

日期: 2015年2月10日

行业: 医药商业



张凤展
021-53519888-1932
Bluesky9272003@hotmail.com
执业证书编号: S0870511030001

聚焦区域发展的医药零售商

■ 投资要点

公司简介

公司是国内区域领先的大型医药零售连锁企业, 主要从事药品、保健品、医疗器械以及与健康相关的日用便利品等的连锁零售业务, 兼顾少量对外药品批发业务。截至2014年底, 公司已在湖南、湖北、上海、江苏、浙江、江西等六省市开设了共计810家直营连锁门店, 营业面积达到122,072.20平方米。2012年至2014年, 公司门店数量年复合增长率16.29%, 营业面积复合增长率13.04%, 公司营业收入从2012年的15.39亿元增长至2014年的22.30亿元, 年复合增长率20.36%, 归属于母公司所有者净利润从2012年的6,860.37万元增长至2014年的14,056.12万元, 年复合增长率达到43.14%。

盈利预测

我们预计公司2014-2016年的营业收入分别为26.86、32.64、39.45亿元, 同比增长20.48%、21.51%、20.86%; 2014-2016年的归属净利润分别为17569、23285、29547万元, 分别同比增长24.99%、32.53%、26.89%。

公司估值

公司主要从事医药零售业务。通过对公司主营发展的评估, 我们认为公司的合理价格区间为27.50-33, 对应2015年25-30倍PE。

■ 数据预测与估值

至12月31日(¥.百万元)	2013A	2014A	2015E	2016E	2017E
营业收入	1804.30	2230.23	2686.95	3264.87	3945.89
年增长率	17.20%	23.61%	20.48%	21.51%	20.86%
归属于母公司的净利润	99.19	140.56	175.69	232.85	295.47
年增长率	44.58%	41.71%	24.99%	32.53%	26.89%
(发行后摊薄) 每股收益(元)	0.62	0.88	1.10	1.46	1.85

数据来源: 公司招股意向书 上海证券研究所

上市合理估值 RMB27.50-33元

基本数据 (IPO)

发行数量不超过(百万股) 40
发行后总股本(百万股) 160
发行方式 网下询价配售
网上定价发行
保荐机构 中信证券

主要股东 (IPO前)

高毅 19.28%
益丰投资 44.23%
益之丰 3.29%

收入结构 (14A)

医药零售 96.85%
医药批发 3.15%

报告编号: zfz14-NSP01

首次报告时间: 2015年2月10日

一、行业背景

1.1 公司所处的行业及其简况

公司是国内区域领先的大型医药零售连锁企业，主要从事药品、保健品、医疗器械以及与健康相关的日用便利品等的连锁零售业务，子公司益丰医药作为公司内部集中采购平台，兼顾少量对外药品批发业务。截至 2014 年底，公司已在湖南、湖北、上海、江苏、浙江、江西等六省市开设了共计 810 家直营连锁门店，营业面积达到 122,072.20 平方米，员工人数 5,856 人。2012 年至 2014 年，公司门店数量年复合增长率 16.29%，营业面积复合增长率 13.04%，公司营业收入从 2012 年的 15.39 亿元增长至 2014 年的 22.30 亿元，年复合增长率 20.36%，归属于母公司所有者净利润从 2012 年的 6,860.37 万元增长至 2014 年的 14,056.12 万元，年复合增长率达到 43.14%。

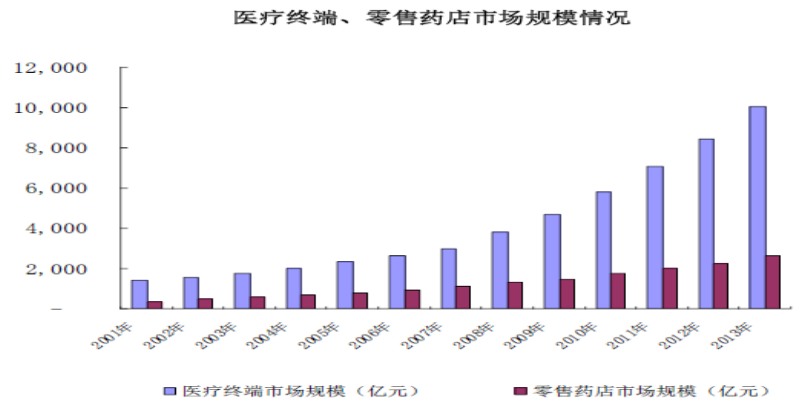
1.2 行业增长前景

“医药分离”是长期发展趋势

医药零售市场终端主要包括医疗终端和零售药店两大类，其中医疗终端包括各级医院、社区卫生服务中心（站）、乡镇卫生院、诊所等医疗机构。

从发达国家的行业发展趋势以及我国新医改的精神来看，“医药分离”是长期发展趋势。欧洲 90% 以上患者通过零售药房获得药品，美国 80% 以上的药品通过零售药房出售，日本这一比例也达到了 50% 以上。但目前我国医药零售市场的终端仍以医院为主。根据 SFDA 南方所统计数据，2013 年我国医药零售市场总规模 12,645 亿元中，医疗终端市场总规模达到 10,026 亿元，占比 79.29%；零售药店市场规模约为 2,619 亿元，占比仅 20.71%。

