

证券研究报告—动态报告/公司快评

医药保健

医疗器械与服务

益丰药房 (603939)
增持

重大事件快评

(维持评级)

2018年06月25日

拟收购河北区域龙头，首次进军华北

证券分析师： 谢长雁 0755-82133263 xiecy@guosen.com.cn 证券投资咨询执业资格证书编码：S0980517100003
 联系人： 朱寒青 0755-81981837 zhuhanqing@guosen.com.cn

事项：

6月22日，公司发布公告：

拟计划以现金及发行股份的方式收购石家庄新兴药房连锁股份有限公司 86.31%的股权，其中 48.96%股权的交易价格为 7.85 亿元，以现金方式支付，37.35%股权的交易价格为 5.99 亿元，以发行股份方式支付，发行 14111348 股，发行价格为 42.43 元/股，股份锁定期 12 个月（294679 股）、36 个月（89954 股）。

国信观点：

- 1) 拟收购石家庄新兴药房，益丰将首次布局华北地区（河北、北京），在原先聚焦中南七省的基础上，实现跨区域扩张。业绩承诺 2018-2020 年扣非归母净利润为 6500、8450、9950 万元，若假设 2018 年并表半年，即提供约 10%的外延增长。
- 2) 新兴药房是河北区域龙头公司，拥有 462 家门店，2017 年收入达 9.05 亿，净利润率在 5%左右，有望在收购后与上市公司产生规模协同效应，借助益丰药房的精益化管理能力进一步降低成本，提高盈利能力。
- 3) 零售药店行业集中度在不断提升，上市公司具有资本和规模优势，区域连锁公司将有望成为上市公司并购标的，全国范围内仍有大量潜在标的，未来三年各地区的并购事件会频繁出现，马太效应凸显，龙头公司强者恒强。随着并购愈演愈烈，优质标的价格也在上涨，PS 从普遍 1.0 左右逐渐上升到 1.5 左右，但相较自建方式（盈亏平衡至少 12 个月），并购的培育期大大缩短，可以帮助上市公司在区域市场获得具有稳定客流和现金流的优质门店资源，迅速提升市场份额。
- 4) 益丰药房加速推进并购，并购：自建比例在提升，将提升等效综合外延 PE，并不降低收益率。虽然一级市场并购价格在提高，但益丰药房等效增速仍然是几家药店中最高的。
- 5) 投资建议：益丰药房作为连锁零售药店龙头，在多项业内排名中维持前列，受益于行业集中度提升，保持内生+外延高速增长。考虑并购及增发影响，我们调整本年并购规模，略上调公司预测，2018-2020 年归母净利润 4.26/5.73/7.67 亿，对应 EPS 为 1.13/1.52/2.04 元（不考虑增发及并购，原预测利润为 4.21/5.48/7.08 亿，对应 EPS 为 1.16/1.51/1.95 元，原模型已经预测了一定规模的并购），当前股价对应 PE 为 53/39/29X，维持“增持”评级。

评论：

- **首次进军华北地区，实现跨区域扩张。**石家庄新兴药房是河北省规模前三的龙头企业，位居中康资讯“2016~2017 中国药品零售企业综合竞争力排行榜”第 20 位。2017 年其销售达 9.5 亿元，拥有 2700 多名员工、450 万会员，462 家直营门店，主要分布在河北省多个地级市，其中，石家庄市 218 家，沧州市 70 家，衡水市 51 家，邯郸市 48 家，廊坊市 22 家，唐山市 16 家，张家口市 16 家，邢台市 12 家，并在北京市也有分公司及 9 家门店。新兴药房门店布局主要在河北省各市和北京市的核心商业地段。此次收购，益丰将首次布局华北地区，迅速提升河北和北京空白地区市场份额，获得优质门店资源，若假设并表半年，则 2018 年将有收入端 12%，利润端 10%左右增长。

表 1: 2017 年新兴药房门店布局

省(直辖市)	地级市	店数(家)	总门店面积(m ²)	平均门店面积(m ²)
河北省	石家庄市	218	28,230.62	129.50
	衡水市	51	6,430.68	126.09
	沧州市	70	8,435.75	120.51
	邯郸市	48	6,876.30	143.25
	廊坊市	22	1,795.09	81.60
	唐山市	16	2,684.55	167.78
	邢台市	12	1,178.54	98.21
北京市	张家口市	16	2,037.41	127.34
	北京市	9	1,142.82	126.98
合计	-	462	58,811.76	-

