

日期: 2016年11月01日

行业: 批发业



# 门店快速增长确保业绩高增速 外延式收购保质保量

分析师: 魏贇

Tel: 021-53686159

E-mail: weiyun@shzq.com

执业证书编号: S0870513090001

研究助理: 金鑫

Tel: 021-53686163

E-mail: jinxin1@shzq.com

SAC 证书编号: S0870116070016

## 基本数据 (2016Q3)

报告日股价 (元)	33.44
12mth A 股价格区间 (元)	25.13-82.11
总股本 (百万股)	362.69
无限售 A 股/总股本	43%
流通市值 (亿元)	52.06
每股净资产 (元)	7.99
PBR (X)	4.18
DPS (Y2015, 元)	无

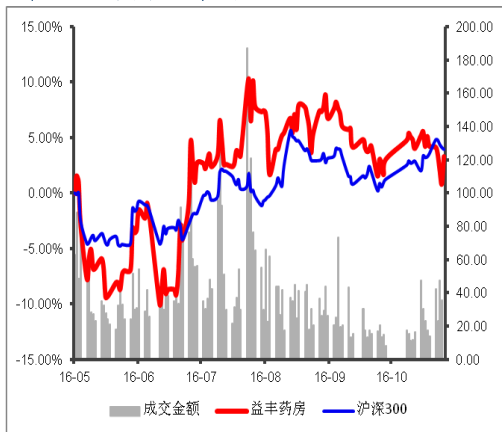
## 主要股东 (2016Q3)

湖南益丰医药投资管理有限公司	29.27%
高毅	12.76%
Capital Today Investment XV (HK) Limited	10.51%

## 收入结构 (2016H1)

零售	97.50%
批发	2.50%

## 最近 6 个月股票与沪深 300 比较



报告编号: WY16-CT16

首次报告日期: 2016年08月19日

## ■ 公司动态事项

10月28日, 公司发布2016年第三季度报告。公司2016年前三季度实现营业收入26.72亿元, 同比增长35.08%; 实现归属于上市公司股东的净利润1.59亿元, 同比增长27.23%; 实现扣非归母净利润1.57亿元, 同比增长31.67%。

## ■ 事项点评

### 主营业务增长较快

公司2016年1-9月实现营业收入26.72亿元, 同比增长35.08%, 实现归母净利润、扣非归母净利润分别为1.59亿元、1.57亿元, 同比增长率分别为27.23%、31.67%。分季度来看, 公司2016年第三季度实现营业收入9.10亿元, 同比增长23.37%, 实现归母净利润、扣非归母净利润分别为4,726.44万元、4,711.43万元, 同比增长率分别为26.43%、34.09%。公司营业收入增速较快的主要原因是: 1) 现有门店营业收入同比上升; 2) 新增门店带来新的营业收入增长点。公司归母净利润同比增速低于营业收入同比增速的主要原因是毛利率水平下降。

公司2016年1-9月综合毛利率为37.67%, 同比下降0.58pp, 毛利率水平下降的主要原因是: 1) 产品促销力度加大; 2) 部分收购项目在整合期内毛利率水平偏低。

公司2016年1-9月期间费用率为30.79%, 同比下降0.06pp, 其中销售费用率为27.16%, 同比上升0.08pp, 管理费用率为4.00%, 同比下降0.32pp, 财务费用率为-0.37%, 同比上升0.18pp。

### 门店数量、经营面积同比增长较快

公司2016年第三季度净增门店157家, 其中新开82家, 收购89家, 加盟店1家, 关闭15家, 新增门店经营面积26,634平方米 (不含加盟店经营面积), 截至2016年9月30日, 公司拥有门店1,441家 (其中加盟店9家), 同比上升48.10%, 总经营面积为214,102平方米 (不含加盟店经营面积), 同比上升46.26%。

公司2016年第三季度实施两起收购项目, 包括: 1) 收购宿迁市玖玖药品超市连锁有限公司, 玖玖公司旗下55家门店, 其中宿迁市44家、宿迁市沭阳县11家, 2016年1-6月销售合计约3,676万元, 总计经营面积8,764平方米, 其中47家门店具有医保定点药品零售资格, 该项目于2016年9月完成资产交割手续; 2) 收购宿迁市佳和医药连锁有限公司, 佳和医药旗下36家门店, 其中宿迁市32家、宿迁市泗洪县4家, 2016年1-6月销售合计约3,150万元, 总计经营面积6,170平方米, 其中36家门店具有医保定点药品零售资格, 该项目于2016年8月完成资产交割手

**相关报告:**

《益丰药房(603939)2016年中报点评:上半年业绩增速加快 定增成功助力门店快速扩张》

——2016年08月30日

《益丰药房(603939)2015年年报点评:净利润同比增长25.17% 门店扩张目标明确》

——2016年03月09日

续。两起收购标的公司医保门店比例较高,且单店销售坪效较高,质地优良。

预计公司未来三年内仍将新增大量门店,主要原因包括:1)定增募投项目中的“连锁药店建设项目”,总投资11.30亿元分三年建设1,000家门店;2)公司在华东地区持续收购中小型连锁药店企业,随着公司华东地区物流网络的建设,公司在华东地区拥有更强的配送成本优势,有利于公司继续在华东地区实现外延式扩张。

