

小而美，扎根西南的优秀零售药店



核心观点

- **经营稳健，西南地区零售药店领先者。**2004年，公司成立于云南省，随后业务范围扩大至重庆、四川、广西等区域，截止2020H1，公司直营门店数量达1825家，其中云南省内门店数量达1534家，据测算，2019年公司在云南省门店市占率仅7.66%，在行业集中度提升的大背景下，公司将持续受益。公司管理团队专业化程度高，且股权稳定，实际控制人蓝波先生在行业中经营多年，在高效的管理下，公司近些年业绩保持快速增长，2017-2019年，公司营业收入CAGR达22.62%，归母净利润CAGR达32.98%。
- **资本加持，扩张进入加速阶段。**随着上市后，公司扩张有望提速，根据募投计划披露，未来三年募投资金将用于1050家门店建设。公司在云南地区已经建立起较强的品牌效应与规模效应，在品类差异化方面为公司积累了一批高粘性年轻客户，伴随着未来下沉市场的开拓，门店数量有望保持较快扩张。除此之外，公司大力发展渠道建设与信息化建设，在广西、四川与重庆等区域将快速夯实内功，异地市场扩张将有望提速。此外，公司精细化管理卓越，在单店营收、医保门店占比与盈利周期等方面具备较大优势，能够有效保证扩张后业绩的快速释放。
- **多元化业务先驱，竞争壁垒逐步形成。**截止2020H1，之佳便利门店数量达211家，营收规模达1.72亿元，已在云南省11个地级市进行了业务布局，便利门店业务布局契合当下消费便利化、快捷化趋势，而且有望在品牌建设与联动销售方面对药店起到协同效应。公司在互联网售药方面也成果斐然，创新的使用了“佳e购”以联通线上线下，并在2020年快速发展第三方平台业务，2020H1线上业务营收达到1.52亿元，占总营收规模比重达7.2%。

财务预测与投资建议

- 健之佳是西部地区零售药店领先企业，预测公司2020-2022年每股收益分别为4.37元、4.96元、5.97元，根据可比公司，给予2021年估值27倍，对应目标价133.92元，首次给予买入评级

风险提示

- 新冠疫情超预期，门店扩张不及预期，带量采购政策超预期

公司主要财务信息

	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	2,766	3,529	4,487	5,409	6,632
同比增长(%)	17.9%	27.6%	27.1%	20.6%	22.6%
营业利润(百万元)	179	221	265	341	412
同比增长(%)	39.5%	23.8%	19.5%	29.0%	20.8%
归属母公司净利润(百万元)	134	168	232	263	317
同比增长(%)	41.0%	25.8%	37.7%	13.5%	20.5%
每股收益(元)	2.52	3.17	4.37	4.96	5.97
毛利率(%)	37.8%	35.1%	33.5%	34.6%	34.5%
净利率(%)	4.8%	4.8%	5.2%	4.9%	4.8%
净资产收益率(%)	32.9%	32.0%	32.4%	27.1%	25.2%
市盈率	41.2	32.8	23.8	21.0	17.4
市净率	12.0	9.3	6.6	5.0	3.9

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，

投资评级 买入 增持 中性 减持 (首次)

股价(2021年03月29日)	108.09元
目标价格	133.92元
52周最高价/最低价	171.5/87.47元
总股本/流通A股(万股)	5,300/1,325
A股市值(百万元)	5,729
国家/地区	中国
行业	医药生物
报告发布日期	2021年03月30日

股价表现	1周	1月	3月	12月
绝对表现	-1.87	4.76	-2.12	
相对表现	0.03	6.98	-8.77	
沪深300	-1.9	-2.22	6.65	20.66



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

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。

目 录

一、二十年专注扎根西南，多元化经营领头者	5
1.1 高频+低频新模式，模式创新的零售药店	5
1.2 财务指标稳健，业绩成长性良好	7
二、成长确定性强，头部企业将加速成长	8
2.1 头部集中仍是零售药店行业的主旋律，空间依旧很大	9
2.2 处方外流逐步兑现，行业增量流入确定性高	11
2.3 互联网药店+集采政策，促使药店行业积极探索新模式	14
三、后来者居上，差异化经营构建竞争壁垒	16
3.1 走出云南大本营，西部地区市场空间广阔	16
3.1.1 借资本之风，加快扩张步伐形成规模优势	16
3.1.2 市场空间广阔，深度布局西部地区	19
3.1.3 小而美，公司精细化管理能力卓越	21
3.2 业务模式差异竞争，多元经营构建壁垒	22
3.2.1 便利店业务增强协同，未来成长值得期待	23
3.2.2 率先布局“互联网+”，新零售试点成果斐然	25
盈利预测与投资建议	27
盈利预测	27
投资建议	28
风险提示	28

图表目录

图 1: 健之佳股权结构图.....	6
图 2: 2014–2020Q3 年公司营业收入 (亿元) 及同比增速.....	7
图 3: 2014–2020Q3 年公司归母净利润 (亿元) 及同比增速.....	7
图 4: 2017–2020Q3 年公司毛利率与净利率.....	8
图 5: 2017–2020Q3 年公司期间费用率.....	8
图 6: 2017–2020Q3 年公司经营活动现金流 (亿元) 及其与净利润比值.....	8
图 7: 2017–2020Q3 年公司应收账款周转天数与存货周转天数.....	8
图 8: 2011–2018 年药店总数 (万家) 与零售药店规模 (百亿元) 及其同比增速.....	9
图 9: 2011–2018 年单体药店、连锁药店数量 (万家) 及连锁率.....	9
图 10: 2011–2018 年中国百强药店销售规模.....	10
图 11: 2011–2018 年 前十名占比稳步提高.....	10
图 12: 2011–2018 年零售药店前十名新增门店数量占行业门店数量总增量的比重提高明显.....	10
图 13: 新开药店盈利周期不断上升 (月).....	11
图 14: 2014–2018 年我国药品第二终端占比逐步提高.....	12
图 15: 2011–2018 年百强药店处方药营收占比.....	13
图 16: 2011–2018 年百强药店处方药利润占比.....	13
图 17: 2012–2018 年医药电商规模 (亿元).....	14
图 18: 2012–2017 年医药电商中 B2C 与 B2B 占比.....	14
图 19: 2019 年中国医药 B2C 销售份额.....	14
图 20: O2O 模式下, 互联网药店消费年龄结构.....	15
图 21: O2O 模式下, 互联网药店消费时间结构.....	15
图 22: 2019 年集采影响客流, 以提价对冲影响.....	16
图 23: 2019 年 9 月后集采药品规模 (千万元) 同比下滑.....	16
图 24: 2017–2020H1 年公司门店扩张情况.....	17
图 25: 2020H1 门店地域分布情况.....	17
图 26: 公司未来以募投资金进行门店扩张规划.....	18
图 27: 2017–2020Q3 云南地区营收规模 (亿元) 及增速.....	19
图 28: 2017–2020H1 云南地区门店数量.....	19
图 29: 2017–2020Q3 川渝地区营收规模 (亿元) 及增速.....	20
图 30: 2017–2020H1 川渝地区门店数量.....	20
图 31: 2017–2020Q3 广西地区营收规模 (亿元) 及增速.....	20
图 32: 2017–2020H1 广西地区门店数量.....	20
图 33: 2017–2020E 店均营收规模 (万元).....	21

图 34: 2017–2020E 店均净利润规模 (万元)	21
图 35: 2017–2020 公司盈利与亏损门店比例	21
图 36: 2017–2020H1 公司医保门店占比	22
图 37: 2017–2020H1 公司便利门店业务营收 (亿元) 及增速	23
图 38: 2017–2020H1 公司便利门店数量及增速	23
图 39: 之佳便利在云内省内业务布局	24
图 40: 2017–2020E 公司便利店业务店均营业收入 (万元) 及同比增速	24
图 41: 2017–2020E 公司便利店业务店均净利润 (万元) 及同比增速	24
图 42: 2017–2020H1 公司便利门店盈利与亏损占比	25
图 43: 2016–2019 年公司 & 可比公司便利门店业务毛利率	25
图 44: 公司零售药店业务不同渠道间布局情况	26
图 45: 公司线下业务多元化经营 (中医馆、社区诊所)	26
图 46: 2017–2020H1 公司线上业务营收规模 (万元) 及增速	26
图 47: 2017–2020H1 公司线上业务利润 (万元) 及增速	26
图 48: 可比公司估值表	28
表 1: 公司发展历史梳理	5
表 2: 公司高管从业背景	6
表 3: 处方外流政策梳理	11
表 4: 处方外流影响下, 零售药店空间及零售药店占比测算 (万亿)	13
表 5: 药品带量采购政策梳理	15
表 6: 2018 年至今公司并购标的梳理	17
表 7: 公司各时期门店店均营业利润 (万元)	22

一、二十年专注扎根西南，多元化经营领头者

1.1 高频+低频新模式，模式创新的零售药店

公司成立于 2004 年，主要从零售药店与便利店经营业务，历经多年逐步发展和积累，公司从昆明起步发展，根植云南，业务逐渐渗透至重庆、四川、广西等区域，专注经营我国西南市场。公司依托较为完善的连锁零售网络和专业医药服务实力，形成核心竞争优势，形成稳步走向全国的发展战略趋势，并构建起以药品销售为主、健康护理和便利品销售为辅，直营连锁药品门店实体零售为核心，与电商经营有机结合的商业模式和多元化社区健康服务生态圈。

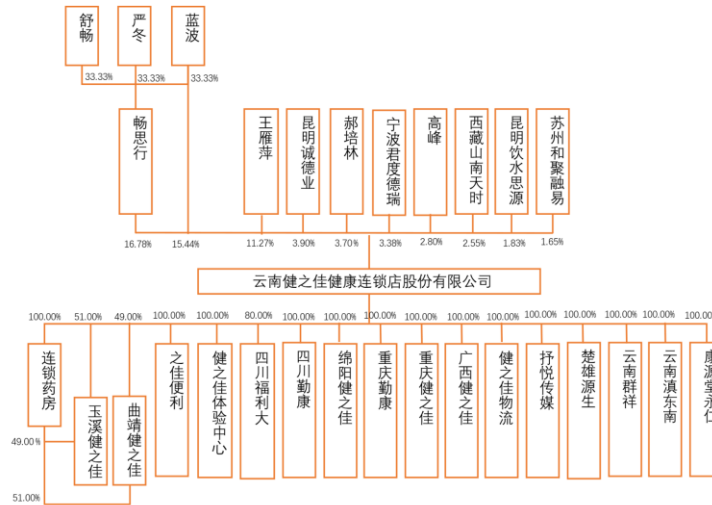
具体来看，2003 年前后公司在昆明初步形成连锁格局，建立起较强的竞争优势，并在 2006-2009 年逐步进入四川、重庆和广西，2017 年，健之佳在药店布局上重新发力，加快开店速度，依托“互联网+药品”“药店+便利店”等商业模式，快速扩大起市场份额。2020 年 12 月，健之佳在上交所挂牌上市，进一步提高发展势能。此外，2005 年公司创建便利店品牌之佳便利，开启多元化经营篇章，实现高频带动低频商业模式。

