

# 控股德顺堂积极拓展华北， 扩张战略稳健推进

## 事件

### 高管人员变动；公司收购 70%德顺堂重组后新公司股份

公司副总裁陈俊杰因个人原因离职。

公司拟以 1.19 亿元的价格收购注入唐山市德顺堂医药连锁有限公司全部业务及资产的重组新公司 70%的股份，重组后新公司全部股权作价 1.7 亿元。

## 简评

### 高管离任，公司经营无重大影响

公司公告，副总裁陈俊杰先生因个人原因离职。陈俊杰先生所负责的相关工作已做好交接，其离职不会影响公司的正常生产经营。

### 控股德顺堂，巩固华北地区领先地位

公司与德顺堂两位主要股东董军生、李军签署协议，将出资设立重组新公司并注入德顺堂全部业务和相关资产，公司将购买 70%重组新公司股份。德顺堂深耕华北地区，在唐山市拥有 85 家门店，在当地拥有较高的知名度和市占率，此次收购与公司积极拓展华北市场的战略相匹配，将与公司产生积极的协同效应，公司预计通过对德顺堂现有供应链及商品结构等运营管理方式进行全面优化及整合，提高在华北地区的盈利能力。

## 重要财务指标

	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	13,145	15,326	19,178	24,160	30,715
增长率(%)	27.9	16.6	25.1	26.0	27.1
净利润(百万元)	768	888	1,115	1,420	1,820
增长率(%)	41.3	15.6	25.6	27.3	28.2
ROE(%)	15.0	12.6	13.9	15.5	16.8
EPS(元/股，摊薄)	1.45	1.24	1.55	1.98	2.53
P/E(倍)	35.0	41.0	32.6	25.6	20.0
P/B(倍)	4.9	4.9	4.3	3.8	3.3

数据来源：中信建投，Wind

## 益丰药房 (603939)

维持

买入

贺菊颖

hejuying@csc.com.cn

010-86451162

SAC 执证编号：S1440517050001

SFC 中央编号：ASZ591

刘若飞

liuruofei@csc.com.cn

010-85130388

SAC 执证编号：S1440519080003

发布日期：2022 年 07 月 20 日

当前股价：50.65 元

## 主要数据

### 股票价格绝对/相对市场表现 (%)

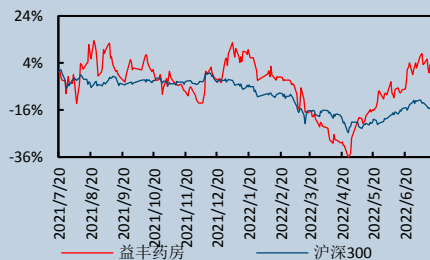
1 个月	3 个月	12 个月
7.72/8.64	42.64/39.39	-3.13/13.38
12 月最高/最低价 (元)		59.18/31.45
总股本 (万股)		71,860.97
流通 A 股 (万股)		71,709.14
总市值 (亿元)		363.98
流通市值 (亿元)		363.21
近 3 月日均成交量 (万股)		382.3

### 主要股东

宁波梅山保税港区济康企业管理  
合伙企业(有限合伙)

21.74%

## 股价表现



## 相关研究报告

【中信建投医药商业】益丰药房

220504 (603939)：业绩符合预期，成长性稳健

德顺堂 85 家门店均位于唐山市，是华北地区的重要城市，门店位置佳，在当地拥有高知名度、高市占率及高客户满意度。目前公司在华北地区拥有 791 家门店，此次收购将与公司目前在河北的积极扩展战略产生良好的协同效应。收购完成后，公司计划通过对重组新公司的供应链和商品结构进行优化调整以及对组织架构、营运流程和管理系统的全面整合，提高收购门店的利润率及盈利能力。经测算，重组新公司在收购后净利率提升 4.06 个百分点，即可实现 797.92 万元的净利润。

公司目前门店总数 8225 家，其中直营门店 7229 家，加盟店 996 家。我们认为：1) 受益公司老店同比内生增长及新店建设、精细化管理能力强，带动业绩持续高速增长；2) 22 年全年继续保持“自建+并购+加盟”三轮驱动的模式进行扩张，在行业整合加速的大环境下公司未来仍将维持高增长。3) 公司预计在 2022 年全年将净增 3000 家门店，其中新开门店约 1300 家，并购约 700 家，加盟约 1000 家。