图 1 国内医疗终端、零售药店市场规模情况



资料来源：SFDA 南方所标点医药信息终端数据库、SFDA 南方所标点医药信息中国药品零售监测分析系统

数据来源：招股说明书 上海证券研究所

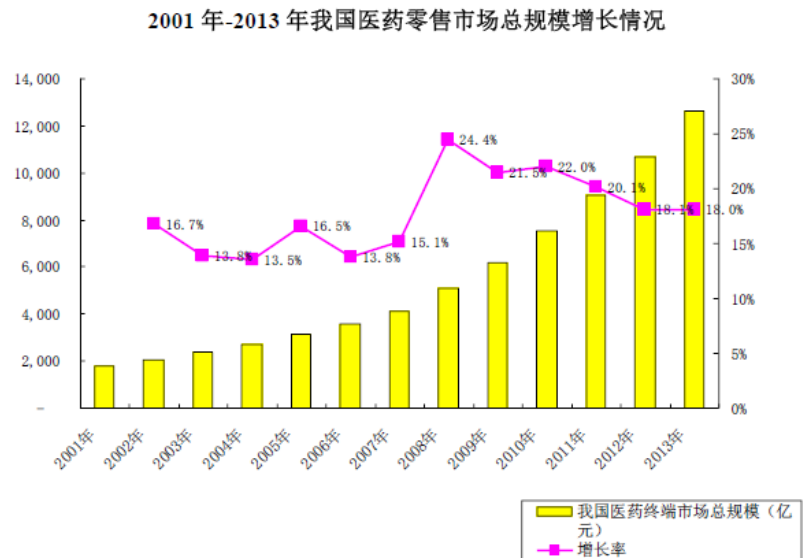
集中度提升，政策支持

根据国家药监局数据显示，截至 2013 年底，我国零售药店总数达到 43.27 万家，其中药品零售连锁企业 3,570 家，下辖门店 15.82 万个；零售单体药店 27.44 万个，连锁率约为 36.57%，平均每家连锁企业的门店数量仅有 44 家左右，而美国前三大零售药店的药店数量均在 4,000 家以上，其连锁化率达 74.20%。我国医药零售行业的连锁化率较低。

2011 年 5 月 5 日，商务部正式发布了《全国药品流通行业发展规划纲要（2011~2015 年）》。该规划纲要提出了行业发展目标：“到 2015 年，形成 1-3 家年销售额过千亿的全国性大型医药商业集团，20 家年销售额过百亿的区域性药品流通企业；药品批发百强企业年销售额占药品批发总额 85% 以上，药品零售连锁百强企业年销售额占药品零售企业销售总额 60% 以上；连锁药店占全部零售门店的比重提高到 2/3 以上。县以下基层流通网络更加健全。骨干企业综合实力接近国际分销企业先进水平。”

根据 SFDA 南方所的统计，2001 年-2013 年，我国医药零售市场总规模（含零售药店和医疗机构）实现了 16.26% 的年复合增长，其中 2013 年达到 12,645 亿元，同比增长 17.99%。