表 1：公司发展历史梳理

时间	事件
1998 年	健之佳春苑店正式开业，标志着健之佳健康医药连锁事业在昆明的正式启动
2004 年	健之佳诊所开业，标志着健之佳医疗专业连锁机构正式成立
2006 年	健之佳实现与四川福利大药房的合作，正式进入成都市场发展，标志着健之佳正式进入省外市场发展
2007 年	重庆健之佳第一家店开业，跨省发展又迈向新的台阶
2011 年	健之佳设立“专业药事服务”
2015 年	健之佳面向会员推出了高血压和糖尿病慢性病管理服务
2017 年	WMS 专业仓储管理系统上线
2020 年	上交所挂牌上市

数据来源：公司公告，东方证券研究所

公司架构清晰，股权稳定。蓝波及其配偶舒畅合计控制公司 45.71% 股份，为公司实际控制人，该持股比例在上市零售药店中相对较高，未来仍有进一步股权融资的空间，为公司对外扩张道路提供了较为坚实的资金保障。

图 1：健之佳股权结构图


数据来源：公司公告，东方证券研究所

备注：截至 2020 年 12 月 1 日

管理层从业经验丰富，有利于公司长期经营发展。公司董事长兼总经理的蓝波先生毕业于上海交通大学，获得工商管理硕士学位，先后在云南云兴股份有限公司、昆明市经济贸易委员会包装技术协会、云南铁路建设指挥部计财处、深圳海王药业有限公司任职，蓝总曾在深圳海王星辰连锁药房有限公司，任财务总监、常务副总经理，2004 年 9 月至今，在健之佳任董事长、总经理，公司其余高管也有着丰富的从业经验，均在健之佳有着长期任职经历。

表 2：公司高管从业背景

姓名	职位	简介
蓝波	董事长、总经理	硕士学历，毕业于上海交通大学。1984 年 9 月至 1988 年 7 月就读于上海交通大学工业管理工程系；1988 年至 1995 年，先后在云南云兴股份有限公司、昆明市经济贸易委员会包装技术协会、云南铁路建设指挥部计财处、深圳海王药业有限公司任职。1995 年 1 月至 2004 年 12 月，在深圳海王星辰连锁药房有限公司，任财务总监、常务副总经理。2002 年至 2005 年就读于上海交通大学，获得工商管理硕士学位；2004 年 9 月至今，在健之佳任董事长、总经理。
施艳春	副总经理	2000 年 3 月至 2004 年 12 月任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；2005 年 1 月至 2010 年 6 月任云南健之佳健康连锁店股份有限公司总裁助理兼采购部经理，总裁助理兼产品开发部经理；2005 年 7 月至 2006 年 7 月就读于北京大学亚太教育中心医药行业市场营销管理专业 EMBA；2010 年 7 月至 2011 年 8 月任云南健之佳健康连锁店股份有限公司总裁助理，广西分部副总经理；2011 年 9 月起任云南健之佳健康连锁店股份有限公司电子商务总监，电子商务事业部副总经理
李恒	财务总监、董事会	本科学历。1999 年至 2013 年，先后在云南同舟会计师事务所有限公司、天一会计师事务所有限

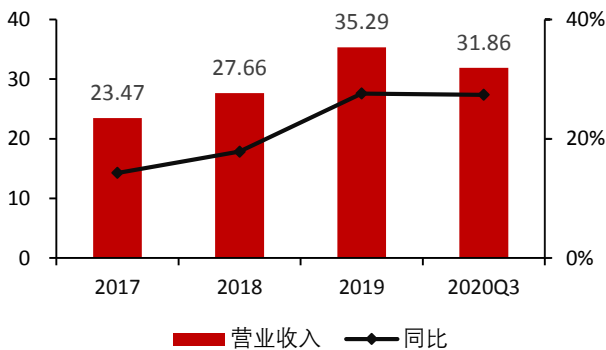
	秘书	公司云南分公司、中和正信会计师事务所有限公司云南分公司、信永中和会计师事务所有限公司昆明分所任职；2013年7月至2014年7月，任云南城港贸易有限公司副总经理；2014年7月至今，任云南本色花卉股份有限公司董事长、总经理；2016年2月至今，任健之佳财务总监；2017年3月至今兼任健之佳董事会秘书。
金玉梅	职工代表监事、监事会主席	本科学历。2004年10月至2008年8月在健之佳有限历任人事主管、人事部负责人、人力资源部副经理、人力资源部经理；2008年3月至2010年7月就读于云南大学成人教育学院；2008年8月至今历任健之佳人力资源部经理、总经理办公室副主任、总经理办公室主任；2014年3月至今，任健之佳职工监事，2019年1月至今，任健之佳监事会主席，2019年5月至今任健之佳风控总监。

数据来源：公司公告，东方证券研究所

1.2 财务指标稳健，业绩成长性良好

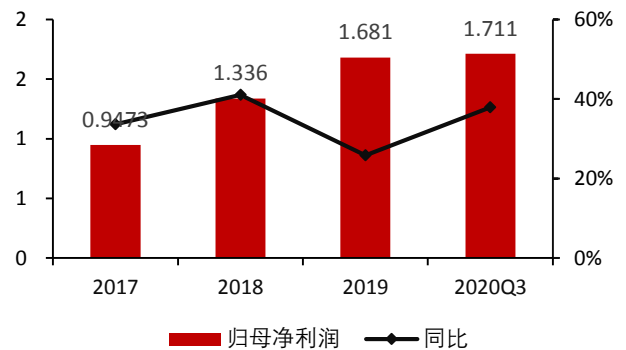
营收与利润稳步增长。2017-2019年，公司营业收入由23.47亿元上升至35.29亿元，CAGR为22.62%，2020Q3实现营收31.86亿元，同比增长27.34%；2017-2019年，公司归母净利润由0.95亿元上升至1.68亿元，CAGR为32.98%，2020Q3实现归母净利润1.68亿，同比增长37.92%。近些年，公司营收与利润两端均保持了高速增长，利润端增速略高于营收端，主要由于公司规模成长后对费用与固定开销的摊薄所致。

图2：2014–2020Q3年公司营业收入（亿元）及同比增速



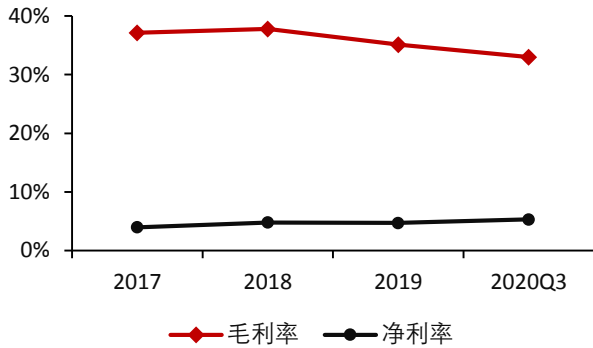
数据来源：公司公告，东方证券研究所

图3：2014–2020Q3年公司归母净利润（亿元）及同比增速

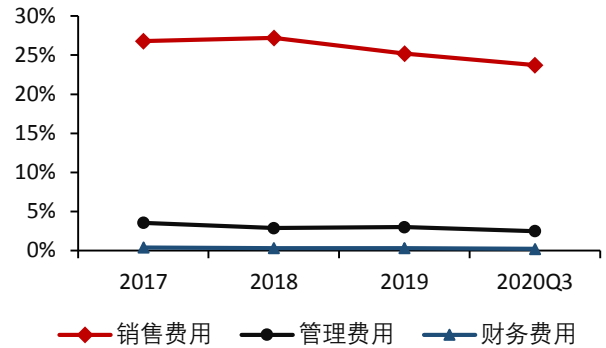


数据来源：公司公告，东方证券研究所

盈利能力保持稳定。2017-2020Q3，公司毛利率水平由37.13%下降至33.00%，主要由于零售药店销售的产品结构中，处方药占比上升所致；公司总体期间费用率中管理费用率与财务费用率保持稳定，销售费用率下降明显，自2017年的26.78%下降至23.71%，主要由于单店营收规模上升后对人员工资与租金的摊薄所致。在精细化管理与规模效应的双重影响下，公司净利率水平保持稳中上涨。

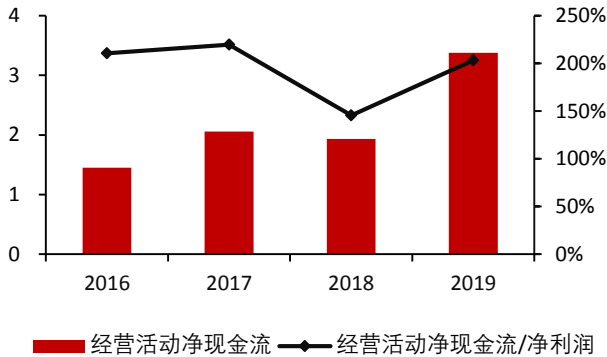
图 4：2017–2020Q3 公司毛利率与净利率


数据来源：公司公告，东方证券研究所

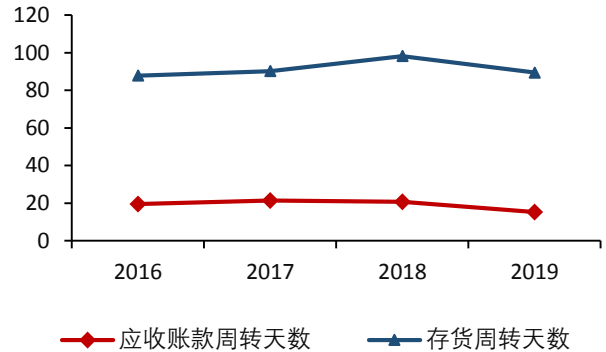
图 5：2017–2020Q3 公司期间费用率


数据来源：公司公告，东方证券研究所

现金流健康，周转率向好。2016-2019 年，公司经营性现金流净额由 1.45 亿元上升至 3.38 亿元，经营性现金流净额与净利润的比值维持在较高水平，公司现金流运转健康；周转率方面，2019 年公司存货周转天数 89.46 天（较去年下降 8.76 天），应收账款周转天数 15.28 天（较去年下降 5.46 天），公司存货周转与应收账款周转改善明显，彰显公司在精细化管理方面具备较强的实力。

图 6：2017–2020Q3 公司经营活动现金流（亿元）及其与净利润比值


数据来源：公司公告，东方证券研究所

图 7：2017–2020Q3 公司应收账款周转天数与存货周转天数


数据来源：公司公告，东方证券研究所

二、成长确定性强，头部企业将加速成长

我们认为，从当下时点来看，药店行业未来几年的成长发展仍然有很高的确定性：

一方面，从产业趋势看，头部集中仍然是药店行业的主旋律，目前国内前 10 大药店的市场份额仅 22% 左右，仍然有很高的提升空间；

另一方面，随着医药分开/药品零加成等政策的推出执行、处方外流已经成为行业不可逆的趋势，处方外流为药店行业发展带来新的销售增量；

除此之外，随着近年来网上药店、药品集中采购等新政策的出现，药店行业尤其是头部企业，均在积极地探索新的商业模式，且实际情况来看，头部企业均快速适应了新出现的行业变革，这有利于行业的长期发展。