资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

- ✓ 益丰药房一直聚焦中南地区, 在湖南、湖北、江苏、浙江、广州、上海等七个省市有 2328 家门店, 含加盟店 95 家 (截止 2018 年 3 月 31 日), 其中华东 1032 家, 中南 1096 家。本次若成功收购, 益丰门店数将达到 2790 家, 并首次战略性布局河北及北京的空白地区, 实现跨区域扩张。

图 1: 益丰药房全国门店分布情况



资料来源: 公司官网、国信证券经济研究所整理 截止 2018-06-22 官网数据 (或有迟滞)

- ✓ 标的公司质地优秀, 注入上市公司贡献 10% 增长, 并有望在整合后提升盈利能力。新兴药房做出业绩承诺: 2018~2020 年扣非归母净利润不低于 6500、8450、9950 万元, 未来三年合计不低于 2.49 亿。益丰药房 2017 年收入、利润分别为 48.07 亿、3.17 亿, 按照控股 81.36% 计算, 假设 2018 年并表半年, 则将对 2018 年贡献收入端约 12% 增长、利润端 10% 增长。新兴药房 2017 年销售收入增长近 30%, 净利润增长 27%, 近年来也不断通过并购或自行开店的方式增加门店数, 2017 年新增门店 95 家, 并在 2018 年 3 月并购了衡水众康为民药房有限公司的 37 家门店, 近年来的收购使得大量次新店将在 2019 年走向成熟。新兴药房净利率维持 5% 左右的较高水平, 2018Q1 达到 5.86%, 后续有望在益丰药房优秀的精益化管理下有所提升, 和上市公司产生规模效应, 进一步降低成本, 提高盈利能力。

表 2: 新兴药房营收利润情况

2016	2017	2018Q1
------	------	--------

营业收入	69,972.25	90,491.63	24,926.17
YOY		29.33%	
净利润(万)	3,556.88	4,517.30	1,460.81
YOY		27.00%	
经营活动产生现金流量净额(万)	797.96	6,324.79	1,839.29
门店数	338	423	462
当年新增门店数	74	95	42
平均单店月收入(万)	18.98	18.52	19.79
毛利率	37.03%	34.50%	33.97%
管理费用率	4.66%	3.99%	3.48%
销售费用率	25.36%	23.33%	22.64%
财务费用率	0.43%	0.11%	-0.45%
净利润率	5.08%	4.99%	5.86%

资料来源:公司公告、国信证券经济研究所整理

- **上市公司具有资本和规模优势,不断并购中小标的,全国范围内潜在标的丰富,并购价格也在逐渐上升。**
- ✓ 医药零售行业集中度低,区域的中小型连锁药店较多,在行业政策变化之下这类药店也面临较大的挑战,纷纷寻求并购契机,而上市公司具有资本实力,可以通过并购扩大规模。从2016年零售药店百强榜单来看,前20名销售规模在15亿,20-40名在10亿左右。40-100名在4亿以上。目前主板上市的连锁零售公司仅有益丰、老百姓、一心堂、大参林四家(2017年拟上市的健之佳终止IPO、漱玉平民大药房终止审查后在今年1月又再次发起冲击)。大部分中等规模的区域连锁药店均有可能成为上市公司的并购标的。从河北地区来看,华佗、诚仁堂、狮城大药房等均在销售额5亿以上(注:唐人医药已于2017年10月从新三板退市,拟冲击资本市场)。河北新兴大药房曾在2016年7月获得华泰证券投资,次月又获得摩根士丹利战略投资并计划向资本市场发起冲击,但此次选择被并购,可以从中看到中小型连锁企业从寻求自主上市到寻求并购的倾向转变。

表 3: 2016 年河北零售药店主要企业情况

企业名称	门店总数	直营店数	加盟店数	新开店数	增长率(%)	销售额(亿元)
河北神威大药房连锁有限公司	454	454		191	41.3	10.6
石家庄新兴药房连锁股份有限公司	411	411		111	7.3	9.7
河北华佗药房医药连锁有限公司	272	272		59	21	8.6
河北唐人医药股份有限公司	158	158		22	24.5	7.7
河北诚仁堂医药连锁有限公司	109	109		—	5.6	5.6
河北狮城百姓大药房连锁有限公司	197	167	30	17	9.7	4.3
河北仁泰医药连锁有限公司	96	86	10	16	13	3.1
石家庄百姓康大药房连锁有限公司	65	45	20	2	1	1.3

