连锁药店分别为

22.63 万家、22.07 万家，同比分别下降 6.9%、上升 7.7%。我国零售药店连锁化率 2016 年 11 月底达到 49.4%，同比上升 3.6pp，药店连锁化程度连续 3 年保持较快速度上升。

图 4 2007-2015 年全国零售药店门店数量、连锁率变化



数据来源：商务部 上海证券研究所

### 1.3 行业竞争结构及公司的地位

公司建立了较完善的商品采购体系、物流配送体系和信息系统，建立了包括直营连锁门店、电子商务平台等在内的销售网络，已成为拥有 2,409 家直营连锁门店的大型医药零售企业。根据中国连锁经营协会发布的“中国连锁百强”排行榜，本公司 2012 年、2013 年、2014 年、2015 年连续四年蝉联零售药店行业第一名，综合竞争优势与行业领先地位较为明显。

公司在行业内的主要竞争对手的简要情况如下：

#### 1) 中国海王星辰连锁药店有限公司

海王星辰成立于 1995 年，总部位于广东深圳，2007 年 11 月在纽约证券交易所上市。根据海王星辰 2015 年年报，2015 年其销售收入为 32.32 亿元，净利润为 3,982.60 万元。截至 2015 年末，海王星辰在全国拥有 1,998 家直营门店，覆盖深圳、大连、杭州、宁波、广州等地区。

#### 2) 国药控股国大药房有限公司

国大药房成立于 2004 年，总部位于上海。根据国药一致 2016 年年报，2016 年国大药房零售业务实现销售收入 91.09 亿元（+13.99%）。国大药房建立了 28 家区域连锁公司，零售连锁网络遍布 18 个省市自治区，覆盖全国近 70 个城市，经营门店超过 3,500 家，覆盖北京、上海、天津、辽宁等地区。

### 3) 云南鸿翔一心堂药业（集团）股份有限公司

一心堂成立于 2000 年，总部位于云南昆明，2014 年 7 月在深圳证券交易所上市。根据一心堂 2016 年年报，2016 年其销售收入为 62.49 亿元，净利润为 3.54 亿元。截至 2016 年末，一心堂在全国拥有 4,085 家直营门店，覆盖云南、四川、广西、重庆等地区。

### 4) 老百姓大药房连锁股份有限公司

老百姓成立于 2001 年，总部位于湖南长沙，2015 年 4 月在上海证券交易所上市。根据老百姓 2016 年年报，2016 年其销售收入为 60.94 亿元（+33.40%），净利润为 3.42 亿元（+23.16%）。老百姓构建了覆盖全国 16 个省共计 1,838 家直营门店的营销网络，主要覆盖华中、华东、西北地区。

