

2018年01月07日

益丰药房 (603939.SH)

## 益丰药房：收购再下一城，江西江苏湖南三省市场进一步巩固

■事件：2018年1月6日公司公告，拟使用2015年非公开发行募集资金项目“连锁药店建设项目”中剩余投资额的2.435亿元收购位于湖南（43家）、江西（139家）、江苏（62家）三省连锁药店，项目包括合计244家门店。

另外，公司公告拟以子公司江西益丰为主体，在江西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。该项目总投资3.5亿元人民币，计划分两期建设。

■并购持续推进，巩固江苏、江西、湖南三省市场：公司此次分别以1.68亿、4020万、4450万收购“江苏无锡九州医药连锁有限公司”51%股权、“江西天顺大药房医药连锁”60%股权、“湖南浏阳市天顺大药房连锁有限公司”相关资产，PS分别为1.96/0.50/0.99倍，PE分别为25/32/-倍。江苏、江西、湖南地区相应增加零售门店62/139/43家，其中医保门店-82/19家，三省经营面积分别增加13307/16493/4123平方米，进一步巩固了公司在江苏、江西、湖南三省的实力。同时此次收购的三家连锁药店对业绩进行承诺：江西天顺承诺2018年实现销售收入1.69亿，净利润260万元；湖南浏阳天顺承诺2018年实现销售收入4978.54万元；无锡九州药房承诺2018-2020年销售收入分别为2.57/2.70/2.84亿元，净利润实现1725/1983/2281万元，若未达到业绩承诺，都将进行补偿。

■打造江西物流中心，进一步提高仓储配送能力：目前公司共设置湖南长沙、江苏南京、上海、江西南昌四大物流配送中心，其中全国性配送中心1家，区域性配送中心3家，分别对应面积为23024.02/2290/3898.30/1540.92平方米，公司长沙配送中心为自建，其他配送中心均采用租赁仓库物业。公司形成了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。此次在江西南昌投资3.5亿元建设“江西益丰医药产业园”，为公司进一步提升物流配送效率、降低配送成本，满足区域市场快速扩张需求提供软硬件保障。

■投资建议：零售药店中短期内部整合集中度提升叠加长期处方药市场扩容，符合政策导向及产业发展趋势，药店未来呈现强者恒强姿态，规模化效应带来边际改善。我们看好公司的精细化运营能力、新店盈

公司快报

证券研究报告

医药流通

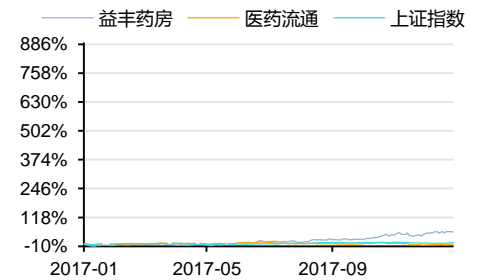
投资评级 **买入-A**  
维持评级

6个月目标价：**49.05元**  
股价(2018-01-05) **45.20元**

### 交易数据

总市值(百万元)	16,393.80
流通市值(百万元)	8,981.36
总股本(百万股)	362.69
流通股本(百万股)	198.70
12个月价格区间	26.76/45.62元

### 股价表现



资料来源：Wind 资讯

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	8.97	25.76	46.05
绝对收益	11.94	27.04	53.58

崔文亮

分析师

SAC 执业证书编号：S1450517040006

cuiwl@essence.com.cn

010-83321412

梁静静

分析师

SAC 执业证书编号：S1450517120003

liangjj@essence.com.cn

### 相关报告

益丰药房：收入和净利润持续高增长，前三季度业绩超预期/崔文亮	2017-10-27
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

利短周期培育能力及持续推进的外延收购能力。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 52、41、32 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。

■风险提示：外延整合能力；收购资金募集能力

(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
主营收入	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)	93.2	73.2	52.6	41.4	32.4
市净率(倍)	11.6	5.5	5.2	4.8	4.4
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	0.5%	0.7%	0.6%	1.0%	1.3%
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
<b>营业收入</b>	2,845.5	3,733.6	4,778.7	6,132.9	7,883.3	<b>成长性</b>					
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%
<b>营业利润</b>	232.9	296.6	419.5	532.2	683.3	<b>利润率</b>					
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%
<b>利润总额</b>	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%
<b>净利润</b>	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%
<b>资产负债表</b>						<b>运营效率</b>					
	<b>2015</b>	<b>2016</b>	<b>2017E</b>	<b>2018E</b>	<b>2019E</b>	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	<b>投资回报率</b>					
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	-	-	-	-	-	<b>费用率</b>					
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%
<b>资产总额</b>	2,436.7	4,221.2	4,646.7	5,393.0	6,122.5	<b>偿债能力</b>					
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	<b>分红指标</b>					
<b>负债总额</b>	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	0.5%	0.7%	0.6%	1.0%	1.3%
留存收益	1,091.7	2,599.8	2,814.2	3,044.1	3,344.9						
<b>股东权益</b>	1,419.4	2,975.3	3,194.1	3,430.0	3,738.7						
						<b>现金流量表</b>					
	<b>2015</b>	<b>2016</b>	<b>2017E</b>	<b>2018E</b>	<b>2019E</b>		<b>2015</b>	<b>2016</b>	<b>2017E</b>	<b>2018E</b>	<b>2019E</b>
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)	93.2	73.2	52.6	41.4	32.4
公允价值变动损失	-	-	-	-	-	PB(X)	11.6	5.5	5.2	4.8	4.4
财务费用	-11.9	-10.5	-	-	-	P/FCF	-45.8	-10.7	10.6	-302.9	24.6
投资损失	-7.6	-15.7	-6.0	-7.0	-8.0	P/S	5.8	4.4	3.4	2.7	2.1
少数股东损益	2.3	4.0	4.6	6.0	8.1	EV/EBITDA	52.0	31.4	31.7	25.9	19.8
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%
<b>经营活动产生现金流量</b>	181.5	139.9	1,597.3	-25.6	669.4	PEG	3.0	2.3	1.7	1.3	1.0
<b>投资活动产生现金流量</b>	-696.5	-1,540.7	5.7	7.2	8.0	ROIC/WACC					
<b>融资活动产生现金流量</b>	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、梁静静声明，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	021-35082963	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	? 0755-82558183?	chaomw@essence.com.cn	
	黎欢	0755-82558045	lihuan@essence.com.cn	

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