

Q2 业绩超预期，期待下半年内生增长提速



投资评级 **买入** 增持 中性 减持 (维持)

股价(2021年08月17日)	48.68元
目标价格	68.04元
52周最高价/最低价	92.49/42.95元
总股本/流通A股(万股)	40,867/40,799
A股市值(百万元)	19,894
国家/地区	中国
行业	医药生物
报告发布日期	2021年08月18日

	1周	1月	3月	12月
绝对表现	-0.64	-0.32	-11.02	-31.16
相对表现	2.59	7.75	-2.34	-32.73
沪深300	-3.23	-8.07	-8.68	1.57



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

证券分析师 田世豪
021-63325888*6111
tianshihao@orientsec.com.cn
执业证书编号: S0860521080001

事件: 公司发布半年报, 2021H1 公司实现营业收入 74.61 亿元, 同比增长 11.58%, 归母净利润 4.06 亿元, 同比增长 20.79%, 经营活动产生的现金流净额 10.63 亿元, 同比增长 134.86%。

- **Q2 业绩超预期, 少数股东权益下降。** 2021Q2 公司实现营业收入 38.22 亿元, 同比增长 12.28%; 实现归母净利润 1.78 亿元, 同比增长 27.46%; 实现扣非后归母净利润 1.72 亿元, 同比增长 24.93%, 二季度利润端增长远超市场预期, 一方面由于统采占比提高与防疫物资销售占比下降导致的毛利率上升, 另一方面由于对星火事业群中企业的并购导致少数股东权益占比下降所致。值得一提的是, 分品类看上半年中西成药销售 59.92 亿元 (yoy+17.53%)、中药销售 4.62 亿元 (yoy+20.98%)、非药品销售 10.06 亿元 (yoy-16.57%), 中西成药仍保持了较快的增长, 营收端增速低主要由于非药品中疫情物资销售拉低了整体增速, 且中药、保健品等消费属性较强的品类均保持了良好的增长, 互联网药店对线下的影响仍旧较低。
- **门店扩张提速, 星火计划优越性凸显。** 截至 2021 年 6 月底, 公司在全国共开设门店 7680 家 (直营 5682 家, 加盟 1998 家), 报告期内共新增门店 1290 家 (直营 855 家, 加盟 435 家), 直营与加盟门店扩张均呈现提速趋势。直营门店中, 医保门店占比 89.37%, 院边店占比 10.8%, DTP 药房 145 家, 特殊门诊 416 个。此外, 公司自 2015 年以来, 已通过星火模式并购和发展超 2100 家门店, 今年上半年股权性并购共 235 家, 其中收购惠仁堂少数股权落地; 7 月发布公告预收购星火事业群中华康大药房 (35%)、江苏百惠佳 (49%)、泰州隆泰源 (49%) 的少数股权, 星火计划优势凸显。
- **内生改善趋势已现, 期待下半年业绩表现。** 报告期内, 公司会员数共 5715 万, 活跃会员数 1331 万, 新增会员数 174 万, 并拥有 4,875 名慢病管理专家, 慢病建档 766.8 万人; 线上业务高速增长, 互联网端销售额达 3 亿元, 同比增长 200%, O2O 外卖铺设门店达 5831 家; 统采占比已提高至 61.49%, 较 2020 年同期上升 8.39 个百分点, 公司自有品牌产品已超过 600 个, 上半年销售额达 8.2 亿元, 同比增长 101%, 销售占比超过 15%, 较去年同期增长 7 个百分点以上。此外, 我们注意到公司在 6 月与 8 月发布公告, 聘用苏世用先生、江宇飞先生、李培先生、王莉女士作为副总裁, 管理层构架进一步清晰, 公司精细化管理能力有望进一步增强。

财务预测与投资建议

- 我们预测公司 2021-2023 年每股收益分别为 1.89/2.34/2.84 元, 根据可比公司, 给与公司 2021 年 36 倍估值, 对应目标价 68.04 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

	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	11,663	13,967	17,089	20,680	24,998
同比增长(%)	23.1%	19.8%	22.4%	21.0%	20.9%
营业利润(百万元)	765	960	1,206	1,476	1,811
同比增长(%)	21.7%	25.4%	25.6%	22.4%	22.7%
归属母公司净利润(百万元)	509	621	773	955	1,160
同比增长(%)	16.9%	22.1%	24.5%	23.5%	21.4%
每股收益(元)	1.24	1.52	1.89	2.34	2.84
毛利率(%)	33.6%	32.1%	33.2%	33.0%	32.9%
净利率(%)	4.4%	4.4%	4.5%	4.6%	4.6%
净资产收益率(%)	15.6%	16.0%	17.1%	18.2%	18.4%
市盈率	45.2	37.0	29.7	24.1	19.8
市净率	6.6	5.4	4.8	4.0	3.3

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。

相关报告

Q1 业绩承压, 全年预期前低后高:	2021-05-06
拟收购惠仁堂剩余股权, 短期内两起并购分量足	2021-01-08
业绩维持稳定增长, 自建门店扩张提速中	2020-11-02