## 1.4 公司的竞争优势

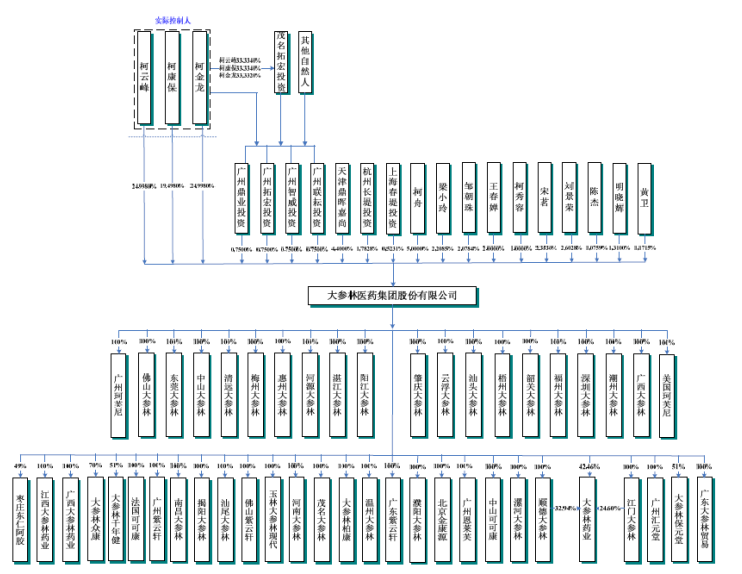
公司主要的竞争优势有：1) **区域性竞争优势**：公司起步于广东省，逐步在广东、广西等华南地区建立了密集中合理的业务布局、树立了较高的品牌知名度和较强的市场竞争力；2) **跨区域发展优势**：公司坚持以直营连锁门店为核心的经营策略，建立了一套标准化程度较高、可复制性较强的直营连锁门店管理体系，在此基础上，公司不断向周边省市辐射，实现跨区域发展；3) **精细化运营管理优势**：公司已经建立了行业领先、覆盖各业务环节的信息系统，实现公司物流、信息流与资金流的有效统一，信息技术的应用有效提升了公司的精细化管理水平和管理效率；4) **高效、合理的物流配送体系优势**：公司根据业务布局情况已建立了物流配送体系，在广州、茂名、顺德、江门、玉林、梧州、郑州、东莞、福州等地区设立物流仓库，负责对各自区域门店进行日常配送，自主配送量占总配送量的比例达 80%；5) **完善的商品供应体系优势**：公司已与 2,000 余家国内外优质供应商保持了稳定的合作关系，覆盖了全国排名前 100 的制药企业和全国排名前 5 的医药流通企业，形成了范围广、产品全、质量优的商品供应体系；6) **品牌效益优势**：公司长期以来高度重视“大参林”品牌的培育，历经十多年的积累，以优质、平价的产品赢得了市场认可，在所覆盖的区域形成了良好的品牌形象，拥有超过 1,800 万名会员；7) **差异化竞争优势**：公司契合华南地区消费者对滋补养生健康产品的需求，着力发展参茸滋补药材特色业务，2016 年公司参茸滋补药材产品占主营业务收入比例为 14.30%，其中自主品牌产品占参茸滋补药材销售额的比例保持在 80% 左右。

## 二、公司分析及募集资金投向

### 2.1 公司历史沿革及股权结构，实际控制人的简介

公司的前身广东大参林连锁药店有限公司成立于 1999 年 2 月，于 2013 年 8 月整体变更为股份有限公司。公司的控股股东、实际控制人为柯云峰、柯康保、柯金龙，三人为兄弟关系。柯云峰、柯康保、柯金龙三人共直接持有公司 69.49% 的股份，通过广州鼎业投资、广州拓宏投资、广州智威投资、广州联耘投资间接持有公司 1.51% 的股份，持股比例合计为 71.00%。

图 5 公司股权结构



数据来源：公司招股书 上海证券研究所

### 2.2 公司业务简况及收入利润结构变化

2014-2016 年，公司营业收入分别为 45.45 亿元、52.65 亿元和 62.74 亿元，年复合增长率为 17.5%。公司营业收入中 96% 以上来自于直营门店医药零售业务，营业收入的增长主要来源于直营门店医药零售业务的收入增长。

公司营销网络持续扩大，2014 -2016 年公司新开门店分别为 348 家、350 家和 512 家，保持 20% 左右的门店总数增速。当年新开门店所贡献的收入比例较低，占门店主营业务收入比例仅在 5% 左右，主要原因是：1) 新开门店在当年开业时间不满一年，但次年核算的是全年整年的营业收入；2) 新开门店当年尚处于培育期，新开门店单店月均销售约为老店销售 50%。在经过一段时间的市场



培育后，新开门店在次年进入业务稳定增长期，营业收入逐步增长并逐步实现盈利，新开门店次年营业收入的大幅增长是进一步提升公司主营业务收入规模的重要因素。

此外，随着我国医药零售行业的持续发展以及公司规模优势、品牌优势等竞争优势的进一步提升，老店营业收入保持 8% 左右的同比增速，进而提升公司收入规模。

表 1 公司主营构成 (单位: 万元)

