



分析师：金鑫

Tel: 021-53686163

E-mail: jinxin1@shzq.com

SAC 证书编号：S0870518030001

基本数据 (2019Q2)

报告日股价 (元)	74.30
12mth A 股价格区间 (元)	39.00-74.30
总股本 (百万股)	378.92
无限售 A 股/总股本	96%
流通市值 (亿元)	279
每股净资产 (元)	11.39
PBR (X)	6.52
DPS (Y2018, 元)	10 派 3.00

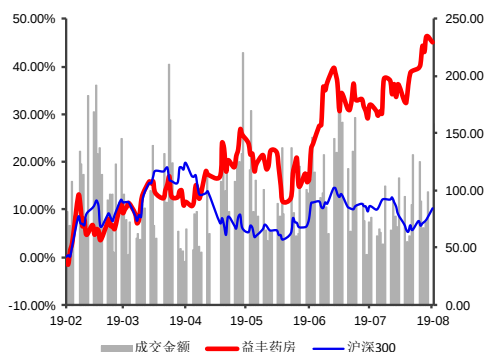
主要股东 (2019Q2)

宁波梅山保税港区济康企业管理合伙企业(有限合伙)	25.95%
高毅	12.28%
CAPITAL TODAY INVESTMENT XV (HK) LIMITED	10.11%

收入结构 (2018Y)

零售	98.04%
批发	1.96%

最近 6 个月股票与沪深 300 比较



业绩持续高速增长 拟发行可转债助推业务发展

■ 公司动态事项

公司发布2019年半年度报告。

■ 事项点评

内生+收购并举，业绩增长强劲

公司2019年上半年实现营业收入50.48亿元，同比增长68.65%；实现归母净利润3.08亿元，同比增长36.78%；实现扣非归母净利润3.03亿元，同比增长46.69%，公司业绩高速增长主要受益于老店同比内生增长和门店扩张并举，新兴药房2019H1实现营业收入、净利润分别为13.99亿元、0.61亿元，剔除并表因素影响，公司2019H1营业收入、净利润分别同比增长49.38%、26.40%。分季度来看，公司2019Q2实现营业收入25.79亿元，同比增长70.59%；实现归母净利润1.61亿元，同比增长29.47%。

19H1净新增门店超500家，有望延续高速门店扩张的态势

截至2019年6月底，公司门店总数达4,127家（含加盟店256家），同比增长65.15%，其中19Q1-Q2分别净新增347家、169家门店，公司计划2019年通过“自建+收购”新增门店1,000家，有望延续高速门店扩张的态势。公司2019年上半年净新增门店中，新开门店368家（含加盟店87家），收购门店204家，关闭56家，随着公司品牌渗透率不断增强，新店选址能力、新店质量不断提升，公司的关店率保持在较低水平。公司拥有会员人数达2,600万人，同比提升近44%，会员销售占比为84.03%，较上年同期进一步提升。

公司2019年上半年医保门店占比为75.51%，较2019年底提升0.55个百分点，分区域来看，华东地区医保门店占比为64.37%，较2019年底提升3.05个百分点，受益于医保定点政策的推进，公司华东区域医保门店占比保持快速增长的态势。

拟公开发行可转债，用于新建连锁药店等项目

2019年8月，公司公告披露公开发行可转债预案，发行总额不超过15.81亿元，用于江苏益丰医药产品分拣加工一期项目（1.6亿元）、上海益丰医药产品智能分拣中心项目（1.3亿元）、江西益丰医药产业园建设一期项目（0.8亿元）、新建连锁药店项目（6.8亿元）、老店升级改造项目（1.0亿元）、数字化智能管理平台建设项目（0.4亿元）、补充流动资金（3.9亿元）等。其中，新建连锁药店项目拟在湖南、上海、江苏、江西、湖北、广东、河北七省市合计新建连锁门店1,500家，建设期为3年，有利于深化区域市场门店布局的同时夯实华北等新进区

