

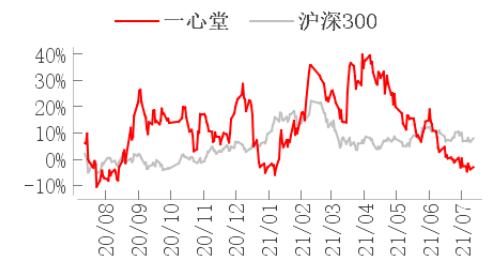
# 加大四川地区业务布局，供应链协同效应显著



投资评级 **买入** 增持 中性 减持 (维持)

股价(2021年07月12日)	33.14元
目标价格	36.12元
52周最高价/最低价	49.75/30.15元
总股本/流通A股(万股)	59,618/39,732
A股市值(百万元)	19,757
国家/地区	中国
行业	医药生物
报告发布日期	2021年07月12日

股价表现	1周	1月	3月	12月
绝对表现	-0.3	-6.06	-24.79	-2.95
相对表现	1.93	-1.46	-21.49	-9.9
沪深300	-2.23	-4.6	-3.3	6.95



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  
tianshishao@orientsec.com.cn

联系人 易丹阳  
yidanyang@orientsec.com.cn

## 相关报告

走出云南，西部地区零售药店龙头二次腾飞 2021-02-24

**事件:** 公司发布公告,全资子公司一心堂四川分别以增资、受让的方式,以5500万元、9900万元对价持股本草堂20%、36%的股权,本次交易完成后一心堂四川共持股本草堂56%股权,本草堂2021H1净利润1416.97万元(未经审计),线性测算下对应100%股权收购估值为9.7X。

- **本草堂在当地经销网络全面,业绩成长性良好。**本草堂目前主要包含针对加盟药店、其它连锁药店、单体药店、医院、诊所、卫生院及其它下游商业公司进行药品销售业务,已经深度下沉到了四川地区的县城乡镇,经销网络在当地十分全面。并购后由原管理团队继续经营,并承诺自2021-2023年营业收入较2020年分别增长17%/18%/20%,净利润较2020年分别增长36%/21%/22%,标的对赌业绩保持较高增长,资产质量优秀。
- **本草堂于四川地区业务协同性高,补足加盟战略,加速渗透四川市场。**本草堂在四川地区经营近二十载,拥有近千家加盟门店,并与上万家药店有业务合作关系,一方面给了公司在四川地区的加盟业务进一步纵深发展的机会,另一方面本草堂供应链所触达的上万家药店为公司在四川地区的并购塑造了标的池,为未来的并购整合四川市场铺路。此外,本草堂供应链实力强,除了与药店有密切的业务合作关系以外,与基层机构、等级医院均具备密切的业务往来。此次并购有望提升公司在四川地区的统采能力和配送能力,加强公司在川渝地区的药品销售网络建设,赋能直营药店,并有望在四川建立起一心堂的集中采购中心。
- **公司拐点先至,今明两年四川地区发展值得期待,本次并购表明公司对四川地区经营之决心。**当下公司估值已经进入长期布局的合理空间,且去年基数相对温和、今年内生进一步优化,将先于行业遇见拐点。除此之外,我们强调公司增长的第二极四川地区稳态经营、释放利润日期渐行渐至,不仅有望受益于四川地区贡献的利润体量上升增厚EPS,而且成长天花板的抬高可有效提振估值水平。

## 财务预测与投资建议

- 考虑到公司四川地区业务加速成熟,我们上调盈利预测,预计公司21-23年每股收益分别为1.72/2.14/2.60元(原21-22年预测分别为1.59/1.91元),根据可比公司,给予2021年估值21倍,对应目标价36.12元,维持给予买入评级。

## 风险提示

- 带量采购超预期、新冠疫情反复、门店扩张不及预期

公司主要财务信息					
	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	10,479	12,656	15,441	18,338	21,837
同比增长(%)	14.2%	20.8%	22.0%	18.8%	19.1%
营业利润(百万元)	739	918	1,237	1,544	1,882
同比增长(%)	8.0%	24.2%	34.8%	24.8%	21.9%
归属母公司净利润(百万元)	604	790	1,028	1,276	1,548
同比增长(%)	15.9%	30.8%	30.2%	24.0%	21.4%
每股收益(元)	1.01	1.33	1.72	2.14	2.60
毛利率(%)	38.7%	35.8%	37.9%	38.0%	37.9%
净利率(%)	5.8%	6.2%	6.7%	7.0%	7.1%
净资产收益率(%)	14.0%	15.2%	16.4%	17.5%	18.3%
市盈率	44.5	34.0	26.1	21.1	17.3
市净率	5.8	4.7	4.0	3.4	2.9

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。

**图 1：可比公司估值表**

公司	代码	最新价格(元) 每股收益(元)					市盈率			
		2021/7/9	2020A	2021E	2022E	2023E	2020A	2021E	2022E	2023E
益丰药房	603939	50.18	1.07	1.38	1.79	2.29	46.95	36.25	27.96	21.95
大参林	603233	46.90	1.34	1.73	2.22	2.83	34.90	27.13	21.15	16.58
国药一致	000028	36.39	3.27	3.73	4.24	5.10	11.11	9.76	8.58	7.13
老百姓	603883	49.30	1.52	1.89	2.35	2.89	32.44	26.14	20.99	17.03
柳药股份	603368	19.82	1.96	2.41	2.87	3.32	10.09	8.22	6.91	5.97
	最大值						46.95	36.25	27.96	21.95
	最小值						10.09	8.22	6.91	5.97
	平均数						27.10	21.50	17.12	13.73
	调整后平均						26.15	21.01	16.91	13.58

