



买入 (首次)

所属行业: 医药流通

当前价格(元): 31.70

合理区间(元): 39.10-47.70

证券分析师

陈铁林

资格编号: S0120521080001

邮箱: chentl@tebon.com.cn

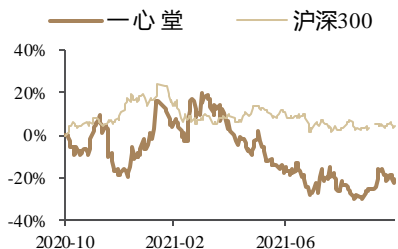
王绍玲

资格编号: S0120521090003

邮箱: wangsl@tebon.com.cn

研究助理

市场表现



沪深300对比	1M	2M	3M
绝对涨幅(%)	6.84	6.59	8.97
相对涨幅(%)	5.29	4.90	7.76

资料来源: 德邦研究所, 聚源数据

相关研究

一心堂 (002727.SZ): 西南零售药店龙头, 有望迎来戴维斯双击

投资要点

- 投资逻辑: 预计公司业绩维持稳定增长, 估值处于较低位置, 有望迎来“戴维斯双击”。**1) 业绩上, 公司门店数量将维持稳步增长, 区域市占率高且品牌效应强, 布局下沉市场有利于公司经营稳定性, 预计2-3年将维持稳定增长。2) 估值上, 当前公司估值已经处于较低位置, 业绩与估值匹配程度较低, 在公司业绩维持稳定增长的趋势下, 估值有提升空间。
- 行业方面: 集中度提升仍是主要逻辑, 处方外流是长期趋势。**行业集中度呈加速提升态势, 但与海外发达国家相比, 国内龙头的集中度仍处于低位。2020年美国医药零售 TOP3 企业占比 70%, 日本药妆店 TOP10 占比 65%, 预计我国行业集中度提升趋势仍将持续较长时间。
- 下沉市场的“避风港”属性为公司业绩提供保障。**公司通过大力布局县乡市场形成了业内独有的市县乡一体化发展格局, 2021H1 县乡区域合计门店数为 3521 家, 占总门店数的 43.7%。乡镇级门店的单店营收虽然低于其他区域, 但近年的同比增长率却远高于其他区域, 2020 年省会级门店的营收增速仅为 1.4%, 而乡镇级则高达 13.5%, 在行业整体增长乏力情况下, 下沉市场表现出较高的景气度, 为公司业绩稳定性提供了保障。
- 中药有望成为公司的特色品类贡献新的业绩增长点。**公司的总部云南省拥有得天独厚品质优良的中药材资源, 近几年逐步重视对中药产品的投入, 中药布局成效显著。2017-2020 年零售端收入分别为 6.6/7.3/8.1/11.2 亿元, 2021H1 同比增速为 40.6%, 有望成为公司新的业绩增长点。
- 盈利预测与投资建议: 参照公司2年内、2-5年、5年以上以往的单店收入情况, 综合考虑门店扩张节奏, 预计2021-2023年将实现营收149.1/179.4/210.2亿元, 同比增长17.8%/20.3%/17.2%, 实现归母净利润10.0/12.9/16.1亿元, 同比增长27.1%/28.5%/24.9%。**公司是国内零售药店龙头企业之一, 布局下沉市场增强了公司经营稳定性, 受益于行业集中度提升, 预计公司未来2-3年内能维持相对稳定的业绩增长。参考行业内同类型公司估值情况及公司以往的估值情况, 给予公司2022年18-22倍PE估值, 合理区间为39.1-47.7元, 首次覆盖, 给予“买入”评级。
- 风险提示: 处方外流进程不及预期风险, 门店扩张不及预期风险, 药品价格下降风险**

股票数据

总股本(百万股):	596.18
流通A股(百万股):	397.16
52周内股价区间(元):	28.18-47.74
总市值(百万元):	18,898.92
总资产(百万元):	13,447.51
每股净资产(元):	10.75

资料来源: 公司公告

主要财务数据及预测

	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	10,479	12,656	14,906	17,936	21,019
(+/-)YOY(%)	14.2%	20.8%	17.8%	20.3%	17.2%
净利润(百万元)	604	790	1,003	1,290	1,611
(+/-)YOY(%)	15.9%	30.8%	27.0%	28.6%	24.9%
全面摊薄EPS(元)	1.06	1.38	1.69	2.17	2.71
毛利率(%)	38.7%	35.8%	38.0%	38.2%	38.2%
净资产收益率(%)	13.1%	13.7%	14.8%	16.0%	16.7%