域市场的竞争地位，保障公司保持较快的门店扩张速度。

■ 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；新增门店培育、整合不及预期风险；商誉减值风险。

■ 投资建议

未来六个月，维持“谨慎增持”评级

预计公司19、20年EPS至1.50、1.99元，以8月19日收盘价74.30元计算，动态PE分别为49.85倍和37.46倍。我们认为，公司贯彻“区域聚焦、稳健扩张”的发展战略，预计2019年有望维持门店高速扩张的态势，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)	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入	6,912.58	9,582.21	12,264.72	15,402.10
年增长率	43.79%	38.62%	27.99%	25.58%
归属于母公司的净利润	416.41	564.73	751.52	983.47
年增长率	32.83%	35.62%	33.08%	30.86%
每股收益 (元)	1.10	1.49	1.98	2.60
PER (X)	67.61	49.85	37.46	28.63

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	1,297	1,246	1,684	2,468
存货	1,440	1,628	2,243	2,626
应收账款及票据	783	812	1,282	1,375
其他	721	875	906	1,043
流动资产合计	4,242	4,560	6,115	7,513
长期股权投资	28	28	28	28
固定资产	397	384	366	347
在建工程	20	20	20	20
无形资产	251	239	227	215
其他	2,931	2,853	2,810	2,795
非流动资产合计	3,626	3,523	3,450	3,404
资产总计	7,868	8,083	9,565	10,917
短期借款	5	94	0	0
应付账款及票据	2,476	2,582	3,834	4,332
其他	418	266	328	345
流动负债合计	2,898	2,942	4,162	4,677
长期借款和应付债券	745	393	0	0
其他	55	49	50	51
非流动负债合计	800	441	50	51
负债合计	3,698	3,383	4,212	4,728
少数股东权益	111	145	191	250
股东权益合计	4,170	4,700	5,353	6,189
负债和股东权益总计	7,868	8,083	9,565	10,917

现金流量表 (单位: 百万元)

指标	2018A	2019E	2020E	2021E
净利润	416	565	752	983
折旧和摊销	148	73	82	92
营运资本变动	769	(307)	238	(91)
经营活动现金流	511	368	1,108	1,023
资本支出	(65)	(48)	(52)	(61)
投资收益	65	0	0	0
投资活动现金流	(482)	(67)	(59)	(50)
股权融资	14	0	0	0
负债变化	745	(352)	(393)	0
股息支出	0	(169)	(150)	(197)
融资活动现金流	526	(352)	(610)	(189)
净现金流	555	(51)	439	784

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	6,913	9,582	12,265	15,402
营业成本	4,166	5,794	7,362	9,220
营业税金及附加	47	67	86	107
营业费用	1,896	2,539	3,250	4,082
管理费用	268	355	479	589
财务费用	13	3	(8)	(21)
资产减值损失	18	24	33	40
投资收益	65	0	0	0
公允价值变动损益	0	0	0	0
营业利润	578	800	1,063	1,385
营业外收支净额	3	0	0	0
利润总额	581	800	1,063	1,385
所得税	140	201	266	342
净利润	442	599	797	1,043
少数股东损益	25	34	45	59
归属母公司股东净利润	416	565	752	983

财务比率分析

指标	2018A	2019E	2020E	2021E
总收入增长率	43.79%	38.62%	27.99%	25.58%
EBITDA 增长率	39.62%	34.13%	29.68%	28.23%
EBIT 增长率	39.55%	37.81%	31.28%	29.44%
净利润增长率	32.83%	35.62%	33.08%	30.86%
毛利率	39.73%	39.53%	39.97%	40.14%
EBITDA/总收入	9.45%	9.14%	9.26%	9.46%
EBIT/总收入	8.43%	8.38%	8.60%	8.86%
净利率	6.02%	5.89%	6.13%	6.39%
资产负债率	47.00%	41.85%	44.03%	43.31%
流动比率	1.46	1.55	1.47	1.61
速动比率	0.97	1.00	0.93	1.04
总资产回报率 (ROA)	5.61%	7.41%	8.33%	9.55%
净资产收益率 (ROE)	10.26%	12.40%	14.56%	16.56%
EV/营业收入	3.2	2.2	2.2	1.7
EV/EBITDA	23.2	24.3	18.0	13.5
PE	67.6	49.6	37.3	28.5
PB	6.9	6.1	5.4	4.7

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。