

拟收购惠仁堂剩余股权，短期内两起并购分量足

事件：公司拟以流动贷款收购控股子公司兰州惠仁堂药业连锁有限责任公司少数股东所持有的 35% 的股权，收购金额为 23,935.20 万元，本次交易完成后，惠仁堂为公司全资子公司。

- **控股转全资，惠仁堂协同效应有望增强。**惠仁堂目前已有门店 425 家，主要分布在甘肃省、宁夏回族自治区各地县市，其市场占有率在甘肃省排名第二，根据公告披露，2020 年 1-11 月营业收入达 10.61 亿元，净利润 0.65 亿元，净利率达 6.13%。公司整体估值为 6.84 亿元，本次收购目标公司的剩余股权估值 PE10.73 倍，受控股权溢价的影响，该估值低于行业收购均值。惠仁堂作为公司星火计划中的优质资产，自首次收购惠仁堂至今，营业收入从 2014 年 5.2 亿上升至 2019 年 10.73 亿元，净利润由 1987.29 万元上升至 5384.38 万元，通过全面整合惠仁堂业务，公司将加快实现甘青宁市场扩张。
- **短期内发生两起重磅并购，有效增厚 21 年业绩。**12 月 20 日，公司发布公告，拟以自有资金 6.8 亿收购内蒙古赤峰人川大药房 100% 股权，加上本次对惠仁堂的少数股东权益收购，公司在一个月内连续两次大手笔进行股权并购。经保守测算，在贷款资金成本 4.75%，自有资金理财收益率 3.25% 的假设下，收购人川大药房有望为公司 21 年增厚归母净利润 2300 万元，收购惠仁堂少数股权有望为公司 21 年增厚归母净利润约 1800 万元，21 年全年并表口径贡献归母净利润同比增长 6.48%。我们认为星火计划成效显著，公司在 21 年有望进入区域聚焦，扩张加速的快车道上。

财务预测与投资建议

- 公司的并购符合我们的预期，维持预测公司 2020-2022 年每股收益分别为 1.55 元、1.94 元、2.42 元，给予 2020 年 64 倍估值，对应目标价 99.20 元，维持给予买入评级

风险提示

- 带量采购导致的风险、新冠疫情反复风险、门店扩张不及预期的风险

公司主要财务信息

	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	9,471	11,663	14,340	17,912	22,016
同比增长(%)	26.3%	23.1%	23.0%	24.9%	22.9%
营业利润(百万元)	629	765	949	1,191	1,486
同比增长(%)	28.8%	21.7%	24.0%	25.5%	24.8%
归属母公司净利润(百万元)	435	509	633	793	988
同比增长(%)	17.3%	16.9%	24.3%	25.3%	24.7%
每股收益(元)	1.06	1.24	1.55	1.94	2.42
毛利率(%)	35.2%	33.6%	33.5%	33.3%	33.2%
净利率(%)	4.6%	4.4%	4.4%	4.4%	4.5%
净资产收益率(%)	14.6%	15.6%	16.9%	18.3%	19.6%
市盈率	68.2	58.3	46.9	37.4	30.0
市净率	9.7	8.5	7.4	6.4	5.4

资料来源：公司数据，东方证券研究所预测，每股收益使用最新股本全面摊薄计算。

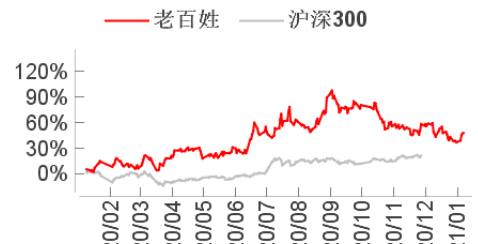


东方证券
ORIENT SECURITIES

投资评级 **买入** 增持 中性 减持 (维持)

股价(2021年01月07日)	67.88 元
目标价格	99.20 元
52周最高价/最低价	115.2/61.95 元
总股本/流通A股(万股)	40,873/40,739
A股市值(百万元)	29,711
国家/地区	中国
行业	医药生物
报告发布日期	2021年01月08日

股价表现	1周	1月	3月	12月
绝对表现	4.74	-0.98	-8.09	5.61
相对表现	3.98	-6.97	-13.36	-22.91
沪深300	0.76	5.99	5.27	28.52



资料来源：WIND、东方证券研究所

证券分析师 刘恩阳
010-66218100*828
liuenyang@orientsec.com.cn
执业证书编号：S0860519040001

联系人 田世豪
021-63325888*6111
tianshiahao@orientsec.com.cn

东方证券股份有限公司经相关主管机关核准具备证券投资咨询业务资格，据此开展发布证券研究报告业务。

东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的范围内正在或将要与本研究报告所分析的企业发展业务关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在对报告的客观性产生影响的利益冲突，不应视本证券研究报告为作出投资决策的唯一因素。

