

日期: 2019年04月23日

行业: 医药商业



# 业绩增长稳健 持续深化华南区域门店布局

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)	45.75
12mth A 股价格区间 (元)	37.0-77.12
总股本 (百万股)	400.01
无限售 A 股/总股本	16%
流通市值 (亿元)	29.77
每股净资产 (元)	7.60
PBR (X)	6.02
DPS (Y2018, 元)	10 转增 3 股派 6.00

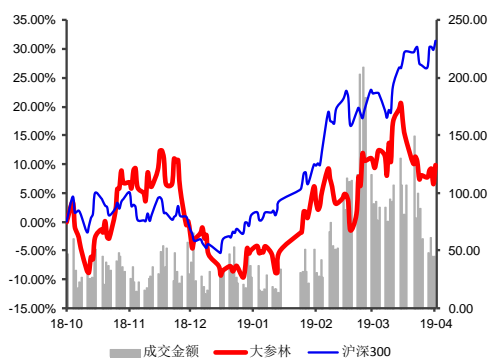
## 主要股东 (2018Q4)

柯云峰	22.5%
柯金龙	22.5%
柯康保	17.55%

## 收入结构 (2018Y)

医药零售	98.4%
医药批发	1.7%

## 最近 6 个月股票与沪深 300 比较



## ■ 公司动态事项

公司发布2018年年度报告。

## ■ 事项点评

### 销售费用率同比有所提升, 拖累利润增速

公司2018年实现营业收入88.59亿元, 同比增长19.38%; 实现归母净利润5.32亿元, 同比增长11.93%。分季度来看, 公司2018Q4实现营业收入25.60亿元, 同比增长20.67%; 实现归母净利润1.18亿元, 同比增长8.67%, 利润增速低于收入增速的主要原因是销售费用率同比有所上升。公司2018年期间费用率为33.13%, 同比上升2.20个百分点, 其中销售费用率为28.07%, 同比上升2.16个百分点, 主要受自身业务增长及新并购项目而带来的相应费用增长等因素影响。短期来看, 公司保持较快的门店扩张速度, 新增门店前期投入较大, 导致销售费用同比快速增长, 拖累利润端同比增速。长期来看, 公司2016-2018年门店总数分别同比增长25.40%、23.91%、29.98%, 随着新增门店培育期结束后逐步释放业绩, 将逐步摊薄职工薪酬、房租、促销费等销售成本, 叠加公司坚持发展自有物流配送、精细化管理等因素, 公司整体盈利能力有望逐步提升。

### 门店维持较快扩张速度, 下沉开拓层级深耕华南区域市场

截至2018年年底, 公司拥有直营连锁门店3,880家, 2016-2018年门店总数分别同比增长25.40%、23.91%、29.98%, 保持较快的门店扩张速度。公司2018年净新增门店895家, 其中自建门店701家, 并购门店266家, 关闭门店41家。公司坚持“深耕华南, 布局全国”的发展战略, 一方面, 公司2018年在两广地区自建门店619家, 占自建门店的比例为88%, 公司下沉开拓层级, 逐步形成覆盖两广地区县城、乡镇的门店网络布局; 另一方面, 公司加快并购的步伐, 通过并购整合重点拓展河南、福建等区域市场, 不断推进全国布局。

### 拓展DTP药房等新兴业务, 培育新的业绩增长点

截至2018年年底, 公司拥有医保门店3,018家, 占公司门店总数的比例为77.78%, 同比基本持平。分区域来看, 华东区域、华中区域医保门店比例分别为4.12%、7.84%, 较华南地区(66.60%)有较大的提升空间。公司2018年筹建完成30多家DTP专业药房, 并建立了DTP管理团队, 与业内领先的处方药厂家紧密合作, 有望享受处方外流带来的政策红利, 推动DTP业务快速发展。

## ■ 风险提示

门店扩张不及预期的风险；跨区域发展风险；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

结合2018年年报调整公司19、20年EPS至1.53、1.75元，以4月22日收盘价45.75元计算，动态PE分别为29.94倍和26.19倍。我们认为，公司是深耕华南、布局全国的零售药店龙头，已建立了覆盖广东、广西、河南、福建、江西、浙江等多个重点区域市场的门店布局，近3年门店数量保持较快扩张速度，随着新增门店培育期结束后逐步释放业绩，将带动公司整体业绩规模、盈利能力提升。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	8,859.27	10,457.69	12,129.72	13,937.71
年增长率	19.38%	18.04%	15.99%	14.91%
归属于母公司的净利润	531.63	611.28	698.66	790.99
年增长率	11.93%	14.98%	14.29%	13.22%
每股收益(元)	1.33	1.53	1.75	1.98
PER(X)	34.42	29.94	26.19	23.14

