



2018-10-19

公司研究报告

买入/维持

益丰药房(603939)

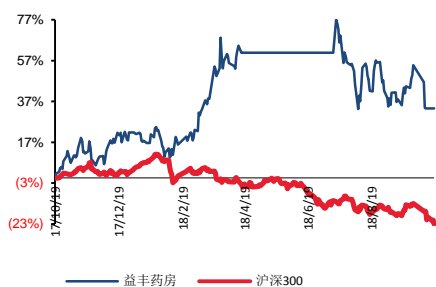
目标价: 65

昨收盘: 49.61

日常消费 食品与主要用品零售 II

把握药店优质股调整机遇

■ 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)	17,993/17,993
12个月最高/最低(元)	65.69/37.20

■ 相关研究报告:

益丰药房(603939)《持续收购区域龙头,巩固上海及华东地区布局》--2018/08/05

益丰药房(603939)《股权激励彰显信心,收购河北龙头加速全国布局》--2018/07/15

益丰药房(603939)《收购区域龙头进军华北,进一步拓展全国布局》--2018/06/24

■ 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: 10月18日,公司公告称,发行股份及支付现金购买河北新兴药房86.31%股份事项通过证监会批准: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,已经交割),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,发行股份1411万股。公司持有新兴药房的股权从4.69%增至91%,剩余9%由石朴英(新兴创始人郭生荣先生之配偶,新兴董事)。

■ 通过收购华北龙头迅速站稳脚跟,势力范围扩张至九省市:

1) 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。

2) 从财务数据看,标的2017年营收9.05亿(+29%),归母净利润4399万(+25%),净利率4.9%,毛利率34.4%;18H1收入4.99亿,归母净利润2811万,净利率5.5%,利润率高于行业平均且在提升;且新兴承诺2018-2020年扣非净利润不低于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。

3) 从门店分布看,截至2018H1,新兴药房拥有直营门店475家,其中石家庄222家,沧州74家,衡水52家,邯郸51家,廊坊22家,唐山16家,张家口16家,邢台13家,覆盖了河北11个地级市中的8个,另北京还有9家,在药店标的中具有稀缺性。新兴药房在河北省主要地级市的核心商业地段均设有门店,门店的区位和布局与益丰药房“区域聚焦”的战略契合,收购新兴有利于益丰在河北完成周边城市和渠道布局,进一步扩大在华北市场的门店布局密度和广度,提升市场份额和议价能力,提升持续经营能力,益丰门店数也将由上半年的2499家增至2974家。

■ 新兴将导入益丰精细化管理模式,强强联合:

收购新兴延续了益丰的收购风格: 偏好收购成熟、优质标的,看重门店位置,不追求低价,以便迅速在新市场站稳脚跟,提升议价能力。

管理赋能：收购门店的管理和运营纳入益丰统一管理，摊地管理成本和信息系统成本；**产品赋能：**相同品种纳入益丰采购体系，享受统采价格，采购成本降低，且门店导入益丰高毛利产品后能够提升毛利率；**员工赋能：**员工晋升通道更多，盈利能力提升后其薪酬水平也会随之提升。另一方面，新兴深耕华北累计的品牌及顾客资源，将全方位提升公司竞争实力，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。考虑新兴药房9月并表，按18年并表4个月，全年净利润6500万（业绩承诺值），91%的股权计算，18年预计贡献扣非净利润1971万。

医保刷卡影响在逐步消除，预计对Q3及全年影响较小：

今年二季度以来各地严格了对零售药店医保刷卡监管，部分地区出现非药品暂时下架的情况，对药店营收造成一定影响；但随着行业规范，非药品逐步恢复上架，预计对益丰Q3业绩影响有限。同时，益丰所在的江苏、上海、江西南昌等省市药店的距离限制和区域医保店数量限制在放开，新增。上半年公司新开店251家，预计全年新开店480家左右，新增门店并表及新增的门店和医保门店带来增量，维持全年35%的利润增速预期。