图 2 我国医药零售市场总规模增长情况

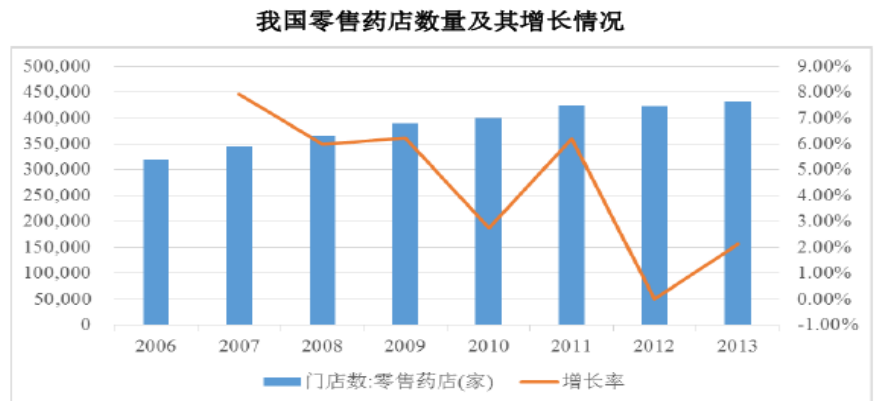


资料来源：SFDA 南方所标点医药信息终端数据库

数据来源：招股说明书 上海证券研究所

根据国家药监局统计，截至 2013 年底，我国零售药店总数达到 43.27 万家，数量呈逐年上升趋势，但近年增速呈逐年放缓趋势。

图 3 我国零售药店数量及其增长情况



资料来源：商务部药品流通行业运行统计分析系统、SFDA 南方所标点医药信息终端数据库

数据来源：招股说明书 上海证券研究所

医药电商蓬勃发展

由于药品互联网销售具有便利、优价、隐私保护、更好服务等优势，已成为全球药品销售的一个重要渠道。据中国电子商务研究中心监测数据显示，2013 年美国通过网络零售的药品高达 743 亿美元左右，占药品零售市场约 30%。相比之下，中国的医药电商仍然处于刚刚起步阶段，2013 年中国医药产品的线上零售额占比仅为 1.7%。

截至 2015 年 1 月，根据国家药监局披露数据，全国取得互联网药品交易资格证的企业已达 368 家，其中获得 B2C 模式（企业向个人消费者提供药品）的网上售药资格的药店由 2010 年底的 21 家增至 270 家，网络药店的发展是医药零售企业发展的趋势之一。

1.3 行业竞争结构及公司的地位

1.3.1 主要竞争对手

目前医药零售行业集中度较低，行业呈现区域性竞争格局，除少数企业在全国范围内开展连锁经营外，大多数企业仍以区域性经营为主，门店多集中于若干个各自具有竞争优势的省份。截至 2013 年底，全国主要的医药零售企业门店分布：

表 1 主要竞争对手

企业名称	门店总数	门店分布区域
老百姓大药房连锁股份有限公司	783 家	全国 70 多个大中城市
中国海王星辰连锁药店有限公司	2,066 家	广东、辽宁、上海、浙江、成都、山东、云南
云南鸿翔一心堂药业(集团)股份有限公司	2,389 家	云南、广西、四川、重庆
广东大参林连锁药店有限公司	1,400 余家	广东、广西、福建、江西、浙江、河南等
国药控股国大药房有限公司	2,000 余家	北京、上海、天津、广东
益丰大药房连锁股份有限公司	660 家	湖南、湖北、江苏、上海、江西、浙江

数据来源：招股说明书 上海证券研究所

公司在全国范围内的其他主要竞争对手情况如下：

1、老百姓大药房连锁股份有限公司

老百姓大药房连锁股份有限公司创立于 2001 年 10 月，是一家由单体民营药店发展起来的中外合资大型药品零售连锁企业，总部位于湖南长沙。老百姓大药房连锁股份有限公司已成功开发了湖南、陕西、浙江、江西、广西、山东、河北、广东、天津、上海、湖北、河南、北京、江苏十四个省级市场。

2、中国海王星辰连锁药店有限公司

海王星辰成立于 1995 年，是全国最大的医药零售连锁企业之一，连续数年在国内市场排名第一，2007 年已成功在纽约证券交易所挂

牌上市。海王星辰门店分布在全国 12 个省的 70 多个城市，在深圳、杭州、宁波、苏州、大连、潍坊等城市取得较为领先的市场占有率。

3、云南鸿翔一心堂药业(集团)股份有限公司

云南鸿翔一心堂成立于 1981 年，主营业务包括中药材种植、加工、中、西成药研发、生产、批发、零售连锁经营。目前已成为云南省最大的药品零售连锁企业之一，在四川、云南、贵州、山西等省市拥有直营连锁药店。

4、广东大参林连锁药店有限公司

广东大参林连锁药店有限公司成立于 1993 年。截止 2013 年 5 月，广东大参林已经发展成为一个覆盖广东、广西、福建、江西、浙江、河南等省的现代大型企业，旗下拥 1,200 余家连锁药店、4 家大型药厂及 6 个配送中心，主营业务包括药品生产与批发、终端零售等领域。

5、国药控股国大药房有限公司

国药控股国大药房有限公司成立于 2004 年，是国药控股有限公司下属全部零售企业的总部。目前拥有直营药店 2,000 多家，分布于北京、上海、天津、沈阳、深圳、广州等近 20 个城市。

表 2 公司所在经营区域竞争情况

省份	零售连锁企业数量	零售连锁门店数量	零售单体药店	零售药店总数	连锁化率	人口数(万)	药店密度(人/店)
上海市	43	3,028	496	3,524	85.93%	2,415	6,853
江苏省	135	5,571	17,927	23,498	23.71%	7,939	3,379
浙江省	194	6,987	10,136	17,123	40.80%	5,498	3,211
江西省	83	1,884	7,598	9,482	19.87%	4,522	4,769
湖北省	76	5,634	8,937	14,571	8.67%	6,278	4,309
湖南省	57	8,949	7,869	16,818	53.21%	7,180	4,269