项目	2016 年		2015 年		2014 年	
	金额	比例 (%)	金额	比例 (%)	金额	比例 (%)
中西成药	386,563.47	62.81%	307,176.62	59.62%	247,526.86	55.60%
参茸滋补药材	88,008.81	14.30%	82,184.01	15.95%	76,884.11	17.27%
中药饮片	15,507.06	2.52%	12,112.04	2.35%	11,653.26	2.62%
保健品	54,860.33	8.91%	52,301.02	10.15%	47,589.18	10.69%
医疗器械	27,517.95	4.47%	24,317.51	4.72%	21,485.23	4.83%
其他商品	42,972.36	6.98%	37,163.50	7.21%	40,035.57	8.99%
合计	615,429.98	100.00%	515,254.70	100.00%	445,174.22	100.00%

数据来源: 公司招股书 上海证券研究所

2014-2016 年，公司各品类收入结构较为稳定，其中中西成药销售收入占主营业务收入比例保持在 60% 左右，是零售业务的主要组成部分；参茸滋补药材作为公司特色优势产品，其销售收入占主营业务收入比例保持在 14%-18% 之间，是公司第二大收入来源；中药饮片、保健品、医疗器械产品也是公司重要的收入来源，收入随整体销售规模扩大而保持稳定增长。

2014-2016 年，公司归母净利润分别 26,550.16 万元、39,543.41 万元和 43,018.87 万元，同比增速分别为 34.51%、48.94%、8.79%，2016 年公司归母净利润同比增速低于收入增速的主要原因是毛利率水平小幅下降的同时销售费用率小幅上升，随着新增门店度过培育期后业绩快速增长，有望收入端、利润端实现同步增长。

### 2.3 主营业务毛利率水平比较稳定

2014-2016 年，公司主营业务毛利率分别为 39.04%、39.76%、39.06%。其中，医药零售业务是公司的核心业务，2014-2016 年其毛利率分别为 39.18%、39.93%、39.36%，较稳定。从品种类别看，中西成药对主营业务毛利率贡献由 2014 年的 20.27% 增至 2016 年的 22.30%，是公司维持较高毛利率的主要原因。此外，参茸滋补药材、保健品的毛利率贡献较高，也是公司维持较高毛利率的重要支撑。

表 2 公司分产品毛利率、毛利构成

项目	2016 年			2015 年			2014 年		
	销售毛利 率	销售比 重	毛利率 贡献	销售毛利 率	销售比 重	毛利率 贡献	销售毛利率	销售比 重	毛利率 贡献
中西成药	35.50%	62.81%	22.30%	35.79%	59.62%	21.34%	36.46%	55.60%	20.27%
参茸滋补 药材	40.43%	14.30%	5.78%	40.68%	15.95%	6.49%	36.69%	17.27%	6.34%
中药饮片	26.26%	2.52%	0.66%	26.97%	2.35%	0.63%	25.14%	2.62%	0.66%
保健品	68.88%	8.91%	6.14%	70.39%	10.15%	7.14%	69.34%	10.69%	7.41%
医疗器械	65.63%	4.47%	2.93%	65.49%	4.72%	3.09%	61.56%	4.83%	2.97%
其他商品	17.85%	6.98%	1.25%	14.71%	7.21%	1.06%	15.47%	8.99%	1.39%

数据来源：公司招股书 上海证券研究所

## 2.4 募集资金投向

公司本次拟向社会公众公开发行人民币普通股不超过 4,001 万股，预计募集资金净额 95,066 万元。本次募集资金使用计划如下：

表 3 本次募集资金投资项目情况（单位：万元）

序号	项目名称	投资总额	募集资金 投入金额	项目目标
1	医药连锁营销 网络建设项目	91,770	80,066	<p>本项目实施周期为三年，计划在广东、广西、河南、浙江、江西和福建六省选址新建直营连锁药店1,311家，其中第一年建设360家，第二年建设432家、第三年建设519家。</p> <p>本项目计算期为建设期3年，运营期7年，总计算期10年，可实现年均销售收入239,270.50万元，年均净利润18,214.47万元，内部收益率为21.94%，静态投资回收期（含建设期）为6.09年，经济效益良好。</p>
2	玉林医药物流 中心建设项目	15,000	10,000	<p>公司拟在广西玉林建设医药物流中心，占地面积 50 亩，建筑面积 24,000 平方米。预计建成后，将满足本公司在广西地区 700 家门店的物流配送能力，新增拆零货位 30,000 个，箱库位 13,000 个，托盘货位 13,000 个。</p>
3	信息化建设项 目	10,360	5,000	<p>本项目主要完成核心系统升级换代等10个项目，将促进公司经营效率及管理水平的提高，同时对公司未来销售规模的不断扩大、跨区域扩张、多业态发展起到有效的支撑作用，提升公司的核心竞争能力。</p>
4	补充流动资金 项目	62,870	-	<p>随着公司经营规模的不断扩大，公司需要补充流动资金以保证公司的正常稳定经营，降低财务风险</p>
	<b>合计</b>	<b>180,000</b>	<b>95,066</b>	

