

# 益丰药房 (603939.SH) 拟收购德顺堂 85 家门店, 持续夯实华北区域市场地位

2022 年 07 月 20 日

**投资评级: 买入 (维持)**
**——公司信息更新报告**

日期	2022/7/19
当前股价(元)	50.65
一年最高最低(元)	59.18/31.45
总市值(亿元)	363.98
流通市值(亿元)	363.98
总股本(亿股)	7.19
流通股本(亿股)	7.19
近 3 个月换手率(%)	32.45

<b>蔡明子 (分析师)</b>	<b>龙永茂 (联系人)</b>
caimingzi@kysec.cn	longyongmao@kysec.cn
证书编号: S0790520070001	证书编号: S0790121070011

● **巩固公司在华北区域的市场地位, 提升公司市场竞争力, 维持“买入”评级**

7 月 19 日, 公司发布公告拟通过新兴药房收购唐山市德顺堂医药连锁有限公司重组后新公司 70% 股权, 重组后的新公司 70% 股权的收购价格不超过人民币 11,900.00 万元 (1.19 亿元), 交易完成后新兴药房将持有德顺堂 85 家门店经营资产。截至 2021 年底, 公司华北区域门店数总计 791 家。德顺堂 85 家门店均位于唐山市, 门店位置佳, 区域集中度较高, 经过多年经营, 其在经营区域具有较高的市场占有率、顾客满意度和品牌影响力, 与公司积极拓展华北市场的发展战略匹配度高, 整体发展前景良好。公司长期坚持区域聚焦战略, 业绩有望持续增长, 预计新公司 2022 年并表时间较短, 我们维持对公司盈利预测不变, 预计 2022-2024 年归母净利润分别为 11.10/13.94/17.44 亿元, EPS 分别为 1.54、1.94、2.43 元/股, 当前股价对应 PE 分别为 32.8/26.1/20.9 倍, 维持“买入”评级。

● **门店扩张提速, 较强跨区域整合能力助力门店盈利能力提升**

交易完成后公司将持有德顺堂新公司 70% 的股权, 对公司的业绩将产生积极正面的影响。德顺堂 2021 年实现营业收入 1.9 亿元, 净利润 71.33 万元; 2022 年 1-5 月实现净利润 6,710.54 万元, 净利润 141.99 万元。经公司测算, 新公司 2022 年营业收入将达到 17,993.54 万元 (1.8 亿元), 净利润将达到 797.92 万元。业绩承诺方面, 承诺期即完成新公司股权转让工商登记之日起 12 个月, 新公司 81 家门店 (不含 4 家 2021 年 11 月之后设立的新店) 实际日均含税销售额不低于 52.33 万元, 即承诺期内 81 家门店 (以 365 日计) 含税销售额不低于 1.91 亿元。

● **对价与市场同期案例估值相近, 交易定价具备合理性**

经双方协商一致, 新公司 100% 股权最终定价为 1.7 亿元, 公司购买新公司 70% 股权交易定价为 1.19 亿元, 交易市销率为 0.89 倍。与近一年来同行业按市销率估值的可比收购案例相比, 本次交易对价与市场同期案例估值相近, 具备合理性。

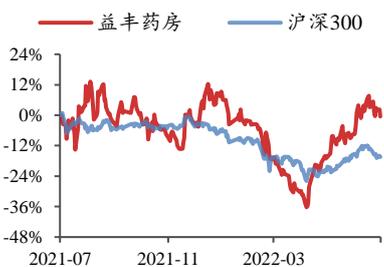
● **风险提示:** 门店扩张速度和后期整合、盈利水平低于预期。

**财务摘要和估值指标**

指标	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	13,145	15,326	19,359	24,502	31,041
YOY(%)	27.9	16.6	26.3	26.6	26.7
归母净利润(百万元)	768	888	1,110	1,394	1,744
YOY(%)	41.3	15.6	25.0	25.6	25.2
毛利率(%)	38.0	40.3	39.1	39.1	39.4
净利率(%)	5.8	5.8	5.7	5.7	5.6
ROE(%)	15.0	12.6	13.8	15.2	16.3
EPS(摊薄/元)	1.07	1.24	1.54	1.94	2.43
P/E(倍)	47.4	41.0	32.8	26.1	20.9
P/B(倍)	6.9	4.9	4.3	3.8	3.3

