

日期: 2019年10月25日

行业: 零售业



分析师: 金鑫

Tel: 021-53686163

E-mail: jinxin1@shzq.com

SAC 证书编号: S0870518030001

基本数据 (2019Q3)

报告日股价 (元)	24.75
12mth A 股价格区间 (元)	16.53-31.88
总股本 (百万股)	567.77
无限售 A 股/总股本	53%
流通市值 (亿元)	74.29
每股净资产 (元)	7.69
PBR (X)	3.22
DPS (Y2018, 元)	10 派 3.00

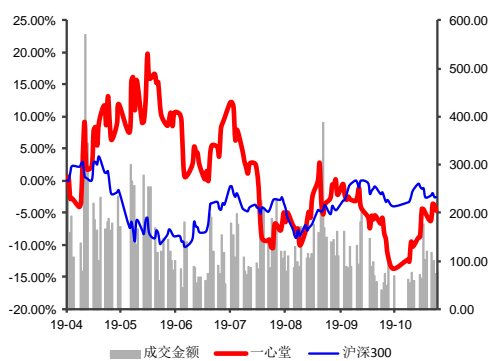
主要股东 (2019Q3)

阮鸿献	31.87%
刘琼	16.55%
香港中央结算有限公司	9.36%

收入结构 (2019H1)

零售	94.42%
批发	3.19%
其他业务	2.39%

最近 6 个月股票与沪深 300 比较



19Q3 利润同比增速有所回升 推进驻店药师+远程药事服务模式

■ 公司动态事项

公司发布2019年三季度报告。

■ 事项点评

19Q3 利润同比增速有所回升

公司2019年前三季度实现营业收入76.61亿元,同比增长15.75%;实现归母净利润4.84亿元,同比增长15.66%;实现扣非净利润4.78亿元,同比增长15.22%。分季度来看,公司2019Q3实现营业收入26.01亿元,同比增长11.77%;实现归母净利润1.47亿元,同比增长16.48%;实现扣非归母净利润1.44亿元,同比增长15.53%,利润同比增速较19Q2有所回升,预计公司逐步消化云南省执业药师监管趋严等因素影响,考虑到18Q4基数较低,预计公司19年全年归母净利润基本符合市场预期。公司自建的远程审方平台已于2019年6月取得云南省药监局确认,同意公司在云南省内通过远程药事服务平台为连锁门店提供在线药事服务。公司2019年全集团执业药师报考人数达5,346人,通过推行在店药师加“互联网+药学服务”模式,满足门店的处方药销售及顾客咨询等药学服务需求的同时,较好地实现了处方药销售药师审方,确保门店营业时间内均有执业药师对处方进行审核。

19Q2-Q3门店扩张有所放缓

截至2019年9月底,公司拥有直营连锁门店6,216家,同比增长13.62%,其中19Q1-Q3分别净新增247家、124家、87家,受政策影响19Q2、19Q3门店扩张有所放缓,随着公司推进在店药师加“互联网+药学服务”模式,门店扩张速度有望逐步复苏。分区域来看,云南省以外区域门店数量占比为39.11%,较2018年年末提升0.92个百分点,考虑到云南省内行业监管升级、公司战略中云南省内+省外并重的门店扩张计划等因素,预计公司未来将持续深化云南省外门店布局,重点拓展川渝、桂琼、山西等重点区域。

■ 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

预计公司19、20年EPS为1.11、1.37元，以10月24日收盘价24.75元计算，动态PE分别为22.29倍和18.02倍。我们认为：1) 短期来看，行业监管趋严拖累公司业绩表现，随着云南省远程审方业务等医改政策推进，公司的云南省内业务有望逐步改善；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)	26.97	22.29	18.02	14.88

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	27.0	22.3	18.0	14.9
PB	3.5	3.1	2.8	2.5

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±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±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。