

日期: 2017年11月01日

行业: 医药商业



业绩维持较高增速 延续较快的门店扩张速度

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) | 38.82 |
| 12mth A 股价格区间 (元) | 26.76-39.17 |
| 总股本 (百万股) | 362.69 |
| 无限售 A 股/总股本 | 55% |
| 流通市值 (亿元) | 77.14 |
| 每股净资产 (元) | 8.48 |
| PBR (X) | 4.58 |
| DPS (Y2016, 元) | 10 派 3.00 |

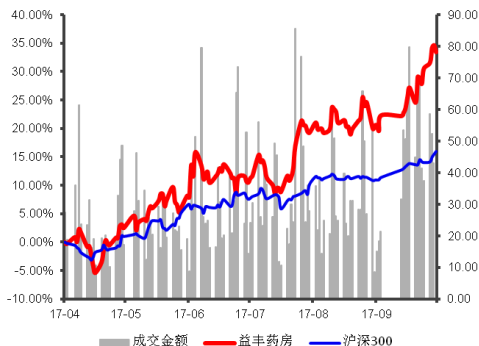
主要股东 (2017Q2)

| | |
|--|--------|
| 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) 2017 年中报点评: 维持较快门店扩张 利润增速超预期》

公司动态事项

10月27日, 公司发布2017年三季度报。

事项点评

业绩维持较高增速, 期间费用率稳定

公司2017年前三季度实现营业收入34.19亿元, 同比增长27.93%, 收入增速的主要来源是老店同比增长的同时公司通过新店建设、药店并购等方式保持较快的外延式门店扩张速度; 实现归属于上市公司股东的净利润2.20亿元, 同比增长38.16%, 利润增速高于收入增速, 主要原因是随着公司销售规模扩大, 规模效益、内控管理能力强的竞争优势逐步体现, 带动公司毛利率水平提升, 盈利能力逐步上升。分季度看, 公司2017年Q3实现营业收入、归母净利润分别同比增长29.74%、38.34%, 与上半年增速基本相符。

公司2017年前三季度销售毛利率为40.25%, 较去年同期上升0.72个百分点; 期间费用率为30.67%, 比去年同期下降0.12个百分点, 其中销售费用率为27.35%, 较去年同期上升0.19个百分点, 管理费用率为4.07%, 较去年同期上升0.07个百分点, 财务费用率为-0.75%, 较去年同期下降0.38个百分点。

第三季度保持较快的门店扩张速度

公司2017年第三季度净增门店107家, 其中新开81家, 收购18家, 加盟店20家, 关闭12家, 截至2017年9月底, 公司拥有门店1,890家 (含加盟店70家), 同比上升31.2%。公司2017年第三季度实施2起并购项目, 分别为收购荆州普康80%股权 (涉及42家零售药店)、上海布衣100%股权 (涉及1家大型零售药店), 转让价格约为7,000万元。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, 一方面公司具有丰富的零售药店运营经验, 新建门店培育期后将保持较快的收入增速, 另一方面公司将精细化管理、标准化运营等竞争优势传导至并购门店, 进而改善并购门店的盈利能力, 有利于公司保持较快的业绩增速。

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。

——2017年08月18日

《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》

——2017年05月10日

《益丰药房(603939)2016年三季报点评:门店快速增长确保业绩高速增长 外延式收购保质保量》

——2016年11月01日

■ 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10月26日收盘价38.82元计算,动态PE分别为46.88倍和37.37倍。同类型可比上市公司17年市盈率中位值为37.33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,制定了大规模的门店扩张计划,将精细化管理、标准化运营等竞争优势复制至新增门店,叠加医保定点门店比例提高、处方外流等政策利好,有望在维持较高毛利率水平的同时带动公司收入规模保持高速增长,成长性比较明确。未来六个月,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) | 62.89 | 46.88 | 37.37 | 30.32 |

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 | 62.9 | 46.9 | 37.4 | 30.3 |
| PB | 4.8 | 4.3 | 3.9 | 3.5 |

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±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±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，任何机构和个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。