资料来源:中国药店、国信证券经济研究所整理

- ✓ **并购标的价格上涨,成本提升,但并购有助于上市公司迅速占领市场。**2017年7月,益丰药房已经通过增资方式参股新兴药房,出资6120万元,占比4.96%,即上次参股时标的公司估值12.3亿,本次收购估值16.03亿元,根据业绩承诺,2017PS为1.77,动态市盈率约19.27倍。此次现金支付5.99亿元,截止2018年一季报,益丰药房拥有现金8.84亿,理财产品约8亿,此次拟以现金及发行股份方式收购,也可以后续并购其他标的准备资金。行业并购价格已经逐渐从PS=1上升到1.5左右,目前益丰已有资金仍可支撑10亿左右营收的并购。
- **益丰药房加速推进并购,实现三年千店计划,等效增速仍然是药店中最高的,并购提升等效综合外延PE,并不降低收益率。**益丰目前采取自建和并购相结合的方式,加快推进在区域市场的布局。相对而言,自建方式需要一定培育期;而并购方式一般是选取当地较为成熟的品牌,有一定的规模、稳定的客流和现金流,可以迅速提高市占率。2018年1月公司曾公告改变募资用途,将244家门店建设方式改自建为并购,加速推进三年千店计划。益丰药房2015年上市前以自建门店为主,上市后三年并购:自建比例分别为1:3、2:3、1:2,较高的自建比例由于自建门店的投资回收期更短,可望获得更高的ROIC,自建比例更高一直是益丰药房经营效率的重要体现,随着并购门店占比的提升,等效的综合外延成长PE将有所提升。虽然并购比例提升也提高了成本,但考虑到二级市场估值后,益丰药房的等效增速仍是四大药店中最快的。

表 4: 益丰药房门店数变化情况

益丰药房	2012 年	2013 年	2014 年	2015 年	2016 年	2017 年
净增门店总数	136	61	150	255	470	524
—新建	138	67	156	199	287	349
—并购	0	3	0	63	193	167
—加盟店	0	0	0	0	23	80
—关闭	2	9	6	7	33	49
期末门店总数	599	660	810	1065	1535	2059
增速 (%)		10.18%	22.73%	31.48%	44.13%	16.16%
并购: 新建比例				1:3	2:3	1:2

资料来源:公司公告、国信证券经济研究所整理

表 5: 三种假设情况下的等效综合外延 PE

自建投资回收期	自建与并购门店占比	并购门店 PE	等效综合外延 PE
6	2:1	20	7.8
7	1:1	25	10.4
8	1:2	30	15.7

资料来源:公司公告、国信证券经济研究所估算; 等效综合外延 PE=1/(自建门店占比/自建投资回收期+并购门店占比/并购门店 PE)

表 6: 假设情况下四大药店龙头的等效增速

股票名称	二级 PE	预计增速	内生增速	外延	10PE 等效增速	15PE 等效增速
益丰药房	55	35%	9%	26%	30%	28%
老百姓	45	30%	9%	21%	25%	23%
一心堂	35	30%	9%	21%	24%	21%
大参林	45	30%	9%	21%	25%	23%

资料来源:Wind、公司公告、国信证券经济研究所估算; 考虑外延成本后的等效增速=内生增速+外延增速*(二级 PE-一级 PE)/二级 PE

- 投资建议:** 益丰药房作为连锁零售药店龙头, 在多项业内排名中维持前列, 受益于行业集中度提升, 保持内生+外延高速增长。考虑并购及增发影响, 我们调整本年并购规模, 略上调公司预测, 2018-2020 年归母净利润 4.26/5.73/7.67 亿, 对应 EPS 为 1.13/1.52/2.04 元 (不考虑增发及并购, 原预测利润为 4.21/5.48/7.08 亿, 对应 EPS 为 1.16/1.51/1.95 元, 原模型已经预测了一定规模的并购), 当前股价对应 PE 为 53/39/29X, 维持“增持”评级。