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	2018A	2019E	2020E	2021E
货币资金	1,329	2,014	2,734	3,655
存货	1,886	2,356	2,700	3,123
应收账款及票据	469	525	656	696
其他	341	396	631	432
流动资产合计	4,025	5,291	6,721	7,905
长期股权投资	5	5	5	5
固定资产	841	899	962	962
在建工程	142	142	142	142
无形资产	288	273	257	242
其他	1,236	1,074	983	828
非流动资产合计	2,512	2,393	2,350	2,179
<b>资产总计</b>	<b>6,537</b>	<b>7,683</b>	<b>9,071</b>	<b>10,084</b>
短期借款	326	326	326	326
应付账款及票据	2,730	3,363	4,160	4,481
其他	358	303	335	328
流动负债合计	3,414	3,992	4,821	5,136
长期借款和应付债券	21	21	21	21
其他	15	18	18	17
非流动负债合计	36	39	40	38
<b>负债合计</b>	<b>3,450</b>	<b>4,031</b>	<b>4,861</b>	<b>5,174</b>
少数股东权益	49	67	72	78
股东权益合计	3,087	3,652	4,211	4,911
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>6,537</b>	<b>7,683</b>	<b>9,071</b>	<b>10,084</b>

现金流量表 (单位: 百万元)

指标	2018A	2019E	2020E	2021E
净利润	526	611	699	791
折旧和摊销	238	137	167	191
营运资本变动	973	104	225	214
<b>经营活动现金流</b>	<b>874</b>	<b>874</b>	<b>1,085</b>	<b>1,181</b>
资本支出	(174)	(180)	(215)	(175)
投资收益	23	0	0	0
<b>投资活动现金流</b>	<b>(317)</b>	<b>(138)</b>	<b>(227)</b>	<b>(182)</b>
股权融资	0	0	0	0
负债变化	21	0	0	0
股息支出	0	(103)	(157)	(104)
<b>融资活动现金流</b>	<b>(437)</b>	<b>(51)</b>	<b>(138)</b>	<b>(79)</b>
<b>净现金流</b>	<b>120</b>	<b>685</b>	<b>720</b>	<b>920</b>

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
<b>营业收入</b>	<b>8,859</b>	<b>10,458</b>	<b>12,130</b>	<b>13,938</b>
营业成本	5,170	6,377	7,422	8,550
营业税金及附加	62	75	86	99
营业费用	2,487	2,646	3,093	3,554
管理费用	415	491	568	653
财务费用	32	2	(9)	(22)
资产减值损失	11	16	19	20
投资收益	23	0	0	0
公允价值变动损益	0	0	0	0
<b>营业利润</b>	<b>718</b>	<b>851</b>	<b>950</b>	<b>1,082</b>
营业外收支净额	1	0	0	0
<b>利润总额</b>	<b>720</b>	<b>851</b>	<b>950</b>	<b>1,082</b>
所得税	194	221	247	285
净利润	526	630	703	798
少数股东损益	(6)	19	4	7
<b>归属母公司股东净利润</b>	<b>532</b>	<b>611</b>	<b>699</b>	<b>791</b>

财务比率分析

指标	2018A	2019E	2020E	2021E
总收入增长率	19.38%	18.04%	15.99%	14.91%
EBITDA 增长率	16.34%	15.88%	11.84%	12.98%
EBIT 增长率	12.30%	15.65%	10.29%	12.72%
净利润增长率	11.93%	14.98%	14.29%	13.22%
毛利率	41.65%	39.02%	38.81%	38.65%
EBITDA/总收入	9.65%	9.47%	9.13%	8.98%
EBIT/总收入	8.33%	8.16%	7.76%	7.61%
净利润率	6.00%	5.85%	5.76%	5.68%
资产负债率	52.78%	52.47%	53.58%	51.31%
流动比率	1.18	1.33	1.39	1.54
速动比率	0.63	0.74	0.83	0.93
总资产回报率 (ROA)	8.04%	8.20%	7.75%	7.91%
净资产收益率 (ROE)	17.50%	17.05%	16.88%	16.37%
EV/营业收入	2.6	1.6	1.5	1.3
EV/EBITDA	16.7	16.3	14.0	11.8
PE	34.4	29.9	26.2	23.1
PB	6.0	5.1	4.4	3.8

## 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。