

2017年10月27日

益丰药房 (603939.SH)

收入和净利润持续高增长，前三季度业绩超预期

■事件：公司公告前三季度报告，2017年前三季度实现营业收入34.19亿元，同比增长27.93%；实现归属上市公司股东净利润2.20亿元，同比增长38.16%；实现归属上市公司股东扣非净利润2.17亿元，同比增长38.45%。经营活动产生的现金流净额2.45亿元，同比增长35.98%，实现EPS 0.61元。

从单季度来看，2017Q3公司实现营业收入11.8亿元，同比增长29.74%；归属上市公司股东净利润6538.72万元，同比增长38.34%；实现扣非归属母公司净利润6615.28万元，同比增长40.41%，业绩超预期。

■收入利润持续高增长，前三季度业绩超预期：公司前三季度收入、归属上市公司股东净利润、扣非净利润分别增长27.93%、38.16%、38.45%。收入端预计老店、次新店贡献10pp，新店贡献3pp，并购店贡献14pp。利润端增速高于收入端，南京医保门店的放开客单价提升及产品结构优化带来毛利提升，前三季度综合毛利率40.25%，较去年同期增长了0.72个百分点。从单季度看，Q3延续了Q2的高增长，扣非归母净利润保持了40%以上的增速。

■稳步推进内生+外延策略，新建收购药店持续推进：公司持续新建、收购零售药房，2017Q3单季度公司净增门店107家，其中新开81家，收购18家，加盟店20家；前三季度累计净增门店355家，其中新开242家，收购99家，加盟47家，关闭33家，截止Q3，公司拥有门店1890家。公司在华东华中通过收购及新建药店稳步扩张，同时对门店运营进行精细化管理，优化结构，提高毛利。

■费用端略有增长，净利润率有所提升：从费用端来看，2017年公司前三季度销售费用率27.35%，较去年同期增长了0.19个百分点；管理费用率4.07%，较去年提升0.07个百分点；财务费用率-0.07%；期间三项费用合计31.35%，较去年提升0.56个百分点。公司2017年前三季度净利润率6.44%，较去年同期增长0.48个百分点。

■投资建议：我们预计公司2017年-2019年的收入增速分别为27.99%、28.34%、28.54%，净利润增速分别为39.29%、26.92%、27.78%，EPS分别为0.86、1.09、1.40元，对应PE分别为45、36、28倍，成长性突出；维持买入-A的投资评级，6个月目标价为49.05元，相当于2018年45倍的动态市盈率。

公司快报

证券研究报告

医药流通

投资评级 **买入-A**
维持评级

6个月目标价：**49.05元**
股价(2017-10-26) **38.82元**

交易数据

总市值(百万元)	14,079.81
流通市值(百万元)	7,713.64
总股本(百万股)	362.69
流通股本(百万股)	198.70
12个月价格区间	26.76/39.17元

股价表现



资料来源：Wind 资讯

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	8.78	15.82	7.84
绝对收益	10.69	20.75	17.19

崔文亮

分析师

SAC 执业证书编号：S1450517040006

cuiwl@essence.com.cn

010-83321412

梁静静

报告联系人

liangjj@essence.com.cn

相关报告

益丰药房：益丰药房公司快报/崔文亮	2017-08-18
益丰药房：门店快速扩增，药店龙头腾飞在即/张龙	2017-04-06

■风险提示：外延并购整合不及预期

(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
主营业务收入	2,845.5	3,733.6	4,778.7	6,132.9	7,883.3
净利润	175.9	223.9	311.8	395.5	506.2
每股收益(元)	0.49	0.62	0.86	1.09	1.40
每股净资产(元)	3.89	8.17	8.76	9.39	10.22
盈利和估值	2015	2016	2017E	2018E	2019E
市盈率(倍)	80.0	62.9	45.1	35.6	27.8
市净率(倍)	10.0	4.8	4.4	4.1	3.8
净利润率	6.2%	6.0%	6.5%	6.4%	6.4%
净资产收益率	12.5%	7.6%	9.8%	11.6%	13.7%
股息收益率	0.6%	0.8%	0.7%	1.2%	1.5%
ROIC	69.2%	28.1%	12.3%	30.6%	29.1%

