

医药零售

报告原因：半年报点评

2017年8月18日

市场数据：2017年8月17日

总股本（亿股）	3.63
流通股本（亿股）	1.99
收盘价（元）	32.88
流通市值（亿元）	65.34

基础数据：2017年3月31日

每股净资产（元）	8.36
每股资本公积（元）	5.53
每股未分配利润（元）	1.73

股价历史走势



分析师

张旭

执业证书编号：S0760511010001

Email: zhangxu@sxzq.com

研究助理

王腾蛟

Tel: 0351-8686978

Email: wangtengjiao@sxzq.com

地址：太原市府西街69号国贸中心A座28层

电话：0351-8686990

山西证券股份有限公司

http://www.i618.com.cn

益丰药房（603939）

首次

精细化运营带来业绩持续高增长

买入

公司研究/点评报告

事件：

- 2017年半年报公布，公司实现营业总收入223,860.12万元，较上年同期增长27.00%；归属于上市公司股东净利润15,479.84万元，较上年同期增长38.09%，业绩超出市场预期。

点评：

- **医药零售行业迎来景气度提升。**国内目前药店连锁化率达到49.40%，前10位药品零售企业市场份额占比16.8%。美国零售药店连锁化率达到75%，排名前3的零售药店市场份额占比达到80%，我国医药零售行业集中度仍处于较低水平。随着新版GSP的逐步落地以及两票制等政策的出台，零售药店面临更加严格的监管环境，对于单体药店来说，加盟连锁或药店联盟可能是比较好的出路，国内零售药店的连锁化以及集中度将进一步提升；目前医改已经进入攻坚阶段，“医药分开”是其中的重点内容，国家相继出台一系列政策，要求未来公立医院药占比总体要降到30%左右，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，随着政策的逐步推进，处方外流将给药店带来增量。

- **益丰药房—区域医药零售连锁领先企业。**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，主要业务范围集中在湖南、湖北、上海、江苏、江西、浙江、广东七省市内，中南华东区域竞争优势明显。报告期内营业收入较上年同期增长27.00%，主要原因是除了老店同比增长外，公司加速了新店建设和药店并购步伐；归母净利润较上年同期分别增长38.09%，主要是老店的内生式增长以及新开门店、收购门店的外延式增长，以及随着公司规模扩大和内控管理能力的提升，公司盈利能力逐步上升。截止2017年6月30日，公司在湖南、湖北、上海、江苏、江西、浙江、广东七省市拥有连锁药店1,783家。

- **精细化运营管理能力保证业绩高增长。**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，始终注重精细化、标准化、系统化和智能化的运营和管理。在公司外延不断扩张的同时，业绩还能保持可观的增速，公司各项核心经营指标都稳定增长，可见公司的精细化运营管理成效显著。在医药零售行业，公司要想脱颖而出一方面看扩张能力，但同时更重要的是公司的经营管理能力和盈利能力。

