

## 保持稳健增长，门店布局速度加快

### 投资要点

- **事件:** 公司发布2017年三季度报, 前三季度实现营业收入53亿元(+15.7%)、归母净利润3.7亿元(+9.5%)。
- **收入增速远高于行业, 加大新开门店销售投入。** 公司作为零售药店龙头, 目前正在加速门店布局, 抢占市场份额, 前三季度实现营业收入53亿元(+15.7%), 增速远高于行业(行业增速约8-10%)。前三季度净利率为6.91%, 相对2017上半年略有下滑, 主要原因在于新开门店速度加快, 销售费用投入增加, 销售费用率相对2017年上半年增加0.52个百分点。
- **零售行业处于“处方外流+行业整合”的黄金时代。** 1) 随着全国医改的推开, 处方外流亦将获得来自医院的推动力。从中康CMH的统计数据来看, 在一系列医改政策的影响下, 零售药店处方药的增速显著高于OTC产品, 2016年增速达到10.5%, 远高于OTC产品的6.1%。我们认为处方药已经成为药品零售市场的重要增量。2) 随着两票制和税收规范, 药店行业龙头公司迎来整合机遇。国内零售行业格局极为分散, 前十大企业合计市占率不超过20%。两票制后单体药店将对接规范性的大流通商, 即要承担由行业规范带来的税收成本, 一般单体药店的净利率为0-2%, 若单体药店此前运营中存在税务不规范, 则两票制后的税收规范成本带来的压力堪忧。我们认为随着两票制等促进行业整合的政策陆续落地, 行业集中度将得以提升, 龙头公司收入规模将进一步扩大。公司迎来发展机遇。
- **公司上市后扩张动力强, 广东省内外齐加快布局。** 公司上市以来, 借助资本市场的助力, 在深入开发和巩固华南市场的基础上, 不断向周边省市辐射, 实现跨区域发展。根据募投方案, 公司三年的开店计划分别为360家、432家和519家。截至2017年6月30日, 公司已建立了覆盖广东、广西、河南、福建、江西、浙江等多个省份、共计2625家直营连锁门店的营销网络。2017年上半年新增门店232家, 新开店速度加快。公司省外扩张整合能力强, 2016年广西和河南两省实现净利润预计合计已超过2000万元。
- **盈利预测与投资建议。** 预计2017-2019年EPS分别为1.22元、1.44元、1.70元, 对应PE分别为36倍、30倍、26倍, 估值合理, 首次覆盖给予“增持”评级。
- **风险提示:** 省外扩张进度不及预期风险、行业增速下滑风险。

指标/年度	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	6273.72	7323.53	8584.41	10098.60
增长率	19.15%	16.73%	17.22%	17.64%
归属母公司净利润(百万元)	430.19	486.42	575.41	680.25
增长率	8.79%	13.07%	18.30%	18.22%
每股收益EPS(元)	1.08	1.22	1.44	1.70
净资产收益率ROE	31.94%	18.23%	18.76%	19.24%
PE	41	36	30	26
PB	13.00	6.56	5.71	4.95

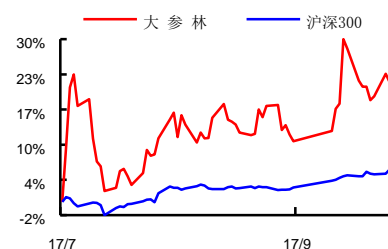
数据来源: Wind, 西南证券

### 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

分析师: 张肖星  
执业证号: S1250517080003  
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)	4.00
流通A股(亿股)	0.40
52周内股价区间(元)	35.6-46.21
总市值(亿元)	174.40
总资产(亿元)	52.95
每股净资产(元)	6.60

### 相关研究

**关键假设：**

假设 1：公司每年新增门店增速为 15%，新店营业后主要贡献药品增量，新店 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。非药品业务增速与行业一致；