数据来源：Wind 资讯，安信证券研究中心预测

财务报表预测和估值数据汇总

利润表						财务指标					
(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E	(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入	2,845.5	3,733.6	4,778.7	6,132.9	7,883.3	成长性					
减:营业成本	1,729.2	2,254.5	2,855.2	3,662.6	4,715.8	营业收入增长率	27.6%	31.2%	28.0%	28.3%	28.5%
营业税费	21.8	26.0	36.6	45.5	45.7	营业利润增长率	26.0%	27.4%	41.4%	26.8%	28.4%
销售费用	758.5	1,016.0	1,270.3	1,644.7	2,118.3	净利润增长率	25.2%	27.3%	39.3%	26.8%	28.0%
管理费用	116.6	153.8	195.0	249.0	322.1	EBITDA 增长率	19.9%	32.8%	39.1%	24.6%	26.5%
财务费用	-12.6	-5.8	-	-	-	EBIT 增长率	19.3%	32.1%	44.2%	26.8%	28.4%
资产减值损失	6.8	8.1	8.0	6.0	6.0	NOPLAT 增长率	19.2%	32.3%	44.1%	26.9%	28.4%
加:公允价值变动收益	-	-	-	-	-	投资资本增长率	225.2%	228.4%	-48.7%	34.7%	-9.2%
投资和汇兑收益	7.6	15.7	6.0	7.0	8.0	净资产增长率	138.2%	109.6%	7.4%	7.4%	9.0%
营业利润	232.9	296.6	419.5	532.2	683.3	利润率					
加:营业外净收支	6.7	9.2	5.5	7.2	7.3	毛利率	39.2%	39.6%	40.3%	40.3%	40.2%
利润总额	239.6	305.8	425.0	539.3	690.6	营业利润率	8.2%	7.9%	8.8%	8.7%	8.7%
减:所得税	61.4	77.9	108.6	137.8	176.3	净利润率	6.2%	6.0%	6.5%	6.4%	6.4%
净利润	175.9	223.9	311.8	395.5	506.2	EBITDA/营业收入	8.7%	8.8%	9.6%	9.3%	9.1%
						EBIT/营业收入	7.7%	7.8%	8.8%	8.7%	8.7%
资产负债表						运营效率					
	2015	2016	2017E	2018E	2019E	固定资产周转天数	26	26	20	14	10
货币资金	559.6	346.6	1,851.9	1,667.8	2,139.6	流动营业资本周转天数	8	84	73	35	36
交易性金融资产	-	-	-	-	-	流动资产周转天数	167	235	255	238	221
应收账款	241.1	330.9	320.5	552.2	582.5	应收账款周转天数	25	28	25	26	26
应收票据	1.0	1.4	3.3	1.7	4.7	存货周转天数	52	59	52	54	55
预付账款	88.5	98.0	129.0	170.4	213.2	总资产周转天数	233	321	334	295	263
存货	489.8	730.1	653.7	1,175.7	1,221.8	投资资本周转天数	64	159	144	89	76
其他流动资产	361.9	1,618.7	683.7	888.1	1,063.5	投资回报率					
可供出售金融资产	0.5	0.5	0.8	0.6	0.6	ROE	12.5%	7.6%	9.8%	11.6%	13.7%
持有至到期投资	-	-	-	-	-	ROA	7.3%	5.4%	6.8%	7.4%	8.4%
长期股权投资	-	-	-	-	-	ROIC	69.2%	28.1%	12.3%	30.6%	29.1%
投资性房地产	-	-	-	-	-	费用率					
固定资产	253.8	287.9	256.4	224.9	193.4	销售费用率	26.7%	27.2%	26.6%	26.8%	26.9%
在建工程	11.6	14.9	14.9	14.9	14.9	管理费用率	4.1%	4.1%	4.1%	4.1%	4.1%
无形资产	55.8	164.9	158.7	152.5	146.2	财务费用率	-0.4%	-0.2%	0.0%	0.0%	0.0%
其他非流动资产	373.2	627.4	573.9	544.5	542.2	三费/营业收入	30.3%	31.2%	30.7%	30.9%	31.0%
资产总额	2,436.7	4,221.2	4,646.7	5,393.0	6,122.5	偿债能力					
短期债务	-	-	-	-	-	资产负债率	41.7%	29.5%	31.3%	36.4%	38.9%
应付账款	313.0	315.2	389.7	574.7	665.3	负债权益比	71.7%	41.9%	45.5%	57.2%	63.8%
应付票据	605.1	745.0	944.5	1,243.3	1,567.2	流动比率	1.72	2.60	2.54	2.30	2.22
其他流动负债	95.6	139.8	100.4	122.6	122.5	速动比率	1.24	2.00	2.08	1.69	1.70
长期借款	-	-	-	-	-	利息保障倍数	-17.45	-50.55			
其他非流动负债	3.6	45.9	17.9	22.4	28.7	分红指标					
负债总额	1,017.3	1,245.9	1,452.5	1,963.1	2,383.8	DPS(元)	0.22	0.30	0.27	0.46	0.57
少数股东权益	7.7	12.8	17.2	23.1	31.1	分红比率	45.5%	48.6%	31.4%	41.8%	40.6%
股本	320.0	362.7	362.7	362.7	362.7	股息收益率	0.6%	0.8%	0.7%	1.2%	1.5%
留存收益	1,091.7	2,599.8	2,814.2	3,044.1	3,344.9						
股东权益	1,419.4	2,975.3	3,194.1	3,430.0	3,738.7						
						业绩和估值指标					
现金流量表							2015	2016	2017E	2018E	2019E
净利润	178.2	227.9	311.8	395.5	506.2	EPS(元)	0.49	0.62	0.86	1.09	1.40
加:折旧和摊销	66.4	86.9	37.7	37.7	37.7	BVPS(元)	3.89	8.17	8.76	9.39	10.22
资产减值准备	6.8	8.1	-	-	-	PE(X)	80.0	62.9	45.1	35.6	27.8
公允价值变动损失	-	-	-	-	-	PB(X)	10.0	4.8	4.4	4.1	3.8
财务费用	-11.9	-10.5	-	-	-	P/FCF	-39.4	-9.2	9.1	-260.1	21.1
投资损失	-7.6	-15.7	-6.0	-7.0	-8.0	P/S	4.9	3.8	2.9	2.3	1.8
少数股东损益	2.3	4.0	4.6	6.0	8.1	EV/EBITDA	52.0	31.4	26.7	21.8	16.6
营运资金的变动	-341.5	-1,323.6	1,249.1	-457.9	125.4	CAGR(%)	31.1%	31.2%	30.5%	31.1%	31.2%
经营活动产生现金流量	181.5	139.9	1,597.3	-25.6	669.4	PEG	2.6	2.0	1.5	1.1	0.9
投资活动产生现金流量	-696.5	-1,540.7	5.7	7.2	8.0	ROIC/WACC					
融资活动产生现金流量	550.0	1,344.2	-97.7	-165.7	-205.6	REP					