数据来源：招股说明书 上海证券研究所

1.3.2 公司竞争优势劣势

区域聚焦，稳健扩张

公司是国内区域领先、经营特色明显、竞争优势突出的医药零售连锁企业之一。根据 MDC 数据统计，公司 2011 年、2012 年、2013 年和 2014 年连续四年在中国药品零售企业综合竞争力百强榜排名第六位，并获得 2014 年成长力冠军。根据《21 世纪药店报》的数据显示，公司 2013-2014 年在中国连锁药店综合实力百强榜排名第五位。

在我国医药零售行业区域性特征明显的背景下，公司始终坚持“区域聚焦、稳健扩张”的发展战略和“重点渗透、深度营销”的经营方针，率先聚焦湖南省市场，形成区域优势，再将成熟的经验不断复制，逐步向华中、华东地区辐射，实现跨省份经营。目前已进入湖北、上海、江苏、浙江、江西等省市，在华中和华东地区居行业前三强，形

成了一定的区域优势和品牌影响力。

“区域聚焦”战略使公司迅速占领区域市场，提高市场影响力，同时通过规模效应提升议价能力、降低物流及管控成本，获得超过同行平均的盈利水平，确定公司在该区域的领先优势。

规模尚小，覆盖区域少

与竞争对手相比，公司的规模偏小，目前覆盖的区域包括湖南、湖北、上海、江苏、浙江、江西等六个省市，覆盖区域较小，呈明显的区域性特征，公司经营短期内较为依赖区域市场。

1.4.3 公司发展前景规划

开拓电商业务

公司于2013年启动了电商业务，着力打造以自建B2C官网商城为战略重点、以入驻各大型电商平台旗舰店为渠道支撑、以手机移动端为新购物场景的医药电商体系。目前，公司已建立并运营了B2C模式的益丰网上药店官方商城，并入驻天猫医药馆、京东商城开设旗舰店构建多平台体系，此外，实现了实体门店购药用手机支付宝支付的O2O模式。公司电商业务起步较好，预计未来将在公司整体业务中的规模和作用不断扩容和提高。

自建为主，兼并为辅，实现规模扩张

未来公司将抓住行业整合机遇，加快扩张步伐，在现有基础上，以自建门店为主、兼并收购为辅，实现经营规模的扩张。在区域布局上，将遵循“巩固中南华东，拓展全国市场”的发展目标，首先在已形成一定市场影响力的中南和华东市场进一步深度拓展和品牌渗透，加大开拓力度，进而逐步发展其它省市市场。在管理上，通过门店品牌、专业服务，商品品类管理、精细化、标准化和信息化管理模式提升公司经营效率和顾客满意度。公司还将根据国际药房发展规律，积极尝试多元化经营的“大健康药房”的新型业态，选择一些有条件的地区和门店，进行母婴产品、健康食品、个人护理用品及与健康相关的日用便利品的经营性尝试。

