

日期: 2016年12月15日

行业: 零售业



药品零售行业加速整合提高集中度 定增助推下门店维持快速扩张

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 (2016H1)

报告日股价 (元)	29.97
12mth A 股价格区间 (元)	25.13-43.95
总股本 (百万股)	362.69
无限售 A 股/总股本	43%
流通市值 (亿元)	46.76
每股净资产 (元)	7.99
PBR (X)	3.75
DPS (Y2015, 元)	无

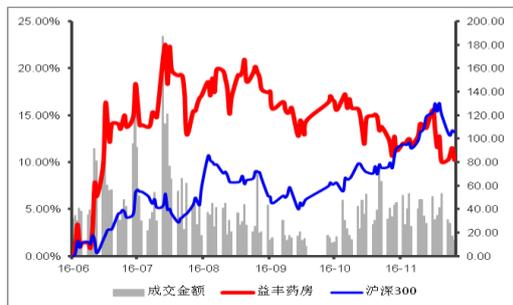
主要股东 (2016Q3)

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



投资摘要

估值与投资建议

预计公司2016年、2017年的EPS分别为0.62元、0.81元，以12月13日收盘价30.50元计算，对应的动态市盈率分别为49.1倍、37.6倍。同行业可比上市公司16年、17年动态市盈率的中值分别为42.6倍、34.5倍，公司估值水平高于同行业可比上市公司的中值。

我们认为：1) 在行业规范化、规模化的趋势愈发明朗的情况下，并购、门店扩张依然是连锁药店企业发展的主要趋势；2) 公司的营业收入规模相对较小，预计2016-2018年门店总数CAGR可达到40%以上，业绩弹性较大；3) 公司具有精细化管理、标准化运营等竞争优势，新增门店在培育期结束后盈利能力明显改善，带动公司整体业绩保持高速增长，维持“谨慎增持”评级。

药品零售行业集中度迅速提高，仍有较大的整合空间

我国零售药店连锁化率从2013年底的36.6%迅速增长到2015年11月的45.7%，较2014年上升6.3个百分点，连锁化程度增长明显，但距离“十二五”的规划目标零售药店连锁化率达到2/3仍有明显差距。根据“十二五”药品流通过行业目标的完成情况，预测“十三五”药品流通过行业将继续整合药品零售行业，鼓励区域性的药品零售龙头企业通过新增自营门店和并购当地的单体药店来提高药品零售行业的集中度。而上市的药品流通企业拥有更多元化的融资渠道，可以利用资金优势更便捷地开展在已进入的区域市场通过并购扩大市场份额，同时也可以通过并购快速进入新的区域市场。

假设我国药品零售行业2016-2020年保持8%（略低于2015年增速8.6%）的年平均增速，2020年药品零售行业销售额将达到4883亿元。假设药品零售连锁百强企业在2020年达到“十二五”规划目标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的60%，可以估算出2020年药品零售连锁百强企业年销售额达到2930亿元，2016-2020年复合年均增长率为25.11%。

定增助推外延式扩张，保障业绩提升

2016年7月23日，公司公告披露向华安基金等7名发行对象合计发行4,269.47万股，累计募集资金13.25亿元，锁定期12个月，本次非公开发行募集资金用于收购苏州粤海100%股权（已并表）、O2O健康云服务平台建设及运营推广项目和连锁药店建设项目。

根据公司公告披露，以截至2016年3月31日的财务报表数据为基础进行静态测算，本次发行完成后公司总资产、净资产分别增至37.9亿元、28.0亿元，分别增长53.8%、90.0%。公司通过本次非公开发行股票，进一步强化公司的资金优势，为公司延续区域市场的门店快速扩张、拓展营销网络打下良好的基础。

相关报告:

■ 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	3,853.69	5,134.79	6,716.23
年增长率	27.59%	35.43%	33.24%	30.80%
归属于母公司的净利润	175.94	225.27	294.03	370.19
年增长率	25.17%	28.04%	30.52%	25.90%
每股收益 (元)	0.49	0.62	0.81	1.02
PER (X)	2,845.52	3,853.69	5,134.79	6,716.23

注: 有关指标按当年股本摊薄

目 录

一、公司是全国领先的医药零售连锁企业	5
1.1 公司基本情况.....	5
1.2 公司股权结构.....	6
二、药品零售行业加速整合，集中度迅速提高	7
2.1 全国药品流通市场规模稳定增长但增速放缓.....	7
2.2 我国药品流通行业集中度仍处在较低水平.....	8
2.3 零售药店连锁化率快速提升.....	8
2.4 药品零售行业发展程度低但潜在市场巨大.....	9
2.5 处方外流等行业政策有利于药品由医院终端向药店终端转移.....	11
2.6 医药电商 O2O 业务发展时间短但前景广阔.....	11
三、公司持续盈利能力分析	12
3.1 公司收入稳健增长，门店扩张不断加速.....	12
3.2 公司毛利率、净利率水平比较稳定.....	13
3.3 配送中心覆盖公司主要区域市场.....	14
3.4 定增加速收购，外延式增长保障业绩提升.....	15
3.5 主要竞争对手分析.....	17
3.5.1 主要竞争对手对比，成长性较高.....	18
3.5.2 精细化管理提高运营效率，维持毛利率较高水平.....	20
四、盈利预测及主要假设	21
4.1 主要假设.....	21
4.2 维持“谨慎增持”评级.....	22
五、风险提示	23
5.1 门店扩张不及预期的风险.....	23
5.2 医药电商等创新业务发展不及预期的风险.....	23
5.3 区域市场竞争激烈导致毛利率、净利率水平下降的风险.....	23
图	
图 1 2012-2016Q3 公司门店数变化.....	5
图 2 2012-2016Q3 公司经营面积变化.....	5
图 3 2012-2014 公司门店销售付款方式收入占比.....	6
图 4 2015 年公司各省市医保门店占比.....	6
图 5 公司股权结构.....	6
图 6 近年来全国药品流通业销售额变化.....	7
图 7 2015 年全国各省份医药商品销售额统计.....	7
图 8 2007-2015 年全国零售药店门店数量、连锁率变化.....	9
图 9 近年来全国七大类药品零售市场销售额变化.....	10
图 10 近年来全国药品零售市场销售额变化.....	10
图 10 2010-2015 年网售药店药品销售额变化（亿元）.....	11
图 11 2012-2016 前三季度公司营业收入变化.....	12
图 12 2012-2016 前三季度公司归母净利润变化.....	12
图 13 2012-2016 年前三季度公司毛利率、净利率变化.....	13
图 14 2012-2015 年公司毛利构成.....	13

图 15 2012-2016 年前三季度公司三大费用率变化	14
图 16 O2O 健康云服务平台主要内容	16
图 17 2013-2016 前三季度公司及竞争对手门店变化 (家) .	18
图 18 2013-2016 前三季度公司及竞争对手门店 YoY	18
图 19 2013-2016 前三季度公司及竞争对手营业收入变化 (亿元)	19
图 20 2013-2016 前三季度公司及竞争对手营业收入 YoY (%)	19
图 21 2013-2016 前三季度公司及竞争对手净利润变化 (百万元)	19
图 22 2013-2016 前三季度公司及竞争对手净利润 YoY (%)	19
图 23 2013-2016 前三季度公司及竞争对手存货周转率变化 (次)	20
图 24 2013-2016 前三季度公司及竞争对手应收账款周转率变化 (次)	20
图 25 2013-2016 前三季度公司及竞争对手毛利率变化 (%)	21
图 26 2013-2016 前三季度公司及竞争对手净利率变化 (%)	21