数据来源：公司招股书 上海证券研究所



### 三、财务状况和盈利预测

#### 3.1 盈利能力、成长能力及资产周转能力指标的分析

##### 期间费用率稳定

公司的期间费用主要由销售费用和管理费用构成，2014-2016年期间费用分别为 137,730.40 万元、156,942.29 万元和 188,968.08 万元，占营业收入比例分别为 30.94%、30.46%和 30.71%，基本保持稳定。

2014-2016 年公司销售费用分别为 111,256.02 万元、129,159.80 万元和 156,575.81 万元，占当期营业收入的比例分别为 24.99%、25.07%和 25.44%，销售费用率保持较为稳定水平。公司销售费用主要包括营销人员薪酬、房租及物业服务费用、长期资产摊销费、促销费用、物料消耗、办公费等，其中职工薪酬、房租及物业费用是主要构成。

2014-2016 年，公司管理费用分别为 22,849.30 万元、24,892.66 万元和 29,613.40 万元，占当期营业收入的比例分别为 5.13%、4.83%和 4.81%，管理费用率保持较为稳定水平。公司管理费用主要包括管理人员薪酬、长期资产摊销、房租及物业费用、促销费、办公费等，主要是职工薪酬。

表 4 公司近年期间费用情况（单位：万元）

项目	期间费用金额（万元）			期间费用占营业收入比例		
	2014 年度	2015 年度	2016 年度	2014 年度	2015 年度	2016 年度
销售费用	111,256.02	129,159.80	156,575.81	24.99%	25.07%	25.44%
管理费用	22,849.30	24,892.66	29,613.40	5.13%	4.83%	4.81%
财务费用	3,625.08	2,889.83	2,778.87	0.81%	0.56%	0.45%
合计	<b>137,730.40</b>	<b>156,942.29</b>	<b>188,968.08</b>	<b>30.94%</b>	<b>30.46%</b>	<b>30.71%</b>

数据来源：公司招股书 上海证券研究所

##### 主要资产周转能力指标良好

2014-2016 年，公司应收账款周转率分别为 46.35、46.22、37.49，与可比上市公司相比，公司应收账款周转率保持较高水平。公司应收账款主要为应收医保款，由于公司主要面对消费者开展零售业务，顾客以医保刷卡方式在公司医保定点药店购买药品后，医保机构一般按医保部门政策结算，各地医保机构信用基础较为优良。同时，部分医保机构要求每年留存一定比例的保证金，因此公司与各地医保中心存在跨期结算的情形，形成应收账款期末余额。

2014-2016年，公司存货周转率分别为3.68、3.51、3.23。报告期内公司存货周转指标与可比上市公司平均水平，公司的存货周转率呈小幅下降趋势，主要是因报告期内公司各期新开门店较多，导致仓库及门店的库存商品增加。

表 5 公司及可比上市公司应收账款周转率和存货周转率

公司名称	应收账款周转率			存货周转率		
	2016年	2015年	2014年	2016年	2015年	2014年
一心堂	16.68	17.73	18.2	3.02	3.4	3.77
老百姓	12.06	12.23	13.5	3.7	3.48	3.48
益丰药房	-	19.43	23.5	-	4.22	4.54
平均值	14.37	16.46	18.4	3.36	3.7	3.93
大参林股份	37.49	46.22	46.4	3.23	3.51	3.68

