



益丰药房

内外兼修，打造行业龙头

首次覆盖

投资亮点

首次覆盖益丰药房公司（603939）给予推荐评级，目标价 36.50 元，对应 2017 年估值倍数 45 倍。理由如下：

- ▶ **所处行业迎来发展机遇：**就需求端而言，2015 年中国药品终端市场高达 1.38 万亿，其中零售终端仅占 22%（美国接近 80%），随着国家积极推进处方药外流，零售市场将迎来千亿增量。就供给端而言，超 3,000 亿的零售市场，连锁化率不到 50%，集中度很低，未来有望在行业整合中实现双升。
- ▶ **内生提升门店盈利能力：**公司着力提升门店盈利水平，积极补充高毛利产品群的同时，创新推出精品商品战略，计划 2 年内建立包括自有品牌、独家品种和厂商共建品种的产品群，形成商品壁垒。此外，对员工专业服务能力提升的高度重视以及对健康管理体系的摸索有望增强会员黏性，未来提升整体盈利能力。
- ▶ **外延加大门店扩张步伐：**虽然近年来公司市占率逐年提升，但 2015 年尚不足 1%，仍有很大提升空间。公司 15 年上市融资 7.8 亿，16 年再融 13.5 亿，有望加快扩张步伐，从华中、华东等现有优势区域，逐步向整个中部、东部及全国市场扩展。

我们与市场的最大不同？市场认为药店增长逻辑是外延扩张，但我们认为长远看，内功同样重要，不仅体现在盈利能力，还有管理整合能力，只有双轮驱动，才能成为行业龙头。公司不断探索创新“产品+服务”模式，完善收入毛利结构，提升门店盈利能力，并线上线下着力提升员工服务能力，增强客户黏性，迎接处方外流。

潜在催化剂：外延并购落地；精品战略顺利推进。

盈利预测与估值

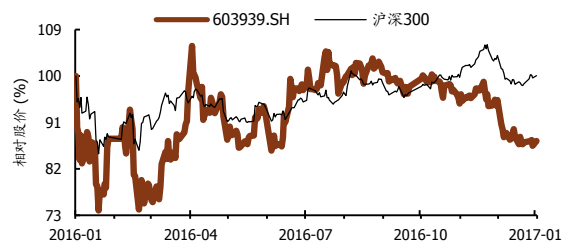
预计公司 2016~2018 年 EPS 分别为 **0.62 元、0.81 元、1.04 元**，CAGR 为 29%。公司股价对应 2017 年 P/E 为 37 倍，首次覆盖给予“推荐”评级，考虑到零售药店未来有望在处方外流的大环境下承接慢病管理的连锁医疗服务功能，给予一定估值溢价，给予目标价 **36.5 元**，对应 2017 年 P/E 45 倍。

风险

行业竞争加剧；药品降价；人力成本和房租成本上升。

首次覆盖推荐

股票代码	603939.SH
评级	* 推荐
最新收盘价	人民币 29.71
目标价	人民币 36.50
52 周最高价/最低价	人民币 36.75~24.17
总市值(亿)	人民币 108
30 日日均成交额(百万)	人民币 20.63
发行股数(百万)	363
其中：自由流通股(%)	43
30 日日均成交量(百万股)	0.69
主营行业	医疗保健



(人民币 百万)	2015A	2016E	2017E	2018E
营业收入	2,846	3,850	5,025	6,257
增速	27.6%	35.3%	30.5%	24.5%
归属母公司净利润	176	224	294	376
增速	25.2%	27.2%	31.2%	28.1%
每股净利润	0.49	0.62	0.81	1.04
每股净资产	3.89	4.13	4.46	4.87
每股股利	0.43	0.48	0.63	0.81
每股经营现金流	0.50	1.00	1.27	1.56
市盈率	61.2	48.1	36.7	28.6
市净率	7.6	7.2	6.7	6.1
EV/EBITDA	41.5	29.8	22.3	17.3
股息收益率	1.3%	1.6%	2.1%	2.7%
平均总资产收益率	9.5%	8.4%	9.4%	10.2%
平均净资产收益率	17.6%	15.4%	18.9%	22.2%

资料来源：万得资讯，彭博资讯，公司信息，中金公司研究部

屠炜颖

分析师

weiyiing.tu@cicc.com.cn

SAC 执业编号：S0080516040001

SFC CE Ref: BHM709

邹朋

分析师

peng.zou@cicc.com.cn

SAC 执业编号：S0080513090001

SFC CE Ref: BCC313



财务报表和主要财务比率

财务报表 (百万元)	2015A	2016E	2017E	2018E	主要财务比率	2015A	2016E	2017E	2018E
利润表					成长能力				
营业收入	2,846	3,850	5,025	6,257	营业收入	27.6%	35.3%	30.5%	24.5%
营业成本	1,729	2,325	3,017	3,736	营业利润	26.0%	29.2%	33.0%	28.1%
营业税金及附加	22	29	38	48	EBITDA	17.9%	39.1%	33.3%	28.6%
营业费用	758	1,038	1,366	1,709	净利润	25.2%	27.2%	31.2%	28.1%
管理费用	117	154	201	250	盈利能力				
财务费用	-13	-17	-18	-19	毛利率	39.2%	39.6%	40.0%	40.3%
其他	1	-20	-20	-20	营业利润率	8.2%	7.8%	8.0%	8.2%
营业利润	233	301	400	513	EBITDA 利润率	8.7%	8.9%	9.1%	9.4%
营业外收支	14	8	4	4	净利率	6.2%	5.8%	5.8%	6.0%
利润总额	240	305	400	513	偿债能力				
所得税	61	78	102	131	流动比率	1.72	1.49	1.34	1.24
少数股东损益	2	3	4	5	速动比率	1.24	1.01	0.86	0.76
归属母公司净利润	176	224	294	376	现金比率	0.55	0.43	0.34	0.28
EBITDA	247	343	457	588	资产负债率	41.7%	47.5%	52.0%	55.2%
资产负债表					净债务资本比率	净现金	净现金	净现金	净现金
货币资金	560	578	601	618	回报率分析				
应收账款及票据	242	313	399	491	总资产收益率	9.5%	8.4%	9.4%	10.2%
预付款项	89	119	154	191	净资产收益率	17.6%	15.4%	18.9%	22.2%
存货	490	658	853	1,055	每股指标				
其他流动资产	362	362	362	362	每股净利润 (元)	0.49	0.62	0.81	1.04
流动资产合计	1,742	2,030	2,369	2,717	每股净资产 (元)	3.89	4.13	4.46	4.87
固定资产及在建工程	265	412	598	824	每股股利 (元)	0.43	0.48	0.63	0.81
无形资产及其他长期资产	76	74	73	71	每股经营现金流 (元)	0.50	1.00	1.27	1.56
非流动资产合计	341	486	671	896	估值分析				
资产合计	2,437	2,874	3,403	3,980	市盈率	61.2	48.1	36.7	28.6
短期借款	0	0	0	0	市净率	7.6	7.2	6.7	6.1
应付账款及票据	972	1,307	1,697	2,102	EV/EBITDA	41.5	29.8	22.3	17.3
其他流动负债	42	54	70	90	股息收益率	1.3%	1.6%	2.1%	2.7%
流动负债合计	1,014	1,361	1,767	2,192					
长期借款和应付债券	0	0	0	0					
非流动负债合计	4	4	4	4					
负债合计	1,017	1,365	1,771	2,195					
股东权益合计	1,412	1,499	1,618	1,766					
少数股东权益	8	11	14	19					
负债及股东权益合计	2,437	2,874	3,403	3,980					
现金流量表									
净利润	176	224	294	376					
折旧和摊销	27	39	55	74					
营运资本变动	-51	54	65	69					
其他	-2	-15	-30	-48					
经营活动现金流	182	363	459	565					
投资活动现金流入	-534	-40	-40	-40					
投资活动现金流出	-162	-184	-240	-299					
投资活动现金流	-696	-224	-280	-339					
股权融资	737	0	0	0					
银行借款	0	0	0	0					
其他	-107	0	0	0					
筹资活动现金流	550	-120	-156	-210					
汇率变动对现金的影响	0	0	0	0					
现金净增加额	35	19	23	16					

资料来源：公司数据，中金公司研究部

公司简介

益丰大药房是全国大型药品零售连锁企业，截止 2015 年底，公司在湖南、湖北、上海、江苏、浙江、江西六省市开设了 1065 家直营医药连锁门店，位列全国连锁药店综合实力和综合竞争力五强。公司积极开拓多元化经营大健康药房新业态，从药品向保健品、健康食品、个人护理、母婴产品等健康关联的商品延伸，通过信息化会员管理系统，从小病治疗和药事服务向用药跟踪、慢病管理、保健预防等健康管理服务延伸，让顾客真正实现与健康相关联商品和服务的一站式购齐。



目录

布局全国的连锁药店龙头	4
管理层持股的民营企业	4
向全国扩张, 实现快速增长	4
多元化经营, 打造“大健康药房”	5
好行业: 需求端扩容, 供给端整合	6
需求端扩容: 处方药外流, 零售市场具千亿增量空间	6
供给端整合: 资本整合加速, 行业集中度提升是大趋势	7
寻找未来龙头: 内生外延双轮驱动, 打造行业龙头	8
好公司: 内外兼修, 打造行业龙头	9
“产品+服务”双轮驱动, 盈利能力具有提升空间	9
市占率不足 1%, 加大资本扩张步伐	11
盈利预测与估值	13
盈利预测: 预计 2016/17/18 年净利润增长 27.2%/31.2%/28.1%	13
投资建议: 首次覆盖给予“推荐”评级	14
风险提示	14

