

研究所

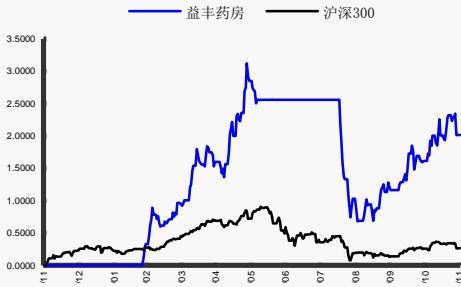
证券分析师：谭倩
010-88576939-808
联系人：盛丽华
021-68591551

S0350512090002
tanq@ghzq.com.cn
S0350115100004
shenglh@ghzq.com.cn

自建外延并购齐头并进，业绩成长弹性大

——益丰药房（603939）调研简报

最近一年走势



相对沪深300表现

表现	1m	3m	12m
益丰药房	\	74.5	193.5
沪深300	\	12.1	14.9

市场数据 2015/12/1

当前价格（元）	40.90
52周价格区间（元）	28.04-127.22
总市值（百万）	13088.00
流通市值（百万）	3272.00
总股本（万股）	32000.00
流通股（万股）	8000.00
日均成交额（百万）	238.58
近一月换手（%）	242.23

合规声明

国海证券股份有限公司持有该股票未超过该公司已发行股份的1%

近期，我们对益丰药房进行了调研，与公司管理层就公司最近经营情况和公司发展方向等方面进行了交流。

调研点评：

- 不断加快自建和外延并购步伐，业绩成长弹性大。**截止9月30日，公司门店总数973家，今年新增门店数163家，门店经营总面积14.6万平方米，新增面积2.4万平方米。公司区域开拓以“巩固中南华东、积极拓展全国市场”为发展目标，门店分布于湖南、湖北、上海、浙江、江苏和江西六省市。公司将采取自建和并购齐头并进的方式加快市场扩张速度。随着商务部对提升零售药店连锁化率的推动，以及租金和人力成本的上升，特别是新版GSP认证在药品仓储、运输、药店信息化管理、执业药师配备等方面均提出了更高的要求，单体药店和小型区域连锁药店等低效能药店面临生存危机，为公司提供了良好并购的机会。公司在未来三年内，将力争在现已有布局的6省市完成自建1000家门店，同时以6省市为中心兼顾周边省份，实现相当于1000家药房销售规模的并购，届时门店总数将约为现有门店数量的3倍，公司未来业绩成长弹性大。
- 享新医改政策红利，承接巨大增量市场。**城市公立医院改革和分级诊疗制度实施将带动医疗资源的下沉，给零售药店带来新的发展机会。一方面，城市公立医院改革，特别是对“医院药销占比”的严格控制，将推动药品销售从医院分流到社会零售药房；另一方面，未来首诊集中在基层医院，病患资源下沉，目前我国基层医院普遍药房偏小，存在药品不全的问题，处方药外流可能性很大。而且目前基层社区医疗零加成，药房为其成本端，基层医院有动机将药房外包或托管出去。公司正积极探索承接医院处方外流与社区卫生服务中心等基层机构的合作模式，迎接新医改“医药分开”带来的零售药店新的发展机会。
- 布局上游诊疗，打造“诊疗+购药”一站式服务。**益丰药房在大中型门店开始试点开设中西医综合门诊部，不排除公司未来将采用CVS一分钟快捷诊所模式，在大中型药店推广开设便利诊所，提供“诊疗+购药”一站式服务，带动药店客流量和药品销售量。
- 盈利预测和评级。**公司不断加快自建和外延并购步伐，未来业绩成长弹性大，看好公司布局中华华东六省，受益于新医改“医药分开”带来的红利，以及公司布局上游诊疗模式探索对药店业绩的带动作用。预计公司2015-2017年EPS分别为0.54、0.68和0.87元。首次覆盖，给予“买入”评级。
- 风险提示。**政策不及预期；门店拓展不及预期。

预测指标	2014	2015E	2016E	2017E
主营收入(百万元)	2230	2803	3577	4594
增长率(%)	23.6%	25.7%	27.6%	28.4%
净利润(百万元)	141	172	219	279
增长率(%)	41.7%	22.5%	27.0%	27.5%
摊薄每股收益(元)	1.17	0.54	0.68	0.87
ROE(%)	23.6%	14.8%	15.6%	17.1%

