



益丰药房 (603939)

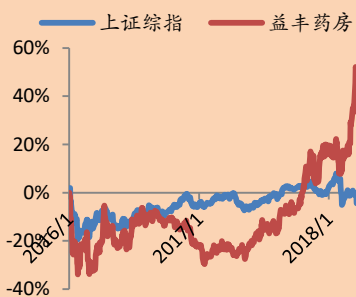
投资评级: 买入 (维持)

报告日期: 2018-03-26

前收盘价 (元) 55.77

目标价格 (元) -

股价走势:



主要数据

总股本(百万股)	362.69
A股股本(百万股)	362.69
B/H股股本(百万股)	-/-
总市值(亿元)	202
A股流通比例(%)	54.8%
第一大股东	霍尔果斯济康股权投资合伙企业(有限合伙)
第一大股东持股比例	29.27%
12个月最高/最低(元)	38.53/59.39

公告点评: 外延步伐加快, 新设江西物流中心, 买入, 维持 20180108
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

业绩略超预期, 坪效持续提升

事件:

公司3月25日晚公告2017年年报: 实现营业收入48.07亿元, 同比增长28.76%; 归母净利润3.14亿元, 同比增长40.03%; 归母扣非净利润3.09亿元, 同比增长42.14%; EPS0.864元。

点评:

□ 坪效提升明显, 医保门店比例进一步提高

2017年综合毛利率40.04% (提升0.42pp), 其中零售毛利率38.41% (提升0.62pp), 2017年日均坪效63.88元/平米 (60.75元/平米, 2016)。三费整体费率30.99%, 其中销售费用率26.92% (下降0.29pp), 管理费用率4.15%, 财务费用率-0.08%。毛利率提升主要原因为1) 规模增加带来议价能力的提升; 2) 中药品类(毛利率41.08%)增速加快, 达到了43.33%; 3) 医保门店比例进一步提升至68.37% (同比提升6.07pp)。

□ 门店建设加速, 超300家并购门店尚未交割

公司2017年共发起15项控股并购, 涉及门店总数474家 (已签约未交割门店307家)。截至2017年末, 门店总数达2059家 (含加盟店80家), 全年净增加门店524家 (自建门店349家, 并购门店167家, 新增加盟店57家, 关闭49家)。

□ 积极承接处方外流

1) 公司医院周边店占公司门店总数比例已达30%, 未来将力争实现二甲以上医院全覆盖; 2) 通过会员体系和顾客服务研究, 对慢病及处方药顾客进行分析研究, 开展慢病专柜、专区、专店, 配备专业员工, 为患者提供专业化的目标管理、用药指导和用药提醒, 提升会员顾客的依从度; 3) 成立DTC事业部, 大力推动与处方药厂家的战略合作, 打造DTP专业药房。

□ 盈利预测与评级

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。预计公司2018/2019/2020年EPS分别为1.16元/1.52元/1.90元, 对应当前股价PE分别为48/37/29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	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入	4807	6512	8302	10172
收入同比 (%)	29%	35%	27%	23%
归属母公司净利润	314	421	552	690
净利润同比 (%)	40%	34%	31%	25%
毛利率 (%)	40.0%	39.7%	39.9%	40.2%
ROE (%)	10.0%	12.1%	13.7%	14.8%
每股收益	0.86	1.16	1.52	1.90
P/E	64.52	48.00	36.65	29.30
P/B	6.39	5.74	5.00	4.31
EV/EBITDA	33	34	27	21

