

自建并购共助扩张提速，线上业务迎来高增时期



东方证券
ORIENT SECURITIES

核心观点

- 2020Q1 公司实现营业收入 11.67 亿元 (+10.54%)，实现归母净利润 0.65 亿元 (+20.94%)，实现扣非后归母净利润 0.60 亿元 (+18.82%)。公司一季度营收增速略有放缓，一方面由于 20 年防疫物资导致基数较高，另一方面由于原地过年政策影响消费者信心，医药零售、便利零售行业的线下业务增长放缓。2020Q1 公司实现毛利率 34.18% (同比+2.07pcts)，实现净利润 5.46% (同比+0.41pcts)，盈利能力略有上升。此外，剔除疫情物资高基数影响后，其余品类营收同比增长 16.68%，保持稳定增长。
- **并购与自建并举，门店扩张加速。**2021Q1 公司新开直营门店 98 家，关闭门店 12 家，净增门店 86 家 (药店 78 家，便利店 8 家)，门店总数达到 2,216 家。分地域看，公司云南省药店净增加 56 家，云南省省外增加 30 家，省内省外兼顾，保证各市场均衡发展。除此之外，公司加速并购之路，4 月下旬公司并购星云大药房连锁经营有限公司 100% 股权，并购金额达 4,425.00 万元，该标的 2020 年营收规模达 5260 万元，净利润达 731 万元，公司自建与并购双轮驱动，门店扩张速度可高看一线。
- **内生管理加强，线上业务保持高速增长。**截止报告期末，公司直营门店医保门店数量共 1,668 家，开通各类慢病医保支付门店 176 家，医保门店占比达到 84.76%，门店质量进一步优化。慢病管理业务已布局 753 家门店，一季度累计服务 8.8 万人，在处方外流的大背景下，公司积极把握行业机遇。值得注意的是，21Q1 自营平台营收 5,823.09 万元 (+77.01%)，第三方平台营收 6,685.56 万元 (+64.84%)，线上业务占营业收入的比例达 13.81%，更为重要的是公司自营线上平台增速快于第三方平台营收，可见公司在业务布局领域所搭建的平台之优秀。

财务预测与投资建议

- 由于公司门店扩张略超预期，我们上调了盈利预测，我们预计公司 2021-2023 年公司 EPS 分别为 5.75/7.04/8.63 元 (原 2021-2022 年 EPS 预测为 4.96/5.97 元)，根据可比公司，给与公司 2021 年估值 27 倍，对应目标价 155.25 元，维持给予买入评级。

风险提示

- 新冠疫情超预期，门店扩张不及预期，带量采购政策超预期

公司主要财务信息

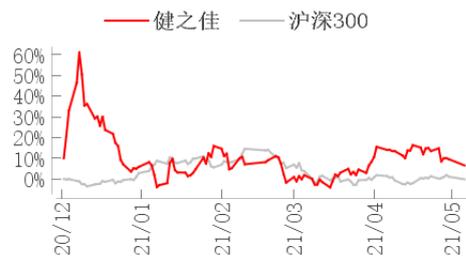
	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	3,529	4,466	5,585	6,917	8,565
同比增长(%)	27.6%	26.6%	25.0%	23.9%	23.8%
营业利润(百万元)	221	292	369	469	590
同比增长(%)	23.8%	32.1%	26.3%	26.9%	25.9%
归属母公司净利润(百万元)	168	251	305	373	457
同比增长(%)	25.8%	49.4%	21.3%	22.4%	22.6%
每股收益(元)	3.17	4.74	5.75	7.04	8.63
毛利率(%)	35.1%	33.7%	35.5%	35.6%	35.6%
净利率(%)	4.8%	5.6%	5.5%	5.4%	5.3%
净资产收益率(%)	32.0%	21.8%	16.3%	16.9%	17.4%
市盈率	37.7	25.2	20.8	17.0	13.8
市净率	10.7	3.7	3.1	2.6	2.2

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，

投资评级 买入 增持 中性 减持 (维持)

股价(2021年05月06日)	111.86 元
目标价格	155.25 元
52周最高价/最低价	171.5/87.47 元
总股本/流通A股(万股)	5,300/1,325
A股市值(百万元)	5,929
国家/地区	中国
行业	医药生物
报告发布日期	2021年05月07日

股价表现	1周	1月	3月	12月
绝对表现	-2.71	-6.62	1.23	
相对表现	-2.41	-6.49	3.45	
沪深300	-0.3	-0.13	-2.22	19.42



