



分析师：金鑫

Tel: 021-53686163

E-mail: jinxin1@shzq.com

SAC 证书编号：S0870518030001

基本数据 (2018Q4)

报告日股价 (元)	22.66
12mth A 股价格区间 (元)	16.53-35.12
总股本 (百万股)	567.77
无限售 A 股/总股本	53%
流通市值 (亿元)	67.83
每股净资产 (元)	7.13
PBR (X)	3.18
DPS (Y2018, 元)	10 派 3.00

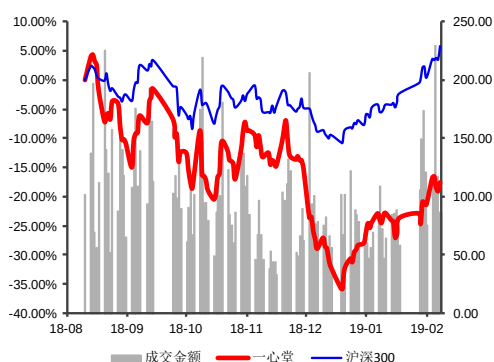
主要股东 (2018Q4)

阮鸿献	32.17%
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 (2018Y)

零售	94.81%
批发	2.68%
其他业务	2.51%

最近 6 个月股票与沪深 300 比较



业绩基本符合预期 2019 年门店扩张速度有望进一步改善

■ 公司动态事项

公司发布2018年年度报告。

■ 事项点评

业绩维持较快增速，基本符合预期

公司2018年实现营业收入91.76亿元，同比增长18.39%，其中2018Q4实现营业收入25.57亿元，同比增长19.01%，基本符合预期。分区域来看，云南区域2018年营业收入同比增长19.41%，云南省外区域经过前两年的培育后呈较快增长的态势，其中四川、广西、贵州2018年营业收入分别同比增长27.71%、20.29%、20.47%，高于公司整体的收入增速。

分店龄来看，2017年以前开业的门店营业收入同比增长9.47%，净利率水平为15.36%，收入增长稳健且净利率水平较高；2017年开业的门店营业收入同比增长101.39%，净利率水平为2.96%，新开店和次新店是公司收入增长的主要来源，但净利率水平较成熟门店尚有改善空间，随着店龄的增长，固定费用逐步被摊薄，利润增速与收入增速的差距逐步缩小，带动新增门店净利率水平提升。

公司2018年实现归母净利润5.21亿元，同比增长23.27%，其中2018Q4实现归母净利润1.03亿元，同比下降3.94%，主要原因是商誉减值导致资产减值损失同比增长、上年同期销售毛利率偏高等因素，公司2018Q4实现扣非净利润0.93亿元，同比增长16.10%。

门店扩张逐季改善，计划2019年新建门店1,200家

截至2018年12月底，公司拥有直营连锁门店5,758家，同比增长13.66%，2018年全年净新增门店692家，其中2018Q1-Q4分别净新增门店89家、109家、207家、287家，2018H2门店扩张速度明显加快。公司计划2019年新建门店1,200家，相当于2018年末门店总数的20.8%，其中云南省外区域、云南省内区域分别新增门店650家、550家，预计公司2019年全年门店扩张速度较2018年将进一步改善。

公司2018年云南省外区域门店数量占比为38.19%，同比上升1.38个百分点，公司计划2019年将川渝市场作为主攻市场，在继续进行门店的密集合理布局的基础上，通过精细化管理、专业化服务等方式提升门店质量，为川渝市场的快速发展保驾护航。

受益于处方外流、DTP品种推进等因素，医保门店业绩靓丽

公司2018年医保门店收入规模较平均门店高20.96%，其中开通特

慢病医保支付的门店达341家，平均单店收入较公司店均收入、公司医保门店店均收入分别高51.93%、25.60%。公司2018年销售DTP品种数量达103个，2016-2018年DTP产品收入占比分别为0.56%、0.72%、0.82%，占公司整体收入的比例较低但呈快速增长的态势。DTP商品的顾客粘性较强，DTP销售增加会带来稳定的客流，随着处方外流、DTP品种引进、带量采购品种药店渠道拓展、特慢病账户支付的开放，公司医保门店的单店业绩水平有望进一步提高。

截至2018年12月底，公司取得各类“医疗保险定点零售药店”资格的门店达4,593家，占药店总数的79.77%，同比上升0.57个百分点。其中，华南地区医保店占比达49.15%，同比上升3.07个百分点，受政策调整利好，华南地区医保门店数量快速增长，仍有进一步提升医保门店比例的空间。

