

益丰药房（603939）重大事项点评

并购加速，继续夯实中华华东优势区域布局



中信证券
CITIC SECURITIES

中信证券研究部

2018 年 1 月 8 日

田加强

电话：021-20622115

邮件：tianjiaqiang@citics.com

执业证书编号：S1010515070002 执业证书编号：S1010516100003

陈竹

电话：021-20622139

邮件：czhu@citics.com

投资评级

买入（维持）

当前价：45.2 元

目标价：52.5 元

事项：

公司 1 月 5 号晚公告多项门店收购，其中全资子公司江苏益丰大药房连锁有限公司（江苏益丰）以约 1.68 亿元收购无锡九州医药连锁有限公司（九州医药）51%股权，全资子公司江西益丰大药房连锁有限公司（江西益丰）以 4020 万元收购江西天顺大药房医药连锁有限公司（江西新天顺）60%股权，上市公司以 3500 万元收购浏阳市天顺大药房连锁有限公司（浏阳天顺）43 家门店相关资产，并以不超过 950 万元购买其存货。另外，公司拟通过江西益丰为实施主体，投资 3.5 亿元建设“江西益丰医药产业园”，打造公司在江西省的物流、总部办公及培训中心，覆盖江西全省并辐射湖北、湖南等华中区域。对此我们点评如下：

评论：

并购加速开始，继续夯实公司华中华东的优势区域布局。

公司本次公告的三个并购项目继续围绕华中和华东公司的优势区域布局，分别位于江苏省无锡市，江西省萍乡市、宜春市和吉安市，以及湖南省浏阳市和株洲市，均属于地级市区域中具有一定规模优势的优质连锁甚至龙头，收购完成后，将进一步夯实公司在华中华东区域的优势布局。尤其是无锡九州，依靠江苏省优质的区域布局，其门店盈利能力优秀（净利率约 7.2%），将进一步强化公司在江苏省的优势龙头地位。

本次 244 家门店的大举并购，也预示着公司开始强化“新建+并购”齐头并进新战略的模式。公司 2016 年定增募集资金投资项目之一“连锁药店建设项目”，其建设内容为三年内新开设 1000 家连锁药店，总投资约 11.3 亿元，截止到 2017 年 11 月 30 日，公司在该项目的实际累计使用募集资金投入资金约 2.45 亿元，仍然剩余约 8.55 亿元；2017 年已完成开设门店 392 家，剩余开店数量 608 家。为加快“新建+并购”新战略的实施，本次三项收购合计约 2.43 亿元均来自于调整变更后的上述募投资金，并没有新增资金成本，公司账面资金仍然充裕（前三季度包含银行理财超过 16 亿）。公司在保持继续快速新建门店的同时，将连锁药店建设项目中部分建设内容由新建调整为收购，快速加码外延并购扩张的方式，可以使得公司在行业的激烈竞争中继续保持快速健康的成长。

表 1：本次三个收购项目区域及基本情况介绍

	分布区域	门店数量	医保门店占比	收购业绩承诺	收购股权比例	净利率（2017 年 1-11 月）	坪效（2017 年化）
无锡九州	江苏省无锡市	62	约 10%	2018-2020 年承诺收入和利润增速 5% 和 15%	51%	7.20%	43 元/平米/日
江西天顺	江西省萍乡市、宜春市和吉安市	139	约 59%	交割后 12 个月年净利润不少于 260 万元（增速约 15%）	60%	1.50%	26 元/平米/日
浏阳天顺	湖南省浏阳市和株洲市	43	约 44%	无（资产收购）	资产收购	未披露	26 元/平米/日

资料来源：公司公告，中信证券研究部

收购标的成本继续趋于上升，全年并表提升明显

公司本次三个项目的收购，可以很明显的看到并购成本上升明显，三个项目合计并购 PS 成本约在 0.96 倍（预计 2018 年），其中盈利能力比较优秀的无锡九州甚至达到了 1.39 倍。从 PE 的角度来看，三个项目合计并购的 PE 约 17.98 倍（预计 2018 年），三家收购价格对应 2018 年 PE 也均在 20 倍左右。按照 2018 年全年 10 个月并表来估算的话，对应全年增厚净利润约 1000 万元，收入贡献约 4 亿元。