表

表 1 “十二五”规划目标与 2015 年行业现状对比	8
表 2 2012-2016 年前三季度公司门店、经营面积同比变化...	13
表 3 公司主要配送中心概况	15
表 4 发行对象及发行数量概况	15
表 5 募投项目概况	17
表 6 主要竞争对手概况	17
表 7 六大核心运营系统概况	18
表 8 公司盈利预测 (单位: 万元)	22

附表

附表 1 利润表 (单位: 百万元人民币)	24
附表 2 资产负债表 (单位: 百万元人民币)	24
附表 3 现金流量表 (单位: 百万元人民币)	25
附表 4 财务与估值指标	26

一、公司是全国领先的医药零售连锁企业

1.1 公司基本情况

公司主要从事药品、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，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，在商务部统计的 2015 年药品零售企业销售额排名中位居全国第十，2014-2015 年在中国连锁药店综合实力百强榜排名第五位，2014-2015 年在中国药品零售企业综合竞争力排行榜排名第五位。

截至 2016 年 9 月 30 日，公司拥有门店 1,441 家（其中加盟店 9 家），总经营面积为 214,102 平方米（不含加盟店经营面积）。公司通过“并购+新开”并重的外延式扩张和存量门店业绩内生增长并举的方式，实现业绩的稳健快速增长。

图 1 2012-2016Q3 公司门店数变化

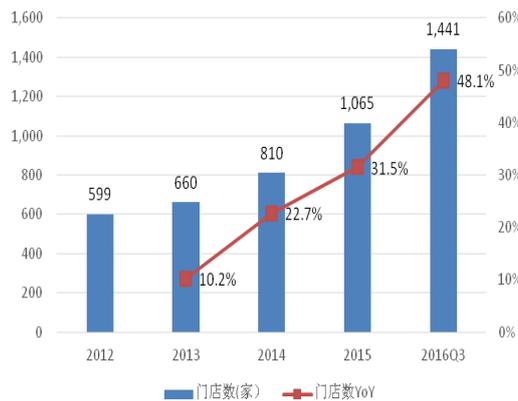
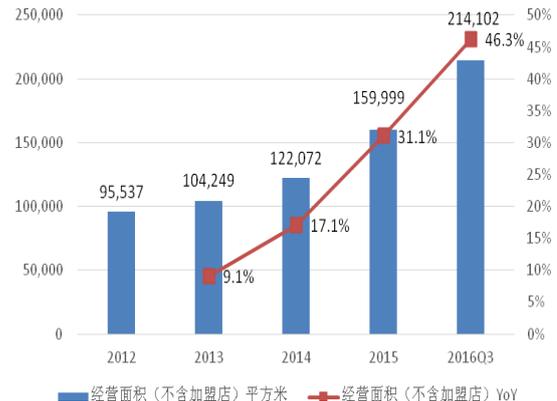


图 2 2012-2016Q3 公司经营面积变化

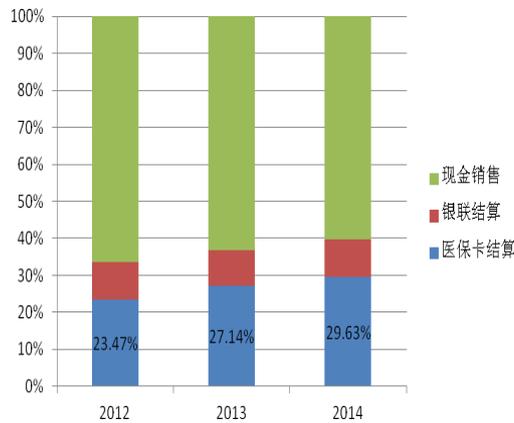


数据来源：公司公告 上海证券研究所

数据来源：公司公告 上海证券研究所

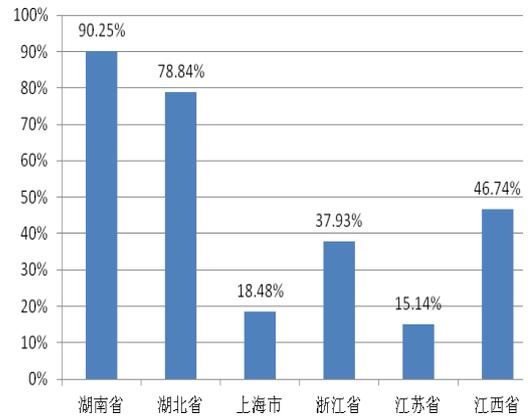
截至 2015 年年报，公司已取得各类“医疗保险定点零售药店”资格的药店达 625 家，占公司药店总数的 58.85%，同比上升 0.43 个百分点。从地域分布来看，医保门店占比较高的地区依次是湖南省、湖北省、江西省，医保门店占比分别为 90.25%、78.84%、46.74%。从药店零售的付款方式来看，2012-2014 年医保卡结算收入占比分别为 23.47%、27.14%、29.63%，比例持续上升。

图 3 2012-2014 公司门店销售付款方式收入占比



数据来源：公司公告 上海证券研究所

图 4 2015 年公司各省市医保门店占比



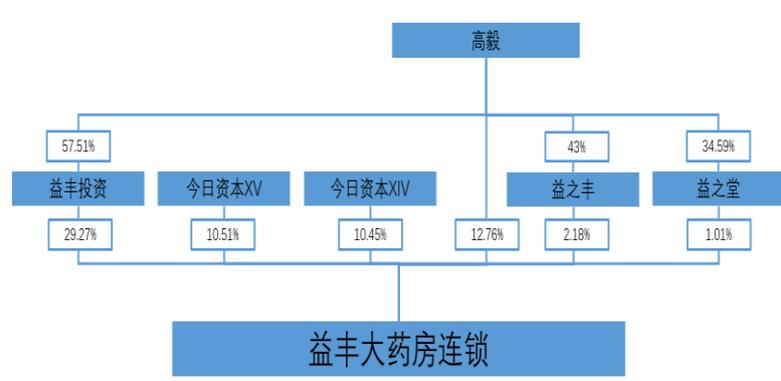
数据来源：公司公告 上海证券研究所

公司于 2013 年启动医药电商业务，建立并运营 B2C 益丰网上药店商城，2015 年成立电商事业群，下设 B2C、O2O、CRM 等电商事业部，实施以 O2O 为主要业务发展目标的“B2C+O2O”双轮驱动的电商战略。2016 年，公司的“益丰大药房江苏总部及运营中心项目”计划打造电商运营中心，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。

1.2 公司股权结构

益丰投资持有公司 1.06 亿股，占公司总股本的 29.27%，为公司的控股股东。高毅先生直接持有公司 12.76% 股权，并持有公司股东益丰投资 57.51% 股权、益之丰 43% 股权、益之堂 34.59% 股权，合计直接与间接持有公司 30.88% 股权，是公司的实际控制人。

