

日期: 2018年01月09日

行业: 医药商业



# 持续推进外延并购 夯实重点区域门店布局

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

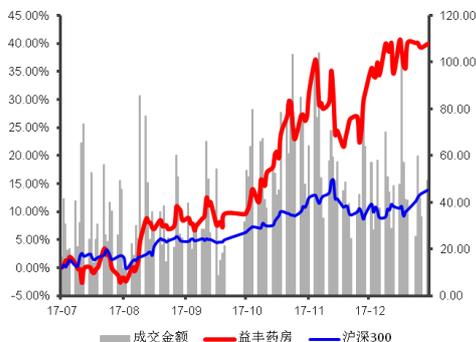
## 基本数据 (2017Q3)

报告日股价 (元)	45.41
12mth A 股价格区间 (元)	26.76-45.62
总股本 (百万股)	362.69
无限售 A 股/总股本	55%
流通市值 (亿元)	90.23
每股净资产 (元)	8.48
PBR (X)	5.36
DPS (Y2016, 元)	10 派 3.00

## 主要股东 (2017Q3)

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%

## 最近 6 个月股票与沪深 300 比较



报告编号: JX18-CT02

首次报告日期:

相关报告:

《益丰药房 (603939) 2017 年三季度报点评: 业绩维持较高增速, 延续较快的门店扩张速度》

## ■ 公司动态事项

1月6日, 公司公告披露: 1) 调整2015年非公开发行募投项目中的“连锁药店建设项目”, 拟将剩余投资额中的2.435亿元由新建连锁药店实施方式改为收购连锁药店方式, 标的资产的门店数量为244家, 包括以3,500万元收购浏阳天顺、以1.683亿元重组收购九州医药51%股权、以4,020万元重组收购江西新天顺60%股权; 2) 拟在南昌高新技术产业开发区建设“江西益丰医药产业园”, 打造益丰药房在江西全省的物流、总部办公及培训中心, 总投资3.5亿元。

## ■ 事项点评

**完成三起并购, 保持较快的门店扩张速度, 深耕区域市场的同时增厚公司业绩**

浏阳天顺拥有43家直营药店, 其中19家药店具有医保资格, 经营面积为4,123平方米, 2016年、2017年1-11月营业收入分别为4,485.27万元、4,430.41万元, 2018年预计营业收入为4,978.54万元。

九州医药重组后拥有62家直营药店, 其中6家药店具有医保资格, 经营面积为13,307平方米, 2016年、2017年1-11月营业收入分别为16,829.55万元、18,877.79万元, 净利润分别为1,346.36万元、1,359.20万元。九州医药承诺2018-2020年销售收入分别为25,725万元、27,011万元、28,361万元, 净利润分别为1,725万元、1,983万元、2,281万元。

江西新天顺重组后拥有139家直营药店, 其中82家药店具有医保资格, 经营面积为16,493平方米, 2016年、2017年1-11月营业收入分别为13,824.67万元、14,189.05万元, 净利润分别为207.37万元、212.84万元。预计江西新天顺2018年销售收入为16,936万元, 净利润为260万元。

按照2018年业绩承诺测算, 浏阳天顺、九州医药、江西新天顺PS分别为0.89、1.28、0.40倍, 九州医药的PS最高, 我们认为是因为九州医药的门店均处于无锡市, 门店网点资源好且客流量较大, 2016年净利率水平达8.0%且业绩承诺中净利润保持年均15%左右的增速, 估值较为合理。江西新天顺净利率水平较低, 公司具有精细化管理、标准化运营等竞争优势, 完成并购后有望提高标的公司的运营效率, 进而改善标的公司的盈利能力, 提高净利率水平。

我们认为: 1) 公司本次的三起并购门店处在湖南、江苏、江西等公司已覆盖的重点省级区域市场, 均为当地龙头连锁药店企业且医保定点门店比例不低, 在当地拥有稳定的客户群体和良好的市场声誉, 假设2018年从第二季度开始并表, 预计将给公司整体贡献销售收入、

——2017年11月01日

《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》

——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

净利润分别为3.57亿元、1,489万元,深化公司在华南、华东等区域市场的门店布局的同时增厚公司业绩;2)公司2015年非公开发行募投项目中的“连锁药店建设项目”,计划三年内开设1000家连锁药店,截至2017年11月底,已开设392家,完成本次三次并购后剩余开店数量达364家,预计公司未来仍将保持较快的门店扩张速度,深耕湖南、湖北、上海、江苏、江西、浙江、广东等区域市场。

### 打造江西物流中心降低物流成本,提高盈利能力

公司拟在南昌高新技术产业开发区建设“江西益丰医药产业园”,打造益丰药房在江西全省的物流、总部办公及培训中心,总投资3.5亿元。公司目前拥有湖南、江苏、上海、江西等四大现代化物流中心,且以长沙物流配送中心为基础,逐步在上海、江苏、江西、湖北等省市推进省级物流配送中心升级建设。

我们认为,公司本次建设江西物流中心,有利于降低公司物流成本,提高物流配送效率,满足公司在江西全省连锁网点的运营需求,进而推动公司区域聚焦战略和门店布局,为公司较快的门店扩张速度提供了高效、低成本的物流支持,提高公司整体的盈利能力。

### ■ 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。

### ■ 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1月8日收盘价45.41元计算,动态PE分别为54.84倍和43.72倍。同类型可比上市公司17年市盈率中位值为48.96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,保持较快的门店扩张速度,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)	73.56	54.84	43.72	35.46

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
<b>资产总计</b>	<b>4,221</b>	<b>4,692</b>	<b>5,371</b>	<b>6,036</b>
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
<b>负债合计</b>	<b>1,246</b>	<b>1,375</b>	<b>1,727</b>	<b>1,989</b>
少数股东权益	13	18	25	33
股东权益合计	2,975	3,318	3,644	4,048
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>4,221</b>	<b>4,692</b>	<b>5,371</b>	<b>6,036</b>
<b>现金流量表 (单位: 百万元)</b>				
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)
<b>经营活动现金流</b>	<b>140</b>	<b>52</b>	<b>202</b>	<b>337</b>
资本支出	(109)	(49)	(60)	(48)
投资收益	16	0	0	0
<b>投资活动现金流</b>	<b>(1,541)</b>	<b>(49)</b>	<b>(60)</b>	<b>(48)</b>
股权融资	43	0	0	0
负债变化	0	0	0	0
股息支出	(109)	(45)	(57)	(70)
<b>融资活动现金流</b>	<b>1,344</b>	<b>69</b>	<b>(26)</b>	<b>(40)</b>
<b>净现金流</b>	<b>(57)</b>	<b>72</b>	<b>116</b>	<b>249</b>

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
<b>营业收入</b>	<b>3,734</b>	<b>4,780</b>	<b>6,135</b>	<b>7,743</b>
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
<b>营业利润</b>	<b>297</b>	<b>410</b>	<b>515</b>	<b>634</b>
营业外收支净额	9	0	0	0
<b>利润总额</b>	<b>306</b>	<b>410</b>	<b>515</b>	<b>634</b>
所得税	78	105	131	162
净利润	228	306	384	473
少数股东损益	4	5	7	8
<b>归属母公司股东净利润</b>	<b>224</b>	<b>300</b>	<b>377</b>	<b>464</b>

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	73.6	54.8	43.7	35.5
PB	5.6	5.0	4.6	4.1

## 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 $\pm 10\%$ 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 $\pm 5\%$
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。