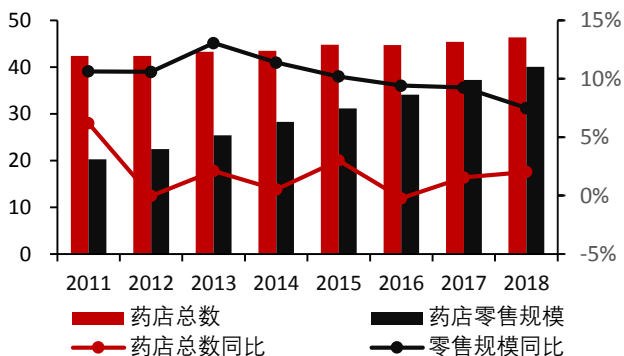
2.1 头部集中仍是零售药店行业的主旋律，空间依旧很大

从当下零售药店行业的发展趋势看，我们认为，当下我国药店行业，已经进入数量整体饱和，但集中度不断提升的阶段

2011-2018年，零售药店数量由42.38万家增长至46.32万家，CAGR为1.28%，数量的增加速度并不快，但零售规模由2030亿元增长至4002亿元，CAGR为10.18%，由此可见，当下零售药店行业增长来自同店内生增长。

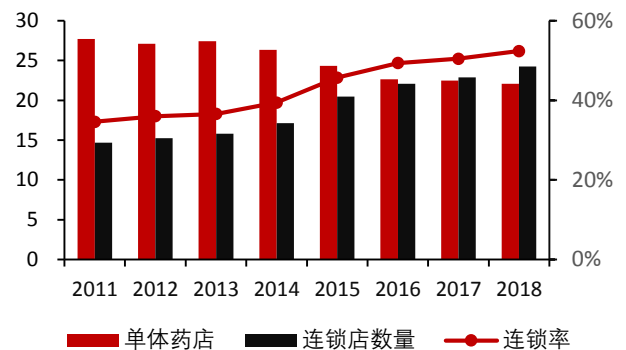
但从集中度的角度看，我国药店行业的连锁化率不断提高，2011-2018年，单体药店由25.26万家下降至22.06万家；连锁药店由13.58万家上升至24.26万家，连锁化率由34.95%上升至52.37%

图 8：2011-2018 年药店总数（万家）与零售药店规模（百亿元）及其同比增速



数据来源：中国药店，东方证券研究所

图 9：2011-2018 年单体药店、连锁药店数量（万家）及连锁率

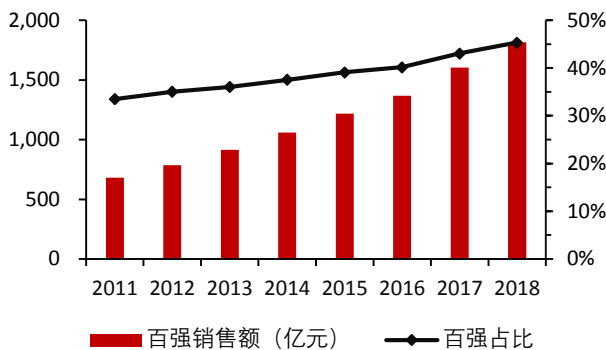


数据来源：中国药店，东方证券研究所

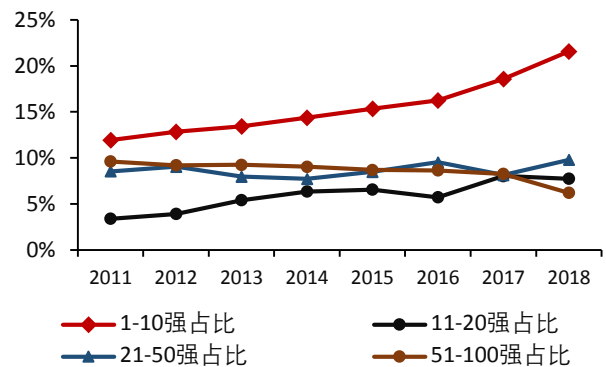
从百强药店的规模上，也可以看出集中度提高的趋势。2009-2018年，我国百强药店营收规模由529亿元增长至1814亿元，CAGR为14.67%，占零售药店销售比重由32.15%上升至45.33%，增长13.17个百分点，头部集中趋势明显。

我们进一步将百强药店拆开看，1-10强的销售占比明显上升，2010-2018年，由11.52%上升至21.58%，增长10.06个百分点，即百强药店占比增长份额大部分由前十强贡献，市场份额向前十强集中。

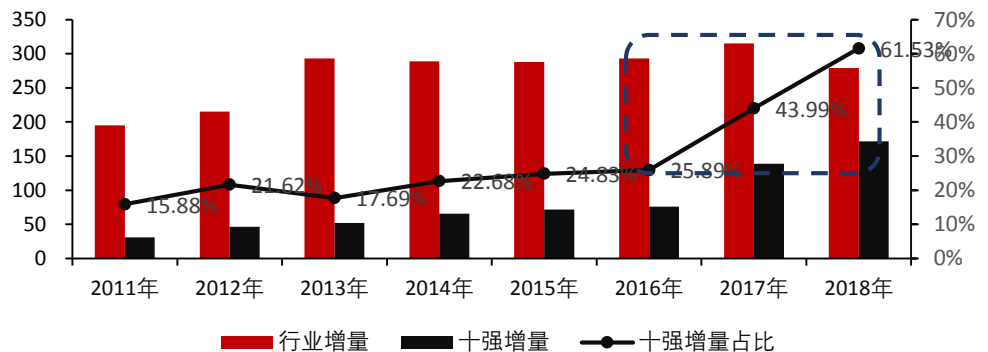
从集中度提高的具体节奏来看，2017 年开始出现明显拐点，增量大幅向前十家集中，2011-2016 年，前十家连锁药店行业每年新增的药店数量大约占行业总增加数量的 15%-25%左右，而 2017 年，前十家连锁药店增加的数量占行业总增加数量的比重为 43.99%，2018 年比重为 61.53%，这进一步确定了行业集中度的趋势。当然，我们认为出现这种趋势的原因与当下药店行业监察趋严、药师政策、药店的融资能力等因素密不可分，预计未来，单体/小连锁药店的经营压力将进一步加大，行业集中度提高的趋势仍将维持。

图 10：2011-2018 年中国百强药店销售规模


数据来源：中国药店，东方证券研究所

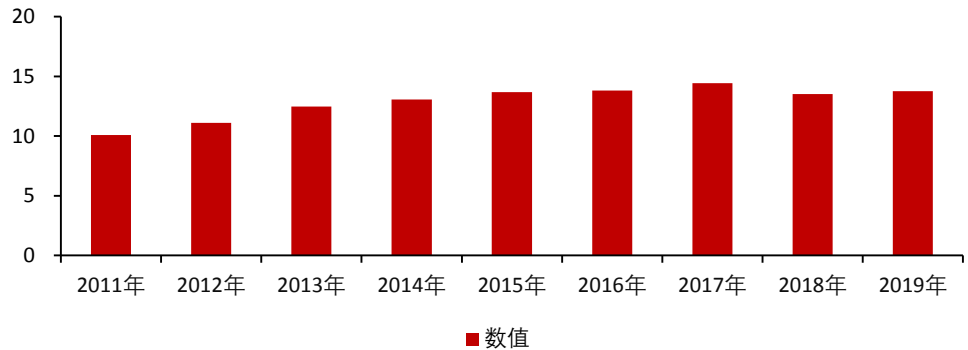
图 11：2011-2018 年 前十强占比稳步提高


数据来源：中国药店，东方证券研究所

图 12：2011-2018 年零售药店前十家新增门店数量占行业门店数量总增量的比重提高明显


数据来源：中国药店，东方证券研究所

从新店盈利周期上看，也再次反映集中度提升的趋势。2011-2019 年，我国零售药店新店的盈利周期从 10.08 个月上升至 13.77 个月，究其原因主要因为零售药店进入了存量竞争阶段，行业的高增长与空白市场逐渐消失所致，在此情形下头部企业凭借资本力量与规模效应经营整合优势逐步扩大。2019 年下半年集采政策的影响逐步出现，从全行业角度看，新店盈利周期从 2018 年的 13.52 个月上升至 13.77 个月，随着集采扩面、第二批集采的实施，2020 年新店盈利周期将进一步上升，小连锁与单体药店的经营状况难以出现明显好转，头部集中趋势仍在进行中。

图 13：新开药店盈利周期不断上升（月）


数据来源：中国药店，东方证券研究所

2.2 处方外流逐步兑现，行业增量流入确定性高

事实上，随着药品零加成在全国各地的实施，院内药房已逐渐成为医院的成本端，医院本身就有处方外流的动力，且从政策上看，国家也对处方外流持明显的支持态度，2012年，国务院首次提出破除“医药补医”，推进医药分开；2015年国务院要求扩大城市公立医院综合改革试点并规定了药占比30%的考核红线；2016年发改委发文明确禁止医疗机构限制处方外流；2017年国务院重申患者可自主选择在医院门诊药房或凭处方到零售药店购药，并提出医院处方信息共享。

由此可见，处方外流已经成为药品行业内不可逆的长期趋势，而带量采购又驱动慢病处方流出。因此，及早地布局为承接外流做准备，将成为零售药店未来制胜的关键点。

表 3：处方外流政策梳理

时间	发布机构	文件	要点
2012.03	国务院	《“十二五”期间深化医药卫生体制改革规划暨实施方案的通知》	以破除“以药补医”机制为关键环节，推进医药分开，逐步取消药品加成政策，将公立医院补偿改为服务收费和财政补助两个渠道。
2015.05	国务院	《关于城市公立医院综合改革试点的指导意见》	扩大城市公立医院综合改革试点，力争到2017年试点城市公立医院药占比（不含中药饮片）总体降到30%左右。
2016.07	发改委	《关于促进医药产业健康发展的指导意见重点工作部门分工方案》	充分利用省级药品集中采购平台信息资源，构建全国药品信息平台，建立信息共享和反馈追溯机制，并禁止医疗机构限制处方外流。
2017.05	国务院	《印发深化医药卫生体制改革2017年重点工作任务的通知》	试行零售药店分类分级管理，鼓励连锁药店发展，探索医疗机构处方信息、医保结算信息与药品零售消费信息互联互通、实时共享。

2018.04	国务院	《关于促进“互联网+医疗健康”发展的意见》	明确支持“互联网+医疗健康”发展，允许在线开具的处方由第三方机构承担配送工作，处方信息与药品零售消费信息互联互通、实时共享。
---------	-----	-----------------------	--

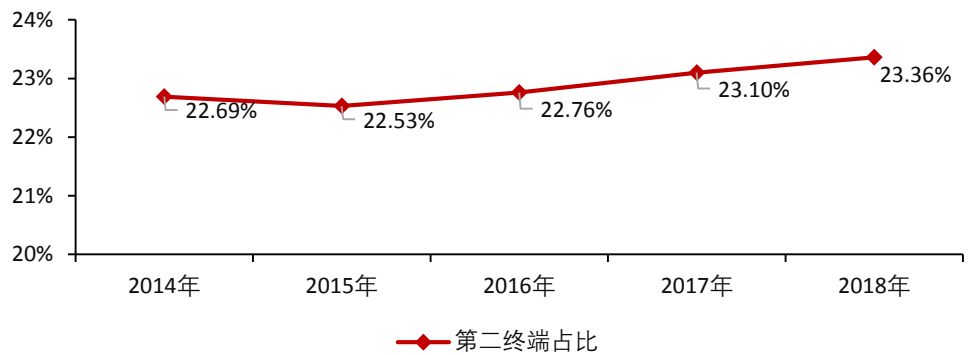
数据来源：公开资料，东方证券研究所

从结果上来看，我们发现也是如此，近年来百强药店处方药销售规模上升明显。根据《中国药店》显示，2018年我国百强药店处方药营收占比为39.02%，同比增长了0.95个百分点，自2011年以来增长了7.01个百分点；

