

大批新店即将放量，业绩处于爆发前夜

核心观点：

- **公司的增长前景良好。**中国药品零售市场正处于行业集中度提升期，公司作为区域性连锁龙头，市占率仍有提升空间。虽然药品零售市场整体增速放缓，但受益于集中度提升，预计公司未来三年至少能保持20%的净利润增速。
- **公司有望迎来“戴维斯双击”。**公司相对估值在连锁药店上市公司中处于较低水平。公司上市成功不久，并且即将向大股东定增，资金充裕，正在发力扩张。公司扩张初期，新店和次新店会短暂拖累业绩，待新店逐步成熟后，公司业绩有望迎来快速增长期。我们认为公司估值偏低，且业绩即将快速增长，有望迎来“戴维斯双击”。
- **药品零售行业集中度提升，药店渠道地位增强。**随着药品零售行业监管趋严，行业规范标准进一步提升，连锁药店龙头竞争优势将更加明显，行业份额将继续向龙头集中。集中带量采购未中标的品种被迫转移到零售终端销售，药店零售渠道地位提升。
- **业绩受新店暂时拖累，处于爆发前夜。**因疫情影响，公司在2020年78%的新增门店均集中于下半年开业，2021上半年公司门店中新店、次新店占比高达31.37%。募投项目持续开设的新店和次新店处于培育期、亏损门店占比高，这导致公司利润增速暂时下滑。随着门店逐步成熟，新店业绩将快速放量，为公司后续业绩增长奠定基础。
- **公司积极开展线上业务，打造全渠道营销网络。**公司将“多元化的店型和业务结构”优势与线上线下全渠道服务融合，竞争优势逐渐形成。2021上半年公司线上渠道营业收入总计达3.55亿元，较上年同期增长122.44%，增速远高于门店线下销售增长率。此外，公司的便利店业务也已做到盈亏平衡。
- **行业估值的判断与评级说明：**我们预测2021-2023年归母净利润为3.10/4.01/5.21亿元，对应EPS为4.46/5.77/7.49元，对应PE为16/13/10倍。给予“推荐”评级。

主要财务指标

| | 2020 | 2021E | 2022E | 2023E |
|--------------|---------|---------|---------|---------|
| 营业收入(百万元) | 4466.36 | 5841.97 | 7669.11 | 9834.86 |
| 收入增长率% | 26.58% | 30.80% | 31.28% | 28.24% |
| 净利润(百万元) | 251.15 | 309.89 | 401.24 | 520.97 |
| 净利润增长率% | 49.39% | 23.39% | 29.48% | 29.84% |
| EPS(元) | 3.61 | 4.46 | 5.77 | 7.49 |
| PE | 30.76 | 16.33 | 12.61 | 9.72 |
| PB | 4.50 | 2.05 | 1.76 | 1.49 |
| EV/EBITDA(X) | 11.79 | 9.60 | 6.28 | 3.52 |
| ROIC | 13.87% | 11.00% | 12.10% | 13.41% |

资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

健之佳(605266.SH)

推荐 (首次评级)

合理估值区间 **86.94-94.50 元**

分析师

孟令伟

☎: 010-80927652

✉: menglingwei_yj@chinastock.com.cn

分析师登记编码: S0130520070001

刘晖

☎: 010-80927655

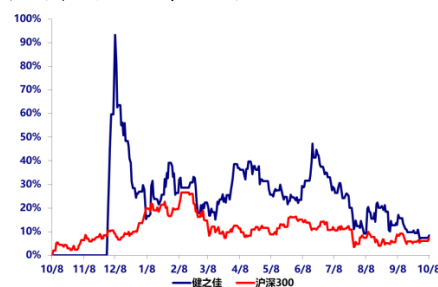
✉: liuhui_yj@chinastock.com.cn

分析师登记编码: S0130520080003

单季度业绩

| | 元/股 |
|---------|------|
| 2Q/2021 | 0.83 |
| 1Q/2021 | 1.22 |
| 4Q/2020 | 1.51 |
| 3Q/2020 | 1.51 |
| 市盈率 | 18.9 |
| 总市值(亿元) | 50 |

相对沪深300表现图



资料来源：中国银河证券研究院

相关研究

投资概要:

驱动因素、关键假设及主要预测:

我们看好公司未来的发展前景。首先,我们看好公司未来成长潜力。公司作为连锁药店区域龙头,有望持续受益于行业集中度提升。其次,公司正处于快速增长长期前夜。公司募资大力扩张门店,虽然业绩短暂被新店拖累,但随着新店成熟放量,公司门店扩张效果即将体现,业绩增速有望超预期提升。最后,我们看好公司有望迎来“戴维斯双击”。公司目前估值在上市连锁药店中偏低,随着公司业绩步入快速增长轨道,公司估值仍有提升空间。

假设公司今年可以完成开店目标,次新店由于营业时间延长平均收入倍增,其他财务比率基本不变。我们预测 2021-2023 年归母净利润为 3.10/4.01/5.21 亿元,对应 EPS 为 4.46/5.77/7.49 元。

估值与投资建议:

公司合理估值 PE (ttm) 应在 23-25X, 对应估值区间为 86.94-94.50 元/股。

给予“推荐”评级。

股价表现的催化剂:

若市场风格从中市值票向小市值的细分领域龙头转移,则公司有望更快迎来“戴维斯双击”。最近的限电限产导致市场风险偏好降低,市场风格极可能转向医药和消费这样的防御性板块。医药连锁零售受经济周期冲击较小,属于业绩稳定的防御性板块,有望吸引市场资金。

主要风险因素:

公司门店布局不及预期的风险,药品降价传导压力风险,市场竞争加剧的风险等。

目 录

| | |
|--------------------------------------|-----------|
| 一、公司估值偏低，有估值修复空间 | 3 |
| (一) 公司估值在上市连锁药店中偏低..... | 3 |
| (二) 公司处于业绩爆发前夜，有望迎来戴维斯双击..... | 3 |
| 二、连锁药店行业集中度提升，专业化服务各显神通 | 4 |
| (一) 我国零售药店处于行业集中度提升阶段..... | 4 |
| (二) 零售药店终端地位提升..... | 4 |
| (三) 连锁药店龙头竞争优势显著..... | 5 |
| (四) 提高非药品占比应是发展方向..... | 7 |
| (五) 大力发展 DTP 药房等特色药房..... | 8 |
| (六) 连锁药店龙头积极介入医药电商业务..... | 10 |
| (七) 选择估值合理的连锁药店龙头..... | 11 |
| 三、实控人拟定增增持，股权激励目标显信心 | 13 |
| (一) 公司上市不久，实控人仍处于禁售期内..... | 13 |
| (二) 公司即将定增，实控人拟全额认购..... | 13 |
| (三) 股权激励业绩目标彰显信心..... | 14 |
| 四、公司作为连锁药店二线龙头，业绩即将快速成长 | 15 |
| (一) 立足云南的二线药店龙头，处于快速扩张的起点..... | 15 |
| (二) 公司业绩处于扩张阵痛期，即将涅槃重生..... | 15 |
| (三) 持续强化西南地区门店渗透率..... | 16 |
| (四) 便利店业务已做到盈亏平衡..... | 17 |
| (五) 打造自有品牌，加强高毛利品种销售..... | 18 |
| (六) 各项费用率有所上升..... | 19 |
| 五、积极开展线上业务，打造全渠道营销能力 | 21 |
| (一) 公司线上业务发展迅速..... | 21 |
| (二) 上市募资助力提升全渠道服务能力..... | 22 |
| 六、连锁药店上市公司财务指标对比 | 23 |
| (一) 参考同行历史，药店上市后两年内大概率迎来快速增长期..... | 23 |
| (二) 公司盈利水平在上市药店中处于中下游..... | 23 |
| 七、投资建议 | 25 |
| 八、附录： | 26 |

一、公司估值偏低，有估值修复空间

(一) 公司估值在上市连锁药店中最低

公司估值在上市连锁药店中最低。目前 A 股上市的 6 家连锁药店分别是全国性龙头一心堂、大参林、益丰药房和老百姓，以及区域性连锁药店健之佳和漱玉平民，此外还有部分全国性的医药流通企业兼具批发和零售业务。截至 2021 年 10 月 11 日，健之佳估值 PE 为 19.29 倍，PS 为 1.07 倍，在上市的连锁药店中均为最低。

表 1: 连锁药店上市公司估值状况对比 (截至 10.11)

| 代码 | 公司 | P/E-ttm | P/S-ttm | P/B-mrq |
|-----------|------|---------|---------|---------|
| 002727.SZ | 一心堂 | 21.03 | 1.42 | 3.06 |
| 603233.SH | 大参林 | 32.50 | 2.30 | 7.05 |
| 603939.SH | 益丰药房 | 45.38 | 2.75 | 5.54 |
| 603883.SH | 老百姓 | 29.76 | 1.39 | 4.80 |
| 605266.SH | 健之佳 | 19.29 | 1.07 | 2.94 |
| 301017.SZ | 漱玉平民 | 36.63 | 1.75 | 4.47 |