图表

图表 1: 股权结构图	4
图表 2: 近 5 年收入及增速	4
图表 3: 近 5 年净利润及增速	4
图表 4: 2015 年产品收入结构 (单位: 百万元)	5
图表 5: 2015 年产品毛利结构 (单位: 百万元)	5
图表 6: 国内零售市场销售规模	6
图表 7: 国内药品终端规模	6
图表 8: 2015 年中美药品销售渠道对比	6
图表 9: 零售药店连锁化率	7
图表 10: 2013 年美国零售药店集中度	7
图表 11: 2015 年国内零售药店集中度	7
图表 12: 未来龙头需要具备的能力	8
图表 13: 2013 年美国零售药店主要商品品类结构	9
图表 14: 益丰收入结构变化	9
图表 15: 保健品与医疗器械毛利率具明显优势	9
图表 16: O2O 药事服务	10
图表 17: 公司门店日均坪效 (2014 年 vs. 2015 年)	10
图表 18: 日均坪效 (益丰药房 vs. 老百姓)	10
图表 19: 公司上市后收购历程	11
图表 20: A 股零售上市公司市占率对比	11
图表 21: A 股零售上市公司门店扩张情况	11
图表 22: 公司销售规模敏感性分析	12
图表 23: 2016E~2018E 盈利预测	13
图表 24: 公司利润表数据预测	15
图表 25: 公司资产负债表数据预测	16
图表 26: 公司现金流量表数据预测	17
图表 27: 历史 P/E 和 P/B band	17
图表 28: 可比公司估值表	18

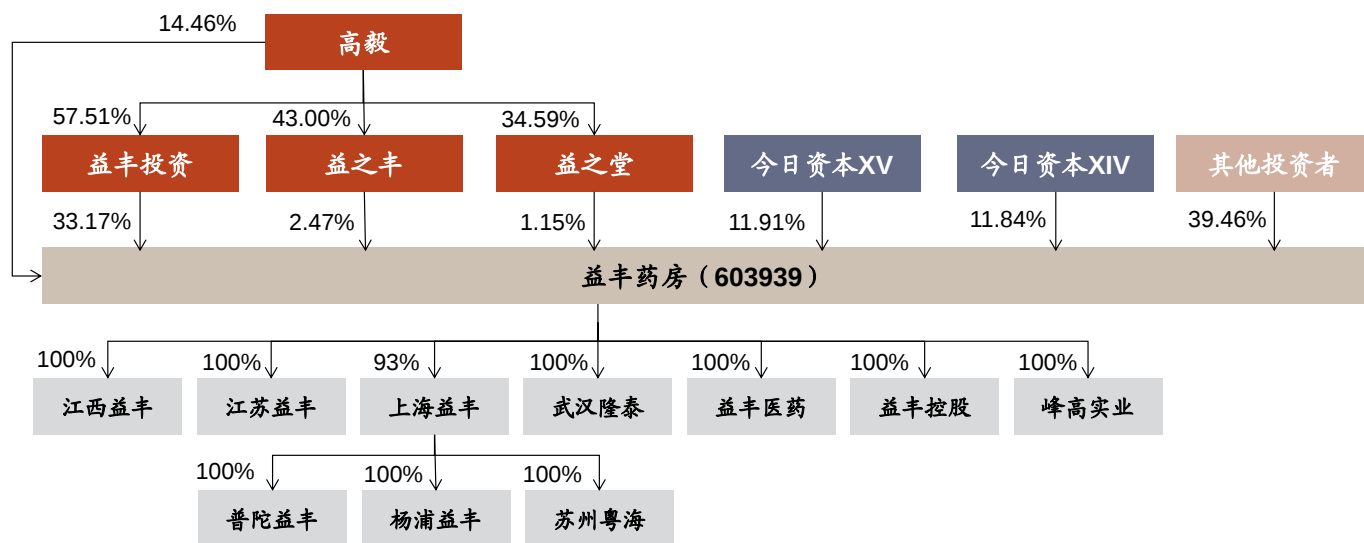


布局全国的连锁药店龙头

管理层持股的民营企业

公司主要从事药品、保健品、医疗器械以及与健康相关的日用便利品等的连锁零售业务，截止至 2016 年 9 月 30 日，公司在湖南、湖北、上海、江苏、浙江、江西、广东等省市拥有门店 1,441 家，是国内为数不多的全国性大型药品零售连锁企业。董事长高毅为公司的创始人及实际控制人，直接及间接持股比例达 35%。

图表 1: 股权结构图

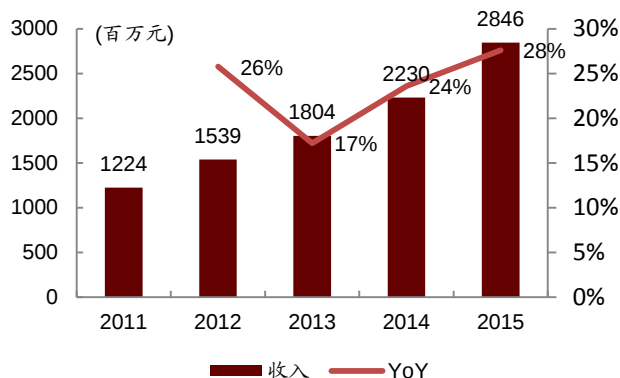


资料来源: 公司公告, 中金公司研究部

向全国扩张, 实现快速增长

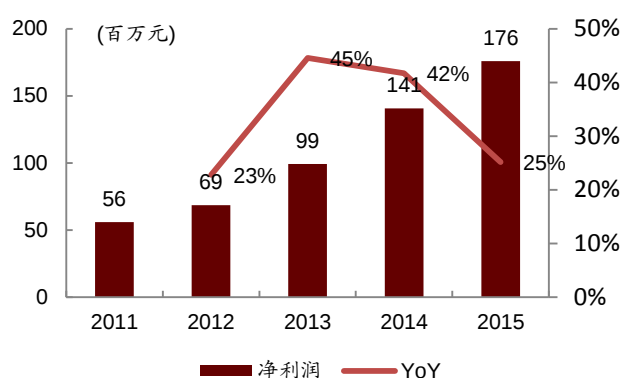
公司起步于湖南省, 2004 年进驻上海, 2005 年进驻湖北, 2006 年进驻江苏, 2008 年进驻江西, 2009 年进驻浙江, 不断向全国扩张。2015 年公司实现收入 28.5 亿元, 净利润 1.76 亿元, 近 5 年收入 CAGR 23%, 净利润 CAGR 33%, 保持快速增长。

图表 2: 近 5 年收入及增速



资料来源: 万得资讯, 中金公司研究部

图表 3: 近 5 年净利润及增速



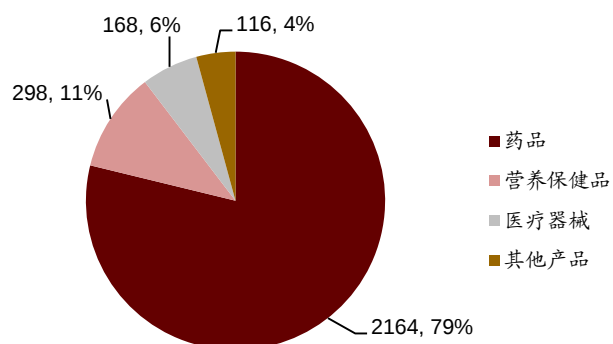
资料来源: 万得资讯, 中金公司研究部



多元化经营，打造“大健康药房”

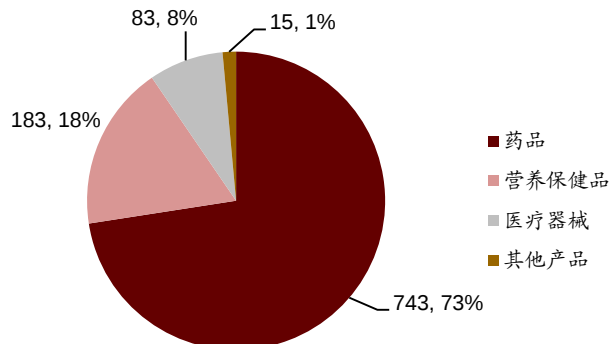
公司积极尝试多元化经营，除了销售药品，还有医疗器械、保健品、健康食品、个人护理用品、母婴食品用品等商品，2015 年非药品类收入占比达到 21%，毛利占比达到 27%。

图表 4: 2015 年产品收入结构 (单位: 百万元)



资料来源: 万得资讯, 中金公司研究部

图表 5: 2015 年产品毛利结构 (单位: 百万元)