盈利预测：考虑新兴药房9月并表，预计2018-2020年净利润分别为4.25、5.72、7.53亿元，对应PE分别为44/33/25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，维持“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%
净利润(百万元)	314	425	572	753
(+/-%)	39.29%	37.38%	34.79%	31.63%
摊薄每股收益(元)	0.86	1.13	1.52	2.00
市盈率(PE)	52.64	44.04	32.67	24.82

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	1698	1693	1853	营业收入	3734	4807	6297	8218	10725
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	50	66	86
其他流动资产	1704	1255	1269	1322	1395	销售费用	1016	1294	1656	2153	2810
流动资产合计	3126	3357	4619	5388	6537	管理费用	154	199	315	411	536
长期股权投资	0	0	0	0	0	财务费用	-6	-4	-8	-17	-17
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	营业利润	297	427	577	779	1027
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	利润总额	306	428	582	784	1032
资产总计	4221	4783	6228	7294	8837	所得税	78	111	145	196	258
短期借款	0	0	0	0	0	净利润	228	317	436	588	774
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	归母股东净利润	224	314	425	572	753
其他负债	989	1273	1755	2121	2745	预测指标					
负债合计	1246	1603	2127	2605	3373		2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
股本	363	363	377	377	377	毛利率	39.62%	40.04%	40.49%	40.72%	40.95%
资本公积	2007	2007	2592	2592	2592	销售净利率	6.00%	6.52%	6.74%	6.96%	7.02%
留存收益	592	797	1109	1681	2434	销售收入增长率	31.21%	28.76%	31.00%	30.50%	30.50%
归母公司股东权益	2963	3167	4077	4650	5403	EBIT 增长率	32.21%	41.44%	35.15%	33.68%	32.34%
少数股东权益	13	12	24	40	60	净利润增长率	27.26%	40.03%	35.41%	34.79%	31.63%
股东权益合计	2975	3180	4101	4689	5463	ROE	7.56%	9.90%	10.41%	12.31%	13.94%
负债和股东权益	4221	4783	6228	7294	8837	ROA	5.30%	6.56%	6.82%	7.84%	8.52%
现金流量表(百万)						ROIC	8.51%	13.51%	18.37%	19.60%	21.45%
	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E	EPS(X)	0.66	0.86	1.13	1.52	2.00
经营性现金流	140	317	557	412	557	PE(X)	44.91	52.64	44.04	32.67	24.82
投资性现金流	-1541	-149	-190	-304	-398	PB(X)	3.63	5.21	4.58	4.02	3.46
融资性现金流	1344	-54	544	-113	0	PS(X)	2.88	3.43	2.97	2.27	1.74
现金增加额	0	0	0	0	0	EV/EBITDA(X)	26.88	29.36	27.17	20.64	15.66

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
华北销售	王均丽	13910596682	wangjl@tpyzq.com
华北销售	李英文	18910735258	liyew@tpyzq.com
华北销售	成小勇	18519233712	chengxy@tpyzq.com
华北销售	孟超	13581759033	mengchao@tpyzq.com
华北销售	袁进	15715268999	yuanjin@tpyzq.com
华北销售	付禹璇	18515222902	fuyx@tpyzq.com
华东销售	陈辉弥	13564966111	chenhm@tpyzq.com
华东销售	洪绚	13916720672	hongxuan@tpyzq.com
华东销售	张梦莹	18605881577	zhangmy@tpyzq.com
华东销售	李洋洋	18616341722	liyangyang@tpyzq.com
华东销售	杨海萍	17717461796	yanghp@tpyzq.com
华东销售	梁金萍	15999569845	liangjp@tpyzq.com
华东销售	宋悦	13764661684	songyue@tpyzq.com
华东销售	黄小芳	15221694319	huangxf@tpyzq.com
华南销售	张茜萍	13923766888	zhangqp@tpyzq.com
华南销售	杨帆	13925264660	yangf@tpyzq.com
华南销售	查方龙	18520786811	zhafl@tpyzq.com
华南销售	胡博涵	18566223256	hubh@tpyzq.com
华南销售	陈婷婷	18566247668	chentt@tpyzq.com
华南销售	张卓粤	13554982912	zhangzy@tpyzq.com
华南销售	王佳美	18271801566	wangjm@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。