资料来源: 公司年报(2019-2020), 德邦研究所

备注: 净利润为归属母公司所有者的净利润

内容目录

1. 行业层面：集中度提升仍是核心逻辑，处方外流为长期趋势.....	5
1.1. 行业集中度提升呈加速态势.....	5
1.2. 处方外流是长期趋势.....	6
1.3. 线上与实体：有竞争，但更多是业态互补.....	8
1.4. O2O：线上与线下融合比较顺畅的方式，份额快速提升.....	9
2. 一心堂：主要布局云南省的西南地区医药零售龙头企业.....	9
2.1. 发展历程：立足西南，辐射全国.....	9
2.2. 股权结构稳定，大股东具有绝对话语权.....	10
2.3. 深耕云南，聚焦优势省份.....	11
2.3.1. 绝对的云南药房龙头.....	11
2.4. 下沉市场的“避风港”属性为公司业绩提供保障.....	12
2.5. 川渝地区：云南省之外的第二大市场.....	14
2.6. 广西地区：高集中度市场中的 TOP5 之一.....	15
2.7. 海南地区：30 亿小市场，市占率超过 20%.....	16
3. 营收稳定增长，利润率趋势向好.....	16
3.1. 收入利润稳步增长，2021H1 毛利率提升明显.....	16
3.2. 品类管理能力稳步提升.....	17
3.3. 拥抱新业态以增强承接处方外流能力.....	18
4. 盈利预测与投资建议.....	19
4.1. 盈利预测.....	19
4.2. 投资建议.....	20
5. 风险提示.....	20

图表目录

图 1: 2014-2021H1 我国药店门店总数 (万家)	5
图 2: 2014-2021H1 年连锁化率的变化	5
图 3: 2016-2020 年我国 CR10、CR20、CR50 药店销售额比重	6
图 4: 中国、美国与日本行业集中度对比	6
图 5: 处方药在不同渠道的销售占比	7
图 6: 百强药店处方药营收占比	7
图 7: 2020.07-2021.07 O2O 占药店整体份额	9
图 8: 2020.07-2021.07 药店整体销售额与 O2O 环比变化情况	9
图 9: 一心堂历史沿革	10
图 10: 一心堂股权结构 (截止 2021Q3)	10
图 11: 云南省药店数量占比格局	11
图 12: 2019 年云南省药品零售市场格局	11
图 13: 2011 -2021H1 云南省内门店数量 (家)	12
图 14: 不同店龄毛利率及净利率情况	12
图 15: 云南省不同店龄门店占比	12
图 16: 2017-2020 年公司各区域门店数及增长情况 (家, %)	12
图 17: 各区域门店平均单店面积 (平方米)	14
图 18: 各区域平效情况 (含税, 元/平方米)	14
图 19: 各区域租效比情况 (含税, 年销售额/租金)	14
图 20: 2011 年-2021H1 四川及重庆门店数量及占比 (家, %)	15
图 21: 2020 年部分省市药品零售市场规模 (亿元)	15
图 22: 2019 年四川省连锁门店数量占比格局	15
图 23: 2019 年四川省连锁门店销售额占比格局	15
图 24: 2019 广西 Top 5 连锁门店数占比情况	16
图 25: 2019 广西 Top 5 连锁销售额占比情况	16
图 26: 2015 年-2021H1 海南省门店数量变化情况 (家)	16
图 27: 2017-2021H1 营业收入及同比增速情况 (亿元, %)	17
图 28: 2017-2021H1 归母净利及同比增速情况 (亿元, %)	17
图 29: 2017-2021H1 毛利率及净利率情况	17
图 30: 2017-2021H1 各项费用率情况	17
图 31: 2018-2020 年药房品类结构情况	17
图 32: 2018-2020 年药房各品类毛利率及整体毛利率情况	17

图 33: 2017-2021H1 分产品营收 (亿元)	18
图 34: 2017-2021H1 分产品毛利率情况	18
表 1: 大型连锁药店与中小型连锁及单体药店对比	5
表 2: 部分推动处方外流政策梳理.....	6
表 3: 2030 年处方药在零售端销售规模测算 (亿元)	7
表 4: 实体药店与医药电商部分药品价格对比	8
表 5: 实体药店与医药电商部分药品价格对比	8
表 6: 2021H1 医药电商与实体药房部分财务指标对比.....	9
表 7: 各区域毛利率对比	13
表 8: 各区域营收及增速测算	13
表 9: 四大药房新业态局情况	19
表 10: 2021-2023 年盈利预测.....	19
表 11: 可比公司估值分析	20