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责声明。

附表：财务报表预测与比率分析

资产负债表						利润表					
单位:百万元	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E	单位:百万元	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
货币资金	1,118	1,386	1,996	2,245	2,813	营业收入	9,471	11,663	14,340	17,912	22,016
应收票据及应收账款	947	1,073	1,431	1,742	2,121	营业成本	6,137	7,746	9,540	11,951	14,700
预付账款	364	420	596	692	853	营业税金及附加	58	48	86	104	121
存货	1,711	1,988	2,562	3,203	3,887	营业费用	2,157	2,514	3,033	3,789	4,671
其他	172	209	236	278	317	管理费用及研发费用	458	556	671	815	989
流动资产合计	4,311	5,076	6,821	8,161	9,991	财务费用	43	67	121	122	97
长期股权投资	2	37	37	37	37	资产、信用减值损失	10	11	5	4	5
固定资产	464	902	958	1,002	1,031	公允价值变动收益	0	0	0	0	0
在建工程	344	91	108	118	123	投资净收益	0	5	5	5	5
无形资产	340	434	489	550	611	其他	20	38	59	59	49
其他	3,024	3,384	3,381	3,534	3,713	营业利润	629	765	949	1,191	1,486
非流动资产合计	4,174	4,848	4,973	5,241	5,515	营业外收入	14	11	15	15	15
资产总计	8,485	9,924	11,794	13,402	15,507	营业外支出	7	6	9	9	9
短期借款	816	1,078	1,998	1,541	1,339	利润总额	636	770	955	1,197	1,492
应付票据及应付账款	2,486	3,266	3,754	4,861	5,987	所得税	132	155	193	242	301
其他	1,644	1,004	1,142	1,295	1,471	净利润	504	615	762	955	1,191
流动负债合计	4,946	5,348	6,894	7,696	8,797	少数股东损益	69	106	130	162	202
长期借款	84	380	380	380	380	归属于母公司净利润	435	509	633	793	988
应付债券	0	269	0	0	0	每股收益(元)	1.06	1.24	1.55	1.94	2.42
其他	86	53	0	0	0						
非流动负债合计	170	702	380	380	380	主要财务比率					
负债合计	5,115	6,050	7,273	8,076	9,177		2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
少数股东权益	323	388	517	679	882	成长能力					
股本	285	287	409	409	409	营业收入	26.3%	23.1%	23.0%	24.9%	22.9%
资本公积	1,298	1,319	1,258	1,258	1,258	营业利润	28.8%	21.7%	24.0%	25.5%	24.8%
留存收益	1,463	1,825	2,337	2,981	3,782	归属于母公司净利润	17.3%	16.9%	24.3%	25.3%	24.7%
其他	0	57	0	0	0	获利能力					
股东权益合计	3,369	3,875	4,521	5,326	6,330	毛利率	35.2%	33.6%	33.5%	33.3%	33.2%
负债和股东权益总计	8,485	9,924	11,794	13,402	15,507	净利率	4.6%	4.4%	4.4%	4.4%	4.5%
						ROE	14.6%	15.6%	16.9%	18.3%	19.6%
						ROIC	11.5%	12.3%	13.4%	14.6%	16.3%
现金流量表						偿债能力					
单位:百万元	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E	资产负债率	60.3%	61.0%	61.7%	60.3%	59.2%
净利润	504	615	762	955	1,191	净负债率	17.5%	11.9%	11.1%	0.0%	0.0%
折旧摊销	215	177	235	258	282	流动比率	0.87	0.95	0.99	1.06	1.14
财务费用	43	67	121	122	97	速动比率	0.53	0.58	0.62	0.64	0.69
投资损失	(0)	(5)	(5)	(5)	(5)	营运能力					
营运资金变动	292	364	(519)	167	38	应收账款周转率	10.8	11.5	11.4	11.3	11.3
其它	(141)	(186)	29	4	5	存货周转率	4.1	4.2	4.2	4.1	4.1
经营活动现金流	913	1,033	623	1,502	1,608	总资产周转率	1.2	1.3	1.3	1.4	1.5
资本支出	(621)	(410)	(261)	(271)	(275)	每股指标(元)					
长期投资	(68)	(289)	0	0	0	每股收益	1.06	1.24	1.55	1.94	2.42
其他	(723)	(138)	(230)	(252)	(277)	每股经营现金流	3.20	3.60	1.53	3.68	3.93
投资活动现金流	(1,413)	(838)	(491)	(523)	(552)	每股净资产	7.45	8.53	9.80	11.37	13.33
债权融资	(9)	(161)	(262)	(1)	(2)	估值比率					
股权融资	(35)	22	61	0	0	市盈率	68.2	58.3	46.9	37.4	30.0
其他	261	43	679	(729)	(486)	市净率	9.7	8.5	7.4	6.4	5.4
筹资活动现金流	218	(96)	478	(730)	(488)	EV/EBITDA	34.0	29.9	23.1	19.2	16.2
汇率变动影响	0	0	-0	-0	-0	EV/EBIT	44.9	36.3	28.2	23.0	19.0
现金净增加额	(282)	99	610	250	568						

资料来源：东方证券研究所

分析师申明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明：

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

投资评级和相关定义

报告发布日后的 12 个月内的公司的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准；

公司投资评级的量化标准

买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；

增持：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15%；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；

减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级 —— 由于在报告发出之时该股票不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该股票的研究状况，未给予投资评级相关信息。

暂停评级 —— 根据监管制度及本公司相关规定，研究报告发布之时该投资对象可能与本公司存在潜在的利益冲突情形；亦或是研究报告发布当时该股票的价值和价格分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确投资评级；分析师在上述情况下暂停对该股票给予投资评级等信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该股票的投资评级、盈利预测及目标价格等信息不再有效。

行业投资评级的量化标准：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；

看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级：由于在报告发出之时该行业不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该行业的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：由于研究报告发布当时该行业的投资价值分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确行业投资评级；分析师在上述情况下暂停对该行业给予投资评级信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该行业的投资评级信息不再有效。

免责声明

本证券研究报告（以下简称“本报告”）由东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告的全体接收人应当采取必要措施防止本报告被转发给他人。

本报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的证券研究报告。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的证券研究报告之外，绝大多数证券研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面协议授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容。不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

经本公司事先书面协议授权刊载或转发的，被授权机构承担相关刊载或者转发责任。不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

提示客户及公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告，慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

电话：021-63325888

传真：021-63326786

网址：www.dfzq.com.cn