

日期: 2017年08月21日

行业: 医药商业



维持较快门店扩张 利润增速超预期

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 (2017Q2)

报告日股价 (元)	32.88
12mth A 股价格区间 (元)	26.76-35.17
总股本 (百万股)	362.69
无限售 A 股/总股本	55%
流通市值 (亿元)	65.33
每股净资产 (元)	8.29
PBR (X)	3.96
DPS (Y2016, 元)	10 派 3.00

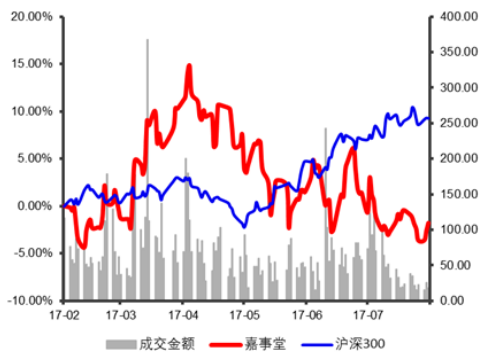
主要股东 (2017Q2)

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-CT31

首次报告日期: 2017年04月28日

相关报告:

《益丰药房 (603939) 公司动态点评: 延续区域聚焦战略 夯实广东区域药店布局》

公司动态事项

8月18日, 公司发布2017年中报。

事项点评

收入保持较快增速, 利润增速超出我们预期

公司2017年H1实现营业收入22.39亿元, 同比增长27.00%, 实现归母净利润1.55亿元, 同比增长38.09%, 利润增速超出我们预期, 利润增速高于收入增速的主要原因是销售毛利率小幅上升、财务费用降低等。公司2017年H1期间费用率为29.81%, 同比下降0.20pp, 其中销售费用率、管理费用率、财务费用率分别为26.58%、4.08%、-0.85%, 同比分别上升0.18pp、上升0.31pp、下降0.69pp, 财务费用率下降的主要原因是暂时闲置资金理财增加。

门店扩张符合预期, 下半年有望保持较快的门店扩张速度

公司2017年上半年较2016年末净增门店248家, 其中新开188家(含新增加盟店27家), 收购81家, 关闭21家, 截至2017年6月底, 公司拥有门店1,783家(含加盟店50家), 同比上升39.73%。

公司2017年上半年完成8起同业并购投资业务, 其中全资或控股收购项目7起, 涉及门店数为134家, 其中81家已完成交割, 53家正在交割中; 参股投资项目1起, 以6,120万元购买石家庄新兴药房4.98%股权。

公司制定了“新开门店1000家, 实现相当于1000家门店销售规模的并购”的三年规划, 我们认为, 公司上半年算上正在交割中的53家门店, 基本符合我们对公司门店扩张的预期, 预计公司下半年将保持较快的“新建+并购”门店扩张速度, 坚持“区域聚焦、稳健扩张”的发展战略, 在巩固现有的湖南、湖北、上海、江苏、浙江、江西、广东等7省市区域市场的基础上, 有望通过参股、并购等方式逐步布局更多的区域市场。

江苏省医保定点门店快速增长

公司2017年上半年在江苏省新增医保定点门店98家, 考虑到公司华东地区2016年医保门店占门店总数比例仅为36.91%, 远低于中南地区的84.13%, 我们认为公司在华东地区尤其是江苏省的门店有望在下半年获得更多的医保定点资质, 从而带动华东地区销售、利润快速增长。

—2017年05月10日

■ 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0.83、1.04元，以8月17日收盘价32.88元计算，动态PE分别为39.71倍和31.65倍。同类型可比上市公司17年市盈率中位值为33.63倍，公司市盈率高于行业平均水平。我们认为，公司贯彻“区域聚焦、稳健扩张”的发展战略，制定了门店扩张的三年规划，同时具有精细化管理、标准化运营等竞争优势，保障公司在维持门店较快速度扩张的同时新增门店不会降低公司整体的收入增速、毛利率水平，业绩弹性较大且成长性比较明确，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	300.32	376.74	464.40
年增长率	27.26%	34.14%	25.45%	23.27%
每股收益(元)	0.62	0.83	1.04	1.28
PER(X)	53.26	39.71	31.65	25.68

