

日期: 2018年03月27日

行业: 医药商业



分析师: 金鑫

Tel: 021-53686163

E-mail: jinxin1@shzq.com

SAC 证书编号: S0870518030001

基本数据 (2017Q4)

报告日股价 (元)	55.77
12mth A 股价格区间 (元)	27.53-57.81
总股本 (百万股)	362.69
无限售 A 股/总股本	100%
流通市值 (亿元)	207.24
每股净资产 (元)	8.73
PBR (X)	6.54
DPS (Y2016, 元)	10 派 3

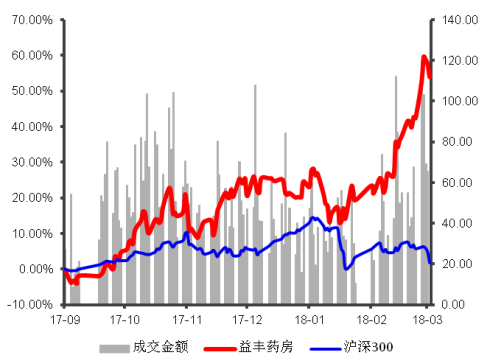
主要股东 (2017Q4)

霍尔果斯济康股权投资合伙企业(有限合伙)	29.27%
高毅	12.76%
Capital Today Investment XV (HK) Limited	10.51%

收入结构 (2017Y)

零售	98.09%
批发	1.91%

最近 6 个月股票与沪深 300 比较



报告编号: JX18-CT08

首次报告日期:

相关报告:

《益丰药房 (603939) 公司动态点评: 持续推进外延并购, 夯实重点区域门店布局》

——2018年01月09日

《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》

——2017年11月01日

业绩维持高增长 深耕区域药店市场

■ 公司动态事项

公司发布2017年度报告, 2017年利润分配预案为每10股派3元(含税)。

■ 事项点评

业绩持续高增长, 利润增速超预期

公司2017年实现营业收入48.07亿元, 同比增长28.76%, 收入维持较快增速的原因是老店同比内生增长、公司持续建设新店、并购同行业药店等; 实现归母净利润3.14亿元, 同比增长40.03%, 利润增速超预期, 主要受益于毛利率水平提升、期间费用率降低等因素。公司2017年销售毛利率为40.04%, 同比上升0.42个百分点, 主要原因是一方面公司持续推进商品精品战略, 优化商品结构, 另一方面公司收入维持较快增速, 对上游厂商议价能力进一步提升。

我们认为, 公司业绩持续高增长的主要原因包括:

1) 公司持续提高医保门店占比, 2017年已达公司药店总数的68.37%, 同比上升6.07个百分点, 其中江苏省新增医保门店125家, 伴随着分级诊疗、控制药占比、零差率等医改政策持续推进, 带动门店销售、利润同步增长;

2) 公司坚持区域聚焦战略, 不断拓展湖南、湖北、上海、江苏、浙江、江西、广东等七省市区域市场, 注重区域市场的精耕细作和门店网络的密集布局, 突显区域竞争优势, 依靠“内生+外延”双轮驱动扩大公司销售规模, 进而提高公司整体的议价能力、盈利能力;

3) 公司持续推进DTP业务, 目前公司周边店占公司门店总数的比约为30%, 未来将力争实现二甲以上医院的全覆盖, 同时公司强化对慢病和处方药的专业化管理, 为患者提高专业化的药事服务, 进而提升会员顾客的依从度, 有望承接处方外流的政策红利;

4) 公司2016年成立电商事业群, 下设B2C、O2O、CRM、电商技术等电商事业部, 在利用公司现有会员资源发展自营电商的基础上, 逐步展开与京东到家、百度外卖等第三方平台的合作, 打造线上线下融合发展的医药电商业务, 培育新的利润增长点, 增厚公司业绩。

门店依靠“自建+并购”, 维持较快扩张速度

截至2017年末, 公司门店总数达2,059家(含加盟店80家), 2017年净新增门店524家, 其中自建门店349家, 新增并购门店167家。公司计划2016-2018年新建门店1,000家, 完成相当于1,000家门店销售规模的并购目标, 2016、2017年合计已完成自建门店659家、并购门店360家, 考虑到公司2017年签约的16起并购投资项目涉及307家已签约未交