资料来源: wind, 中国银河证券研究院

(二) 公司处于业绩爆发前夜，有望迎来戴维斯双击

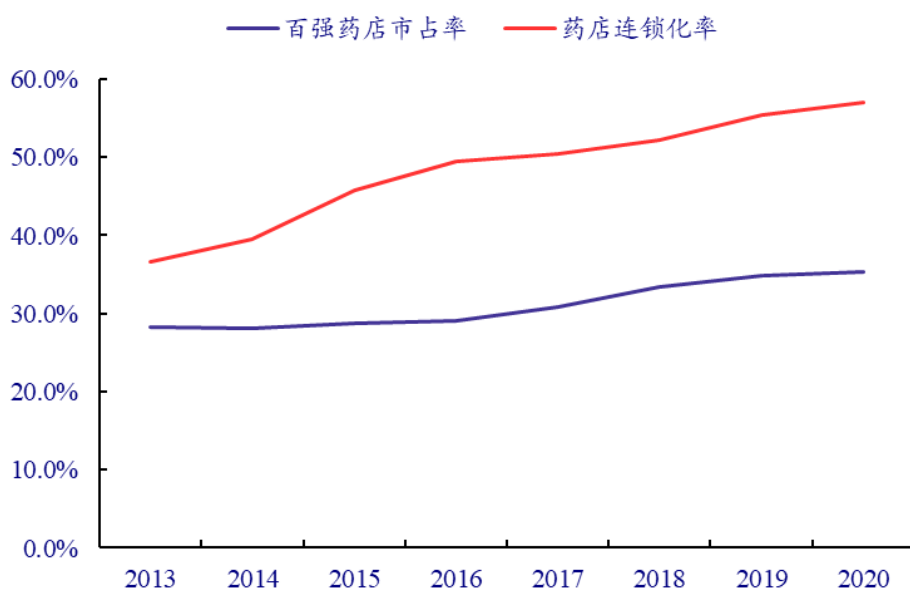
公司快速扩张成效可期，增速有望迅速提升。我们认为公司作为连锁药店区域龙头，有望持续受益于行业集中度的提升，增长将显著快于行业平均水平。公司上市募资不久，同时又即将向实控人定增，资金充足。公司募资后发力门店扩张，虽然扩张初期短暂的投入费用会影响利润，但是待新店成熟后，公司业绩即将迅速提升。并且公司积极开拓省外市场，市场空间巨大。公司当前估值较低，业绩提速后有望迎来“戴维斯双击”。公司现在估值和同处西南的一心堂相仿，新店发力后公司业绩增速应当高于一心堂，估值也应当显著超过一心堂，因此公司估值仍有修复空间。

二、连锁药店行业集中度提升，专业化服务各显神通

(一) 我国零售药店处于行业集中度提升阶段

连锁化是我国药店零售行业大趋势。我国药店连锁化率正处于持续提升阶段。近年来，随着新版 GSP、营改增、药店分级管理政策的推出，以及流通专项整治等措施的执行，单体药店压力进一步加大，纷纷关店或被收购，导致药店连锁化率持续提升，2020 年我国药店连锁化率已达到 57.0%。同时连锁药店行业呈现出明显的规模优势，我国药店行业集中度逐步提升，2020 年百强药店销售额占比提升至 35.3%。

图 1: 中国药店行业连锁化率和百强市占率



资料来源：商务部、药监局，中国银河证券研究院

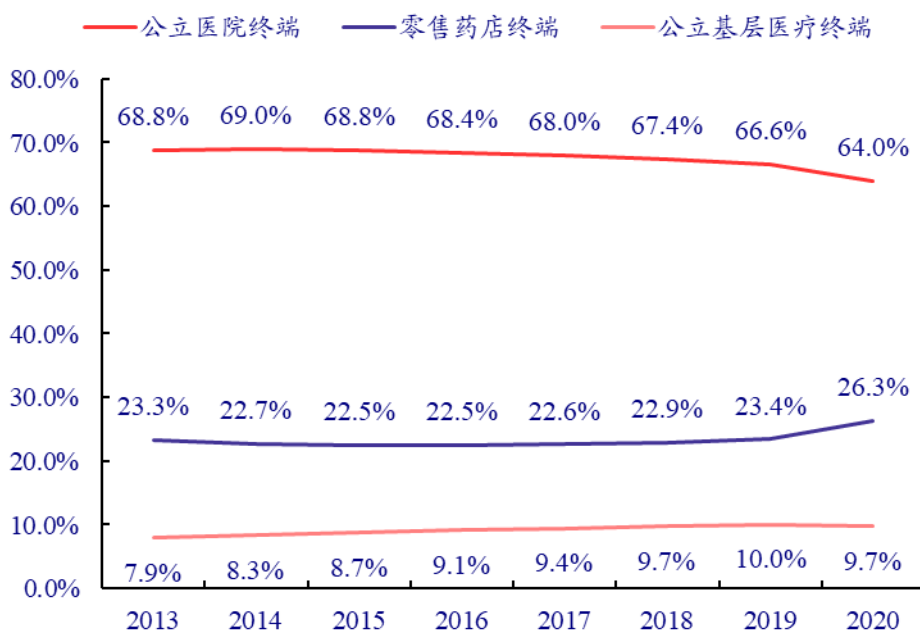
我国零售药店集中度仍有提升空间。我国连锁药店市场比较分散，据《中国药店》数据，2019 年我国前十大连锁药店销售额仅占零售市场总额的约 20%。相比美国药店四强 83% 的市占率和日本药店十强 73% 的市占率，我国零售药店市场集中度还有很大提升空间。我们认为，随着药品零售行业监管趋严，行业规范标准进一步提升，具有资金优势、管理优势、经营更加规范的大型连锁药店竞争优势将更加明显，药店连锁化趋势仍将延续，行业份额将继续向龙头集中。尽管医药零售行业整体增速放缓，但受益于集中度提升的连锁药店龙头仍可保持高成长性。

(二) 零售药店终端地位提升

药品医院终端销售受医改政策压制，零售药店渠道地位提升。从短期看，招标降价等医保控费措施导致原本在医院终端销售的药品面临很大的降价或弃标压力，尤其是在集中带量采购中未中标的品种，将被迫转移到零售终端销售。实际操作中，为防止和医院不同价导致客户流失，零售药店对相关药品一般直接对标医院端中标价。从长期看，“医药分离”是医改

大方向，药品零加成、药占比等限制措施将促进处方药从医院向药店流出，处方外流将为药品零售市场带来可观增量。我们认为，零售药店作为药品医院终端销售的替代，未来有望成为药品销售的主力渠道。

图 2: 三大终端药品销售额占比

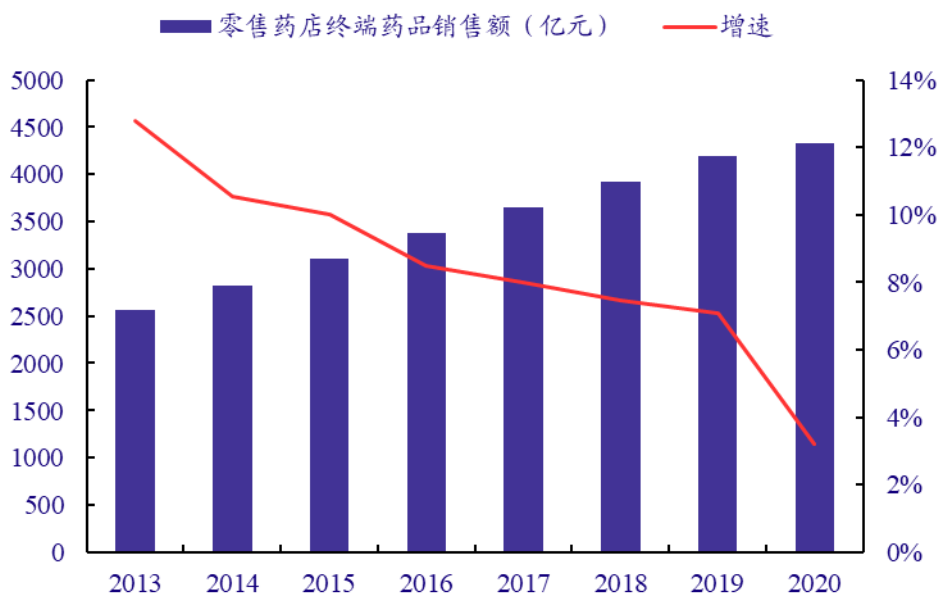


资料来源：米内网，中国银河证券研究院

(三) 连锁药店龙头竞争优势显著

连锁药店龙头在行业竞争中极具优势。连锁经营的实质就是将现代化大生产的基本原理运用于商业流通领域，达到提高协调运作能力和规模效益的目的，在资源配置、费用分摊、经验推广、物流协同等方面具有较强优势。在行业监管政策趋严的大背景下，大型连锁药店具有更强的竞争优势。受益于行业集中度提升，连锁药店龙头快速扩张，营收增速远高于行业整体水平。据米内网数据，全国医药零售药店终端销售规模 2018-2020 年复合增速约 5.11%，远低于连锁药店上市公司同期收入复合增速。

产业资本并购热潮消退，连锁龙头不惧新进搅局者。2014 年后，连锁药店迎来一波并购高潮，主要参与者除了益丰药房、老百姓、一心堂、大参林这样的传统连锁药店龙头外，还有新进药店领域的产业资本。高瓴资本旗下的高济医疗，携上百亿资金闯入药品零售领域大举并购，仅用两年便排名连锁药店规模第一。行业外产业资本的大举进入，拉高了并购溢价，成就了最后一波并购高潮。但是，产业资本大举并购也出现了消化不良的问题，并且没有进行品牌整合的快速扩张也效果不佳。此后，由于并购扩张性价比减弱，连锁药店扩张逐步转为自建为主。长期深耕的连锁药店龙头在自建门店方面更具有经验，产业外资本贸然进入难以与之竞争。部分跨界进入连锁药店行业的产业资本甚至已有退出迹象。例如之前基石资本将其并购投资连锁药店的平台全亿健康出售给 KKR，说明连锁药店并不是仅靠投入重金就能持续深耕的赛道。

图 3: 零售药店药品销售额 (亿元) 及增速


资料来源: 米内网, 中国银河证券研究院

表 2: 部分政策对零售药店行业影响

| 政策 | 影响 | 结果 |
|-----------|--|------------|
| 药品零加成、药占比 | “医药分离” 医改措施打击医院售药积极性, 促进处方外流。 | 药品零售行业迎来增量 |
| 集中带量采购 | 药品降价, 医院端未中标品种转移到零售渠道。 | |
| 新版 GSP | 经营标准提高, 大型连锁药店更容易满足标准。 | 集中度和连锁化率提升 |
| 营改增 | 整体增加税负, 尤其是对于开票不规范的小型单体药店。大型连锁药店对于成本增加有更强的抗逆性。 | |
| 药店分级管理 | 级别越高的药店, 经营范围越大。大型连锁药店更能满足高级别要求。 | |
| 流通行业专项整治 | 大型连锁药店相对而言经营更加规范。 | |
| 打击骗保 | 大型连锁药店相对而言经营更加规范, 部分不规范的小型药店受冲击更大。 | |
| 打击执业药师挂证 | 实力雄厚的大型连锁更容易克服药师缺口, 对执业药师缺乏吸引力的小型连锁发展容易受到执业药师数量制约。 | 增厚行业利润 |
| 减税降费 | 很多零售药店作为小规模纳税人, 在本次减税措施中受益更为明显。 | |