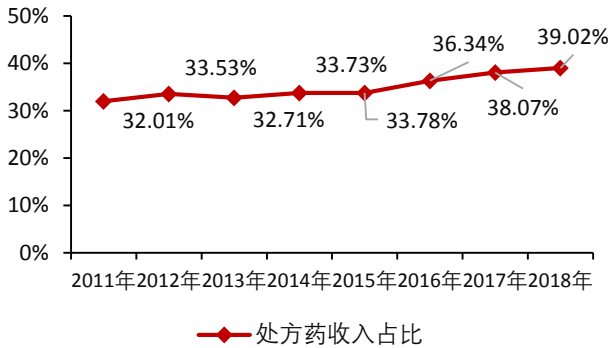
宏观口径也再次从侧面印证，药店行业处方药的占比正在提高。根据《中国药店》显示，自2015年国务院颁布《关于城市公立医院综合改革试点的指导意见》以来，我国药品消费第二终端占比逐年提高，2015-2018年，占比由22.53%上升至23.36%，这也从侧面佐证了处方外流对零售药店行业的正面影响。

利润端方面，2018年处方药利润占比为27.03%，与2011年基本持平，利润端提升不高主要是处方药毛利率相对其他品类较低所致，虽然当下处方外流在利润端对药店企业的贡献并不明显，但处方的趋势，以及为药店企业带来的引流效应，均有望使药店企业长期受益。

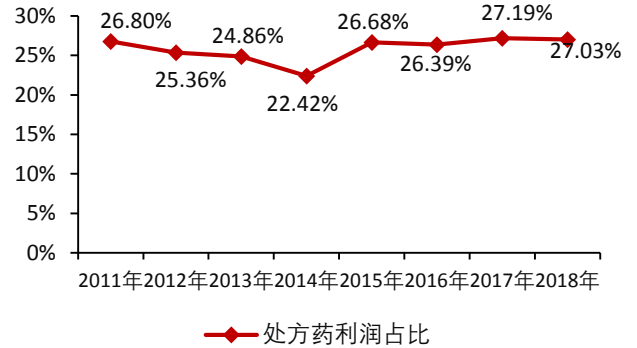
图 14：2014-2018 年我国药品第二终端占比逐步提高



数据来源：中国药店，东方证券研究所

图 15：2011–2018 年百强药店处方药营收占比


数据来源：中国药店，东方证券研究所

图 16：2011–2018 年百强药店处方药利润占比


数据来源：中国药店，东方证券研究所

从影响上来看，我们认为处方外流对药店行业的影响深远，未来处方外流规模超千亿，零售市场有望长期受益。2018 年我国三大终端药品销售额为 1.71 万亿元，同比增长 6.3%，公立医院终端市场份额最大，市场规模达 1.15 万亿元，占比 67.4%，较上年下降 0.6pct；零售药店市场规模 0.39 万亿元，占比 22.9%，占比较上年提高 0.3pct。我们认为，未来处方外流是医药行业的大趋势，零售药店行业有望大幅受益，对此，我们进行以下敏感性分析。

核心假设：

- 1、考虑到 2017 年零售药店占比提高 0.1%，2018 年占比提高 0.3%，在医药分离大背景下，我们预计处方外流仍将会提速，预计乐观、中性、悲观的零售药店占比提高分别为 **2.5%、1.5%、0.5%**；
- 2、2018 年药品行业的增速为 6.3%，考虑到中国老龄化以及药品的可及性因素，预计未来药品行业的复合增速为 **6%**。

基于以上假设，我们预计我国 2030 年零售药店市场规模在中性假设下可达到 1.41 万亿，零售药店销售规模占比 40.9%，市场规模仍有很大的成长空间。

表 4：处方外流影响下，零售药店空间及零售药店占比测算（万亿）

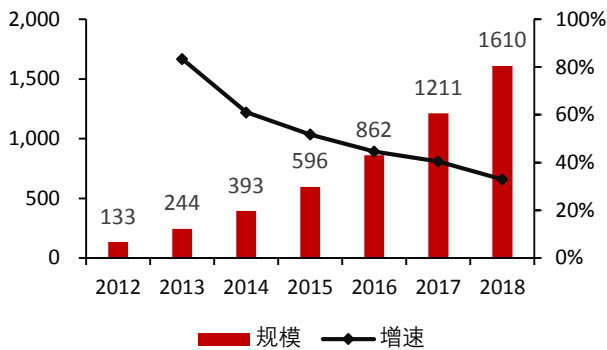
假设场景	零售药店占比提高	药品市场增速	2020E	2025E	2030E
乐观	2.5%	6%	0.53	1.04	1.82
零售药店占比			27.9%	38.4%	52.9%
中性	1.5%	6%	0.50	0.86	1.41
零售药店占比			25.90%	33.40%	40.90%
悲观	0.5%	6%	0.46	0.68	1.00
零售药店占比			23.90%	26.40%	28.90%

数据来源：公开资料，东方证券研究所测算

2.3 互联网药店+集采政策，促使药店行业积极探索新模式

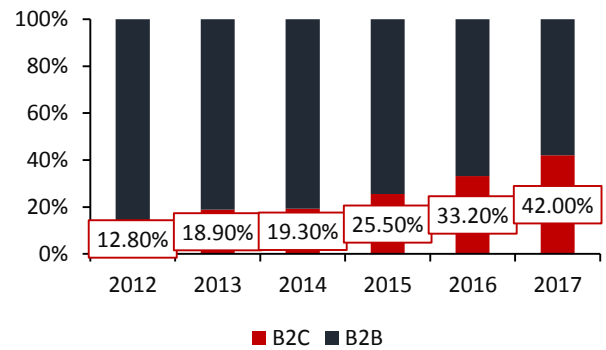
医药电商发展迅速，B2C 占比迅速提高。受益于我国互联网的便利性以及近年来政策对医药电商的逐步松绑，我国医药电商行业发展迅速。根据前瞻产业研究院，2012-2018 年，我国医药电商规模自 133 亿元增长至 1610 亿元，CAGR 为 51.53%；其中，B2C 占比逐年提高，2012-2017 年由 12.80% 上升至 42.00%，预计 2017 年我国医药电商 B2C 规模约为 509 亿元。2020 年，由于疫情的影响，政策与需求两端对互联网医药电商的接受程度逐渐提高，预计未来互联网电商规模将保持快速增长。

图 17：2012-2018 年医药电商规模（亿元）



数据来源：前瞻产业研究院，东方证券研究所

图 18：2012-2017 年医药电商中 B2C 与 B2B 占比

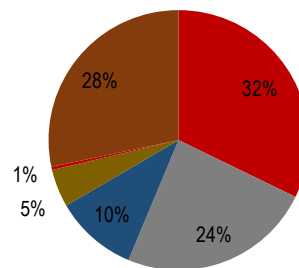


数据来源：前瞻产业研究院，东方证券研究所

但虽然我国近些年互联网药店销售规模快速增长，但我们发现 B2C 领域的销售品类与线下药房差别很大，根据艾媒网显示，我国医药 B2C 销售份额中占比前三的为西药类、医疗器械与其他，分别为 32%、24%、28%，其中“其他”类主要由保健食品与计生用品组成，且由于我国处方药互联网销售的限制以及医保打通网端等影响，西药类与中西成药类大多数为 OTC 产品，与线下药店的品类竞争存在相当大的差异。

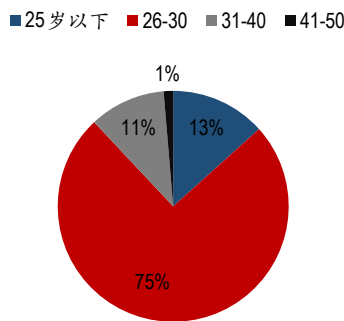
图 19：2019 年中国医药 B2C 销售份额

■ 西药类 ■ 医疗器械 ■ 中成药 ■ 中药材 ■ 试剂 ■ 其他

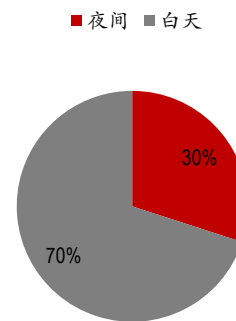


数据来源：艾媒网，东方证券研究所

在线上电商的大趋势下，药店行业也在积极探索该模式，如 O2O 等。我们认为，相较于 B2C 而言，O2O 在销售结构上与线下药店类似，但在**消费者年龄与消费时间上与线下药店又形成了良好的互补效应**。根据《中国药店》的调研显示，我国 O2O 消费者年龄层次主要集中在 26-30 岁，占比高达 75%，40 岁以上人群仅占比 1%，与线下零售药店客户的年龄结构存在巨大差异，在一定程度上，O2O 帮助线下药店实现了年轻人群的导流；从消费时间上来看，O2O 的夜间消费占比三成，实现了真正意义上的 24 小时营业，夜间消费部分为线下零售药店带来了边际增量。

图 20：O2O 模式下，互联网药店消费年龄结构


数据来源：中国药店，东方证券研究所

图 21：O2O 模式下，互联网药店消费时间结构


数据来源：中国药店，东方证券研究所

集采政策进一步深化。自 2018 年 12 月，11 个城市的带量采购政策首次落地后，集采政策一直在深化推进过程中，2019 年 9 月第一批带量采购品种扩面至 25 个省份，2019 年 12 月拟开启第二批带量采购，涉及 33 个品种，覆盖糖尿病、高血压、抗肿瘤和罕见病等治疗领域，长期来看，随着医保控费等因素的影响，集采仍会持续进行。

我们认为，带量采购政策对零售药店乃至整个医药行业的影响是持续并深远的，从表面上看，大幅度的药品降价将影响企业的销售规模与毛利规模，但另一个角度看，带量采购，也能够一定程度上推动处方外流，且行业变革之后，药店企业更迅速地适应了新的产业环境，尤其是头部企业，与产业链的上下游的关系也更为紧密，这使得单体药店是生存压力进一步加大，有利于行业的头部集中。

表 5：药品带量采购政策梳理

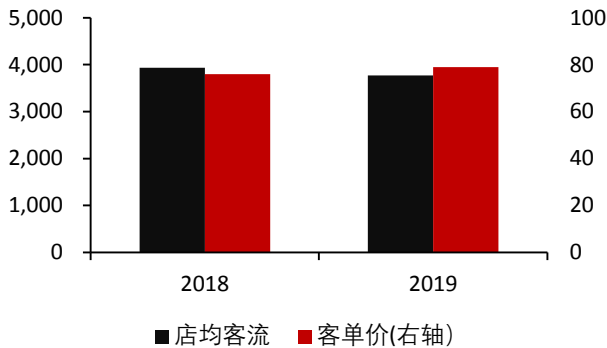
时间	发文单位	事件
2018.06	国务院	发布《医疗纠纷预防和处理条例（草案）》，开展国家药品集中采购试点，实现药价明显降低。
2018.11	联合采购办公室	发布《4+7 城市药品集中采购文件》，11 个城市的采购方案正式出台。
2018.12	联合采购办公室	4+7 城市药品集中采购拟中选结果公示，31 个品种 25 个中标，平均降幅达 52%，最高达 96%。
2019.04	各省市医保局	试点地区均进入执行阶段，部分非试点地区表达联动意向。
2019.09	国家医保局等	发布《关于国家组织药品集中采购和使用试点扩大区域范围的实施意见》，明确表示医保定点零售药店若参与此次采购，可允许其中选价格基础上适当加价，超出支付标准的部分由患

