



多元发展, 蓄势腾飞

投资要点

- 推荐逻辑:** 1) 零售药店行业短期聚焦“政策利好+疫后修复”, 中长期行业集中度提升、处方药加速外流, 行业发展空间广阔。2) 布局全国, 内生外延门店高速扩张, 次新店即将步入盈利周期, 预计 2023-2025 年盈亏平衡周期有望缩短至 2 年以内。3) 持续提升全渠道服务能力, 线上业务高增, 预计 2023-2025 年线上收入有望保持双位数高增长。
- “内生+外延”双轮驱动, 立足云南, 布局全国。** 健之佳从昆明起步发展, 以“自建+收购”的模式保持快速、稳健的扩张, 形成云南、河北两个利润核心, 重庆、广西、辽宁快速发展、突破, 四川稳固提升的格局。2022 年公司以 20.74 亿元收购河北唐人医药创下了零售药店行业至今为止最大并购金额交易, 首次进军空白区域河北、辽宁。截至 2022 年 9 月 30 日, 公司门店总数达到 3983 家, 2022Q1-3 净增 939 家(其中自建门店 241 家, 收购门店 718 家, 关闭门店 20 家), 门店增长率为 30.85%。随着新增门店逐步培育、成熟, 为公司后续业绩增长奠定基础, 大量次新店即将步入盈利周期。
- 药房新零售时代下, 公司线上业务持续高增。** 公司围绕“以顾客需求为核心”的服务理念, 持续提升全渠道服务能力, 线上营业收入稳步增长。2022 年 1-9 月, 公司线上业务实现收入 9.6 亿元(+71%), 占公司总营收的 20%。2017-2021 年公司线上业务收入 CAGR 为 88.3%, 2017-2021 年公司线下业务收入 CAGR 为 17.6%, 线上增速远高于门店线下销售增长率。
- “药店+便利店/诊所/体检中心”多元化创新发展, 打造差异化竞争优势。** 围绕顾客的便利需求, 公司坚持店型多元化和服务专业化, 在以医药零售为主要业态的基础上, 逐步探索“药店+便利店”、“药店+诊所”、“药店+体检中心”的模式。截至 2021 年末, 公司拥有 2740 家直营社区专业便利药房、3 家直营中医诊所、3 家直营社区诊所、1 家直营体检中心、297 家直营便利店。
- 盈利预测与投资建议。** 预计 2022-2024 年归母净利润分别为 3.4 亿元、4.2 亿元、5.1 亿元, 同增 11.6%、24.7%、22.1%。多重利好助推行业发展, 次新店加速步入盈利周期。考虑到“开店”与“店效”的双重弹性, 给予健之佳 2023 年 24 倍估值, 对应目标价 101.04 元, 首次覆盖给予“持有”评级。
- 风险提示:** 疫情不确定性, 政策风险, 市场竞争加剧, 新增门店不及预期。

指标/年度	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	5234.96	7430.48	10051.86	12130.28
增长率	17.21%	41.94%	35.28%	20.68%
归属母公司净利润(百万元)	300.53	335.22	417.91	510.19
增长率	19.66%	11.55%	24.67%	22.08%
每股收益 EPS(元)	3.03	3.38	4.21	5.15
净资产收益率 ROE	15.81%	15.41%	16.54%	17.28%
PE	27	24	19	16
PB	4.22	3.69	3.18	2.72

数据来源: Wind, 西南证券

西南证券研究发展中心

分析师: 杜向阳
执业证号: S1250520030002
电话: 021-68416017
邮箱: duxy@swsc.com.cn

相对指数表现



数据来源: 聚源数据

基础数据

总股本(亿股)	0.99
流通 A 股(亿股)	0.58
52 周内股价区间(元)	41.54-95.1
总市值(亿元)	88.74
总资产(亿元)	48.09
每股净资产(元)	25.91

相关研究

目 录

1 公司简介	1
1.1 历史复盘：立足云南，扎根西南，稳步向全国发展.....	1
1.2 股权结构：股权结构稳定，通过收购填补空白.....	1
1.3 高管团队：自身培养与外来引进相结合.....	3
1.4 业绩表现：“内生+外延”双驱动，业绩表现强劲.....	3
2 行业分析：长期投资主线不变，聚焦短期疫后修复逻辑	7
2.1 行业规模：零售渠道终端占比持续提升，行业发展空间广阔.....	7
2.2 限制性因素逐步消除，短期聚焦“政策利好+疫后修复”.....	8
2.3 政策驱动：“行业集中度提升+处方药加速外流”是零售药店的主流趋势.....	9
2.4 药店迈入“新零售时代”，线上渠道增长强劲.....	13
3 公司分析：全渠道融合发展，赋能规模化扩张	15
3.1 线下渠道：省外门店加速扩张，次新店步入盈利周期.....	15
3.2 药房新零售时代下，公司线上业务持续高增.....	19
3.3 多元创新发展，打造差异化竞争优势.....	20
4 盈利预测与估值	21
4.1 盈利预测.....	21
4.2 相对估值.....	22
5 风险提示	23

图 目 录

图 1: 健之佳历史复盘	1
图 2: 健之佳股权结构 (截至 2022Q3)	2
图 3: 2015-2022Q3 营收增长趋势 (亿元)	4
图 4: 2015-2022Q3 归母净利增长趋势 (亿元)	4
图 5: 2014-2022H1 云南省内与省外营收 (亿元)	4
图 6: 2014-2022H1 云南省内与省外营收增速对比	4
图 7: 收入按业务类型拆分 (单位: 亿元)	5
图 8: 2022Q1-3 各类业务收入占比	5
图 9: 各品类结构收入占比	5
图 10: 各品类毛利率对比分析	5
图 11: 2014-2022Q3 公司净利率、毛利率	6
图 12: 2014-2022Q3 公司销售费率、管理费率、财务费率	6
图 13: 我国零售药店研究框架	7
图 14: 2013-2021 年国内零售渠道药品销售额及增长率	8
图 15: 2013-2021 年国内药品销售渠道占比	8
图 16: 2014-2021 年国内药品行业各渠道增速	8
图 17: 2022 年药店板块估值趋势对比分析及药店行业重要政策梳理	9
图 18: 2015-2021 年中国零售药店 CR100	10
图 19: 2021 年中日美药店 CR3 市场份额对比	10
图 20: 大参林、益丰药房、一心堂、老百姓、健之佳、漱玉平民 6 家药店数据对比	10
图 21: 2013-2021 年药店行业门店数量及连锁门店数及连锁率	11
图 22: 2021 年中国零售药店各地区门店总数及连锁率	11
图 23: 历年药店重要并购标的梳理 (部分)	12
图 24: 2021 年各省份药店排行榜前 6 名 (部分)	12
图 25: 医院处方药逐步流向零售及基层	12
图 26: 2020-2021 年中国城市实体药店处方药规模份额	12
图 27: 2013-2021 年线上及实体药店销售额及增速	15
图 28: 2020-2022 年 O2O 市场处方药销售额占比	15
图 29: 公司直营门店重点覆盖六大区域 (截至 2022Q3)	16
图 30: 2021 年、2022Q3 公司新店、次新店、老店占比	16
图 31: 2017-2022Q3 公司直营门店数六省分布情况 (仅含医药零售连锁店, 剔除便利零售店)	16
图 32: 2018-2021 年公司四省门店扩张增速 (仅含医药零售连锁店, 剔除便利零售店)	16
图 33: 公司各级区域门店数布局 (单位: 家)	17
图 34: 公司各级区域日均坪效 (单位: 元/平方米)	17
图 35: 云南省药店门店数、同比增速、云南省药店连锁率	17
图 36: 云南省内健之佳、一心堂零售药店门店数及增速	17
图 37: 公司云南省、重庆市、广西省、四川省收入 (单位: 万元)	18
图 38: 公司云南省、重庆市、广西省、四川省收入增速	18
图 39: 公司云南省、重庆市、广西省、四川省毛利率	19

图 40: 2022H1 公司云南省、重庆市、广西省、四川省收入占比.....	19
图 41: 2017-2022Q3 公司线上线下收入及增速 (单位: 亿元)	20
图 42: 公司自营平台、B2C、O2O 业务收入及增速 (单位: 亿元)	20
图 43: 健之佳旗下品牌多元化.....	21
图 44: 2017-2022Q3 公司便利店门店数及增速.....	21
图 45: 公司便利店收入及增速.....	21
图 46: 便利店毛利率、医药门店零售及服务毛利率、公司总毛利率对比.....	21

表 目 录

表 1: 健之佳控股或参控股子公司 (截至 2022Q3)	2
表 2: 健之佳高管团队	3
表 3: 推动“零售药店行业集中度提升+处方药加速外流”相关政策.....	13
表 4: 医药电商渠道相关政策梳理.....	14
表 5: 健之佳分业务收入及毛利率.....	22
表 6: 可比公司估值 (截至 2023.3.17)	23
附表: 财务预测与估值.....	24

1 公司简介

1.1 历史复盘：立足云南，扎根西南，稳步向全国发展

健之佳 (605266.SH)，品牌创立于 1998 年，健之佳医药连锁集团股份有限公司成立于 2004 年，2020 年在上交所上市。公司主要从事药品、保健食品、个人护理品、家庭健康用品、便利食品、日用消耗品等健康产品、便利产品的连锁零售业务，并为客户提供上述产品所涉及的相关专业服务。公司打破传统药店的形象，构建“店型多元化和服务专业化”的品牌。借助 CRM 营销手段，实现官网、APP、微商城、佳 E 购、体检中心的全渠道营销，形成了多元化社区健康服务生态圈，拓宽了门店的商品线，满足顾客随时随地的购药需求。在《中国药店》杂志公布的 2021-2022 年度中国药店价值榜 100 强，健之佳排名第 10 位。在商务部发布《2021 年药品流通行业运行统计分析报告》，公司排名第 9 位。

立足云南，扎根西南，稳步向全国发展。健之佳从昆明起步发展，通过“自建+收购”双轮驱动的模式快速、稳健扩张，目前已形成云南、河北两个利润核心，重庆、广西、辽宁快速发展、突破，四川稳固提升的格局。截至 2022 年 9 月末，公司已经拥有 3682 家直营社区专业便利药房、3 家直营中医诊所、5 家直营社区诊所、1 家直营体检中心、292 家直营便利店。

图 1：健之佳历史复盘



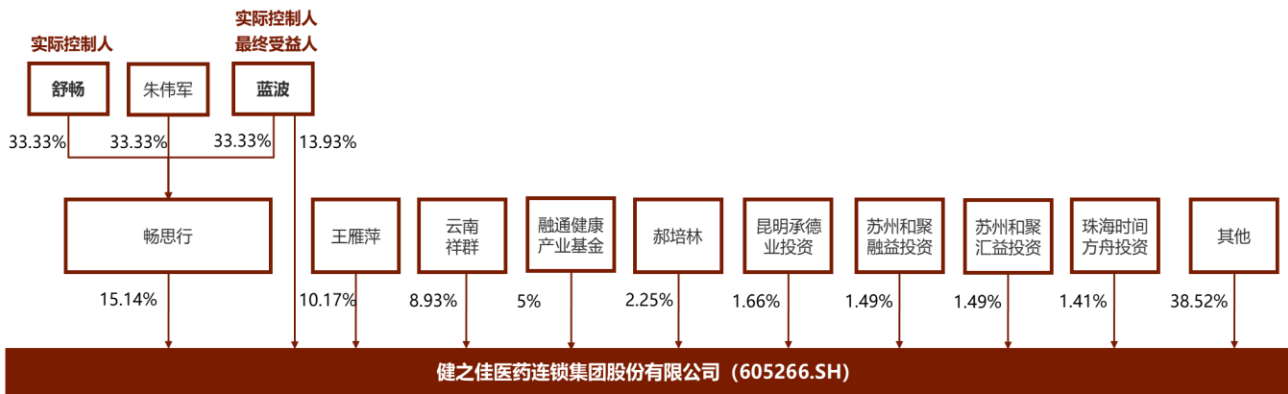
数据来源：公司官网，西南证券整理

1.2 股权结构：股权结构稳定，通过收购填补空白

公司股权结构稳定。截至 2022 年 9 月末，公司实际控制人为蓝波、舒畅夫妇，二人合计持有畅思行 66.67% 股权，为畅思行实际控制人，畅思行直接持有公司 15.14% 股份，蓝波直接持有股权 13.93%。此外，云南祥群投资有限公司为蓝波 100% 持股的公司，直接持有公司 8.93% 股份。

同行业并购，加快扩张步伐。截至 2022Q3，公司控股子公司 19 家，收购项目位于公司现有区域的空白县级市场或薄弱市场，为该区域规模、影响力较大的中小型连锁药店，门店经营情况、市场声誉良好，为当地消费者认可。2021 年，公司在云南及川渝桂地区共发生了 15 起同行业并购投资业务，涉及门店数为 360 家。

图 2：健之佳股权结构（截至 2022Q3）



数据来源：WIND，西南证券整理

表 1：健之佳控股或参控股子公司（截至 2022Q3）

序号	子公司名称	主要经营地	业务性质	持股比例 (%)		取得方式
				直接	间接	
1	云南健之佳连锁健康药房有限公司	云南省	零售	100		并购
2	云南之佳便利店有限公司	云南省	零售	100		设立
3	云南健之佳商业物流有限公司	云南省	物流配送、批发	100		设立
4	云南健之佳健康体检中心有限公司	云南省	体检服务	100		设立
5	云南健之佳电子商务有限公司	云南省	零售	100		设立
6	四川勤康健之佳医药有限责任公司	四川省	批发	100		设立
7	四川健之佳福利大药房连锁有限责任公司	四川省	零售	80		并购
8	绵阳健之佳药店连锁有限责任公司	四川省	零售	100		设立
9	云南健之佳重庆勤康药业有限公司	重庆市	批发	100		设立
10	重庆健之佳健康药房连锁有限公司	重庆市	零售	100		设立
11	广西健之佳药店连锁有限公司	广西壮族自治区	零售	100		设立
12	广西健之佳勤康医药销售有限公司	广西壮族自治区	批发	100		设立
13	丽江千方大药房有限责任公司	云南省	零售	100		并购
14	普洱佰草堂优选医药有限公司	云南省	零售	100		并购
15	楚雄俊康药业有限公司	云南省	零售	100		并购
16	四川健之佳连锁药房有限公司	四川省	零售	100		并购
17	重庆佰瑞大药房有限公司	重庆市	零售	100		并购
18	云南薇佳生物科技有限公司	昆明	服务、批发、零售	49		联营企业
19	云南康特森医院管理有限公司	昆明	服务、零售	31		联营企业