目前上市连锁药房公司平均收购价格已从 2015 年左右 PS 约 0.5-0.6 倍上升至 0.8-1.0 倍甚至超过 1 倍的水平，我们预计并购成本的上升主要来源于两个方面：一是随着行业集中度的提升，并购标的的稀缺性愈发明显，并购的价格竞争也愈发激烈。二是伴随着 IPO 进度的加快，已具备规模优势的中型连锁药房企业（约 8 亿元左右收入）更多的会选择自主上市且加快成长步伐，造成并购标的的进一步稀缺，并购成本的进一步上升。但是我们认为管理优秀的上市公司对并购标的整合后的利润以及收入提升能力是明显的，从长远来看是能够有效的冲抵收购成本的，并且考虑到目前公司在二级市场的估值水平，因此本次公司收购的整体 PS 和 PE 仍然是趋于合理的。

表 2：本次三个并购项目的估值情况统计

项目	无锡九州	江西天顺	浏阳天顺	合计
门店数	62	139	43	244
2017 年 1-11 月收入	18,878	14,189	4,430	37,497
2017 年收入（年化）	20,594	15,479	4,833	40,906
2018 年收入预计	23,683	16,253	5,075	45,011
2017 年 1-11 月净利润	1,359	213	-	1,572
2017 年净利润（年化）	1,483	232	-	1,715
2018 年净利润预计	1,779	279	150	2,208
总体估值	33,000	6,700	3,500	43,200
PS-2017	1.60	0.43	0.72	1.06
PS-2018	1.39	0.41	0.69	0.96
PE-2017	22.26	28.86	-	23.15
PE-2018	18.55	24.05	23	17.98
购买成本	16,830（51%）	4,020（60%）	3,500（100%）	24,350

资料来源：公司公告，中信证券研究部预测。

拟打造江西省医药物流配送中心，进一步强化华中区域布局

公司拟通过江西益丰为实施主体，投资 3.5 亿元建设“江西益丰医药产业园”，打造公司在江西省的物流、总部办公及培训中心，建成后江西省物流配送中心将成为继湖南总部配送中心后第二个具备大型集采和分销的区域配送中心，并且能够有效的覆盖公司在湖北区域的配送网络，降低物流配送成本，强化公司在华中区域的布局力度。

图 1：益丰药房配送网络布局



资料来源：中信证券研究部整理

风险因素：

收购后运营不达预期等。

投资建议：

公司精细化管理推动规模稳健扩张，聚焦区域战略有望保持业绩的高速成长。小幅调整公司 2017-2019 年 EPS 0.85/1.16/1.54（原为 0.85/1.14/1.49）元的盈利预测，参考行业可比公司估值，结合公司未来几年业绩的高成长性，给予公司 2018 年 45 倍 PE，目标价 52.2 元，维持“买入”评级。

表 3：公司盈利预测与估值

项目/年度	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	2846	3734	4862	6473	8509
增长率 YoY %	28	31	30	33	31
净利润(百万元)	176	224	308	420	558
增长率 YoY%	25	27	38	36	33
每股收益(元)	0.49	0.62	0.85	1.16	1.54
毛利率%	39	40	40	40	40
净资产收益率%	12	8	10	12	15
市盈率 PE (x)	93	73	53	39	29
市净率 PB (x)	10	6	5	5	4
EV/EBITDA	27	22	18	14	11

资料来源：Wind，中信证券研究部预测

注：股价为 2018 年 1 月 5 日收盘价

利润表（百万元）

指标名称	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入	2,846	3,734	4,862	6,473	8,509
营业成本	1,729	2,254	2,902	3,858	5,075
毛利率	39.2%	39.6%	40.3%	40.4%	40.4%
营业税金及附加	22	26	39	52	68
营业费用	758	1,016	1,307	1,732	2,272
营业费用率	26.65%	27.21%	26.88%	26.75%	26.70%
管理费用	117	154	201	269	349
管理费用率	4.10%	4.12%	4.13%	4.15%	4.10%
财务费用	-13	-6	-3	-1	-7
财务费用率	-0.44%	-0.15%	-0.05%	-0.01%	-0.09%
投资收益	8	16	0	0	0
营业利润	233	297	413	565	751
营业利润率	8.18%	7.94%	8.50%	8.73%	8.82%
营业外收入	8	12	5	5	5
营业外支出	2	2	1	1	1
利润总额	240	306	417	569	755
所得税	61	78	104	142	189
所得税率	25.6%	25.5%	25.0%	25.0%	25.0%
少数股东损益	2	4	5	6	8
归属于母公司股东的净利润	176	224	308	420	558
净利率	6.18%	6.00%	6.34%	6.49%	6.55%
每股收益(元)(摊薄)	0.49	0.62	0.85	1.16	1.54