益丰药房盈利预测

财务指标	2014	2015E	2016E	2017E	每股指标与估值	2014	2015E	2016E	2017E
盈利能力					每股指标				
ROE	24%	15%	16%	17%	EPS	1.17	0.54	0.68	0.87
毛利率	40%	38%	38%	38%	BVPS	4.92	4.66	5.13	5.74
期间费率	31%	29%	30%	30%	估值				
销售净利率	6%	6%	6%	6%	P/E	34.9	76.0	59.9	46.9
成长能力					P/B	8.3	8.8	8.0	7.1
收入增长率	24%	26%	28%	28%	P/S	2.2	4.7	3.7	2.8
利润增长率	42%	23%	27%	28%					
营运能力					利润表 (百万元)	2014	2015E	2016E	2017E
总资产周转率	1.78	1.20	1.32	1.43	营业收入	2230	2803	3577	4594
应收账款周转率	14.76	14.60	14.60	14.60	营业成本	1343	1747	2228	2859
存货周转率	4.10	4.15	4.15	4.15	营业税金及附加	19	22	29	37
偿债能力					销售费用	577	701	894	1149
资产负债率	52%	36%	39%	42%	管理费用	104	129	165	211
流动比	1.37	2.39	2.25	2.13	财务费用	(0)	(27)	(31)	(37)
速动比	0.87	1.87	1.73	1.62	其他费用/(-收入)	(3)	(3)	(3)	(3)
					营业利润	185	228	290	372
资产负债表 (百万元)	2014	2015E	2016E	2017E	营业外净收支	6	5	5	5
现金及现金等价物	289	1207	1392	1628	利润总额	191	233	295	377
应收款项	151	192	245	315	所得税费用	49	58	74	94
存货净额	328	427	544	698	净利润	142	174	222	283
其他流动资产	125	157	200	257	少数股东损益	2	2	3	4
流动资产合计	893	1983	2381	2898	归属于母公司净利润	141	172	219	279
固定资产	155	136	122	107					
在建工程	10	22	24	24	现金流量表 (百万元)	2014	2015E	2016E	2017E
无形资产及其他	55	54	52	50	经营活动现金流	212	210	269	339
长期股权投资	0	0	0	0	净利润	142	174	222	283
资产总计	1251	2332	2716	3215	少数股东权益	2	2	3	4
短期借款	0	0	0	0	折旧摊销	22	24	29	33
应付款项	566	727	927	1190	公允价值变动	0	0	0	0
预收帐款	3	0	0	0	营运资金变动	46	9	15	20
其他流动负债	82	104	133	170	投资活动现金流	(96)	(17)	(17)	(17)
流动负债合计	651	831	1060	1360	资本支出	(15)	(17)	(17)	(17)
长期借款及应付债券	0	0	0	0	长期投资	0	0	0	0
其他长期负债	4	4	4	4	其他	(80)	0	0	0
长期负债合计	4	4	4	4	筹资活动现金流	(105)	727	(66)	(84)
负债合计	655	835	1064	1365	债务融资	0	0	0	0
股本	120	320	320	320	权益融资	0	779	0	0
股东权益	596	1497	1652	1850	其它	(105)	(52)	(66)	(84)
负债和股东权益总计	1251	2332	2716	3215	现金净增加额	12	920	186	238

资料来源：公司数据，国海证券研究所

【分析师承诺】

谭倩，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，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收到任何形式的补偿。

【国海证券投资评级标准】

行业投资评级

推荐：行业基本面向好，行业指数领先沪深 300 指数；
中性：行业基本面稳定，行业指数跟随沪深 300 指数；
回避：行业基本面向淡，行业指数落后沪深 300 指数。

股票投资评级

买入：相对沪深 300 指数涨幅 20%以上；
增持：相对沪深 300 指数涨幅介于 10%~20%之间；
中性：相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10%之间；
卖出：相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

【免责声明】

本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价和征价。本公司及其本公司员工对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。本公司或关联机构可能会持有报告中所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、财务顾问或者金融产品等服务。

【风险提示】

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告为作出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向本公司或其他专业人士咨询并谨慎决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议，本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

【郑重声明】

本报告版权归国海证券所有。未经本公司的明确书面特别授权或协议约定，任何人不得对本报告的任何内容进行发布、复制、编辑、改编、转载、播放、展示或以其他方式非法使用本报告的部分或者全部内容，否则均构成对本公司版权的侵害，本公司有权依法追究其法律责任。