数据来源：WIND，西南证券整理

1.3 高管团队：自身培养与外来引进相结合

团队分工明确，打造专业化团队。公司总经理蓝波，毕业于上海交通大学，获得工商管理硕士学位，有丰富的企业管理经验。李恒（任职于财务总监，董事会秘书）具有资深的会计背景，在多所会计师事务所包括八大之一的信永中和任审计经理。孙力（任职质量培训总监）具有专业的医学背景，曾为医院主治医生，专注于公司的质量培训。此外，公司多位高管有丰富的药店运营的工作履历，多年经营积累形成的团队，让公司具备了稳健拓展的基础。

表 2：健之佳高管团队

姓名	年龄	职位	履历
蓝波	46	董事长、总经理	曾任云南云兴股份有限公司办公室职员，昆明市经济贸易委员会包装技术协会办公室职员，云南铁路建设指挥部计财处统计科副科长，深圳海王药业有限公司产品经理深圳海王星辰连锁药房有限公司财务总监、常务副总经理。
李恒	45	董事、财务总监、董事会秘书	曾任云南同舟会计师事务所有限公司助理审计员，天一会计师事务所有限公司云南分公司助理审计员、业务人员，中和正信会计师事务所有限公司云南分公司专业技术部高级业务经理、审计四部部门经理，信永中和会计师事务所有限公司昆明分所审计高级经理，云南城港贸易有限公司副总经理，现任云南本色花卉股份有限公司董事长。
金玉梅	46	总经理办公室主任	曾任云南科工贸医药实业公司职员云南健之佳连锁健康药房有限公司营业员、店长、区域经理，健之佳有限历任人事主管、人事部负责人、人力资源部副经理、人力资源部经理，2008年8月至今历任健之佳人力资源部副经理、总经理办公室副主任、总经理办公室主任。
孙力	57	质量培训总监	曾任四川省攀枝花市十九冶职工医院中医科主治医师云南国济医院中医科中药房主治医生，2001年5月至今在健之佳历任医生、药师、店长、质量管理部药师督导、培训中心经理、培训中心总监助理、质量培训总监。
方丽	50	顾客服务部高级经理	曾任云南会泽铅锌矿工人连锁药房历任营业员、店长、区域经理、顾客服务部客服主管、顾客服务部负责人、顾客服务部副经理健之佳全国顾客服务部经理。
胡渝明	56	副总经理	曾任昆明供销社食品批发部经理，昆明金穗饭店商场经理昆明粮贸公司副总经理兼金茂酒店副总经理、金苑商厦超市副总经理，昆明沃尔玛超市有限公司常务副总经理，福州沃尔玛超市有限公司长城店总经理，昆明沃尔玛超市有限公司集大店总经理昆明百安居建材超市有限公司总经理，中国百安居建材超市有限公司中国区副总裁、华西区总经理，中国百安居建材超市有限公司中国区副总裁、华北区总经理，健之佳常务副总经理中国伊顿教育集团幼儿园事业部总经理。
江燕银	52	副总经理	曾任昆明轻工业机械厂职工，健之佳有限店长，健之佳有限区域经理健之佳营运总监。
施艳春	52	电商事业部总经理、副总经理	曾任云南健之佳连锁健康用品有限公司营业员、店长，云南健之佳药业有限公司采购品类经理、采购部负责人、采购部经理，云南健之佳健康连锁店股份有限公司总裁助理、采购部经理、产品开发部经理、广西分部副总经理。

数据来源：WIND，西南证券整理

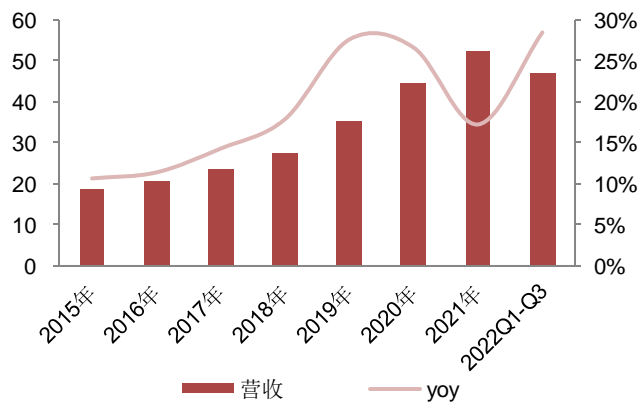
1.4 业绩表现：“内生+外延”双驱动，业绩表现强劲

公司收入稳步提升，利润保持高速增长，2022年疫后逐季复苏趋势明显。2021年药店板块受全国医保系统切换的影响，以及全国多地疫情反复下出现部分门店关闭，四类药一刀切下架的情况，2021年业绩增速全年放缓。2021年公司实现收入52.4亿，同比增长17.2%，2015-2021年公司收入CAGR为19%；2021年公司实现归母净利润3亿，同比增长19.7%，

2015-2021 年公司归母净利润 CAGR 为 59.9%；实现扣非归母净利润 2.8 亿，同比增长 19.5%。

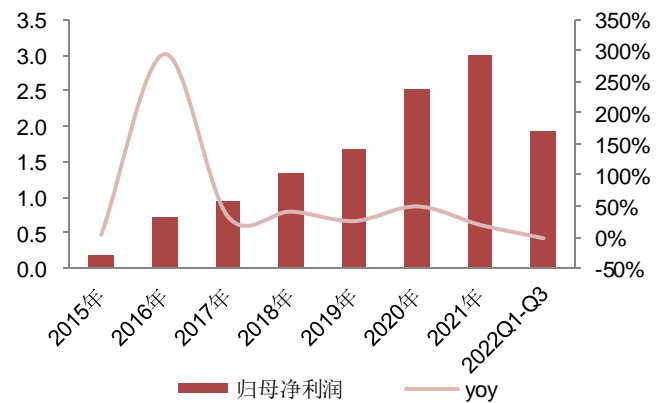
2022 年前三季度，在覆盖核心区域存在多点疫情散发的情况下，仍表现出较强的增长韧性，2022 年 1-9 月公司实现收入 47.1 亿元，同比增长 28%；实现归母净利润 1.9 亿元，同比下降-1.8%。分季度看，呈现出逐季复苏趋势，2022 年 Q1/Q2/Q3 公司分别实现收入为 14.5 亿元 (+24.3%)、15.6 亿元 (+28.3%)、17 亿元 (+32.3%)；分别实现归母净利润 0.3 亿 (-54.6%)、0.6 亿元 (+1.5%)、1.1 亿元 (+41.9%)。未来随着限制性因素逐步消除，新店、次新店加速步入盈利周期，把握疫后“开店”与“店效”的双重弹性，业绩有望恢复高速增长。

图 3：2015-2022Q3 营收增长趋势 (亿元)



数据来源：公司公告，西南证券整理

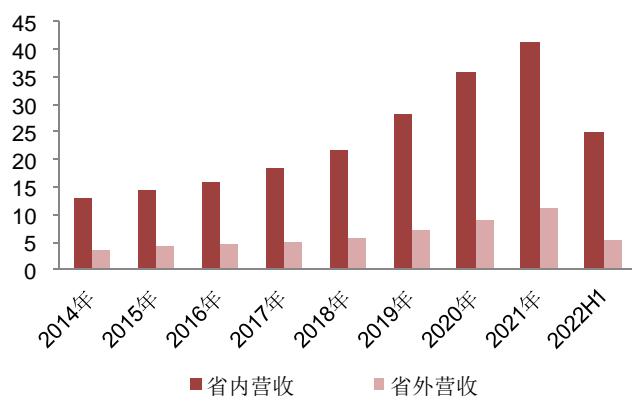
图 4：2015-2022Q3 归母净利润增长趋势 (亿元)



数据来源：公司公告，西南证券整理

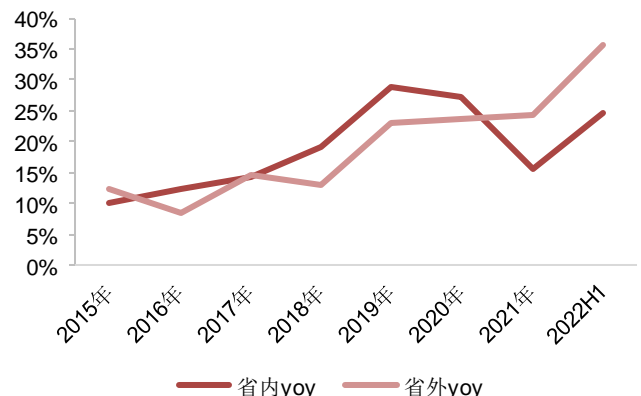
分地区看，云南省贡献主要营收，其他区域逐步扩展。公司系云南省内规模最大的连锁便利企业之一，但除昆明及周边已经布局成熟的市场外，其他地区的门店布局和市场占有率仍处于较低水平，有较大的开拓空间。2014-2021 年，云南地区营业收入从 13 亿元增长到 41.3 亿元，复合增长率 18%。随着公司的逐步扩展，省外门店对收入增长的贡献逐步显现。公司在重庆、广西和四川的医药零售门店数量保持高速增长，2014-2021 年，省外营业收入从 3.7 亿元增长到 11 亿元，复合增长率 16.9%。

图 5：2014-2022H1 云南省内与省外营收 (亿元)



数据来源：公司公告，西南证券整理

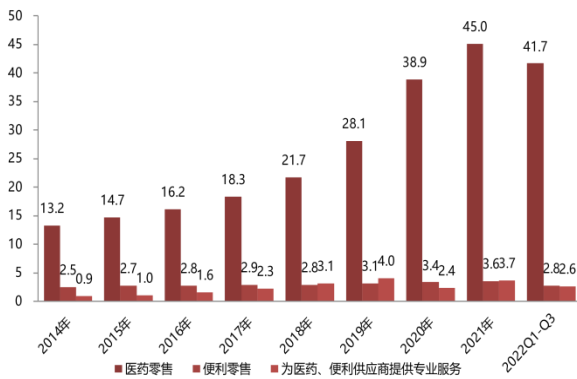
图 6：2014-2022H1 云南省内与省外营收增速对比



数据来源：公司公告，西南证券整理

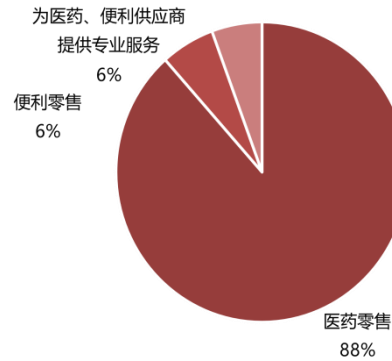
分板块来看，主营业务收入主要来源于医药零售业务。按照业务类型，划分为3个板块：医药零售、便利零售、为医药便利供应商提供专业服务。从收入占比看，2022Q1-3医药零售收入41.7亿元，占总收入的88%，其余两个板块各占6%。从收入增速看，医药零售发展最快，2017-2021年医药零售的收入CAGR为25.2%；2017-2021年便利零售的收入CAGR为5.5%；2017-2021年专业服务的收入CAGR为13.3%。

图7：收入按业务类型拆分（单位：亿元）



数据来源：公司公告，西南证券整理

图8：2022Q1-3各类业务收入占比

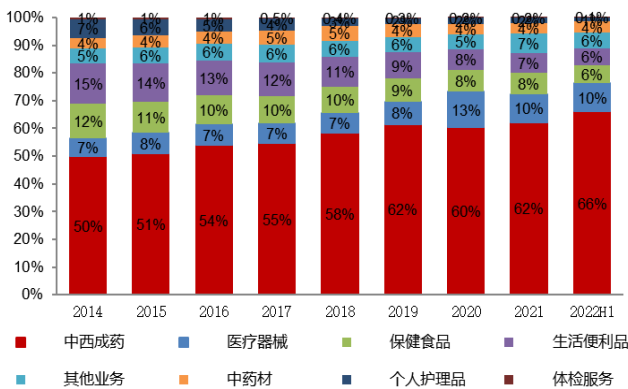


数据来源：公司公告，西南证券整理

分产品来看，主营业务收入的来源主要为中西成药。从收入占比来看，中西成药的收入占比最高且逐年提升，2014-2021年，中西成药收入从8.3亿元增长到32.6亿元，复合增长率21.5%。此外，中西成药收入占比持续提升，收入占比从50%提升至66%。中西成药分为处方药和非处方药。2021年，处方药占比47%，非处方药占比53%，整体中西成药同比增长20.9%，超过整体营收同比增长水平(17.2%)。从各品类增速来看，近年来医疗器械和中西成药增速明显，2017-2021年的各品类收入CAGR分别为医疗器械(34%)、中西成药(26%)、其他业务(25%)、保健食品(14%)、中药材(14%)、生活便利品(7%)、个人护理品(-1%)、体检服务(-3%)。

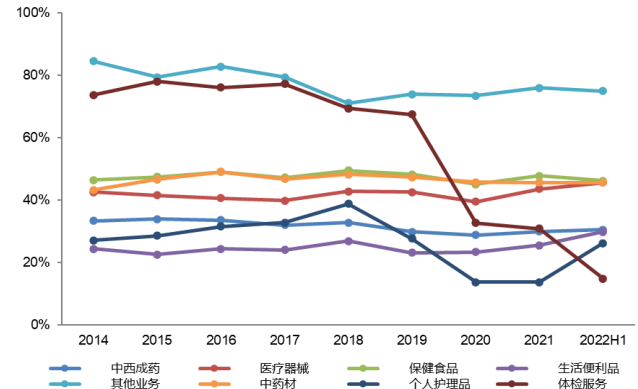
实施多元化经营的发展策略，毛利率差异大。除从事医药零售业务外，公司还涉足毛利率较低的便利品零售业务。公司主营业务毛利主要来源于中西成药、中药材、保健食品和医疗器械等品类。2022H1各品类对应毛利率分别为中药材(46%)、医疗器械(46%)、保健食品(46%)、中西成药(30%)、生活便利品(30%)、个人护理品(26%)、体检服务(15%)。