资料来源: 万得资讯, 中金公司研究部

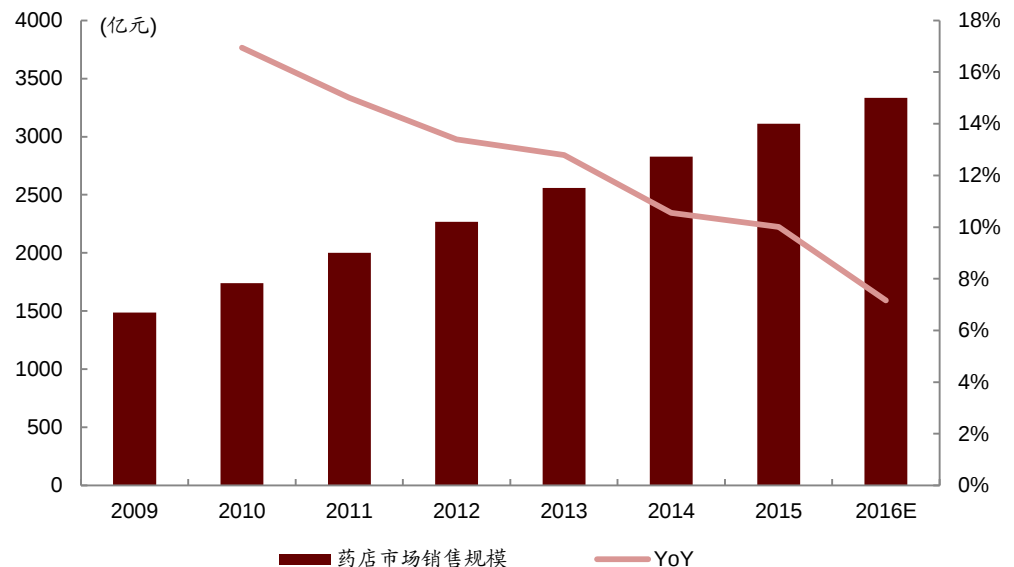


好行业：需求端扩容，供给端整合

需求端扩容：处方药外流，零售市场具千亿增量空间

近年来，零售药店逐渐成为药品销售的主要渠道之一，市场规模从2010年的1,739亿元增长到2015年的3,111亿元，复合增长率12.3%，保持平稳增长。

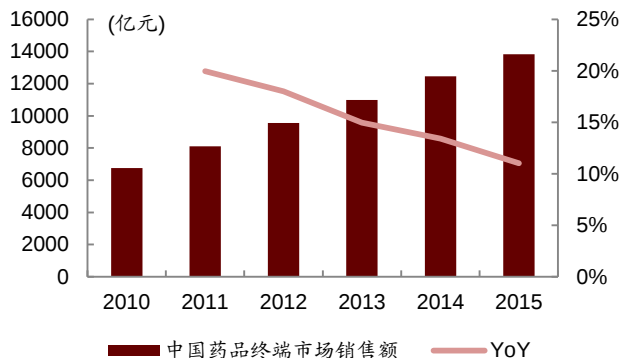
图表6：国内零售市场销售规模



资料来源：南方所广州标点医药信息有限公司，中金公司研究部

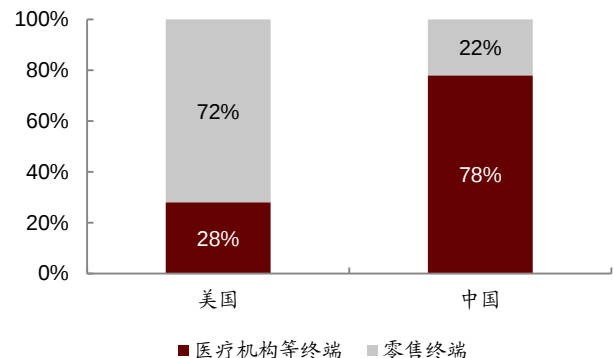
据CFDA南方所广州标点医药信息有限公司数据显示，2015年中国药品终端市场销售额高达1.38万亿，零售终端占比22%。而对更为成熟，实现医药分家的美国市场而言，零售渠道占药品终端市场接近80%。随着我国医改工作的推进，以下几个方向将有利于处方药从医院终端流向零售终端：公立医院取消药品加成（中药饮片除外），院内药房成为成本中心；公立医院药占比（不含中药饮片）总体降到30%左右；患者可自主选择在医院或零售药店购药；推进分级诊疗。暂不考虑药品终端规模未来的自然增长，零售终端占比每提升10个百分点，就对应近1,400亿的市场增量。

图表7：国内药品终端规模



资料来源：南方所广州标点医药信息有限公司，中金公司研究部

图表8：2015年中美药品销售渠道对比

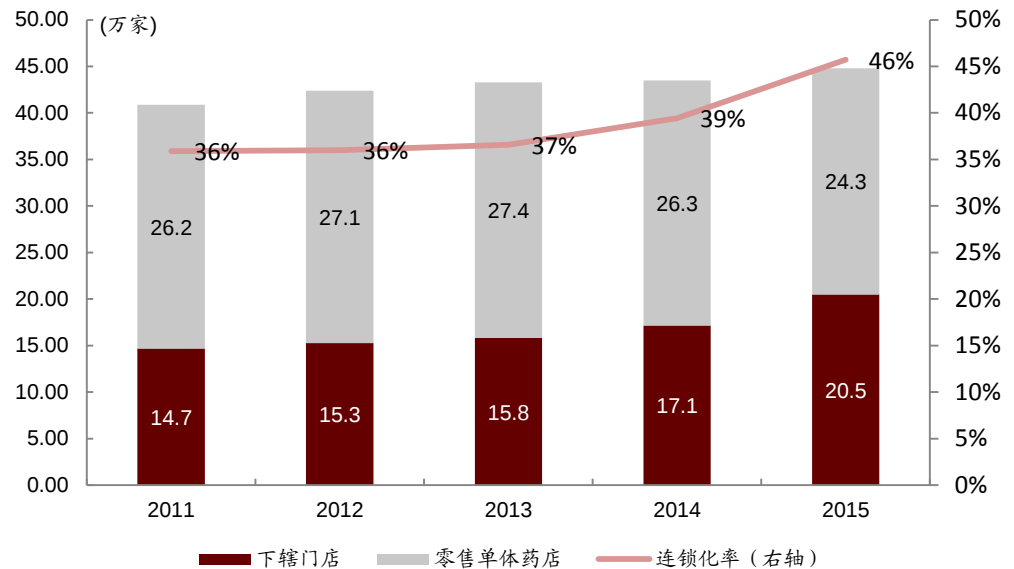


资料来源：南方所广州标点医药信息有限公司，中金公司研究部



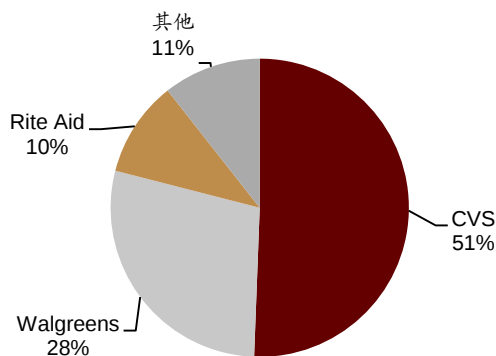
供给端整合：资本整合加速，行业集中度提升是大趋势

实体药店连锁化率有望提升：2015 年，我国实体药店总数达 448,057 家，其中连锁企业数量 4,981 家（对应门店 204,895 家），同比增加 16.76%；单体药店 243,162 家，同比下降 7.71%，出现近九年最大跌幅。连锁化率达到 45.7%，同比提升 6.3 个百分点。单体药店在采购等环节议价力弱，且管理能力欠佳，随着大中型连锁企业不断整合扩张，预计连锁化率会不断提升。

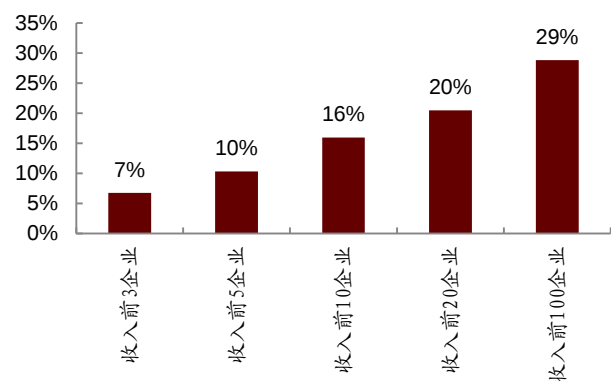
图表 9：零售药店连锁化率

资料来源：CFDA，南方所广州标点医药信息有限公司，中金公司研究部

连锁企业集中度有望提升：《2015 年药品流通行业运行统计分析报告》数据显示，2015 年国内收入前 3 的零售企业收入占比约 7%，较美国高度集中的零售市场而言，集中度具有很大提升空间。