		者自付，支付标准以下部分由医保按规定报销。
2019.12	联合采购办公室	发布《全国药品集中采购文件》，本次集中采购选择了 33 个品种，覆盖糖尿病、高血压、抗肿瘤和罕见病等治疗领域，涉及 100 多家医药生产企业。

数据来源：公开资料，东方证券研究所

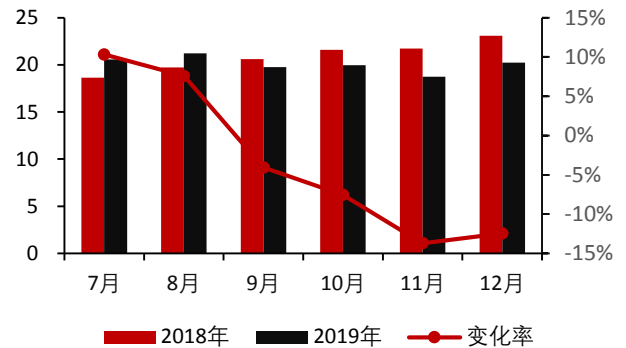
集采药品规模出现同比下滑。《中国药店》数据显示，根据瑞商网瑞海·药店大数据应用系统数据库，其涵盖 130 家企业，1,351 家门店，带量采购药品的销售规模出现了明显下滑，截止到 12 月份，销售额同比下降已达 13%，销售数量同比下降 10% 左右。除此之外，由于带量采购初期的价格倒挂，导致了零售药店客流向公立医院分流的现象，调查样本数据显示，2019 年店均客流同比下降 4.3%，客单价同比上升 4.7%，客单价的提升分别从客品数与品单价两方面作出贡献，因此，销售额店均同比基本持平。

图 22：2018-2019 年消费人数（人/年）与客单价变化



数据来源：中国药店，瑞商网，东方证券研究所

图 23：2019 年 9 月后集采药品规模（千万元）同比下滑



数据来源：中国药店，瑞商网，东方证券研究所

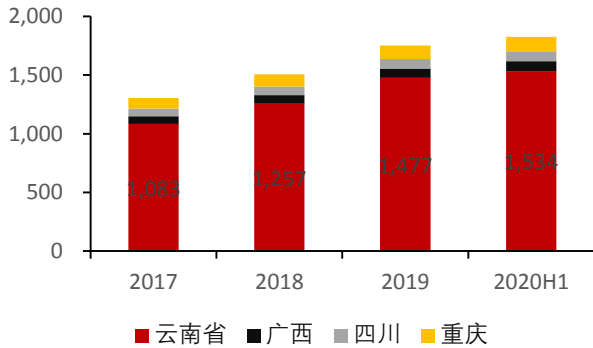
三、后来者居上，差异化经营构建竞争壁垒

3.1 走出云南大本营，西部地区市场空间广阔

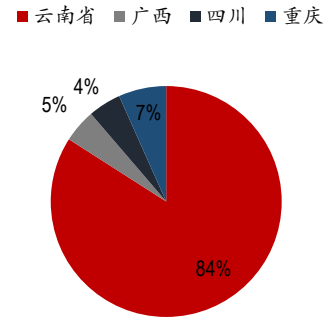
3.1.1 借资本之风，加快扩张步伐形成规模优势

上市前扩张较为缓和，大部分聚焦云南省内。2017-2020H1，门店数量由 1305 家上升至 1825 家，门店数量复合增长约在 15% 上下，截止 2020H1，公司云南地区门店数量达 1534 家（占比 84%）、重庆地区门店数量达 122 家（占比 7%）、广西地区门店数量达 85 家（占比 5%）、四川地区门店

数量达 84 家（占比 4%），公司大部分新建门店均集中在云南地区，主要由于公司在云南地区已经建立起较为深厚的品牌效应、竞争壁垒与物流设施建设，因此在此期间公司异地扩张规模相对较小，门店数量复合增长也较低，公司门店扩张策略相对稳健。

图 24：2017-2020H1 公司门店扩张情况


数据来源：公司公告，东方证券研究所

图 25：2020H1 门店地域分布情况


数据来源：公司公告，东方证券研究所

并购规模有所上升，双轮扩张之路就在脚下。近些年，公司门店并购规模明显有所增加，2019 年，公司斥资 1678 万元收购楚雄源生大药房（12 家门店）、斥资 3168 万元收购康源堂永仁大药房（22 家门店），两笔并购达千万级别，实现了并购规模数量级的上升，2020 年由于疫情的影响，公司对外扩张策略有所收缩。我们认为，公司在上市后，将充分利用资本进行外延扩张，在遇到协同效应较强的标的时，将主动出击，预计公司未来成长将实现内生与外延协同，双轮驱动之下扩张之路有望提速。

表 6：2018 年至今公司并购标的梳理

被收购方	收购标的	收购协议签署时间	收购金额（万元）
彭晶	广南县福安康大药房东街药房、广南县莲城福安堂大药房	2018.5.24	62.65
任鹏	文山市七任纳大药房开化北路店、文山市七任纳大药房盘龙苑店、文山市七任纳大药房文新店	2018.5.30	57.43
元江县绿叶医药有限责任公司	云南省玉溪市元江县红河街道兴元社区中天财富 4-5 号药房	2018.8.24	30.00
元江县福杰医药有限责任公司	云南省玉溪市元江县红河街道办凤凰社区文化路 97 号药房	2018.8.24	40.00
元江县福强医药有限责任公司	元江县澧江街道红旗路 12 号药店、云南省玉溪市元江县红河街道兴元社区文化路西延长线与联络线交叉口 113 号药店	2018.8.24	96.70
元江县福纪医药有限公司	云南省玉溪市元江县澧江街道办澧江路 72 号餐厅 3 号铺面药店	2018.8.24	40.00
詹涛、李金励	楚雄荣济堂商贸有限公司康芝源大药房	2018.10.11	20.90
詹涛、李金励	楚雄荣济堂商贸有限公司荣济堂药房五店	2018.10.29	15.60
马关县启仁堂健康药房	马关县启仁堂健康药房	2018.11.16	78.34

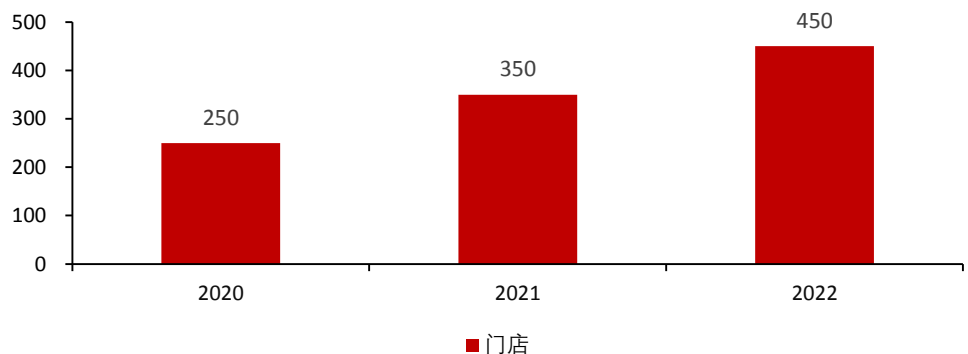
平洪彦、陈世云	文山市安心大药房马关松江花园店	2018.11.27	21.93
罗梦	马关梦想大药房资产及经营权益。	2019.1.3	36.56
楚雄荣济堂商贸有限公司	荣济堂药房总店、二店、六店、八店、十店。	2019.6.4	188.00
凤庆县一福堂大药房	凤庆县一福堂大药房一店、二店、三店、四店，依法享有财产所有权及持续经营权。	2019.6.27	165.00
鲁家海	楚雄源生大药房 100%股权，收购资产包括 12 家直营门店	2019.10.28	1678.00
凤庆凤溢药业有限公司	凤庆凤溢药业有限公司一店、二店、三店、四店、五店、六店、龙泉店、顺源店、幸福店、通河店。	2019.7.29	828.00
昆明东方药业有限公司	平远大药房、玉尔贝路大药房、育康大药房、健康大药房、玉金大药房、富州大道药房、迎宾药房、富州药房、新华药房、普者黑大街大药房。	2019.7.11	371.00
廖友元	阳光大药房、琵琶岛大药房、文新大药房、平远天丹大药房。	2019.7.11	165.00
蒋维芳	维芳药品行一店、二店、三店。	2019.9.9	160.00
刘汉富、王科福、李文	康源堂永仁 100%股权以及 22 家直营门店	2019.12.19	3168.00

数据来源：公司公告，东方证券研究所

扩张规划明显加速，借资本之风高增可期待。根据招股说明书，公司募集资金中有 7.67 亿元用于新开门店建设项目，项目总额达 10.04 亿元。根据项目规划，公司将在 2020-2022 年分别新开门店 250/350/450 家门店，我们预计公司开店总数量将超过上述新开门店规划。

总体看，我们认为健之佳上市后在对外扩张方面将有所提速，一方面由于在资金的支持下，自建与并购双轮驱动更加顺畅，另一方面，异地基础设施建设逐步落地后，公司异地扩张空间巨大，具备较大的可成长性，预计公司在未来三年内门店新开复合增长将提升至 20% 左右。

图 26：公司未来以募投资金进行门店扩张规划



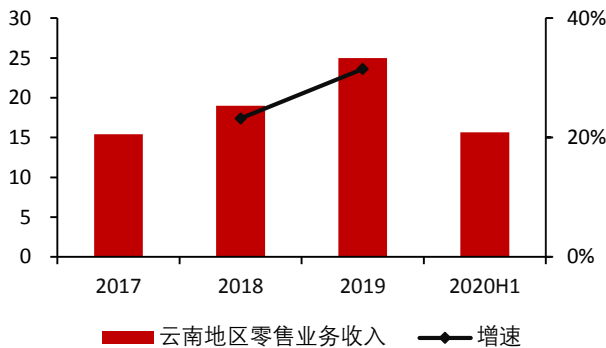
数据来源：招股说明书，东方证券研究所

3.1.2 市场空间广阔，深度布局西部地区

云南地区虽已达到寡头格局，但单体小门店数量仍旧众多。根据中国药店，云南省零售药店市场规模达到 118.20 亿元，2019 年省内共有 19280 家零售药店，店均服务人数 2508 人。从门店数量看，云南省连锁率仅为 44.09%，远低于全国平均水平 53.84%，根据我们的测算，2019 年一心堂、健之佳门店市占率分别为 19.81%、7.66%，即云南省有较多长尾的落后供给尚未出清，仍有集中度提升空间可供挖掘。

2017-2019 年，健之佳在云南地区零售药店营收规模由 15.41 亿元上升至 24.97 亿元，CAGR 达 27.29%，高于整体零售业务增长，门店数量由 1083 家上升至 1477 家。我们认为虽然从宏观数据上显示，云南省市占率相对集中，但是从公司近三年的经营情况看，仍旧在云南省内保持了门店数量与营收规模的稳定成长，此一方面由于云南省省内下沉市场仍有空白空间尚未释放，部分县域、乡镇地区仍可新开零售药店，另一方面确实存在较多的单体药店，其营收规模较小、竞争力较差，该部分药店将逐步退出市场，进一步腾挪出成长空间，在综合考量公司营收规模相对较小的前提下，我们认为公司在云南省内仍有进一步可成长空间。