图9：各品类结构收入占比



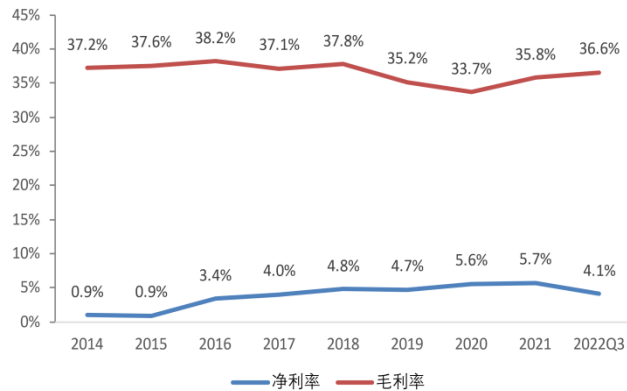
数据来源：公司公告，西南证券整理

图10：各品类毛利率对比分析

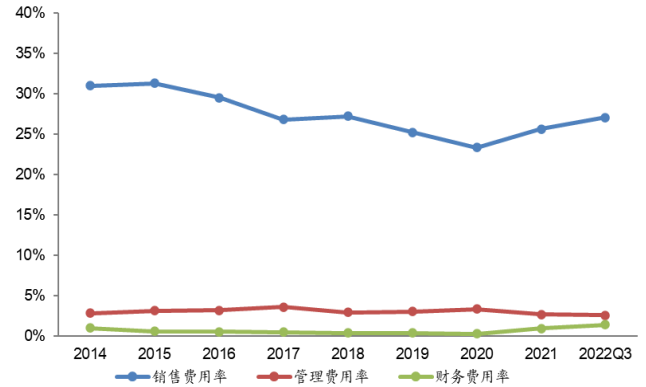


数据来源：公司公告，西南证券整理

公司毛利率平稳波动，净利率逐年上升，费用率整体维持稳。健之佳毛利率稳定 33%-36% 之间波动，2021 年毛利率小幅上升至 35.8%，2022Q3 公司毛利率为 36.6%。净利率近年来提升明显，得益于公司长期的精细化管理，从 2014 年的净利率 0.9% 提升至 2021 年的净利率 5.7%。公司整体费用率维持在 25%-35% 的区间内，其中，销售和管理费用率保持平稳。2014-2020 年，销售费用率呈下降趋势，从 31% 下降至 23%，2020 年后呈现增长趋势，2022Q3 销售费用回升至 27.04%，一方面，是由于门店的增加和渠道提升的营运支出增长，另一方面，是由于人工费用提升，公司在新增及培育期门店全面补充员工和职业药师，为后续快速发展储备人才。

图 11：2014-2022Q3 公司净利率、毛利率


数据来源：公司公告，西南证券整理

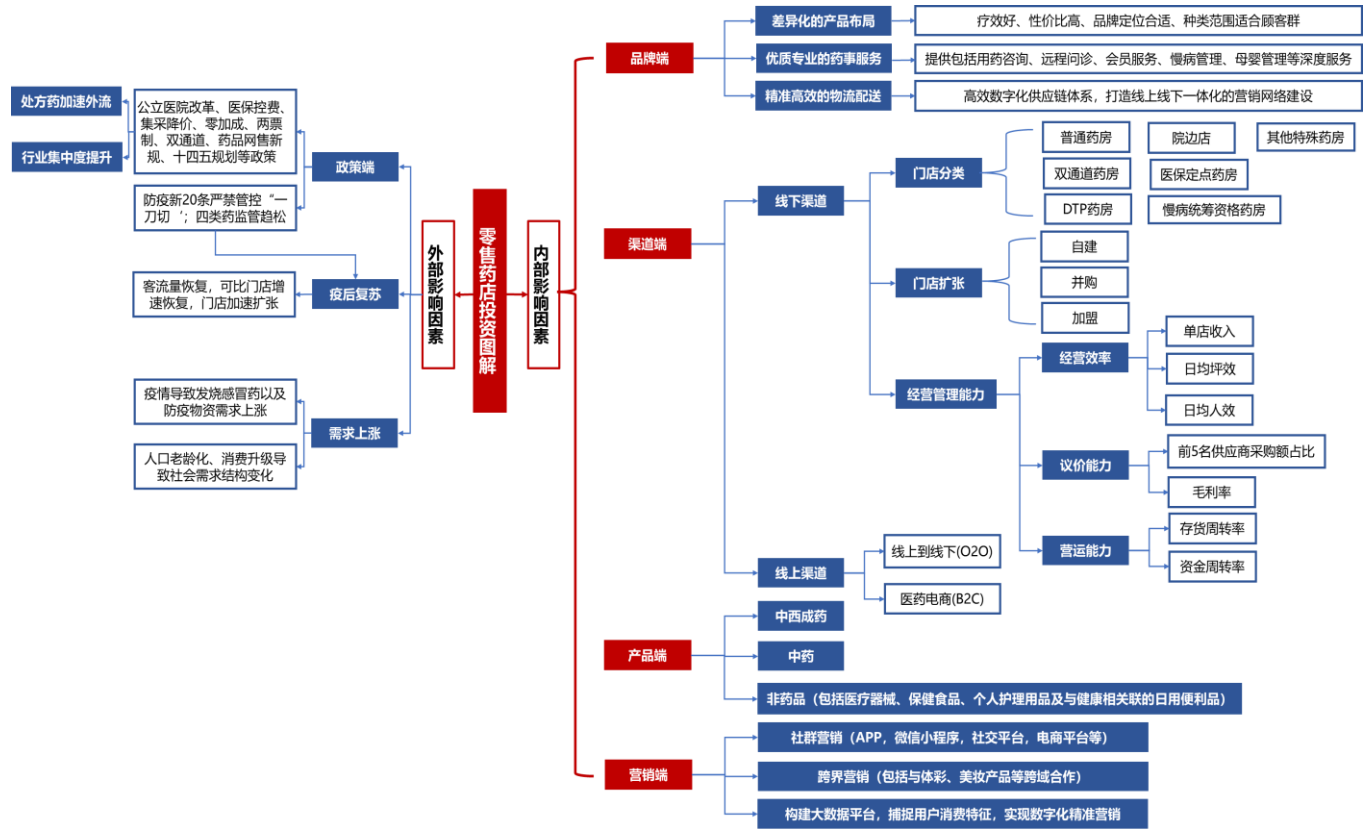
图 12：2014-2022Q3 公司销售费率、管理费、财务费率


数据来源：公司公告，西南证券整理

2 行业分析：长期投资主线不变，聚焦短期疫后修复逻辑

我们从内部影响因素（品牌端、渠道端、产品端、营销端）+外部影响因素（政策端、疫后复苏、需求上涨）深入拆解零售药店行业的研究框架，研讨药店板块现状以及未来趋势。

图 13：我国零售药店研究框架

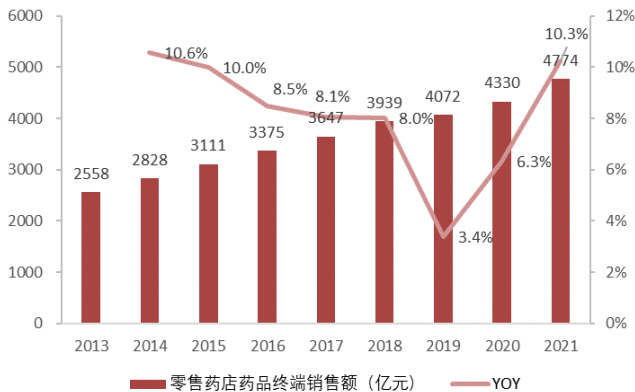


数据来源：西南证券

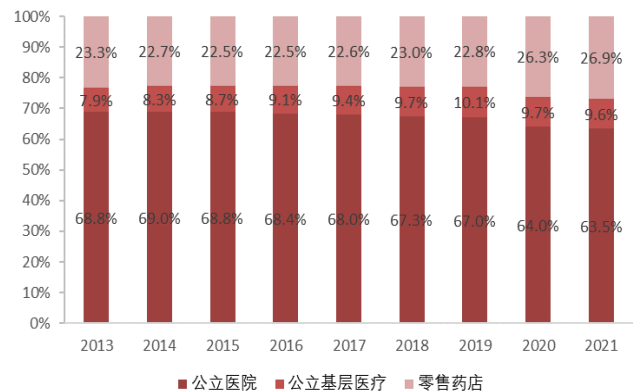
2.1 行业规模：零售渠道终端占比持续提升，行业发展空间广阔

零售药店行业增速快，发展空间大。从药品终端渠道看，2020 年受疫情影响各渠道增速下滑，2021 年呈现恢复性增长，2020-2021 年零售渠道增速高于整体增速。2021 年，全国药品销售额为 17747 亿元，行业整体增速为 8%。分渠道看，零售药店药品终端销售额为 4774 亿元 (+10.3%)；公立医院药品终端销售额为 11278 亿元 (+7.3%)；公立基层医疗药品终端销售额为 1695 亿元 (+6.3%)。

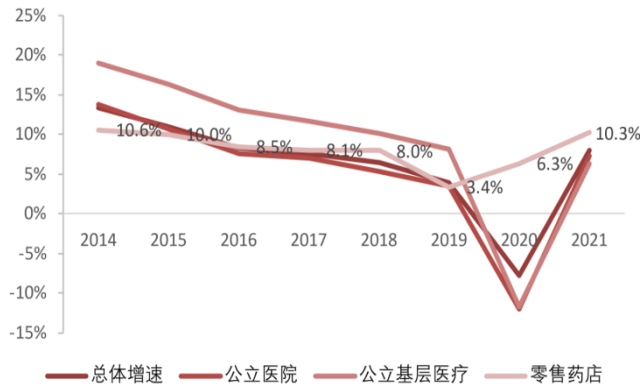
零售渠道终端占比持续提升。2021 年药品零售渠道占比上升至 26.9%，公立医院药品渠道占比下降至 63.5%。受限制药占比、取消药品加成、控制辅助用药等一系列医改政策影响，在处方药外流加速推进的趋势下，药品零售渠道占比有望持续提升。

图 14：2013-2021 年国内零售渠道药品销售额及增长率


数据来源：米内网，西南证券整理

图 15：2013-2021 年国内药品销售渠道占比


数据来源：米内网，西南证券整理

图 16：2014-2021 年国内药品行业各渠道增速


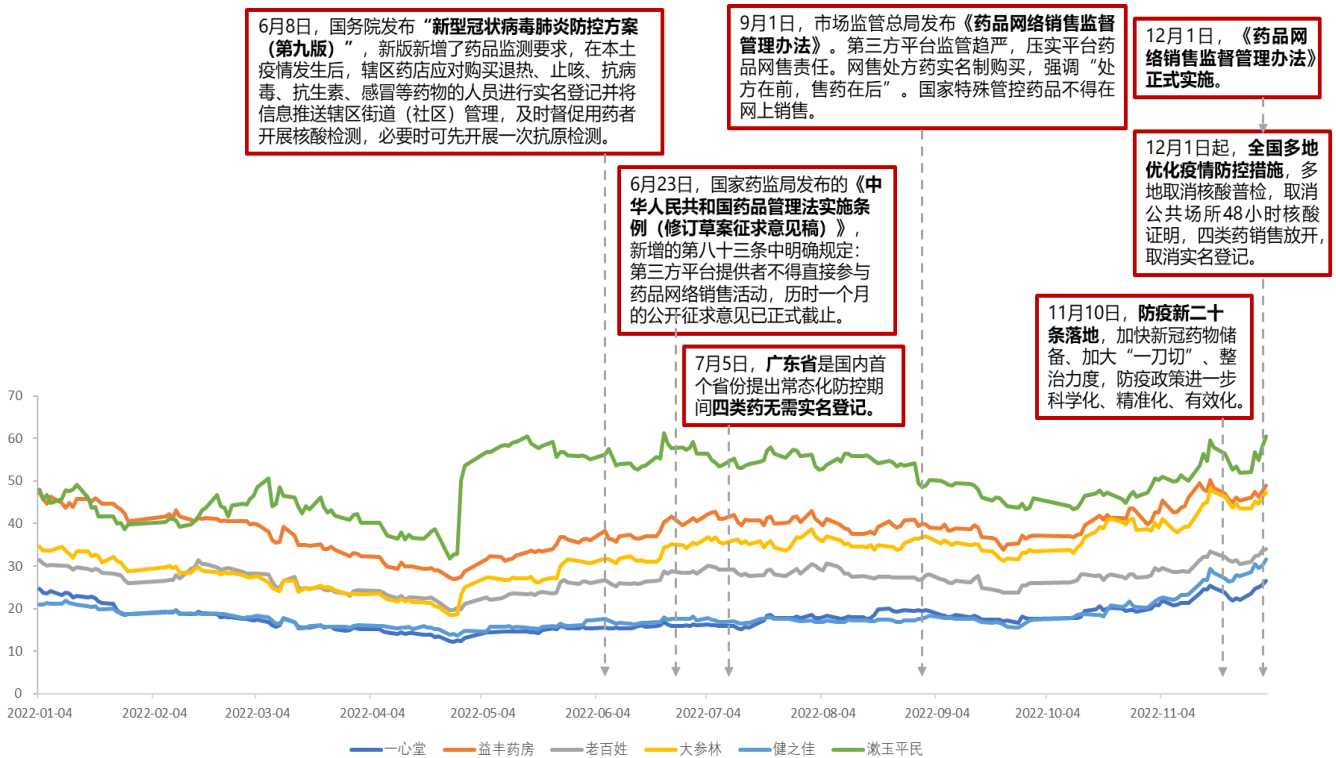
数据来源：米内网，西南证券整理

2.2 限制性因素逐步消除，短期聚焦“政策利好+疫后修复”