现金流量表（百万元）

指标名称	2015	2016	2017E	2018E	2019E
净利润	176	224	308	420	558
少数股东损益	2	4	5	6	8
折旧和摊销	66	87	38	38	40
营运资金变动	-51	-157	-12	41	62
其他	-12	-18	1	-2	-5
经营现金流	182	140	340	504	663
资本支出	-162	-255	-94	-95	-73
投资收益	0	0	0	0	0
资产变卖	1,337	2,561	0	0	0
其他	-1,871	-3,847	0	0	0
投资现金流	-696	-1,541	-94	-95	-73
发行股票	737	1,330	0	0	0
负债变化	107	-14	306	16	-49
股息支出	0	-109	-123	-168	-223
其他	-294	137	3	1	7
融资现金流	550	1,344	186	-151	-264
现金净增加额	35	-57	431	258	326

资产负债表（百万元）

指标名称	2015	2016	2017E	2018E	2019E
货币资金	560	347	778	1,036	1,361
存货	490	730	868	1,115	1,417
应收账款	182	247	313	421	553
其他流动资产	510	1,802	1,826	1,899	1,990
流动资产	1,742	3,126	3,786	4,471	5,321
固定资产	254	288	373	453	507
长期股权投资	0	0	0	0	0
无形资产	54	150	135	125	117
其他长期资产	387	658	644	631	617
非流动资产	695	1,096	1,151	1,208	1,241
资产总计	2,437	4,221	4,937	5,679	6,563
短期借款	0	0	306	323	274
应付账款	211	245	261	347	457
其他流动负债	803	955	1,159	1,540	2,019
流动负债	1,014	1,200	1,726	2,209	2,750
长期负债	0	0	0	0	0
其他长期负债	4	46	46	46	46
非流动性负债	4	46	46	46	46
负债合计	1,017	1,246	1,772	2,255	2,796
股本	320	363	363	363	363
资本公积	723	2,007	2,007	2,007	2,007
股东权益合计	1,419	2,975	3,165	3,424	3,767
少数股东权益	8	13	18	24	32
负债股东权益总计	2,437	4,221	4,937	5,679	6,563

主要财务指标

指标名称	2015	2016	2017E	2018E	2019E
增长率（%）					
营业收入	27.59	31.21	30.23	33.13	31.45
营业利润	25.99	27.39	39.31	36.69	32.93
净利润	25.17	27.26	37.67	36.34	32.70
利润率（%）					
毛利率	39.23	39.62	40.32	40.40	40.36
EBIT Margin	7.71	7.59	8.51	8.70	8.76
EBITDA Margin	10.05	9.92	9.30	9.29	9.23
净利率	6.18	6.00	6.34	6.49	6.55
回报率（%）					
净资产收益率	12.40	10.19	9.74	12.27	14.81
总资产收益率	7.24	6.75	6.75	7.95	9.15
其他（%）					
资产负债率	41.75	29.51	35.89	39.71	42.61
所得税率	25.61	25.48	25.00	25.00	25.00
股利支付率	0.00	48.60	40.00	40.00	40.00

资料来源：Wind，中信证券研究部预测

分析师声明

主要负责撰写本研究报告全部或部分内容的分析师在此声明：(i) 本研究报告所表述的任何观点均精准地反映了上述每位分析师个人对标的证券和发行人的看法；(ii) 该分析师所得报酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来均不会直接或间接地与研究报告所表述的具体建议或观点相联系。

评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
股票评级	报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 到 12 个月内的相对市场表现，也即：以报告发布日后的 6 到 12 个月内的公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。其中：A 股市场以沪深 300 指数为基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。	买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅 20%以上；
		增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 5%~20%之间
		持有	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%~5%之间
		卖出	相对同期相关证券市场代表性指数跌幅 10%以上；
行业评级		强于大市	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅 10%以上；
		中性	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%~10%之间；
		弱于大市	相对同期相关证券市场代表性指数跌幅 10%以上

其他声明

本研究报告由中信证券股份有限公司或其附属机构制作。中信证券股份有限公司及其全球的附属机构、分支机构及联营机构（仅就本研究报告免责条款而言，不含 CLSA group of companies），统称为“中信证券”。