资料来源: 中国银河证券研究院

目前全国性药店龙头发展战略有以下特点: (1) 区域聚焦, 扎根本地或在某些重点战略地区集中开店, 打造具有规模优势和竞争壁垒的优势地区; (2) 自建和收购并举, 当收购溢价过高时采取自建方式扩张, 新进入地区更多通过收购起步; (3) 打造自产品牌, 提高产品毛利率; (4) 积极布局 DTP 药房等增值服务模式, 实现经营转型。当前在 A 股已上市的连锁药店企业分别是全国性连锁龙头的一心堂、大参林、益丰药房、老百姓和区域性连锁的健之佳、漱玉平民, 此外还有部分医药批发上市公司兼具少量零售业务。

表 3: 连锁药店上市公司经营状况对比

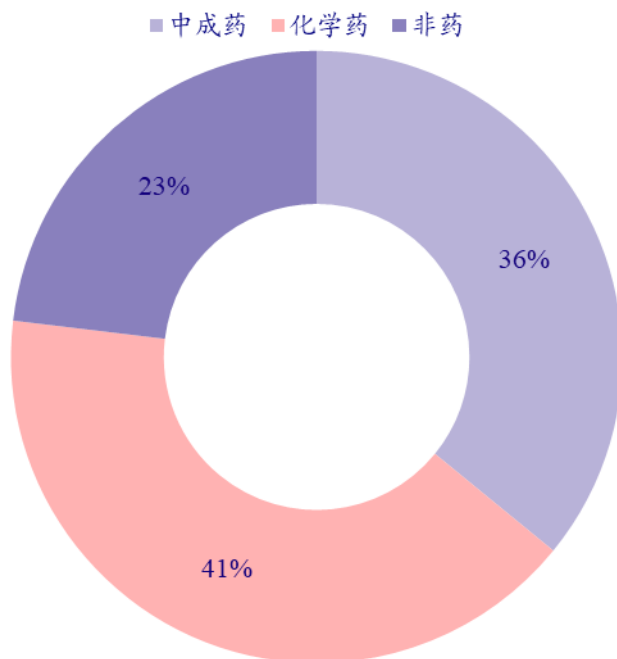
| 公司 | 集中布局区域 | 2018-2020 两年收入复合增速 | 2021H1 直营药店数 |
|------|----------|--------------------|--------------|
| 一心堂 | 西南、华南、山西 | 17.44% | 8053 |
| 大参林 | 华南、华东、河南 | 28.30% | 6426 |
| 益丰药房 | 中南、华东、河北 | 37.89% | 6089 |
| 老百姓 | 较为分散 | 21.44% | 5682 |
| 健之佳 | 云南 | 27.06% | 2157 |
| 漱玉平民 | 山东 | 26.75% | 2149 |

资料来源: 公司财报, wind, 中国银河证券研究院

(四) 提高非药品占比应是发展方向

我国药店销售非药品占比过低。药店经营的非药品一般包括保健品、药材、器械、食品、日用品、化妆品等。根据中康 CMH 数据, 2019 年我国零售药店销售非药品占比仅为 23%, 近年来非药品占比甚至缓慢下降。反观发达国家, 其药店销售非药品占比较高, 例如日本药店销售非药品占比接近七成。对比发达国家经验, 我国药店销售非药品占比仍有很大提升空间。

图 4: 2019 年中国药店销售各品类占比



资料来源: 中康 CMH, 中国银河证券研究院

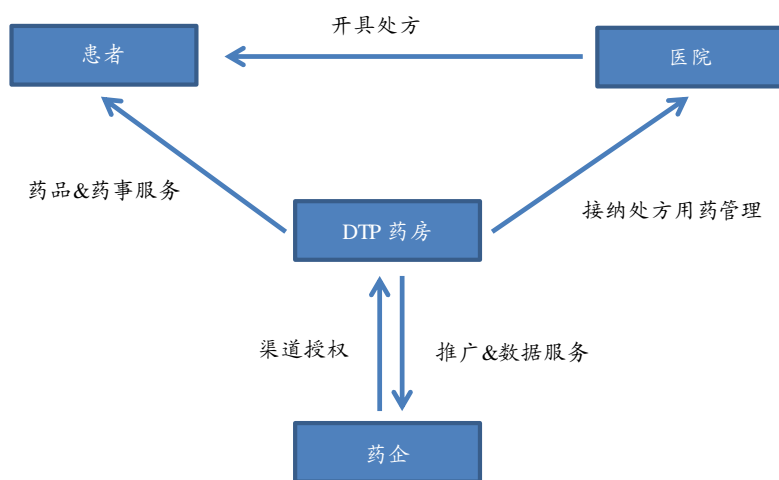
零售药店转型非药品可缓解医保压力。根据国家医保局统计数据, 2018 年医保个人账户药店支出 1645 亿元, 占全部职工医保总费用的 13.55%; 2020 年医保个人账户药店支出 2017 亿元, 占全部职工医保总费用的 15.54%。近两年医保支出药店终端占比略有提升, 反映了处

方外流的影响，但随着国家对个人医保账户管控升级以及带量采购品种中标价的传导效应，药店医保支出增速或承受更大压力。为了应对医保控费压力，药店可转型销售更多和医保无关的非药品，降低营业收入对医保的依赖性。

（五）大力发展 DTP 药房等特色药房

DTP 药房是紧密连接药企和消费者的专业化门店。DTP 药店与普通药店有三点主要的经营差异。其一，DTP 药房凭借其专业优势，经营品种主要以抗肿瘤、丙肝、自身免疫系统疾病方面的新特药为主，专注领域集中。其二，不同于普通药店的分销模式，DTP 药房不经过经销商，而是从制药企业直接获得授权，作为药品经销代理销售药物。制药企业的销售链条更为精简，直接面向患者，从而获得稳定客源。其三，DTP 药店和普通药店的经营理念也有所差异，DTP 药房不是简单的销售渠道，而是扮演了连接枢纽的作用，包括满足药企创新药推广与数据回收需求，承接医院处方流出及用药管理需求，同时还需要提供患者全程药事管理专业服务。在普通药房的基础上，实现了高价值服务。

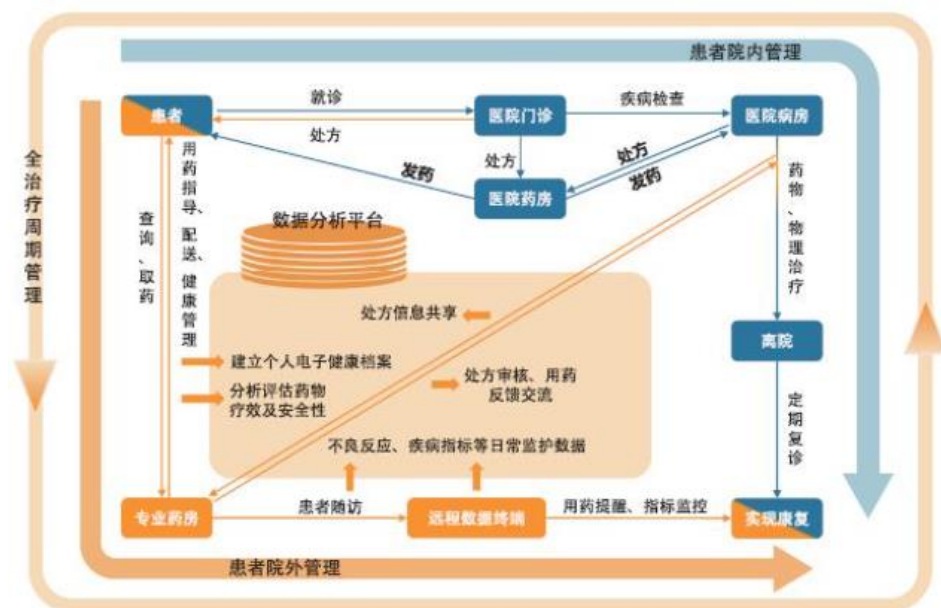
图 5: DTP 药房业务模式



资料来源：中国药店，中国银河证券研究院

专业化的药学服务是 DTP 药房发展重点。传统普通药房面对的主要是偶患疾病的健康人群、亚健康人群，或者是常见慢性病患者，而 DTP 药房面对的则主要是肿瘤、罕见病等重症病患者，二者所售品种完全不同。目标消费人群及所售药品的特殊性决定了 DTP 药房员工涉及到的工作环节不仅仅是“售药”，还包括对患者进行全治疗周期的管理，包括用药指导、用药提醒，监测用药不良反应及用药后的指标变化，为医生的后续用药提供调整依据，并向药品生产企业提供相应的数据及支持服务等。DTP 药房虽然具有高销售额、高客单价的优势，但也同时具有产品低毛利、低客流的劣势，专业的药学服务可以增强客户粘性，弥补客流量不足。

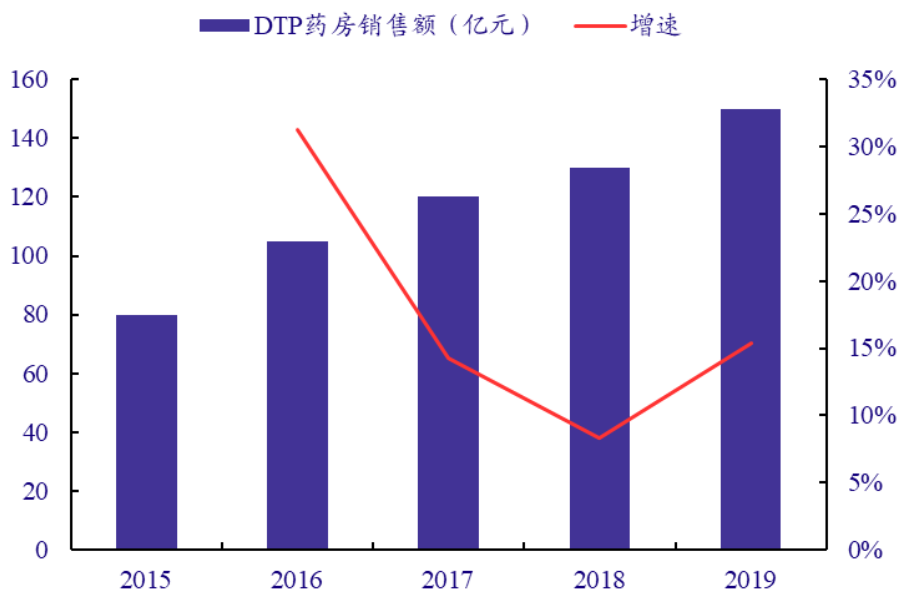
图 6: 专业药学服务示例



资料来源: 中国药店, 中国银河证券研究院

国内连锁药店已把 DTP 增值服务作为重要发展方向之一。国内 DTP 药房概念在 2015 年后开始盛行, 此后 DTP 药房销售额迅速增长, 2019 年 DTP 药房销售额相比 2015 年近乎翻倍。尽管增速快于医药零售行业整体增速, 但是我国 DTP 药房规模依然较小, 未来仍有进一步发展空间。截至 2020 年末, 大参林有 DTP 药房 89 家, 老百姓有 143 家, 益丰药房有 40 余家。