短期聚焦疫情修复逻辑：疫情影响趋于减弱，业绩逐季环比改善。我们回顾历史估值，选取 2022 年 6 家药店（益丰药房、大参林、一心堂、老百姓、健之佳、漱玉平民）的 PE 进行对比分析，药店板块受疫情及防控政策影响，2020 年后板块估值持续下跌，2022 年初已达历史最低水位线，2022 年 4 月拐点初现后，药店板块均值持续回归。

限制性因素逐步消除，把握疫后“开店”与“店效”的双重弹性。2022 年 11 月 10 日，中共中央政治局常务委员会召开会议，研究部署进一步优化防控工作的二十条措施，内容包括隔离时间缩短、不再判定次密接、调整风险等级、取消入境航班熔断机制、加强医疗资源建设、有序推进新冠疫苗接种、加快新冠药物储备、加大“一刀切”、层层加码问题整治力度。防疫政策进一步科学化、精准化、有效化。2022 年 12 月，全国多地优化疫情防控措施，多地取消核酸普检，取消公共场所 48 小时核酸证明，各地药店要求正常运营，不得随意关停。不得限制群众线上线下购买退热、止咳、抗病毒、治感冒等非处方药物。发烧感冒药、保健品、抗原检测盒以及防疫物资的需求量大幅增长，药店的扩张节奏和店效有望加速恢复至疫前水平。

图 17：2022 年药店板块估值趋势对比分析及药店行业重要政策梳理

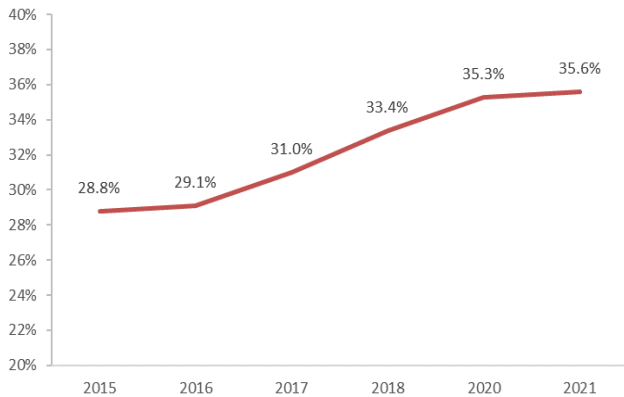


数据来源：Wind, 西南证券整理

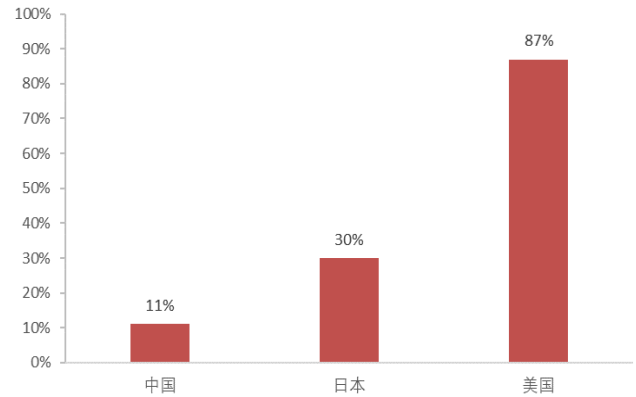
2.3 政策驱动：“行业集中度提升+处方药加速外流”是零售药店的主流趋势

● 趋势一：行业集中度持续提升

行业集中度持续提升，有较大提升空间。随着政策规范化、开店标准提高、带量采购常态化，行业进入长期洗牌阶段，单体和小连锁被淘汰，优势资源向大型连锁药店聚集，行业集中度持续提升。2021 年中国连锁药店 CR3 提升至 11%，CR100 提升至 35.6%。但相较于美国、日本等成熟市场，美国零售药房 CR3 达 87%，日本 CR3 达 30%，国内药品零售的集中度仍有巨大的提升空间。药店行业“十四五规划”目标为 2025 年药品零售百强企业年销售额占药品零售市场总额 65% 以上。

图 18: 2015-2021 年中国零售药店 CR100


数据来源: 米内网, 西南证券整理

图 19: 2021 年中日美药店 CR3 市场份额对比


数据来源: 米内网, 西南证券整理

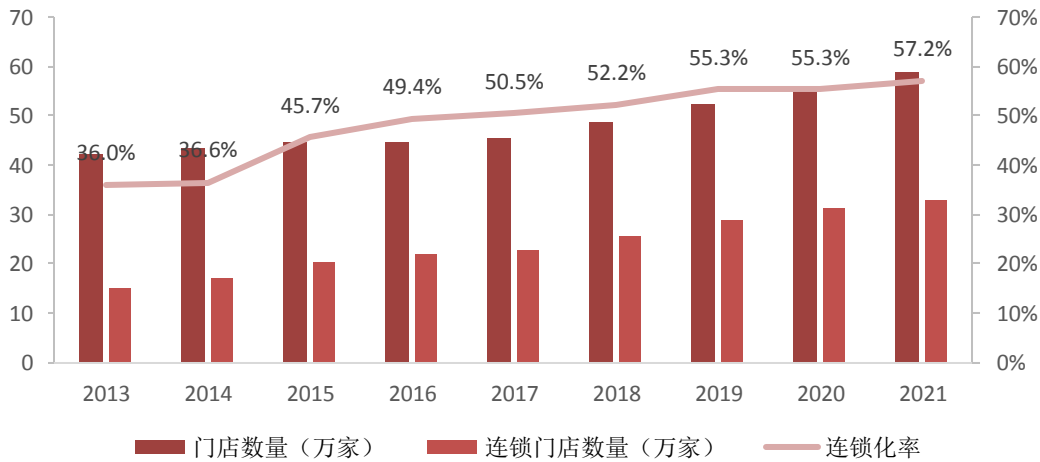
门店数保持高速增长, 药店连锁率持续提升。根据最新的 2021Q3 国家药监局管理统计报告显示, 2021 年 3 季度末, 全国药店总数为 58.7 万家, 其中连锁门店数达到 33.5 万家, 全国药店连锁率达 57.2%。中国药店连锁率提升空间大, 具有区域性差异。总体来看, 与发达国家相比, 我国药店连锁率较低, 2021 年美国药店连锁率达到 71.1%, 而我国仅波动在 57%。但不同地区的药店连锁率存在显著性差异, 上海(91.9%)、新疆(78.8%)、山东(73.3%) 药店连锁率为全国最高的 3 个地区。随着大型连锁药店的持续“内生增长+外延并购”, “十四五规划”提出到 2025 年, 我国培育形成 5-10 家超五百亿元的专业化、多元化药品零售连锁企业; 药品零售连锁率增至 70%。

2022 年连锁药店加速步入“万店时代”。截至 22Q3 末, 大参林/益丰药房/一心堂/老百姓/健之佳门店数分别增至 9578/9781/9203/10327/3983 家, 分别同增 26%/35%/10%/27%/48%。

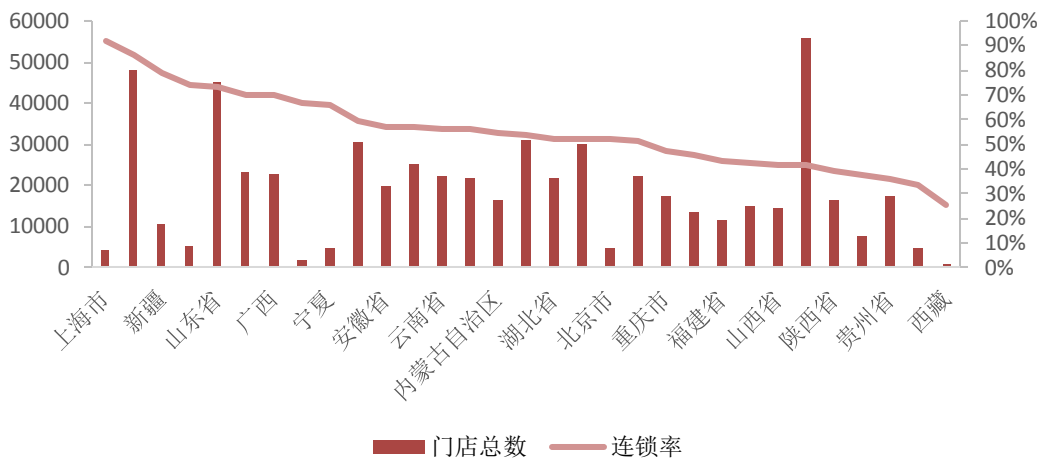
图 20: 大参林、益丰药房、一心堂、老百姓、健之佳、漱玉平民 6 家药店数据对比

	2021						2022H1						2022Q1-3					
	大参林	益丰药房	一心堂	老百姓	健之佳	漱玉平民	大参林	益丰药房	一心堂	老百姓	健之佳	漱玉平民	大参林	益丰药房	一心堂	老百姓	健之佳	漱玉平民
收入 (亿元)	167.6	153.3	145.9	157.0	52.3	53.2	97.2	87.5	79.7	88.9	30.1	33.9	148.2	133.5	120.3	137.8	47.1	52.5
YoY	15%	17%	15%	12%	17%	15%	21%	19%	19%	21%	26%	37%	20%	22%	15%	22%	28%	41%
归母净利润 (亿元)	7.9	8.9	9.2	6.7	3.0	1.2	7.1	5.8	4.2	4.6	0.9	1.1	9.2	8.2	6.8	6.1	1.9	1.3
YoY	-26%	19%	17%	8%	20%	-47%	11%	14%	-20%	12%	-28%	28%	13%	18%	-11%	14%	-2%	18%
扣非归母净利润 (亿元)	7.2	8.6	9.0	5.7	2.8	1.0	7.1	5.6	4.0	4.2	0.9	1.1	9.2	8.0	6.5	5.7	1.9	1.2
YoY	-30%	20%	19%	5%	20%	-56%	19%	13%	-22%	16%	-21%	34%	21%	17%	-13%	19%	4%	24%
经营性现金流 (亿元)	15.6	21.5	17.9	23.0	7.4	2.4	14.2	10.9	6.3	10.2	3.4	0.6	20.8	23.1	14.8	19.0	8.2	1.7
毛利率 (%)	38.1	40.3	37.0	32.1	35.8	28.5	39.5	40.9	34.7	32.7	36.0	29.6	38.8	40.9	35.2	32.8	36.6	28.7
净利率 (%)	4.8	6.5	6.3	5.0	5.7	2.2	7.3	7.3	5.2	5.9	2.9	3.2	6.2	6.9	5.6	5.2	4.1	2.4
销售费用率 (%)	25.5	26.5	25.4	20.8	25.6	22.0	23.9	26.0	25.3	20.4	27.4	21.5	24.1	26.7	25.1	21.0	27.0	21.3
管理费用率 (%)	5.5	4.3	2.7	4.6	2.6	3.0	5.0	4.2	2.5	4.4	2.5	2.8	5.2	4.3	2.5	4.7	2.5	3.0
财务费用率 (%)	1.0	0.7	0.7	1.2	0.9	0.5	1.0	0.6	0.6	0.9	1.4	0.9	1.0	0.6	0.6	1.0	1.4	1.0
存货周转率 (%)	3.3	3.5	3.3	4.2	3.6	3.6	1.7	1.7	1.6	2.1	1.5	1.8	2.6	2.5	2.3	3.1	1.9	2.7
应收账款周转率 (%)	28.6	16.1	13.5	12.4	26.5	18.7	12.0	6.9	5.3	5.7	10.1	8.2	18.4	11.4	7.8	9.1	13.5	11.5
门店数	8193	7809	8560	8352	3044	3341	8896	9200	8990	10009	3283	4009	9578	9781	9203	10327	3983	4633
YoY (同比)	36%	30%	20%	28%	43%	67%	27.5%	33.6%	11.6%	30.3%	35.9%	86.6%	25.9%	35.0%	10.1%	26.5%	48.2%	102.7%
其中: 直营门店	7258	6877	8560	6129	3044	2592	7520	7684	8990	7254	3283	2970	7851	8028	9164	7362	3983	3098
加盟门店	935	932	0	2223	0	749	1376	1516	0	2755	0	1039	1727	1753	39	2965	0	1535
其中: 当期自建	903	1197		852	597	463	194	546		1205	202	174	425	817		1342	241	251
当期收购	748	425	1603	535	360	281	172	363	578	0	51	225	310	478	885	0	718	276
当期加盟	620	297	0	776	0	603	441	584	0	609	0	290	792	821	39	872	0	786
当期搬迁	0	0	156	0	0	0	0	0	87	0	0	0	0	0	144	0	0	0
当期闭店	98	101	92	344	43	3	104	102	61	157	14	21	142	144	137	239	20	21
当期净增	2173	1818	1355	1819	914	1344	703	1391	430	1657	239	668	1385	1972	643	1975	939	1292

数据来源: 大参林、益丰药房、一心堂、老百姓、健之佳、漱玉平民公司公告, 西南证券整理

图 21：2013-2021 年药店行业门店数量及连锁门店数及连锁率


数据来源：Wind, 西南证券整理

图 22：2021 年中国零售药店各地区门店总数及连锁率


数据来源：Wind, 西南证券整理

并购提高连锁率，强强并购或为未来趋势。2022 年药店行业落地 3 起大型并购，分别是益丰药房收购湖南九芝堂、老百姓收购怀仁药房、健之佳收购河北唐人医药，其中健之佳以 20.74 亿元收购河北唐人医药创下了零售药店行业至今为止最大并购金额交易。从 2022 年的并购节奏上看，收购 PE 逐年上涨，选择的标的为各省份的前六名中型连锁药店，益丰药房和老百姓收购目的为加深优势省份的渗透率，健之佳通过并购开拓空白省份。

图 23: 历年药店重要并购标的梳理 (部分)

