



益丰药房 (603939)

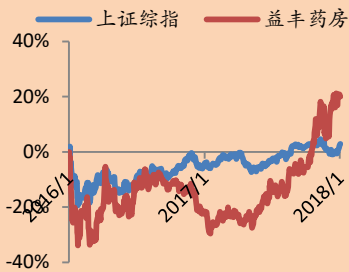
投资评级: 买入 (维持)

报告日期: 2018-01-08

前收盘价 (元) 45.20

目标价格 (元) -

股价走势:



主要数据

总股本(百万股)	362.70
A股股本(百万股)	362.70
B/H股股本(百万股)	-/-
总市值(亿元)	164
A股流通比例(%)	54.8%
第一大股东	湖南益丰医药投资管理有限公司
第一大股东持股比例	29.27%
12个月最高/最低(元)	26.07/47.40

益丰药房 (603939) 深度报告: 精细化管理的高成长药店龙头, 买入, 首次覆盖 20171027

医药生物行业组

联系人: 方驭涛

021-60956118

Fyt0614@foxmail.com

外延步伐加快, 新设江西物流中心

事件:

公司 1 月 5 日晚公告三项收购公告: (1) 收购浏阳天顺所有及控制的 43 家门店的相关资产, 转让价格 3500 万元; (2) 收购九州医药 51% 股权, 九州医药共持有 62 家零售药店资产和业务, 交易价格 1.683 亿元; (3) 收购新天顺 60% 股权, 139 家门店资产, 收购价格为 4020 万元。

点评:

□ 将部分新建门店计划改为收购, 收购门店质地良好

公司对 2015 年增发项目中的新建 1000 家门店计划(即连锁药店建设项目, 已完成开设 392 家, 剩余 608 家)作出部分调整, 拟将 244 家药店建设方式由新建调整为收购, 涉及资金 2.435 亿元, 即对应此次公告的三起收购。此次收购的门店盈利能力均较强, 从 PS 角度来看也并不贵, 对应 2017 年, 浏阳天顺 0.72 倍、九州医药 1.6 倍(九州医药体量较大、单店坪效超 300 万元)、江西新天顺 0.43 倍(门店具体信息见附表)。本次收购以后, 公司将加强在湖南、江苏和江西地区的门店优势, 毛利率有望稳中有升。

□ 新建物流配送中心, 提升配送效率

同时, 公司还将投资 3.5 亿元在江西南昌设立江西益丰医药产业园, 分两期建设, 一期建设周期 18 个月, 将打造在江西的物流、办公及培训中心, 物流配送中心的设立将进一步提升公司在华东地区的配送效率, 降低物流成本。

□ 盈利预测与评级

公司作为中南华东地区连锁药店龙头(截至三季度末公司拥有门店 1820 家和 70 家加盟门店, 合计 1890 家门店), 本次收购后门店增加明显。公司经营管理优势明显, 且外延资金充裕, 未来将继续通过新设和并购继续扩张。同时公司将依托 O2O 健康云平台 and 旗下恒修堂中医门诊服务打通“问诊服务+药事服务+健康管理”的服务链条。预计公司 2017 年、2018 年、2019 年 EPS 分别为 0.83 元/1.10 元/1.41 元, 对应当前股价 PE 分别为 55/41/32 倍, 维持公司“买入”评级。

□ 风险提示

门店迅速扩增带来的管理压力; 新收购门店整合风险; 政策变动风险。

盈利预测: 单位: 百万元

财务指标	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入	3734	5037	6700	8459
收入同比 (%)	31%	35%	33%	26%
归属母公司净利润	224	301	399	511
净利润同比 (%)	27%	34%	33%	28%
毛利率 (%)	39.6%	39.7%	39.9%	40.2%
ROE (%)	7.7%	9.5%	11.6%	13.2%
每股收益	0.62	0.83	1.10	1.41
P/E	73.22	54.47	41.05	32.06
P/B	5.53	5.15	4.70	4.19
EV/EBITDA	31	38	29	22

资料来源: Wind, 华安证券研究所

图表 1 益丰药房本次收购的门店情况

序号	标的	门店数量	金额 (万元)	经营数据	PS (对应 2017)
1	湖南浏阳天顺大药房	43	3500	2017 年 1-11 月营业收入为 4430.41 万元; 2018 年度预计营业收入为 4978.54 万元	0.72
2	无锡九州医药 (50%)	62	16830	2017 年 1-11 月营业收入 18877.79 万元 (不含税), 净利润为 1359.20 万元。承诺 2018 年-2020 年净利润为 1725 万元/1983.00 万元/2281 万元	1.6
3	江西新天顺大药房 (60%)	139	4020	2016 年营业收入为 13824.67 万元, 净利润为 207.37 万元; 2017 年 1-11 月的营业收入为 14,189.05 万元, 净利润为 212.84 万元。承诺对新公司 12 个月内考核业绩指标是年净利润 260 万	0.43

