



分析师：金鑫

Tel: 021-53686163

E-mail: jinxin1@shzq.com

SAC 证书编号：S0870518030001

基本数据 (2018Q3)

报告日股价 (元)	23.9
12mth A 股价格区间 (元)	18.42-34.5
总股本 (百万股)	567.77
无限售 A 股/总股本	53%
流通市值 (亿元)	71.54
每股净资产 (元)	6.95
PBR (X)	3.44
DPS (Y2017, 元)	10 派 3.00

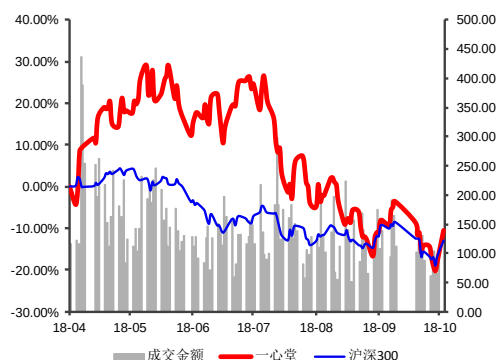
主要股东 (2018Q3)

阮鸿献	31.87%
刘琼	16.85%
广州白云山医药集团股份有限公司	7.38%

收入结构 (2018H1)

零售	94.41%
批发	2.85%
其他业务	2.74%

最近 6 个月股票与沪深 300 比较



业绩符合预期 门店扩张逐季改善

■ 公司动态事项

公司发布2018年第三季度报告。

■ 事项点评

业绩符合预期，期间费用率同比有所下降

公司2018年前三季度实现营业收入66.19亿元，同比增长18.15%；实现归母净利润4.19亿元，同比增长32.46%。分季度来看，公司2018Q3实现营业收入23.27亿元，同比增长19.30%；实现归母净利润1.26亿元，同比增长26.30%，公司聚焦“少区域高密度网点”策略，持续推进连锁门店的区域布局，在老店稳健内生性增长的基础上，维持较快的门店扩张速度，新店培育完成后逐步释放业绩，为公司业绩增长提供推动力。

公司2018年前三季度销售毛利率为40.87%，同比基本持平。公司2018年前三季度期间费用率为31.61%，同比下降1.50个百分点，其中：1) 销售费用率为26.97%，同比下降0.74个百分点；2) 管理费用率为4.11%，同比下降0.56个百分点；3) 财务费用率为0.53%，同比下降0.20个百分点。随着公司门店数量稳健增长，区域市场规模效应进一步体现，区域供应商整合能力不断增强，带动公司整体运营效率、盈利能力持续提升。

门店扩张逐季改善

截至2018年9月底，公司拥有直营连锁门店5,471家，同比增长9.22%，受并购标的成本增加影响，公司门店收购业务放缓，2018年新增门店以自建为主，前三季度净新增门店405家，正在筹备门店174家。分季度来看，公司2018Q1-Q3净新增门店分别为89家、198家、207家，门店扩张速度逐季改善，考虑到公司目前正在筹备门店174家，预计公司2018年全年净新增门店有望达到600家以上。

云南以外区域门店数量占比为37.47%，同比上升0.62个百分点，公司精耕西南市场，其中川渝市场在经历公司整合、培育后经营效率显著提升，川渝市场整体2018Q1实现盈利，川渝区域2018H1市场销售占比为12.98%，交易次数同比增长45.76%，客单价同比增长1.29%，预计川渝区域市场销售占比将持续扩大。

■ 风险提示

门店扩张速度不及预期风险；并购的新门店经营、整合不及预期风险；两票制、分级诊疗等行业政策风险；医药电商等创新业务发展

不及预期风险

■ 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为0.94、1.16元，以10月22日收盘价23.90元计算，动态PE分别为25.34倍和20.63倍。我们认为：1）公司深耕云南区域市场，门店布局密集度高且盈利能力强，保持稳健的内生性增长；2）公司持续向云南省外重点区域（川渝、华南、华北等）推进，通过标准化门店运营体系、区域规模直营等竞争优势，保障了较强的门店连锁复制能力，目前川渝市场已实现盈利，随着云南省外区域市场销售占比逐步扩大，持续为公司贡献业绩弹性。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	7,751.14	9,383.05	11,274.51	13,446.64
年增长率	24.03%	21.05%	20.16%	19.27%
归属于母公司的净利润	422.71	535.59	657.85	799.69
年增长率	19.62%	26.70%	22.83%	21.56%
每股收益（元）	0.74	0.94	1.16	1.41
PER（X）	32.10	25.34	20.63	16.97

