

日期: 2017年05月15日

行业: 医药商业



延续区域聚焦战略 夯实广东区域药店布局

分析师: 魏贇

Tel: 021-53686159

E-mail: weiyun@shzq.com

SAC 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 (2017Q1)

报告日股价 (元)	28.44
12mth A 股价格区间 (元)	26.76-35.63
总股本 (百万股)	362.69
无限售 A 股/总股本	43%
流通市值 (亿元)	45.09
每股净资产 (元)	8.36
PBR (X)	3.46
DPS (Y2016, 元)	无

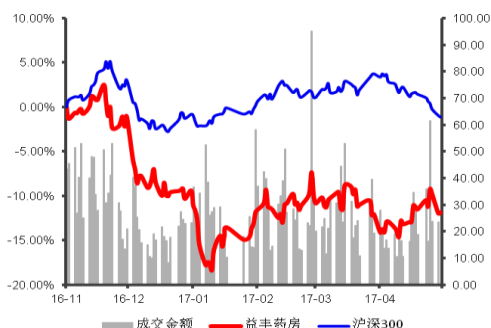
主要股东 (2017Q1)

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 (2016Y)

中西成药	65.6%
中药	12.0%
非药品	18.8%

最近 6 个月股票与沪深 300 比较



报告编号: WY17-CT17

首次报告日期: 2017年04月28日

相关报告:

《益丰药房 (603939) 2016 年三季报点评: 门店快速增长确保业绩高增速 外延式收购保质保量》

■ 公司动态事项

5月10日, 公司公告收购广州康信100%股权。

■ 事项点评

并购广州区域连锁药店龙头, 完善广东省药店布局

公司公告披露, 公司与温献彬、广州康信大药房连锁有限公司签署重组收购框架协议, 公司将购买重组后的目标公司100%股权, 持有34家零售药店资产和业务, 预计2个月左右完成目标公司的重组, 收购价格为6,600万元+实际净资产-转入新公司固定资产的评估价值。广州康信持有的34家药店2016年销售额约为7,080万元, 其中10家药店具有医保定点药品零售资格, 经营面积为5,522平方米。根据广州康信2016年收入规模测算, 本次交易对应的PS为0.93, 而公司2016年3月并购广东省韶关乡亲对应的PS为0.73, 并购成本有所提高, 我们认为造成并购成本上升的可能原因有: 1) 近年来一心堂、益丰药房、老百姓等大型连锁药店企业成功上市, 国大药房通过注入上市公司国药一致进入A股市场, 各大医药公司借助资本的力量加速并购中小型连锁药店, 药店行业进入资本整合期, 造成并购成本上升; 2) 广州康信的药店资产主要在广州市增城区, 而韶关乡亲的药店资产主要在韶关市及下属县市, 相较而言, 广州市医药资产估值更高。

公司2016年通过并购韶关乡亲进入广东省市场, 进一步完善公司在中南地区的药店布局。截至2017年一季度, 公司拥有门店总数达1,595家 (含30家加盟店), 同比增长42.8%。我们认为, 公司今年将延续“内生+外延”双轮驱动的发展态势, 保持较快的外延式并购速度, 在湖南、湖北、上海、江苏、浙江、江西、广东等七省市延续区域聚焦的发展战略, 通过精细化管理提高并购标的的销售收入和毛利率水平, 进而提高公司整体的盈利能力, 带动公司业绩快速增长。

坚持区域聚焦战略, 精细化管理保障竞争优势

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”的营销方针, 在区域市场进行门店的密集合理布局, 通过品牌管理、提高门店专业化水平、促进产品的营销力度等方式, 提高门店的客单量和销售收入, 具有较强的区域竞争优势, 同时公司通过规模效益提高议价能力、降低物流及管控成本, 从而带动公司盈利水平增长。截止至2016年年报, 公司在中南地区、华东地区的销售毛利率分别为37.88%、37.39%, 省外业务盈利能力较强, 毛利率水平的差距极小。

——2016年11月01日

《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

我们认为:1)公司进入湖南、湖北、上海、江苏、浙江、江西等六省市的区域市场较早,省外业务通过精细化管理已具有较强的盈利能力,在新进入的广东区域市场并购标的均为区域龙头连锁药店,具有较强的区域竞争优势;2)公司并购标的公司多为区域市场上市场份额居前的连锁药店企业,本身具有一定的品牌知名度和区域竞争优势,并购注入上市公司后通过精细化管理进一步提高标的药店的盈利能力,有利于公司业绩较快增长。

■ 风险提示

门店扩张不及预期的风险;医药电商等创新业务发展不及预期的风险;区域市场竞争激烈导致毛利率、净利率水平下降的风险。

■ 投资建议

未来六个月,维持“谨慎增持”评级

预计17、18年实现EPS为0.80、1.02元,以5月10日收盘价28.44元计算,动态PE分别为35.47倍和27.87倍。同类型可比上市公司17年市盈率中位值为30.53倍,公司市盈率高于行业平均水平。我们认为:1)预计公司2017年将通过“新建+并购”保持较快的门店扩张速度,门店总数CAGR可达到40%以上,业绩弹性较大;2)公司贯彻区域聚焦的发展战略,同时具有精细化管理、标准化运营等竞争优势,带动公司整体业绩保持较快增长,业绩成长性比较明确,维持“谨慎增持”评级。

■ 数据预测与估值:

至12月31日(¥.百万元)	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入	3,733.62	4,779.65	6,134.53	7,742.71
年增长率	31.21%	28.02%	28.35%	26.22%
归属于母公司的净利润	223.89	290.83	370.13	459.74
年增长率	27.26%	29.90%	27.26%	24.21%
每股收益(元)	0.62	0.80	1.02	1.27
PER(X)	46.07	35.47	27.87	22.44

注:有关指标按最新股本摊薄

■ 附表

附表1 损益简表及预测 (单位: 百万元人民币)

指标名称	2016A	2017E	2018E	2019E
一、营业总收入	3,733.62	4,779.65	6,134.53	7,742.71
二、营业总成本	3,452.64	4,382.36	5,628.92	7,114.69
营业成本	2,254.46	2,881.54	3,716.07	4,725.38
营业税金及附加	25.95	36.57	45.50	56.83
销售费用	1,016.05	1,270.60	1,613.38	2,013.10
管理费用	153.81	191.66	250.06	315.02
财务费用	-5.75	-7.37	-9.46	-11.93
资产减值损失	8.13	9.35	13.37	16.29
三、其他经营收益	15.65	0.00	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	15.65	0.00	0.00	0.00
四、营业利润	296.63	397.29	505.61	628.02
加: 营业外收入	11.55	0.00	0.00	0.00
减: 营业外支出	2.34	0.00	0.00	0.00
五、利润总额	305.84	397.29	505.61	628.02
减: 所得税	77.92	101.22	128.82	160.01
六、净利润	227.92	296.07	376.79	468.01
减: 少数股东损益	4.03	5.23	6.66	8.27
归属于母公司所有者的净利润	223.89	290.83	370.13	459.74
七、摊薄每股收益 (元)	0.62	0.80	1.02	1.27

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 $\pm 10\%$ 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。