图 5 公司股权结构



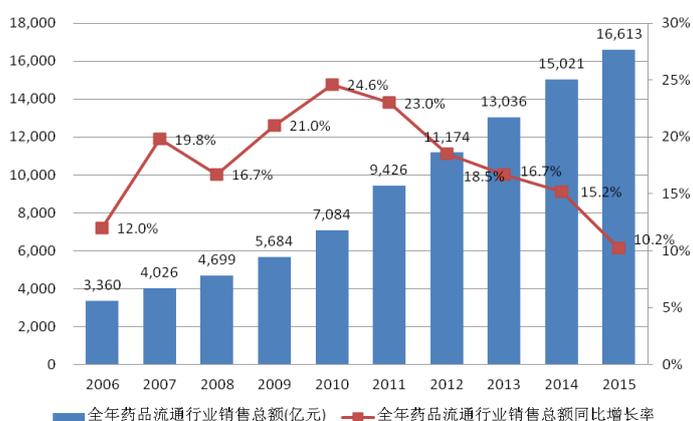
数据来源：公司公告 上海证券研究所

二、药品零售行业加速整合，集中度迅速提高

2.1 全国药品流通市场规模稳定增长但增速放缓

根据商务部发布的《2015年药品流通行业运行统计分析报告》，2015年全国七大类医药商品销售总额16,613亿元，扣除不可比因素同比增长10.2%。2006-2015年全国药品流通行业规模由3360亿元增长到16,613亿元，复合增长率为19.4%，同比增速在2010年到达顶峰24.6%后呈现出明显的下降趋势。

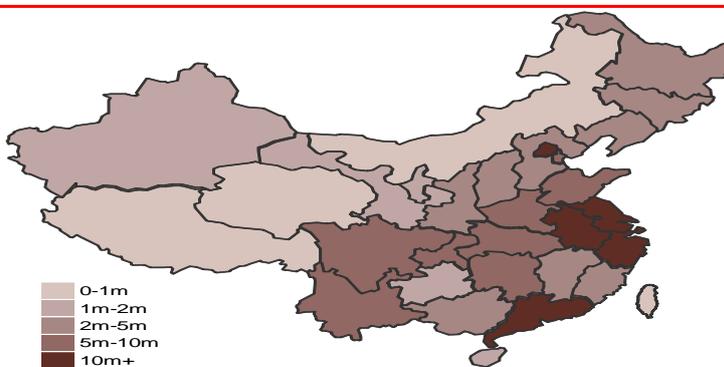
图 6 近年来全国药品流通业销售额变化



数据来源：商务部 上海证券研究所

从地域分布的角度来看，全国主要的医药商品销售市场可分为东北地区、华北地区、华东地区、华中地区、华南地区、西南地区。经济发达、人口密度高、物流便捷的地区医药商品的销售额明显高于其他地区。

图 7 2015年全国各省份医药商品销售额统计



数据来源：商务部 上海证券研究所

2.2 我国药品流通行业集中度仍处在较低水平

2015 年是“十二五”《全国药品流通行业发展规划纲要（2011-2015）》的收官之年，根据商务部 2011 年发布的《全国药品流通行业发展规划纲要（2011-2015 年）》，目标形成 1-3 家年销售额过千亿的全国性大型医药商业公司，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。

表 1 “十二五”规划目标与 2015 年行业现状对比

指标名称	“十二五”目标	2015 年现状
年销售额过千亿的全国性大型医药商业公司	1-3 家	中国医药集团（2776 亿元）、华润医药（988 亿元）、上海医药（985 亿元）
年销售额过百亿的区域性药品流通企业	20 家	15 家（包括全国性医药商业公司）
药品批发百强企业年销售额占药品批发总额比例	85%	58.88%
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比例	60%	28.77%
连锁药店占全部零售门店比例	2/3	45.73%

数据来源：商务部 上海证券研究所

“十二五”规划期间，药品流通行业仅完成了全国性大型医药商业公司的目标，而区域性药品流通企业数量、药品批发和药品连锁企业的集中度仍与目标有一定的差距。尤其是药品零售连锁行业百强企业销售额仅占药品零售企业销售总额比例仅有 28.77%，不足“十二五”规划目标 60% 的一半。

2.3 零售药店连锁化率快速提升

根据 CFDA 统计年报，截至 2015 年 11 月，我国零售药店门店总数达 44.81 万家，较 2014 年年底上升 3.0 个百分点，其中单体药店、连锁药店分别为 24.32 万家、20.49 万家，较 2014 年年底分别下降 7.7 个百分点、上升 19.5 个百分点。2015 年药品零售单体药店数量首次出现了大幅下降，主要原因是：1) 新版 GSP 认证要求趋严，要求药店针对药品可追溯等要求进行 IT 系统升级、执业药师等规范措施造成经营成本上升，单体药店难以承受高昂的改建费用，

面临被市场淘汰的风险；2) 大型连锁零售药店企业近年来利用资本优势加快了门店扩张的步伐，单体药店被大量并购。

我国零售药店连锁化率从 2013 年底的 36.6% 迅速增长到 2015 年 11 月的 45.7%，较 2014 年上升 6.3 个百分点，连锁化程度增长明显，但距离“十二五”的规划目标零售药店连锁化率达到 2/3 仍有明显差距。

图 8 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

根据“十二五”药品流通行业目标的完成情况，预测“十三五”药品流通行业将继续整合药品零售行业，鼓励区域性的药品零售龙头企业通过新增自营门店和并购当地的单体药店来提高药品零售行业的集中度。而上市的药品流通企业拥有更多元化的融资渠道，可以利用资金优势更便捷地开展在已进入的区域市场通过并购扩大市场份额，同时也可以通过并购快速进入新的区域市场。

2.4 药品零售行业发展程度低但潜在市场巨大

根据商务部发布的《2015 年药品流通行业运行统计分析报告》，2015 年全国七大类医药商品零售市场销售总额为 3323 亿元，扣除不可比因素同比增长 8.6%，占全国药品流通行业销售总额的 20%，同比增速呈下降趋势，零售终端收入占比处在较低水平。

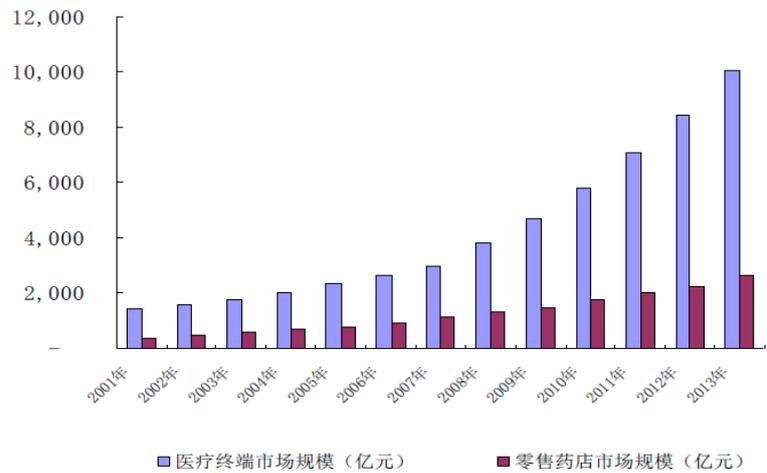
图 9 近年来全国七大类药品零售市场销售额变化



数据来源：商务部 上海证券研究所

根据公司招股书数据，欧洲、美国、日本的患者通过零售药房获得药品的比例分别为 90%、80%、50% 以上，而目前我国医药零售市场的终端仍以医院为主。从医药零售市场的终端收入占比来看，我国医药零售行业发展程度与发达国家相比仍处在较低水平。

图 10 近年来全国药品零售市场销售额变化



数据来源：公司招股书 上海证券研究所

假设我国药品零售行业 2016-2020 年保持 8%（略低于 2015 年增速 8.6%）的年平均增速，2020 年药品零售行业销售额将达到 4883 亿元。假设药品零售连锁百强企业在 2020 年达到“十二五”规划目标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的 60%，可以估算出 2020 年药品零售连锁百强企业年销售额达到 2930 亿元，2016-2020 年复合年均增长率为 25.11%。