图 7: 中国 DTP 药房销售额 (亿元) 及增速



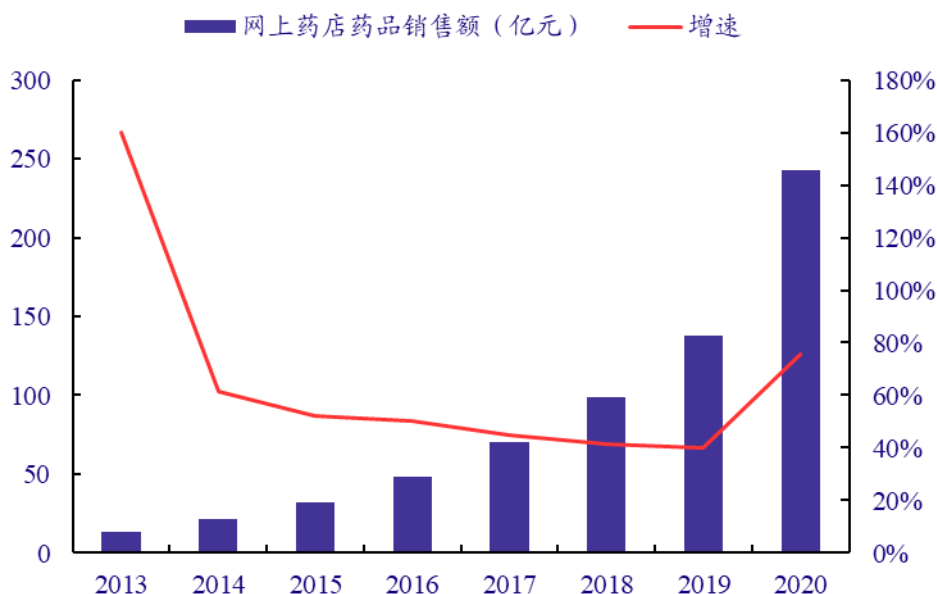
资料来源: 睿安咨询, 中国银河证券研究院

特色药房可以通过专业化服务培养客户粘性，是传统药店的未来转型方向。除了 DTP 药房，其他的特色药房还包括药诊店、国医馆、中药房、专科药店、药妆店等。药诊店、国医馆、中药房拥有具备处方权的坐堂医生，以中医居多，提供看病处方、代客煎药等服务，主要经营品类以处方药、中药饮片、中成药为主。专科药店专注经营某类疾病相关商品，以专科药齐全吸引特定患者，配以该类疾病的保健治疗预防用的保健品、食品、外用药、器械等。药妆店兼营药品及各类化妆品，以化妆品齐全为特色，主要经营 OTC 药品、各种特殊功能化妆品、日常化妆品、各种个人清洁及护理用品、健美器材。

（六）连锁药店龙头积极介入医药电商业务

受疫情催化，网售药业务快速发展。药品作为时效性需求极强的特殊商品，疫情期间社交隔离催化线上售药快速发展。2020 年新冠肺炎疫情期间，国家密集出台政策促进互联网医疗的发展。鼓励定点医药机构提供“不见面”购药服务，支持“互联网+”医疗复诊处方流转，在明确药品零售企业在确保电子处方来源真实、可靠的情况下，可通过网络销售处方药。由于疫情期间医疗服务需求下滑，公立医疗机构终端药品销售数据均下滑，实体药店销售也同比仅增长 0.7%，唯有网上售药增速不降反升、一枝独秀。根据米内网数据，网上售药增速近年来均保持高速增长，2020 年受疫情催化增速更是提高到了 75.6%。

图 8：网上药店药品销售额（亿元）及增速



资料来源：米内网，中国银河证券研究院

参与医药零售电商市场竞争的市场主体主要可以分为两类：一类是自营式医药零售电商，既包括线下医药零售企业，如一心堂、老百姓、大参林、益丰药房等以完善销售渠道、服务顾客为目标，通过自建门户网站或与第三方平台合作等方式构建自身电商业务模式，也包括

如壹药网等医药零售垂直电商企业；另一类是平台式医药零售电商，即互联网零售平台，如阿里健康、京东大药房等，通过将零售业务范围向医药零售领域拓展，开展医药零售电商业务，或利用技术和用户优势，整合社会资源，为医药零售企业在其平台开展电商业务提供支持和服 务，与线下医药零售企业形成既合作又竞争的关系。

连锁药店开展 O2O 业务相对更具优势。互联网巨头们在医药电商上有先天优势，无论是流量、渠道、效率、供应链产品丰富度都远胜于实体药店，凭借流量和资本的显著优势强势抢占医药电商市场。医药电商模式包括 B2B、B2C 和 O2O，其中和零售终端相关的是 B2C 和 O2O 模式。B2C 模式很多都是品牌直营店，多半依靠第三方快递企业配送，有少数自建物流团队，这便导致消费者购买药品后需要等待数日物流时间，所以消费者不会在 B2C 电商平台选择急需的药品。O2O 医药电商在配送效率上则已经远远超过 B2C 医药电商，配合零售药店线下网点分布，可将“最后一公里”的理论发挥到了极致，实现急速送药上门。总体而言，连锁药店发展 O2O 模式更具优势，发展 B2C 模式相对互联网品牌直营店优势不大。

（七）选择估值合理的连锁药店龙头

连锁药店行业成长性稳定。零售药店作为直接面向个人消费者的行业，议价能力较强，并且几乎不存在回款压力，盈利质量可靠。零售药店一般根据产品进价进行简单加成定价，即使上游产品涨价，一般也可将通胀迅速传导给个人消费者。零售药店主打国内市场，也不受国外经济周期和政治因素的影响，成长性稳定。我们认为药店零售行业龙头成长性和盈利质量可靠有保障，值得长期配置。

行业由快速扩张转为稳扎稳打，重视估值因子。前几年，连锁药店并购热潮虽然导致了并购项目的高溢价，但是并购带来的高增长也拉高了连锁药店龙头的估值，连锁药店龙头迎来戴维斯双击。但长期疯狂高溢价收购显然是不可持续的，连锁药店龙头在后续发展中或多或少的更加注重自建，仅有项目性价比合适时才采取并购扩张策略。目前，连锁药店龙头虽然仍保持较快增长，但是增速均有逐步放缓的趋势。增速放缓一般伴随着估值的降低，此时应精选大型连锁龙头中估值较低的合适标的。

二线药店上市潮来袭，重视区域龙头扩张潜力。在 A 股上市的四大连锁药店龙头长期以来是资金关注重点，但是近期也有云南健之佳和山东漱玉平民这样的二线药店纷纷上市。这些刚上市或即将上市的二线药店虽然规模较小，但是上市募资完成不久，往往也是连锁药店快速扩张的时期。这些二线药店作为区域连锁，虽然规模优势不及全国性连锁药店，但快速扩张的潜力足以撬动估值，有望迎来戴维斯双击。

表 4：2020 年药品零售企业销售总额前 10 位排序

| 排序 | 公司名称 | 2020 年医药零售销售额（亿元） |
|----|--------------|-------------------|
| 1 | 国药控股国大药房有限公司 | 215.69 |
| 2 | 大参林 | 153.29 |
| 3 | 老百姓 | 147.52 |
| 4 | 益丰药房 | 135.88 |
| 5 | 一心堂 | 128.01 |
| 6 | 北京同仁堂 | 80.68 |
| 7 | 甘肃众友健康 | 66.00 |

| | | |
|----|---------|-------|
| 8 | 漱玉平民 | 51.20 |
| 9 | 上海华氏大药房 | 49.38 |
| 10 | 健之佳 | 43.30 |

资料来源：商务部，中国银河证券研究院

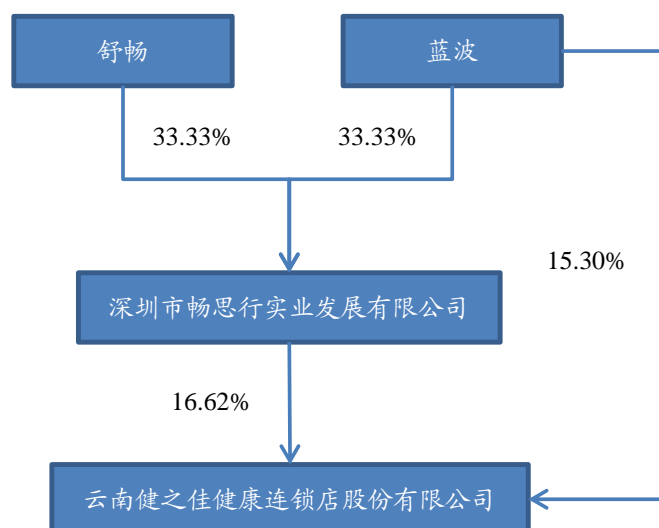
三、实控人拟定增增持，股权激励目标显信心

(一) 公司上市不久，实控人仍处于禁售期内

公司实际控制人为蓝波、舒畅夫妇，两人直接持有或通过投资关系间接控制的上市公司股权超过 30%，控股权较为稳定。公司于 2020 年 12 月 1 日上市，实控人所持股份按照监管要求上市起三年内不得减持。除此之外，公司实控人还承诺：在上述锁定期届满后两年内，本人减持发行人股份的，减持价格不低于本次发行并上市时发行人股票的发行价；发行人上市后六个月内，如其股票连续二十个交易日的收盘价均低于发行价，或者上市后六个月期末收盘价低于发行价，本人持有的发行人股份的锁定期将自动延长六个月。

