

日期: 2018年07月16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

发布股权激励计划 长效激励机制保障公司业绩维持高增长

基本数据 (2018Q1)

报告日股价 (元)	59.72
12mth A 股价格区间 (元)	31.57-62.75
总股本 (百万股)	362.69
无限售 A 股/总股本	100%
流通市值 (亿元)	217.69
每股净资产 (元)	9.01
PBR (X)	6.66
DPS (Y2017, 元)	10 派 3.00

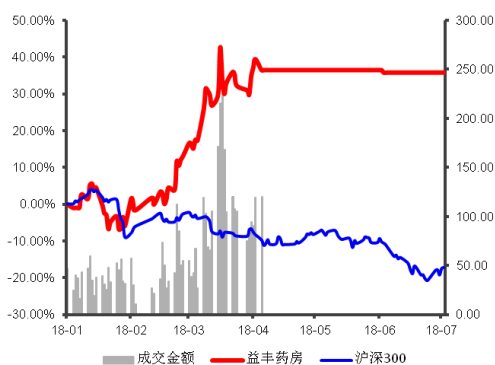
主要股东 (2018Q1)

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



相关报告:

《益丰药房 (603939) 2017 年度报告点评: 业绩维持高增长, 深耕区域药店市场》

——2018 年 03 月 27 日

■ 公司动态事项

公司发布2018年限制性股票激励计划(草案), 拟向117名激励对象授予207.60万股, 占公司股本总额的0.57%。

■ 事项点评

发布股权激励计划, 较高考核目标彰显公司对未来业绩的信心

本计划首次授予的激励对象总人数为117人, 包括部分中高级管理人员、核心管理以及核心业务(技术)人员, 授予价格为29.91元。本激励计划的解除限售考核年度为2018-2020年三个会计年度, 业绩考核指标为, 以2017年净利润为基数, 公司2018-2020年净利润较2017年增长分别不低于25%、50%、75%, 我们以2017年净利润3.17亿元进行测算, 对应2018-2020年净利润分别不低于3.97亿元、4.76亿元、5.56亿元, 2017-2020年CAGR为20.5%, 较高的考核目标彰显公司董事会对业绩持续高增长的信心。考虑到公司2015-2017年归母净利润增速分别为25.2%、27.3%、40.0%, 门店数量同比增速分别为31.5%、44.1%、34.1%, 公司近年来保持较高的业绩增速且维持较高的门店扩张速度, 叠加公司日益完善的股权激励机制, 我们认为, 公司大概率能完成考核目标。

本次股权激励计划的总费用为5,312.02万元, 假设2018年8月授予, 本激励计划授予的限制性股票对2018-2021年会计成本的影响分别为1,077.16万元、2,647.15万元、1,186.35万元、401.35万元, 公司2015-2017年管理费用率维持在4%左右, 我们预计, 随着公司收入规模高速增长, 本次股权激励的年均费用对公司业绩的影响较小。

控股收购新兴药房, 拓展公司经营版图

公司发行股份及支付现金购买新兴药房86.31%股权, 相应的作价为138,358.71万元。新兴药房自设立以来一直专注于中西成药、中药饮片、保健品及医疗器械等的直营连锁零售业务, 目前在河北省及北京市拥有460余家直营门店, 是区域性药品连锁零售领先企业, 2017年实现营业收入90,491.63万元, 扣非归母净利润4,382.29万元。根据业绩承诺, 标的公司2018-2020年扣非归母净利润不低于6,500万元、8,450万元、9,950万元。

我们认为: 1) 公司经营区域主要集中于中南地区及华东地区, 通过控股收购新兴药房将河北省及北京市纳入公司的经营版图, 拓展公司门店布局的同时扩大公司收入规模, 凭借规模效益有望进一步提升公司的综合竞争力; 2) 以新兴药房2017年业绩测算, 相当于公司2017年营业收入的18.8%、归母净利润的14.0%, 且根据业绩承诺, 新兴药

房2018-2020年扣非归母净利润增速分别不低于48.3%、30.0%、17.8%，显著增厚公司业绩，外延式发展有利于维持公司业绩高速增长；3)公司净利率2014-2017年维持在6.1%-6.6%之间，而新兴药房2017年净利率仅为5%，有一定的改善空间，公司有望将精细化管理等竞争优势复制到新兴药房，带动新兴药房净利率水平提高，进一步提高新兴药房的门店质量。

■ 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

预计公司18、19年EPS至1.15、1.52元，以4月16日（停牌前最后一交易日）收盘价59.72元计算，动态PE分别为51.85倍和39.16倍。同类型可比上市公司18年市盈率中位值为46.37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）	69.09	51.85	39.16	29.98

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	(109)	(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	40.04%	40.73%	40.60%	41.21%
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	69.1	51.8	39.2	30.0
PB	6.8	6.2	5.5	4.8

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。