603939.CH

买入

市场价格：人民币 45.47

板块评级：中性

股价表现

(%)	今年至今	1 个月	3 个月	12 个月
绝对	0.0	(1.1)	12.6	57.1
相对上证指数	0.6	5.3	13.3	54.7

发行股数(百万)	363
流通股(%)	100
流通股市值(人民币 百万)	16,492
3 个月日均交易额(人民币 百万)	43
净负债比率(%)(2018E)	净现金
主要股东(%)	
湖南益丰医药投资管理有限公司	29

资料来源：公司数据，聚源及中银证券

以 2018 年 2 月 27 日收市价为标准

中银国际证券股份有限公司
具备证券投资咨询业务资格

医药生物：医药商业

邓周宇
(86755)82560525
zhouyu.deng@bocichina.com
证券投资咨询业务证书编号：S1300517050001

张威亚
(8610)66229354
weiya.zhang@bocichina.com
证券投资咨询业务证书编号：:s1300517070002

高睿婷
(8621)20328514
ruiting.gao@bocichina.com
证券投资咨询业务证书编号：S1300517080001

益丰药房

"内生+外延"公司进入加速增长期

益丰药房是国内连锁药店区域龙头，核心区域位于中南华东地区，拥有门店数接近 1900 家。公司多年以来奉行稳健发展精细化管理的理念，运营质量和管控能力处于全行业最好的水平。公司上市以来坚持"自建+并购"并举的战略稳步扩张，我们认为公司管理输出能力较强，能够支撑下一个阶段的扩张节奏。预计 17-19 年公司净利润 3.01 亿元/4.24 亿元/5.93 亿元，同比+35%/41%/40%，EPS 分别为 0.83 元/1.17 元/1.63 元 。维持"*买入*"评级。

支撑评级的要点

- **"自建+并购"并举的战略强化推进。**
  公司 2018 年 1 月发布公告以募投资金 2.44 亿元拟收购湖南、江西、江苏合计 244 家零售药店门店，收购对象包括：无锡九州医药 51%的股权、江西天顺大药房 60%股权，浏阳天顺大药房连锁门店及相关资产，本次收购价格已经达到平均 PE20 倍（2018 年）。2016 年公司上市时提出三年内新设 1000 家门店，2017 年前三季度新增 378 家门店数量，总门店数接近 1900 家。中南华东地区覆盖 4 亿人以上，是公司优势区域，本次收购完成后，公司将进一步提升该地区的市场占有率。另外，公司将以江西益丰为主体，投资 3.5 亿元在南昌建立"江西益丰医药产业园"，打造益丰药房在江西全省的物流，总部及培训中心。
- **管理输出能力强将成为公司外延快速发展的核心优势，唯有强者才敢高价收购竞争对手。**
  公司多年以来奉行稳健发展，精细化管理的经营理念，所以我们看到公司的盈利能力，运营质量、管控能力处于全行业最好的水平。公司在练好内功的基础上再图对外扩张，力保每一次收购都具备足够的能力进行整合，日积月累便形成一种经营体系和公司文化。未来在零售药店的扩张中，收购价格日益提高，唯有管理输出能力强的企业才敢高价收购，通过强大的整合能力将被并购方的盈利快速提升。
- **盈利能力、运营能力、收益质量持续稳健优异，成长性有望提升。**
  2017 年前 3 季度公司毛利率达到 40.25%，期间费用率 30.67%，净利率 6.53%，应收账款周转天数 21.59 天，经营净现金流/净利润达到 1.10。公司经营保持持续稳健。进入 2018 年，公司在外延扩张的脚步比以往更加积极，公司成长能力有望获得进一步提升

评级面临的主要风险

- 扩张速递低于预期，并购整合低于预期。

估值

- 我们预计公司 2017-2019 年实现净利润 3.01 亿元/4.24 亿元/5.93 亿元，同比+35%/41%/40%。17-19 年 EPS 分别为 0.83 元/1.17 元/1.63 元，维持"*买入*"评级。

投资摘要

年结日：12 月 31 日	2015	2016	2017E	2018E	2019E
销售收入(人民币 百万)	2,846	3,734	4,946	6,895	9,621
变动(%)	28	31	32	39	40
净利润(人民币 百万)	176	224	301	424	593
全面摊薄每股收益(人民币)	0.550	0.617	0.831	1.170	1.634
变动(%)	(53.1)	12.3	34.6	40.8	39.7
市场预期每股收益(人民币)			0.833	1.080	1.408
全面摊薄市盈率(倍)	79.9	71.2	52.9	37.6	26.9
价格/每股现金流量(倍)	77.5	113.9	10.0	695.1	20.4
每股现金流量(人民币)	0.57	0.39	4.39	0.06	2.16
企业价值/息税折旧前利润(倍)	64.1	49.8	32.6	23.7	16.6
每股股息(人民币)	0.250	0.300	0.261	0.489	0.663
股息率(%)	0.6	0.7	0.6	1.1	1.5