1. 行业层面：集中度提升仍是核心逻辑，处方外流为长期趋势

1.1. 行业集中度提升呈加速态势

大型连锁药店较中小连锁及单体药店有多方面优势。大型连锁药店具有信息化水平高、资金充裕、门店覆盖范围广、SKU多等优点，经营管理能力及抗风险能力强，还能承接中小药店由于经营不善关闭的店铺，从而获得扩张机会。

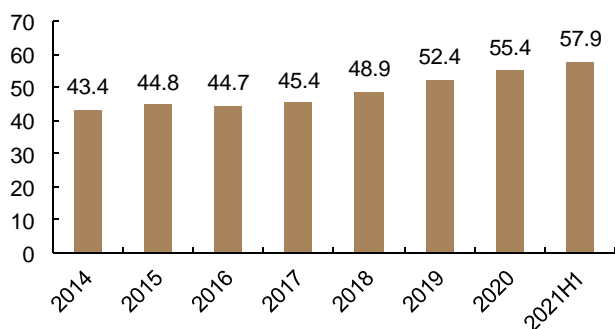
表 1：大型连锁药店与中小型连锁及单体药店对比

	大型连锁药店	中小连锁、单体药店
采购	集团联合采购，价格低	对上游话语权差，采购成本高
营销	集团营销方案统一培训	促销活动单一，营销弱
数智化	建设较早，信息化系统水平高	较弱
处方外流	承接能力强	承接能力弱
医保覆盖率	高，四大上市连锁药店医保覆盖率超 80%	低
会员管理	私域社群建设、慢病 APP 等	区别度较大，大部分仅有简单的会员活动促销
执业药师	执业药师数量多，吸引力强	数量少
药事服务	医疗资源丰富，可开展服务多	总体较弱，部分药店通过药事服务主打差异化
覆盖区域	广	多限于单一区域
SKU(库存量)	多	少

资料来源：亿欧智库，德邦研究所

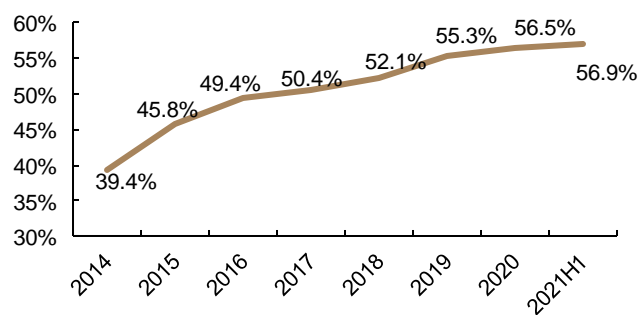
2014-2021H1，我国的零售药店门店总数从 43.4 万家增加到 57.9 万家，门店总数在持续扩张，同时，连锁门店数量也在持续提升，2014 年，零售药店连锁化率仅为 39.3%，2021H1，连锁化率已经提升至 56.9%，较 2020 年底提升 0.4 个百分点。