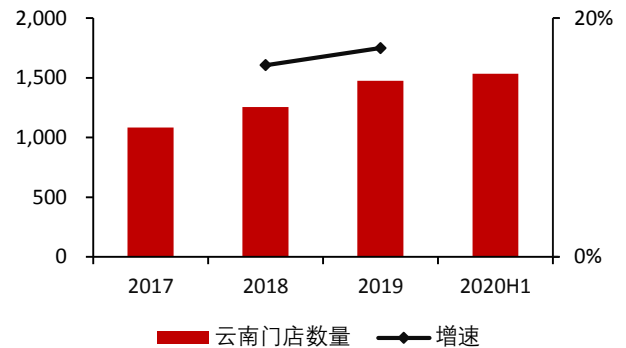
图 27：2017-2020Q3 云南地区营收规模（亿元）及增速



数据来源：公司公告，东方证券研究所

备注：根据公司所披露分地区营收拆分与分业务营收拆分，计算得出公司在云南地区零售药店业务营收规模

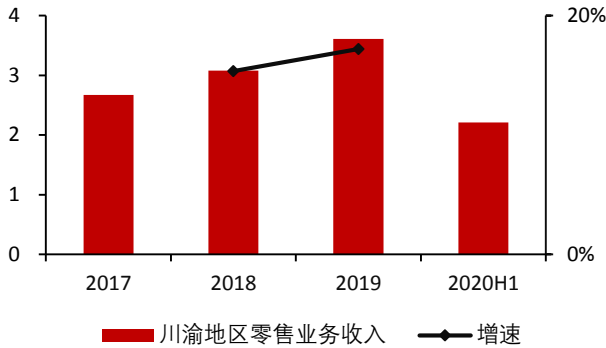
图 28：2017-2020H1 云南地区门店数量



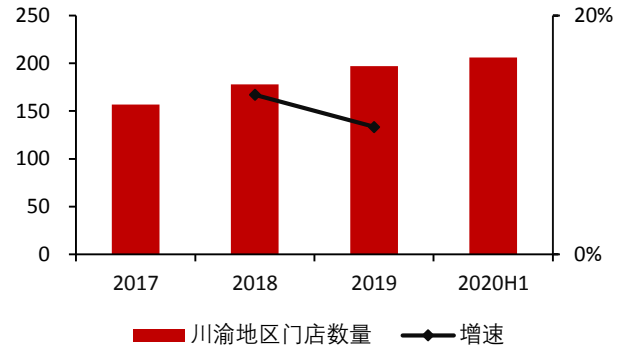
数据来源：公司公告，东方证券研究所

川渝地区虽竞争激烈，但市场空间巨大。根据中国药店，2019 年四川与重庆地区零售药店市场空间分别为 243.92 亿元与 112.96 亿元，重庆地区市场规模与云南接近，四川则是云南市场的两倍，市场空间广阔，虽然川渝地区由于当地医保政策相对较为宽松，因而单体药店与小连锁对客流粘性较强，导致当地竞争环境较差，但总体看仍瑕不掩瑜。

2017-2019 年，健之佳在四川地区零售药店营收规模由 2.67 亿元上升至 3.61 亿元，CAGR 达 16.28%，门店数量由 157 家上升至 197 家，其中重庆地区业务增长略快于四川地区。目前看，公司在川渝地区布局仍薄弱，门店数量与销售规模仍有待成长，但考虑到川渝地区对药品药材的高接受度以及当地的消费文化，公司在川渝地区的发展仍值得期待。

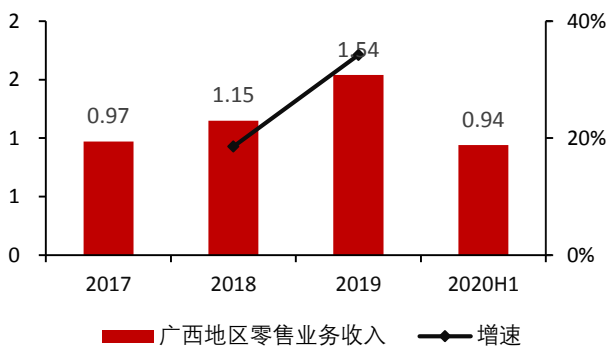
图 29：2017–2020Q3 川渝地区营收规模（亿元）及增速


数据来源：公司公告，东方证券研究所

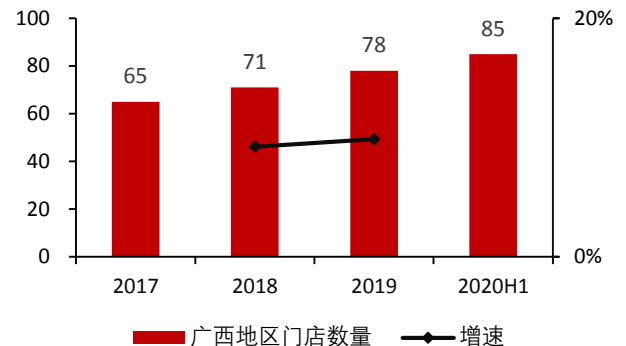
图 30：2017–2020H1 川渝地区门店数量


数据来源：公司公告，东方证券研究所

广西省药品消费习惯成熟。根据中国药店，2019 年广西省零售药店市场空间约 129 亿元，店均服务人口数达 2750 人/药店，药店密度高于全国平均水平，省内竞争相对激烈，共有柳药股份（桂中大药房）、广西一心，省外企业一心堂、大参林、老百姓等多个头部玩家均在广西省有所布局。2017–2019 年，健之佳在广西地区零售药店营收规模由 0.97 亿元上升至 1.54 亿元，CAGR 达 26.00%，门店数量由 65 家上升至 78 家，公司广西省市场营收规模增长为异地市场中最高，主要得益于广西省内优秀的药品药材消费文化。

图 31：2017–2020Q3 广西地区营收规模（亿元）及增速


数据来源：公司公告，东方证券研究所

图 32：2017–2020H1 广西地区门店数量


数据来源：公司公告，东方证券研究所

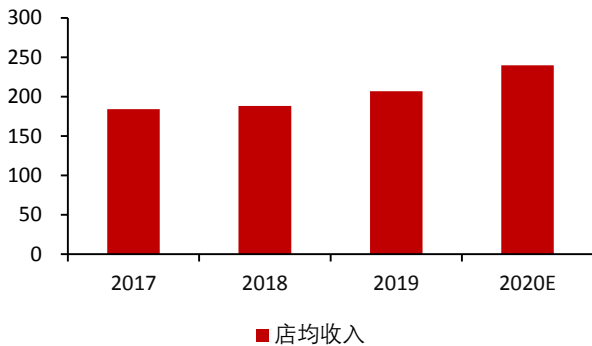
总体看，公司在云南省内已然建立起明显的品牌优势与规模优势，且由于差异化经营积累了一批稳定的客户群体，考虑到下沉市场仍有待发掘以及单体药店、中小连锁药店退出后所腾挪出的市场，我们认为公司仍可在省内保持稳定成长；公司在云南省外市场营收规模较小，主要由于在未上市前缺乏省外市场的开拓与基础设施建设，预计在上市以后短板将迅速补齐，异地试产的扩张有望加速，

更为重要的是，公司在省外规模小，未来异地零售业务扩张潜力极大，一旦扩张成功业绩增速不可限量。

3.1.3 小而美，公司精细化管理能力卓越

单店营收与净利润逐年上升，扩张加速背景下亏损比例仍保持平稳。2017-2020E，公司单店营收规模由 184.14 万元上升至 240.06 万元，单店净利润由 8.43 万元上升至 13.52 万元，其中 2020 年数据由 2020H1 数据线性预测得来，此外，2019 年公司亏损门店比例为 25.15%，较去年同期下降 6.22pcts。公司在门店快速上升时期，仍旧保持了单店营收规模、利润规模的稳步上升，且亏损门店比例有所下降，我们认为公司在门店经营整合能力上在行业内相当出色，老店内生增长优秀。

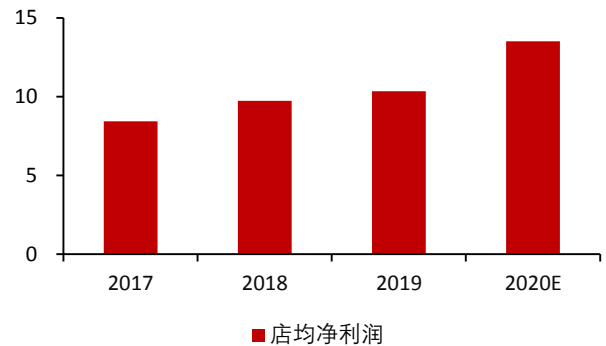
图 33：2017-2020E 店均营收规模（万元）



数据来源：公司公告，东方证券研究所

备注：2020 年数据根据 2020H1 数据线性预测得来

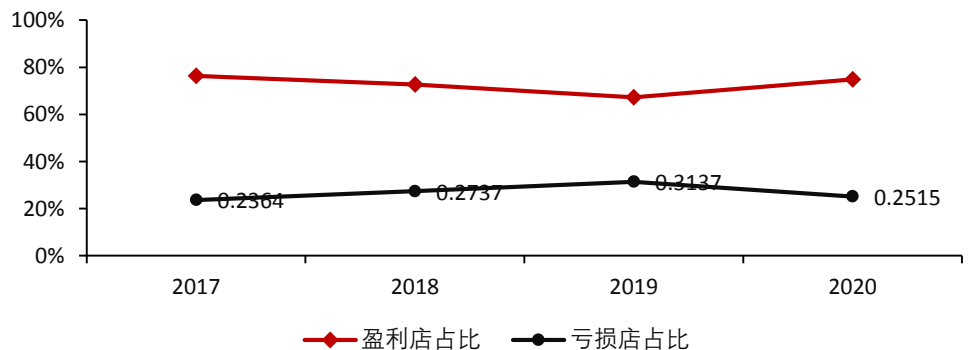
图 34：2017-2020E 店均净利润规模（万元）



数据来源：公司公告，东方证券研究所

备注：2020 年数据根据 2020H1 数据线性预测得来

图 35：2017-2020 公司盈利与亏损门店比例



数据来源：公司公告，东方证券研究所

盈利周期短，第二年实现年度盈利。公司亏损门店比例维持低水平，主要由于公司扭亏能力强，根据招股说明书，公司门店经营的第二年可实现年度盈利，据此测算，实现单店盈利在 12-18 个月

内。更为重要的是，公司次新门店与三年门店创利规模可观，2017-2018 年新开门店在第二年创利均数为 2.85 万元，在第三年创利 15.47 万元（2020 年度数据由上半年数据线性测算得来），利润增速超 540%。

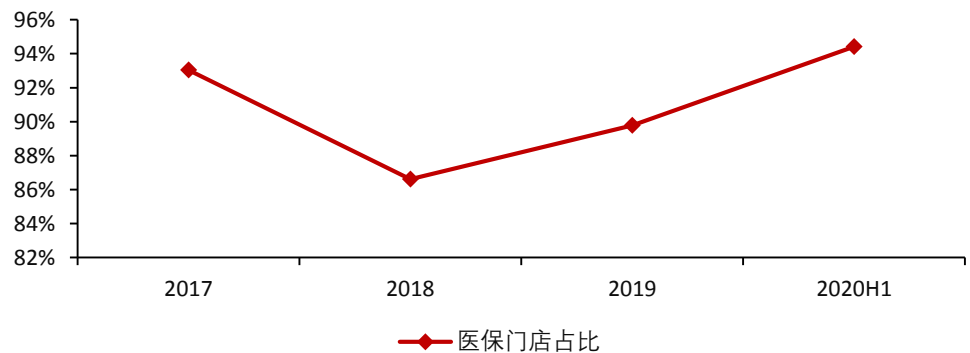
表 7：公司各时期门店均营业利润（万元）

	2017 年度	2018 年度	2019 年度	2020 年 1-6 月
2016 年及以前开店	28.99	35.43	41.91	21.29
2017 年开店	-4.59	4.23	17.75	11.84
2018 年开店	-	-6.3	1.46	6.59
2019 年开店	-	-	-6.6	3.13
2020 年 1-6 月开店	-	-	-	-6.85