**图表1： 益丰药房近年门店扩张梳理**

地区	2019 年			2020 年			2021 年		
	新增(家)	关闭(家)	期末(家)	新增(家)	关闭(家)	期末(家)	新增(家)	关闭(家)	期末(家)
中南地区	570	44	2159	739	40	2858	1021	55	3824
华东地区	600	47	2035	456	35	2456	767	29	3194
华北地区	67	5	558	128	9	677	131	17	791
合计	1237	96	4752	1323	84	5991	1919	101	7809

资料来源：公司公告，中信建投

本次交易条款良好：1) **主要股东承诺业绩，保证未来销售额的达成。**2021 年度德顺堂实现营收 1.91 亿元，当年增速为 31.96%。考虑到疫情及整合影响，2023-2024 年度新公司预计营收将不低于 1.80 亿元、1.97 亿元。若承诺期营收未达成，重组新公司股权将相应 3 倍作价减除。2) **同比量收购比较，本次交易定价合理。**按照德顺堂 2021 年全年销售收入 1.91 亿元计算，此次交易整体估值 1.71 亿元，交易市销率为 0.89 倍。本次交易市销率为 0.89 倍，低于同为超 1 亿级别收购案例的齐河秦耀交易市销率 1.13 倍，考虑到此次交易的规模，本次交易定价处于合理区间。

**图表2： 可比公司收购案例市盈率**

公司名称	成交价格(万元)	标的资产	财务数据基准日	交易市销率
健之佳	7,148	中兴医药 100% 股权	2021 年 4 月	0.86
漱玉平民	28,800	齐河秦耀 100% 股权	2021 年 8 月	1.13
老百姓	6,899	江苏百佳惠 49% 股权	2021 年 3 月	0.87
大参林	7,424.4	保定盛世华兴 46% 股权	2019 年 3 月	1.01
平均值				0.97
益丰药房	11,900	德顺堂新设公司 70% 股权	2022 年 5 月	0.89

资料来源：公司公告，中信建投

2021 年公司共发生 28 起并购整合业务，完成并购交割项目 19 起，交割进行中的项目 8 起，涉及门店 624 家，其中完成交割门店 425 家。2022Q1 公司共发起 9 次并购整合业务，完成并购交割项目 7 起，交割进行中的项目 2 起，仍然保持较快扩张趋势。整体来看，在行业集中度提升的大背景下，公司保持了并购扩张的速度和质量，保持在经营区域内的竞争优势。现阶段，中小连锁及单体药店资产价格有望进一步趋于合理，2022 年公司健康扩张的趋势有望继续维持。