数据来源：wind，东方证券研究所

**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	1,460	1,624	2,481	3,494	4,709	营业收入	10,479	12,656	15,441	18,338	21,837
应收票据及应收账款	535	847	1,000	1,188	1,355	营业成本	6,424	8,123	9,595	11,377	13,554
预付账款	471	425	769	809	946	营业税金及附加	52	32	92	108	119
存货	2,028	2,194	3,187	3,683	4,293	营业费用	2,834	3,052	3,922	4,658	5,525
其他	1,114	1,627	1,255	1,243	1,246	管理费用及研发费用	429	507	641	750	874
<b>流动资产合计</b>	<b>5,608</b>	<b>6,718</b>	<b>8,693</b>	<b>10,417</b>	<b>12,549</b>	财务费用	21	4	(14)	(20)	(31)
长期股权投资	84	84	90	90	90	资产、信用减值损失	68	86	48	12	14
固定资产	559	675	750	823	888	公允价值变动收益	0	0	0	0	0
在建工程	27	15	41	55	64	投资净收益	23	34	40	50	60
无形资产	91	123	96	96	95	其他	65	32	41	41	41
其他	1,595	1,713	1,596	1,549	1,589	<b>营业利润</b>	<b>739</b>	<b>918</b>	<b>1,237</b>	<b>1,544</b>	<b>1,882</b>
<b>非流动资产合计</b>	<b>2,355</b>	<b>2,610</b>	<b>2,573</b>	<b>2,613</b>	<b>2,727</b>	营业外收入	16	45	45	45	45
<b>资产总计</b>	<b>7,963</b>	<b>9,328</b>	<b>11,266</b>	<b>13,030</b>	<b>15,276</b>	营业外支出	6	6	6	6	6
短期借款	0	60	0	0	0	<b>利润总额</b>	<b>749</b>	<b>957</b>	<b>1,276</b>	<b>1,583</b>	<b>1,921</b>
应付票据及应付账款	2,316	2,876	3,597	4,179	4,959	所得税	146	168	249	309	375
其他	510	596	696	810	959	<b>净利润</b>	<b>603</b>	<b>789</b>	<b>1,027</b>	<b>1,274</b>	<b>1,547</b>
<b>流动负债合计</b>	<b>2,826</b>	<b>3,532</b>	<b>4,294</b>	<b>4,990</b>	<b>5,918</b>	少数股东损益	(1)	(1)	(1)	(1)	(2)
长期借款	0	0	0	0	0	<b>归属于母公司净利润</b>	<b>604</b>	<b>790</b>	<b>1,028</b>	<b>1,276</b>	<b>1,548</b>
应付债券	483	0	150	150	150	每股收益(元)	1.01	1.33	1.72	2.14	2.60
其他	57	16	60	60	60						
<b>非流动负债合计</b>	<b>540</b>	<b>16</b>	<b>210</b>	<b>210</b>	<b>210</b>	主要财务比率					
<b>负债合计</b>	<b>3,367</b>	<b>3,548</b>	<b>4,504</b>	<b>5,200</b>	<b>6,128</b>		2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
少数股东权益	1	15	14	13	11	成长能力					
股本	568	595	595	595	595	营业收入	14.2%	20.8%	22.0%	18.8%	19.1%
资本公积	1,409	2,044	2,070	2,070	2,070	营业利润	8.0%	24.2%	34.8%	24.8%	21.9%
留存收益	2,506	3,126	3,975	5,045	6,364	归属于母公司净利润	15.9%	30.8%	30.2%	24.0%	21.4%
其他	112	0	108	108	108	获利能力					
<b>股东权益合计</b>	<b>4,596</b>	<b>5,780</b>	<b>6,762</b>	<b>7,831</b>	<b>9,148</b>	毛利率	38.7%	35.8%	37.9%	38.0%	37.9%
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>7,963</b>	<b>9,328</b>	<b>11,266</b>	<b>13,030</b>	<b>15,276</b>	净利率	5.8%	6.2%	6.7%	7.0%	7.1%
						ROE	14.0%	15.2%	16.4%	17.5%	18.3%
						ROIC	12.3%	13.9%	15.4%	16.5%	17.3%
						偿债能力					
						资产负债率	42.3%	38.0%	40.0%	39.9%	40.1%
						净负债率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
						流动比率	1.98	1.90	2.02	2.09	2.12
						速动比率	1.26	1.27	1.27	1.33	1.38
						营运能力					
						应收账款周转率	18.6	19.0	17.0	16.7	17.1
						存货周转率	3.3	3.8	3.5	3.2	3.3
						总资产周转率	1.4	1.5	1.5	1.5	1.5
						每股指标(元)					
						每股收益	1.01	1.33	1.72	2.14	2.60
						每股经营现金流	1.73	1.74	1.63	2.38	2.79
						每股净资产	7.71	9.67	11.32	13.11	15.32
						估值比率					
						市盈率	44.5	34.0	26.1	21.1	17.3
						市净率	5.8	4.7	4.0	3.4	2.9
						EV/EBITDA	25.3	21.9	16.7	13.8	11.9
						EV/EBIT	33.1	27.2	20.5	16.5	13.6

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](http://www.dfzq.com.cn)