资料来源: Wind, 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	2017	2018E	2019E	2020E	会计年度	2017	2018E	2019E	2020E
流动资产	3,357	4,337	5,334	6,348	营业收入	4,807	6,512	8,302	10,172
现金	788	1,326	1,772	2,156	营业成本	2,883	3,927	4,990	6,083
应收账款	461	553	717	892	营业税金及附加	35	39	50	61
其他应收款	122	161	205	251	销售费用	1,294	1,748	2,221	2,716
预付账款	211	294	401	567	管理费用	199	273	350	440
存货	764	1,033	1,312	1,600	财务费用	(4)	(16)	(23)	(29)
其他流动资产	1,010	971	927	882	资产减值损失	14	2	0	0
非流动资产	1,426	1,255	1,345	1,508	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	35	30	30	30
固定资产	314	294	274	254	营业利润	427	568	745	931
无形资产	151	141	132	123	营业外收入	4	5	5	5
其他非流动资产	961	820	939	1,130	营业外支出	3	3	3	3
资产总计	4,783	5,592	6,679	7,855	利润总额	428	570	747	933
流动负债	1,558	1,977	2,495	2,995	所得税	111	143	187	233
短期借款	0	0	0	0	净利润	317	428	560	700
应付账款	319	377	478	567	少数股东损益	4	6	8	10
其他流动负债	1,239	1,601	2,016	2,428	归属母公司净利润	314	421	552	690
非流动负债	45	72	109	131	EBITDA	468	582	751	931
长期借款	0	0	0	0	EPS (元)	0.86	1.16	1.52	1.90
其他非流动负债	45	72	109	131					
负债合计	1,603	2,049	2,604	3,126					
少数股东权益	12	19	27	37					
股本	363	363	363	363					
资本公积	2,007	2,007	2,007	2,007					
留存收益	797	1,155	1,679	2,322					
归属母公司股东权益	3,167	3,525	4,049	4,692					
负债和股东权益	4,783	5,592	6,679	7,855					

现金流量表				
单位:百万元				
会计年度	2017	2018E	2019E	2020E
经营活动现金流	317	402	501	508
净利润	317	421	552	690
折旧摊销	111	30	29	29
财务费用	(17)	(16)	(23)	(29)
投资损失	(35)	(30)	(30)	(30)
营运资金变动	422	(11)	(35)	(162)
其他经营现金流	(481)	8	8	10
投资活动现金流	(149)	85	25	21
资本支出	0	(7)	(5)	(9)
长期投资	0	0	0	0
其他投资现金流	(149)	92	30	30
筹资活动现金流	(54)	(48)	(5)	(17)
短期借款	0	0	0	0
长期借款	0	0	0	0
普通股增加	0	0	0	0
资本公积增加	0	0	0	0
其他筹资现金流	(54)	(48)	(5)	(17)
现金净增加额	114	440	522	512

主要财务比率				
会计年度	2017	2018E	2019E	2020E
成长能力				
营业收入	28.76%	35.46%	27.50%	22.52%
营业利润	44.01%	32.97%	31.14%	25.03%
归属于母公司净利润	40.03%	34.41%	30.97%	25.08%
获利能力				
毛利率(%)	40.04%	39.70%	39.90%	40.20%
净利率(%)	35.16%	6.52%	6.47%	6.65%
ROE(%)	9.98%	12.07%	13.74%	14.80%
ROIC(%)	12.40%	19.19%	16.25%	18.10%
偿债能力				
资产负债率(%)	33.52%	36.64%	38.98%	39.80%
净负债比率(%)	14.42%	7.82%	6.79%	9.48%
流动比率	2.16	2.19	2.14	2.12
速动比率	1.66	1.67	1.61	1.59
营运能力				
总资产周转率	1.07	1.26	1.35	1.40
应收账款周转率	16.42	17.81	18.36	17.65
应付账款周转率	17.04	18.73	19.42	19.47
每股指标 (元)				
每股收益(最新摊薄)	0.86	1.16	1.52	1.90
每股经营现金流(最新摊薄)	0.87	1.11	1.38	1.40
每股净资产(最新摊薄)	8.73	9.72	11.16	12.94
估值比率				
P/E	64.5	48.0	36.7	29.3
P/B	6.4	5.7	5.0	4.3
EV/EBITDA	33.13	34.43	26.53	21.35

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。