

证券研究报告—动态报告

医药保健

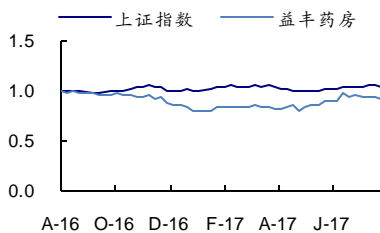
制药与生物

益丰药房(603939)
买入

2017年三季度点评

(维持评级)

2017年10月27日

一年该股与上证综指走势比较

股票数据

总股本/流通(百万股)	363/199
总市值/流通(百万元)	11,925/6,533
上证综指/深圳成指	3,268/10,654
12个月最高/最低(元)	35.31/26.07

相关研究报告:

《益丰药房-603939-季报解读电话会议纪要: 稳健成长同时内部效率持续改善》——2017-05-04
 《益丰药房-603939-2016 年年报点评: 门店高速增长, 新一轮成长期开始》——2017-04-25
 《益丰药房-603939-重大事件快评: 医保资质放开逐渐落地, 利好龙头企业竞争力》——2017-02-13
 《益丰药房-603939-管理优异, 持续高增长零售龙头》——2017-02-08

证券分析师: 江维娜

电话: 021-60933157
 E-MAIL: jiangw n@guosen.com.cn
 证券投资咨询执业资格证书编号: S0980515060001

联系人: 谢长雁

电话: 0755-82133263
 E-MAIL: xiecy@guosen.com.cn

联系人: 朱寒青

电话: 0755-81981837
 E-MAIL: zhuhangqing@guosen.com.cn

独立性声明:

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道, 分析逻辑基于本人的职业理解, 通过合理判断得出结论, 力求客观、公正, 结论不受任何第三方的授意、影响, 特此声明。

财报点评

业绩高速增长, 符合预期

● 2017 年前三季度业绩符合预期, 维持高速增长

2017 年 Q1-Q3, 公司实现营业收入 34.19 亿 (+27.93%); 归母净利润 2.20 亿 (+38.16%); 扣非净利润为 2.17 亿 (38.45%)。业绩符合预期。

● 持续推进门店扩张, 新建与并购并举

公司区域聚焦中南和华东区域, 竞争优势明显。截止 2017 年前三季度, 在湖南、湖北、上海、江苏、江西、浙江、广东七省市拥有连锁药店 1890 家, 本季度较 2016 年末净增门店 107 家 (包括新开 81 家, 收购 18 家, 加盟店 20 家, 关闭 12 家)。同时稳步推进门店并购, 三季度实施两起新的并购, 分别是荆州普康大药房 (42 家门店) 和上海布衣大药房 (1 家门店)。公司继续加强对药店密度较低的湖北地区的覆盖。

● 精益化管理优势维持

公司精益化管理优势维持, 滚动全年毛利率比上期提升 0.25pp 至 40.15%、净利率微升 0.1pp 至 6.35%, 仍处于药店同业公司中领先地位。

● 风险提示

新开门店速度不达预期, 并购整合不达预期。

● 投资建议: 稳健高增长, 继续维持“买入”评级

作为医药商业零售龙头, 公司在多项业内排名中维持前列, 3 年 1000 家门店计划顺利推进, 考虑医保扩容和精益化管理改善内生净利, 我们预测公司 2017-2019 年归母净利润 3.08/4.14/5.46 亿, 对应 EPS 为 0.85/1.02/1.35 元, 当前股价对应 PE 为 39/32/24X, 继续维持“买入”评级。

盈利预测和财务指标

	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	2,846	3,734	4,738	6,296	8,244
(+/-%)	27.6%	31.2%	26.9%	32.9%	30.9%
净利润(百万元)	176	224	308	414	546
(+/-%)	25.2%	27.3%	37.6%	34.4%	32.0%
摊薄每股收益(元)	0.49	0.62	0.85	1.02	1.35
EBIT Margin	8.0%	8.0%	8.3%	8.3%	8.5%
净资产收益率(ROE)	12.5%	7.6%	6.8%	8.6%	10.5%
市盈率(PE)	67.8	53.3	38.7	32.1	24.4
EV/EBITDA	44.1	34.0	31.5	26.9	20.8
市净率(PB)	8.4	4.0	2.64	2.77	2.57