序号	公司名称	成交价格 (亿元)	标的资产	财务数据基准日	PS	PE
1	健之佳	0.71	重庆佰瑞100%资产	2022/3/31	0.86	-
2022年均值						
2	益丰药房	2.04	湖南九芝堂51%股权	2021/12/31	0.77	56.82
3	健之佳	20.74	河北唐人医药100%股权	2021/12/31	-	24.25
4	健之佳	0.96	普洱佰草堂100%股权	2022/10/31	-	15.92
5	漱玉平民	2.88	齐河泰耀100%股权	2021/8/31	1.13	21.51
6	健之佳	0.42	平果誉佳100%股权	2021/5/31	1.01	-
7	老百姓	14.28	华佗药房51%股权 (已终止)	2021/4/30	1.61	22.42
8	健之佳	0.44	星云大药房100%股权	2021/2/28	0.84	-
2021年均值						
9	老百姓	16.37	湖南怀仁71.96%	2020/12/31	1.62	22.75
10	老百姓	6.80	人川大药房100%股权	2020/11/30	1.55	19.13
2020年均值						
11	国大药房	18.60	成大方圆100%股权	2019/12/31	0.63	28.34
12	大参林	1.27	南通市江海51%股权	2019/7/31	1.14	22.76
2019年均值						
13	益丰药房	13.84	新兴药房86.31%股权	2018/6/30	1.61	24.66
14	益丰药房	1.43	上海上虹51%股权	2018/6/30	1.11	22
15	益丰药房	1.33	江苏市民53%股权	2018/6/30	1.49	12.5
2018年均值						
16	益丰药房	1.68	无锡九州51%股权	2017/11/30	1.6	22.26
17	大参林	0.75	福建国晟100%股权	2017/9/30	0.75	18.75
18	老百姓	1.17	江苏新普泽51%股权	2017/8/31	1.27	17.53
19	老百姓	2.71	通辽泽强51%股权	2017/7/31	1.07	16.9
2017年均值						
					1.17	18.86

数据来源: 健之佳、漱玉平民、益丰药房、老百姓、国大药房公司公告, 西南证券整理

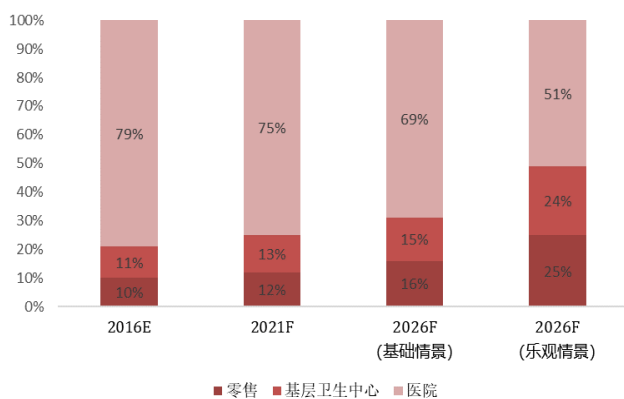
图 24: 2021 年各省份药店排行榜前 6 名 (部分)

	TOP1	TOP2	TOP3	TOP4	TOP5	TOP6
广东省	大参林	海王星辰	东莞国药	高济医药	南北药行	中智大药房
山东省	漱玉平民	山东立建	山东燕喜堂	华新宏仁	青岛同方	仁和堂
湖南省	老百姓	益丰药房	湖南千金	怀仁药房 (老百姓收购)	养天和大药房	湖南九芝堂 (益丰药房收购)
湖北省	天济大药房	益丰药房	湖北宜草堂	老百姓	用心人大药房	马应龙大药房
江西省	益丰药房	黄庆仁棧华氏大药房	洪兴大药房	江西昌盛	汇仁堂	昌盛大药房
浙江省	瑞人堂	海王星辰	浙江英特	宁波彩虹大药房	九洲大药房	震元医药
江苏省	益丰药房	全亿健康	老百姓	高济医药	百佳惠瑞丰大药房	南京医药国药
四川省	高济医药	全亿医药	正和祥健康	一心堂	杏林医药	德仁堂
安徽省	国胜大药房	老百姓	高济医药	丰原大药房	南京医药合肥大药房	四方百信大药房
云南省	一心堂	健之佳	龙马药业	国大迪升大药房	立之康大药房	云南白药大药房
陕西省	怡康医药	广济堂	众友健康	老百姓	众信医药	百姓乐大药房
河北省	神威大药房	益丰药房	河北唐人 (健之佳收购)	德医堂大药房	高济医药	全亿健康
黑龙江省	人民同泰	大参林	鑫世一大药房	宝丰医药	健康医药	华辰大药房
吉林省	吉林大药房	国大益和	恒爱大药房	东辽医药	星火医药	延边正道医药

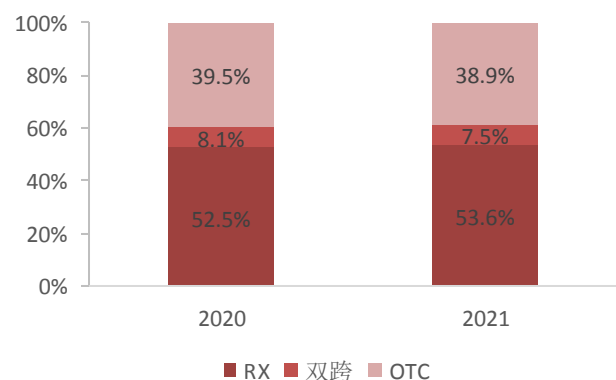
数据来源: 米内网, 西南证券整理

● 趋势二: 处方药加速外流

处方药加速外流为长期趋势。随着“健康中国”战略实施以及医药卫生体制改革的深入, 医药分开、药占比、药品零加成、分级诊疗、一致性评价、医保控费、带量集采、两票制、双通道等一系列政策政策逐步落地, 推动处方药持续外流。2021 年中国城市实体药店 (含地级及以上城市) 药品销售规模种, 处方药占比持续走高, 市场份额上升至 53.6%, 较 2020 年上升 1.2pp, 非处方药占 38.9%, 双跨占 7.5%。

图 25: 医院处方药逐步流向零售及基层


数据来源: 米内网, 波士顿咨询公司, 西南证券整理

图 26: 2020-2021 年中国城市实体药店处方药规模份额


数据来源: 米内网, 西南证券整理

表 3：推动“零售药店行业集中度提升+处方药加速外流”相关政策

发布时间	部门	政策	内容
2016 年 11 月	国务院	《国务院深化医药卫生体制改革领导小组关于进一步推广深化医药卫生体制改革经验的若干意见》	所有公立医院取消药品加成，落实公立医院药品分类采购，公立医院药品采购逐步实行“两票制”（生产企业到流通企业开一次发票，流通企业到医疗机构开一次发票）。
2017 年 1 月	国务院	《“十三五”卫生与健康规划》	加快推动医院门诊患者凭处方到零售药店购药。
2017 年 4 月	国家卫生计生委、财政部、中央编办等七部门	《关于全面推开公立医院综合改革工作的通知》	2017 年 9 月 30 日前，全面推开公立医院综合改革，所有公立医院全部取消药品加成（中药饮片除外）。县级公立医院全面实行以按病种付费为主，按人头付费、按床日付费等复合型付费方式。
2018 年 11 月	商务部	《全国零售药店分类分级管理的指导意见（征求意见稿）》	到 2020 年，全国大部分省市零售药店分类分级管理制度基本建立，到 2025 年，在全国范围内统一的零售药店分类分级管理法规政策体系基本建立，部门协调联动机制运行良好。
2019 年 1 月	国务院	《国务院组织药品集中采购和使用试点方案的通知》	选择“4+7”试点，从通过质量和疗效一致性评价的仿制药对应的通用名药品中遴选试点品种，国家组织药品集中采购和使用试点，实现药价明显降低，减轻患者药费负担；探索完善药品集中采购机制和以市场为主导的药品价格形成机制。
2020 年 2 月	国家卫生健康委、财政部、国家医保局、国家药监局、教育部、人力资源社会保障部	《加强医疗机构药事管理促进合理用药的意见》	国家以临床用药需求为导向，动态调整国家基本药物目录。推动各级医疗机构形成以基本药物为主导的“1+X”用药模式。“1”为国家基本药物目录；“X”为非基本药物，优先选择国家组织集中采购和使用药品及国家医保目录药品。
2020 年 11 月	国家药监局	《国家药监局关于规范药品零售企业配备使用执业药师的通知》	药品零售企业按规定配备执业药师是维护公众用药安全的基本要求。针对当前部分地区执业药师不够用、配备难的实际情况，设置过渡期，对于执业药师存在明显缺口的地区，允许药品零售企业配备使用其他药学技术人员承担执业药师职责，过渡期不超过 2025 年。
2020 年 12 月	国家医疗保障局	《零售药店医疗保障定点管理暂行办法》	定点零售药店应当为参保人员提供药品咨询、用药安全、医保药品销售、医保费用结算等服务。符合规定条件的定点零售药店可以申请纳入门诊慢性病、特殊病购药定点机构。定点零售药店应当凭处方销售医保目录内处方药，可凭定点医疗机构开具的电子外配处方销售药品。
2021 年 5 月	国家医疗保障局	《关于建立完善国家医保谈判药品“双通道”管理制度的指导意见》	对于临床价值高、患者急需、替代性不高的品种，要及时纳入“双通道”管理。对纳入“双通道”管理的药品，在定点医疗机构和定点零售药店施行统一的支付政策。
2021 年 9 月	国务院	《“十四五”全民医疗保障规划》	全面实施医疗保障定点医疗机构、医疗保障定点零售药店管理办法。优化定点管理流程，扩大定点覆盖面，将更多符合条件的基层医疗机构纳入医保定点范围。鼓励社会办医疗机构、定点零售药店参与集中带量采购。

数据来源：卫健委，国务院，国家药监局，国家医疗保障局，财政部，国家医保局，卫生计生委，商务部，中央编办，人力资源社会保障部，教育部，西南证券整理

2.4 药店迈入“新零售时代”，线上渠道增长强劲

线上承接处方药外流，网售处方药政策规范细节化。处方药外流大环境下，线上线下一融合发展是中国药店的未来趋势。随着医药电商平台的规范化、专业化，各公司将积极对接各级政府及医院处方流转平台，承接外流电子处方。疫情改变了人们问诊、购药习惯，互联网医疗在线问诊量猛增，医药电商业务也快速增长。2021年电商渠道营收增速：大参林、益丰药房、健之佳、一心堂、老百姓同比增长分别为87%、64%、91%、93%、170%。

2022年9月，市场监管总局发布《药品网络销售监督管理办法》，自2022年12月1日起施行。《办法》共6章42条，对药品网络销售管理、平台责任履行、监督检查措施及法律责任作出了规定。**1) 第三方平台监管趋严，压实平台药品网售责任。**明确第三方平台应当设立药品质量安全管理机构，配备药学技术人员，建立并实施药品质量安全、药品信息展示、处方审核、处方药实名购买、药品配送、交易记录保存、不良反应报告、投诉举报处理等管理制度，并按规定备案。同时，要求平台与药品网络销售企业签订协议，明确双方药品质量安全责任，规定平台应当履行审核、检查监控以及发现严重违法行为的停止服务和报告等义务，并强化平台在药品召回、突发事件应急处置以及监督检查中的配合义务。**2) 网售处方药实名制购买，强调“处方在前，售药在后”。**考虑用药安全风险和线上线下一致性管理要求，明确对处方药网络销售实行实名制，并按规定进行处方审核调配；规定处方药与非处方药应当区分展示，并明确在处方药销售主页面、首页面不得直接公开展示包装、标签等信息；通过处方审核前，不得展示说明书等信息，不得提供处方药购买的相关服务，意在强调“先方后药”和处方审核的管理要求。同时，要求处方药销售前应当向消费者充分告知相关风险警示信息并经消费者确认知情，切实防范用药安全风险。**3) 国家特殊管控药品不得在网上销售。**自2022年12月1日起施行，依法明确疫苗、血液制品、麻醉药品、精神药品、医疗用毒性药品、放射性药品、药品类易制毒化学品等国家实行特殊管理的药品不得在网上销售，具体目录由国家药品监督管理局组织制定。

我们认为本次新规的出台，与2年前的征求意见相比，药品网售监管趋严，强调“线上线下监管一致性、药师配备审方的专业性、物流配送的协同性”，针对以上几点，零售药店O2O渠道相比第三方平台更具有承接处方药外流的优势，零售药店有望提速布局新零售业务。

表4：医药电商渠道相关政策梳理

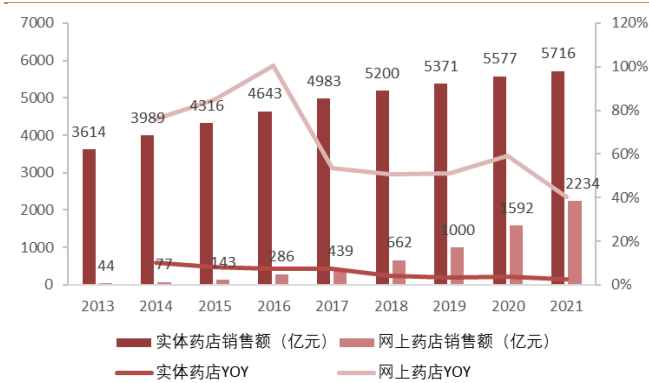
日期	出台文件	内容
2000年	《药品电子商务试点监督管理办法》	允许广东、福建、北京、上海开展网上非处方药的销售
2004年	《互联网药品信息服务管理办法》	支持互联网药品信息服务的发展
2005年	《互联网药品交易服务审批暂行规定》	网上仅销售本企业经营的非处方药
2013年	《关于加强互联网药品销售管理的通知》	药品零售连锁企业通过药品交易网站只能销售非处方药
2014年	《互联网食品药品经营监督管理办法（征求意见稿）》	互联网经营者可凭处方销售处方药
2017年	《网络药品经营监督管理办法（征求意见稿）》	不得通过网络销售处方药
2018年	《互联网诊疗管理办法（试行）》	医师掌握患者病例资料后可在线开具部分常见病、慢性病处方
2018年	《互联网药品信息服务管理办法》	处方经审核后可委托符合条件的第三方机构配送
2018年	《市场准入负面清单（2018年版）》	不得通过邮寄、互联网等方式向公众直接销售处方药
2019年	《中华人民共和国药品管理法》	划定了网络禁售的药品范围
2020年	《药品网络销售监督管理办法（征求意见稿）》	有条件的网络销售处方药
2021年	《关于服务“六稳”“六保”进一步做好“放管服”改革有关工作的意见》	在确保电子处方来源真实可靠的前提下，允许网络销售除国家实行特殊管理的药品以外的处方药。