割的门店，我们预计公司2018年将继续推进“自建+并购”的门店扩张战略，深耕区域市场的门店布局，凭借规模效益提高公司整体的运营效率和议价能力。

■ 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

结合2017年报我们调整公司18、19年EPS至1.15、1.52元，以3月23日收盘价55.77元计算，动态PE分别为48.42倍和36.57倍。同类型可比上市公司18年市盈率中位值为43.61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)	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入	4,807.25	6,203.48	8,052.58	9,907.70
年增长率	28.76%	29.04%	29.81%	23.04%
归属于母公司的净利润	313.50	417.75	553.08	722.45
年增长率	40.03%	33.25%	32.40%	30.62%
每股收益(元)	0.86	1.15	1.52	1.99
PER(X)	64.52	48.42	36.57	28.00

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	2017A	2018E	2019E	2020E
货币资金	788	818	1,054	1,374
存货	764	1,279	1,644	2,239
应收账款及票据	463	566	769	874
其他	1,342	1,295	1,504	1,182
流动资产合计	3,357	3,958	4,971	5,668
长期股权投资	0	0	0	0
固定资产	314	317	300	279
在建工程	1	1	1	1
无形资产	186	179	172	165
其他	925	788	756	773
非流动资产合计	1,426	1,286	1,229	1,217
资产总计	4,783	5,243	6,200	6,886
短期借款	0	0	0	0
应付账款及票据	1,327	1,530	2,001	2,072
其他	230	164	184	204
流动负债合计	1,558	1,694	2,185	2,276
长期借款和应付债券	0	0	0	0
其他	45	32	41	39
非流动负债合计	45	32	41	39
负债合计	1,603	1,726	2,226	2,315
少数股东权益	12	18	25	34
股东权益合计	3,180	3,518	3,974	4,570
负债和股东权益总计	4,783	5,243	6,200	6,886
现金流量表 (单位: 百万元)				
指标	2017A	2018E	2019E	2020E
净利润	317	418	553	722
折旧和摊销	111	56	62	67
营运资本变动	403	(315)	(244)	(304)
经营活动现金流	317	142	353	466
资本支出	(21)	(53)	(38)	(39)
投资收益	35	14	15	17
投资活动现金流	(149)	2	(29)	(31)
股权融资	0	0	0	0
负债变化	0	0	0	0
股息支出	0	(125)	(111)	(144)
融资活动现金流	(54)	(113)	(88)	(115)
净现金流	114	31	235	320

数据来源: WIND 上海证券研究所

利润表 (单位: 百万元)

指标	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入	4,807	6,203	8,053	9,908
营业成本	2,883	3,677	4,783	5,825
营业税金及附加	35	45	58	72
营业费用	1,294	1,671	2,134	2,626
管理费用	199	249	330	405
财务费用	(4)	(8)	(9)	(12)
资产减值损失	14	15	20	26
投资收益	35	14	15	17
公允价值变动损益	0	0	0	0
营业利润	427	569	753	985
营业外收支净额	1	0	0	0
利润总额	428	569	753	985
所得税	111	146	193	253
净利润	317	423	560	732
少数股东损益	4	5	7	9
归属母公司股东净利润	314	418	553	722

财务比率分析

指标	2017A	2018E	2019E	2020E
总收入增长率	28.76%	29.04%	29.81%	23.04%
EBITDA 增长率	42.31%	31.96%	30.55%	29.08%
EBIT 增长率	43.55%	34.33%	32.64%	30.74%
净利润增长率	40.03%	33.25%	32.40%	30.62%
毛利率	22.02%	28.27%	28.50%	29.06%
EBITDA/总收入	9.73%	9.95%	10.01%	10.50%
EBIT/总收入	8.69%	9.04%	9.24%	9.82%
净利润率	6.52%	6.73%	6.87%	7.29%
资产负债率	33.52%	32.91%	35.91%	33.63%
流动比率	2.16	2.34	2.27	2.49
速动比率	1.66	1.58	1.52	1.51
总资产回报率 (ROA)	6.64%	8.07%	9.03%	10.63%
净资产收益率 (ROE)	9.90%	11.94%	14.00%	15.93%
EV/营业收入	2.8	3.2	3.1	2.4
EV/EBITDA	33.1	31.3	23.8	18.1
PE	64.5	48.4	36.6	28.0
PB	6.4	5.8	5.1	4.5

分析师承诺

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，任何机构和个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。