资料来源: 公司公告, 华安证券研究所

附录：财务报表预测

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2016	2017E	2018E	2019E	会计年度	2016	2017E	2018E	2019E
流动资产	3,126	3,746	4,533	5,420	营业收入	3,734	5,037	6,700	8,459
现金	347	554	801	1,094	营业成本	2,254	3,038	4,027	5,058
应收账款	331	450	612	798	营业税金及附加	26	30	40	51
其他应收款	84	103	142	181	销售费用	1,016	1,379	1,842	2,335
预付账款	98	131	177	222	管理费用	154	207	277	354
存货	732	994	1,326	1,689	财务费用	(6)	(7)	(10)	(14)
其他流动资产	1,534	1,514	1,475	1,436	资产减值损失	8	1	1	1
非流动资产	1,096	1,155	1,224	1,340	公允价值变动收益	0	0	0	0
长期投资	0	0	0	0	投资净收益	16	10	10	10
固定资产	288	270	251	233	营业利润	297	399	533	685
无形资产	150	140	131	122	营业外收入	12	10	10	10
其他非流动资产	658	745	842	985	营业外支出	2	2	2	2
资产总计	4,221	4,901	5,758	6,760	利润总额	306	407	541	693
流动负债	1,200	1,635	2,148	2,668	所得税	78	102	135	173
短期借款	0	0	0	0	净利润	228	305	405	520
应付账款	245	343	463	597	少数股东损益	4	4	6	8
其他流动负债	955	1,292	1,684	2,070	归属母公司净利润	224	301	399	511
非流动负债	46	66	100	149	EBITDA	329	421	550	698
长期借款	0	0	0	0	EPS (元)	0.62	0.83	1.10	1.41
其他非流动负债	46	66	100	149					
负债合计	1,246	1,700	2,248	2,816					
少数股东权益	13	17	23	32					
股本	363	363	363	363					
资本公积	2,007	2,007	2,007	2,007					
留存收益	592	814	1,117	1,542					
归属母公司股东权益	2,963	3,183	3,487	3,912					
负债和股东权益	4,221	4,901	5,758	6,760					

现金流量表				
单位:百万元				
会计年度	2016	2017E	2018E	2019E
经营活动现金流	140	363	402	492
净利润	228	301	399	511
折旧摊销	87	28	28	27
财务费用	(11)	(7)	(10)	(14)
投资损失	(16)	(10)	(10)	(10)
营运资金变动	(1,362)	45	(12)	(31)
其他经营现金流	1,213	6	7	9
投资活动现金流	(1,541)	4	5	1
资本支出	0	(7)	(5)	(9)
长期投资	0	0	0	0
其他投资现金流	(1,541)	10	10	10
筹资活动现金流	1,344	(74)	(86)	(72)
短期借款	0	0	0	0
长期借款	0	0	0	0
普通股增加	43	0	0	0
资本公积增加	1,284	0	0	0
其他筹资现金流	17	(74)	(86)	(72)
现金净增加额	(57)	294	321	421

主要财务比率				
会计年度	2016	2017E	2018E	2019E
成长能力				
营业收入	31.21%	34.92%	33.00%	26.25%
营业利润	27.39%	34.57%	33.42%	28.58%
归属于母公司净利润	27.26%	34.41%	32.69%	28.06%
获利能力				
毛利率(%)	39.62%	39.70%	39.90%	40.20%
净利率(%)	35.16%	6.00%	5.97%	5.96%
ROE(%)	7.66%	9.54%	11.55%	13.18%
ROIC(%)	28.74%	11.86%	14.17%	17.33%
偿债能力				
资产负债率(%)	29.51%	34.70%	39.04%	41.66%
净负债比率(%)	22.54%	21.61%	25.63%	29.27%
流动比率	2.60	2.29	2.11	2.03
速动比率	1.99	1.68	1.49	1.40
营运能力				
总资产周转率	1.12	1.10	1.26	1.35
应收账款周转率	17.40	16.98	16.41	15.57
应付账款周转率	16.37	17.12	16.62	15.95
每股指标 (元)				
每股收益(最新摊薄)	0.62	0.83	1.10	1.41
每股经营现金流(最新摊薄)	0.39	1.00	1.11	1.36
每股净资产(最新摊薄)	8.17	8.78	9.61	10.79
估值比率				
P/E	73.2	54.5	41.1	32.1
P/B	5.5	5.2	4.7	4.2
EV/EBITDA	31.40	38.08	28.81	22.42

资料来源: Wind, 华安证券研究所

投资评级说明

以本报告发布之日起 12 个月内，证券（或行业指数）相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

行业及公司评级体系

买入—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上；

增持—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；

中性—未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准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市场基准指数 5%至 15%；

卖出—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；

无评级—因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。市场基准指数为沪深 300 指数。

信息披露

分析师承诺

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人对这些信息的准确性或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。本人过去不曾与、现在不与、未来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接收任何形式的补偿，分析结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

本报告中的信息均来源于公开可获得资料，华安证券研究所力求准确、可靠，但对这些信息的准确性及完整性均不做任何保证，据此投资，责任自负。本报告不构成个人投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。华安证券及其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并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经华安证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。如欲引用或转载本文内容，务必联络华安证券研究所并获得许可，并需注明出处为华安证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。如未经本公司授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司并保留追究其法律责任的权利。