**图表3： 益丰药房 2021 年全年及 2022Q1 并购事件梳理**

起始时间	标的	门店数量	购买股权比例	交易作价	交易状态
2021 年 2 月	黄冈益尔方大药房连锁有限公司 徐州恒大生源医药连锁有限公司、丰县恒仁堂	18	60%	2700 万元	已完成
2021 年 3 月	中医诊所有限公司、丰县恒济堂中医门诊有限 公司、徐州恒缘健康科技有限公司	14	75%	3300 万元	已完成
2021 年 3 月	江苏伍伍利民医药连锁有限公司	23	资产型收购	1500 万元	已完成
2021 年 4 月	武汉江瀚大药房连锁有限公司	20	100%	2700 万元	已完成
2021 年 5 月	宜都广源大药房等 12 家药房、宜都市陆城广 源诊所、宜都市一品堂诊所	12	70%	1225 万元	已完成
2021 年 5 月	汨罗天恒济仁堂大药房	18	资产性收购	2488 万元	已完成
2021 年 6 月	江苏开心医药连锁有限公司及所属 19 家分支 机构、东台市种善堂大药房海安中坝中路店	20	70%	2379 万元	已完成
2021 年 7 月	盐城金源大药房连锁有限公司及所属 11 家子 公司、盐城润康金源大药房有限公司	26	51%	3825 万元	已完成
2021 年 7 月	盐城市亭湖区三槐堂大药房有限公司	7	资产性收购	700 万元	已完成
2021 年 9 月	苏州同安康大药房连锁有限公司	17	60%	1800 万元	已完成
2021 年 9 月	湖北爱尔康药房连锁有限公司所属 16 家药店	16	资产性收购	368 万元	已完成
2021 年 9 月	安陆市平安大药房医药连锁有限公司	39	70%	1540 万元	已完成
2021 年 10 月	湖南德海大药房医药食品零售连锁有限公司所 属 12 家药店	12	资产性收购	400 万元	已完成
2021 年 10 月	黄冈同济堂药房连锁有限公司所属的 3 家药店	3	资产性收购	230 万元	已完成
2021 年 10 月	沧州金阳光大药房连锁有限公司	35	90%	2871 万元	已完成
2021 年 10 月	江西百惠康大药房连锁有限公司	54	80%	3040 万元	已完成
2021 年 11 月	随州好宜好大药房连锁有限公司	27	资产性收购	1500 万元	已完成
2021 年 11 月	天津市仙鹤大药房连锁有限公司、天津市盛和 堂中医门诊有限公司	11	资产性收购	1000 万元	正在进行
2021 年 12 月	湖南众信大药房药品零售连锁有限责任公司	30	资产性收购	1380 万元	已完成
2021 年 12 月	玉山县百草堂药房等 42 家药店	42	资产性收购	2500 万元	已完成
2021 年 12 月	株洲市石峰区顺康大药房等 3 家药店	3	资产性收购	768 万元	已完成
2021 年 12 月	徐州康源药房连锁有限公司	16	资产性收购	1995.48 万元	已完成
2021 年 12 月	耒阳市四眼井大药房有限公司	11	资产性收购	3770 万元	正在进行
2022 年 1 月	老百姓大药房连锁河北有限公司	12	资产性收购	1588 万元	已完成
2022 年 1 月	湖北康华大药房有限公司	9	资产性收购	130 万元	已完成
2022 年 1 月	道县人人康大药房人民店等 6 家药店	6	资产性收购	219 万元	正在进行
2022 年 1 月	衡阳市石鼓区健壹大药房等 3 家药店	3	资产性收购	170 万元	正在进行
2022 年 4 月	湖南九芝堂医药有限公司	549	51%	2.04 亿元	正在进行
2022 年 7 月	唐山市德顺堂医药连锁有限公司	85	70%	1.19 亿元	正在进行

资料来源：公司公告，中信建投

### 盈利预测与投资评级

上半年局部地区疫情反复，但管控措施已逐步精准化，影响有限，Q1 及 Q2 经营趋势预计平稳；展望 H2，公司高基数效应已过，随着第九版新冠疫情防控政策落地执行，疫情管控政策更加精准化，疫情对公司经营影响边际缓和，看好下半年经营提速。

我们预计公司 2022 - 2024 年实现营业收入分别为 191.78 亿元、241.60 亿元和 307.15 亿元，归母净利润分别为 11.15 亿元、14.20 亿元和 18.20 亿元，分别同比增长 25.6%、27.3%和 28.2%，折合 EPS 分别为 1.55 元/股、1.98 元/股和 2.53 元/股，对应 PE 为 32.6X、25.6X 和 20.0X，维持买入评级。

### 风险分析

行业政策变动风险；市场竞争加剧；规模扩张进度不达预期；并购门店整合不达预期；商誉减值计提。

## 分析师介绍

**贺菊颖：**中信建投证券医药行业首席分析师，复旦大学管理学硕士，10 年以上医药卖方研究从业经验，善于前瞻性把握细分赛道机会，公司研究深入细致，负责整体投资方向判断。

2020 年度新浪财经金麒麟分析师医药行业第七名、新财富最佳分析师医药行业入围、万德最佳分析师医药行业第四名等荣誉。2019 年 Wind “金牌分析师”医药行业第 1 名。2018 年 Wind “金牌分析师”医药行业第 3 名，2018 第一财经最佳分析师医药行业第 1 名。2013 年新财富医药行业第 3 名，水晶球医药行业第 5 名。

**刘若飞：**医药行业分析师，北京大学生物技术硕士，2017 年加入中信建投证券研究发展部。主要覆盖 CRO、疫苗、药店及中药细分领域。

2021 年第十九届新财富最佳分析师评选医药生物行业第五名团队核心成员。2021 年第十二届中国证券业分析师金牛奖医药生物组第五名团队核心成员。2020 年 Wind 第八届金牌分析师医药行业第四名团队核心成员。