数据来源：公司招股书 上海证券研究所

### 3.2 分业务收入和毛利预测、利润表预测

- 1) 公司并购速度、新店扩张速度符合预期；
- 2) 毛利率水平保持稳定；
- 3) 公司各项费用率保持稳定；
- 4) 公司募投项目进展顺利。

基于以上假设，我们预计2017-2019年归属于母公司净利润增速12.62%、17.78%和20.44%，相应的稀释后每股收益为1.21元、1.43元和1.72元。

## 四、风险因素

### 4.1 行业竞争风险

我国医药零售行业的企业众多、市场集中度较低，行业竞争较激烈。同时，行业内大型药店连锁企业通过自主扩张和兼并重组，不断扩大营销网络，实现跨区域发展，行业的市场集中度逐渐提高，零售药店企业之间的竞争日趋激烈。

虽然公司经过十余年发展，在连锁规模、运营管理、信息技术和物流配送、商品供应体系、人才团队、品牌等方面建立了较强的竞争优势，但是随着行业竞争的加剧，如果公司不能持续提升竞争力，公司在所覆盖地区的市场占有率存在下降的风险，进而影响公司的盈利能力和未来发展。

## 4.2 消费者购药方式改变的风险

随着国内电子商务产业的快速发展，我国医药电商市场已初步形成。根据工信部统计数据，2010-2015年，全国医药电商交易规模由1.5亿元增至152亿元，年均复合增长率达到151.85%，占药品零售市场规模由0.12%提高至4.57%。

若消费者未来网上购药比例进一步上升，进而形成网上购药的消费习惯，则可能导致实体药店的市场份额下降，并对公司实体药店的销售产生一定影响。此外，除零售药店、网上药店外，大型医院、社区医院等医疗机构也是药品销售的主要渠道之一。如果未来由于国家及地区医保政策导向、药品价格差异等因素，消费者选择自医疗机构购买药品，则有可能降低零售药店行业的市场份额，从而对公司的经营业绩造成一定影响。

## 4.3 药品降价风险

自1998年5月至今，国家发改委已累计实施了30多次药品降价措施。虽然国家目前已逐步取消药品最高零售限价管理，但并没有放弃对药价的监管。在医保控费、医疗行为监管和药品集中、“零差率”招标采购的约束下，我国药品价格整体有可能进一步下降，将压缩整个医药流通行业的利润空间。

随着我国医疗体制改革不断深入，若未来部分药品零售价格进一步下降，而公司不能及时采取措施降低经营成本、调整商品经营组合，则公司未来的经营业绩将受到一定影响。

## 4.4、门店扩张、跨区域发展风险

2014年末、2015年末、2016年末，公司门店数量分别为1,602家、1,921家、2,409家，门店数量保持了稳定、快速增长。门店规模的持续扩张对公司的门店选址、标准化体系建设、物流配送等方面都提出了更高要求。如果公司在持续扩张的同时不能有效提升精细化管理水平、后台支持能力和服务水平，将可能面临新开门店无法顺利、及时达到盈利预期的风险，进而影响公司未来的发展及经营业绩。

目前，公司虽然已建立了覆盖广东、广西、福建、江西、浙江、河南等多个省份的营销网络，但门店主要集中于广东、广西等华南地区，福建、江西、浙江、河南等市场仍处于开发阶段，且未来公司拟拓展更多区域新市场。我国各地区经济发展程度、医保政策、

零售药店的区域竞争情况等均存在一定差异，零售药店企业的跨区域发展具有一定难度。在新进入的区域市场，公司短期内可能缺少规模优势、物流配送优势，且当地消费者对公司品牌的认知以及公司对该目标市场的深入了解也需要一定时间，此外，跨区发展对公司资金实力、门店管理能力、物流配送能力、人才团队等都提出了更高要求，因此存在跨区域经营的风险。