目前，公司实控人所持股票尚有较长限售期，短期内不存在大股东减持风险。除实控人之外的其他股东持有的首发原始股限售股份将于 2021 年 12 月 1 日解禁，该部分股权占总股本约 39.61%。

图 9：公司主要股权关系



资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

(二) 公司即将定增，实控人拟全额认购

公司于 9 月 8 日发布公告，拟定向增发募资不超过 4.2 亿元，其中 8000 万用于健之佳广西现代物流中心工程项目，其余 3.4 亿用于补充流动资金。本次非公开发行股票的价格为 61.64 元/股，发行股票数量为不超过本次发行前公司总股本的 9.80%。本次发行对象为公司实际控制人之一蓝波先生 100% 持股的祥群投资，全部以现金方式认购。实控人通过定增大比例增持公司股票，彰显对公司发展的良好信心。

（三）股权激励业绩目标彰显信心

公司推出员工股权激励方案，解禁条件彰显公司发展信心。公司于 2021 年 5 月 24 日授予激励对象 171 人限制性股票，授予价格为每股 41.15 元，相较公司现股价有较大折扣。本次股权激励计划在解锁期的三个会计年度中，分别设置了公司业绩考核标准和个人绩效考核标准。其中的公司业绩考核标准要求：2021 净利润不低于 2020 年的 120%，2022 净利润不低于 2020 年的 140%，2023 净利润不低于 2020 年的 165%。上述净利润指经审计的归属于母公司所有者的扣除非经常性损益后的净利润（合并报表口径），并剔除本次及其它激励计划股份支付费用影响的数值作为计算依据。根据本次股权激励业绩目标设定，公司 2021-2023 三年净利润复合增速要达到 18.17%，实现平稳较快发展。预计本次条件优厚的股权激励方案有望调动核心团队积极性，保障公司业绩稳健增长。

四、公司作为连锁药店二线龙头，业绩即将快速成长

(一) 立足云南的二线药店龙头，处于快速扩张的起点

公司是新上市的二线连锁药店龙头。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的连锁零售业务，并提供相关专业服务。公司坚持“集团化管理、多元化经营、全国性扩张”的战略方针，坚持以“中心城市为核心向下渗透”的扩张策略，联合佳 e 购及 APP、微商城、官网等私域电商渠道、第三方平台等传统电商工具、O2O 等便捷服务，搭建起以会员为核心的全渠道服务平台，打造集合了社区专业药房、便利店、中医诊所、社区诊所和体检中心等业态的多元化社区健康服务生态圈。截止 2021H1 公司共有门店 2416 家，其中医药零售连锁店 2157 家，便利零售连锁店 259 家，按规模在连锁药店行业中属于二线龙头。

公司立足于云南，逐步渗透西南区域，上市有望助力公司快速扩张。公司起源于昆明，已在云南稳固发展、现逐步渗透西南地区市场。按照以往规律，连锁药店上市 A 股后往往迎来快速扩张期，虽然快速开设店铺的费用可能短暂拖累盈利，但扩张的效果在随后一两年便可以体现在收入和盈利增长上。公司上市不久，有充足动力利用募集资金加快扩张，有望迎来快速扩张期，高成长有望带来估值和业绩的戴维斯双击。2021 年上半年，公司通过自建拓展门店规模，同时以自有资金在云南省、广西壮族自治区完成 78 家门店的收购，云南品牌影响及规模优势持续提升，川渝桂市场渗透率加大。

图 10：公司发展历程



资料来源：公司官网，中国银河证券研究院

(二) 公司业绩处于扩张阵痛期，即将涅槃重生

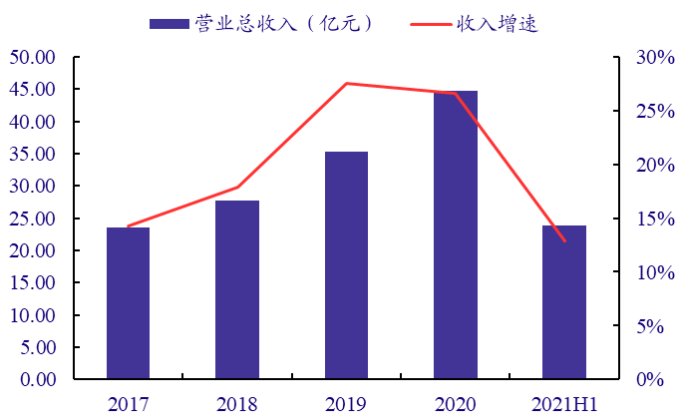
2021 年上半年公司实现营收 23.79 亿元，同比增长 12.83%；实现归母净利润 1.22 亿元，同比增长 10.17%；实现扣非归母净利润 1.16 亿元，同比增长 19.78%。其中，2021 年第二季度公司实现营收 12.12 亿元，同比增长 15.13%；实现归母净利润 0.58 亿元，同比增长 0.17%；实现

扣非归母净利 0.56 亿元。

公司新店占比较大，暂时拖累业绩。因疫情影响，公司在 2020 年 78% 的新增门店均集中于下半年开业，2021 上半年公司门店中新店、次新店占比高达 31.37%。募投项目持续开设的新店和次新店处于培育期、亏损门店占比高，这导致公司利润增速暂时下滑。另外，公司去年同期确认 1600 万元云南省资本市场发展专项奖励资金导致净利润基数较高，该项收入被归类于非经常性损益，导致今年上半年公司扣非归母净利润增速大幅高于净利润增速。

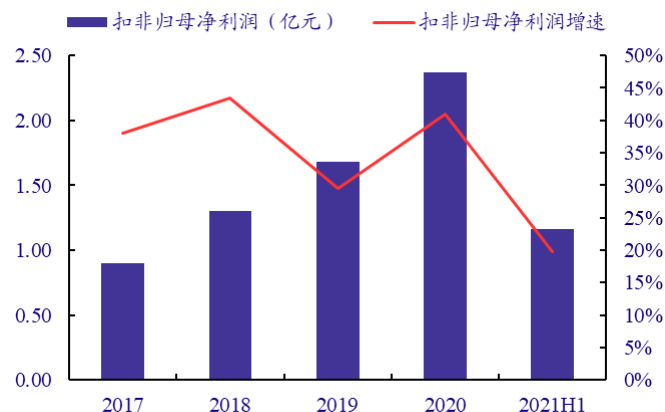
新开门店即将放量，公司业绩有望迅速提升。公司上市募集资金用于门店扩张，新店业绩即将开花结果。随着募投计划的推进，公司近两年自建药店年均增速提升至 20% 以上，不低于同行业增速。截止 2021 上半年末，公司包括便利店在内的全部门店，一年以内新店 550 家，占比 22.76%；二年以内次新店 208 家，占比 8.61%。一方面，处于成长期的门店产出低会导致整体坪效下降；另一方面，随着门店逐步成熟，新店业绩将快速放量，为公司后续业绩增长奠定基础。快速自建门店系公司未来发展的重要驱动力。

图 11: 公司近年来收入 (亿元) 及增速



资料来源: 公司公告, 中国银河证券研究院

图 12: 公司近年来扣非归母净利 (亿元) 及增速



资料来源: 公司公告, 中国银河证券研究院

(三) 持续强化西南地区门店渗透率

公司门店保持较快扩张，募投项目成效明显。2021 年上半年，公司新增门店 308 家，其中自建 230 家，收购 78 家，因发展规划及经营策略调整关闭门店 22 家，净增门店 286 家，门店总数达到 2416 家。2021 年上半年门店数较 2020 年末增长 13.43%，其中川渝桂市场门店增长 20%，募投项目自建门店拓展效率提升。公司持续强化“自建+收购”双轮驱动的门店扩张策略，门店收购取得实质性进展，2021 上半年，公司共完成了 4 个渗透至县级市场的项目收购，其中云南省 3 个，广西壮族自治区 1 个。通过收购，缩短实现盈利的周期，提升空白、薄弱市场的竞争力和品牌影响力。

公司门店扩张兼顾云南和省外市场。2021 上半年，在云南 129 个县区中，公司新进 10 个，已覆盖 93 个县区，整体覆盖率达 72.1%，渗透率持续提升。同时公司加强弱势区域的密集布点，提高管理效率和效益。同时，公司通过加快川渝桂市场拓展、复制云南成功模式的策略逐步推进，2021 上半年公司在广西地区通过自建、收购实现门店数增长 46%。

表 5: 公司 2021H1 新增门店数量

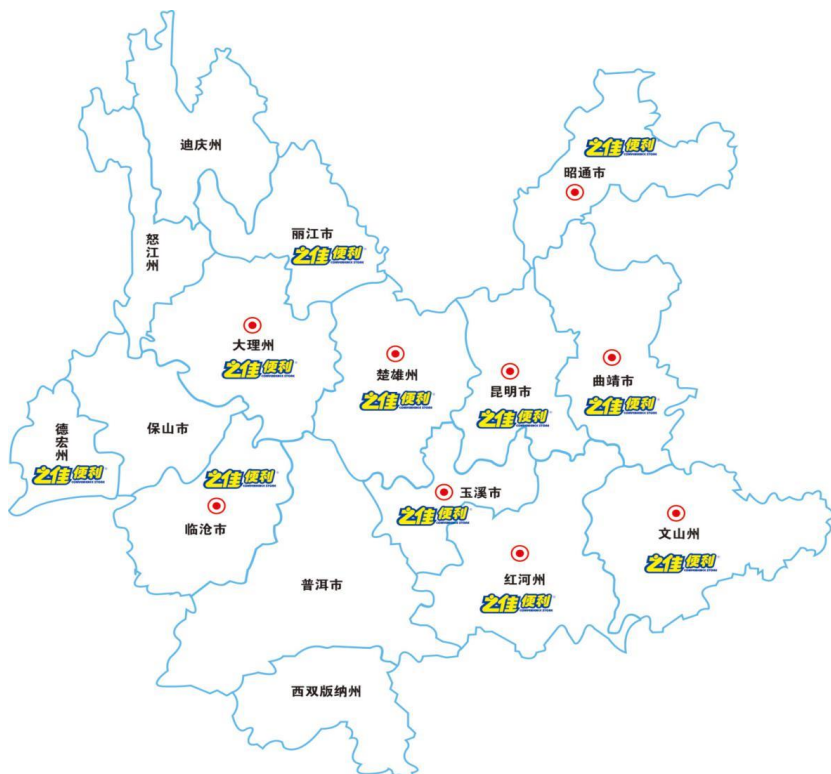
| 地区 | 经营业态 | 期初数 | 期末数 | 净增门店数 |
|-------|--------|------|------|-------|
| 云南省 | 医药零售连锁 | 1525 | 1719 | 194 |
| 四川省 | 医药零售连锁 | 111 | 120 | 9 |
| 广西自治区 | 医药零售连锁 | 104 | 152 | 48 |
| 重庆市 | 医药零售连锁 | 150 | 166 | 16 |
| 合计 | 医药零售连锁 | 1890 | 2157 | 267 |
| 云南省 | 便利零售连锁 | 240 | 259 | 19 |