假设 2：随着规模效应体现，各业务的毛利率均呈提升趋势；

假设 3：受新店开业影响，销售费用率呈提升趋势。

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	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
<b>合计</b>					
营业收入	5265	6274	7324	8584	10099
yoy	15.9%	19.1%	16.7%	17.2%	17.6%
营业成本	3105	3751	4384	5142	6051
毛利率	41.0%	40.2%	40.1%	40.1%	40.1%
<b>中西成药</b>					
收入	3072	3866	4716	5754	7019
yoy	24.1%	25.8%	22.0%	22.0%	22.0%
成本	1972	2493	3018	3654	4422
毛利率	35.8%	35.5%	36.0%	36.5%	37.0%
<b>参茸</b>					
收入	822	880	942	1008	1078
yoy	6.9%	7.1%	7.0%	7.0%	7.0%
成本	488	524	558	594	634
毛利率	40.7%	40.4%	40.7%	41.0%	41.2%
<b>保健品</b>					
收入	523	549	576	605	635
yoy	9.9%	4.9%	5.0%	5.0%	5.0%
成本	155	171	176	181	189
毛利率	70.4%	68.9%	69.5%	70.0%	70.2%
<b>医疗器械</b>					
收入	243	275	311	351	397
yoy	13.2%	13.2%	13.0%	13.0%	13.0%
成本	84	95	106	119	134
毛利率	65.5%	65.6%	65.8%	66.0%	66.2%
<b>中药饮片</b>					
收入	121	155	186	227	277
yoy	3.9%	28.0%	20.0%	22.0%	22.0%
成本	88	114	137	166	202

百万元	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
毛利率	27.0%	26.3%	26.5%	27.0%	27.2%
<b>其它商品</b>					
收入	372	430	473	520	572
yoy		15.6%	10.0%	10.0%	10.0%
成本	317	353	388	427	470
毛利率	14.7%	17.8%	17.8%	17.8%	17.8%
<b>其它</b>					
收入	113	119	120	120	120
成本	1	0	0	0	0

数据来源：公司公告，西南证券

2018 年零售药店上市公司平均估值为 27 倍，公司估值为 30 倍，估值合理，首次覆盖给予“增持”评级。

**表 2：可比公司估值表**

		2016A	2017E	2018E	2019E	2016A	2017E	2018E	2019E
行业平均						46	36	27	21
603883	老百姓	1.11	1.46	1.92	2.50	48	37	28	21
002727	一心堂	0.68	0.79	0.98	1.21	27	23	19	15
603939	益丰药房	0.62	0.83	1.08	1.41	63	47	36	28