日期	出台文件	内容
2022年	《药品网络销售监督管理办法》	明确处方药网络销售管理。对处方药网络销售实行实名制,并按规定进行处方审核调配;规定处方药与非处方药应当区分展示,并明确在处方药销售主页面、首页面不得直接公开展示包装、标签等信息;通过处方审核前,不得展示说明书等信息,不得提供处方药购买的相关服务,意在强调“先方后药”和处方审核的管理要求。

数据来源:卫健委,国务院,国家药监局,国家医疗保障局,西南证券整理

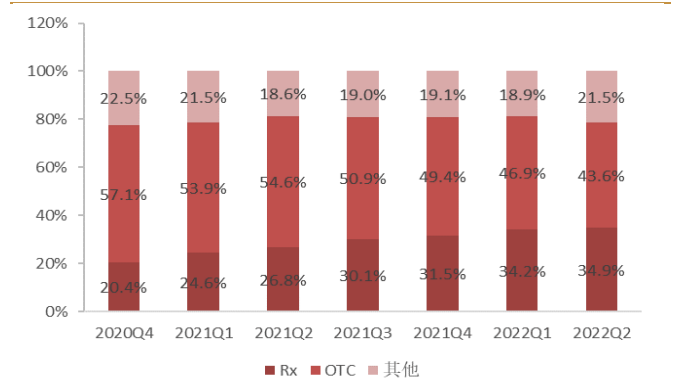
处方药在 O2O 市场占比加速增长,赋能“互联网+医药”高增长赛道,推动中国医药新零售发展。2021年,网上药店销售额为 2234 亿元(+40.4%),网上药店销售额占比为 28.1%,2016-2021 年线上 CAGR 为 50.9%。2021年,实体药店销售额为 5716 亿元(+2.5%),实体药店销售额占比为 71.9%,2016-2021 年实体 CAGR 为 4.25%。

图 27: 2013-2021 年线上及实体药店销售额及增速



数据来源:国家药监局,西南证券整理

图 28: 2020-2022 年 O2O 市场处方药销售额占比



数据来源:国家药监局,西南证券整理

3 公司分析: 全渠道融合发展, 赋能规模化扩张

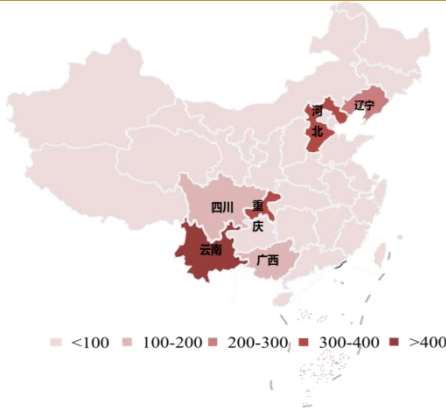
3.1 线下渠道: 省外门店加速扩张, 次新店步入盈利周期

立足云南、深耕西南, 向全国拓展。健之佳从昆明起步发展, 目前已形成云南、河北两个利润核心, 重庆、广西、辽宁快速发展、突破, 四川稳固提升的格局。公司坚持“集团化管理、多元化经营、全国性扩张”的战略方针, 以“自建+收购”双轮驱动的模式保持快速、稳健的扩张。在夯实云南市场的基础上, 除已进入的川渝桂地区, 公司将京津冀为核心的环渤海湾地区、以大湾区为核心的华南地区、以江浙沪为核心的华东地区, 以及长江沿岸城市为核心的华中地区, 作为公司从西南区域向全国拓展的重点目标区域。截至 2022 年 9 月 30 日, 公司门店总数达到 3983 家, 2022Q1-3 净增 939 家 (其中自建门店 241 家, 收购门店 718 家, 关闭门店 20 家), 门店增长率为 30.85% (若剔除唐人医药并表对店数影响, 门店数较 2021 年末增长 8.94%, 较 2021 年 9 月 30 日增长率为 23.41%)。

2021 年公司提速门店扩张, 2021 年新增门店有望在 2023 年逐步步入盈利周期。截至 2022Q3, 店龄一年以内新店 457 家, 占比 11.47%; 店龄二年以内次新店 675 家, 占比 16.95%; 新店、次新店合计占比 28.42% (除唐人医药外公司其他新店、次新店占比 31.03%); 公司将唐人医药二年以上老店及其他零星项目的收购店并入老店共 2851 家, 占比 71.58%。

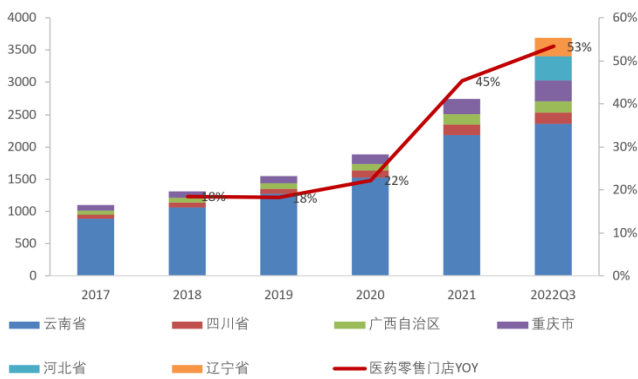
快速自建门店是公司未来发展的重要驱动力，公司处于成长期的门店产出低、整体坪效下降，费用刚性增长，在培育期会对公司短期业绩带来压力，随着门店逐步培育、成熟，为公司后续业绩增长奠定基础。

图 29：公司直营门店重点覆盖六大区域（截至 2022Q3）



数据来源：公司公告，西南证券整理

图 31：2017-2022Q3 公司直营门店数六省分布情况（仅含医药零售连锁店，剔除便利零售店）

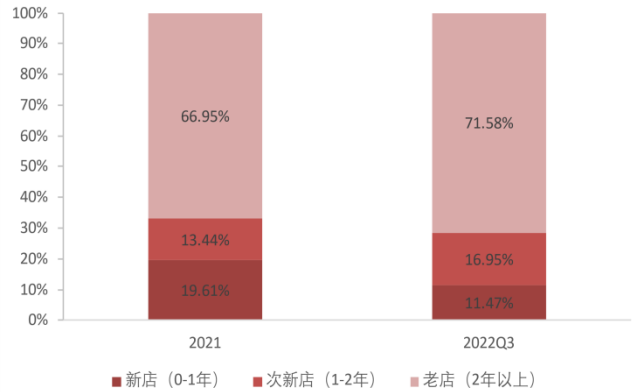


数据来源：公司公告，西南证券整理

公司持续推行以“中心城市为核心向下渗透”的下沉市场策略。由省座城市下沉渗透至地级、县级、乡镇市场，全力提升各区域布点覆盖率与市场份额。截至 2022Q3，省会级、地市级、县级、乡镇级门店数分别为 1094/1268/1158/171 家，对比 2021 年门店布局来看，下沉市场彰显出较大潜力空间，地市级、县级门店数增速较高。在云南地区，公司将继续以省会、地级中心城市为基础，加大县级城市拓展力度，以经营多元化、商品差异化、服务专业化的门店竞争优势进入县级城市，扩大门店覆盖面；在四川、重庆地区，公司将继续以成都、重庆为中心，提升绵阳、自贡地区的门店运营效率，支持已有门店地区门店规模的持续扩张；在广西地区，公司将继续扩大南宁为核心的地区直营门店规模，突出区域优势。

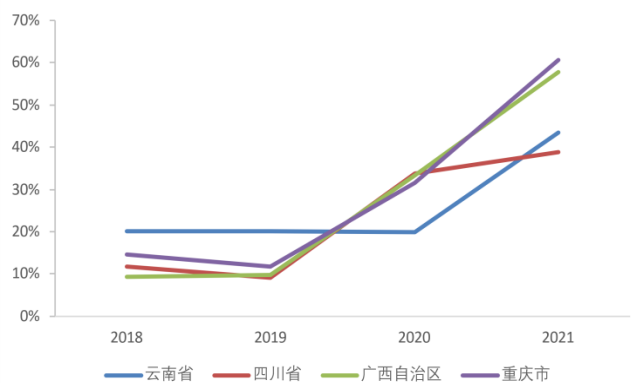
门店垂直渗透效果显著，有效提升地市级、县级、乡镇级的经营效率。公司日均坪效提升显著，2021 年各级区域的合计日均坪效为 39.8 元/平方米，于 2022Q3 提升至 43 元/平方米。按各级区域划分来看，截至 2022Q3，省会级、地市级、县级、乡镇级的日均坪效分别为 50.9/45.2/32.5/32.5 元/平方米，地市级、县级、乡镇级的经营效率提升较快。

图 30：2021 年、2022Q3 公司新店、次新店、老店占比

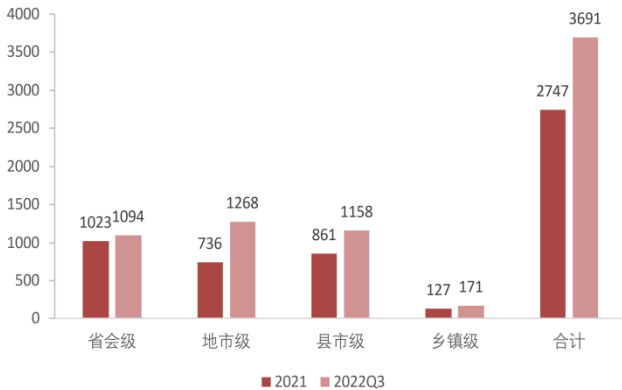


数据来源：公司公告，西南证券整理

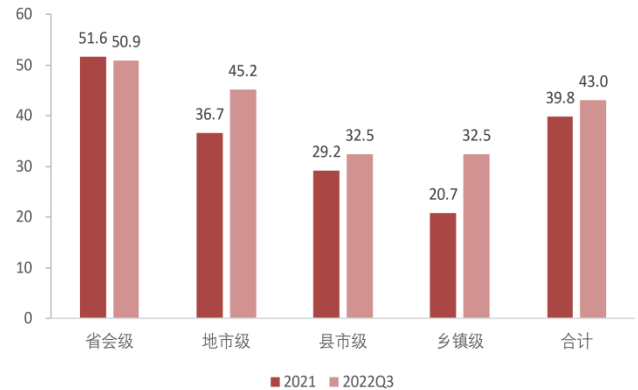
图 32：2018-2021 年公司四省门店扩张增速（仅含医药零售连锁店，剔除便利零售店）



数据来源：公司公告，西南证券整理

图 33：公司各级区域门店数布局（单位：家）


数据来源：公司公告，西南证券整理

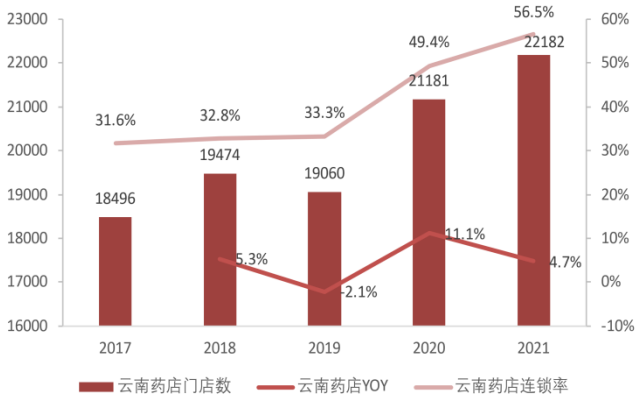
图 34：公司各级区域日均坪效（单位：元/平方米）


数据来源：公司公告，西南证券整理

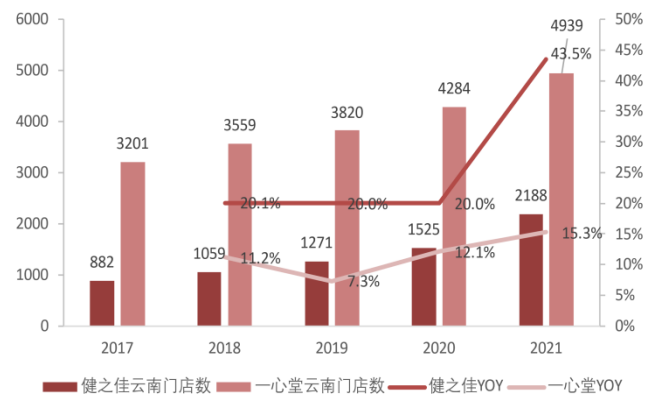
● 省内

云南省竞争格局较好，强化和复制云南成功模式。公司核心经营地区为云南省。2022H1 公司云南地区收入为 24.83 亿元 (+25%)，占公司总收入的 83%，2017-2021 年云南地区收入 CAGR 为 22.6%。截至 2022Q3，公司在云南省内拥有零售药店 2352 家，占据公司总零售药店的 63.7%。多年来公司深耕云南地区，基于对当地社会经济发展程度、居民健康观念与用药习惯的认知已形成了较强竞争优势。2021 年健之佳实现云南 16 个地州的全覆盖，新进县级市场 22 个，云南 129 个县区覆盖了 105 个，覆盖率由 2020 年的 64% 提升至 2021 年的 81%，品牌及规模优势持续提升。

云南省竞争格局较好，一心堂和健之佳两家药店寡头垄断。根据米内网“2021-2022 年度中国云南省连锁药店 20 强”名单，一心堂位列第一，健之佳位列第二。根据云南省 2021 年国民经济和社会发展统计公报以及国家药监局数据统计，2021 年云南省的零售药店门店总数高达 22182 家，同比上涨 4.7%，门店扩张速度 2017-2021 年 CAGR 为 4.6%。其中一心堂 2021 年在云南省的门店数为 4939 家，同比上涨 15.3%，2017-2021 年 CAGR 为 11.5%；健之佳 2021 年在云南省的门店数为 2188 家，同比上涨 43.5%，2017-2021 年 CAGR 为 25.5%。健之佳门店扩张速度远超云南省药店门店扩张均速以及一心堂扩张速度。