数据来源: 聚源、开源证券研究所

## 股价走势图



数据来源: 聚源

## 相关研究报告

《公司信息更新报告-营收、利润稳步增长, 门店扩张提速》-2022.5.1

《公司信息更新报告-拟收购九芝堂 5% 股权及九芝堂医药 51% 股权, 深度合作提升行业竞争力》-2022.4.25

《公司信息更新报告-业绩符合预期, 跨区域整合能力强》-2021.11.1

## 目 录

1、 巩固公司在华北区域的市场地位，提升公司市场竞争力.....	3
2、 有望对业绩产生积极影响，公司赋能德顺堂进一步提升盈利能力.....	3
3、 对价与市场同期案例估值相近，交易定价具备合理性.....	3
4、 盈利预测.....	4
5、 风险提示.....	4
附：财务预测摘要.....	5

## 图表目录

表 1： 对价与市场同期案例估值相近，交易定价具备合理性.....	4
表 2： 益丰药房盈利预测.....	4

## 1、巩固公司在华北区域的市场地位，提升公司市场竞争力

7月19日，公司发布公告拟通过子公司新兴药房收购唐山市德顺堂医药连锁有限公司重组后新公司70%股权，交易完成后新兴药房将持有德顺堂85家门店经营资产。

2022年7月18日，新兴药房与交易对手李军、董军生（唐山市德顺堂医药连锁有限公司股东，李军持股40%，董军生持股60%）共同签署《唐山市德顺堂医药连锁有限公司重组收购框架协议》，由李军、董军生或指定且实际控制的第三方出资设立新公司，新公司设立后将持有85家门店经营资产。将德顺堂全部业务和相关资产注入新公司后，新兴药房购买重组后新公司70%的股权，重组后的新公司70%股权的收购价格不超过人民币11,900.00万元（1.19亿元）。

截至2021年底，公司华北区域门店数总计791家。德顺堂85家门店均位于唐山市，门店位置佳，区域集中度较高，经过多年经营，其在经营区域具有较高的市场占有率、顾客满意度和品牌影响力，与公司积极拓展华北市场的发展战略匹配度高，整体发展前景良好。

## 2、有望对业绩产生积极影响，公司赋能德顺堂进一步提升盈利能力

交易完成后公司将持有德顺堂新公司70%的股权，对公司的业绩将产生积极正面的影响。德顺堂2021年实现营业收入1.9亿元，净利润71.33万元；2022年1-5月实现净利润6,710.54万元，净利润141.99万元。经公司测算，新公司2022年营业收入将达到17,993.54万元（1.8亿元），净利润将达到797.92万元。

德顺堂营收及利润均有较大提升空间：（1）营业收入增长受益于新建门店和门店批量医保开通，2021年度唐山德顺堂实现营业收入19,100.74万元，同比2020年营业收入14,474.66万元，增速为31.96%。公司预计并购整合完成后，通过对其组织架构、商品结构、绩效考核以及运营流程等多方面的优化和提升，同时考虑到2022年唐山市受到的疫情影响较为严重，以及整合期可能形成的经营影响，谨慎估计，新公司2022年实现营业收入将不低于17,993.54万元，2023年营业收入将达到19,666.00万元。（2）净利润增长受制于上游议价能力以及自身经营管理等多方面的因素，2021年度唐山德顺堂实现净利率0.37%，净利润为71.33万元，对比公司同区域的子公司石家庄新兴药房连锁有限公司，新兴药房2021年度净利率7.65%，尚有较大差距，具备较大的提升空间。公司将通过对其供应链和商品结构的优化调整，实现目标公司毛利率和净利率的持续提升；同时，通过对其组织架构、绩效考核以及营运流程和管理系统的全面整合，实现人均劳效提升和费用率的下降。经测算，新公司净利率提升4.06个百分点，即可实现797.92万元的净利润。