图表 10：2013 年美国零售药店集中度

资料来源：老百姓招股书，中金公司研究部

图表 11：2015 年国内零售药店集中度

资料来源：《2015 年药品流通行业运行统计分析报告》，中金公司研究部

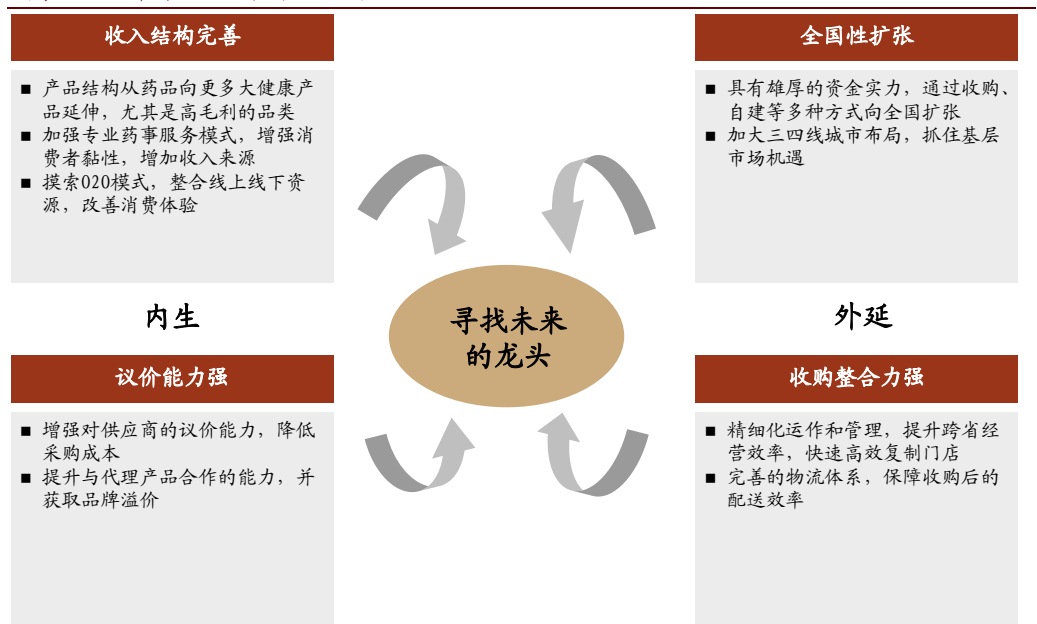


寻找未来龙头：内生外延双轮驱动，打造行业龙头

内生盈利能力：多元化营销，“产品+服务”增加会员黏性。近些年来，传统的药店正从卖药的单一环节向非药品的多元化营销延伸，具体包括经营方向从治疗向治疗、预防、保健、康复、养生扩展；服务范围从个人购药治病到家庭成员健康管理转变；服务人群从疾病人群向亚健康人群，再到商圈所有人转化；赢利模式从产品经营向“产品+服务”发展。未来，预计龙头企业将通过多元化营销模式改善收入结构，提升盈利性；同时，通过专业的健康管理服务改善消费体验，增加会员黏性，保障整体盈利能力。

外延扩张能力：加速扩张抢占市场，提升市占率。在深化公立医院改革的大背景下，医药分家是势所趋。零售药店及社区药店将逐步承接医院门诊药房功能，整个药品零售行业有望迎来药品市场分流带来的广阔市场，外延扩张能力是龙头公司的必备要素之一，只有不断扩张，抢占市场，才有望提升市占率，成为行业龙头。此外，随着门店网络不断增加，采购规模增长，公司对上游药品生产企业和药品批发企业特别是代理模式下的药品生产企业的议价能力越发明显，有利于降低企业的采购成本，进而提升盈利水平。

图表 12：未来龙头需要具备的能力



资料来源：中金公司研究部

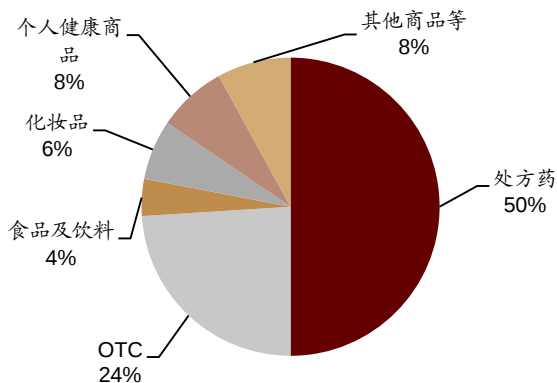


好公司：内外兼修，打造行业龙头

“产品+服务”双轮驱动，盈利能力具有提升空间

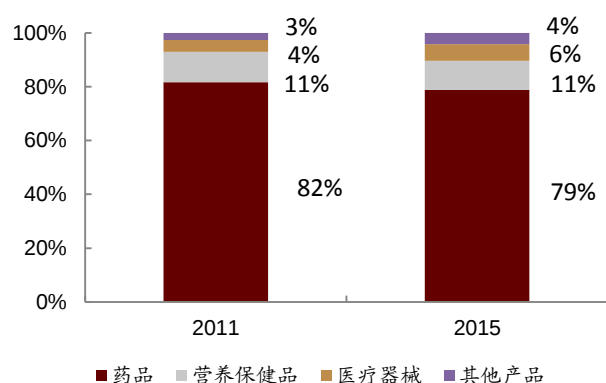
精品战略：产品多元化，核心打造精品商品群。纵观美国零售市场，处方药及 OTC 占比约 74%，多元化经营水平高。公司积极促进保健品、养生滋补品、药食同源品、功能性食品、母婴产品、功能性日用品及家庭理疗等大健康品类的销售提升，药品收入占比已从 2011 年的 82% 降至 2015 年的 79%，其中医疗器械、营养保健品等毛利率具有明显优势。目前，公司创新启动商品精品战略，通过疗效、价格、贡献、外观、品牌五个维度综合考虑，计划经过 2 年左右时间建立包括自有品牌、独家品种和厂商共建品种在内的精品商品群，与同行形成商品壁垒，进一步提升产品多元化水平及营销品种贡献率。

图表 13：2013 年美国零售药店主要商品品类结构



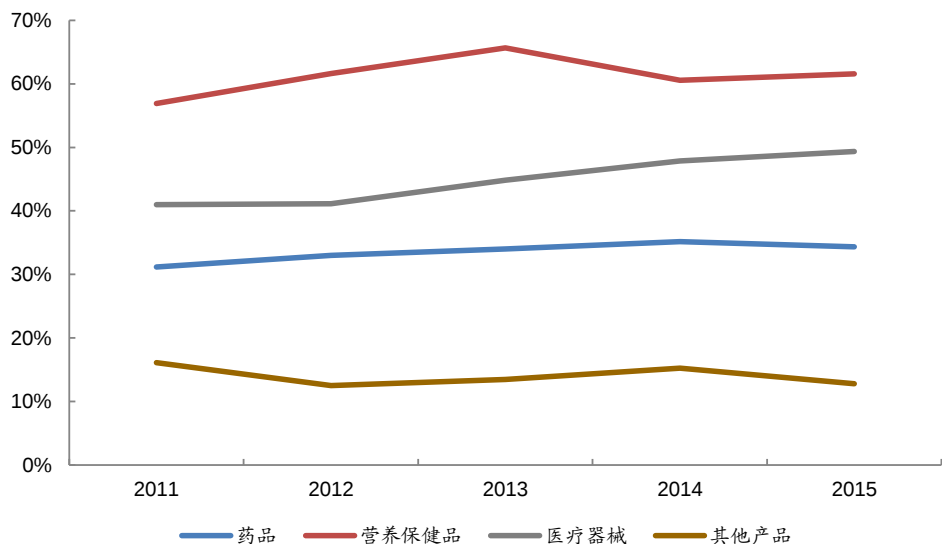
资料来源：老百姓招股书，中金公司研究部

图表 14：益丰收入结构变化



资料来源：万得资讯，中金公司研究部

图表 15：保健品与医疗器械毛利率具明显优势



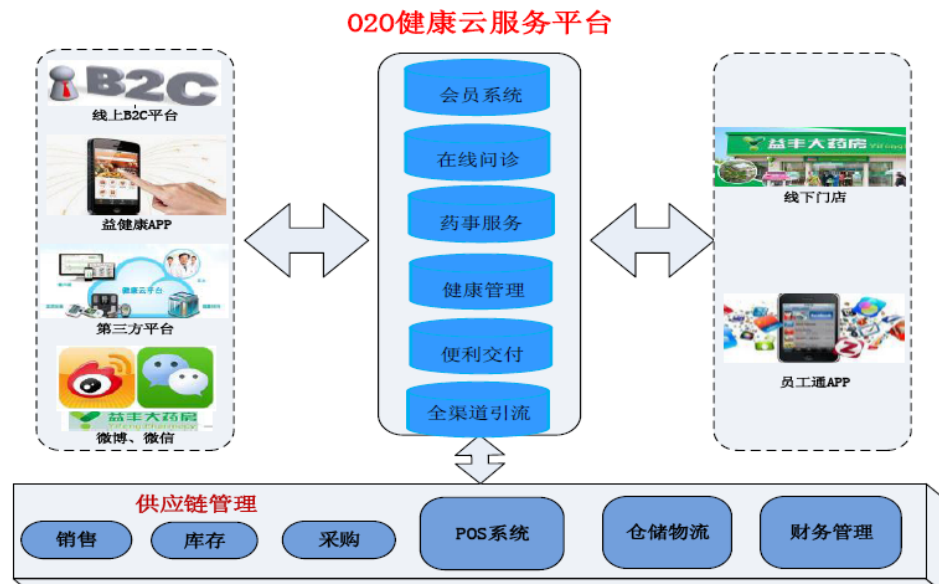
资料来源：公司公告，中金公司研究部

线下专业服务：提升员工专业服务水平，增强顾客黏性。公司高度重视专业服务，线下将加强员工专业服务能力，提升顾客满意度和回头率，增强消费黏性，形成核心竞争力。主要措施有：1）组建由执业医师、执业药师、高级营养师、外部临床专家等专业技术人员组成的团队，完善培训体系，加强员工培训，提升员工专业服务水平；2）强化服务流程，将专业服务落到实处；3）将顾客满意度、回头率等指标纳入考核，完善激励机制。



线上专业服务：健全会员健康管理体系，搭建 O2O 平台。公司目前已积累超过 1,000 万会员，未来将通过建立健全会员的健康档案管理，满足会员的在线健康咨询、轻问诊、慢病管理、病友交流等方面的需求；同时，通过对会员交易全过程的相关数据分析建立大数据体系，对会员进行精准服务，指导其从用药、养生、生活习惯等多方面进行健康管理，提高会员的在线体验；搭建 O2O 平台，让线下用户可以在线上购买门店中没有的商品，也可以在线上下单，由附近的门店进行送货或者上门取货，未来实现 1 小时快速送药。公司未来将用专业的服务增加会员的消费频次，并吸引更多的客户，提升整体盈利能力。