法律主体声明

中国：本研究报告在中华人民共和国（香港、澳门、台湾除外）由中信证券股份有限公司（受中国证券监督管理委员会监管，经营证券业务许可证编号：Z20374000）分发。

新加坡：本研究报告在新加坡由 CLSA Singapore Pte Ltd（公司注册编号：198703750W）分发。作为资本市场经营许可持有人及受豁免的财务顾问，CLSA Singapore Pte Ltd 仅向新加坡《证券及期货法》s.4A（1）定义下的“机构投资者、认可投资者及专业投资者”提供证券服务。根据新加坡《财务顾问法》下《财务顾问（修正）规例（2005）》中关于机构投资者、认可投资者、专业投资者及海外投资者的第 33、34、35 及 36 条的规定，《财务顾问法》第 25、27 及 36 条不适用于 CLSA Singapore Pte Ltd。如对本报告存有疑问，还请联系 CLSA Singapore Pte Ltd（电话：+65 6416 7888）。MCI (P) 024 11 2017。

针对不同司法管辖区的声明

中国：根据中国证券监督管理委员会核发的经营证券业务许可，中信证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。

新加坡：监管法规或交易规则要求对研究报告涉及的实际、潜在或预期的利益冲突进行必要的披露。须予披露的利益冲突可依照相关法律法规要求在特定报告中获得，详细内容请查看 <https://www.clsa.com/disclosures.html>。该等披露内容仅涵盖 CLSA group, CLSA Americas 及 CL Securities Taiwan Co., Ltd 的情况，不涉及中信证券及/或其附属机构的情况。如投资者浏览上述网址时遇到任何困难或需要过往日期的披露信息，请联系 compliance_hk@clsa.com。

美国：本研究报告由中信证券编制。本研究报告在美国由中信证券（CITIC Securities International USA, LLC（下称“CSI-USA”）除外）和 CLSA group of companies（CLSA Americas, LLC（下称“CLSA Americas”）除外）仅向符合美国《1934 年证券交易法》下 15a-6 规则定义且分别与 CSI-USA 和 CLSA Americas 进行交易的主要美国机构投资者“分发”。对身在美国的任何人士发送本研究报告将不被视为对本报告中所评论的证券进行交易的建议或对本报告中所载任何观点的背书。任何从中信证券与 CLSA group of companies 获得本研究报告的接收者如果希望在美国交易本报告中提及的任何证券应当分别联系 CSI-USA 和 CLSA Americas。

英国：本段“英国”声明受英国法律监管并依据英国法律解释。本研究报告在英国须被归为营销文件，它不按《英国金融行为管理手册》所界定、旨在提升投资研究报告独立性的法律要件而撰写，亦不受任何禁止在投资研究报告发布前进行交易的限制。本研究报告在欧盟由 CLSA（UK）发布，该公司由金融行为管理局授权并接受其管理。本研究报告针对《2000 年金融服务和市场法 2005 年（金融推介）令》第 19 条所界定的在投资方面具有专业经验的人士，且涉及到的任何投资活动仅针对此类人士。若您不具备投资的专业经验，请勿依赖本研究报告的内容。

一般性声明

本研究报告对于收件人而言属高度机密，只有收件人才能使用。本研究报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许该研究报告发送、发布的人员。本研究报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为出售任何证券或金融工具的要约，或者证券或金融工具交易的要约邀请。中信证券并不因收件人收到本报告而视其为中信证券的客户。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具的分析，本报告的收件人须保持自身的独立判断。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但中信证券不保证其准确性或完整性。中信证券并不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他损失承担任何责任。本报告提及的任何证券均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适用所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

本报告所载的资料、观点及预测均反映了中信证券在最初发布该报告日期当日分析师的判断，可以在不发出通知的情况下做出更改，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与中信证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。中信证券并不承担提示本报告的收件人注意该等材料的责任。中信证券通过信息隔离墙控制中信证券内部一个或多个领域的信息向中信证券其他领域、单位、集团及其他附属机构的流动。负责撰写本报告的分析师的薪酬由研究部门管理层和中信证券高级管理层全权决定。分析师的薪酬不是基于中信证券投资银行收入而定，但是，分析师的薪酬可能与投行整体收入有关，其中包括投资银行、销售与交易业务。

若中信证券以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构为此发送行为承担全部责任。该机构的客户应联系该机构以交易本报告中提及的证券或要求获悉更详细信息。本报告不构成中信证券向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议，中信证券以及中信证券的各个高级职员、董事和员工亦不为（前述金融机构之客户）因使用本报告或报告载明的内容产生的直接或间接损失承担任何责任。

未经中信证券事先书面授权，任何人不得以任何目的复制、发送或销售本报告。

中信证券 2018 版权所有。保留一切权利。