



2018-06-25

公司研究报告

买入/维持

益丰药房(603939)

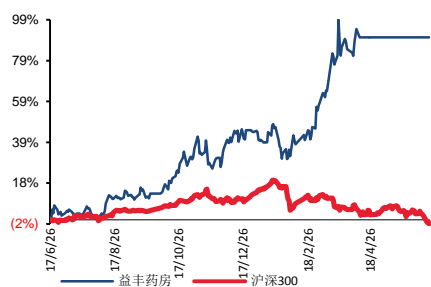
目标价: 70

昨收盘: 59.72

日常消费 食品与主要用品零售 II

## 收购区域龙头进军华北，进一步拓展全国布局

## ■ 走势比较



## ■ 股票数据

总股本/流通(百万股)	363/363
总市值/流通(百万元)	21,660/21,660
12个月最高/最低(元)	62.75/31.39

## 相关研究报告:

证券分析师: 杜佐远

电话: 010-88695263

E-MAIL: duzy@tpyzq.com

执业资格证书编码: S1190517110001

证券分析师: 蔡明子

电话: 010-88695263

E-MAIL: caimz@tpyzq.com

执业资格证书编码: S1190518050001

**事件:** 6月22日, 公司发布公告称, 拟通过发行股份及支付现金的方式购买石家庄新兴药房 86.31%的股权, 新兴药房 100%股权作价合计 16.03 亿元, 86.31%股权相应作价为 13.84 亿元; 其中以现金方式购买新兴药房 48.96%股权 (7.85 亿元), 以发行股份方式购买新兴药房 37.35%股权 (5.99 亿元), 发行价格为 42.43 元/股。公司之前持有新兴药房 4.69%股权, 若本次交易顺利完成, 益丰所持新兴药房股权的比例将增至 91%。

**收购地方龙头进军华北, 势力范围扩张至九省市:** 新兴药房创立于 2002 年, 是河北规模最大的连锁药房企业, 2016~2017 年在中国零售药店企业的综合竞争力排名中列第 20 位, 拥有较强的市场竞争力和较高的品牌知名度。从**财务数据**看, 标的 2017 年营收 9.05 亿 (+29%), 净利润约 4517 万 (+267), 净利率 5%, 毛利率 34.4%, 利润率高于行业平均; 且新兴承诺 2018-2020 年净利润不低于 6500、8450 以及 9950 万元, 对应增速分别为 44%、30%、17.8%, 4 年 CAGR30%, 充分体现其高盈利能力及规模优势。从**门店分布**看, 截至 2018Q1, 新兴药房拥有直营门店 462 家, 其中石家庄 218 家, 沧州 70 家, 衡水 51 家, 邯郸 48 家, 廊坊 22 家, 唐山 16 家, 张家口 16 家, 邢台 12 家, 覆盖了河北 11 个地级市中的 8 个, 另北京还有 9 家, 因此收购新兴有利于益丰在河北站稳脚跟, 将布局区域由原来的七省市 (华东、中南) 扩大至九省市, 门店数也将由 2328 家增至 2790 家。本次收购 PS1.77, PE35.5

**后期精细化管理输出及整合将极大提升并购企业利润率:** 益丰在门店扩张中的优势在于精细化管理水平高及复制扩张模式成熟, 强强联合能够显著提升并购标的的盈利能力和规模。经过本次并购, 益丰输出管理, 加上新兴深耕华北累计的品牌及顾客资源, 其规模优势将更加凸显; 公司的资源平台价值及对上游厂商的议价能力也都将得到提升。**盈利预测:** 由于本次交易仍需经公司股东大会审议和中国证监会的核准, 暂不考虑收购, 预计 2018-2020 年净利润分别为 4.25、5.68、7.49 亿元, 对应 PE 分别为 51、38、29 倍。公司聚焦区域战略, 精细化管理+区域集中度提升带来业绩 30%以上的稳定增长, 首次覆盖, 给与“买入”评级。

**风险提示:** 门店并购后业绩不及预期。

■ 盈利预测和财务指标:

	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入(百万元)	4807	6297	8218	10725
(+/-%)	28.76%	31.00%	30.50%	30.50%
归母净利润(百万)	314	425	568	749
(+/-%)	39.29%	37.38%	33.76%	31.88%
摊薄每股收益(元)	0.86	1.17	1.57	2.06
市盈率(PE)	52.64	51.02	38.15	28.93