数据来源：公司公告，东方证券研究所

公司医保资质优秀，医保门店占比高。2017-2019 年，公司医保门店占比始终保持在 86% 以上，2020H1，公司在云南省医保门店占比为 95.01%，广西省为 88.24%，四川省为 97.62%，重庆市为 90.16%，各地医保门店占比均具有领先优势，新建门店在当年或次年可顺利申请医保资质。医保资质是药店经营过程中十分重要的资源壁垒，也是零售药店有别于其他零售业态的关键之一，公司经营围绕医保资源，是管理能力优秀的重要体现之一。

图 36：2017-2020H1 公司医保门店占比



数据来源：公司公告，东方证券研究所

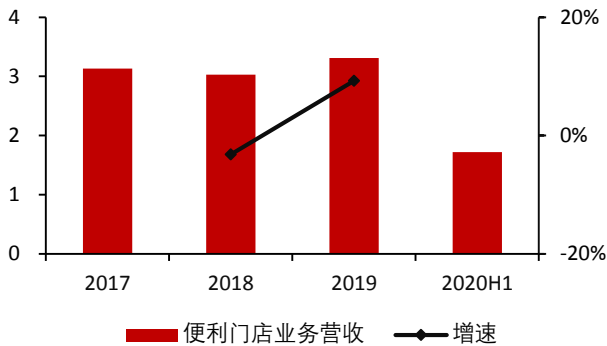
3.2 业务模式差异竞争，多元经营构建壁垒

3.2.1 便利店业务增强协同，未来成长值得期待

公司与其他零售药店最大的差异，在于对零售业务的深刻认知，不论是药店内部品类结构差异还是公司创立的之佳便利，都在品类的“高频与低频”的搭配之间做除了优化，以高频带动低频，以为客户提供便利性服务为宗旨，从而实现业务间的协同效应，目前经营的商品有食品饮料、烟酒、日用百货三大类、近 3,000 个单品，长期合作的供应商近 700 多家。截至 2020H1，公司拥有 211 家便利店(业务覆盖范围达省内 25 个以上的县市地区)其中超过 60% 门店坚持 24H 营业，加盟门店数目达 24 家。

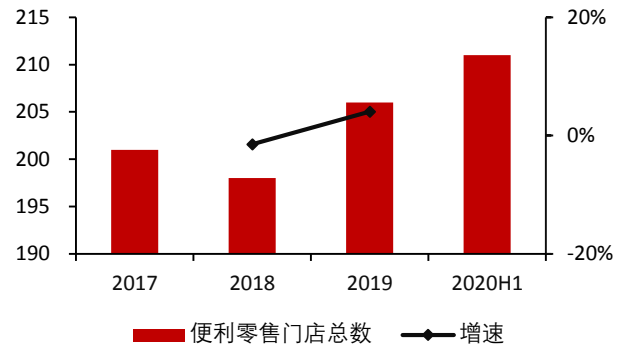
2017-2020H1，公司便利零售板块的营业收入分别为 3.13 亿元、3.03 亿元、3.31 亿元和 1.72 亿元，占公司营业的比重分别为 13.38%、10.97%、9.40%和 8.13%，营收占比在 10-15% 之间。根据在中国连锁经营协会（CCFA）发布的“2020 年中国便利店 TOP100”榜单中，按门店数量排名，之佳便利排在全国第 68 位。

图 37：2017-2020H1 公司便利门店业务营收（亿元）及增速



数据来源：公司公告，东方证券研究所

图 38：2017-2020H1 公司便利门店数量及增速



数据来源：公司公告，东方证券研究所

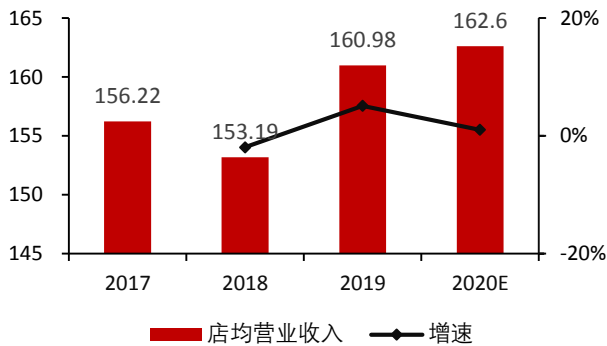
图 39：之佳便利在云内省内业务布局



数据来源：公司官网，东方证券研究所

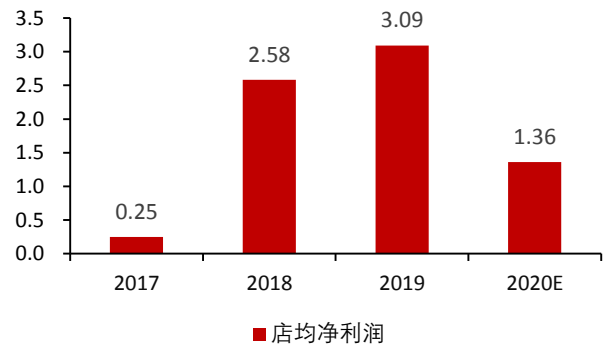
单店净利提升明显，模式正式跑通。2017-2019 年，公司便利门店业务单店营收由 156.22 万元上升至 160.98 万元，单店净利润由 0.25 万元上升至 3.09 万元，随着 2018 年公司做出的内部精细化管理，门店提效增速明显，也正式宣布便利门店业务的运营模式正式跑通。2020 年由于疫情影响，客流出现了较大的下滑，但公司上半年单店营收仍旧达到 81.30 万元，且门店数量仍有所上升，我们预计随着公司便利零售板块单店平均收入的增长，便利零售板块单店平均净利润也将逐年增长并实现整体盈利，总体而言，公司便利零售门店的经营和财务状况持续改善。

图 40：2017-2020E 公司便利店业务店均营业收入（万元）及同比增速



数据来源：公司公告，东方证券研究所

图 41：2017-2020E 公司便利店业务店均净利润（万元）及同比增速

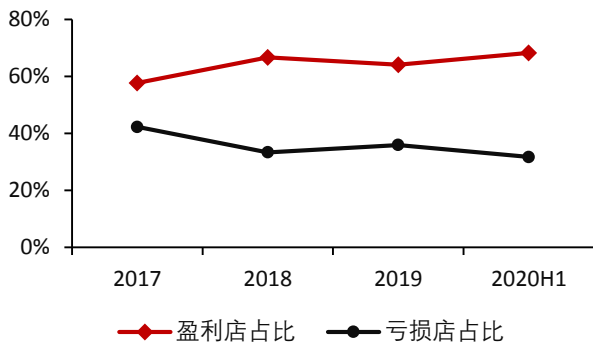


数据来源：公司公告，东方证券研究所

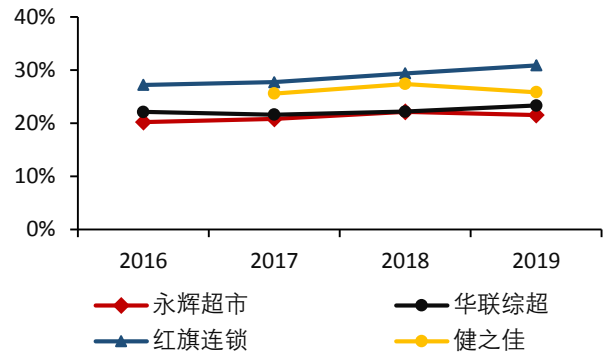
备注：2020E 根据 2020H1 数据线性测算得来

备注：2020E 根据 2020H1 数据线性测算得来

亏损门店比例逐年下降，毛利率在行业中处于领先水平。2016-2020H1，公司便利门店亏损比例由 42.29% 下降至 31.75%，内部精细化管理效果提升明显；从毛利率水平看，公司在业内也居于领先地位。我们认为公司便利门店从盈利能力角度已处于竞争中优势一方，但目前仍出现较大比例的门店亏损，主要由于单店营收规模较低所导致租金、人工以及后台的固定成本不能大规模摊薄。我们认为随着之佳便利在云南省品牌力与规模的进一步增强，公司单店营收规模将进入上升通道中，公司便利门店业务的长期发展值得期待。

图 42：2017-2020H1 公司便利门店盈利与亏损占比


数据来源：公司公告，东方证券研究所

图 43：2016-2019 年公司及其可比公司便利门店业务毛利率


数据来源：公司公告，东方证券研究所

总体看，公司便利门店业务经过 17-18 年的内部整合时期后，目前已经理顺了经营管理模式，进入到稳定成长时期，且随着我国消费习惯向便利化、可及化的转变以及之佳便利自身在云南省品牌力的加强，公司单店营收规模将有望持续增长，边际利润贡献将增厚，之佳便利作为云南省内最大的连锁便利门店，具备长期成长价值。除此之外，之佳便利部分门店与药店地理选址接近，品牌协同性强，能够有效地实现高频带动低频的销售连带作用，对公司零售药店业务的内生增长将会提供一定的助力。

3.2.2 率先布局“互联网+”，新零售试点成果斐然

公司主营业务实现多元化。从公司的业务结构出发，基本上可以分为线下与线上两大部分，线下端除了零售药店以外，公司还设立了中医馆、社区诊所以及体检中心等业态，其中中医馆会加大中药材经营品种，同时配备中医坐诊进行疾病诊断治疗，提供针灸、拔火罐等中医疗疗服务；社区诊所则主要提供接诊常见病、多发病的诊疗工作和疾病预防咨询等专业服务；线上端公司开展了 B2C 与 O2O 业务，其中 O2O 业务中创新的使用了“佳 e 购”设备，连接了线上与线下需求。