资料来源: 公司公告, 中国银河证券研究部

(四) 便利店业务已做到盈亏平衡

便利店是公司全渠道体系和健康服务生态圈建设的重要组成部分,公司持续推进便利店的扩张。与药店相比,便利店有完全市场化竞争且无政策、监管壁垒的特点,毛利率低于药店,但便利店日均坪效为 42.63 元,比社区专业便利药房的日均坪效 34.91 元更高。公司便利店通过多年的经营、积累,赢得良好的口碑并做到盈亏持平,形成了以昆明为中心,辐射云南多个地州的经营体系,在云南省已初具规模,为会员提供高频、便利、更全面的服務。2020H1 便利店收入占公司总收入比重约为 7.22%,对业绩影响较小。

图 13: 公司便利店布局



资料来源: 公司官网, 中国银河证券研究院

表 6: 公司 2021H1 不同门店经营效率对比

| 店型 | 门店数 | 门店经营面积(平方米) | 日均坪效(不含税,元/平方米) |
|----------|-------|-------------|-----------------|
| 社区专业便利药房 | 2,150 | 321,765.66 | 34.91 |
| 便利店 | 259 | 23,465.89 | 42.63 |
| 中医诊所 | 4 | 1,371.70 | 16.18 |
| 社区诊所 | 2 | 166.8 | 85.79 |
| 体检中心 | 1 | 2,499 | 8.19 |

资料来源:公司公告,中国银河证券研究部

(五) 打造自有品牌, 加强高毛利品种销售

公司重视品牌建设, 打造高毛利品种。公司持续规划并引进医院品种集客, 承接处方外流带来增量业务, 重视与处方药和 OTC 品种品牌商的深度合作, 提升 OEM 商品及其他综合毛利较高商品销售占比, 持续发展新零售业务, 促进线上线下的融合, 以提升销售及综合毛利额、减缓毛利率下降。公司本期自有品牌形象、宣传营销全面升级。新增贴牌商品 123 个, 范围覆盖药品、保健食品、医疗器械、中药材等品类, 为顾客提供质量可靠、疗效确切、性价比高且渠道可控的商品选择。

图 14: 公司 OEM 自有品牌



资料来源:公司官网,中国银河证券研究院

高毛利品种销售占比提升带动整体毛利率上升。2021 年上半年, 公司实现毛利率 35.11%, 比去年同期上升 2.70 个百分点。公司毛利率上升, 一方面是因为今年低毛利的防疫物资销售占比减少, 另一方面得益于公司主动提升高毛利产品销售占比。本期处方药销售占比提升 1.74%, 非处方药销售占比提升 2.92%。中西成药较上年同期销售增长 18.03%, 处方药毛利率恢复 1.24%, 综合毛利额持续增长。消费者在疫情期间对健康的重视, 推动毛利率较高的中药材、保健食品销售额同比增长 15.96%、11.72%, 亦改善了综合毛利状况。

表 7: 公司 2021H1 各品类销售情况

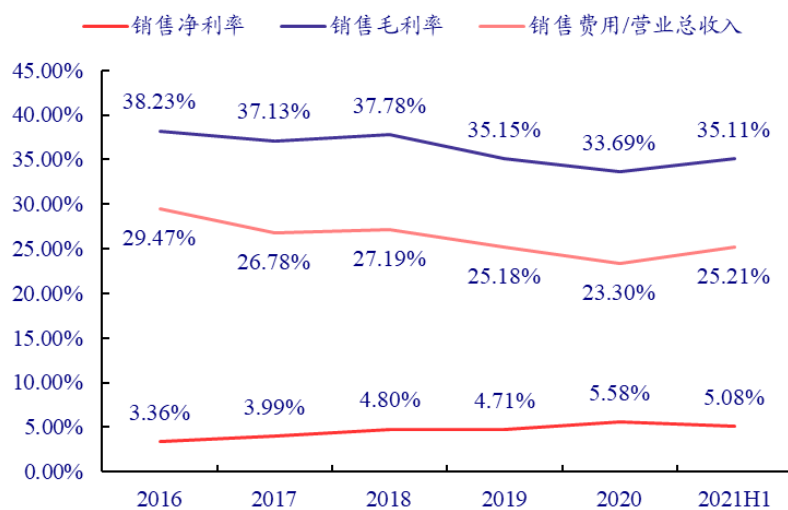
| 品类划分 | 结构占比 (%) | 营业收入比上年同期增减 (%) |
|-----------------|----------|-----------------|
| 处方、非处方合计 (中西成药) | 66.92% | 18.03% |
| 其中: 处方药 | 31.48% | 16.23% |
| 其中: 非处方药 | 35.44% | 19.68% |
| 中药材 | 4.10% | 15.96% |
| 保健食品 | 8.16% | 11.72% |
| 个人护理品 | 1.65% | 7.13% |
| 医疗器械 | 11.22% | -21.86% |
| 生活便利品 | 7.79% | 3.60% |
| 体检服务 | 0.16% | 44.36% |
| 主营业务合计 | 100.00% | 9.81% |

资料来源: 公司公告, 中国银河证券研究部

(六) 各项费用率有所上升

去年同期低基数导致销售费用率上升。2021 年上半年, 公司实现销售费用率 25.21%, 比去年同期上升 1.99 个百分点。受疫情影响, 上年同期厂家大型促销活动减少, 导致公司促销、推广服务费等其他业务收入占营业收入的比重降低为 3.27%, 本期业务恢复正常, 其他业务收入占营业收入的比重提升至 5.54%, 与常年比重相当。

图 15: 公司毛利率和销售费用率变动



资料来源: 公司公告, 中国银河证券研究院

公司财务费用增幅较大。2021 年上半年, 公司实现财务费用率 1.00%, 比去年同期略有提升 0.76 个百分点。主要系本期执行新租赁准则, 增加“未确认融资费用”2420.67 万元, 在“利息支出”合并列报, 公司上市后货币资金较充裕导致利息收入增长, 以及归还短期借款导致利息支出减少等因素共同影响所致。

公司管理费用占收入比略有提升。2021 年上半年，公司实现管理费用率 2.67%，比去年同期略有提升 0.17 个百分点。主要系公司业务规模增长，为保障经营目标的实现，后台管理投入增加，以及本期实施限制性股票激励计划，费用计入当期损益所致。

五、积极开展线上业务，打造全渠道营销能力

(一) 公司线上业务发展迅速

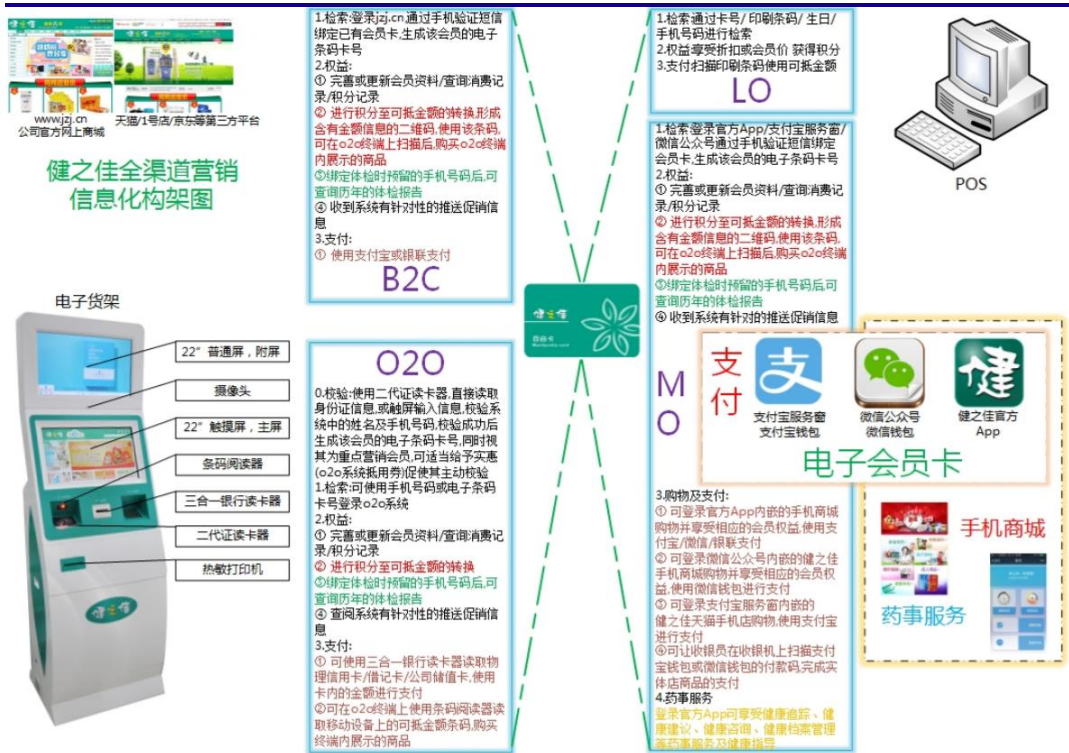
公司围绕顾客需求，“多元化的店型和业务结构”优势与线上线下全渠道服务融合，竞争优势逐渐形成。2021上半年公司线上渠道营业收入总计达3.55亿元，较上年同期增长122.44%，增速远高于门店线下销售增长率，占营业收入的比例达14.92%，较上年度10.33%的线上渠道营业收入占比提升4.59%，线上线下全渠道业务快速稳健增长。公司线上业务包括传统电商B2C业务和O2O服务，既有自营部分也有和其他线上平台合作业务。