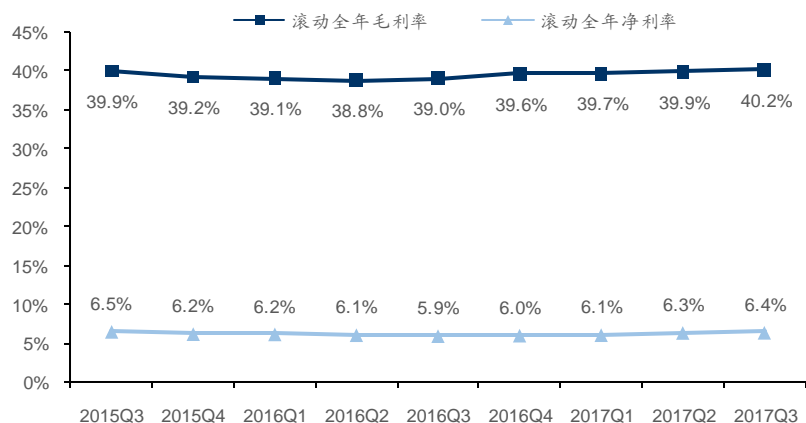
资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

注: 摊薄每股收益按最新总股本计算

表 1: 益丰药房门店数变化情况

益丰药房	2012	2013	2014	2015	2016	2017Q3
净增门店总数	136	61	150	255	470	355
—新建	138	67	156	199	287	242
—并购	0	3	0	63	193	99
—加盟店	0	0	0	0	23	47
—关闭	2	9	6	7	33	33
期末门店总数	599	660	810	1065	1535	1890

资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

图 1: 益丰药房全年滚动毛利率持续提高


资料来源: wind, 国信证券经济研究所整理

表 2: 2017 年前三季度益丰药房并购和投资情况

序号	并购日期	交割日期	标的	价格(万元)
1	2016年11月	2017年4月	江苏南通中至臣大药房连锁有限公司所属的17家门店及文峰街道五一社区卫生服务站等3家诊所(含存货)	2123
2	2017年1月	2017年3月	湖南娄底双峰县永霖堂大药房、新家家康大药房、家家旺大药房等3家门店(含存货)	582
3	2017年1月	2017年5月	湖北利川市同安大药房连锁有限公司所属的31家门店(含存货)	2260
4	2017年4月	2017年5月	宁乡县福九芝大药房13家门店、宁乡县刘平良大药房2家门店(含存货)	2979
5	2017年4月	2017年6月	孝感天盛大药房连锁有限公司所属的12家门店(含存货)	1520
6	2017年5月	证照办理中	广州康信大药房连锁有限公司所属的34家零售药店, 购买重组后目标公司100%股权	6600 + 实际净资产 - 转入新公司固定资产的评估价值
7	2017年6月	2017年8月	宿迁市大盛医药连锁有限公司所属的19家门店	1350
8	2017年7月	已完成	股权投资石家庄新兴药房连锁股份有限公司680万股, 占该公司注册资本的4.98%	6120
9	2017年7月		荆州普康大药房连锁有限公司所属的42家零售药店的相关资产和业务	80%
10	2017年8月		上海布衣大药房有限公司100%股权(1家大型零售药店)	100%

资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

盈利预测
表 2: 益丰药房盈利预测模型 (单位: 百万)