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

相关报告

小而美，扎根西南的优秀零售药店 2021-03-30

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	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E	单位:百万元	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
货币资金	443	1,622	2,792	2,767	4,282	营业收入	3,529	4,466	5,585	6,917	8,565
应收票据、账款及款项融资	133	167	208	258	320	营业成本	2,288	2,961	3,603	4,456	5,516
预付账款	167	192	240	298	369	营业税金及附加	16	15	28	35	43
存货	609	731	890	1,101	1,362	营业费用	888	1,040	1,396	1,713	2,107
其他	47	81	61	71	83	管理费用及研发费用	106	147	184	228	283
流动资产合计	1,399	2,793	4,192	4,494	6,416	财务费用	11	9	13	20	28
长期股权投资	0	0	0	0	0	资产、信用减值损失	13	16	5	7	9
固定资产	368	374	456	516	562	公允价值变动收益	0	0	0	0	0
在建工程	0	3	45	31	25	投资净收益	0	1	1	1	1
无形资产	30	34	43	58	71	其他	15	14	13	10	10
其他	198	265	221	191	161	营业利润	221	292	369	469	590
非流动资产合计	596	675	765	796	819	营业外收入	4	19	18	15	16
资产总计	1,996	3,469	4,957	5,290	7,235	营业外支出	7	11	10	10	10
短期借款	20	74	960	487	1,438	利润总额	218	301	377	474	596
应付票据及应付账款	1,175	1,469	1,787	2,210	2,736	所得税	52	51	75	104	143
其他	168	176	176	189	204	净利润	166	249	302	369	453
流动负债合计	1,362	1,719	2,923	2,886	4,379	少数股东损益	(2)	(2)	(3)	(4)	(5)
长期借款	36	31	31	31	31	归属于母公司净利润	168	251	305	373	457
应付债券	0	0	0	0	0	每股收益(元)	3.17	4.74	5.75	7.04	8.63
其他	19	17	0	0	0						
非流动负债合计	55	48	31	31	31	主要财务比率					
负债合计	1,418	1,767	2,954	2,917	4,410		2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
少数股东权益	(14)	(15)	(18)	(22)	(27)	成长能力					
实收资本(或股本)	40	53	53	53	53	营业收入	27.6%	26.6%	25.0%	23.9%	23.8%
资本公积	125	986	986	986	986	营业利润	23.8%	32.1%	26.3%	26.9%	25.9%
留存收益	427	678	983	1,356	1,813	归属于母公司净利润	25.8%	49.4%	21.3%	22.4%	22.6%
其他	0	0	0	0	0	获利能力					
股东权益合计	578	1,702	2,003	2,373	2,826	毛利率	35.1%	33.7%	35.5%	35.6%	35.6%
负债和股东权益总计	1,996	3,469	4,957	5,290	7,235	净利率	4.8%	5.6%	5.5%	5.4%	5.3%
						ROE	32.0%	21.8%	16.3%	16.9%	17.4%
						ROIC	29.9%	20.4%	12.7%	12.9%	13.0%
现金流量表						偿债能力					
单位:百万元	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E	资产负债率	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
净利润	166	249	302	369	453	净负债率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
折旧摊销	131	59	69	76	83	流动比率	1.03	1.63	1.43	1.56	1.47
财务费用	11	9	13	20	28	速动比率	0.57	1.19	1.12	1.17	1.15
投资损失	(0)	(1)	(1)	(1)	(1)	营运能力					
营运资金变动	122	84	85	102	125	应收账款周转率	23.6	29.8	29.8	29.6	29.6
其它	(93)	(84)	(6)	7	9	存货周转率	3.9	4.3	4.4	4.4	4.4
经营活动现金流	338	317	461	574	698	总资产周转率	1.9	1.6	1.3	1.4	1.4
资本支出	(492)	(91)	(162)	(97)	(96)	每股指标(元)					
长期投资	0	0	0	0	0	每股收益	3.17	4.74	5.75	7.04	8.63
其他	320	(46)	(1)	(10)	(10)	每股经营现金流	8.49	5.97	8.70	10.84	13.16
投资活动现金流	(172)	(137)	(164)	(106)	(106)	每股净资产	11.16	32.40	38.15	45.19	53.82
债权融资	(5)	(5)	0	0	0	估值比率					
股权融资	2	875	0	0	0	市盈率	37.7	25.2	20.8	17.0	13.8
其他	(93)	54	873	(494)	924	市净率	10.7	3.7	3.1	2.6	2.2
筹资活动现金流	(97)	923	873	(494)	924	EV/EBITDA	16.4	16.5	13.2	10.5	8.5
汇率变动影响	0	(0)	-0	-0	-0	EV/EBIT	25.6	19.7	15.6	12.2	9.6
现金净增加额	69	1,103	1,171	(26)	1,516						

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