(1) 传统电商业务：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；推进官网、APP、微商城等自有平台业务，本期针对微商城进行全新的系统升级和改版，推出“健之佳急送”及跨境购业务，进一步提升全渠道服务效率、满足顾客服务需求。2021上半年，公司第三方平台及自有平台B2C业务实现营业收入1.49亿元，较2020年同期增长77.29%。

(2) 自营O2O平台：2015年起投入门店自营预订及自提、送货系统佳e购，公司募投项目持续投入，目前已实现药店全覆盖，之佳便利店逐步探索。2021上半年，公司药店、便利店合计贡献1.24亿元，较2020年同期增长123.07%。

(3) 第三方O2O平台：持续推进与美团、饿了么、京东到家等平台的合作，初步搭建了全渠道的会员服务系统。2021上半年，公司实现营业收入8168.57万元，较去年同期增长312.03%。

图 16：“健之佳 e 购”信息化框架



资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

（二）上市募资助力提升全渠道服务能力

公司通过互联网平台及配送平台等基础设施为门店服务赋能,持续开展线上与线下相结合的全渠道服务建设。此外,公司本次 IPO 募资项目中亦要投入三千多万元加强全渠道营销平台建设。

(1) 自营平台: 公司加强自有平台的建设, 佳 E 购业务实现药店全覆盖, 之佳便利店逐步探索, 强化其他自有平台的建设: 公司针对微商城进行全新的系统升级和改版, 在合规基础上推出“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。跨境购业务测试上线, 进一步拓宽保健食品、个人护理品、母婴用品等商品线。

(2) 第三方电商平台: 公司围绕顾客差异化的需求, 扩展线上平台的布局, 除现有的药房、之佳便利店线上旗舰店外, 新开设慢病用药、中药材专营店, 进一步为顾客提供定位精准的服务。

(3) 第三方 O2O 平台: 公司持续提升各合作平台的门店覆盖率。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。初步搭建了全渠道的会员服务系统。本次公司上市募集资金所用于的项目中, 既包括线下门店建设, 也包括医药连锁信息服务和全渠道平台项目建设。

表 8: 公司 IPO 募资项目计划 (万元)

| 序号 | 项目名称 | 投资总额 | 拟使用募集资金投资额 |
|----|----------------|------------|------------|
| 1 | 新开门店建设项目 | 100,421.68 | 76,650.00 |
| 2 | 医药连锁信息服务项目 | 12,418.00 | 7,778.16 |
| 3 | 全渠道多业态营销平台建设项目 | 3,022.00 | 3,022.00 |
| 合计 | | 115,861.68 | 87,450.16 |

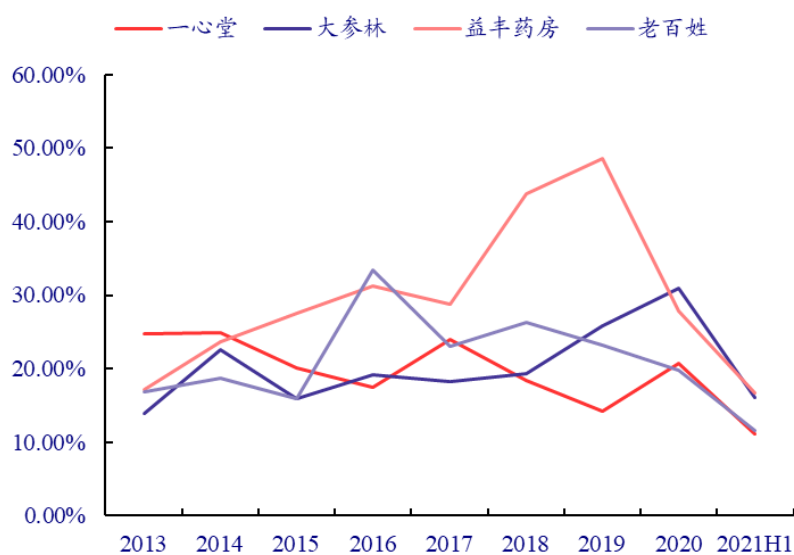
资料来源: 公司公告, 中国银河证券研究部

六、连锁药店上市公司财务指标对比

(一) 参考同行历史，药店上市后两年内大概率迎来快速增长期

这里选取已经上市多年，有充分历史数据的一心堂、大参林、益丰药房和老百姓这四家连锁药店进行分析。一心堂于 2014 年上市，老百姓和益丰药房于 2015 年上市，大参林于 2017 年上市。对比连锁药店上市前后收入增速，除了一心堂，其他三家连锁药店在上市后 1-2 年内，收入增速均开始明显提升。因此，可以推测健之佳在上市后一至两年内大概率会迎来业绩的加速增长。

图 17：四家全国性连锁药店龙头历史收入增速



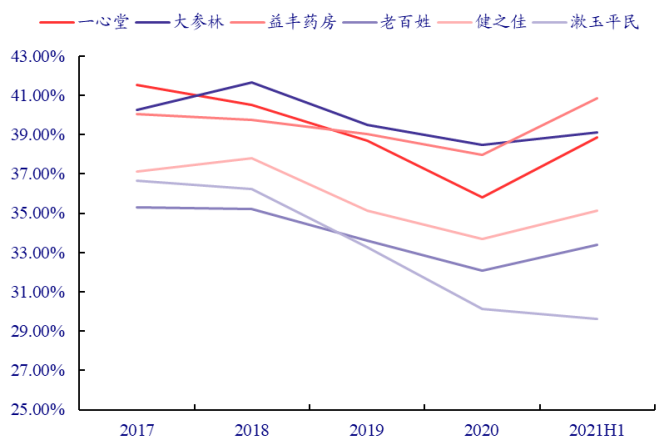
资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

(二) 公司盈利水平在上市药店中处于中下游

2021 年上半年，健之佳实现毛利率 35.11%，在上市的六家连锁药店中排第四；实现净利率 5.08%，在六家全国性连锁药店龙头中均排第五。和同处西南的一心堂相比，健之佳净利率和毛利率常年均低于一心堂，这种系统性差异部分是因为健之佳有毛利率较低的便利店业务。整体而言，连锁药店行业的毛利率主要和公司分布地域以及品类经营相关，发达地区门店较多的连锁药店毛利率较高，经营非处方药较多的连锁药店毛利率比高。

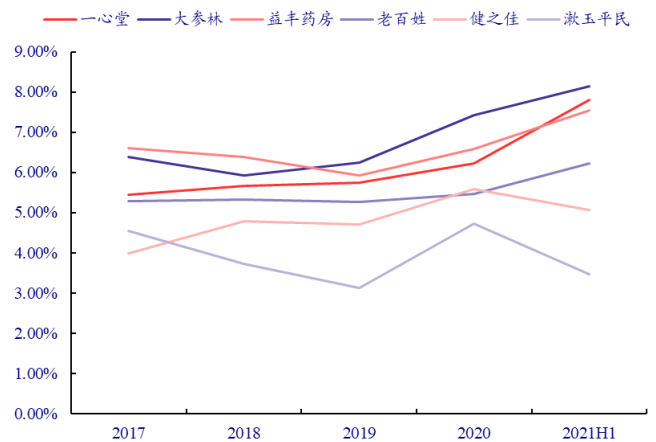
公司盈利水平较低，部分是因为公司新店和次新店的经营效率偏低。2021 年上半年，公司药店的不含税日均平效为 34.91 元/平方米。虽然其他上市连锁药店披露的都是含税日均平效，但是公司不含税日均平效即便按照 13% 的最高税率还原仍是上市连锁药店中最低。公司药店日均平效较低，部分是因为公司药店中新店和次新店占比较高，待新店和次新店大批成熟后，日均平效将会明显提升。

图 18: 已上市连锁药店毛利率对比



资料来源: wind, 中国银河证券研究院

图 19: 已上市连锁药店净利率对比



资料来源: wind, 中国银河证券研究院

七、投资建议

我们看好公司未来的发展前景。首先，我们看好公司未来成长潜力。公司作为连锁药店区域龙头，有望持续受益于行业集中度提升。其次，公司正处于快速增长期前夜。公司募资大力扩张门店，虽然业绩短暂被新店和次新店拖累，但随着新店成熟放量，公司门店扩张效果即将体现，业绩增速有望超预期提升。最后，我们看好公司有望迎来“戴维斯双击”。公司目前估值在上市连锁药店中偏低，随着公司业绩步入快速增长轨道，公司估值仍有提升空间。我们预测 2021-2023 年归母净利润为 3.10/4.01/5.21 亿元，对应 EPS 为 4.46/5.77/7.49 元，对应 PE 为 16/13/10 倍。给予“推荐”评级。