	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E	备注
营业收入	2,230	2,846	3,734	4,739	6,296	8,244	1) 2016 年营收增速快于净利润增速主要因为新开门店较多, 假设新门店需要 1 年培育期后才能盈利 2) 假设净利率后期有所提升主要原因是老店占比提高。
yoy	23.6%	27.6%	31.2%	26.9%	32.9%	30.9%	
净利润	142	178	228	314	421	556	
yoy	41.9%	25.2%	27.9%	37.6%	34.4%	32.0%	1) 假设门店分为 4 类: 当年新开门店略微亏损、老店稳定成长、刚转为老店的门店为前一年的新门店, 仍有 30% 的营收增长, 但是仅略微盈利; 2) 假设 1000 家新开门店自 2017 年开始实施。
净利率	6.4%	6.3%	6.1%	6.6%	6.7%	6.7%	
新开门店	156	199	310	330	360	370	
老店	599	666	822	1021	1331	1661	1) 17 年并表收入考虑到了 16 年并购企业合并报表期不是全年, 将这部分营收纳入 2) 假设 17 年、18 年分别借贷 2 亿、3 亿进行并购。按照现有 41 亿总资产, 29 亿净资产计算, 达到一心堂、老百姓的 58% 资产负债率水平, 尚可借贷 22 亿。如果并购金额更多, 则营收与利润弹性将更大。
转为老店	67	156	199	310	330	360	
总门店数量	810	1065	1535	1865	2225	2595	
并表营收		80.8	594.1	114.6	619.3	773.3	
并表利润		4.5	24.3	8.2	42.2	23.5	
老店营收	1,833	2,132	2,648	3,670.0	4,650.3	6,379.7	
老店利润	138	160	193	275.3	367.4	510.4	
新开门店营收	238	324	454	429.4	468.5	481.5	
新开门店利润	-2	-5	-7	-8.6	-2.3	-2.4	
转为老店营收	160	309	421	524.4	558.3	609.0	
转为老店利润	7	14	21	31.5	35.2	42.0	

资料来源: WIND、国信证券经济研究所预测

附表：财务预测与估值

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2016	2017E	2018E	2019E		2016	2017E	2018E	2019E
现金及现金等价物	347	2341	1881	1581	营业收入	3734	4738	6296	8244
应收款项	332	422	560	734	营业成本	2254	2854	3793	4963
存货净额	730	926	1230	1610	营业税金及附加	26	33	44	57
其他流动资产	1717	1422	1889	2473	销售费用	1016	1260	1678	2185
流动资产合计	3126	5110	5560	6398	管理费用	154	196	262	337
固定资产	303	507	698	820	财务费用	(6)	(28)	(47)	(44)
无形资产及其他	150	145	140	135	投资收益	16	3	3	3
投资性房地产	643	643	643	643	资产减值及公允价值变动	(8)	(8)	(8)	(8)
长期股权投资	0	0	0	0	其他收入	0	0	0	0
资产总计	4221	6405	7040	7995	营业利润	297	418	562	742
短期借款及交易性金融负债	0	500	300	200	营业外净收支	9	0	0	0
应付款项	991	1256	1668	2184	利润总额	306	418	562	742
其他流动负债	209	264	351	458	所得税费用	78	105	140	185
流动负债合计	1200	2020	2320	2842	少数股东损益	4	6	7	10
长期借款及应付债券	0	(230)	(230)	(230)	归属于母公司净利润	224	308	414	546
其他长期负债	46	88	130	173					
长期负债合计	46	(142)	(100)	(57)	现金流量表 (百万元)				
负债合计	1246	1879	2220	2785	净利润	224	308	414	546
少数股东权益	13	16	20	27	资产减值准备	1	5	4	4
股东权益	2963	4511	4801	5183	折旧摊销	38	43	58	72
负债和股东权益总计	4221	6405	7040	7995	公允价值变动损失	8	8	8	8
					财务费用	(6)	(28)	(47)	(44)
关键财务与估值指标					营运资本变动	(1634)	378	(364)	(469)
每股收益	0.62	0.85	1.02	1.35	其它	3	(2)	(0)	3
每股红利	0.00	0.25	0.31	0.41	经营活动现金流	(1360)	740	120	165
每股净资产	8.17	12.44	11.86	12.81	资本开支	(64)	(256)	(256)	(201)
ROIC	10%	10%	12%	15%	其它投资现金流	0	0	0	0
ROE	8%	7%	9%	11%	投资活动现金流	(64)	(256)	(256)	(201)
毛利率	40%	40%	40%	40%	权益性融资	1330	1333	0	0
EBIT Margin	8%	8%	8%	9%	负债净变化	0	(230)	0	0
EBITDA Margin	9%	9%	9%	9%	支付股利、利息	0	(92)	(124)	(164)
收入增长	31%	27%	33%	31%	其它融资现金流	(119)	500	(200)	(100)
净利润增长率	27%	38%	34%	32%	融资活动现金流	1211	1510	(324)	(264)
资产负债率	30%	30%	32%	35%	现金净变动	(213)	1994	(460)	(300)
息率	0.0%	0.8%	1.0%	1.4%	货币资金的期初余额	560	347	2341	1881
P/E	62.9	38.7	32.1	24.4	货币资金的期末余额	347	2341	1881	1581
P/B	4.8	2.6	2.8	2.6	企业自由现金流	(1449)	461	(172)	(71)
EV/EBITDA	47.7	31.5	26.9	20.8	权益自由现金流	(1568)	752	(337)	(137)