## 五、估值及定价分析

### 5.1 国内同类公司比较分析

基于已公布的 2016 年业绩和 2017、2018 年预测业绩的均值，同行业可比上市公司 17 年、18 年平均动态市盈率为 32.21 倍、26.18 倍。

表 6 同行业上市公司估值比较

公司名称	股票代码	股价	EPS			PE		
			2016A	2017E	2018E	2016A	2017E	2018E
一心堂	002727	18.19	0.68	0.78	0.92	26.75	23.32	19.77
老百姓	603883	45.51	1.11	1.4	1.72	41.00	32.51	26.46
益丰药房	603939	32.64	0.66	0.80	1.01	49.45	40.80	32.32
可比公司平均						<b>39.07</b>	<b>32.21</b>	<b>26.18</b>

数据来源：Wind 上海证券研究所

### 5.2 公司可给的估值水平及价格区间

公司预期募集资金净额 95,066.00 万元，假定募集资金净额符合预期，发行费用 3,838.72 万元，预计募集资金总额 98,904.72 万元，计划发行股份不超过 4,001 万股，对应每股发行价为 24.72 元，对应 15、16 年 PE 为 25.49、23.43 倍。

考虑到公司的业务结构及市场竞争状况，我们认为给予公司 17 年每股收益 30 倍市盈率这一估值水平较为合理，以该市盈率为中枢且正负区间为 20% 的公司合理估值区间为 33.0-39.6 元，相对于 2016 年的静态市盈率（发行后摊薄）为 30.56-36.67 倍。

## 六、附表

附表 1 损益简表及预测 (单位: 百万元人民币)

指标名称	2016A	2017E	2018E	2019E
<b>一、营业总收入</b>	<b>6,273.72</b>	<b>7,343.81</b>	<b>9,057.96</b>	<b>11,313.00</b>
<b>二、营业总成本</b>	<b>5,695.17</b>	<b>6,672.49</b>	<b>8,272.98</b>	<b>10,373.15</b>
营业成本	3,750.58	4,436.90	5,528.91	6,942.15
营业税金及附加	46.22	56.44	68.66	85.35
销售费用	1,565.76	1,810.63	2,238.59	2,802.86
管理费用	296.13	354.34	430.94	539.36
财务费用	27.79	6.39	-2.97	-9.47
资产减值损失	8.70	7.78	8.86	12.91
<b>三、其他经营收益</b>	<b>0.00</b>	<b>0.00</b>	<b>0.00</b>	<b>0.00</b>
公允价值变动净收益	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	0.00	0.00	0.00	0.00
<b>四、营业利润</b>	<b>578.55</b>	<b>671.33</b>	<b>784.97</b>	<b>939.85</b>
加: 营业外收入	12.00	0.00	0.00	0.00
减: 营业外支出	13.08	0.00	0.00	0.00
<b>五、利润总额</b>	<b>577.47</b>	<b>671.33</b>	<b>784.97</b>	<b>939.85</b>
减: 所得税	148.86	171.89	196.74	239.49
<b>六、净利润</b>	<b>428.61</b>	<b>499.44</b>	<b>588.23</b>	<b>700.36</b>
减: 少数股东损益	-1.58	14.98	17.62	13.14
<b>归属于母公司所有者的净利润</b>	<b>430.19</b>	<b>484.46</b>	<b>570.62</b>	<b>687.23</b>
<b>七、摊薄每股收益(元)</b>	<b>1.08</b>	<b>1.21</b>	<b>1.43</b>	<b>1.72</b>

资料来源: Wind 上海证券研究所

附表 2 资产负债表、现金流量表及预测 (单位: 百万元人民币)