2.5 处方外流等行业政策有利于药品由医院终端向药店终端转移

2015年5月国务院办公厅发布的国办发(2015)38号文《关于城市公立医院综合改革试点的指导意见》中指出要破除以药补医机制,力争到2017年试点城市公立医院药占比(不含中药饮片)总体降到30%左右,呈现出处方外流的趋势,零售药店有望迎来处方药销售的大幅增长。

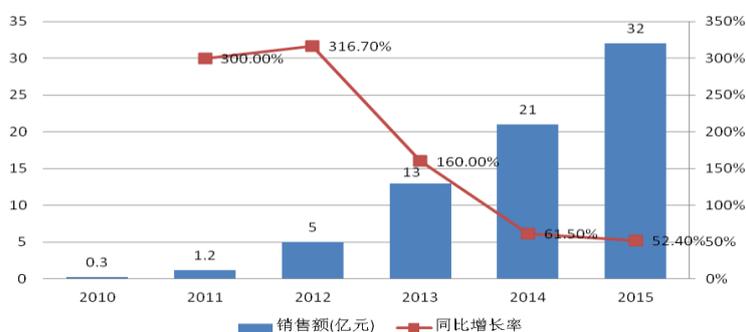
2016年4月国务院办公厅发布的国办发(2016)26号文《关于印发深化医药卫生体制改革2016年重点工作任务的通知》中明确指出,采取多种形式推进医药分开,禁止医院限制处方外流,患者可自主选择在医院门诊药房或凭处方到零售药店购药。

随着医保控费、医药分开等政策的持续推进,大量处方药销售将从医院药房流向零售药店,目前我国药品零售市场规模仅占全国药品流通市场的20%,假设未来两年内比例提高到30%,将给药品零售市场带来约1661.3亿元的市场空间,潜力巨大。连锁药店企业通过新建门店、并购门店调整门店布局,注重培养医院周边店、社区店,同时辅以O2O业务提供便利的健康服务,有利于承载医院处方外流。

2.6 医药电商O2O业务发展时间短但前景广阔

根据米内网的《2016年度中国医药市场发展蓝皮书》,截至2015年底,CFDA批准的互联网药品交易资格证书中C证(向个人消费者提供药品)共393张,同比增长109%,2015年网上药店药品销售额达32亿元,同比增长52.4%。根据中国电子商务研究中心的数据,医药电商规模仅占整个药品零售市场的2%左右,潜力巨大。

图 11 2010-2015 年网售药店药品销售额变化 (亿元)



数据来源:米内网 上海证券研究所

医药电商 O2O 业务高速发展的主要原因是：

1) 为药店拓展销售渠道，为客户提供便捷服务，形成双赢

现阶段持有 C 证的医药电商的网售产品主要是医疗器械、计生用品、非处方药、药妆等，而部分药品尤其是处方药、医疗器械等产品需要驻店药师提供专业服务，客户通过在线上查询商品信息后选择线下购买，O2O 模式将线上流量转到线下，客户在线下接受专业服务后带动药店营业收入增长。

2) 现代化健康管理带动 O2O 业务增长

根据中国卫生部统计，我国确诊的慢性病患者已超过 2.6 亿人，因慢性病死亡占我国居民总死亡的构成已上升至 85%。慢性病具有患病周期长、就诊频率低、用药需求量大等特点，零售药店的经济性、便利性、专业性等经营特点可以满足慢性病患者的购药需求，连锁药店通过现代化的会员管理收集客户信息，进行客户的健康管理，有利于承接慢性病用药市场。

三、公司持续盈利能力分析

3.1 公司收入稳健增长，门店扩张不断加速

2013-2016 前三季度公司营业收入分别为 18.04 亿元、22.30 亿元、28.46 亿元、26.72 亿元，同比增长率分别为 17.22%、23.61%、27.62%、35.09%，同比增速呈上升趋势，主要原因是：1) 公司原有门店的营业收入保持 7% 以上的内生性增长；2) 新增门店在培育期结束后营业收入增速较快；3) 公司通过新增门店迅速扩大经营面积，门店总数、经营面积同比增速与营业收入同比增速同步呈上升趋势。

2013-2016 前三季度公司实现净利润分别为 1.00 亿元、1.42 亿元、1.78 亿元、1.62 亿元，同比增长率分别为 44.36%、41.86%、25.16%、27.92%，2015 年净利润同比增速明显下降，主要原因是 2012-2014 年净利润率上升，2015 年起保持稳定水平。

图 12 2012-2016 前三季度公司营业收入变化



图 13 2012-2016 前三季度公司归母净利润变化



数据来源：公司历年定期公告 上海证券研究所

数据来源：公司历年定期公告 上海证券研究所

截至 2016 年三季度，公司门店数为 1,441 家（含 9 家加盟店），同比增长率为 48.10%，总经营面积为 214,102 平方米（不含加盟店经营面积），同比增长率为 46.26%。公司 2015 年上市后门店数量增速明显提升，扩张步伐加快。根据公司 2015 年年报披露，公司未来三年将在湖南、湖北、上海、江苏、江西、浙江、广东等七省市新建门店 1,000 家；同时力争在未来三年内，完成相当于 1,000 家门店销售规模的并购目标。

表 2 2012-2016 年前三季度公司门店、经营面积同比变化

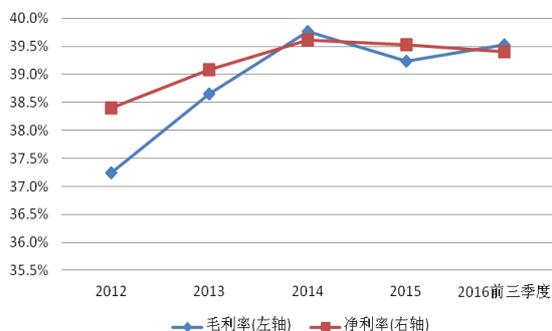
年份	本期净增加门店数	期末门店数	期末门店数 YoY	期末经营面积	期末经营面积 YoY
2012	136	599	29.37%	95,537	13.18%
2013	61	660	10.18%	104,249	9.12%
2014	150	810	22.73%	122,072	17.10%
2015	255	1065	31.48%	159,999	31.07%
2016 前三季度	376	1441	48.10%	214,102	46.26%

数据来源：公司公告 上海证券研究所

3.2 公司毛利率、净利率水平比较稳定

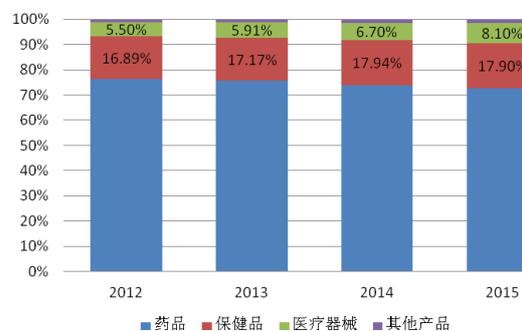
2013-2016 前三季度公司综合毛利率分别为 38.66%、39.77%、39.23%、39.53%，毛利率水平基本稳定，主要原因是：1) 随着公司整体销售规模扩大，公司与上游厂商的议价能力提高，采购成本得到有效控制；2) 公司优化产品结构，毛利率水平较高的保健品、医疗器械收入增速较快，毛利占比小幅提升。维持综合毛利率稳定。