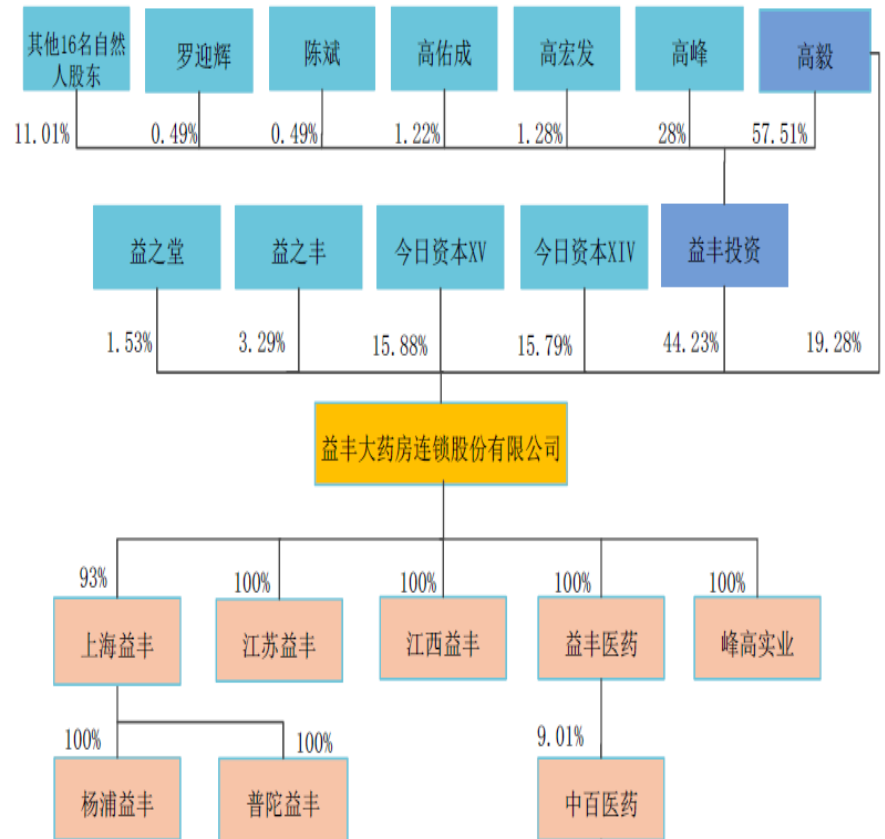
二、公司分析及募集资金投向

2.1 公司历史沿革及股权结构，实际控制人的简况

益丰投资持有本公司股份5,307.60万股，占公司发行前总股本的44.23%，为本公司的控股股东。高毅直接持有公司股份2,313.60万股（占公司发行前总股本的19.28%），并持有公司控股股东益丰投资

57.51%的股权（出资额 2,084.90 万元），持有公司股东益之丰 43.00%的股权（出资额 169.90 万元）、益之堂 34.59%的股权（出资额 63.40 万元）。因此，高毅为发行人的实际控制人。公司本次拟向社会公众发行不超过 4,000 万股普通股。

图 4 股权结构



数据来源：招股说明书 上海证券研究所

表 3 公司发行前后股权结构

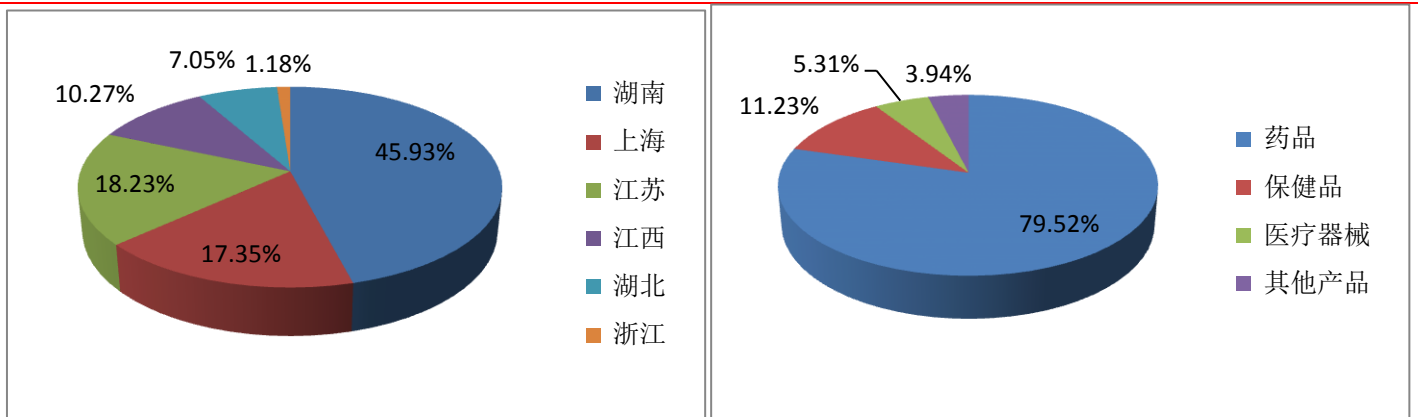
股东类别	发行前		发行后	
	持股数 (万股)	持股比例	持股数 (万股)	持股比例
一、有限售条件流通股	12,000.00	100%	12,000.00	75.00%
高毅	2,313.60	19.28%	2,313.60	14.46%
益丰投资	5,307.60	44.23%	5,307.60	33.17%
益之丰	395.00	3.29%	395.00	2.47%
益之堂	183.40	1.53%	183.40	1.15%
今日资本 XV	1,905.60	15.88%	1,905.60	11.91%
今日资本 XIV	1,894.80	15.79%	1,894.80	11.84%
二、本次拟发行流通股	-	-	4,000.00	25.00%
合计	12,000.00	100%	16,000.00	100%

数据来源：招股说明书 上海证券研究所

2.2 公司业务简况及收入利润结构变化

公司是国内区域领先的大型医药零售连锁企业，兼顾少量对外药品批发业务。截至 2014 年底，公司已在湖南、湖北、上海、江苏、浙江、江西等六省市开设了共计 810 家直营连锁门店，营业面积达到 122,072.20 平方米。2012 年至 2014 年，公司门店数量年复合增长率 16.29%，营业面积复合增长率 13.04%，公司营业收入从 2012 年的 15.39 亿元增长至 2014 年的 22.30 亿元，年复合增长率 20.36%，归属于母公司所有者净利润从 2012 年的 6,860.37 万元增长至 2014 年的 14,056.12 万元，年复合增长率达到 43.14%。