八、附录:

| 资产负债表 (百万元) | 2020 | 2021E | 2022E | 2023E | 利润表 (百万元) | 2020 | 2021E | 2022E | 2023E |
|-------------------|----------------|----------------|----------------|----------------|---------------|-------------|--------------|--------------|--------------|
| 流动资产 | 2793.42 | 3968.22 | 5018.33 | 6334.33 | 营业收入 | 4466.36 | 5841.97 | 7669.11 | 9834.86 |
| 现金 | 1621.62 | 2213.00 | 2807.30 | 3583.15 | 营业成本 | 2961.49 | 3865.59 | 5065.35 | 6487.08 |
| 应收账款 | 166.70 | 218.04 | 286.24 | 367.07 | 营业税金及附加 | 14.59 | 19.09 | 25.06 | 32.13 |
| 其它应收款 | 32.73 | 42.81 | 56.19 | 72.06 | 营业费用 | 1040.49 | 1442.97 | 1917.28 | 2458.72 |
| 预付账款 | 192.29 | 251.00 | 328.90 | 421.22 | 管理费用 | 147.05 | 175.26 | 230.07 | 295.05 |
| 存货 | 731.43 | 954.73 | 1251.05 | 1602.19 | 财务费用 | 9.35 | -13.50 | -20.89 | -28.32 |
| 其他 | 48.64 | 288.64 | 288.64 | 288.64 | 资产减值损失 | -14.95 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 非流动资产 | 675.11 | 760.58 | 766.00 | 770.42 | 公允价值变动收益 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 长期投资 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 投资净收益 | 0.98 | 1.29 | 1.69 | 2.17 |
| 固定资产 | 373.64 | 383.07 | 391.49 | 398.91 | 营业利润 | 292.31 | 370.03 | 479.60 | 622.39 |
| 无形资产 | 33.52 | 30.52 | 27.52 | 24.52 | 营业外收入 | 19.13 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 其他 | 267.95 | 346.99 | 346.99 | 346.99 | 营业外支出 | 10.94 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 资产总计 | 3468.53 | 4728.80 | 5784.33 | 7104.76 | 利润总额 | 300.50 | 370.03 | 479.60 | 622.39 |
| 流动负债 | 1718.77 | 2242.10 | 2897.15 | 3698.59 | 所得税 | 51.09 | 62.91 | 81.54 | 105.82 |
| 短期借款 | 74.08 | 74.08 | 74.08 | 74.08 | 净利润 | 249.41 | 307.12 | 398.05 | 516.57 |
| 应付账款 | 898.63 | 1172.97 | 1537.03 | 1968.44 | 少数股东损益 | -1.74 | -2.78 | -3.19 | -4.40 |
| 其他 | 746.05 | 995.05 | 1286.05 | 1656.07 | 归属母公司净利润 | 251.15 | 309.89 | 401.24 | 520.97 |
| 非流动负债 | 48.05 | 39.54 | 39.54 | 39.54 | EBITDA | 371.39 | 355.07 | 448.35 | 579.89 |
| 长期借款 | 30.64 | 30.64 | 30.64 | 30.64 | EPS (元) | 3.61 | 4.46 | 5.77 | 7.49 |
| 其他 | 17.41 | 8.90 | 8.90 | 8.90 | | | | | |
| 负债合计 | 1766.82 | 2281.64 | 2936.69 | 3738.13 | 主要财务比率 | 2020 | 2021E | 2022E | 2023E |
| 少数股东权益 | -15.45 | -18.22 | -21.41 | -25.82 | 营业收入 | 26.58% | 30.80% | 31.28% | 28.24% |
| 归属母公司股东权益 | 1717.16 | 2465.38 | 2869.04 | 3392.44 | 营业利润 | 32.07% | 26.59% | 29.61% | 29.77% |
| 负债和股东权益 | 3468.53 | 4728.80 | 5784.33 | 7104.76 | 归属母公司净利润 | 49.39% | 23.39% | 29.48% | 29.84% |
| | | | | | 毛利率 | 33.69% | 33.83% | 33.95% | 34.04% |
| 现金流量表(百万元) | 2020 | 2021E | 2022E | 2023E | 净利率 | 5.62% | 5.30% | 5.23% | 5.30% |
| 经营活动现金流 | 316.64 | 189.47 | 619.38 | 800.45 | ROE | 14.63% | 12.57% | 13.99% | 15.36% |
| 净利润 | 249.41 | 307.12 | 398.05 | 516.57 | ROIC | 13.87% | 11.00% | 12.10% | 13.41% |
| 折旧摊销 | 68.66 | 16.00 | 17.00 | 18.00 | 资产负债率 | 50.94% | 48.25% | 50.77% | 52.61% |
| 财务费用 | 6.36 | 6.77 | 6.77 | 6.77 | 净负债比率 | 103.83% | 93.24% | 103.13% | 111.03% |
| 投资损失 | -0.98 | -1.29 | -1.69 | -2.17 | 流动比率 | 1.63 | 1.77 | 1.73 | 1.71 |
| 营运资金变动 | -27.25 | -60.09 | 199.25 | 261.28 | 速动比率 | 1.09 | 1.23 | 1.19 | 1.17 |
| 其它 | 20.44 | -79.04 | 0.00 | 0.00 | 总资产周转率 | 1.29 | 1.24 | 1.33 | 1.38 |
| 投资活动现金流 | -136.98 | -18.71 | -18.31 | -17.83 | 应收帐款周转率 | 26.79 | 26.79 | 26.79 | 26.79 |
| 资本支出 | -133.02 | -20.00 | -20.00 | -20.00 | 应付帐款周转率 | 4.97 | 4.98 | 4.99 | 5.00 |
| 长期投资 | -5.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 每股收益 | 3.61 | 4.46 | 5.77 | 7.49 |
| 其他 | 1.04 | 1.29 | 1.69 | 2.17 | 每股经营现金 | 4.55 | 2.73 | 8.91 | 11.51 |
| 筹资活动现金流 | 923.16 | 420.62 | -6.77 | -6.77 | 每股净资产 | 24.70 | 35.46 | 41.27 | 48.79 |
| 短期借款 | 54.08 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | P/E | 30.76 | 16.33 | 12.61 | 9.72 |
| 长期借款 | -5.36 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | P/B | 4.50 | 2.05 | 1.76 | 1.49 |
| 其他 | 874.44 | 420.62 | -6.77 | -6.77 | EV/EBITDA | 11.79 | 9.60 | 6.28 | 3.52 |
| 现金净增加额 | 1102.80 | 591.38 | 594.30 | 775.85 | P/S | 0.86 | 0.94 | 0.72 | 0.56 |

数据来源: 公司数据 中国银河证券研究院

插图目录

| | |
|----------------------------------|----|
| 图 1: 中国药店行业连锁化率和百强市占率 | 4 |
| 图 2: 三大终端药品销售额占比 | 5 |
| 图 3: 零售药店药品销售额 (亿元) 及增速 | 6 |
| 图 4: 2019 年中国药店销售各品类占比 | 7 |
| 图 5: DTP 药房业务模式 | 8 |
| 图 6: 专业药学服务示例 | 9 |
| 图 7: 中国 DTP 药房销售额 (亿元) 及增速 | 9 |
| 图 8: 网上药店药品销售额 (亿元) 及增速 | 10 |
| 图 9: 公司主要股权关系 | 13 |
| 图 10: 公司发展历程 | 15 |
| 图 11: 公司近年来收入 (亿元) 及增速 | 16 |
| 图 12: 公司近年来扣非归母净利 (亿元) 及增速 | 16 |
| 图 13: 公司便利店布局 | 17 |
| 图 14: 公司 OEM 自有品牌 | 18 |
| 图 15: 公司毛利率和销售费用率变动 | 19 |
| 图 16: “健之佳 e 购” 信息化框架 | 21 |
| 图 17: 四家全国性连锁药店龙头历史收入增速 | 23 |
| 图 18: 已上市连锁药店毛利率对比 | 24 |
| 图 19: 已上市连锁药店净利率对比 | 24 |

表格目录

| | |
|--------------------------------------|----|
| 表 1: 连锁药店上市公司估值状况对比 (截至 10.11) | 3 |
| 表 2: 部分政策对零售药店行业影响 | 6 |
| 表 3: 连锁药店上市公司经营状况对比 | 7 |
| 表 4: 2020 年药品零售企业销售总额前 10 位排序 | 11 |
| 表 5: 公司 2021H1 新增门店数量 | 17 |
| 表 6: 公司 2021H1 不同门店经营效率对比 | 18 |
| 表 7: 公司 2021H1 各品类销售情况 | 19 |
| 表 8: 公司 IPO 募资项目计划 (万元) | 22 |

分析师承诺及简介

本人承诺，以勤勉的执业态度，独立、客观地出具本报告，本报告清晰准确地反映本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告的具体推荐或观点直接或间接相关。

孟令伟：北京大学生物医药专业博士。专业能力突出，博士期间从事创新药研发工作，深度参与创新药临床前研究与临床申报，熟悉创新药研发与创新服务产业链，对医药行业景气度及产业链变化理解深入。2018 年加入中国银河证券。

刘晖：北京大学汇丰商学院西方经济学硕士，生命科学学院学士。2018 年加入中国银河证券。

评级标准

行业评级体系

未来 6-12 个月，行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）相对于基准指数（交易所指数或市场中主要的指数）

推荐：行业指数超越基准指数平均回报 20%及以上。

谨慎推荐：行业指数超越基准指数平均回报。

中性：行业指数与基准指数平均回报相当。

回避：行业指数低于基准指数平均回报 10%及以上。

公司评级体系

推荐：指未来 6-12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 20%及以上。

谨慎推荐：指未来 6-12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10% - 20%。

中性：指未来 6-12 个月，公司股价与分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报相当。

回避：指未来 6-12 个月，公司股价低于分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10%及以上。

免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券）向其机构客户和认定为专业投资者的个人客户（以下简称客户）提供，无意针对或打算违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户投资咨询建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告而取代自我独立判断。银河证券认为本报告所载内容及观点客观公正，但不担保其内容的准确性或完整性。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。链接网站的内容不构成本报告的任何部份，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河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。银河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。

银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。若您并非银河证券客户中的机构专业投资者，为保证服务质量、控制投资风险、应首先联系银河证券机构销售部门或客户经理，完成投资者适当性匹配，并充分了解该项服务的性质、特点、使用的注意事项以及若不当使用可能带来的风险或损失，在此之前，请勿接收或使用本报告中的任何信息。

银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券书面授权许可，任何机构或个人不得以任何形式转发、转载、翻版或传播本报告。特提醒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。

银河证券版权所有并保留一切权利。

联系

中国银河证券股份有限公司 研究院

深圳市福田区金田路 3088 号中洲大厦 20 层

上海浦东新区富城路 99 号震旦大厦 31 层

北京市丰台区西营街 8 号院 1 号楼青海金融大厦

公司网址：www.chinastock.com.cn

机构请致电：

深广地区：崔香兰 0755-83471963 cuixianglan@chinastock.com.cn

上海地区：何婷婷 021-20252612 hetingting@chinastock.com.cn

北京地区：唐嫚玲 010-80927722 tangmanling_bj@chinastock.com.cn