业绩承诺方面，承诺期即完成新公司股权转让工商登记之日起12个月，新公司81家门店（不含4家2021年11月之后设立的新店）实际日均含税销售额不低于52.33万元，即承诺期内81家门店12个月（以365日计）含税销售额不低于1.91亿元。

## 3、对价与市场同期案例估值相近，交易定价具备合理性

经双方协商一致，新公司100%股权最终定价为1.7亿元，公司购买新公司70%

股权，交易定价为 1.19 亿元，交易市销率为 0.89 倍。与近一年来同行业按市销率估值的可比收购案例相比，本次交易对价与市场同期案例估值相近，本次交易定价具备合理性。

**表1：对价与市场同期案例估值相近，交易定价具备合理性**

公司名称	成交价格（万元）	标的资产	财务数据基准日	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	顺德堂新设公司 70% 股权	2022 年 5 月	0.89

资料来源：公司公告、开源证券研究所

## 4、盈利预测

公司长期坚持区域聚焦战略，门店可复制性强，内生增速稳健，并购门店盈利能力突出，通过精细化管理提升经营效率，业绩有望持续增长，考虑到预计新公司 2022 年并表时间较短，我们维持对公司盈利预测不变，预计 2022-2024 年归母净利润分别为 11.10/13.94/17.44 亿元，EPS 分别为 1.54、1.94、2.43 元/股，当前股价对应 PE 分别为 32.8/26.1/20.9 倍，维持“买入”评级。

**表2：益丰药房盈利预测**

	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	13,145	15,326	19,359	24,502	31,041
YoY(%)	27.9	16.6	26.3	26.6	26.7
净利润(百万元)	768	888	1,110	1,394	1,744
YoY(%)	41.3	15.6	25.0	25.6	25.2
毛利率(%)	38.0	40.3	39.1	39.1	39.4
净利率(%)	5.8	5.8	5.7	5.7	5.6
ROE(%)	15.0	12.6	13.8	15.2	16.3
EPS(摊薄/元)	1.07	1.24	1.54	1.94	2.43
P/E(倍)	47.4	41.0	32.8	26.1	20.9
P/B(倍)	6.9	4.9	4.3	3.8	3.3

数据来源：聚源、开源证券研究所

## 5、风险提示

门店扩张速度和后期整合、盈利水平低于预期。

**附：财务预测摘要**

资产负债表(百万元)	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
<b>流动资产</b>	8062	7916	9734	12424	16460
现金	3360	2921	3621	4734	6961
应收票据及应收账款	830	1077	1332	1717	2146
其他应收款	208	313	345	488	567
预付账款	205	91	283	190	409
存货	2172	3041	3680	4821	5904
其他流动资产	1286	473	473	473	473
<b>非流动资产</b>	4888	9136	9174	9222	9470
长期投资	5	5	6	7	9
固定资产	577	918	1085	1257	1451
无形资产	375	396	423	452	476
其他非流动资产	3931	7816	7660	7506	7535
<b>资产总计</b>	12950	17052	18908	21646	25930
<b>流动负债</b>	5138	6745	7658	9122	11712
短期借款	380	0	0	0	0
应付票据及应付账款	3822	4806	6318	7753	9998
其他流动负债	935	1940	1341	1370	1714
<b>非流动负债</b>	2030	2442	2374	2307	2269
长期借款	1976	366	297	230	193
其他非流动负债	54	2077	2077	2077	2077
<b>负债合计</b>	7168	9187	10032	11429	13981
少数股东权益	313	383	500	664	867
股本	532	719	719	719	719
资本公积	2594	3988	3988	3988	3988
留存收益	2190	2802	3743	4953	6459
<b>归属母公司股东权益</b>	5469	7481	8375	9553	11082
负债和股东权益	12950	17052	18908	21646	25930

现金流量表(百万元)	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
<b>经营活动现金流</b>	1336	2150	2168	1792	2949
净利润	867	991	1227	1557	1948
折旧摊销	209	261	337	407	303
财务费用	34	115	-17	-31	-40
投资损失	-29	-34	-35	-27	-32
营运资金变动	143	-308	656	-115	771
其他经营现金流	113	1126	0	0	0
<b>投资活动现金流</b>	-1256	-567	-340	-428	-519
资本支出	583	828	37	47	247
长期投资	0	0	-1	-1	-1
其他投资现金流	-673	261	-304	-382	-274
<b>筹资活动现金流</b>	1708	-2185	-1128	-250	-203
短期借款	351	-380	0	0	0
长期借款	1289	-1611	-68	-67	-38
普通股增加	153	187	0	0	0
资本公积增加	-60	1394	0	0	0
其他筹资现金流	-25	-1775	-1060	-183	-166
<b>现金净增加额</b>	1788	-602	700	1113	2227