图 44：公司零售药店业务不同渠道间布局情况



数据来源：公司公告，东方证券研究所

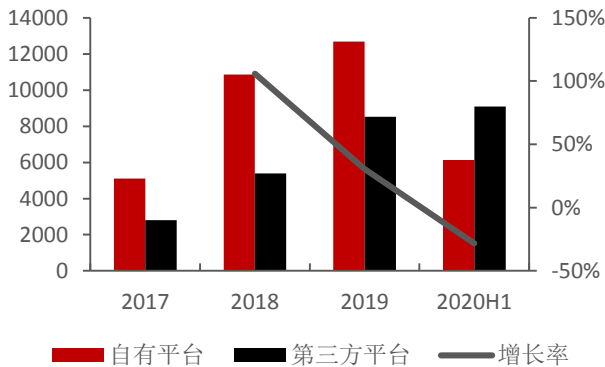
图 45：公司线下业务多元化经营（中医馆、社区诊所）



数据来源：公司公告，东方证券研究所

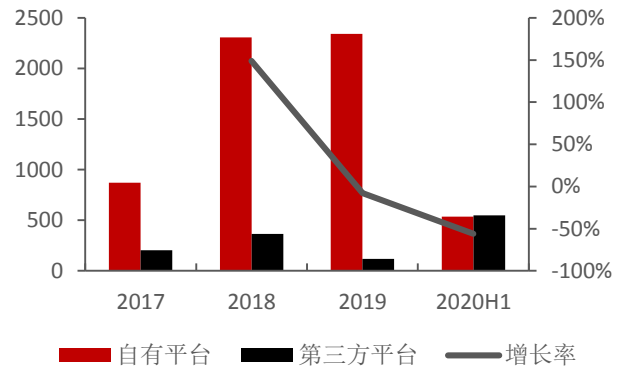
线上已规模化，第三方平台营收快速成长。2017-2019 年，公司线上业务营收规模由 0.79 亿元上升至 2.12 亿元，自由平台与第三方平台业务均保持了较快的增长，2020 年疫情影响下，第三方平台业务增长明显，并超过自有平台业务营收规模，截止 2020H1，公司自有平台业务营收规模达 0.61 亿元（占总营收规模 2.89%），第三方平台业务营收规模达 0.91 亿元（占总营收规模 4.31%），公司线上业务营收占比为 7.2%，在云南地区相对来说线上业务发展已经属于领先地位。从利润角度看，第三方 O2O 业务由于需要给平台方 8-12% 的抽成且客单价相对较低，因而盈利能力相对较差，因此在早些年布置的自有平台以及“佳 e 购”为公司赢得了线上的先机，也形成了战略上的防御。

图 46：2017-2020H1 公司线上业务营收规模（万元）及增速



数据来源：公司公告，东方证券研究所

图 47：2017-2020H1 公司线上业务利润（万元）及增速



数据来源：公司公告，东方证券研究所

备注：利润=总收入-成本-总费用

盈利预测与投资建议

盈利预测

我们对公司 2020-2022 年盈利预测做如下假设：

- 1) 我国零售药店行业目前增长相对稳定，将长期处于头部集中的大趋势下，外加处方外流为零售药店行业带来了边际的增量，头部企业长期成长性有保障。公司作为西南地区零售药店领先企业，将继续保持快速的成长，预测 2020-2022 年，新增直营门店 250/400/500 家，4 年及 4 年以上门店店效分别为 2.35/2.35/2.40 百万元，则医药零售业务营业收入增速分别为 28.1%、19.2%、23.1%。
- 2) 公司 2020-2022 年毛利率分别 33.53%、34.60% 和 34.54%。2020 年由于疫情影响，毛利率较低的防疫类器械销售占比上升明显，因而拉低公司综合毛利率，预计 21 年将快速修复至常态毛利率，未来往后毛利率将保持稳定。
- 3) 公司 2020-2022 年销售费用率为 24.33%、25.11% 和 25.13%，管理费用率为 2.61%、2.86% 和 2.87%，2020 年由于疫情原因，销售与管理费用率下降较为明显，21 年恢复正常费用支出。
- 4) 由于疫情导致的减税降费，公司 2020 年所得税为 18%，2021-2022 年所得税为 24%

盈利预测核心假设

	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
医药零售					
销售收入（百万元）	2,156.3	2,801.2	3,589.1	4,276.7	5,263.1
增长率	18.4%	29.9%	28.1%	19.2%	23.1%
毛利率	38.2%	34.9%	33.0%	34.5%	34.5%
便利门店					
销售收入（百万元）	284.6	315.0	331.0	384.0	429.0
增长率	-1.8%	10.7%	5.1%	16.0%	11.7%
毛利率	23.1%	22.4%	23.0%	23.0%	23.0%
体检服务					
销售收入（百万元）	12.4	11.6	6.0	12.0	12.0
增长率	15.4%	-5.9%	-48.4%	100.0%	0.0%
毛利率	69.3%	67.4%	68.0%	70.0%	70.0%
网络平台					
销售收入（百万元）	152.9	199.1	318.6	446.0	579.8
增长率	107.4%	30.2%	60.0%	40.0%	30.0%
毛利率	22.1%	18.1%	19.0%	19.0%	19.0%
其他					
销售收入（百万元）	159.7	201.6	241.9	290.2	348.3
增长率	5.1%	26.2%	20.0%	20.0%	20.0%
毛利率	71.1%	73.9%	74.0%	74.0%	74.0%
合计	2,765.9	3,528.5	4,486.5	5,409.0	6,632.2

增长率	17.9%	27.6%	27.1%	20.6%	22.6%
综合毛利率	37.8%	35.1%	33.5%	34.6%	34.5%

资料来源：公司数据，东方证券研究所预测

投资建议

健之佳是西部地区零售药店领先企业，公司在云南地区市占率靠前，品类经营多元化，在川渝、广西、海南、贵州等地区均具备了较好的规模效应与品牌效应，未来有望保持快速增长，且公司的佳便利在省内商超领域也处于头部地位，通过低频带动高频，有望与药店产生协同效应。预测公司2020-2022年每股收益分别为4.37元、4.96元、5.97元，主要选取零售药店类公司作为可比公司，给予2021年估值27倍，对应目标价133.92元，首次给予买入评级

图 48：可比公司估值表

公司	代码	最新价格(元) 2021/3/29	每股收益(元)				市盈率			
			2019A	2020E	2021E	2022E	2019A	2020E	2021E	2022E
一心堂	002727	44.12	1.01	1.33	1.66	2.03	43.55	33.30	26.58	21.74
国药一致	000028	41.06	2.97	3.27	3.70	4.13	13.83	12.54	11.10	9.95
老百姓	603883	66.40	1.24	1.57	1.99	2.47	53.35	42.31	33.36	26.86
大参林	603233	81.51	1.07	1.64	2.11	2.68	76.40	49.64	38.61	30.39
柳药股份	603368	21.58	1.89	1.97	2.79	3.45	11.41	10.93	7.74	6.25
益丰药房	603939	85.75	0.98	1.34	1.75	2.24	87.21	63.89	48.87	38.21
	最大值						87.21	63.89	48.87	38.21
	最小值						11.41	10.93	7.74	6.25
	平均数						47.62	35.43	27.71	22.23
	调整后平均						46.78	34.45	27.41	22.24

数据来源：wind，东方证券研究所

风险提示

- 新冠肺炎带来公司经营的不确定性：全球范围内看，新冠疫情仍处于爆发期，虽然我国当下管控力度较强，疫情暂时趋于平稳，但仍存在一定的风险，若新冠疫情反复则会对消费者消费行为造成一定的影响，消费力度可能有所减弱。
- 新开、并购与加盟门店数量不及预期：公司目前的成长由内生与外延共同驱动，外延端主要靠新开门店、并购门店以及加盟门店，若公司新开、并购与加盟门店数量不及预期，则会造成业绩上的不确定性。
- 带量采购导致客流下滑的风险：目前我国带量采购已经进入第三批，若集采政策范围进一步扩大，导致院内处方药价格继续下降，或导致消费者回流到医院进行消费，对公司的客流量会有一定的影响。

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	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E	单位:百万元	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
货币资金	328	443	748	1,140	1,644	营业收入	2,766	3,529	4,487	5,409	6,632
应收票据、账款及款项融资	167	133	169	203	249	营业成本	1,721	2,288	2,982	3,537	4,341
预付账款	147	167	213	257	315	营业税金及附加	19	16	22	27	33
存货	528	609	794	941	1,156	营业费用	752	888	1,092	1,358	1,666
其他	29	47	56	64	74	管理费用及研发费用	80	106	117	155	191
流动资产合计	1,200	1,399	1,980	2,605	3,437	财务费用	9	11	(2)	(6)	(10)
长期股权投资	0	0	0	0	0	资产、信用减值损失	10	13	21	6	9
固定资产	349	368	369	329	260	公允价值变动收益	0	0	0	0	0
在建工程	1	0	44	31	25	投资净收益	0	0	1	1	1
无形资产	27	30	39	55	68	其他	3	15	10	10	10
其他	112	198	155	125	95	营业利润	179	221	265	341	412
非流动资产合计	489	596	607	540	448	营业外收入	3	4	21	5	5
资产总计	1,689	1,996	2,587	3,144	3,885	营业外支出	2	7	6	4	5
短期借款	50	20	20	20	20	利润总额	180	218	280	342	412
应付票据及应付账款	973	1,175	1,531	1,816	2,229	所得税	47	52	50	82	99
其他	160	168	179	192	206	净利润	133	166	229	260	313
流动负债合计	1,183	1,362	1,730	2,028	2,455	少数股东损益	(1)	(2)	(2)	(3)	(3)
长期借款	41	36	36	36	36	归属于母公司净利润	134	168	232	263	317
应付债券	0	0	0	0	0	每股收益(元)	2.52	3.17	4.37	4.96	5.97
其他	16	19	0	0	0						
非流动负债合计	58	55	36	36	36						
负债合计	1,241	1,418	1,766	2,064	2,491						
少数股东权益	(12)	(14)	(16)	(19)	(22)						
实收资本(或股本)	40	40	53	53	53						
资本公积	123	125	125	125	125						
留存收益	297	427	659	921	1,238						
其他	0	0	0	0	0						
股东权益合计	448	578	820	1,080	1,394						
负债和股东权益总计	1,689	1,996	2,587	3,144	3,885						

现金流量表					
单位:百万元	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
净利润	133	166	229	260	313
折旧摊销	32	131	149	175	198
财务费用	9	11	(2)	(6)	(10)
投资损失	(0)	(0)	(1)	(1)	(1)
营运资金变动	(36)	122	72	58	90
其它	55	(93)	7	6	9
经营活动现金流	193	338	454	492	600
资本支出	74	(492)	(162)	(97)	(96)
长期投资	0	0	0	0	0
其他	(178)	320	(2)	(10)	(10)
投资活动现金流	(104)	(172)	(164)	(106)	(106)
债权融资	(5)	(5)	0	0	0
股权融资	2	2	13	0	0
其他	(84)	(93)	2	6	10
筹资活动现金流	(87)	(97)	15	6	10
汇率变动影响	0	0	-0	-0	-0
现金净增加额	2	69	305	392	504

主要财务比率					
	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
成长能力					
营业收入	17.9%	27.6%	27.1%	20.6%	22.6%
营业利润	39.5%	23.8%	19.5%	29.0%	20.8%
归属于母公司净利润	41.0%	25.8%	37.7%	13.5%	20.5%
获利能力					
毛利率	37.8%	35.1%	33.5%	34.6%	34.5%
净利率	4.8%	4.8%	5.2%	4.9%	4.8%
ROE	32.9%	32.0%	32.4%	27.1%	25.2%
ROIC	26.8%	29.9%	28.3%	25.2%	23.5%
偿债能力					
资产负债率	73.5%	71.0%	68.3%	65.6%	64.1%
净负债率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
流动比率	1.01	1.03	1.14	1.28	1.40
速动比率	0.56	0.57	0.67	0.80	0.91
营运能力					
应收账款周转率	17.4	23.6	29.8	29.1	29.3
存货周转率	3.6	3.9	4.1	3.9	4.0
总资产周转率	1.7	1.9	2.0	1.9	1.9
每股指标(元)					
每股收益	2.52	3.17	4.37	4.96	5.97
每股经营现金流	4.86	8.49	8.56	9.29	11.32
每股净资产	8.67	11.16	15.78	20.73	26.71
估值比率					
市盈率	41.2	32.8	23.8	21.0	17.4
市净率	12.0	9.3	6.6	5.0	3.9
EV/EBITDA	23.3	14.1	12.5	10.0	8.5
EV/EBIT	27.3	22.0	19.5	15.3	12.7

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