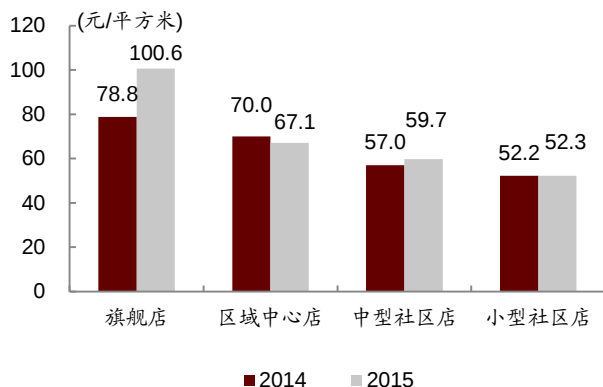
图表 16: O2O 药事服务



资料来源：公司公告，中金公司研究部

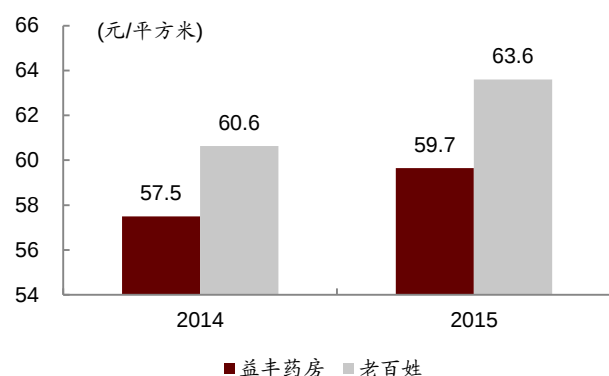
“产品+服务”双轮驱动，盈利能力具提升空间。随着公司产品多元化经营战略的推进，2015 年公司门店日均坪效有一定提升。未来，公司对商品精品战略的全面推广，有望进一步提升日均坪效，尤其是对中药滋补品等新品类的引入，包括虫草、鹿茸、燕窝等，以“大健康”为切入点延伸产品与服务领域，盈利能力具提升空间。此外，公司成立 DTC 事业部，积极准备承接医院处方外流：一是优选厂商，与临床品种厂商建立深度合作关系，形成战略联盟；二是通过全品类覆盖，优选疗效确切的医院常用品种和大病品种进行深度合作；三是在医院周边店逐步推广医院品种专区、专柜，促进销售提升。

图表 17: 公司门店日均坪效 (2014 年 vs. 2015 年)



资料来源：公司公告，中金公司研究部

图表 18: 日均坪效 (益丰药房 vs. 老百姓)



资料来源：公司公告，中金公司研究部



市占率不足 1%，加大资本扩张步伐

15 年上市融资 7.8 亿，加快扩张步伐。公司于 2015 年 2 月 17 日上市后加快扩张步伐，积极通过“以自建门店为主，兼并收购为辅”的策略实现规模扩张，2015 年底门店数达 1,065 家，布局湖南、湖北、上海、江苏、浙江和江西六省市。

16 年再次募资 13.5 亿元，全面推进线上线下业务。2016 年，公司通过非公开发行再次融资，积极筹划线下门店扩张、线上平台等业务开展，布局省份进一步增加广东省，营销网络不断向全国推进，努力打造全国性行业龙头。

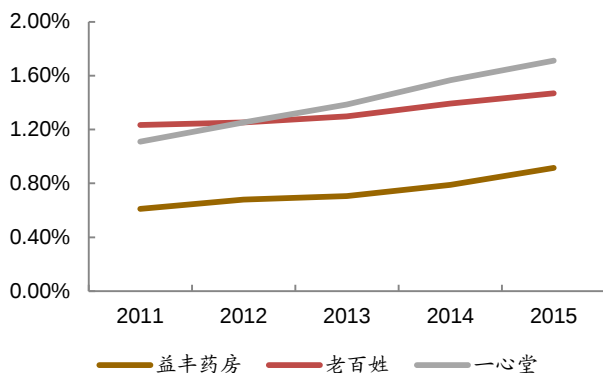
图表 19：公司上市后收购历程

时间	布局地区	被收购药店	收购股权比例	门店数量	经营面积（平方米）
2015/8	江苏省	苏州粤海	100%	1	800
2015/8	上海市	五洲大药房	100%	5	913
2015/8	湖北省	武汉隆泰大药房	100%	34	4950
2015/8	江西省	宜昌市广福堂	100%	11	3025
2015/8	江西省	采森大药房	100%	12	2815
2016/2	湖北省	荆州市广生堂	80%	29	4847
2016/3	广东省	韶关市乡亲药房	100%	51	7245
2016/7	江苏省	佳和医药	100%	36	6170
2016/7	江苏省	玖玖公司	100%	55	8764

资料来源：公司公告，中金公司研究部

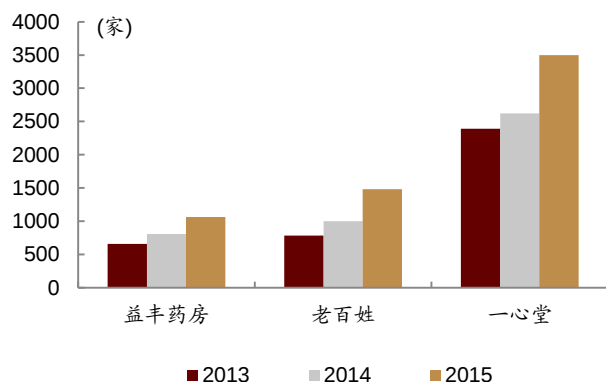
市占率不足 1%，扩张步伐仍将继续。虽然近年来公司收入规模占比零售行业规模逐年提升，但尚不足 1%，仍有很大提升空间。形式上，公司在制定“并购+新开”并重的自营门店拓展模式的同时，启动创新试点加盟店经营，探索快速扩张的新模式。未来并购上，公司将根据不同区域、不同对象，采取全资、控股或参股等灵活多样的并购模式，积极推进行业整合，从华中、华东等公司优势区域，逐步向整个中部、东部及全国市场扩展，提升行业市占率，打造行业龙头。

图表 20：A 股零售上市公司市占率对比



资料来源：南方所广州标点医药信息有限公司，万得资讯，中金公司研究部

图表 21：A 股零售上市公司门店扩张情况



资料来源：公司公告，中金公司研究部

若市占率提升至 5%，未来成长空间可观。2015 年，中国药品终端市场销售额高达 1.38 万亿，其中零售终端占比 22%，随着处方药外流的推进，零售终端占比将不断提升。假设未来十年药品终端市场前五年每年增长 10%，后 5 年每年增长 5%，假设十年后零售终端占比达到 40%，若公司市占率提升至 5%，则对应销售规模可达 567 亿元，目前销售规模 28.5 亿，成长空间大。



图表 22：公司销售规模敏感性分析

公司销售规模（亿元）	零售终端占比药品终端总销售规模						
	31.0%	34.0%	37.0%	40.0%	43.0%	46.0%	49.0%
2.0%	176	193	210	227	244	261	278
3.0%	264	289	315	340	366	391	417
4.0%	352	386	420	454	488	522	556
公司零售市场占有率 5.0%	440	482	525	567	610	652	695
6.0%	528	579	630	681	732	783	834
7.0%	616	675	735	794	854	913	973
8.0%	703	772	840	908	976	1044	1112

资料来源：中金公司研究部



盈利预测与估值

盈利预测: 预计 2016/17/18 年净利润增长 27.2%/31.2%/28.1%

我们认为公司在未来的增长得益于门店持续扩张及盈利结构优化, 预计 2016/17/18 年 EPS 为 0.62/0.81/1.04 元, 对应增长为 27.2%/31.2%/28.1%。

以下是核心假设:

- ▶ **门店持续扩张:** 公司非公开发行预案中表示, 计划未来三年建设药店 1,000 家。截止至 2016 年 9 月 30 日, 拥有门店 1,441 家, 较年初增加 376 家, 假设 2016 年第四季度没有增加, 全年为 1,441 家; 2017 年新增 300 家; 2018 年新增 324 家。
- ▶ **盈利结构优化:** 假设公司不断推进多元化经营, 预计收入上, 药品业务随门店扩张而相应增长, 营养保健品及医疗器械业务等随着新品引入及终端营销加大实现快速增长; 毛利上, 药品占比逐步下降, 保健品及医疗器械占比逐步上升。