数据来源：wind，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	6273.72	7323.53	8584.41	10098.60	净利润	428.61	484.64	573.30	677.76
营业成本	3750.58	4383.85	5141.84	6051.14	折旧与摊销	116.28	98.37	134.95	167.87
营业税金及附加	46.22	55.51	64.61	75.92	财务费用	27.79	22.62	9.38	10.91
销售费用	1565.76	1860.18	2189.03	2575.14	资产减值损失	8.70	10.00	10.00	10.00
管理费用	296.13	345.67	405.18	469.58	经营营运资本变动	-62.84	-7.39	15.34	18.37
财务费用	27.79	22.62	9.38	10.91	其他	-22.94	-10.52	-9.88	-9.97
资产减值损失	8.70	10.00	10.00	10.00	<b>经营活动现金流净额</b>	<b>495.60</b>	<b>597.73</b>	<b>733.09</b>	<b>874.95</b>
投资收益	0.00	0.00	0.00	0.00	资本支出	-185.21	-330.00	-330.00	-330.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	其他	-240.20	2.41	0.00	0.00
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>	<b>-425.41</b>	<b>-327.59</b>	<b>-330.00</b>	<b>-330.00</b>
<b>营业利润</b>	<b>578.55</b>	<b>645.70</b>	<b>764.37</b>	<b>905.90</b>	短期借款	171.88	-351.58	0.00	0.00
其他非经营损益	-1.08	3.62	2.51	2.28	长期借款	-51.84	0.00	0.00	0.00
<b>利润总额</b>	<b>577.47</b>	<b>649.32</b>	<b>766.88</b>	<b>908.18</b>	股权融资	10.02	989.05	0.00	0.00
所得税	148.86	164.68	193.57	230.42	支付股利	-144.00	-156.66	-177.13	-209.54
净利润	428.61	484.64	573.30	677.76	其他	25.66	-51.42	-9.38	-10.91
少数股东损益	-1.58	-1.78	-2.11	-2.49	<b>筹资活动现金流净额</b>	<b>11.72</b>	<b>429.39</b>	<b>-186.51</b>	<b>-220.45</b>
归属母公司股东净利润	430.19	486.42	575.41	680.25	<b>现金流量净额</b>	<b>81.91</b>	<b>699.54</b>	<b>216.58</b>	<b>324.50</b>
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	668.45	1367.99	1584.57	1909.07	<b>成长能力</b>				
应收和预付款项	357.21	384.51	451.55	538.21	销售收入增长率	19.15%	16.73%	17.22%	17.64%
存货	1304.76	1526.00	1790.07	2106.97	营业利润增长率	5.60%	11.61%	18.38%	18.52%
其他流动资产	73.95	83.51	97.89	115.15	净利润增长率	1.50%	13.07%	18.30%	18.22%
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA 增长率	8.19%	6.10%	18.52%	19.37%
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	625.16	884.12	1106.50	1295.97	毛利率	40.22%	40.14%	40.10%	40.08%
无形资产和开发支出	192.90	191.29	189.67	188.05	三费率	30.12%	30.43%	30.33%	30.26%
其他非流动资产	357.71	331.98	306.26	280.54	净利率	6.83%	6.62%	6.68%	6.71%
<b>资产总计</b>	<b>3580.13</b>	<b>4769.39</b>	<b>5526.52</b>	<b>6433.97</b>	ROE	31.94%	18.23%	18.76%	19.24%
短期借款	351.58	0.00	0.00	0.00	ROA	11.97%	10.16%	10.37%	10.53%
应付和预收款项	1732.26	1971.15	2315.68	2735.20	ROIC	31.44%	27.83%	26.99%	27.71%
长期借款	28.80	28.80	28.80	28.80	EBITDA/销售收入	11.52%	10.47%	10.59%	10.74%
其他负债	125.41	110.33	126.75	146.46	<b>营运能力</b>				
<b>负债合计</b>	<b>2238.04</b>	<b>2110.28</b>	<b>2471.23</b>	<b>2910.46</b>	总资产周转率	2.01	1.75	1.67	1.69
股本	360.00	400.01	400.01	400.01	固定资产周转率	18.52	13.38	10.18	9.48
资本公积	46.92	995.96	995.96	995.96	应收账款周转率	39.49	35.97	38.82	37.98
留存收益	910.47	1240.24	1638.51	2109.23	存货周转率	3.23	3.09	3.10	3.10
归属母公司股东权益	1317.40	2636.21	3034.48	3505.20	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	115.09%	—	—	—
少数股东权益	24.69	22.91	20.80	18.31	<b>资本结构</b>				
<b>股东权益合计</b>	<b>1342.08</b>	<b>2659.11</b>	<b>3055.28</b>	<b>3523.51</b>	资产负债率	62.51%	44.25%	44.72%	45.24%
负债和股东权益合计	3580.13	4769.39	5526.52	6433.97	带息债务/总负债	17.00%	1.36%	1.17%	0.99%
					流动比率	1.10	1.63	1.62	1.63
					速动比率	0.50	0.89	0.88	0.89
					股利支付率	33.47%	32.21%	30.78%	30.80%
业绩和估值指标					每股指标				
	2016A	2017E	2018E	2019E					
EBITDA	722.62	766.69	908.70	1084.68	每股收益	1.08	1.22	1.44	1.70
PE	40.54	35.85	30.31	25.64	每股净资产	3.36	6.65	7.64	8.81
PB	13.00	6.56	5.71	4.95	每股经营现金	1.24	0.00	0.00	0.00
PS	2.78	2.38	2.03	1.73	每股股利	0.36	0.39	0.44	0.52
EV/EBITDA	21.22	20.87	17.37	14.25					
股息率	0.83%	0.90%	1.02%	1.20%					

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 20 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
	黄丽娟	机构销售	021-68411030	15900516330	hlj@swsc.com.cn
	邵亚杰	机构销售	02168416206	15067116612	syj@swsc.com.cn
	张方毅	机构销售	021-68413959	15821376156	zfyi@swsc.com.cn
	郎珈艺	机构销售	021-68416921	18801762801	langjiayi@swsc.com.cn
	欧阳倩威	机构销售	021-68416206	15601822016	oyqw@swsc.com.cn
	程建雄	机构销售	021-68415020	13638326111	cjx@swsc.com.cn
北京	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	王雨珩	机构销售	010-88091748	18811181031	wyheng@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
	王湘杰	机构销售	0755-26671517	13480920685	wxj@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
	刘予鑫(广州)	机构销售	0755-26833581	13720220576	lyxin@swsc.com.cn