附表：财务预测与估值

资产负债表 (百万元)	2017	2018E	2019E	2020E
现金及现金等价物	788	1391	1267	1220
应收款项	463	441	589	763
存货净额	764	1036	1382	1784
其他流动资产	1342	1801	2406	3120
流动资产合计	3357	4670	5643	6887
固定资产	315	464	602	721
无形资产及其他	151	146	141	136
投资性房地产	959	959	959	959
长期股权投资	0	0	0	0
资产总计	4783	6240	7346	8704
短期借款及交易性金融负债	0	0	0	0
应付款项	1239	1670	2228	2876
其他流动负债	319	427	570	736
流动负债合计	1558	2098	2798	3612
长期借款及应付债券	0	0	0	0
其他长期负债	45	45	45	45
长期负债合计	45	45	45	45
负债合计	1603	2143	2843	3657
少数股东权益	12	16	21	28
股东权益	3167	4080	4482	5019
负债和股东权益总计	4783	6240	7346	8704

关键财务与估值指标	2017	2018E	2019E	2020E
每股收益	0.86	1.13	1.52	2.04
每股红利	0.15	0.29	0.46	0.61
每股净资产	8.73	10.83	11.89	13.32
ROIC	10%	12%	15%	17%
ROE	10%	10%	13%	15%
毛利率	40%	40%	40%	41%
EBIT Margin	8%	8%	9%	9%
EBITDA Margin	9%	9%	9%	10%
收入增长	29%	34%	34%	30%
净利润增长率	40%	36%	35%	34%
资产负债率	34%	35%	39%	42%
息率	0.2%	0.5%	0.8%	1.1%
P/E	69.1	52.8	39.2	29.3
P/B	6.8	5.5	5.0	4.5
EV/EBITDA	52.1	42.0	32.0	24.5

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

利润表 (百万元)	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入	4807	6434	8593	11142
营业成本	2883	3851	5135	6625
营业税金及附加	35	47	62	81
销售费用	1294	1731	2311	2986
管理费用	199	263	350	452
财务费用	(4)	(27)	(33)	(31)
投资收益	35	19	19	19
资产减值及公允价值变动	(14)	(14)	(14)	(14)
其他收入	6	0	0	0
营业利润	427	575	774	1035
营业外净收支	1	0	0	0
利润总额	428	575	774	1035
所得税费用	111	144	194	259
少数股东损益	4	5	7	10
归属于母公司净利润	314	426	573	767

现金流量表 (百万元)	2017	2018E	2019E	2020E
净利润	314	426	573	767
资产减值准备	6	5	4	5
折旧摊销	50	45	56	69
公允价值变动损失	14	14	14	14
财务费用	(4)	(27)	(33)	(31)
营运资本变动	256	(164)	(393)	(471)
其它	(2)	(2)	1	2
经营活动现金流	636	324	255	385
资本开支	(48)	(208)	(208)	(201)
其它投资现金流	0	0	0	0
投资活动现金流	(48)	(208)	(208)	(201)
权益性融资	0	596	0	0
负债净变化	0	0	0	0
支付股利、利息	(54)	(109)	(172)	(230)
其它融资现金流	(40)	0	0	0
融资活动现金流	(148)	487	(172)	(230)
现金净变动	441	604	(125)	(46)
货币资金的期初余额	347	788	1391	1267
货币资金的期末余额	788	1391	1267	1220
企业自由现金流	552	80	7	145
权益自由现金流	512	100	32	169

相关研究报告

- 《益丰药房-603939-2017 年年报点评：业绩超预期，盈利能力提升》 ——2018-03-26
- 《益丰药房-603939-重大事件快评：自建并购并重，加快门店布局》 ——2018-01-08
- 《益丰药房-603939-2017 年三季度报点评：业绩高速增长，符合预期》 ——2017-10-27
- 《益丰药房-603939-2017 年半年报点评：医保扩容+精益化管理迎来内生净利率改善》 ——2017-08-18
- 《益丰药房-603939-季报解读电话会议纪要：稳健成长同时内部效率持续改善》 ——2017-05-04

国信证券投资评级

类别	级别	定义
股票 投资评级	买入	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	预计 6 个月内，股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	卖出	预计 6 个月内，股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	超配	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	预计 6 个月内，行业指数表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	低配	预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 10%以上

分析师承诺

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

风险提示

本报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有，仅供我公司客户使用。未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。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，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我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。我公司或关联机构可能会持有本报告中所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业务服务。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。

证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构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，并向客户发布的行为。