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

国信证券投资评级

类别	级别	定义
股票 投资评级	买入	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	预计 6 个月内，股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	卖出	预计 6 个月内，股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	超配	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	预计 6 个月内，行业指数表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	低配	预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 10%以上

分析师承诺

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

风险提示

本报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有，仅供我公司客户使用。未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司或关联机构可能会持有本报告中所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业务服务。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。

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。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。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，我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。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。

证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券机构销售团队

华北区 (机构销售一部)	华东区 (机构销售二部)	华南区 (机构销售三部)	海外销售交易部
李文英 13910793700 liwying@guosen.com.cn	汤静文 18602117915 tangjwen@guosen.com.cn	邵燕芳 13480668226 shaoyf@guosen.com.cn	赵冰童 13693633573 zhaobt@guosen.com.cn
许婧 18600319171 xujing1@guosen.com.cn	张欣慰 18701930016 zhangxinw@guosen.com.cn	颜小燕 13590436977 yanxy@guosen.com.cn	梁佳 13602596740 liangjia@guosen.com.cn
王玮 15901057831 wangwei3@guosen.com.cn	梁轶聪 18601679992 liangyc@guosen.com.cn	刘紫微 13828854899 liuziw@guosen.com.cn	吴翰文 13681572396 wuhw@guosen.com.cn
王艺汀 18311410580 wangyt@guosen.com.cn	吴国 15800476582 wuguo@guosen.com.cn	赵晓曦 15999667170 zhaoxi@guosen.com.cn	陈俊儒 13760329487 chenjunru@guosen.com.cn
陈雪庆 18911132721 chenxueq@guosen.com.cn	金锐 13764958911 jinrui@guosen.com.cn	简洁 15823925035 jianjie1@guosen.com.cn	邓怡秋 15986625526 dengyiq@guosen.com.cn
杨云崧 18610043360 yangys@guosen.com.cn	倪婧 18616741177 nijing@guosen.com.cn	牛恒 17888837219 niuheng@guosen.com.cn	
赵海英 13810917275 zhaohy@guosen.com.cn	林若 15618987024 linruo@guosen.com.cn	王灿 13247504850 wangcan@guosen.com.cn	
詹云 15281619128 zhanyun@guosen.com.cn	张南威 13918188254 zhangnw@guosen.com.cn	欧子炜 18682182659 ouzww@guosen.com.cn	
边祎维 13521850202 bianyw@guosen.com.cn	周鑫 18621315175 zhouxin@guosen.com.cn		
	丛明浩 13162040999 congminghao@guosen.com.cn		
	李杨 17301786715 liyong10@guosen.com.cn		