利润表(百万元)	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
<b>营业收入</b>	13145	15326	19359	24502	31041
营业成本	8152	9143	11788	14911	18811
营业税金及附加	55	55	96	111	134
营业费用	3230	4060	5073	6398	8223
管理费用	546	657	803	1033	1304
研发费用	8	16	11	17	22
财务费用	34	115	-17	-31	-40
资产减值损失	-31	-41	0	0	0
其他收益	59	62	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资净收益	29	34	35	27	32
资产处置收益	0	7	0	0	0
<b>营业利润</b>	1170	1339	1641	2092	2618
营业外收入	7	10	7	8	8
营业外支出	13	11	9	10	11
<b>利润总额</b>	1164	1338	1640	2089	2615
所得税	297	347	413	532	668
<b>净利润</b>	867	991	1227	1557	1948
少数股东损益	99	103	117	163	203
<b>归母净利润</b>	768	888	1110	1394	1744
EBITDA	1425	1536	1890	2380	2750
EPS(元)	1.07	1.24	1.54	1.94	2.43

主要财务比率	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
<b>成长能力</b>					
营业收入(%)	27.9	16.6	26.3	26.6	26.7
营业利润(%)	43.5	14.4	22.6	27.5	25.2
归属于母公司净利润(%)	41.3	15.6	25.0	25.6	25.2
<b>获利能力</b>					
毛利率(%)	38.0	40.3	39.1	39.1	39.4
净利率(%)	5.8	5.8	5.7	5.7	5.6
ROE(%)	15.0	12.6	13.8	15.2	16.3
ROIC(%)	11.4	8.7	10.7	12.3	13.6
<b>偿债能力</b>					
资产负债率(%)	55.4	53.9	53.1	52.8	53.9
净负债比率(%)	-15.4	5.8	-13.2	-23.0	-38.6
流动比率	1.6	1.2	1.3	1.4	1.4
速动比率	1.0	0.7	0.7	0.8	0.8
<b>营运能力</b>					
总资产周转率	1.2	1.0	1.1	1.2	1.3
应收账款周转率	16.6	16.1	16.1	16.1	16.1
应付账款周转率	2.4	2.1	2.1	2.1	2.1
<b>每股指标(元)</b>					
每股收益(最新摊薄)	1.07	1.24	1.54	1.94	2.43
每股经营现金流(最新摊薄)	1.86	2.99	3.02	2.49	4.10
每股净资产(最新摊薄)	7.31	10.41	11.65	13.29	15.42
<b>估值比率</b>					
P/E	47.4	41.0	32.8	26.1	20.9
P/B	6.9	4.9	4.3	3.8	3.3
EV/EBITDA	24.6	24.2	18.8	14.5	11.8

数据来源：聚源、开源证券研究所

请务必参阅正文后面的信息披露和法律声明

### 特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

### 分析师承诺

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

### 股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20% 以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5%~20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在 -5%~+5% 之间波动；
	减持（underperform）	预计相对弱于市场表现 5% 以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡（underperform）	预计行业弱于整体市场表现。

备注：评级标准为以报告日后的 6~12 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中 A 股基准指数为沪深 300 指数、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普 500 或纳斯达克综合指数。我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

### 分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

## 法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于机密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。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金融工具的邀请或向人做出邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。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报告。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。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。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。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

开源证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

## 开源证券研究所

### 上海

地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼10层  
邮编：200120  
邮箱：research@kysec.cn

### 深圳

地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层  
邮编：518000  
邮箱：research@kysec.cn

### 北京

地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座16层  
邮编：100044  
邮箱：research@kysec.cn

### 西安

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层  
邮编：710065  
邮箱：research@kysec.cn