

## 门店加速扩张, 高增长可持续

### 投资要点

- **事件:** 公司发布2016年年报, 2016年实现营业收入37.3亿元(+31.2%)、归母净利润2.2亿元(+27.3%)。
- **门店加速扩张, 高增长可持续。** 公司营业收入较上年增长31.21%主要源自门店扩张, 公司加速新店建设和同行业并购, 2016年全年净增门店470家, 其中, 新开门店310家(含新增加盟店23家), 收购门店193家, 关闭33家, 2016年年末门店总数1535家(含加盟店23家)。我们估计新店营业后12个月实现盈亏平衡, 盈亏平衡后, 第一年增速为25%左右, 第二年增速为15%左右, 第三年增速为10%左右。公司规划2016-2018年完成新建1000家门店, 同时完成相当于1000家门店销售规模的并购目标。我们预计公司目前的高增速在3-5年将继续持续。
- **加强合作品种建设, 品类扩充、新医保门店为单店增长的动力。** 1) 近年药店行业增速在8-9%, 随着处方外流的启动, 行业增速有望提升至10%以上。同时, 两票制对流通行业的整合也将促进药店行业的规范运行, 将加速药店行业的整合速度, 对龙头公司形成利好。我们认为公司作为行业龙头, 将充分享受行业成长带来的红利。2) 公司坚持“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, 随着区域话语权的加大, 上游议价能力提升, 尤其是通过品牌合作, 对毛利结构的改善效果突出。我们估计2016年高毛利率和中毛利率的品种占比约为55%, 低毛利率品种占比约为45%, 未来随着高毛利品种的比重提升, 盈利能力尚有提升空间, 同时, 随着公司的规模扩大, 品类扩充、坪效优化上亦有较大发展空间。此外, 2017年2月, 公司公布在南京获得93家医保门店资质, 在江苏的医保门店比例由2015年的15%上升到72%, 将带动江苏地区销售收入显著增长。
- **盈利预测与投资建议。** 预计2017-2019年EPS分别为0.79元、1.01元、1.30元, 对应PE分别为36倍、28倍、22倍, 当前估值合理, 首次覆盖给予“增持”评级。
- **风险提示:** 药店行业增速下滑风险, 门店扩展不及预期风险。

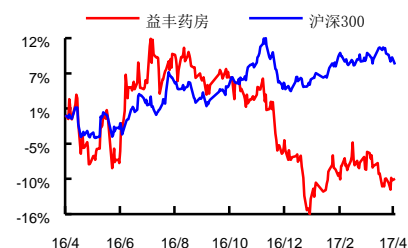
指标/年度	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	3733.62	4871.08	6362.16	8327.74
增长率	31.21%	30.47%	30.61%	30.89%
归属母公司净利润(百万元)	223.89	286.52	367.05	472.53
增长率	27.26%	27.97%	28.10%	28.74%
每股收益EPS(元)	0.62	0.79	1.01	1.30
净资产收益率ROE	7.66%	8.93%	10.26%	11.67%
PE	46	36	28	22
PB	3.48	3.17	2.84	2.51

数据来源: Wind, 西南证券

### 西南证券研究发展中心

分析师: 朱国广  
执业证号: S1250513070001  
电话: 021-68413530  
邮箱: zhugg@swsc.com.cn  
联系人: 张肖星  
电话: 021-68415020  
邮箱: zxxing@swsc.com.cn

### 相对指数表现



数据来源: 聚源数据

### 基础数据

总股本(亿股)	3.63
流通A股(亿股)	1.56
52周内股价区间(元)	26.76-35.63
总市值(亿元)	103.51
总资产(亿元)	41.06
每股净资产(元)	7.99

### 相关研究

**关键假设：**

假设 1：药品领域：公司每年新增门店带来的门店增速为 20%、并购门店带来的门店增速为 20%，新店营业后 12 个月实现盈亏平衡，盈亏平衡后，第一年销量增速为 25%左右，第二年销量增速为 15%左右，第三年销量增速为 10%左右。