图 5 收入结构 (2014)



数据来源：招股说明书 上海证券研究所

表 4 公司门店结构

店型	门店数 (家)	门店经营面积 (平方米)	日均营业收入 (万元)	日均平效 (元/平方米)
旗舰店	11	9,758	76.88	78.79
区域中心店	28	10,207	71.40	69.95
中型社区店	223	43,241	246.50	57.01
小型社区店	548	58,866	307.10	52.17
合计	810	122,072	701.89	57.50

数据来源：招股说明书 上海证券研究所

表 5 公司门店发展

	2014 年		2013 年		2012 年	
	门店数 (家)	门店面积 (平米)	门店数 (家)	门店面积 (平米)	门店数 (家)	门店面积 (平米)
期初	660	104,249	599	95,537	463	84,410
本期净增加	150	17,823	61	8,712	136	11,127

期末	810	122,072	660	104,249	599	95,537
增长率	22.73%	17.10%	10.18%	9.12%	29.37%	13.18%

数据来源：招股说明书 上海证券研究所

2.2.1 主营业务增长

2012年至2014年，公司分别实现营业收入153,947.84万元、180,429.93万元和223,022.57万元，2013年和2014年营业收入较上年分别同比增长17.20%和23.61%，收入增速较快主要受新开门店与原有门店内生性增长两个因素影响。

公司营业收入中97%左右来自主营业务，80%左右的主营业务收入来自药品销售。公司产品销售结构基本保持稳定，保健品和医疗器械保持了小幅增长趋势。公司主营业务收入主要来自于湖南、上海和江苏，江西所占份额呈递增趋势，湖北、浙江所占份额相对稳定。

公司营业收入增长一方面来源于当年新开门店的外延式增长，另一方面也来源于老店内生性增长。

(1) 新开门店外延式增长

2012年至2014年，公司经营网络进一步扩大，新开门店数量138家、70家和156家，新增经营面积15,979平方米、14,633.28平方米和18,681平方米。2012年至2014年，当年新开门店的主营业务收入分别为7,772.08万元、5,326.00万元和11,260.32万元，占门店主营业务收入比例分别为5.39%、3.17%和5.39%。当期新开门店对公司主营业务收入的增长具有重要作用。

新开门店在次年营业收入增长较快，2012-2013年当年新开的门店在次年的主营业务收入较上一年度增长率分别为119.37%和243.15%。新开门店在次年收入增长率较高，主要是新开门店在当年开业时间未达一年，但下年为全年的营业收入。同时，公司新开门店在经过一段时间的市场培育后，进入业务稳定增长期，亏损额逐步减少，并逐步实现盈利。公司新开的门店在开业下一年度即对当年公司营业收入和利润总额增长贡献较大，成为下一年公司经营业绩增长的主要驱动之一。

2012年至2014年，当年新开门店从开业至当月实现盈利的平均时间分别为16个月、13个月和12个月。

(2) 原有门店内生性增长

2012年老店（即2011年底已开门店）：其在2013年和2014年的营业收入较前一年分别增长了7.01%和8.53%；利润总额较前一年增长了23.87%和25.18%；

2013年老店（即2012年底已开门店）：其在2013年和2014年的营业收入较前一年分别增长了13.07%和9.99%；利润总额较前一年增长了36.31%和36.86%；

2014年老店(即2013年底已开门店):其在2014年实现收入19.75亿元、利润总额2.70亿元,较前一年度分别增长17.35%和45.08%。

2.2.2 其他业务收入

其他业务收入主要是公司向供应商或产品制造商提供广告促销、市场推广等服务而向其收取的各类费用,包括印制海报、柜台展示、灯箱广告制作、开展促销活动、广告宣传、市场推广等。2012年至2014年,公司其他业务收入分别为4,669.51万元、5,742.74万元和7,486.23万元,占当期营业收入的比例分别为3.03%、3.18%和3.36%。公司其他业务收入增长较快的原因主要为:①公司门店数量、经营面积和经营规模增加,为供应商提供的相关服务也相应增加;②公司经营规模扩大,区域领先地位和竞争优势明显,品牌影响力扩大,以及促销服务水平的提高,使得供应商与公司的合作更进一步加强,越来越多的供应商或产品制造商愿意支付给公司促销服务费,用于其商品的终端促销和推广;③近年来行业监管机构对药品广告的监管趋于严格,电视广告资源大幅缩减,成本提高较大,因此药品制造厂商愈加依靠以零售门店展示和服务的方式进行产品营销和推广。(