资料来源: Wind 资讯, 安信证券研究中心预测

■ 公司评级体系

收益评级：

- 买入 — 未来 6-12 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上；
- 增持 — 未来 6-12 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%；
- 中性 — 未来 6-12 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%；
- 减持 — 未来 6-12 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%；
- 卖出 — 未来 6-12 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上；

风险评级：

- A — 正常风险，未来 6-12 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动；
- B — 较高风险，未来 6-12 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动；

■ 分析师声明

崔文亮声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

■ 本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以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，并向本公司的客户发布。

■ 免责声明

本报告仅供安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本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。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息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。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，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦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。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“安信证券股份有限公司研究中心”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

安信证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

■ 销售联系人

上海联系人	葛娇妤	021-35082701	gejy@essence.com.cn	
	朱贤	021-35082852	zhuxian@essence.com.cn	
	许敏	021-35082953	xumin@essence.com.cn	
	章政	021-35082861	zhangzheng@essence.com.cn	
	孟硕丰	021-35082788	mengsf@essence.com.cn	
	李栋	021-35082821	lidong1@essence.com.cn	
	侯海霞	021-35082870	houhx@essence.com.cn	
	潘艳	021-35082957	panyan@essence.com.cn	
	刘恭懿	021-35082961	liugy@essence.com.cn	
	孟昊琳	0755-82558045	menghl@essence.com.cn	
	北京联系人	王秋实	010-83321351	wangqs@essence.com.cn
		田星汉	010-83321362	tianxh@essence.com.cn
		李倩	010-83321355	liqian1@essence.com.cn
周蓉		010-83321367	zhourong@essence.com.cn	
温鹏		010-83321350	wenpeng@essence.com.cn	
深圳联系人	张莹	010-83321366	zhangying1@essence.com.cn	
	胡珍	0755-82558073	huzhen@essence.com.cn	
	范洪群	0755-82558044	fanhq@essence.com.cn	
	巢莫雯			

安信证券研究中心

深圳市

地址： 深圳市福田区深南大道 2008 号中国凤凰大厦 1 栋 7 层

邮编： 518026

上海市

地址： 上海市虹口区东大名路638号国投大厦3层

邮编： 200080

北京市

地址： 北京市西城区阜成门北大街 2 号楼国投金融大厦 15 层

邮编： 100034