图 14 2012-2016 年前三季度公司毛利率、净利率变化



数据来源：公司历年定期公告 上海证券研究所

图 15 2012-2015 年公司毛利构成



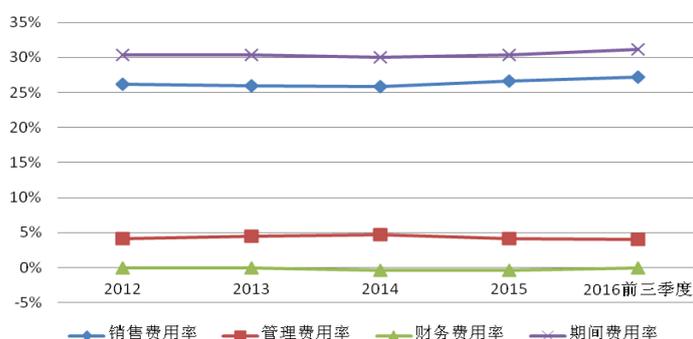
数据来源：公司历年定期公告 上海证券研究所

2013-2016 年前三季度公司期间费用率分别为 30.41%、30.08%、

30.38%、31.16%，2016 年前三季度小幅上升的主要原因是增加新开门店、销售规模扩大导致对应的人工成本、门店房租上升。未来公司的期间费用率有望保持稳定，主要原因是：1) 公司可以通过严格的费用支出控制、精细化的运营系统以及门店人员和薪酬的优化配置来有效控制销售费用率、管理费用率保持在稳定水平；2) 随着公司整体销售规模的扩大，培育期内的新增门店的业绩对公司整体业绩的影响将越来越小。

2013-2016 前三季度公司净利率分别为 5.56%、6.39%、6.26%、6.07%，净利率水平相对稳定。

图 16 2012-2016 年前三季度公司三大费用率变化



数据来源：公司招股书 上海证券研究所

3.3 配送中心覆盖公司主要区域市场

公司拥有四家配送中心，合计面积为 30,753 平方米，其中长沙配送中心为公司自建，配送全国范围，向各区域配送中心和母公司所属门店配送集中采购商品，另外三家区域配送中心均使用租赁仓库物业，向其销售区域内的门店进行配送。长沙配送中心于 2012 年 7 月全面建成投入使用，年吞吐量可达 50 亿元，能满足 1,500 个连锁网点的运营活动。公司信息化管理系统覆盖商品管理、供应商管理、采购管理、仓储管理等，实现人、财、物、信息等方面的全业务统一管理，可以支持公司至少 5,000 家门店规模的基础架构平台，具备充分的横向扩充空间。

表 3 公司主要配送中心概况

配送中心	所在地	面积 (平方米)	配送区域	租赁/自主	备注
长沙配送中心	长沙	23,024.02	全国范围	自主	2015 年扩容 8,035 平方米
上海配送中心	上海	3,898.30	上海、浙江、苏州	租赁	
江苏配送中心	江苏南京	2,290.00	江苏 (不含苏州)	租赁	
江西配送中心	江西南昌	1,540.92	江西	租赁	
合计		30,753.24			

数据来源: 公司招股书 上海证券研究所

2015 年, 公司为进一步提高公司总部物流仓储配送能力, 完成了长沙物流配送中心的仓库加层扩容工程项目, 工程扩容面积为 8,034.59 平方米, 已投入使用。

2016 年 9 月, 公司公告披露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。一方面, 公司现有的江苏配送中心面积较小, 随着公司江苏区域市场门店规模不断扩大, 无法承载区域市场不断扩大的配送需求; 另一方面, 现有的江苏配送中心使用租赁仓库物业, 完成自建的江苏总部后有利于公司分配江苏区域及周边区域市场的统采商品, 降低公司物流成本, 提高公司配送效率。

3.4 定增加速收购, 外延式增长保障业绩提升

2016 年 7 月 23 日, 公司公告披露向华安基金等 7 名发行对象合计发行 4,269.47 万股, 累计募集资金 13.25 亿元, 锁定期 12 个月。

表 4 发行对象及发行数量概况

发行对象	获配股数 (股)	获配金额 (元)	锁定期 (月)
申万宏源证券有限公司	5,357,705	169,999,979.65	12
国联安基金管理有限公司	5,200,126	164,999,997.98	12
天弘基金管理有限公司	6,994,919	221,948,779.87	12
华融期货有限责任公司	5,042,546	159,999,984.58	12
财通基金管理有限公司	9,950,000	315,713,500.00	12
博时基金管理有限公司	9,250,000	293,502,500.00	12
华安基金管理有限公司	899,362	28,536,756.26	12
合计	42,694,658	1,354,701,498	

数据来源: 公司公告 上海证券研究所

本次非公开发行募集资金用于收购苏州粤海 100% 股权 (已并表)、O2O 健康云服务平台建设及运营推广项目和连锁药店建设项

目。

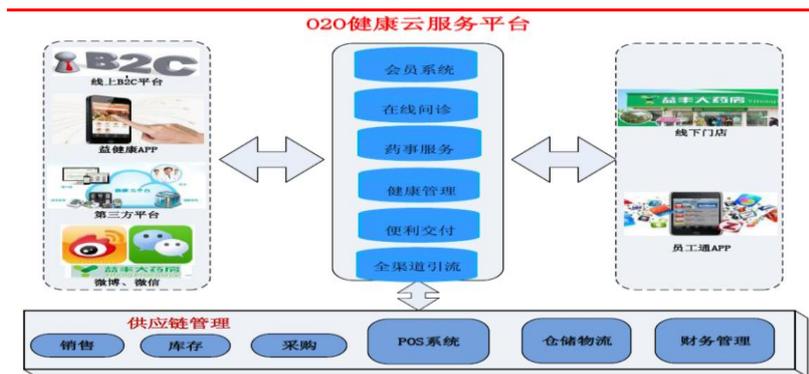
1) 苏州粤海

拥有自营特大药品零售门店 1 家，经营面积约 800 平方米，经营品种 4,000 种，2014 年营业收入约 1.3 亿元，在全国单体药店销售规模排名中名列前茅，苏州粤海 2015 年 1-7 月实现营业收入 7,061 万元，净利润 39.6 万元，收购苏州粤海有利于公司进一步增强江苏地区的业务规模，提高公司在江苏地区的核心竞争力。

2) O2O 健康云服务平台建设及运营推广项目

以公司 600 多万会员为核心，通过建立健全会员的健康档案管理，满足会员的在线健康咨询、轻问诊、慢病管理、病友交流等方面的需求。同时通过对会员交易全过程的相关数据分析建立大数据体系，对会员进行精准服务，指导其从用药、生活习惯等多方面进行健康管理，提高会员的在线体验，有利于提高公司竞争优势和客户粘性，进而提高公司整体的盈利能力。

图 17 O2O 健康云服务平台主要内容



数据来源：公司公告 上海证券研究所

3) 连锁药店建设项目

项目拟在 3 年内在湖南、湖北、上海、江苏、江西、浙江、广东等七省市建设连锁药店 1,000 家。一方面，随着公司门店规模的不断扩张，公司的采购规模持续增长，对上游药品生产企业、药品批发企业的议价能力愈发明显，有利于降低公司的采购成本；另一方面，门店扩张可以强化公司的区域竞争优势，符合公司“区域聚焦、稳健扩张”的发展战略，是公司巩固区域布局、持续稳健发展的必然选择。