投资建议

- 预计公司2017-2019年EPS分别为0.84，1.10和1.44，对应PE分别为39.14倍，29.89倍和22.83倍，首次覆盖给予“买入”评级。

风险提示：1.处方外流低于预期；2.新店盈利能力不及预期。

附：财务预测表

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2016	2017E	2018E	2019E	会计年度	2016	2017E	2018E	2019E
流动资产	3,126	4,190	5,038	6,172	营业收入	3,734	4,859	6,332	8,301
现金	347	1,104	1,310	1,660	营业成本	2,254	2,930	3,814	4,992
应收账款	331	390	535	701	营业税金及附加	26	29	38	50
其他应收款	84	100	134	178	销售费用	1,016	1,318	1,718	2,252
预付账款	98	130	174	218	管理费用	154	194	253	332
存货	732	834	1,136	1,509	财务费用	(6)	(11)	(18)	(20)
其他流动资产	1,534	1,633	1,749	1,906	资产减值损失	8	1	1	1
非流动资产	1,096	585	574	552	公允价值变动收益	0	0	0	0
长期投资	0	0	0	0	投资净收益	16	6	6	6
固定资产	288	270	251	233	营业利润	297	403	532	700
无形资产	150	140	131	122	营业外收入	12	10	9	10
其他非流动资产	658	176	191	197	营业外支出	2	2	2	1
资产总计	4,221	4,776	5,612	6,724	利润总额	306	411	539	709
流动负债	1,200	1,511	2,008	2,623	所得税	78	103	136	178
短期借款	0	0	0	83	净利润	228	308	404	531
应付账款	245	321	432	552	少数股东损益	4	4	6	8
其他流动负债	955	1,190	1,575	1,988	归属母公司净利润	224	303	398	523
非流动负债	46	63	93	148	EBITDA	329	420	541	707
长期借款	0	0	0	0	EPS (元)	0.62	0.84	1.10	1.44
其他非流动负债	46	63	93	148					
负债合计	1,246	1,574	2,101	2,771	主要财务比率				
少数股东权益	13	17	23	32	会计年度	2016	2017E	2018E	2019E
股本	363	363	363	363	成长能力				
资本公积	2,007	2,007	2,007	2,007	营业收入	31.21%	30.13%	30.33%	31.09%
留存收益	592	815	1,117	1,552	营业利润	27.39%	35.76%	32.07%	31.64%
归属母公司股东权益	2,963	3,185	3,487	3,922	归属于母公司净利润	27.26%	35.40%	31.20%	31.43%
负债和股东权益	4,221	4,776	5,612	6,724	获利能力				
					毛利率(%)	39.62%	39.69%	39.76%	39.86%
现金流量表					净利率(%)	6.00%	6.24%	6.28%	6.30%
					ROE(%)	7.66%	9.61%	11.50%	13.43%
会计年度	2016	2017E	2018E	2019E	ROIC(%)	28.74%	11.83%	13.09%	15.35%
经营活动现金流	140	345	278	329	偿债能力				
净利润	228	303	398	523	资产负债率(%)	29.51%	32.95%	37.44%	41.21%
折旧摊销	87	28	28	27	净负债比率(%)	22.54%	4.43%	7.50%	11.16%
财务费用	(11)	(11)	(18)	(20)	流动比率	2.60	2.77	2.51	2.35
投资损失	(16)	(6)	(6)	(6)	速动比率	1.99	2.22	1.94	1.78
营运资金变动	(1,362)	26	(130)	(204)	营运能力				
其他经营现金流	1,213	5	7	9	总资产周转率	1.12	1.08	1.22	1.35
投资活动现金流	(1,541)	6	6	6	应收账款周转率	17.40	18.11	18.34	17.97
资本支出	0	0	0	0	应付账款周转率	16.37	17.16	16.81	16.86
长期投资	0	0	0	0	每股指标 (元)				
其他投资现金流	(1,541)	6	6	6	每股收益(最新摊薄)	0.62	0.84	1.10	1.44
筹资活动现金流	1,344	(70)	(77)	15	每股经营现金流(最新摊薄)	0.39	0.95	0.77	0.91
短期借款	0	0	0	83	每股净资产(最新摊薄)	8.17	8.78	9.61	10.81
长期借款	0	0	0	0	估值比率				
普通股增加	43	0	0	0	P/E	53.3	39.3	30.0	22.8
资本公积增加	1,284	(0)	0	0	P/B	4.0	3.7	3.4	3.0
其他筹资现金流	17	(70)	(77)	(68)	EV/EBITDA	31.40	27.90	21.80	16.88
现金净增加额	(57)	282	206	350					

资料来源: wind, 山西证券研究所

请务必参阅最后一页股票评级说明和免责声明

投资评级的说明：

——报告发布后的 6 个月内上市公司股票涨跌幅相对同期上证指数/深证成指的涨跌幅为基准

——股票投资评级标准：

买入： 相对强于市场表现 20%以上
增持： 相对强于市场表现 5~20%
中性： 相对市场表现在-5%~+5%之间波动
减持： 相对弱于市场表现 5%以下

——行业投资评级标准：

看好： 行业超越市场整体表现
中性： 行业与整体市场表现基本持平
看淡： 行业弱于整体市场表现

免责声明：

山西证券股份有限公司(以下简称“本公司”)具备证券投资咨询业务资格。本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。入市有风险，投资需谨慎。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本所于发布本报告当日的判断。在不同时期，本所可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司或其关联机构在法律许可的情况下可能持有或交易本报告中提到的上市公司所发行的证券或投资标的，还可能为或争取为这些公司提供投资银行或财务顾问服务。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。本公司在知晓范围内履行披露义务。本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。

请务必参阅最后一页股票评级说明和免责声明