资料来源: Wind, 太平洋证券注: 摊薄每股收益按最新总股本计算

资产负债表(百万)						利润表(百万)					
	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E		2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
货币资金	347	788	1099	1094	1249	<b>营业收入</b>	<b>3734</b>	<b>4807</b>	<b>6297</b>	<b>8218</b>	<b>10725</b>
应收和预付款项	345	550	676	904	1207	营业成本	2254	2883	3747	4872	6333
存货	730	764	975	1468	2082	营业税金及附加	26	35	57	66	86
其他流动资产	1704	1255	1269	1322	1395	销售费用	1016	1294	1700	2219	2896
<b>流动资产合计</b>	<b>3126</b>	<b>3357</b>	<b>4020</b>	<b>4789</b>	<b>5934</b>	管理费用	154	199	264	345	450
长期股权投资	0	0	0	0	0	财务费用	-6	-4	-8	-11	-11
投资性房地产	0	0	0	0	0	资产减值损失	8	14	0	0	0
固定资产	288	314	320	297	275	投资收益	16	35	40	45	50
在建工程	15	1	-1	1	-1	公允价值变动	0	0	0	0	0
无形资产开发支出	165	186	149	146	143	<b>营业利润</b>	<b>297</b>	<b>427</b>	<b>577</b>	<b>773</b>	<b>1021</b>
长期待摊费用	0	0	0	0	0	其他非经营损益	9	1	5	5	5
其他非流动资产	1096	1426	1610	1907	2299	<b>利润总额</b>	<b>306</b>	<b>428</b>	<b>582</b>	<b>778</b>	<b>1026</b>
<b>资产总计</b>	<b>4221</b>	<b>4783</b>	<b>5629</b>	<b>6695</b>	<b>8233</b>	所得税	78	111	145	194	256
短期借款	0	0	0	0	0	<b>净利润</b>	<b>228</b>	<b>317</b>	<b>436</b>	<b>583</b>	<b>769</b>
应付和预收款项	257	330	372	484	629	少数股东损益	4	4	12	16	21
长期借款	0	0	0	0	0	<b>归母股东净利润</b>	<b>224</b>	<b>314</b>	<b>425</b>	<b>568</b>	<b>749</b>
其他负债	989	1273	1751	2121	2745	<b>预测指标</b>					
<b>负债合计</b>	<b>1246</b>	<b>1603</b>	<b>2122</b>	<b>2605</b>	<b>3373</b>		2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
股本	363	363	363	363	363	毛利率	39.62	40.04	40.49		40.95
资本公积	2007	2007	2007	2007	2007	%	%	%	40.72%	%	
留存收益	592	797	1113	1681	2429	销售净利率	6.00%	6.52%	6.74%	6.91%	6.98%
归母公司股东权益	2963	3167	3483	4051	4800	销售收入增长率	31.21	28.76	31.00		30.50
少数股东权益	13	12	24	40	60	%	%	%	30.50%	%	
<b>股东权益合计</b>	<b>2975</b>	<b>3180</b>	<b>3507</b>	<b>4090</b>	<b>4860</b>	EBIT 增长率	32.21	41.44	35.15		32.34
<b>负债和股东权益</b>	<b>4221</b>	<b>4783</b>	<b>5629</b>	<b>6695</b>	<b>8233</b>	%	%	%	33.68%	%	
						净利润增长率	27.26	40.03	35.41		31.88
						%	%	%	33.76%	%	
						ROE			12.19		15.60
						7.56%	9.90%	%	14.02%	%	
						ROA	5.30%	6.56%	7.54%	8.48%	9.10%
						ROIC		13.51	18.34		21.45
						8.51%	%	%	19.60%	%	
						EPS(X)	0.66	0.86	1.17	1.57	2.06
						PE(X)	44.91	52.64	51.02	38.15	28.93
						PB(X)	3.63	5.21	6.22	5.35	4.51
						PS(X)	2.88	3.43	3.44	2.64	2.02
						EV/EBITDA(X)	26.88	29.36	32.87	24.97	18.99

资料来源: WIND, 太平洋证券

# 投资评级说明

---

## 1、行业评级

看好：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报高于市场整体水平 5%以上；

中性：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报介于市场整体水平-5%与 5%之间；

看淡：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报低于市场整体水平 5%以下。

## 2、公司评级

买入：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅在 15%以上；

增持：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于 5%与 15%之间；

持有：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与 5%之间；

减持：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与-15%之间；

---

## 销售团队

职务	姓名	手机	邮箱
销售负责	王方群	13810908467	wangfq@tpyzq.com
北京销售	王均丽	13910596682	wangjl@tpyzq.com
北京销售	袁进	15715268999	yuanjin@tpyzq.com
北京销售	成小勇	18519233712	chengxy@tpyzq.com
北京销售	李英文	18910735258	liyw@tpyzq.com
北京销售	孟超	13581759033	mengchao@tpyzq.com
北京销售	付禹璇	18515222902	fuyx@tpyzq.com
上海销售	陈辉弥	13564966111	chenhm@tpyzq.com
上海销售	洪绚	13916720672	hongxuan@tpyzq.com
上海销售	李洋洋	18616341722	liyangyang@tpyzq.com
上海销售	宋悦	13764661684	songyue@tpyzq.com
上海销售	张梦莹	18605881577	zhangmy@tpyzq.com
上海销售	黄小芳	15221694319	huangxf@tpyzq.com
上海销售	梁金萍	15999569845	liangjp@tpyzq.com
上海销售	杨海萍	17717461796	yanghp@tpyzq.com
广深销售	张茜萍	13923766888	zhangqp@tpyzq.com
广深销售	王佳美	18271801566	wangjm@tpyzq.com
广深销售	胡博涵	18566223256	hubh@tpyzq.com
广深销售	查方龙	18520786811	zhaf1@tpyzq.com
广深销售	张卓粤	13554982912	zhangzy@tpyzq.com
广深销售	杨帆	13925264660	yangf@tpyzq.com
广深销售	陈婷婷	18566247668	chentt@tpyzq.com



## 研究院

中国北京 100044

北京市西城区北展北街九号

华远·企业号 D 座

电话： (8610) 88321761

传真： (8610) 88321566

## 重要声明

太平洋证券股份有限公司具有证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号 13480000。

本报告信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。报告中的内容和意见仅供参考，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。我公司或关联机构可能会持有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。本报告版权归太平洋证券股份有限公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。任何人使用本报告，视为同意以上声明。