目前，国内药店呈现出“小而散”的竞争格局，药店连锁程度、行业集中度均处于较低水平，未来大型连锁药店并购是行业发展的重要趋势。通过本次非公开发行股票，公司可以保持较快的门店扩张速度，利用公司良好的品牌影响力、线上药店引流客源、精细化管理等竞争优势，进一步拓宽公司产品的销售渠道，抢占市场份额，

保障公司业绩稳定增长。

表 5 募投项目概况

项目名称	项目投资总额 (万元)	募集资金投入金额 (万元)
收购苏州粤海 100% 股权项目	7,439.90	7,439.90
O2O 健康云服务平台建设及运营推广项目	15,000.00	15,000.00
连锁药店建设项目	113,030.25	113,030.25

数据来源：公司公告 上海证券研究所

根据公司公告披露，以截至 2016 年 3 月 31 日的财务报表数据为基础进行静态测算，本次发行完成后公司总资产、净资产分别增至 37.9 亿元、28.0 亿元，分别增长 53.8%、90.0%。公司通过本次非公开发行股票，进一步强化公司的资金优势，为公司延续区域市场的门店快速扩张、拓展营销网络打下良好的基础。

3.5 主要竞争对手分析

公司属于区域性医药零售企业，在全国范围内的主要竞争对手如下表：

表 6 主要竞争对手概况

公司名称	公司简介
国大药房	公司成立于 2004 年，根据国药一致 2016 年 6 月披露的公告，截至 2015 年 12 月 31 日，国大药房在 18 个省、市、自治区建立 28 家区域性连锁公司，覆盖全国 68 个大中城市，拥有 3,080 家零售门店，其中直营店 2,128 家，加盟店 952 家。截至 2015 年底，国大药房拥有 1,823 家医保定点零售药店，占比为 59.16%。2015 年营业收入为 79.92 亿元，归母净利润为 8,413 万元。2016 年 6 月，国药一致拟向控股股东国药控股非公开发行股票购买国大药房 100% 股权。
一心堂	公司成立于 2000 年，根据其 2016 年三季报，一心堂在云南、广西、四川、贵州、山西和重庆等省级区域市场共有 3,877 家门店，2016 年前三季度营业收入为 45.35 亿元，归母净利润为 2.84 亿元。
老百姓	公司成立于 2001 年，根据其 2016 年三季报，老百姓在中南、华北、华东、西北区域市场共有 1,818 家直营门店，；2016 年前三季度营业收入为 43.18 亿元，归母净利润为 2.08 亿元。
大参林	公司成立于 1999 年。根据其招股说明书，截至 2015 年 10 月 31 日，大参林在广东、广西、河南、福建、江西、浙江等多个省份共有 1,806 家直营连锁门店；2015 年上半年大参林营业收入为 25.35 亿元，净利润为 2.17 亿元。

数据来源：公司公告 上海证券研究所

与竞争对手相比，公司拥有高效的门店拓展和精细化运营管理的竞争优势，通过树立良好的品牌信誉、加强门店的规范运营、促进产品的营销力度等多重方式提升门店的客单量和销售收入，进而

形成区域竞争优势。公司注重精细化运作和管理，独创六大核心运营系统，精细的标准化运营体系已成为公司跨区域经营、高效复制门店的保障，是公司实现稳健扩张的核心竞争力之一。公司拥有多年的跨省经营管理经验，具备较强的连锁复制能力，实现了母公司及各区域市场下的子公司均盈利的经营效果。

表 7 六大核心运营系统概况

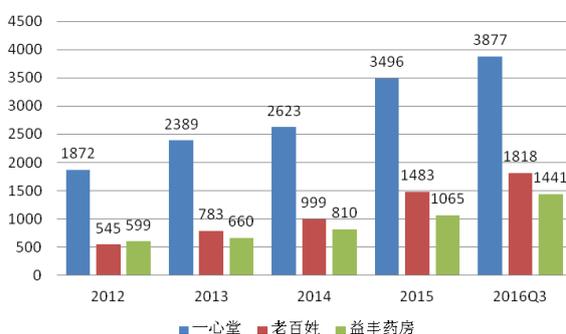
核心运营系统	用途
顾客满意度系统	体现顾客导向，确保工作方向的导航系统
核心产品运作系统	确保盈利能力的盈利模式系统
门店营运分系统	确保门店经营质量的分析检测系统
新店选址开业系统	确保新店选店开店速度和质量的拓展系统
绩效考核系统	确保执行力的激励系统
门店和部门标准化系统	确保常规工作正常高效运行的标准化系统

数据来源：公司公告 上海证券研究所

3.5.1 主要竞争对手对比，成长性较高

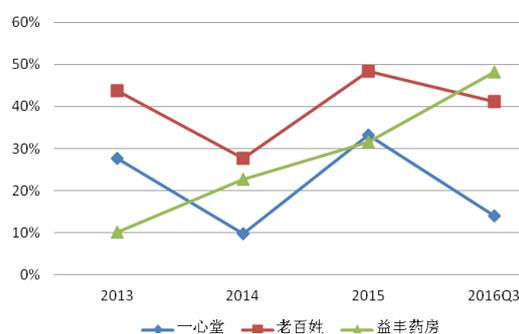
与 2015 年前三季度相比，2016 年前三季度一心堂、老百姓、益丰药房的净新增门店数分别为 474 家、530 家、468 家，门店总数同比增长率分别为 13.93%、41.15%、48.10%，公司净新增门店数和一心堂、老百姓相比差距不大，但公司门店总数基数较小，同比增长率最高。假设公司 2016-2018 年计划新增门店 1,000 家，同时并购 1,000 家门店，预计公司 2016-2018 年门店总数的 CAGR 为 42.2%，成长性较高。

图 18 2013-2016 前三季度公司及竞争对手门店变化(家)



数据来源：公司历年定期公告 上海证券研究所

图 19 2013-2016 前三季度公司及竞争对手门店 YoY

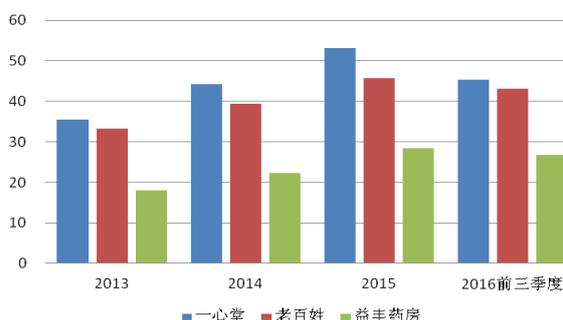


数据来源：公司历年定期公告 上海证券研究所

2016 年前三季度一心堂、老百姓、益丰药房的营业收入同比增长率分别为 16.71%、34.39%、35.07%，净利润同比增长率分别

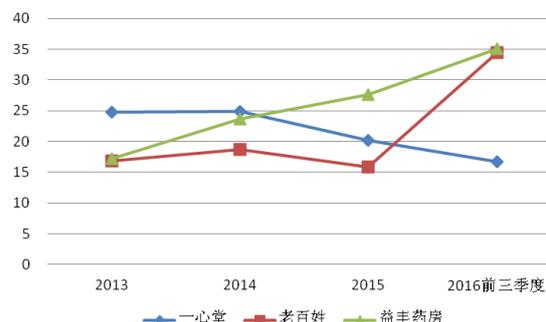
为 13.08%、28.02%、27.92%，公司的收入增速、利润增速与老百姓同步，均高于一心堂。老百姓 2015 年第四季度到 2016 年第三季度并购规模较大，造成收入端、利润端均同比大幅增长；公司 2013-2016 年前三季度收入端的同比增长率呈上升趋势，与门店总数同比增长率走势同步，利润端同比增长率下降至 26% 左右，考虑到公司 2015 年初上市后门店扩张速度加快，新建门店、并购门店需要 6-12 个月的培育期，未来利润增速有望进一步提高。