图 35：云南省药店门店数、同比增速、云南省药店连锁率


数据来源：公司公告，西南证券整理

图 36：云南省内健之佳、一心堂零售药店门店数及增速


数据来源：公司公告，西南证券整理

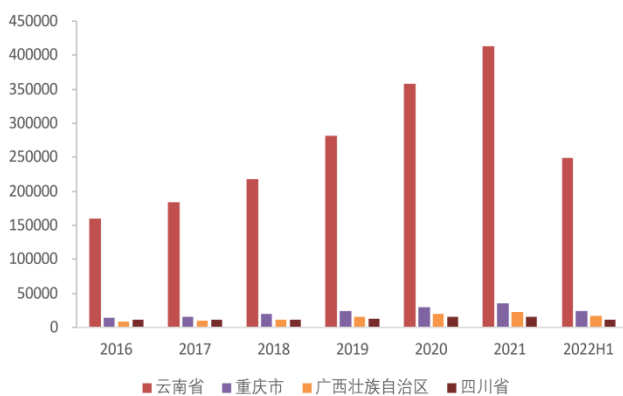
● 省外

六省门店扩张布局，并购迅速切入新市场。2022年，公司将资源向川渝桂市场倾斜，重点提升重庆、广西的规模，同时通过并购切入河北、辽宁两大空白区域。重庆和广西地区两大市场收入长期保持高增长，2022H1重庆地区收入为2.44亿元(+29%)，占公司总收入的8%，2017-2021年重庆地区收入CAGR为21.1%；2022H1广西地区收入为1.63亿元(+46%)，占公司总收入的5%，2017-2021年广西地区收入CAGR为24.6%。四川省处于起步初期，四川分部尚未盈利主要因规模小、团队有待成长、品牌影响力不足，2022H1四川地区收入为1.16亿元(+37%)，占公司总收入的4%，2017-2021年四川地区收入CAGR为9.5%。

收购唐人医药是健之佳全国扩张的“里程碑”事件，是公司2022年在“河北+辽宁”空白区域的重大突破。唐人医药为中康排名第34位的中大型零售连锁药店企业，具有良好的品牌、服务口碑，且门店覆盖情况与公司的扩张战略契合。健之佳于2022年8月31日完成对唐人医药的重大资产购买，2022年9月1日起对唐人医药并表。截至2021年12月31日，唐人医药在河北及辽宁拥有659家直营连锁药店，其中唐山204家、秦皇岛167家，辽宁省288家，在唐山和秦皇岛地区品牌、门店数、规模、专业服务能力均处于优势地位。公司通过河北唐人项目可以快速进入经济发展迅速、人口持续积聚的京津冀。唐人医药经营规范，在河北、辽宁市场具有良好的品牌力、服务力，经营策略、商品定位、顾客服务理念与公司较为接近。本次通过收购唐人医药项目，公司可在服务专业性、新零售、商品整合营销等方面给予唐人赋能。唐人医药新店、次新店占比较低、老店产出高且稳定，助力健之佳拉升平均店效。

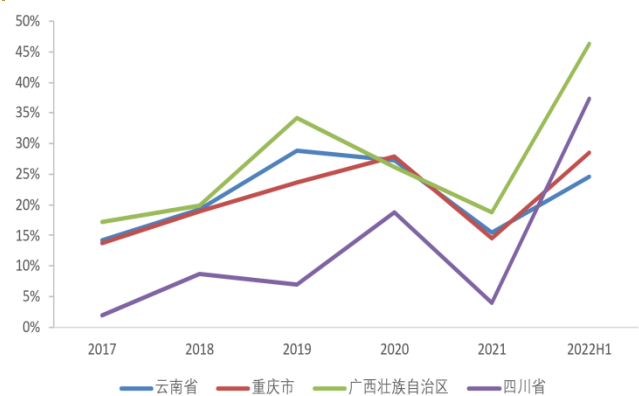
健之佳拟通过支付现金方式，分两个阶段购买标的公司唐人医药股东合计持有的标的公司100%股权，达到控股并进一步全资控制标的公司的目的，以实现对标的公司连锁药房品牌及直营门店、各项经营资产、经营资源及其经营权益的并购。1) 第一阶段购买公司80%股权，交易作价16.59亿元，唐人医药为公司的控股子公司；2) 第二阶段业绩承诺期间届满后，若标的公司2022年度、2023年度经审计合并报表口径下扣除非经常性损益后归属于母公司股东的净利润均达到2022年度、2023年度承诺净利润90%及以上，上市公司应当向两方收购其持有的标的公司以下剩余20%股权，交易作价4.15亿元。

图 37：公司云南省、重庆市、广西省、四川省收入（单位：万元）

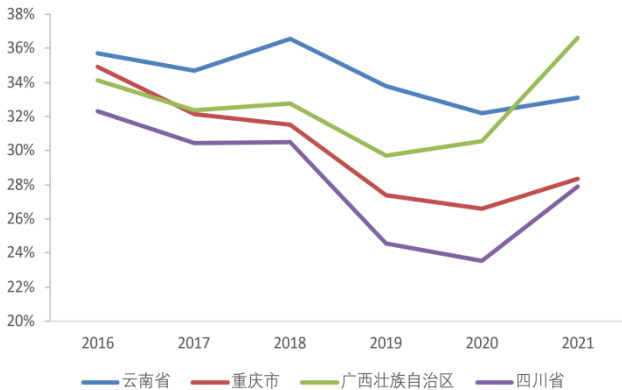


数据来源：公司公告，西南证券整理

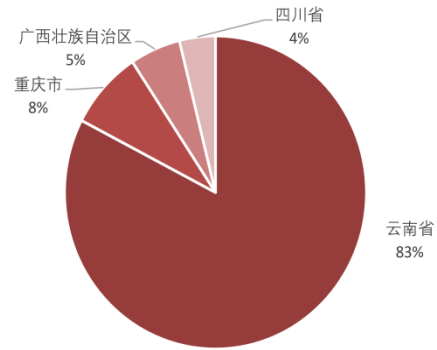
图 38：公司云南省、重庆市、广西省、四川省收入增速



数据来源：公司公告，西南证券整理

图 39：公司云南省、重庆市、广西省、四川省毛利率


数据来源：公司公告，西南证券整理

图 40：2022H1 公司云南省、重庆市、广西省、四川省收入占比


数据来源：公司公告，西南证券整理

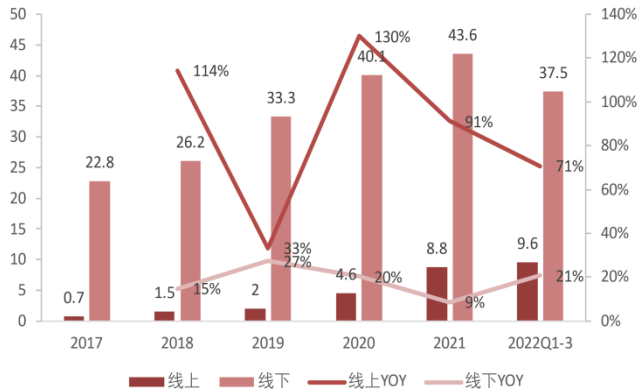
3.2 药房新零售时代下，公司线上业务持续高增

药房新零售时代下，公司线上业务持续高增。公司围绕“以顾客需求为核心”的服务理念，持续提升全渠道服务能力，线上营业收入稳步增长。2022 年 1-9 月，公司线上业务实现收入 9.6 亿元 (+71%)，占公司总营收的 20%。2017-2021 年公司线上业务收入 CAGR 为 88.3%，2017-2021 年公司线下业务收入 CAGR 为 17.6%，线上增速远高于门店线下销售增长率。

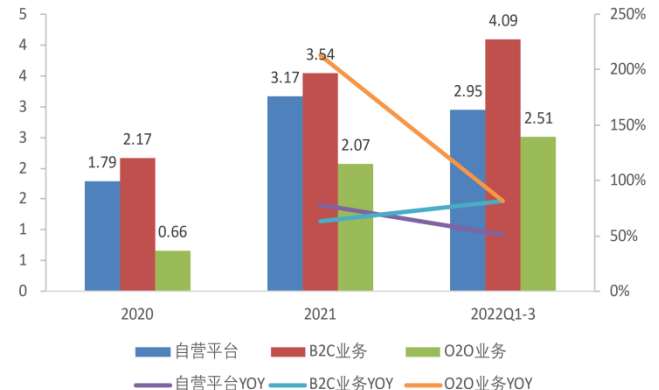
1) 传统第三方电商平台 B2C 业务：公司与天猫、京东、拼多多、唯品会、苏宁易购等第三方平台合作开展 B2C 业务。电商事业部推行单平台多店铺运营模式，扩展线上平台的布局，开设慢病用药、中药材专营店等差异化店型，深入挖掘差异化运营类目，强化运营管理，提升单店产出。2022 年 1-9 月，公司 B2C 业务收入 4.1 亿元 (+81.2%)，占线上总收入的 43%。B2C 业务收入贡献最高且长期稳健增长。

2) 第三方 O2O 平台业务：O2O 业务发展迈入“加速期”，持续推进与美团、饿了么、京东到家平台的合作，各合作平台的门店覆盖率持续提升，上线门店数超过 2400 家。通过制定细分商圈营销策略，提升送货效率，提供 24 小时营业服务等方式打造 O2O 业务的差异化竞争力及服务力，为门店业绩提升赋能。2022 年 1-9 月，公司 O2O 业务收入 2.51 亿元 (+81.4%)，占线上总收入的 26%。

3) 自营平台业务：持续优化自主线上平台的购物体验，保持自营预订及自提、送货系统佳 E 购的门店全覆盖，通过私域平台延伸门店的商品线、提供专科长疗程用药解决方案、提升顾客粘性，成为线下门店专业服务和业绩增长的有力支撑。针对微商城进行全新的系统升级和改版，推出“健之佳急送”业务，提供更及时的在线预订、送货上门便捷服务。2022 年 1-9 月，公司自营平台收入 3 亿元 (+50.8%)，占线上总收入的 31%。

图 41：2017-2022Q3 公司线上线下收入及增速（单位：亿元）


数据来源：公司公告，西南证券整理

图 42：公司自营平台、B2C、O2O 业务收入及增速（单位：亿元）


数据来源：公司公告，西南证券整理

3.3 多元创新发展，打造差异化竞争优势

“药店+便利店/诊所/体检中心”多元化创新发展，打造差异化竞争优势。围绕顾客的便利需求，公司坚持“店型多元化和服务专业化”，在以医药零售为主要业态的基础上，开立了便利店、中医诊所、社区诊所、体检中心等店型，逐步探索“药店+便利店”、“药店+诊所”、“药店+体检中心”的模式。截至 2021 年 12 月 31 日，公司拥有 2740 家直营社区专业便利药房、3 家直营中医诊所、3 家直营社区诊所、1 家直营体检中心、297 家直营便利店。

“之佳便利”是公司强化“健康+专业+便利”的经营定位的重要举措。之佳便利成立于 2005 年 1 月，是由云南健之佳健康连锁店股份有限公司投资开办的全资零售连锁企业。2021 年公司便利店实现收入 3.58 亿元(+6.8%)，2017-2021 年便利店收入 CAGR 为 5.4%。2021 年便利店毛利率为 21.1%，远低于医药门店零售及服务的毛利率 32.3%。截至 2022Q3 末，公司拥有 292 家便利店（28 家加盟店），其中 50% 左右的门店坚持 24H 营业。在中国连锁经营协会（CCFA）发布的“2021 年中国便利店 TOP100”榜单中，按门店数量排名，之佳便利排在全国第 67 位。

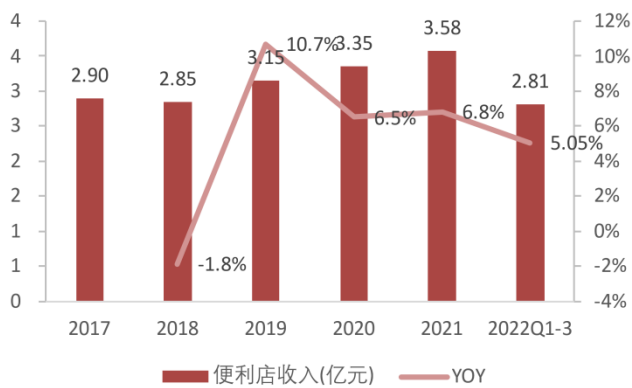
之佳便利定位于“品质+时尚+快捷”，是公司长期关注学习美日同行模式、区别于多数医药同业的重要经营特点，经过十余年的发展，已形成了以昆明为中心，辐射云南多个地州的门店经营体系，在云南省已初具规模，为会员提供高频、便利的更全面服务。通过以会员为核心的全渠道营销平台，满足顾客一站式需求。之佳便利经营的商品有饮料乳品、烟酒、日用杂货、个人护理、保健品、热熟食等大类超 5000 个单品，长期合作稳定渠道 700 余家以上。

