

日期: 2019年10月31日

行业: 零售业



业绩符合预期 加盟店数量同比快速增长

分析师: 金鑫

Tel: 021-53686163

E-mail: jinxin1@shzq.com

SAC 证书编号: S0870518030001

基本数据 (2019Q3)

报告日股价 (元)	67.60
12mth A 股价格区间 (元)	43.25-79.70
总股本 (百万股)	286.56
无限售 A 股/总股本	93%
流通市值 (亿元)	180
每股净资产 (元)	11.55
PBR (X)	5.85
DPS (Y2018, 元)	10 派 5.00

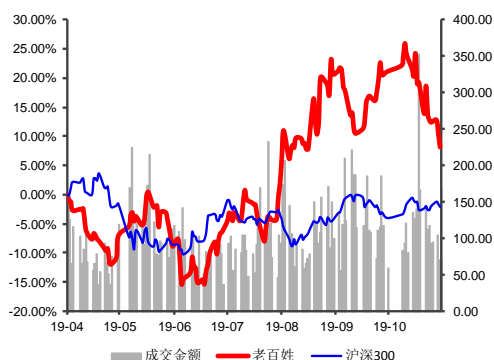
主要股东 (2019Q3)

湖南老百姓医药投资管理有限公司	34.61%
泽星投资有限公司	26.78%
陈秀兰	2.00%

收入结构 (2019H1)

医药零售	88.07%
医药批发	11.16%
其他	0.71%

最近 6 个月股票与沪深 300 比较



公司动态事项

公司发布2019年三季度报告。

事项点评

业绩符合预期, 维持较快增长

公司2019年前三季度实现营业收入83.70亿元, 同比增长23.59%; 实现归母净利润3.94亿元, 同比增长21.44%; 实现扣非归母净利润3.73亿元, 同比增长20.62%。分季度来看, 公司2019Q3实现营业收入28.36亿元, 同比增长21.48%; 实现归母净利润1.24亿元, 同比增长20.07%; 实现扣非归母净利润1.17亿元, 同比增长22.50%。总体来看, 公司19Q3收入、归母净利润保持较快增速, 符合市场预期。

持续拓展药店加盟模式

截至2019年9月底, 公司拥有直营连锁门店3,756家, 同比增长20.77%, 公司19Q1-Q3分别净新增门店177家、207家、83家, 19Q3新增直营门店速度有所放缓。公司拥有加盟店1,052家, 同比增长110.40%, 其中, 19Q3新增加盟店146家, 加大了对药店加盟模式的拓展力度。一方面, 公司强化对自建门店、并购门店的培育、整合, 为公司内生增长和外延扩张双轮驱动的发展战略持续释放动能; 另一方面, 公司持续拓展加盟业务, 扩大公司主营业务规模的同时有利于深化区域市场门店布局。

期间费用率控制良好

公司2019年前三季度销售毛利率为34.12%, 同比下降1.67个百分点, 主要是加盟业务等低毛利业态快速增长导致产品结构调整等因素所致。公司2019年前三季度期间费用率为26.87%, 同比下降1.31个百分点, 其中, 销售费用率、管理费用率、财务费用率分别为21.84%、4.51%、0.52%, 同比分别下降1.00个百分点、0.10个百分点、0.09个百分点。

风险提示

门店扩张速度不及预期风险; 并购的新门店经营、整合不及预期风险; 两票制、分级诊疗等行业政策风险; 医药电商等创新业务发展不及预期风险; 商誉减值风险

■ 投资建议

未来六个月，维持“谨慎增持”评级

预计公司19、20年EPS为1.82、2.19元，以10月30日收盘价67.60元计算，动态PE分别为37.11倍和30.82倍。我们认为，公司保持门店快速扩张的态势，新增门店培育期结束后逐步释放业绩，叠加DTP业务快速增长等因素，公司业绩的成长性比较明确。未来六个月，维持“谨慎增持”评级。