图 20 2013-2016 前三季度公司及竞争对手营业收入变化 (亿元)



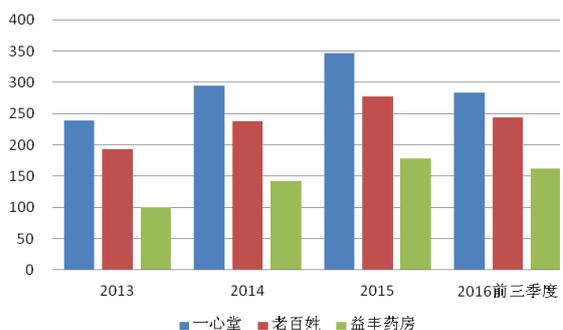
数据来源: Wind 上海证券研究所

图 21 2013-2016 前三季度公司及竞争对手营业收入 YoY (%)



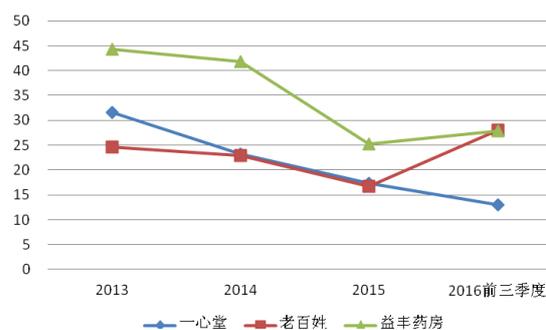
数据来源: Wind 上海证券研究所

图 22 2013-2016 前三季度公司及竞争对手净利润变化 (百万元)



数据来源: Wind 上海证券研究所

图 23 2013-2016 前三季度公司及竞争对手净利润 YoY (%)



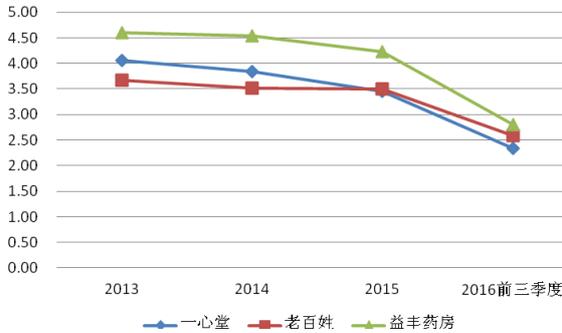
数据来源: Wind 上海证券研究所

与竞争对手相比，公司成长性较高的主要原因是：1) 在定增后资金充沛和区域市场扩张的策略明确的前提下，2016-2018 年门店总数 CAGR 预计达 40% 以上；2) 收入端增速与门店总数同比增速同步，利润端增速在新建门店、并购门店培育期结束后有望进一步提升。

3.5.2 精细化管理提高运营效率，维持毛利率较高水平

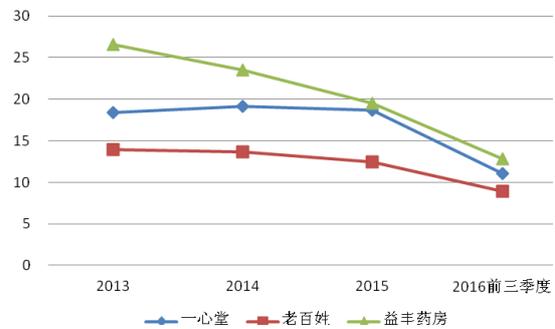
2016 年前三季度一心堂、老百姓、益丰药房的存货周转率分别为 3.45 次、3.49 次、4.23 次，应收账款周转率分别为 11.07 次、8.90 次、12.84 次（用前三季度营业收入测算，与年度存货周转率、应收账款周转率不可比）。公司的存货周转率高于其他两家连锁药店上市公司，主要原因是公司区域市场较为集中且区域物流中心配置较为合理，同时公司的精细化管理水平较高；公司的应收账款周转率高于其他两家连锁药店上市公司，与收入端的医保卡支付比例有关，公司 2012-2014 年医保卡结算收入占比分别为 23.47%、27.14%、29.63%，比例持续上升。

图 24 2013-2016 前三季度公司及竞争对手存货周转率变化（次）



数据来源：Wind 上海证券研究所

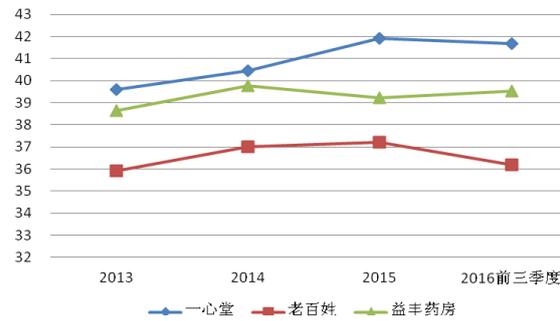
图 25 2013-2016 前三季度公司及竞争对手应收账款周转率变化（次）



数据来源：Wind 上海证券研究所

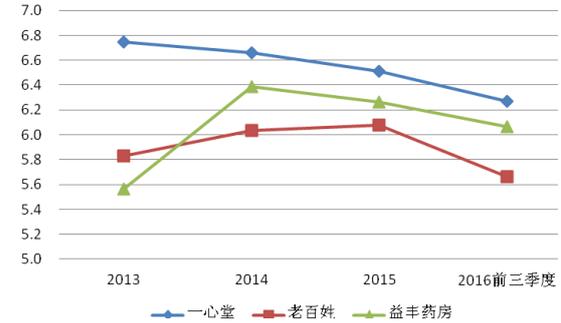
2016 年前三季度一心堂、老百姓、益丰药房的综合毛利率分别为 41.67%、36.20%、39.53%，公司综合毛利率水平低于一心堂、高于老百姓，考虑到公司与一心堂、老百姓相比营业收入规模最小，上游厂家让利相对较少，能维持毛利率水平接近其他主要竞争对手已经体现了公司的精细化管理能力；2016 年前三季度一心堂、老百姓、益丰药房的净利率分别为 6.27%、5.66%、6.07%，公司的净利率水平低于一心堂、高于老百姓，与综合毛利率水平趋势接近，未来随着公司新增门店培育期结束，公司进一步体现精细化管理能力，有望稳定甚至提高毛利率、净利率水平。

图 26 2013-2016 前三季度公司及竞争对手毛利率变化 (%)



数据来源: Wind 上海证券研究所

图 27 2013-2016 前三季度公司及竞争对手净利率变化 (%)



数据来源: Wind 上海证券研究所

四、盈利预测及主要假设

4.1 主要假设

1) 新店培育期为 12 个月, 培育期结束后门店的年均销售收入为 80 万元/年, 第二至第四年营业收入增长率为 20%、15%、10%, 第五年开始与成熟药店营业收入增速一致 (8-9%);

2) 公司并购速度、新店扩张速度符合预期, 2016-2018 年内保持门店迅速扩张的趋势;