假设 2：随着门店扩张，非药领域增速加快。

假设 3：公司三费率无明显变化。

基于以上假设，我们预测公司 2017-2019 年分业务收入成本如下表：

**表 1：分业务收入及毛利率**

百万元	2016A	2017E	2018E	2019E
<b>合计</b>				
营业收入	3733.6	4871.1	6362.2	8327.7
yoy	31.21%	30.47%	30.61%	30.89%
营业成本	2254.5	2948.1	3843.7	5029.2
毛利率	39.62%	39.48%	39.59%	39.61%
<b>药品</b>				
收入	2897.6	3853.8	5125.6	6817.0
yoy	33.89%	33.00%	33.00%	33.00%
成本	1883.1	2485.7	3280.4	4328.8
毛利率	35.01%	35.50%	36.00%	36.50%
<b>非药品</b>				
收入	701.8	877.3	1096.6	1370.7
yoy	20.63%	25.00%	25.00%	25.00%
成本	360.8	447.4	548.3	685.4
毛利率	48.59%	49.00%	50.00%	50.00%
<b>其它</b>				
收入	134.2	140.0	140.0	140.0
成本	10.6	15.0	15.0	15.0

数据来源：公司公告，西南证券

**附表：财务预测与估值**

利润表 (百万元)					现金流量表 (百万元)				
	2016A	2017E	2018E	2019E		2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入	3733.62	4871.08	6362.16	8327.74	净利润	227.92	291.68	373.65	481.03
营业成本	2254.46	2948.12	3843.66	5029.17	折旧与摊销	86.90	44.34	55.49	67.47
营业税金及附加	25.95	33.86	44.22	57.88	财务费用	-5.75	23.42	55.10	95.39
销售费用	1016.05	1298.63	1682.79	2186.03	资产减值损失	8.13	0.00	0.00	0.00
管理费用	153.81	200.66	262.09	343.06	经营营运资本变动	-1429.68	-448.15	-622.13	-828.94
财务费用	-5.75	23.42	55.10	95.39	其他	1252.43	-16.60	-19.40	-21.48
资产减值损失	8.13	0.00	0.00	0.00	<b>经营活动现金流净额</b>	139.94	-105.31	-157.29	-206.54
投资收益	15.65	17.38	19.29	21.41	资本支出	-296.33	-130.00	-130.00	-130.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	其他	-1244.32	17.38	19.29	21.41
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	<b>投资活动现金流净额</b>	-1540.66	-112.62	-110.71	-108.59
<b>营业利润</b>	296.63	383.77	493.59	637.62	短期借款	0.00	381.83	472.21	607.07
其他非经营损益	9.21	7.94	8.16	8.26	长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
<b>利润总额</b>	305.84	391.71	501.75	645.88	股权融资	1326.92	0.00	0.00	0.00
所得税	77.92	100.03	128.10	164.85	支付股利	0.00	0.00	0.00	0.00
净利润	227.92	291.68	373.65	481.03	其他	17.25	-23.42	-55.10	-95.39
少数股东损益	4.03	5.16	6.60	8.50	<b>筹资活动现金流净额</b>	1344.17	358.41	417.11	511.68
归属母公司股东净利润	223.89	286.52	367.05	472.53	<b>现金流量净额</b>	-56.55	140.48	149.11	196.56
资产负债表 (百万元)					财务分析指标				
	2016A	2017E	2018E	2019E		2016A	2017E	2018E	2019E
货币资金	346.63	487.11	636.22	832.77	<b>成长能力</b>				
应收和预付款项	430.30	545.51	720.26	943.46	销售收入增长率	31.21%	30.47%	30.61%	30.89%
存货	730.06	953.91	1244.02	1628.00	营业利润增长率	27.39%	29.38%	28.61%	29.18%
其他流动资产	1618.72	2111.87	2758.33	3610.52	净利润增长率	27.87%	27.97%	28.10%	28.74%
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA 增长率	31.78%	19.52%	33.80%	32.49%
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	<b>获利能力</b>				
固定资产和在建工程	302.75	400.16	486.43	560.71	毛利率	39.62%	39.48%	39.59%	39.61%
无形资产和开发支出	694.16	691.15	688.15	685.15	三费率	31.18%	31.26%	31.44%	31.51%
其他非流动资产	98.62	89.87	81.12	72.37	净利率	6.10%	5.99%	5.87%	5.78%
<b>资产总计</b>	4221.25	5279.59	6614.53	8332.98	ROE	7.66%	8.93%	10.26%	11.67%
短期借款	0.00	381.83	854.04	1461.11	ROA	5.40%	5.52%	5.65%	5.77%
应付和预收款项	1130.32	1493.72	1955.11	2548.81	ROIC	10.54%	9.14%	10.03%	10.81%
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA/销售收入	10.12%	9.27%	9.50%	9.61%
其他负债	115.57	137.02	164.70	201.35	<b>营运能力</b>				
<b>负债合计</b>	1245.90	2012.56	2973.85	4211.27	总资产周转率	1.12	1.03	1.07	1.11
股本	362.69	362.69	362.69	362.69	固定资产周转率	13.79	14.91	15.67	17.27
资本公积	2007.34	2007.34	2007.34	2007.34	应收账款周转率	17.40	17.66	17.88	17.74
留存收益	592.47	879.00	1246.04	1718.57	存货周转率	3.69	3.50	3.50	3.50
归属母公司股东权益	2962.51	3249.03	3616.08	4088.60	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	114.70%	—	—	—
少数股东权益	12.84	18.00	24.60	33.10	<b>资本结构</b>				
<b>股东权益合计</b>	2975.35	3267.03	3640.68	4121.71	资产负债率	29.51%	38.12%	44.96%	50.54%
负债和股东权益合计	4221.25	5279.59	6614.53	8332.98	带息债务/总负债	0.00%	18.97%	28.72%	34.70%
					流动比率	2.60	2.08	1.83	1.68
					速动比率	2.00	1.60	1.41	1.29
					股利支付率	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
					<b>每股指标</b>				
					每股收益	0.62	0.79	1.01	1.30
					每股净资产	8.20	9.01	10.04	11.36
					每股经营现金	0.39	-0.29	-0.43	-0.57
					每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00
业绩和估值指标									
	2016A	2017E	2018E	2019E					
EBITDA	377.78	451.54	604.17	800.48					
PE	46.23	36.13	28.20	21.91					
PB	3.48	3.17	2.84	2.51					
PS	2.77	2.13	1.63	1.24					
EV/EBITDA	26.45	22.67	17.48	13.70					
股息率	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%					