**两笔对外投资提高公司竞争力**

2016年9月,公司公告两笔对外投资:

**1) “益丰医药产业基地项目”**

为推动自有品牌“恒修堂”的建设和发展,公司拟在长沙高新技术产业开发区新建“益丰医药产业基地项目”,总投资3亿元,分三期实施,项目正式投产后每年实现新增年产值5亿元,每年新增税收不低于1,800万元。该项目已由董事会审议通过。

公司计划从现有的药品批发零售业向药品研发生产销售一体化延伸,加强“恒修堂药业”建设,实现产业升级,提高企业核心竞争力。

**2) “益丰大药房江苏总部及运营中心项目”**

为推进三年战略规划,满足门店规模不断扩张的需求,公司拟在南京空港枢纽经济区建设“益丰大药房江苏总部及运营中心项目”,打造益丰药房华东物流中心及电商运营中心,项目总投资3.7亿元,分两期建设。

该项目已由董事会审议通过。

该项目有利于公司进一步降低物流成本,提高物流配送效率,满足公司华东片区连锁网点的运营需求;同时,公司计划加快医药电商发展,将江苏益丰总部打造成公司华东地区电商运营中心,实现线上线下融合和产业升级。

根据上述两大对外投资项目,公司作为大型医药流通企业在不断扩张零售门店的同时,一方面加速向科工贸一体化转型,提高企业的综合竞争力,另一方面通过建设华东地区物流网络降低公司营业成本,布局医药电商有利于公司找到新的业绩增长点。

**■ 风险提示**

公司风险包括但不限于以下几点:门店扩张速度不及预期风险;门店并购、整合进度不及预期风险;两票制、分级诊疗、GSP认证等行业政策风险;医药电商等创新业务发展不及预期风险。

**■ 投资建议**

未来六个月,给予“谨慎增持”评级

预计16、17年实现EPS为0.62、0.80元，以10月28日收盘价33.37元计算，动态PE分别为53.98倍和41.67倍。同类型可比上市公司16年市盈率中位值为44.18倍，公司市盈率高于行业平均水平。我们认为，公司具有精细化管理、标准化运营等竞争优势，通过非公开发行股票保持门店迅速扩张的趋势，保障销售渠道不断拓展、公司业绩持续增长，维持“谨慎增持”评级。

#### ■ 数据预测与估值：

至 12 月 31 日 (¥.百万元)	2015A	2016E	2017E	2018E
营业收入	2,845.52	3,841.45	5,109.12	6,641.86
年增长率	27.59%	35.00%	33.00%	30.00%
归属于母公司的净利润	175.94	224.21	290.47	369.94
年增长率	25.17%	27.44%	29.55%	27.36%
每股收益 (元)	0.49	0.62	0.80	1.02
PER (X)	70.15	55.05	42.49	33.36

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)

指标名称	2015A	2016E	2017E	2018E
<b>一、营业总收入</b>	<b>2,845.52</b>	<b>3,841.45</b>	<b>5,109.12</b>	<b>6,641.86</b>
<b>二、营业总成本</b>	<b>2,620.25</b>	<b>3,534.63</b>	<b>4,711.35</b>	<b>6,134.92</b>
营业成本	1,729.16	2,335.60	3,116.57	4,064.82
营业税金及附加	21.76	30.98	40.99	52.55
销售费用	758.46	1,004.90	1,340.23	1,750.05
管理费用	116.65	169.28	223.98	285.38
财务费用	-12.62	-6.13	-10.42	-17.87
资产减值损失	6.8365	0.00	0.00	0.00
<b>三、其他经营收益</b>	<b>7.59</b>	<b>0.13</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	7.59	0.13	0.00	0.00
<b>四、营业利润</b>	<b>232.86</b>	<b>306.95</b>	<b>397.78</b>	<b>506.94</b>
加: 营业外收入	8.35	0.26	0.26	0.26
减: 营业外支出	1.61	0.05	0.05	0.05
<b>五、利润总额</b>	<b>239.60</b>	<b>307.16</b>	<b>397.99</b>	<b>507.15</b>
减: 所得税	61.36	78.72	101.89	129.90
<b>六、净利润</b>	<b>178.24</b>	<b>228.44</b>	<b>296.09</b>	<b>377.25</b>
减: 少数股东损益	2.30	4.23	5.62	7.31
<b>归属于母公司所有者的净利润</b>	<b>175.94</b>	<b>224.21</b>	<b>290.47</b>	<b>369.94</b>
<b>七、摊薄每股收益 (元)</b>	<b>0.49</b>	<b>0.62</b>	<b>0.80</b>	<b>1.02</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±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±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，任何机构和个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。