

日期: 2019年08月30日

行业: 医药商业



分析师: 金鑫

Tel: 021-53686163

E-mail: jinxin1@shzq.com

SAC 证书编号: S0870518030001

业绩持续快速增长 门店扩张稳健

■ 公司动态事项

公司发布2019年半年度报告。

■ 事项点评

19Q2 收入端延续高速增长, 利润端同比增速较 19Q1 进一步提高

公司2019年上半年实现营业收入52.52亿元, 同比增长28.65%; 实现归母净利润3.81亿元, 同比增长32.21%; 实现扣非净利润3.73亿元, 同比增长33.93%。分季度来看, 公司2019Q2实现收入26.74亿元, 同比增长30.51%; 实现归母净利润1.97亿元, 同比增长39.52%; 实现扣非净利润1.39亿元, 同比增长40.26%。总体来看, 公司19Q2收入端延续高速增长, 利润端同比增速较19Q1进一步提高。公司业绩高速增长的主要原因包括: 1) 公司优化商品陈列图并提升门店的空间产出, 老店保持强劲的内生性增长, 华南区域有效月均平效为2,768.70元/平方米, 同比提升1.37%; 2) 公司持续深化门店布局, 2016-2018年门店总数的CAGR为26.41%, 新增门店培育后借助公司品牌、供应链、精细化管理等竞争优势业绩快速提升, 实现高质量的外延增长; 3) 受处方外流等医改政策影响, 公司2019H1处方药收入同比增长31.65% (处方药销售占比为28.60%), 同时O2O、DTP等新业务也实现了快速增长。

基本数据 (2019Q2)

报告日股价 (元)	54.05
12mth A 股价格区间 (元)	37.0-66.96
总股本 (百万股)	520.01
无限售 A 股/总股本	16%
流通市值 (亿元)	45.08
每股净资产 (元)	6.10
PBR (X)	8.86
DPS (Y2018, 元)	10 转增 3 股派 6.00

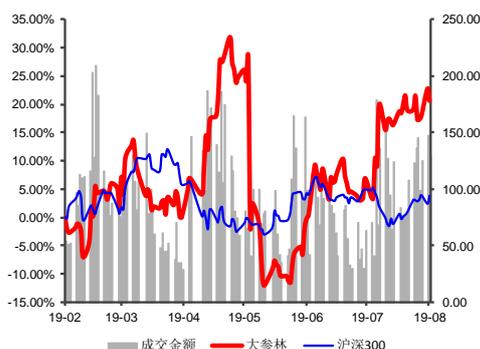
主要股东 (2019Q2)

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



门店扩张稳健, 深耕华南区域市场

截至2019年6月底, 公司拥有直营连锁门店4,153家, 同比增长23.96%, 上半年净新增门店273家, 维持稳健的门店扩张速度。其中, 公司上半年自建门店156家, 收购门店118家, 关店40家, 自建门店数量较上年同期有所放缓。分区域来看, 广东、广西分别新增门店164、48家, 营业收入分别同比增长22.03%、48.61%, 公司继续深耕华南区域市场, 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。

期间费用率控制良好, 净营运周期明显改善

公司2019年上半年销售毛利率为40.00%, 同比下降1.67个百分点, 预计主要是处方药销售等低毛利业态收入增速较高等因素所致。公司2019年上半年期间费用率为29.72%, 同比下降2.12个百分点, 其中销售费用率为25.38%, 同比下降1.73个百分点。总体来看, 公司毛利率下降与期间费用率下降带来的影响互相抵消, 销售净利率水平较上年同期小幅提升。公司2019H1经营性现金流量净额为5.75亿元, 同比增长253.06%, 主要是公司优化库存提高营运能力等因素所致。公

司2019H1存货周转天数为110.54天，同比下降22.02天，净营运周期明显改善。

■ 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；行业严查医保刷卡及药师挂证等行业政策风险。

■ 投资建议

未来六个月，维持“谨慎增持”评级

结合2019年中报调整公司19、20年EPS至1.69、2.06元，以8月27日收盘价54.05元计算，动态PE分别为31.89倍和26.22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	11,030.48	13,318.95	15,943.41
年增长率	19.38%	24.51%	20.75%	19.70%
归属于母公司的净利润	531.63	677.88	824.44	992.86
年增长率	11.93%	27.51%	21.62%	20.43%
每股收益(元)	1.33	1.69	2.06	2.48
PER(X)	40.67	31.89	26.22	21.78

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	1,981	2,684	3,534
存货	1,886	2,520	2,957	3,626
应收账款及票据	469	579	718	828
其他	341	403	643	456
流动资产合计	4,025	5,483	7,001	8,445
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
资产总计	6,537	7,875	9,351	10,624
短期借款	326	326	326	326
应付账款及票据	2,730	3,599	4,550	5,218
其他	358	304	337	332
流动负债合计	3,414	4,229	5,213	5,876
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
负债合计	3,450	4,268	5,252	5,914
少数股东权益	49	70	75	83
股东权益合计	3,087	3,608	4,099	4,710
负债和股东权益总计	6,537	7,875	9,351	10,624

现金流量表 (单位: 百万元)

指标	2018A	2019E	2020E	2021E
净利润	526	678	824	993
折旧和摊销	238	137	167	191
营运资本变动	973	116	274	233
经营活动现金流	874	978	1,292	1,444
资本支出	(174)	(180)	(215)	(175)
投资收益	23	0	0	0
投资活动现金流	(317)	(138)	(227)	(182)
股权融资	0	0	0	0
负债变化	21	0	0	0
股息支出	(240)	(216)	(351)	(396)
融资活动现金流	(437)	(188)	(363)	(411)
净现金流	120	652	702	851

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	8,859	11,030	13,319	15,943
营业成本	5,170	6,623	8,039	9,665
营业税金及附加	62	79	95	113
营业费用	2,487	2,824	3,396	4,018
管理费用	415	517	624	747
财务费用	32	26	22	18
资产减值损失	11	17	21	23
投资收益	23	0	0	0
公允价值变动损益	0	0	0	0
营业利润	718	944	1,121	1,359
营业外收支净额	1	0	0	0
利润总额	720	944	1,121	1,359
所得税	194	245	292	358
净利润	526	699	829	1,001
少数股东损益	(6)	21	5	8
归属母公司股东净利润	532	678	824	993

财务比率分析

指标	2018A	2019E	2020E	2021E
总收入增长率	19.38%	24.51%	20.75%	19.70%
EBITDA 增长率	16.34%	29.48%	18.39%	19.65%
EBIT 增长率	12.30%	31.42%	17.94%	20.41%
净利润增长率	11.93%	27.51%	21.62%	20.43%
毛利率	41.65%	39.95%	39.64%	39.38%
EBITDA/总收入	9.65%	10.04%	9.84%	9.83%
EBIT/总收入	8.33%	8.79%	8.59%	8.64%
净利润率	6.00%	6.15%	6.19%	6.23%
资产负债率	52.78%	54.19%	56.17%	55.66%
流动比率	1.18	1.30	1.34	1.44
速动比率	0.63	0.70	0.78	0.82
总资产回报率 (ROA)	8.04%	8.87%	8.87%	9.42%
净资产收益率 (ROE)	17.50%	19.16%	20.49%	21.46%
EV/营业收入	2.6	1.6	1.8	1.4
EV/EBITDA	16.7	17.6	14.4	11.6
PE	52.9	31.9	26.2	21.8
PB	9.3	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。