图表 23: 2016E~2018E 盈利预测

人民币 百万	2012A	2013A	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
主营业务收入	1,539.5	1,804.3	2,230.2	2,845.5	3,849.9	5,025.0	6,256.8
(+/-%)	25.8%	17.2%	23.6%	27.6%	35.3%	30.5%	24.5%
主营业务成本	(966.1)	(1,106.8)	(1,343.2)	(1,729.2)	(2,325.0)	(3,017.1)	(3,735.8)
毛利率	37.2%	38.7%	39.8%	39.2%	39.6%	40.0%	40.3%
门店数量	599	660	810	1,065	1441	1791	2103
增速 (%)		10%	23%	31.5%	35.3%	24.3%	17.4%
分产品收入	1,493	1,747	2,155	2,746	3,715	4,856	6,047
1 药品	1,226.9	1,430.3	1,714.0	2,164.1	2,921.59	3,798.07	4,709.61
2 营养保健品	145.1	168.4	242.1	297.6	401.70	542.30	688.72
3 医疗器械	70.9	84.8	114.5	168.1	235.41	317.80	403.61
4 其他产品	49.9	63.4	84.9	116.1	156.70	197.44	244.83
5 其他业务	46.7	57.4	74.9	99.6	134.45	169.41	210.06
收入增长率	25.5%	17.0%	23.4%	27.4%	35.3%	30.7%	24.5%
1 药品	26.3%	16.6%	19.8%	26.3%	35.0%	30.0%	24.0%
2 营养保健品	8.4%	16.0%	43.8%	22.9%	35.0%	35.0%	27.0%
3 医疗器械	36.2%	19.7%	34.9%	46.9%	40.0%	35.0%	27.0%
4 其他产品	58.0%	26.9%	34.0%	36.7%	35.0%	26.0%	24.0%
5 其他业务	33.3%	23.0%	30.4%	33.0%	35.0%	26.0%	24.0%
毛利率							
1 药品	33.0%	34.0%	35.2%	34.3%	34.6%	34.9%	35.2%
2 营养保健品	61.6%	65.6%	60.6%	61.6%	63.0%	63.3%	63.6%
3 医疗器械	41.1%	44.8%	47.9%	49.3%	49.3%	49.3%	49.3%
4 其他产品	12.5%	13.5%	15.3%	12.8%	12.8%	12.8%	12.8%
5 其他业务	94.1%	93.6%	93.1%	92.7%	92.7%	92.7%	92.7%
毛利占比							
1 药品	70.6%	69.8%	68.0%	66.6%	66.3%	66.0%	65.8%
2 营养保健品	15.6%	15.8%	16.5%	16.4%	16.6%	17.1%	17.4%
3 医疗器械	5.1%	5.5%	6.2%	7.4%	7.6%	7.8%	7.9%
4 其他产品	1.1%	1.2%	1.5%	1.3%	1.3%	1.3%	1.2%
5 其他业务	7.7%	7.7%	7.9%	8.3%	8.2%	7.8%	7.7%

资料来源: 万得资讯, 中金公司研究部



投资建议: 首次覆盖给予“推荐”评级

首次覆盖给予“推荐”评级, 我们运用相对估值法, 给予目标价 **36.5 元**。公司在零售行业整合趋势中不断加强内生盈利能力, 同时通过资本优势坚持外延扩张之路, 有望成为全国性行业龙头。公司股价对应 2017 年 P/E 为 37 倍, 首次覆盖给予“推荐”评级, 考虑到零售药店未来有望在处方外流的大环境下承接慢病管理的连锁医疗服务功能, 给予目标价 36.5 元, 对应 2017 年 P/E 45 倍, 行业可比公司老百姓对应 2017 年 P/E 34 倍, 考虑到公司基数相对较小, 成长性高, 给予一定估值溢价。此外, 公司不断探索健康管理体系, 未来门店将具有一定医疗服务功能, 参考医疗连锁公司 2017 年平均估值 53 倍, 估值具有提升空间。

风险提示

- ▶ **行业竞争风险。**各大零售连锁企业都在积极寻求整合机会, 未来随着行业集中度的提升, 一些全国性和区域性的大型医药零售连锁企业将逐步形成, 零售企业之间的竞争日趋激烈, 公司在领先区域的市场占有率和盈利能力存在下降的风险。
- ▶ **药品降价风险。**药品价格整体有可能进一步下降, 将压缩整个医药流通行业(含批发、零售)的利润空间, 对医药流通行业的盈利将产生一定的影响。
- ▶ **人力成本和房租成本上升带来的风险。**我国正在进入新增劳动力人数逐年降低的阶段, 职工的工资薪酬水平不断提高, 将给公司带来人力成本提高的风险。同时, 公司可能面临物业租金上涨以及承租合适物业的难度增大的风险。



图表 24: 公司利润表数据预测

人民币 百万	2012A	2013A	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
主营业务收入净额	1,539.5	1,804.3	2,230.2	2,845.5	3,849.9	5,025.0	6,256.8
增长率 %	25.8%	17.20%	23.61%	27.6%	35.3%	30.5%	24.5%
主营业务成本	(966.1)	(1,106.8)	(1,343.2)	(1,729.2)	(2,325.0)	(3,017.1)	(3,735.8)
增长率 %	23.2%	14.6%	21.4%	28.7%	34.5%	29.8%	23.8%
毛利	573.3	697.5	887.0	1,116.4	1,524.8	2,007.9	2,521.0
增长率 %	30.3%	21.7%	27.2%	25.9%	36.6%	31.7%	25.6%
毛利率 %	37.2%	38.7%	39.8%	39.2%	39.6%	40.0%	40.3%
主营业务税金及附加	(13.3)	(14.8)	(18.6)	(21.8)	(29.4)	(38.4)	(47.9)
占主营业务收入 %	0.86%	0.82%	0.84%	0.76%	0.76%	0.76%	0.76%
主营业务利润	560.1	682.7	868.4	1,094.6	1,495.4	1,969.5	2,473.2
增长率 %	29.8%	21.9%	27.2%	26.1%	36.6%	31.7%	25.6%
三项费用	(467.4)	(548.3)	(680.7)	(862.5)	(1,174.4)	(1,549.2)	(1,940.5)
三项费用率	30.4%	30.4%	30.5%	30.3%	30.5%	30.8%	31.1%
增长率 %	31.3%	17.3%	24.1%	26.7%	36.2%	31.9%	25.3%
销售费用	(403.6)	(468.1)	(577.2)	(758.5)	(1,037.5)	(1,366.3)	(1,709.4)
占主营业务收入 %	26.2%	25.9%	25.9%	26.7%	27.0%	27.2%	27.4%
增长率 %	32.6%	16.0%	23.3%	31.4%	36.8%	31.7%	25.1%
管理费用	(63.7)	(80.7)	(103.6)	(116.6)	(154.0)	(201.0)	(250.3)
占主营业务收入 %	4.14%	4.47%	4.65%	4.10%	4.00%	4.00%	4.00%
折旧与摊销	(14.6)	(20.6)	(21.7)	(27.2)	(39.3)	(55.0)	(74.4)
EBITDA	107.3	154.5	209.2	246.6	343.1	457.2	587.9
息税摊销前利润率	7.0%	8.6%	9.4%	8.7%	8.9%	9.1%	9.4%
EBIT	92.7	133.9	187.5	219.5	303.8	402.2	513.5
息税前利润率	6.0%	7.4%	8.4%	7.7%	7.9%	8.0%	8.2%
财务费用	(0.1)	0.5	0.2	12.6	17.2	18.1	19.2
占主营业务收入 %	0.0%	0.0%	0.0%	-0.4%	-0.4%	-0.4%	-0.3%
资产减值损失	(1.2)	(1.6)	(2.9)	(6.8)	(23.9)	(23.9)	(23.9)
占主营业务收入 %	0.1%	0.1%	0.1%	0.2%	0.24%	0.24%	0.24%
公允价值变动净收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.0	0.0	0.0
投资收益	0.00	0.00	0.00	7.59	3.8	3.8	3.8
增长率 %	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	-50.00%	0.00%	0.00%
营业利润	91.5	132.8	184.8	232.9	300.9	400.2	512.6
占主营业务收入 %	5.9%	7.4%	8.3%	8.2%	7.8%	8.0%	8.2%
增长率 %	22.5%	45.2%	39.2%	26.0%	29.2%	33.0%	28.1%
补贴收入							
营业外收入	2.0	3.3	8.3	8.4	6.0	0.0	0.0
营业外支出	(0.36)	(1.00)	(1.81)	(1.61)	(2.0)	0.0	0.0
营业外收支净额	1.7	2.3	6.5	6.7	4.0	0.0	0.0
税前利润	93.2	135.1	191.3	239.6	304.9	400.2	512.6
营业外收入占比 %	2.2%	2.5%	4.3%	3.5%	2.0%	0.0%	0.0%
增长率 %	19.8%	45.0%	41.6%	25.2%	27.2%	31.2%	28.1%
所得税	(23.6)	(34.7)	(48.9)	(61.4)	(78.1)	(102.5)	(131.3)
有效税率	25.4%	25.7%	25.6%	25.6%	25.6%	25.6%	25.6%
净利润	69.5	100.4	142.4	178.2	226.8	297.7	381.3
少数股东损益	(0.9)	(1.2)	(1.8)	(2.3)	(2.9)	(3.8)	(4.9)
少数股东损益占比 %	1.3%	1.2%	1.3%	1.3%	1.3%	1.3%	1.3%
归属母公司所有者净利润	68.6	99.2	140.6	175.9	223.9	293.8	376.4
净利润率 %	4.5%	5.5%	6.3%	6.2%	5.8%	5.8%	6.0%
增长率 %	22.8%	44.58%	41.71%	25.2%	27.2%	31.2%	28.1%