数据来源: Wind, 西南证券

## 分析师承诺

本报告署名分析师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，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，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获取任何形式的补偿。

## 投资评级说明

公司评级	买入：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 20%以上
	增持：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 10%与 20%之间
	中性：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-10%与 10%之间
	回避：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-10%以下
行业评级	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上
	跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间
	弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数-5%以下

## 重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

本报告仅供本公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本公司或关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，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。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告版权为西南证券所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

## 西南证券研究发展中心

### 上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路 166 号中国保险大厦 15 楼

邮编：200120

### 北京

地址：北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 B 座 16 楼

邮编：100033

### 重庆

地址：重庆市江北区桥北苑 8 号西南证券大厦 3 楼

邮编：400023

### 深圳

地址：深圳市福田区深南大道 6023 号创建大厦 4 楼

邮编：518040

## 西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	张方毅	机构销售	021-68413959	15821376156	zfyi@swsc.com.cn
	邵亚杰	机构销售	02168416206	15067116612	syj@swsc.com.cn
	郎珈艺	机构销售	021-68416921	18801762801	langjiayi@swsc.com.cn
	黄丽娟	机构销售	021-68411030	15900516330	hlj@swsc.com.cn
	欧阳倩威	机构销售	021-68416206	15601822016	oyqw@swsc.com.cn
北京	赵佳	地区销售总监	010-57631179	18611796242	zjia@swsc.com.cn
	王雨珩	机构销售	010-88091748	18811181031	wyheng@swsc.com.cn
	徐也	机构销售	010-57758595	18612694479	xye@swsc.com.cn
	任骁	机构销售	010-57758566	18682101747	rxiao@swsc.com.cn
广深	张婷	地区销售总监	0755-26673231	13530267171	zhangt@swsc.com.cn
	刘宁	机构销售	0755-26676257	18688956684	liun@swsc.com.cn
	刘予鑫	机构销售	0755-26833581	13720220576	lyxin@swsc.com.cn
	熊亮	机构销售	0755-26820395	18666824496	xl@swsc.com.cn
	刘雨阳	机构销售	0755-26892550	18665911353	liuyuy@swsc.com.cn