## 研究助理

**谢俊** 13161688587 xiejun@csc.com.cn

## 评级说明

投资评级标准		评级	说明
报告中投资建议涉及的评级标准为报告发布日后6个月内的相对市场表现,也即报告发布日后的6个月内公司股价(或行业指数)相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A股市场以沪深300指数作为基准;新三板市场以三板成指为基准;香港市场以恒生指数作为基准;美国市场以标普500指数为基准。	股票评级	买入	相对涨幅 15%以上
		增持	相对涨幅 5%—15%
		中性	相对涨幅-5%—5%之间
		减持	相对跌幅 5%—15%
		卖出	相对跌幅 15%以上
	行业评级	强于大市	相对涨幅 10%以上
		中性	相对涨幅-10-10%之间
		弱于大市	相对跌幅 10%以上

## 分析师声明

本报告署名分析师在此声明:(i)以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法,使用合法合规的信息,独立、客观地出具本报告,结论不受任何第三方的授意或影响。(ii)本人不曾因,不因,也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

## 法律主体说明

本报告由中信建投证券股份有限公司及/或其附属机构(以下合称“中信建投”)制作,由中信建投证券股份有限公司在中华人民共和国(仅为本报告目的,不包括香港、澳门、台湾)提供。中信建投证券股份有限公司具有中国证监会许可的投资咨询业务资格,本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格证书编号已披露在报告首页。

在遵守适用的法律法规情况下,本报告亦可能由中信建投(国际)证券有限公司在香港提供。本报告作者所持香港证监会牌照的中央编号已披露在报告首页。

## 一般性声明

本报告由中信建投制作。发送本报告不构成任何合同或承诺的基础,不因接收者收到本报告而视其为中信建投客户。

本报告的信息均来源于中信建投认为可靠的公开资料,但中信建投对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载观点、评估和预测仅反映本报告出具日该分析师的判断,该等观点、评估和预测可能在不发出通知的情况下有所变更,亦有可能因使用不同假设和标准或者采用不同分析方法而与中信建投其他部门、人员口头或书面表达的意见不同或相反。本报告所引证券或其他金融工具的过往业绩不代表其未来表现。报告中所含任何具有预测性质的内容皆基于相应的假设条件,而任何假设条件都可能随时发生变化并影响实际投资收益。中信建投不承诺、不保证本报告所含具有预测性质的内容必然得以实现。

本报告内容的全部或部分均不构成投资建议。本报告所包含的观点、建议并未考虑报告接收人在财务状况、投资目的、风险偏好等方面的具体情况,报告接收者应当独立评估本报告所含信息,基于自身投资目标、需求、市场机会、风险及其他因素自主做出决策并自行承担投资风险。中信建投建议所有投资者应就任何潜在投资向其税务、会计或法律顾问咨询。不论报告接收者是否根据本报告做出投资决策,中信建投都不对该等投资决策提供任何形式的担保,亦不以任何形式分享投资收益或者分担投资损失。中信建投不对使用本报告所产生的任何直接或间接损失承担责任。

在法律法规及监管规定允许的范围内,中信建投可能持有并交易本报告中所提公司的股份或其他财产权益,也可能在过去12个月、目前或者将来为本报中所提公司提供或者争取为其提供投资银行、做市交易、财务顾问或其他金融服务。本报告内容真实、准确、完整地反映了署名分析师的观点,分析师的薪酬无论过去、现在或未来都不会直接或间接与其所撰写报告中的具体观点相联系,分析师亦不会因撰写本报告而获取不当利益。

本报告为中信建投所有。未经中信建投事先书面许可,任何机构和/或个人不得以任何形式转发、翻版、复制、发布或引用本报告全部或部分内容,亦不得从未经中信建投书面授权的任何机构、个人或其运营的媒体平台接收、翻版、复制或引用本报告全部或部分内容。版权所有,违者必究。

### 中信建投证券研究发展部

北京  
 东城区朝内大街2号凯恒中心B座12层  
 电话:(8610) 8513-0588  
 联系人:李祉瑶  
 邮箱:lizhiyao@csc.com.cn

上海  
 上海浦东新区浦东南路528号南塔2106室  
 电话:(8621) 6882-1600  
 联系人:翁起帆  
 邮箱:wengqifan@csc.com.cn

深圳  
 福田区益田路6003号荣超商务中心B座22层  
 电话:(86755) 8252-1369  
 联系人:曹莹  
 邮箱:caoying@csc.com.cn

### 中信建投(国际)

香港  
 中环交易广场2期18楼  
 电话:(852) 3465-5600  
 联系人:刘泓麟  
 邮箱:charleneliu@csci.hk