资料来源: 万得资讯, 中金公司研究部



图表 25: 公司资产负债表数据预测

人民币 百万	2012A	2013A	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
货币资金	160.3	221.4	289.2	559.6	578.4	601.4	617.8
交易性金融资产	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
应收票据	1.8	2.0	1.3	1.0	1.3	1.8	2.2
应收账款净额	54.9	80.9	108.7	182.4	231.9	293.8	359.8
其他应收款净额	28.3	33.3	41.1	58.7	79.4	103.6	129.0
预付账款	32.1	42.9	54.9	88.5	119.0	154.5	191.3
存货净额	217.0	263.6	327.6	489.8	657.6	852.6	1,055.1
其他流动资产	44.8	62.0	70.5	361.9	361.9	361.9	361.9
流动资产合计	539.1	706.0	893.3	1,741.8	2,029.5	2,369.5	2,717.1
长期股权投资	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
固定资产净额	138.3	141.5	155.5	253.8	386.9	537.5	721.6
在建工程	8.7	8.9	10.1	11.6	24.8	60.8	102.8
无形资产	57.3	55.7	55.4	53.7	52.2	50.7	49.3
商誉	51.8	67.0	67.0	284.4	284.4	284.4	284.4
长期待摊费用	41.3	38.0	62.0	66.7	71.3	76.0	80.7
递延所得税资产	7.4	7.9	6.1	2.6	2.6	2.6	2.6
其他长期资产	1.5	1.5	1.5	22.0	22.0	22.0	22.0
资产总计	845.4	1,026.4	1,251.0	2,436.7	2,873.8	3,403.5	3,980.3
短期借款	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
应付票据	260.4	337.5	434.8	605.1	813.7	1,055.9	1,307.4
应付账款	86.7	99.5	131.3	210.5	283.1	367.4	454.9
预收账款	1.4	3.2	2.9	5.7	7.7	10.1	12.5
应付职工薪酬	25.3	33.9	42.7	53.9	72.9	95.2	118.5
应付股利	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
应交税金	16.1	23.9	26.3	36.0	45.8	60.1	77.0
其他应付款	24.6	21.5	13.0	102.4	137.7	178.7	221.3
一年内到期的长期负债	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
其他流动负债	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
流动负债合计	414.5	519.6	651.1	1,013.7	1,360.9	1,767.3	2,191.6
长期借款	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
应付债券	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
其他长期负债	5.2	4.6	4.1	3.6	3.6	3.6	3.6
负债合计	419.6	524.2	655.2	1,017.3	1,364.5	1,770.9	2,195.2
少数股东权益	3.2	4.4	5.4	7.7	10.6	14.5	19.4
股本净额	120.0	120.0	120.0	320.0	362.7	362.7	362.7
储备及未分配利润	302.6	377.8	470.4	1,091.7	1,135.9	1,255.4	1,403.1
资本公积金	197.7	197.7	197.7	723.1	680.4	680.4	680.4
盈余公积金	5.6	10.2	17.1	24.3	46.7	76.1	113.7
未分配利润	99.3	169.9	255.6	344.2	408.8	498.9	608.9
外币报表折算差额	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
股东权益合计	422.6	497.8	590.4	1,411.7	1,498.6	1,618.1	1,765.7
负债及股东权益总计	845.4	1,026.4	1,251.0	2,436.69	2,873.8	3,403.5	3,980.3

资料来源: 万得资讯, 中金公司研究部

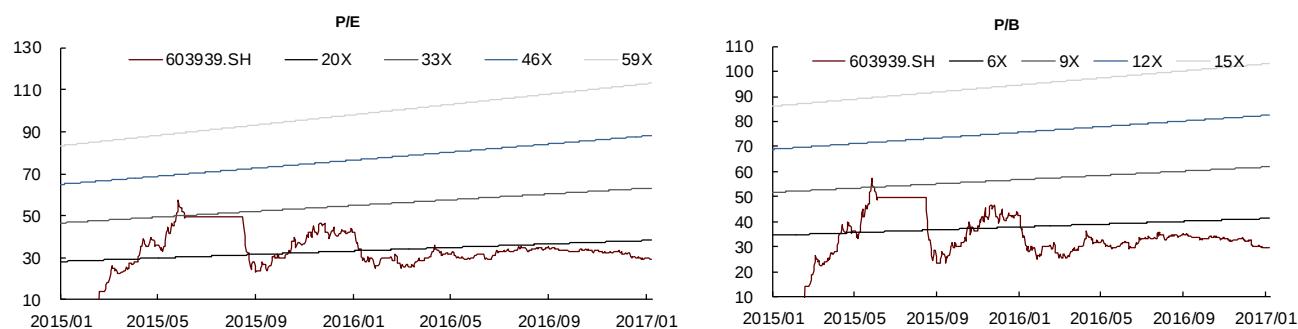


图表 26: 公司现金流量表数据预测

人民币 百万	2012A	2013A	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
净利润	68.6	99.2	140.6	175.9	223.9	293.8	376.4
加: 少数股东损益	0.9	1.2	1.8	2.3	2.9	3.8	4.9
资产减值准备	1.2	1.6	2.9	6.8	23.9	23.9	23.9
固定资产折旧	12.1	17.8	18.7	24.1	36.3	52.1	71.6
无形资产摊销	2.5	2.8	3.0	3.1	3.0	2.9	2.8
长期待摊费用摊销	24.2	29.0	32.2	39.3	39.3	39.3	39.3
财务费用	0.4	-	-	-11.9	-17.2	-18.1	-19.2
投资损失	-	-	-	-7.6	-3.8	-3.8	-3.8
营运资本变化	-29.3	4.9	12.7	-50.9	54.4	65.5	69.2
其他	0.1	0.3	0.4	0.4	-	-	-
经营现金流	80.7	156.7	212.3	181.5	362.7	459.5	565.2
每股经营现金流(最新股本)	0.22	0.43	0.59	0.50	1.00	1.27	1.56
资本支出	-92.2	-56.6	-96.0	-162.4	-184.0	-240.1	-299.0
其他	-21.2	-15.0	0.3	-534.1	-40.1	-40.1	-40.1
投资现金流	(113.5)	(71.6)	(95.7)	(696.5)	-224.1	-280.3	-339.1
股权融资	-	-	-	737.0	-	-	-
借款变动	-27.0	-	-	-	-	-	-
分配股利和利息偿还	-0.4	-24.0	-48.8	-80.0	-119.8	-156.2	-209.6
其他	-3	-19	-56	-107	-	-	-
融资现金流	(30.2)	(42.5)	(104.8)	550.0	-119.8	-156.2	-209.6

资料来源: 万得资讯, 中金公司研究部

图表 27: 历史 P/E 和 P/B band



资料来源: 万得资讯, 中金公司研究部



图表 28: 可比公司估值表

公司名称 代码	收盘价	总市值 (百万元)	每股收益(元)			P/E			净资产收益率		P/B			P/S	
			2015A	2016E	2017E	2015A	2016E	2017E	2015A	2016E	2015A	2016E	2017E	2015A	2016E
化学制剂药——中值		10,394				67x	43x	36x	7%	12%	6.8x	5.8x	4.92	8.4x	8.8x
化学原料药——中值		8,878				78x	44x	30x	6%	10%	4.9x	4.4x	3.93	7.4x	7.0x
生物制药——中值		17,327				55x	42x	33x	11%	12%	7.7x	6.8x	5.83	18.4x	15.8x
现代中药——中值		8,679				47x	38x	29x	9%	9%	4.2x	3.4x	3.05	6.3x	4.7x
品牌中药——中值		17,315				37x	30x	25x	13%	12%	4.9x	4.0x	3.45	6.2x	6.1x
综合性制药企业——中值		16,576				39x	21x	17x	11%	13%	3.4x	2.8x	2.48	2.5x	2.6x
上海医药 601607	20.41	39,249	1.07	1.19	1.31	19x	17x	16x	10%	10%	1.8x	1.7x	1.5x	0.5x	0.5x
老百姓 603883	47.09	12,573	0.90	1.11	1.35	52x	42x	35x	11%	12%	5.7x	5.1x	4.5x	4.1x	2.7x
益丰药房 603939	29.71	10,776	0.49	0.62	0.81	61x	48x	37x	12%	10%	7.6x	4.9x	4.3x	4.7x	3.8x
九州通 600998	21.61	35,592	0.42	0.54	0.69	51x	40x	31x	7%	9%	3.8x	3.6x	3.3x	0.7x	0.7x
瑞康医药 002589	33.90	22,178	0.36	0.83	1.18	94x	41x	29x	7%	8%	6.9x	3.4x	3.0x	2.0x	2.2x
鹭燕医药 002788	57.58	7,380	0.89	-	-	65x	-	-	15%	-	10.0x	-	-	0.0x	1.1x
南京医药 600713	8.32	7,467	0.17	0.18	0.26	48x	46x	31x	7%	5%	3.2x	2.4x	2.2x	0.4x	0.3x
医药商业——中值		11,076				53x	41x	30x	11%	10%	6.4x	4.2x	3.63	1.5x	1.3x
医药零售——平均值		11,408				48x	39x	31x	13%	13%	6.0x	4.7x	4.13	3.9x	2.9x
爱尔眼科 300015	31.13	31,353	0.42	0.58	0.78	73x	54x	40x	18%	20%	13.1x	10.9x	8.5x	9.8x	9.5x
迪安诊断 300244	32.32	17,809	0.32	0.49	0.71	102x	66x	46x	19%	13%	19.2x	8.4x	7.1x	10.1x	9.5x
美年健康 002044	12.94	31,334	0.11	0.14	0.18	120x	93x	70x	9%	7%	10.3x	6.1x	5.5x	17.8x	15.2x
医药连锁服务——平均值		26,832				99x	71x	52x	15%	13%	14.2x	8.5x	7.00	12.6x	11.4x
医疗服务——中值		15,571				73x	59x	46x	16%	11%	12.2x	8.4x	7.1x	10.1x	9.5x
器械和诊断——中值		7,620				62x	48x	38x	9%	10%	6.1x	4.8x	4.5x	12.9x	10.2x
体外诊断——中值		10,431				64x	51x	44x	13%	13%	8.0x	6.3x	5.7x	12.9x	10.2x
全行业——中值		10,489				55x	43x	32x	10%	11%	5.1x	4.4x	4.04	8.3x	6.8x