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)

资产负债表 (单位: 百万元)

指标	2016A	2017E	2018E	2019E
货币资金	347	419	535	784
存货	730	878	1,401	1,757
应收账款及票据	332	405	541	653
其他	1,717	1,943	1,868	1,827
流动资产合计	3,126	3,645	4,345	5,021
长期股权投资	0	0	0	0
固定资产	288	299	314	311
在建工程	15	15	15	15
无形资产	165	159	152	146
其他	628	575	545	543
非流动资产合计	1,096	1,047	1,027	1,015
资产总计	4,221	4,692	5,371	6,036
短期借款	0	0	0	0
应付账款及票据	1,060	1,251	1,582	1,832
其他	140	106	123	128
流动负债合计	1,200	1,357	1,705	1,960
长期借款和应付债券	0	0	0	0
其他	46	18	22	29
非流动负债合计	46	18	22	29
负债合计	1,246	1,375	1,727	1,989
少数股东权益	13	18	25	33
股东权益合计	2,975	3,318	3,644	4,048
负债和股东权益总计	4,221	4,692	5,371	6,036
现金流量表 (单位: 百万元)				
指标	2016A	2017E	2018E	2019E
净利润	228	300	377	464
折旧和摊销	87	44	51	57
营运资本变动	(1,324)	(265)	(202)	(164)
经营活动现金流	140	52	202	337
资本支出	(109)	(49)	(60)	(48)
投资收益	16	0	0	0
投资活动现金流	(1,541)	(49)	(60)	(48)
股权融资	43	0	0	0
负债变化	0	0	0	0
股息支出	(109)	(45)	(57)	(70)
融资活动现金流	1,344	69	(26)	(40)
净现金流	(57)	72	116	249

数据来源: WIND 上海证券研究所

利润表 (单位: 百万元)

指标	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入	3,734	4,780	6,135	7,743
营业成本	2,254	2,894	3,729	4,737
营业税金及附加	26	37	45	57
营业费用	1,016	1,271	1,613	2,013
管理费用	154	192	250	315
财务费用	(6)	(33)	(31)	(30)
资产减值损失	8	9	13	16
投资收益	16	0	0	0
公允价值变动损益	0	0	0	0
营业利润	297	410	515	634
营业外收支净额	9	0	0	0
利润总额	306	410	515	634
所得税	78	105	131	162
净利润	228	306	384	473
少数股东损益	4	5	7	8
归属母公司股东净利润	224	300	377	464

财务比率分析

指标	2016A	2017E	2018E	2019E
总收入增长率	31.21%	28.02%	28.35%	26.22%
EBITDA 增长率	32.84%	28.25%	26.92%	23.74%
EBIT 增长率	32.07%	29.85%	28.05%	25.03%
净利润增长率	27.26%	34.14%	25.45%	23.27%
毛利率	22.02%	28.27%	28.50%	29.06%
EBITDA/总收入	8.80%	8.82%	8.72%	8.55%
EBIT/总收入	7.79%	7.90%	7.88%	7.81%
净利润率	6.00%	6.28%	6.14%	6.00%
资产负债率	29.51%	29.30%	32.15%	32.94%
流动比率	2.60	2.69	2.55	2.56
速动比率	2.00	2.04	1.73	1.67
总资产回报率 (ROA)	5.40%	6.52%	7.14%	7.83%
净资产收益率 (ROE)	7.56%	9.10%	10.41%	11.57%
EV/营业收入	4.5	2.8	2.4	1.9
EV/EBITDA	31.4	27.2	21.3	16.9
PE	53.3	39.7	31.7	25.7
PB	4.0	3.6	3.3	3.0

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。