图 43: 健之佳旗下品牌多元化



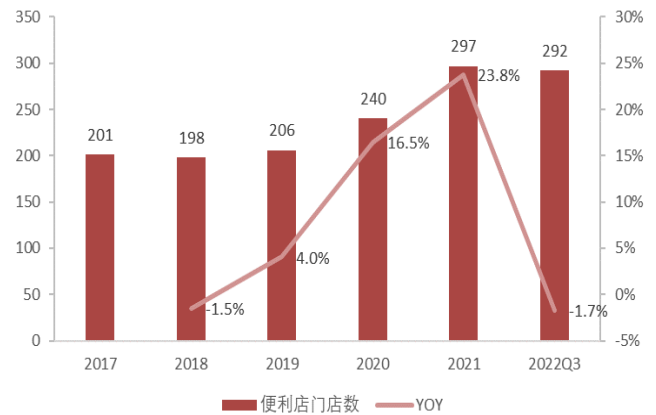
数据来源: 公司官网, 西南证券整理

图 45: 公司便利店收入及增速



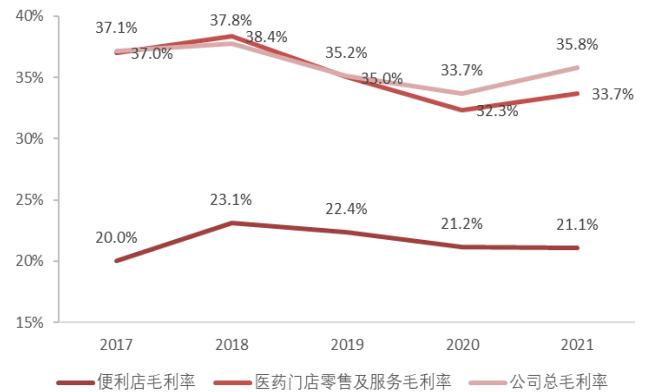
数据来源: 公司公告, 西南证券整理

图 44: 2017-2022Q3 公司便利店门店数及增速



数据来源: 公司公告, 西南证券整理

图 46: 便利店毛利率、医药门店零售及服务毛利率、公司总毛利率对比



数据来源: 公司公告, 西南证券整理

4 盈利预测与估值

4.1 盈利预测

关键假设:

假设 1: 考虑到医药零售门店于 2021 年及 2022 年前三季度受到疫情负面影响, 部分门店所处区域部分门店落实暂时关店、“一退两抗”药品下架及其他疫情防控要求, 导致门店客流受影响, 业绩增速放缓。2022 年 12 月, 随着全国防疫政策精准科学化, 药店已恢复正常经营, 不得随意关停, 四类药无需登记销售。2022 年 12 月新冠病例高增结合流感高发季, 在新冠精准科学化的防控趋势下, 高毛利的发烧感冒药、抗原检测盒以及防疫物资的需求量大幅提升。此外, 2022 年 9 月唐人医药开始并表。预期 2022-2024 年门店扩张速度分别为 40%/25%/25%。

假设 2: 考虑到疫后消费复苏, 便利零售门店客流有望恢复至疫前增速。预期 2022-2024 年便利店门店扩张速度分别为 5%/5%/5%。

假设 3: 预期 2022-2024 年其他收入增速分别为 40%/30%/30%。

基于以上假设, 我们预测公司 2022-2024 年分业务收入成本如下表:

表 5: 健之佳分业务收入及毛利率

单位: 百万元		2018A	2019A	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
医药零售及服务	收入	2168.7	2812.9	3889.3	4504.8	6522.9	8949.4	10782.3
	增速	18.4%	29.7%	38.3%	15.8%	44.8%	37.2%	20.5%
	毛利率	38.4%	35.0%	32.3%	33.7%	35%	35%	35%
	医药零售门店总数	1308	1546	1890	2747	3846	4807	5769
	医药零售门店数 YOY	18%	18%	22%	45%	40%	25%	20%
	自建	216	276	369	535	-	-	-
	收购	0	0	0	360	-	-	-
	关店	12	38	25	38	-	-	-
	净增	204	238	344	857	1099	961	961
	新店 (0-1 年)	216	276	369	535	-	-	-
	次新店 (1-2 年)	142	216	276	729	-	-	-
	老店 (2 年以上)	950	1054	1245	1483	-	-	-
便利零售	收入	284.6	315.0	335.5	358.4	387.1	425.8	468.3
	增速	-1.8%	10.7%	6.5%	6.8%	8%	10%	10%
	毛利率	23.1%	22.4%	21.2%	21.1%	21%	21%	21%
	便利店门店总数	198	206	240	297	312	327	344
	便利店门店 YOY	-1.5%	4.0%	16.5%	23.8%	5.0%	5.0%	5.0%
	自建	198	206	240	297	-	-	-
	收购	4	14	42	62	-	-	-
	关店	0	0	0	0	-	-	-
	净增	7	6	8	5	15	16	16
其他	收入	312.6	400.7	241.6	371.8	520.5	676.7	879.7
	增速	38.6%	28.2%	-39.7%	53.9%	40%	30%	30%
	毛利率	19.9%	22.1%	18.1%	76.0%	75%	75%	75%
合计	收入	2765.85	3528.53	4466.36	5234.96	7430.48	10051.86	12130.28
	增速	17.9%	27.6%	26.6%	17.2%	41.9%	35.3%	20.7%
	毛利率	37.8%	35.2%	33.7%	35.8%	37.1%	37.1%	37.4%

数据来源: Wind, 西南证券 (注: 本表统一将并购门店纳入次新店范畴)

4.2 相对估值

我们选取连锁药店行业中的四家公司，2023年四家公司平均PE为24倍，未来随着限制性因素逐步消除，新店、次新店加速步入盈利周期，云南省外渗透率加速提升，业绩有望恢复高速增长。给予健之佳2023年24倍估值，对应2023年目标价101.04元，首次覆盖给予“持有”评级。

表 6：可比公司估值（截至 2023.3.17）

证券代码	可比公司	股价（元）	EPS（元）				PE（倍）			
			21A	22E	23E	24E	21A	22E	23E	24E
002727.SZ	一心堂	34.27	1.55	1.66	2	2.39	25	18	15	13
603233.SH	大参林	36.44	1	1.1	1.38	1.71	42	34	27	22
603939.SH	益丰药房	56.88	1.24	1.54	1.93	2.39	45	37	29	24
603883.SH	老百姓	37.63	1.64	1.35	1.64	1.99	30	29	24	20
平均值							35	30	24	20

数据来源：Wind，西南证券整理

5 风险提示

疫情不确定性，政策风险，市场竞争加剧，新增门店不及预期。

附表：财务预测与估值

利润表 (百万元)					现金流量表 (百万元)				
	2021A	2022E	2023E	2024E		2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	5234.96	7430.48	10051.86	12130.28	净利润	299.26	333.81	416.14	508.04
营业成本	3359.11	4675.80	6322.65	7598.39	折旧与摊销	96.64	86.26	99.75	113.24
营业税金及附加	11.05	52.01	70.36	84.91	财务费用	48.20	93.15	144.48	150.12
销售费用	1339.64	1990.63	2719.03	3328.55	资产减值损失	-14.01	0.00	0.00	0.00
管理费用	138.04	222.91	301.56	363.91	经营营运资本变动	-104.01	111.52	223.69	148.09
财务费用	48.20	93.15	144.48	150.12	其他	418.33	0.15	-12.11	6.09
资产减值损失	-14.01	0.00	0.00	0.00	经营活动现金流净额	744.40	624.89	871.95	925.58
投资收益	5.96	0.00	0.00	0.00	资本支出	-461.01	-210.00	-210.00	-210.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	其他	-263.16	0.00	0.00	0.00
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	-724.17	-210.00	-210.00	-210.00
营业利润	353.79	395.98	493.78	604.40	短期借款	-44.08	-30.00	0.00	0.00
其他非经营损益	4.44	4.47	5.08	4.77	长期借款	-5.41	1405.00	0.00	0.00
利润总额	358.23	400.45	498.86	609.17	股权融资	39.71	0.00	0.00	0.00
所得税	58.97	66.64	82.72	101.14	支付股利	-121.90	-60.11	-67.04	-83.58
净利润	299.26	333.81	416.14	508.04	其他	-534.11	-476.96	-144.48	-150.12
少数股东损益	-1.27	-1.42	-1.77	-2.16	筹资活动现金流净额	-665.78	837.93	-211.53	-233.70
归属母公司股东净利润	300.53	335.22	417.91	510.19	现金流量净额	-645.55	1252.82	450.42	481.87
资产负债表 (百万元)					财务分析指标				
	2021A	2022E	2023E	2024E		2021A	2022E	2023E	2024E
货币资金	983.10	2235.92	2686.34	3168.21	成长能力				
应收和预付款项	315.64	499.06	643.21	796.31	销售收入增长率	17.21%	41.94%	35.28%	20.68%
存货	1121.18	1566.21	2134.85	2559.98	营业利润增长率	21.03%	11.93%	24.70%	22.40%
其他流动资产	76.99	88.07	127.09	154.34	净利润增长率	19.99%	11.55%	24.67%	22.08%
长期股权投资	9.80	9.80	9.80	9.80	EBITDA 增长率	34.65%	15.40%	28.26%	17.58%
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	获利能力				
固定资产和在建工程	473.67	556.75	629.54	692.04	毛利率	35.83%	37.07%	37.10%	37.36%
无形资产和开发支出	460.05	533.89	604.53	671.98	三费率	29.15%	31.04%	31.49%	31.68%
其他非流动资产	1773.77	1740.58	1707.40	1674.21	净利率	5.72%	4.49%	4.14%	4.19%
资产总计	5214.19	7230.28	8542.77	9726.88	ROE	15.81%	15.41%	16.54%	17.28%
短期借款	30.00	0.00	0.00	0.00	ROA	5.74%	4.62%	4.87%	5.22%
应付和预收款项	1864.01	2584.28	3486.38	4198.56	ROIC	63.86%	73.71%	68.04%	64.78%
长期借款	25.23	1430.23	1430.23	1430.23	EBITDA/销售收入	9.52%	7.74%	7.34%	7.15%
其他负债	1401.92	1049.04	1110.33	1157.81	营运能力				
负债合计	3321.16	5063.55	6026.95	6786.60	总资产周转率	1.21	1.19	1.27	1.33
股本	69.53	99.16	99.16	99.16	固定资产周转率	13.54	16.84	19.36	20.67
资本公积	1009.08	1009.08	1009.08	1009.08	应收账款周转率	26.53	28.12	28.22	26.61
留存收益	856.89	1132.01	1482.87	1909.48	存货周转率	3.57	3.44	3.40	3.23
归属母公司股东权益	1909.75	2184.86	2535.73	2962.34	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	99.96%	—	—	—
少数股东权益	-16.72	-18.14	-19.91	-22.06	资本结构				
股东权益合计	1893.03	2166.73	2515.82	2940.28	资产负债率	63.69%	70.03%	70.55%	69.77%
负债和股东权益合计	5214.19	7230.28	8542.77	9726.88	带息债务/总负债	1.66%	28.25%	23.73%	21.07%
					流动比率	1.03	1.59	1.50	1.49
					速动比率	0.57	1.02	0.93	0.92
					股利支付率	40.56%	17.93%	16.04%	16.38%
业绩和估值指标					每股指标				
	2021A	2022E	2023E	2024E					
EBITDA	498.62	575.39	738.01	867.77	每股收益	3.03	3.38	4.21	5.15
PE	26.83	24.05	19.29	15.80	每股净资产	19.26	22.03	25.57	29.87
PB	4.22	3.69	3.18	2.72	每股经营现金	7.51	6.30	8.79	9.33
PS	1.54	1.08	0.80	0.66	每股股利	1.23	0.61	0.68	0.84
EV/EBITDA	7.35	5.92	4.00	2.85					
股息率	1.51%	0.75%	0.83%	1.04%					

数据来源: Wind, 西南证券

分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，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获取任何形式的补偿。

投资评级说明

报告中投资建议所涉及的评级分为公司评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 个月内的相对市场表现，即：以报告发布日后 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。其中：A 股市场以沪深 300 指数为基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。

公司评级	买入：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 20% 以上
	持有：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 10% 与 20% 之间
	中性：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 -10% 与 10% 之间
	回避：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 -20% 与 -10% 之间
	卖出：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 -20% 以下
行业评级	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于同期相关证券市场代表性指数 5% 以上
	跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于同期相关证券市场代表性指数 -5% 与 5% 之间
	弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于同期相关证券市场代表性指数 -5% 以下

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司签约客户使用，若您并非本公司签约客户，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。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、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。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，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告及附录版权为西南证券所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告及附录进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告及附录的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

西南证券研究发展中心
上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路 166 号中国保险大厦 20 楼

邮编：200120

北京

地址：北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 A 座 8 楼

邮编：100033

深圳

地址：深圳市福田区深南大道 6023 号创建大厦 4 楼

邮编：518040

重庆

地址：重庆市江北区金沙门路 32 号西南证券总部大楼

邮编：400025

西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	总经理助理、销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	崔露文	销售经理	15642960315	15642960315	clw@swsc.com.cn
	王昕宇	销售经理	17751018376	17751018376	wangxy@swsc.com.cn
	薛世宇	销售经理	18502146429	18502146429	xsy@swsc.com.cn
	汪艺	销售经理	13127920536	13127920536	wyfy@swsc.com.cn
	岑宇婷	销售经理	18616243268	18616243268	cyryf@swsc.com.cn
	张玉梅	销售经理	18957157330	18957157330	zymyf@swsc.com.cn
	陈阳阳	销售经理	17863111858	17863111858	cyyfy@swsc.com.cn
	李煜	销售经理	18801732511	18801732511	yfliyu@swsc.com.cn
	谭世泽	销售经理	13122900886	13122900886	tsz@swsc.com.cn
北京	卞黎旸	销售经理	13262983309	13262983309	bly@swsc.com.cn
	李杨	销售总监	18601139362	18601139362	yfly@swsc.com.cn
	张岚	销售副总监	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	杜小双	高级销售经理	18810922935	18810922935	dxsyf@swsc.com.cn
	杨薇	高级销售经理	15652285702	15652285702	yangwei@swsc.com.cn
	胡青璇	销售经理	18800123955	18800123955	hqx@swsc.com.cn
	王一菲	销售经理	18040060359	18040060359	wyf@swsc.com.cn
	王宇飞	销售经理	18500981866	18500981866	wangyuf@swsc.com.cn
广深	巢语欢	销售经理	13667084989	13667084989	cyh@swsc.com.cn
	郑龔	广深销售负责人	18825189744	18825189744	zhengyan@swsc.com.cn
	杨新意	销售经理	17628609919	17628609919	xyy@swsc.com.cn
	张文锋	销售经理	13642639789	13642639789	zwf@swsc.com.cn
	陈韵然	销售经理	18208801355	18208801355	cyryf@swsc.com.cn
	龚之涵	销售经理	15808001926	15808001926	gongzh@swsc.com.cn
	丁凡	销售经理	15559989681	15559989681	dingfyf@swsc.com.cn