■ 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；商誉减值风险

■ 投资建议

未来六个月，维持“谨慎增持”评级

结合2018年年报调整公司19、20年EPS至1.11、1.37元，以2月25日收盘价22.66元计算，动态PE分别为20.40倍和16.50倍。我们认为：1）公司深耕云南省内区域市场，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，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)	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入	9,176.27	10,918.83	12,949.45	15,304.58
年增长率	18.39%	18.99%	18.60%	18.19%
归属于母公司的净利润	521.07	630.52	779.69	944.48
年增长率	23.27%	21.00%	23.66%	21.14%
每股收益 (元)	0.92	1.11	1.37	1.66
PER (X)	24.69	20.40	16.50	13.62

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	2018A	2019E	2020E	2021E
货币资金	1,352	2,320	3,014	3,446
存货	1,866	2,308	2,647	3,203
应收账款及票据	788	1,129	1,149	1,520
其他	1,051	853	907	1,159
流动资产合计	5,057	6,611	7,718	9,328
长期股权投资	81	81	81	81
固定资产	493	432	367	300
在建工程	43	43	43	43
无形资产	85	76	68	59
其他	1,598	1,499	1,384	1,270
非流动资产合计	2,299	2,131	1,943	1,753
资产总计	7,356	8,741	9,661	11,080
短期借款	0	0	0	0
应付账款及票据	2,182	2,702	3,095	3,749
其他	1,107	881	880	959
流动负债合计	3,289	3,584	3,975	4,708
长期借款和应付债券	0	530	442	324
其他	17	14	15	15
非流动负债合计	17	544	457	339
负债合计	3,306	4,127	4,432	5,047
少数股东权益	4	4	4	4
股东权益合计	4,050	4,614	5,228	6,033
负债和股东权益总计	7,356	8,741	9,661	11,080

现金流量表 (单位: 百万元)

指标	2018A	2019E	2020E	2021E
净利润	520	631	780	944
折旧和摊销	181	76	76	76
营运资本变动	(1,012)	337	6	(449)
经营活动现金流	636	1,054	865	587
资本支出	(2)	(6)	(4)	(0)
投资收益	24	26	29	32
投资活动现金流	(894)	20	25	32
股权融资	0	0	0	0
负债变化	0	0	0	0
股息支出	0	(147)	(165)	(140)
融资活动现金流	(720)	(106)	(196)	(187)
净现金流	(979)	968	694	432

数据来源: WIND 上海证券研究所

利润表 (单位: 百万元)

指标	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入	9,176	10,919	12,949	15,305
营业成本	5,457	6,523	7,743	9,141
营业税金及附加	71	82	101	118
营业费用	2,455	2,893	3,393	3,979
管理费用	399	470	544	643
财务费用	41	37	31	47
资产减值损失	94	102	129	151
投资收益	24	26	29	32
公允价值变动损益	0	0	0	0
营业利润	684	838	1,038	1,258
营业外收支净额	7	8	9	10
利润总额	692	846	1,047	1,268
所得税	172	216	267	323
净利润	520	631	780	944
少数股东损益	(1)	0	0	0
归属母公司股东净利润	521	631	780	944

财务比率分析

指标	2018A	2019E	2020E	2021E
总收入增长率	18.39%	18.99%	18.60%	18.19%
EBITDA 增长率	25.06%	19.07%	20.41%	20.64%
EBIT 增长率	28.03%	20.81%	22.12%	22.11%
净利润增长率	23.27%	21.00%	23.66%	21.14%
毛利率	40.53%	40.26%	40.21%	40.27%
EBITDA/总收入	8.71%	8.71%	8.85%	9.03%
EBIT/总收入	7.90%	8.02%	8.26%	8.53%
净利润率	5.68%	5.77%	6.02%	6.17%
资产负债率	44.95%	47.22%	45.88%	45.55%
流动比率	1.54	1.84	1.94	1.98
速动比率	0.97	1.20	1.28	1.30
总资产回报率 (ROA)	7.07%	7.21%	8.07%	8.52%
净资产收益率 (ROE)	12.88%	13.68%	14.92%	15.67%
EV/营业收入	1.2	1.0	1.0	0.8
EV/EBITDA	11.3	11.5	9.0	7.3
PE	24.7	20.4	16.5	13.6
PB	3.2	2.8	2.5	2.1

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。