■ 数据预测与估值：

至12月31日(¥.百万元)	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入	9,471.09	11,507.10	13,923.95	16,739.55
年增长率	26.26%	21.50%	21.00%	20.22%
归属于母公司的净利润	435.04	521.98	628.55	755.52
年增长率	17.32%	19.98%	20.42%	20.20%
每股收益(元)	1.52	1.82	2.19	2.64
PER(X)	44.53	37.11	30.82	25.64

注：有关指标按当年股本摊薄

■ 附表

■ 附表 1 损益简表及预测 (单位: 百万元人民币)

资产负债表 (单位: 百万元)

指标	2018A	2019E	2020E	2021E
货币资金	1,118	1,956	2,938	3,588
存货	1,711	1,968	2,473	2,889
应收账款及票据	1,013	921	1,419	1,395
其他	469	625	637	851
流动资产合计	4,311	5,471	7,467	8,723
长期股权投资	2	2	2	2
固定资产	464	423	382	341
在建工程	344	344	344	344
无形资产	341	325	308	292
其他	3,023	2,580	2,455	2,405
非流动资产合计	4,174	3,673	3,491	3,384
资产总计	8,485	9,144	10,958	12,107
短期借款	816	1,397	1,397	1,397
应付账款及票据	2,971	3,272	4,263	4,834
其他	1,159	597	718	856
流动负债合计	4,946	5,266	6,378	7,086
长期借款和应付债券	84	0	265	88
其他	86	59	68	71
非流动负债合计	170	59	332	159
负债合计	5,115	5,325	6,711	7,245
少数股东权益	323	351	384	423
股东权益合计	3,369	3,819	4,248	4,862
负债和股东权益总计	8,485	9,144	10,958	12,107

现金流量表 (单位: 百万元)

指标	2018A	2019E	2020E	2021E
净利润	504	522	629	756
折旧和摊销	226	57	57	57
营运资本变动	(164)	365	141	39
经营活动现金流	913	1,099	1,009	1,036
资本支出	(52)	0	0	0
投资收益	0	0	0	0
投资活动现金流	(1,413)	3	0	(1)
股权融资	0	2	0	0
负债变化	(11)	(84)	0	0
股息支出	0	(181)	(234)	(181)
融资活动现金流	218	(264)	(27)	(385)
净现金流	(282)	838	982	651

数据来源: WIND 上海证券研究所

利润表 (单位: 百万元)

指标	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入	9,471	11,507	13,924	16,740
营业成本	6,137	7,470	9,016	10,885
营业税金及附加	58	76	91	108
营业费用	2,157	2,589	3,147	3,792
管理费用	451	552	688	809
财务费用	43	127	149	145
资产减值损失	10	21	23	25
投资收益	0	0	0	0
公允价值变动损益	0	0	0	0
营业利润	629	672	811	976
营业外收支净额	7	8	8	9
利润总额	636	680	819	984
所得税	132	131	157	189
净利润	504	549	662	795
少数股东损益	69	27	33	40
归属母公司股东净利润	435	522	629	756

财务比率分析

指标	2018A	2019E	2020E	2021E
总收入增长率	26.26%	21.50%	21.00%	20.22%
EBITDA 增长率	27.14%	17.34%	18.72%	15.89%
EBIT 增长率	26.63%	21.46%	20.06%	16.84%
净利润增长率	17.32%	19.98%	20.42%	20.20%
毛利率	35.21%	35.08%	35.25%	34.97%
EBITDA/总收入	7.71%	7.44%	7.30%	7.04%
EBIT/总收入	6.95%	6.95%	6.89%	6.70%
净利润率	4.59%	4.54%	4.51%	4.51%
资产负债率	60.29%	58.23%	61.24%	59.84%
流动比率	0.87	1.04	1.17	1.23
速动比率	0.53	0.67	0.78	0.82
总资产回报率 (ROA)	5.94%	6.01%	6.04%	6.57%
净资产收益率 (ROE)	14.28%	15.05%	16.27%	17.02%
EV/营业收入	2.3	1.4	1.3	1.1
EV/EBITDA	18.2	17.8	14.5	12.0
PE	44.5	37.1	30.8	25.6
PB	6.4	5.8	5.3	4.7

分析师承诺

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。

免责条款

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条款具有修改权和最终解释权。