2.3 主要产品毛利率变动分析

表6 公司毛利率情况

项目	2014年度	2013年度	2012年度
主营业务	37.92%	36.85%	35.46%
其中:医药零售	38.41%	37.40%	35.88%
医药批发	22.92%	22.41%	23.73%
项目	2014年度	2013年度	2012年度
主营业务毛利率	37.92%	36.85%	35.46%
其中:药品	35.18%	34.02%	32.98%
保健品	60.57%	65.64%	61.60%
医疗器械	47.87%	44.84%	41.12%
其他产品	15.26%	13.48%	12.51%
综合毛利率	39.77%	38.66%	37.24%

数据来源:招股说明书 上海证券研究所

医药零售业务毛利率稳步提升。2013年公司为强化代理产品的推广销售,降低了产品批发价格,批发毛利率有所下降。

公司主营业务毛利率和综合毛利率基本保持稳定,呈小幅上升趋势,主要原因是随着公司整体销售规模扩大,公司与上游厂商的议价能力提高,公司采购成本得到有效控制。

2.4 募集资金投向

本次发行前本公司总股本 12,000 万股，本次拟发行不超过 4,000 万股，其中新股发行数额不超过 4,000 万股，发行后公司总股本不超过 16,000 万股。本次募集资金投资项目用于营销网络建设，计划在 4 年内在湖南、湖北、上海、江苏、江西五省市新建连锁药店 550 家。

表 7 募投项目情况

项目名称	项目总投资 (万元)	拟使用募集资金投资额 (万元)
营销网络建设项目	61,588.21	61,075.00
补充流动资金等其他与主营业务相关的营运资金	20,000.00	11,500.00
合计	81,588.21	72,575.00

数据来源：招股说明书 上海证券研究所

表 8 募投新增门店规划

省市	新增门店数 (家)	门店经营面积 (平方米)	项目总投资 (万元)
湖南省	247	42,535	26,846.30
湖北省	50	8,870	3,485.72
上海市	49	9,720	5,795.25
江苏省	73	12,010	9,331.24
江西省	131	22,810	16,129.70
合计	550	95,945.00	61,588.21

数据来源：招股说明书 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

从可比上市公司来看，主营最相近的公司是一心堂、海王星辰和老百姓大药房，在盈利能力方面，公司的毛利率水平居中，略低于一心堂和海王星辰，净利率水平略低于一心堂，但整体毛利率和净利率水平在不断提升。

表 9 可比公司盈利能力比较

证券代码	简称	毛利率				净利率			
		11Y	12Y	13Y	14YQ3	11Y	12Y	13Y	14YQ3
002727	一心堂	38.88	38.15	39.59	40.60	5.98	6.40	6.75	6.92
NPD.N	海王星辰	47.71	46.30	43.66	41.35	1.44	3.53	0.44	-2.24
002462	嘉事堂	9.48	8.69	9.52	11.75	3.54	2.70	4.14	6.25
600998	九州通	6.05	6.41	6.67	6.67	1.51	1.40	1.41	0.98

A14150	老百姓	33.89	35.15	35.92	36.52	5.14	5.47	5.83	5.83
601607	上海医药	14.60	13.64	13.09	12.26	4.46	3.61	3.36	3.22
	平均	25.10	24.72	24.74	24.86	3.68	3.85	3.65	3.49
603939	益丰药房	35.94	37.24	38.66	39.77	4.65	4.52	5.56	6.39

数据来源: wind, 上海证券整理

从增速来看, 扣除海王星辰近年大幅负增长外, 公司的收入增长率低于一心堂, 净利率增长高于收入增长, 增速较高。

表 10 增长情况

证券代码	简称	净利润增长率				收入增长率			
		11Y	12Y	13Y	14YQ3	11Y	12Y	13Y	14YQ3
002727	一心堂	30.86	35.51	31.94	29.10	19.91	28.11	24.79	27.08
NPD.N	海王星辰	117.67	150.72	-86.87	-3,160.01	5.72	2.35	5.85	7.89
002462	嘉事堂	31.19	2.40	99.62	139.84	34.26	41.78	38.77	59.62
600998	九州通	4.06	10.31	15.80	22.70	17.25	18.80	13.32	23.53
A14150	老百姓	0.00	26.35	28.54	0.00	-21.69	15.18	16.88	0.00
601607	上海医药	40.24	0.52	9.26	16.00	41.78	24.00	14.90	18.36
	平均	44.80	37.64	16.38	-492.06	16.20	21.71	19.09	22.75
603939	益丰药房	0.00	22.77	44.58	41.71	0.00	25.76	17.20	23.61

数据来源: wind, 上海证券整理

从运营指标来看, 公司的应收账款周转速度较快, 处于行业前列, 存货周转率也高于同业。

表 11 可比上市公司营运能力比较 (单位: 次)