3) 暂不考虑公司未来打造的华东物流中心对公司物流成本等的成本优化。

基于以上假设, 我们预计 2016-2018 年归母净利润将实现年递增 28.04%、30.52%、25.90%, 相应的稀释后每股收益为 0.62 元、0.81 元和 1.02 元。

表 8 公司盈利预测 (单位: 万元)

主营业务收入	2016E	2017E	2018E
药品	298,651.75	403,179.86	532,197.41
保健品	36,599.47	45,749.34	56,729.18
医疗器械	23,540.72	31,779.97	42,267.36
其他产品	14,625.54	18,428.18	23,219.50
其他业务收入	11,951.06	14,341.28	17,209.53
合计	385,368.54	513,478.63	671,623.00
主营业务成本	2016E	2017E	2018E
药品	192,630.38	262,066.91	348,589.31
保健品	15,371.78	18,757.23	21,840.74
医疗器械	12,476.58	16,525.59	20,922.34
其他产品	12,870.47	16,216.80	20,433.16
其他业务收入	956.09	1,147.30	1,376.76
合计	234,305.30	314,713.82	413,162.31
主营业务收入增速	2016E	2017E	2018E
药品	38%	35%	32%
保健品	23%	25%	24%
医疗器械	40%	35%	33%
其他产品	26%	26%	26%
其他业务收入	20%	20%	20%
合计	35.43%	33.24%	30.80%
主营业务毛利率	2016E	2017E	2018E
药品	35.5%	35.0%	34.5%
保健品	58.0%	59.0%	61.5%
医疗器械	47.0%	48.0%	50.5%
其他产品	12.0%	12.0%	12.0%
其他业务收入	92.0%	92.0%	92.0%
合计	39.20%	38.71%	38.48%

数据来源: Wind 上海证券研究所

4.2 维持“谨慎增持”评级

预计公司 2016 年、2017 年的 EPS 分别为 0.62 元、0.80 元, 以 12 月 13 日收盘价 30.50 元计算, 对应的动态市盈率分别为 49.1 倍、37.6 倍。同行业可比上市公司 16 年、17 年动态市盈率的中值分别为 42.6 倍、34.5 倍, 公司估值水平高于同行业可比上市公司的中值。

我们认为: 1) 在行业规范化、规模化的趋势愈发明朗的情况下, 并购、门店扩张依然是连锁药店企业发展的主要趋势; 2) 公司的营业收入规模相对较小, 预计 2016-2018 年门店总数 CAGR 可达到 40% 以上, 业绩弹性较大; 3) 公司具有精细化管理、标准化运营等竞争优势, 新增门店在培育期结束后盈利能力明显改善, 带动公司整体业绩保持高速增长, 维持“谨慎增持”评级。

2016 年 12 月 15 日

五、风险提示

5.1 门店扩张不及预期的风险

公司 2016-2018 年将在湖南、湖北、上海、江苏、江西、浙江、广东等七省市新建门店 1,000 家；同时力争在未来三年内，完成相当于 1,000 家门店销售规模的并购目标。如果新建门店数量、并购门店的销售规模不及预期，将导致公司营业收入同比增速低于预期，拖累公司业绩增速。

5.2 医药电商等创新业务发展不及预期的风险

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。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。如果未来医药电商相关政策出台抑制医药电商发展（例如禁止网售处方药），将可能拖累公司业绩。

5.3 区域市场竞争激烈导致毛利率、净利率水平下降的风险

公司的主要区域市场集中在湖南、湖北、上海、江苏、江西、浙江、广东等七省市，相较于全国其他地区，这些区域市场的经济发展水平较为发达，药店的收入规模相对较高，但同时也造成了竞争格局比较激烈。如果药店之间的竞争加剧，可能导致药店需要通过让利促销等营销手段吸引客户，造成公司产品的毛利率下降，进而导致净利率水平下降。

五、附表

附表 1 利润表 (单位: 百万元人民币)

指标名称	2015A	2016E	2017E	2018E
一、营业总收入	2,845.52	3,853.69	5,134.79	6,716.23
二、营业总成本	2,620.25	3,551.15	4,735.16	6,213.03
营业成本	1,729.16	2,343.05	3,147.14	4,131.62
营业税金及附加	21.76	28.90	38.51	50.37
销售费用	758.46	1,021.23	1,345.31	1,759.65
管理费用	116.65	154.15	205.39	268.65
财务费用	-12.62	-3.89	-11.46	-10.70
资产减值损失	6.84	7.7074	10.2696	13.4325
三、其他经营收益	7.59	2.40	0.00	0.00
公允价值变动净收益	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	7.59	2.40	0.00	0.00
四、营业利润	232.86	304.94	399.62	503.20
加: 营业外收入	8.35	0.00	0.00	0.00
减: 营业外支出	1.61	0.00	0.00	0.00
五、利润总额	239.60	304.94	399.62	503.20
减: 所得税	61.36	76.82	101.90	128.32
六、净利润	178.24	228.12	297.72	374.88
减: 少数股东损益	2.30	2.85	3.69	4.69
归属于母公司所有者的净利润	175.94	225.27	294.03	370.19
七、摊薄每股收益(元)	0.49	0.62	0.81	1.02

资料来源: Wind 上海证券研究所

附表 2 资产负债表 (单位: 百万元人民币)

指标名称	2015A	2016E	2017E	2018E
货币资金	560	2124	2388	2797
交易性金融资产	0	0	0	0
应收账款	182	155	296	294
其他应收款	59	73	102	127
存货	490	561	850	1002
流动资产	1742	3350	4138	4731
固定资产	254	222	177	128
在建工程	12	0	0	0
无形资产	54	49	42	35
非流动资产	695	611	525	469
资产总计	2437	3961	4663	5200
短期借款	0	0	0	0
应付票据	605	698	1052	1245
应付账款	211	243	366	433

其他	198	107	112	112
流动负债	1014	1048	1530	1790
长期借款	0	0	0	0
其他	4	0	0	0
负债合计	1017	1048	1530	1790
股本	320	363	363	363
资本公积	723	2006	2006	2006
未分配利润	344	534	750	1022
少数股东权益	8	11	14	19
股东权益合计	1419	2913	3133	3410
负债和股东权益合计	2437	3961	4663	5200

资料来源: Wind 上海证券研究所

附表 3 现金流量表 (单位: 百万元人民币)

指标名称	2015A	2016E	2017E	2018E
净利润	176	225	298	375
折旧和摊销	66	76	76	42
资产减值准备	7	8	10	13
公允价值变动损失	0	0	0	0
财务费用	-12	-16	-27	-31
投资损失	-8	0	0	0
经营活动产生现金流量	182	364	316	476
投资活动产生现金流量	-696	0	0	0
融资活动产生现金流量	550	1282	-51	-67
现金净变动	35	1646	265	409
现金的期初余额	524	477	2124	2388
现金的期末余额	560	2124	2388	2797

资料来源: Wind 上海证券研究所

附表 4 财务与估值指标

指标名称	2015A	2016E	2017E	2018E
成长性				
营业收入增长率	27.6%	35.4%	33.2%	30.8%
营业利润增长率	26.0%	31.0%	31.1%	25.9%
净利润增长率	25.2%	27.8%	30.7%	25.9%
盈利能力				
毛利率	39.2%	39.2%	38.7%	38.5%
净利率	6.3%	5.9%	5.8%	5.6%
ROE	12.5%	7.7%	9.4%	10.9%
估值比率 (倍)				
PE	62.9	49.2	37.6	29.9
PB	7.8	3.8	3.5	3.3

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。