资料来源: 万得资讯, 中金公司研究部; 注: 浅灰色背景表示的是中金覆盖公司(采用中金预测), 白色背景为未覆盖公司(采用万得一致预期)



法律声明

一般声明

本报告由中国国际金融股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但中国国际金融股份有限公司及其关联机构（以下统称“中金公司”）对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供投资者参考之用，不构成所述证券买卖的出价或征价。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，中金公司不向客户提供税务、会计或法律意见。我们建议所有投资者均就任何潜在投资向其税务、会计或法律顾问咨询。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，中金公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。在不同时期，中金公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

本报告署名分析师可能会不时与中金公司的客户、销售交易人员、其他业务人员或在本报告中针对可能对本报告所涉及的标的证券市场价格产生短期影响的催化剂或事件进行交易策略的讨论。这种短期影响可能与分析师已发布的关于相关证券的目标价预期方向相反，相关的交易策略不同于且也不影响分析师关于其所研究标的证券的基本面评级。

中金公司的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。中金公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。中金公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现。过往的业绩表现亦不应作为日后回报的预示。我们不承诺也不保证，任何所预示的回报会得以实现。分析中所做的回报预测可能是基于相应的假设。任何假设的变化可能会显著地影响所预测的回报。

本报告提供给某接收人仅是基于该接收人被认为有能力独立评估投资风险并就投资决策能行使独立判断。投资的独立判断是指，投资决策是投资者自身基于对潜在投资的机会、风险、市场因素及其他投资考虑而独立做出的。

本报告由受香港证券和期货委员会监管的中国国际金融香港证券有限公司于香港提供。香港的投资者若有任何关于中金公司研究报告的问题请直接联系中国国际金融香港证券有限公司的销售交易代表。本报告作者所持香港证监会牌照的牌照编号已披露在报告首页的作者姓名旁。

本报告由受新加坡金融管理局监管的中国国际金融（新加坡）有限公司（“中金新加坡”）于新加坡向符合新加坡《证券期货法》定义下的认可投资者及/或机构投资者提供。提供本报告于此类投资者，有关财务顾问将无需根据新加坡之《财务顾问法》第 36 条就任何利益及/或其代表就任何证券利益进行披露。有关本报告之任何查询，在新加坡获得本报告的人员可向中金新加坡提出。

本报告由受金融服务监管局监管的中国国际金融（英国）有限公司（“中金英国”）于英国提供。本报告有关的投资和服务仅向符合《2000 年金融服务和市场法 2005 年（金融推介）令》第 19（5）条、38 条、47 条以及 49 条规定的人士提供。本报告并未打算提供给零售客户使用。在其他欧洲经济区国家，本报告向被其本国认定为专业投资者（或相当性质）的人士提供。

本报告将依据其他国家或地区的法律法规和监管要求于该国家或地区提供本报告。

特别声明

在法律许可的情况下，中金公司可能与本报告中提及公司正在建立或争取建立业务关系或服务关系。因此，投资者应当考虑到中金公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。

与本报告所含具体公司相关的披露信息请访 http://research.cicc.com/disclosure_cn，亦可参见近期已发布的关于该等公司的具体研究报告。

研究报告评级分布可从 <http://www.cicc.com.cn/CICC/chinese/operation/page4-4.htm> 获悉。

个股评级标准：“确信买入”（Conviction BUY）：分析员估测未来 6~12 个月，某个股的绝对收益在 30% 以上；绝对收益在 20% 以上的个股为“推荐”、在 -10%~20% 之间的为“中性”、在 -10% 以下的为“回避”；绝对收益在 -20% 以下“确信卖出”（Conviction SELL）。星号代表首次覆盖或者评级发生其它除上、下方向外的变更（如*确信卖出 - 纳入确信卖出、*回避 - 移出确信卖出、*推荐 - 移出确信买入、*确信买入 - 纳入确信买入）。

行业评级标准：“超配”，估测未来 6~12 个月某行业会跑赢大盘 10% 以上；“标配”，估测未来 6~12 个月某行业表现与大盘的关系在 -10% 与 10% 之间；“低配”，估测未来 6~12 个月某行业会跑输大盘 10% 以上。

本报告的版权仅为中金公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式转发、翻版、复制、刊登、发表或引用。

V160908
编辑：杨梦雪



北京

中国国际金融股份有限公司
北京市建国门外大街1号
国贸写字楼2座28层
邮编: 100004
电话: (86-10) 6505-1166
传真: (86-10) 6505-1156

深圳

中国国际金融股份有限公司深圳分公司
深圳市福田区深南大道7088号
招商银行大厦25楼2503室
邮编: 518040
电话: (86-755) 8319-5000
传真: (86-755) 8319-9229

上海

中国国际金融股份有限公司上海分公司
上海市浦东新区陆家嘴环路1233号
汇亚大厦32层
邮编: 200120
电话: (86-21) 5879-6226
传真: (86-21) 5888-8976

Singapore

China International Capital Corporation (Singapore) Pte. Limited
#39-04, 6 Battery Road
Singapore 049909
Tel: (65) 6572-1999
Fax: (65) 6327-1278

香港

中国国际金融(香港)有限公司
香港中环港景街1号
国际金融中心第一期29楼
电话: (852) 2872-2000
传真: (852) 2872-2100

United Kingdom

China International Capital Corporation (UK) Limited
Level 25, 125 Old Broad Street
London EC2N 1AR, United Kingdom
Tel: (44-20) 7367-5718
Fax: (44-20) 7367-5719

北京建国门外大街证券营业部

北京市建国门外大街甲6号
SK大厦1层
邮编: 100022
电话: (86-10) 8567-9238
传真: (86-10) 8567-9235

上海德丰路证券营业部

上海市奉贤区德丰路299弄1号
A座11楼1105室
邮编: 201400
电话: (86-21) 5879-6226
传真: (86-21) 6887-5123

南京汉中路证券营业部

南京市鼓楼区汉中路2号
亚太商务楼30层C区
邮编: 210005
电话: (86-25) 8316-8988
传真: (86-25) 8316-8397

厦门莲岳路证券营业部

厦门市思明区莲岳路1号
磐基中心商务楼4层
邮编: 361012
电话: (86-592) 515-7000
传真: (86-592) 511-5527

重庆洪湖西路证券营业部

重庆市北部新区洪湖西路9号
欧瑞蓝爵商务中心10层及欧瑞
蓝爵公馆1层
邮编: 401120
电话: (86-23) 6307-7088
传真: (86-23) 6739-6636

佛山季华五路证券营业部

佛山市禅城区季华五路2号
卓远商务大厦一座12层
邮编: 528000
电话: (86-757) 8290-3588
传真: (86-757) 8303-6299

宁波扬帆路证券营业部

宁波市高新区扬帆路999弄5号
11层
邮编: 315103
电话: (86-0574) 8907-7288
传真: (86-0574) 8907-7328

北京科学院南路证券营业部

北京市海淀区科学院南路2号
融科资讯中心A座6层
邮编: 100190
电话: (86-10) 8286-1086
传真: (86-10) 8286-1106

深圳福华一路证券营业部

深圳市福田区福华一路6号
免税商务大厦裙楼201
邮编: 518048
电话: (86-755) 8832-2388
传真: (86-755) 8254-8243

广州天河路证券营业部

广州市天河区天河路208号
粤海天河城大厦40层
邮编: 510620
电话: (86-20) 8396-3968
传真: (86-20) 8516-8198

武汉中南路证券营业部

武汉市武昌区中南路99号
保利广场写字楼43层4301-B
邮编: 430070
电话: (86-27) 8334-3099
传真: (86-27) 8359-0535

天津南京路证券营业部

天津市和平区南京路219号
天津环贸商务中心(天津中心)10层
邮编: 300051
电话: (86-22) 2317-6188
传真: (86-22) 2321-5079

云浮新兴东堤北路证券营业部

云浮市新兴县新城镇东堤北路温氏科技园服务
楼C1幢二楼
邮编: 527499
电话: (86-766) 2985-088
传真: (86-766) 2985-018

福州五四路证券营业部

福州市鼓楼区五四路128-1号恒力城办公楼
38层02-03室
邮编: 350001
电话: (86-591) 8625 3088
传真: (86-591) 8625 3050

上海淮海中路证券营业部

上海市淮海中路398号
邮编: 200020
电话: (86-21) 6386-1195
传真: (86-21) 6386-1180

杭州教工路证券营业部

杭州市教工路18号
世贸丽晶城欧美中心1层
邮编: 310012
电话: (86-571) 8849-8000
传真: (86-571) 8735-7743

成都滨江东路证券营业部

成都市锦江区滨江东路9号
香格里拉办公楼1层、16层
邮编: 610021
电话: (86-28) 8612-8188
传真: (86-28) 8444-7010

青岛香港中路证券营业部

青岛市市南区香港中路9号
香格里拉写字楼中心11层
邮编: 266071
电话: (86-532) 6670-6789
传真: (86-532) 6887-7018

大连港兴路证券营业部

大连市中山区港兴路6号
万达中心16层
邮编: 116001
电话: (86-411) 8237-2388
传真: (86-411) 8814-2933

长沙车站北路证券营业部

长沙市芙蓉区车站北路459号
证券大厦附楼三楼
邮编: 410001
电话: (86-731) 8878-7088
传真: (86-731) 8446-2455



CICC
中金公司