证券代码	简称	应收帐	应收帐	应收帐	应收帐	存货周	存货周	存货周	存货周
		款周转	款周转	款周转	款周转	转率	转率	转率	转率
		率	率	率	率	11Y	12Y	13Y	14YQ3
002727	一心堂	23.17	21.09	18.43	11.58	3.78	4.14	4.05	2.86
NPD.N	海王星辰	24.20	22.25	20.45	17.48	2.92	2.93	2.89	0.00
002462	嘉事堂	5.06	4.35	3.43	2.37	10.19	13.11	9.47	6.36
600998	九州通	33.51	22.64	15.09	5.97	6.73	6.94	6.88	5.83
A14150	老百姓	15.31	15.27	13.91	10.11	3.33	3.77	3.67	2.57
601607	上海医药	6.31	5.87	5.63	3.64	7.03	6.49	6.53	5.20
	平均	21.51	15.25	12.82	8.52	5.66	6.23	5.58	3.80
603939	益丰药房	33.12	33.51	26.57	23.53	3.04	4.07	4.61	4.54

数据来源: wind, 上海证券整理

3.2 分业务收入和毛利预测

我们预计公司2014-2016年的营业收入分别为26.86、32.64、39.45亿元, 同比增长20.48%、21.51%、20.86%; 2014-2016年的归属净利

润分别为17569、23285、29547万元，分别同比增长24.99%、32.53%、26.89%。

盈利关键假设如下：

表 12 收入预测

门店数量	2017	2016	2015
湖南	503	433	384
江苏	270	230	190
上海	181	156	129
江西	207	167	138
湖北	151	121	86
浙江	25	25	25
全部	1337	1132	952
单店收入	2017	2016	2015
湖南	310	305	300
江苏	290	276	263
上海	350	350	350
江西	221	210	200
湖北	234	227	220
浙江	110	110	110
全部	285	279	273
收入	2017	2016	2015
湖南	155930	132065	115200
江苏	78206	63447	49917
上海	63350	54600	45150
江西	45716	35126	27644
湖北	35294	27458	18947
浙江	2750	2750	2750
合计	381246	315446	259608

四、风险因素

新开门店不能在短期内实现盈利

公司拟通过本次募集资金新开设550家门店。新开门店需要一定的建设期及市场培育期，难以在短期内取得效益，而因新建门店导致的固定资产投资和装修维护等资金投入将开始产生折旧和摊销，预计建设期内各年新增折旧摊销额占项目当年新增销售收入比例在5%以内。

五、估值及定价分析

公司主要从事医药零售业务。通过对公司主营发展的评估，我们

认为公司的合理价格区间为27.50-33，对应2015年25-30倍PE。

表 13 相对估值比较

证券代码	简称	股价	EPS12A	EPS13A	EPS14E	EPS15E	12PE	13PE	14PE	15PE	PB
002727	一心堂	46.000	0.94	1.23	1.21	1.53	49	37	38	30	5.92
000028	国药一致	50.280	1.65	1.81	1.87	2.34	30	28	27	22	3.99
002462	嘉事堂	30.150	0.27	0.54	0.52	0.73	111	56	58	41	5.78
600998	九州通	19.540	0.29	0.34	0.35	0.42	67	57	56	47	4.25
000963	华东医药	50.790	1.08	1.32	1.77	2.55	47	38	29	20	10.75
601607	上海医药	16.230	0.76	0.83	0.94	1.07	21	19	17	15	1.61
	平均	35.50	0.83	1.01	1.11	1.44	54.38	39.34	37.49	29.12	5.38

数据来源: wind, 上海证券整理

六、附表

附表 1 菲利华损益简表及预测 (单位: 百万元人民币)

利润表	2012A	2013A	2014A	2015E	2016E	2017E
营业收入	1539.48	1804.30	2230.23	2686.95	3264.87	3945.89
减: 营业成本	966.14	1106.83	1343.23	1615.93	1947.72	2334.94
营业税金及附加	13.27	14.77	18.63	22.45	27.28	32.97
营业费用	403.61	468.06	577.23	698.97	849.31	1026.47
管理费用	63.73	80.73	103.62	118.76	144.31	174.41
财务费用	0.09	-0.47	-0.19	-8.37	-20.15	-23.88
资产减值损失	1.15	1.58	2.88	1.87	1.87	1.87
加: 投资收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
营业利润	91.48	132.79	184.83	237.33	314.53	399.12
加: 其他非经营损益	1.69	2.32	6.49	0.00	0.00	0.00
利润总额	93.17	135.12	191.32	237.33	314.53	399.12
减: 所得税	23.63	34.74	48.91	59.33	78.63	99.78
净利润	69.54	100.38	142.40	177.99	235.90	299.34
减: 少数股东损益	0.93	1.19	1.84	2.30	3.05	3.87
归属母公司股东净利润	68.60	99.19	140.56	175.69	232.85	295.47

数据来源: wind, 上海证券整理

分析师承诺

分析师 张凤展

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。