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	1,386	1,372	2,261	2,742	4,887	营业收入	11,663	13,967	17,089	20,680	24,998
应收票据、账款及款项融资	1,083	1,168	1,657	1,934	2,284	营业成本	7,746	9,489	11,410	13,854	16,781
预付账款	420	428	679	750	889	营业税金及附加	48	44	87	96	106
存货	1,988	2,387	3,045	3,682	4,386	营业费用	2,514	2,837	3,623	4,364	5,250
其他	199	280	258	302	344	管理费用及研发费用	556	658	769	910	1,075
流动资产合计	5,076	5,635	7,901	9,409	12,790	财务费用	67	63	98	105	101
长期股权投资	37	64	70	70	70	资产、信用减值损失	11	26	0	0	0
固定资产	902	1,000	1,150	1,289	1,411	公允价值变动收益	0	0	0	0	0
在建工程	91	80	101	113	120	投资净收益	5	8	5	5	5
无形资产	434	432	491	557	623	其他	38	101	99	119	119
其他	3,384	4,074	3,878	4,054	4,260	营业利润	765	960	1,206	1,476	1,811
非流动资产合计	4,848	5,649	5,691	6,083	6,484	营业外收入	11	13	15	20	15
资产总计	9,924	11,284	13,592	15,492	19,275	营业外支出	6	16	9	0	9
短期借款	1,078	1,158	2,237	1,600	2,500	利润总额	770	957	1,212	1,496	1,817
应付票据及应付账款	3,266	4,109	4,533	5,705	6,948	所得税	155	192	245	302	367
其他	1,004	1,024	1,239	1,409	1,599	净利润	615	764	967	1,194	1,450
流动负债合计	5,348	6,291	8,008	8,714	11,047	少数股东损益	106	143	193	239	290
长期借款	380	118	118	118	118	归属于母公司净利润	509	621	773	955	1,160
应付债券	269	0	0	0	0	每股收益(元)	1.24	1.52	1.89	2.34	2.84
其他	53	69	0	0	0						
非流动负债合计	702	187	118	118	118	主要财务比率					
负债合计	6,050	6,479	8,126	8,832	11,165		2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
少数股东权益	388	515	709	948	1,238	成长能力					
实收资本(或股本)	287	409	409	409	409	营业收入	23.1%	19.8%	22.4%	21.0%	20.9%
资本公积	1,319	1,558	1,423	1,423	1,423	营业利润	21.7%	25.4%	25.6%	22.4%	22.7%
留存收益	1,825	2,324	2,925	3,881	5,040	归属于母公司净利润	16.9%	22.1%	24.5%	23.5%	21.4%
其他	57	0	0	0	0	获利能力					
股东权益合计	3,875	4,805	5,466	6,660	8,110	毛利率	33.6%	32.1%	33.2%	33.0%	32.9%
负债和股东权益总计	9,924	11,284	13,592	15,492	19,275	净利率	4.4%	4.4%	4.5%	4.6%	4.6%
						ROE	15.6%	16.0%	17.1%	18.2%	18.4%
						ROIC	12.3%	13.8%	14.9%	15.5%	15.9%
现金流量表						偿债能力					
单位:百万元	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E	资产负债率	61.0%	57.4%	59.8%	57.0%	57.9%
净利润	615	764	967	1,194	1,450	净负债率	11.9%	0.0%	2.2%	0.0%	0.0%
折旧摊销	177	218	163	187	213	流动比率	0.95	0.90	0.99	1.08	1.16
财务费用	67	63	98	105	101	速动比率	0.58	0.52	0.61	0.66	0.76
投资损失	(5)	(8)	(5)	(5)	(5)	营运能力					
营运资金变动	363	405	(752)	316	199	应收账款周转率	11.5	12.6	12.2	11.6	12.0
其它	(185)	6	242	0	0	存货周转率	4.2	4.3	4.2	4.1	4.2
经营活动现金流	1,033	1,447	713	1,798	1,957	总资产周转率	1.3	1.3	1.4	1.4	1.4
资本支出	(410)	(217)	(260)	(270)	(274)	每股指标(元)					
长期投资	(289)	(58)	31	0	0	每股收益	1.24	1.52	1.89	2.34	2.84
其他	(138)	(735)	(269)	(304)	(335)	每股经营现金流	3.60	3.54	1.75	4.40	4.79
投资活动现金流	(838)	(1,010)	(498)	(574)	(609)	每股净资产	8.53	10.50	11.64	13.98	16.81
债权融资	(161)	(616)	(0)	(1)	(2)	估值比率					
股权融资	22	361	(134)	0	0	市盈率	45.2	37.0	29.7	24.1	19.8
其他	43	(240)	808	(742)	799	市净率	6.6	5.4	4.8	4.0	3.3
筹资活动现金流	(96)	(495)	673	(743)	798	EV/EBITDA	23.9	19.5	16.5	13.7	11.4
汇率变动影响	0	0	-0	-0	-0	EV/EBIT	29.0	23.6	18.5	15.3	12.6
现金净增加额	99	(58)	889	481	2,146						

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