资料来源：公司数据及中银证券预测

损益表 *(人民币 百万)*

年结日：12 月 31 日	2015	2016	2017E	2018E	2019E
销售收入	**2,846**	**3,734**	**4,946**	**6,895**	**9,621**
销售成本	(1,751)	(2,280)	(3,000)	(4,175)	(5,819)
经营费用	(855)	(1,140)	(1,510)	(2,110)	(2,954)
息税折旧前利润	**240**	**313**	**436**	**610**	**847**
折旧及摊销	(27)	(38)	(45)	(55)	(63)
经营利润 (息税前利润)	**213**	**275**	**390**	**555**	**784**
净利息收入/(费用)	13	6	6	8	7
其他收益/(损失)	14	25	12	13	13
税前利润	240	306	409	576	804
所得税	(61)	(78)	(102)	(144)	(201)
少数股东权益	2	4	5	8	11
净利润	**176**	**224**	**301**	**424**	**593**
核心净利润	**182**	**226**	**303**	**426**	**595**
每股收益 (人民币)	0.550	0.617	0.831	1.170	1.634
核心每股收益 (人民币)	0.570	0.624	0.836	1.175	1.640
每股股息 (人民币)	0.250	0.300	0.261	0.489	0.663
收入增长(%)	28	31	32	39	40
息税前利润增长(%)	15	29	42	42	41
息税折旧前利润增长(%)	16	31	39	40	39
每股收益增长(%)	(53)	12	35	41	40
核心每股收益增长(%)	(53)	10	34	41	40

资料来源：公司数据及中银证券预测

现金流量表 *(人民币 百万)*

年结日：12 月 31 日	2015	2016	2017E	2018E	2019E
税前利润	240	306	409	576	804
折旧与摊销	27	38	45	55	63
净利息费用	(13)	(6)	(6)	(8)	(7)
运营资本变动	87	52	304	361	503
税金	(59)	(74)	(102)	(144)	(201)
其他经营现金流	(101)	(176)	943	(817)	(380)
经营活动产生的现金流	**182**	**140**	**1,592**	**23**	**783**
购买固定资产净值	0	109	106	145	119
投资减少/增加	(210)	(229)	5	5	5
其他投资现金流	(487)	(1,421)	(211)	(289)	(237)
投资活动产生的现金流	**(696)**	**(1,541)**	**(101)**	**(139)**	**(114)**
净增权益	(80)	(109)	(94)	(177)	(241)
净增债务	0	0	60	0	0
支付股息	0	27	53	103	221
其他融资现金流	630	1,426	(46)	(95)	(214)
融资活动产生的现金流	**550**	**1,344**	**(28)**	**(169)**	**(234)**
现金变动	35	(57)	1,464	(286)	435
期初现金	289	560	347	1,810	1,524
公司自由现金流	(515)	(1,401)	1,492	(116)	669
权益自由现金流	(528)	(1,406)	1,545	(125)	662

资料来源：公司数据及中银证券预测

资产负债表 *(人民币 百万)*

年结日：12 月 31 日	2015	2016	2017E	2018E	2019E
现金及现金等价物	921	1,965	2,494	2,412	3,023
应收帐款	242	332	347	640	753
库存	490	730	706	1,354	1,568
其他流动资产	89	98	138	200	268
流动资产总计	**1,742**	**3,126**	**3,684**	**4,606**	**5,612**
固定资产	265	303	317	336	337
无形资产	56	165	211	282	336
其他长期资产	22	11	13	15	13
长期资产总计	**343**	**478**	**541**	**633**	**686**
总资产	**2,437**	**4,221**	**4,791**	**5,775**	**6,833**
应付帐款	816	991	1,327	1,948	2,608
短期债务	0	0	50	50	50
其他流动负债	198	209	198	302	332
流动负债总计	**1,014**	**1,200**	**1,575**	**2,300**	**2,989**
长期借款	0	0	10	10	10
其他长期负债	4	46	18	22	29
股本	320	363	363	363	363
储备	1,092	2,600	2,807	3,054	3,406
股东权益	**1,412**	**2,905**	**3,170**	**3,416**	**3,768**
少数股东权益	8	13	18	26	37
总负债及权益	**2,437**	**4,221**	**4,791**	**5,775**	**6,833**
每股帐面价值 (人民币)	4.41	8.01	8.74	9.42	10.39
每股有形资产 (人民币)	4.24	7.55	8.16	8.64	9.46
每股净负债/(现金)(人民币)	(1.75)	(0.96)	(4.83)	(4.04)	(5.24)

资料来源：公司数据及中银证券预测

主要比率

年结日：12 月 31 日	2015	2016	2017E	2018E	2019E
盈利能力					
息税折旧前利润率 (%)	8.4	8.4	8.8	8.8	8.8
息税前利润率(%)	7.5	7.4	7.9	8.0	8.2
税前利润率(%)	8.4	8.2	8.3	8.4	8.4
净利率(%)	6.2	6.0	6.1	6.2	6.2
流动性					
流动比率(倍)	1.7	2.6	2.3	2.0	1.9
利息覆盖率(倍)	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
净权益负债率(%)	净现金	净现金	净现金	净现金	净现金
速动比率(倍)	1.2	2.0	1.9	1.4	1.4
估值					
市盈率 (倍)	79.9	71.2	52.9	37.6	26.9
核心业务市盈率(倍)	77.2	70.5	52.6	37.4	26.8
市净率 (倍)	10.0	5.5	5.0	4.7	4.2
价格/现金流 (倍)	77.5	113.9	10.0	695.1	20.4
企业价值/息税折旧前利润(倍)	64.1	49.8	32.6	23.7	16.6
周转率					
存货周转天数	85.2	97.6	87.3	90.0	91.7
应收帐款周转天数	25.2	28.1	25.1	26.1	26.4
应付帐款周转天数	88.6	88.3	85.5	86.7	86.4
回报率					
股息支付率(%)	45.5	48.6	31.4	41.8	40.6
净资产收益率 (%)	17.6	10.4	9.9	12.9	16.5
资产收益率 (%)	8.6	6.2	6.5	7.9	9.3
已运用资本收益率(%)	4.4	2.6	2.4	3.1	4.0

资料来源：公司数据及中银证券预测