资产负债表	2016	2017E	2018E	2019E
货币资金	668.4	954.7	1,358.7	1,923.2
交易性金融资产	0.0	0.0	0.0	0.0
应收帐款	323.8	294.7	462.7	487.8
应收票据	0.0	0.0	0.0	0.0
预付帐款	33.5	77.5	49.2	99.3
存货	1,304.8	1,252.8	1,995.1	2,126.4
其他流动资产	74.0	54.3	58.3	62.2
可供出售金融资产	58.4	22.0	29.3	36.6
持有至到期投资	0.0	0.0	0.0	0.0
长期股权投资	0.0	0.0	0.0	0.0
投资性房地产	0.0	0.0	0.0	0.0
固定资产	375.7	586.5	752.9	874.9
在建工程	249.5	249.5	249.5	249.5
无形资产	67.1	62.1	57.0	52.0
其他非流动资产	425.1	339.5	270.4	204.5
<b>资产总额</b>	<b>3,580.1</b>	<b>3,893.5</b>	<b>5,283.2</b>	<b>6,116.3</b>
短期债务	351.6	230.7	109.4	116.4
应付帐款	832.5	869.0	1,237.4	1,424.2
应付票据	747.8	693.8	1,221.5	1,145.4
其他流动负债	262.0	198.3	217.6	225.4
长期借款	28.8	0.0	0.0	0.0
其他非流动负债	15.4	15.4	15.4	15.4
<b>负债总额</b>	<b>2,238.0</b>	<b>2,007.2</b>	<b>2,801.3</b>	<b>2,926.8</b>
<b>少数股东权益</b>	<b>-1.58</b>	<b>14.98</b>	<b>17.62</b>	<b>13.14</b>
股本	360.0	400.0	400.0	400.0
留存收益	957.4	1,446.7	2,024.6	2,719.1
<b>股东权益</b>	<b>1,342.1</b>	<b>1,886.4</b>	<b>2,481.9</b>	<b>3,189.5</b>
现金流量表	2016	2017E	2018E	2019E
净利润	428.61	499.44	588.23	700.36
加: 折旧和摊销	116.3	94.2	138.6	183.0
资产减值准备	8.7	0.0	0.0	0.0
公允价值变动损失	0.0	0.0	0.0	0.0
财务费用	13.1	6.4	-3.0	-9.5
投资收益	0.0	0.0	0.0	0.0
少数股东损益	-1.6	15.0	17.6	13.1
营运资金的变动	-22.3	80.3	95.4	-30.3
<b>经营活动产生现金流量</b>	<b>495.6</b>	<b>680.3</b>	<b>819.3</b>	<b>843.6</b>
<b>投资活动产生现金流量</b>	<b>-425.4</b>	<b>-263.7</b>	<b>-307.5</b>	<b>-307.1</b>
<b>融资活动产生现金流量</b>	<b>11.7</b>	<b>-130.4</b>	<b>-107.8</b>	<b>28.0</b>

资料来源: Wind 上海证券研究所



## 分析师承诺

魏贇 金鑫

本人以勤勉尽责的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师的研究观点。此外，本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接相关。

## 公司业务资格说明

本公司具备证券投资咨询业务资格。

## 投资评级体系与评级定义

股票投资评级：

分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据公司基本面及（或）估值预期以报告日起6个月内公司股价相对于同期市场基准沪深300指数表现的看法。

投资评级	定义
增持	股价表现将强于基准指数 20%以上
谨慎增持	股价表现将强于基准指数 10%以上
中性	股价表现将介于基准指数 $\pm 10\%$ 之间
减持	股价表现将弱于基准指数 10%以上

行业投资评级：

分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据行业历史基本面及（或）估值对所研究行业以报告日起 12 个月内的基本面和行业指数相对于同期市场基准沪深 300 指数表现的看法。

投资评级	定义
增持	行业基本面看好，行业指数将强于基准指数 5%
中性	行业基本面稳定，行业指数将介于基准指数 $\pm 5\%$
减持	行业基本面看淡，行业指数将弱于基准指数 5%

投资评级说明：

不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准，投资者应区分不同机构在相同评级名称下的定义差异。本评级体系采用的是相对评级体系。投资者买卖证券的决定取决于个人的实际情况。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，投资者不应以分析师的投资评级取代个人的分析与判断。

## 免责声明

本报告中的信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性及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，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对任何人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。

在法律允许的情况下，我公司或其关联机构可能会持有报告中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或财务顾问服务。

本报告仅向特定客户传送，版权归上海证券有限责任公司所有。未获得上海证券有限责任公司事先书面授权，任何机构和人均不得对本报告进行任何形式的发布、复制、引用或转载。

上海证券有限责任公司对于上述投资评级体系与评级定义和免责声明具有修改权和最终解释权。