注：有关指标按当年股本摊薄

■ 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	2,196	2,275	2,719	3,347
存货	1,626	2,017	2,372	2,875
应收账款及票据	788	796	1,171	1,176
其他	386	803	743	1,021
流动资产合计	4,996	5,891	7,005	8,418
长期股权投资	12	12	12	12
固定资产	502	482	434	386
在建工程	7	7	7	7
无形资产	83	75	67	60
其他	1,546	1,451	1,360	1,264
非流动资产合计	2,150	2,027	1,881	1,730
资产总计	7,147	7,918	8,886	10,148
短期借款	100	100	100	100
应付账款及票据	1,904	2,617	2,829	3,682
其他	638	542	693	628
流动负债合计	2,643	3,259	3,622	4,410
长期借款和应付债券	796	530	707	678
其他	14	10	11	12
非流动负债合计	810	540	718	690
负债合计	3,453	3,799	4,340	5,099
少数股东权益	0	0	0	0
股东权益合计	3,694	4,119	4,546	5,049
负债和股东权益总计	7,147	7,918	8,886	10,148

现金流量表 (单位: 百万元)

指标	2017A	2018E	2019E	2020E
净利润	423	536	658	800
折旧和摊销	139	78	82	86
营运资本变动	(192)	(107)	(215)	98
经营活动现金流	391	528	549	1,006
资本支出	5	(51)	(26)	(30)
投资收益	2	2	2	3
投资活动现金流	(286)	(48)	(24)	(28)
股权融资	47	0	0	0
负债变化	0	0	0	0
股息支出	(170)	(192)	(231)	(297)
融资活动现金流	443	(400)	(81)	(351)
净现金流	548	79	444	628

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	7,751	9,383	11,275	13,447
营业成本	4,533	5,505	6,631	7,927
营业税金及附加	63	61	80	97
营业费用	2,157	2,608	3,095	3,644
管理费用	355	422	507	605
财务费用	56	24	26	25
资产减值损失	80	89	103	130
投资收益	2	2	2	3
公允价值变动损益	0	0	0	0
营业利润	507	676	835	1,021
营业外收支净额	39	43	48	52
利润总额	547	719	883	1,073
所得税	124	183	225	274
净利润	423	536	658	800
少数股东损益	0	0	0	0
归属母公司股东净利润	423	536	658	800

财务比率分析

指标	2017A	2018E	2019E	2020E
总收入增长率	24.03%	21.05%	20.16%	19.27%
EBITDA 增长率	29.92%	21.73%	21.30%	19.96%
EBIT 增长率	33.12%	23.56%	23.19%	21.39%
净利润增长率	19.62%	26.70%	22.83%	21.56%
毛利率	41.52%	41.33%	41.19%	41.05%
EBITDA/总收入	8.24%	8.29%	8.37%	8.42%
EBIT/总收入	7.30%	7.45%	7.64%	7.78%
净利率	5.45%	5.71%	5.83%	5.95%
资产负债率	48.31%	47.55%	47.82%	48.43%
流动比率	1.89	1.83	1.99	2.00
速动比率	1.28	1.21	1.33	1.34
总资产回报率 (ROA)	5.92%	6.70%	7.25%	7.60%
净资产收益率 (ROE)	11.44%	12.78%	13.89%	14.73%
EV/营业收入	1.6	1.2	1.4	1.1
EV/EBITDA	15.1	16.6	13.4	10.5
PE	32.1	25.3	20.6	17.0
PB	3.7	3.3	3.0	2.7

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。