图 1：2014-2021H1 我国药店门店总数（万家）



资料来源：国家药监局，德邦研究所

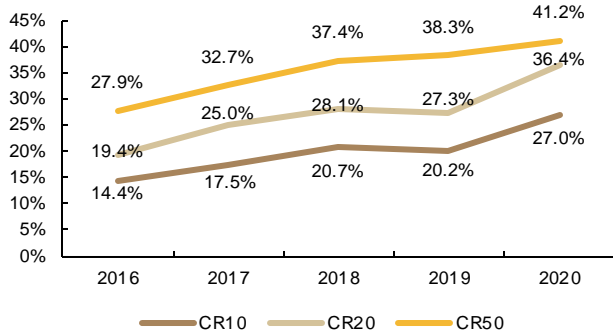
图 2：2014-2021H1 年连锁化率的变化



资料来源：国家药监局，德邦研究所

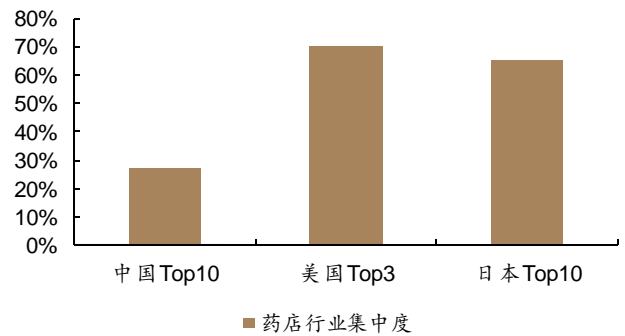
行业集中度呈加速提升态势，但与发达国家仍然存在较大差距。零售药店 CR10, CR20, CR50 销售额比重从 2016 年的 14.4%/19.4%/27.9% 分别提升至 2020 年的 27.0%/36.4%/41.2%，2020 年，CR10 与 CR20 销售额占比提升速度加快，行业集中度提升呈加速态势。但与海外发达国家相比，国内龙头的集中度仍处于低位。2020 年美国医药零售 TOP3 企业占比 70%；日本药妆店 TOP10 占比 65%，预计我国行业集中度提升趋势仍将持续较长时间。

图 3：2016-2020 年我国 CR10、CR20、CR50 药店销售额比重



资料来源：中国药店，德邦研究所

图 4：中国、美国与日本行业集中度对比



资料来源：中国药店，德邦研究所

1.2. 处方外流是长期趋势

在药品零加成、规定药占比等里程碑式政策发布后，医院药房从利润中心转向成本中心，对处方外流起到了推波助澜的作用。由此可见，处方外流的趋势是长期趋势，零售药店有望长期受益。

表 2：部分推动处方外流政策梳理

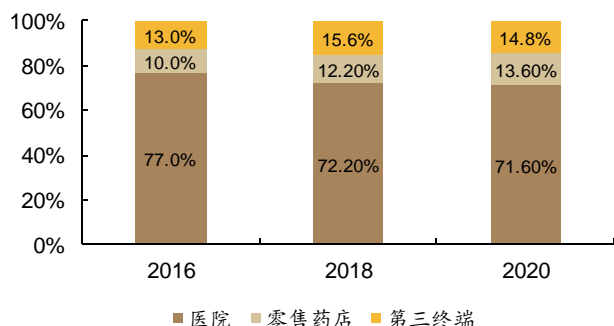
发布日期	发布部门	政策文件	主要内容
2014 年 9 月	商务部、发改委、财政部、国家食品药品监管总局等 6 部门	《关于落实 2014 年度医改重点任务提升药品流通服务水平和效率工作的通知》	提出要加快清理和废止阻碍药品流通行业公平竞争的政策规定，构建全国统一市场；采取多种方式推进医药分开
2015 年 5 月	国务院	《深化医药卫生体制改革 2014 年工作总结和 2015 年重点工作任务》	鼓励药品零售企业连锁经营，采取多种方式推动医药分开，推进药品价格改革。
2016 年 7 月	国家发展改革委	《关于促进医药产业健康发展的指导意见重点工作部门分工方案》	加快公立医院补偿机制改革，建立科学合理的考核奖惩制度，结合医药分开、取消药品加成等政策的实施，加强诊疗行为管理，防止过度治疗等不规范行为，控制医疗费用。
2016 年 7 月	国家发展改革委、国家卫生计生委、人力资源社会保障部、财政部	《关于印发推进医疗服务价格改革意见的通知》	围绕公立医院综合改革，统筹考虑取消药品加成及当地政府补偿政策，同步调整医疗服务价格。
2016 年 12 月	国务院	《“十三五”深化医药卫生体制改革规划》	取消药品加成（不含中药饮片），通过调整医疗服务价格、加大政府投入、改革支付方式、降低医院运行成本等，建立科学合理的补偿机制。
2017 年 2 月	国务院	《关于进一步改革完善药品生产流通使用政策的若干意见》	统筹推进取消药品加成、调整医疗服务价格。门诊患者可以自主选择在医疗机构或零售药店购药，医疗机构不得限制门诊患者凭处方到零售药店购药。具备条件的可探索将门诊药房从医疗机构剥离。
2017 年 5 月	国务院	《深化医药卫生体制改革 2017 重点工作任务》	所有公立医院全部取消药品加成（中药饮片除外），协调推进管理体制、医疗价格、人事薪酬、药品流通、医保支付方式等改革。
2018 年 8 月	国务院	《关于印发深化医药卫生体制改革 2018 年下半年重点工作任务的通知》	支持零售药店连锁发展，允许门诊患者自主选择在医疗机构或零售药店购药。
2020 年 2 月	国家卫生健康委，国家医保局等 6 部门	《关于印发加强医疗机构药事管理促进合理用药意见的通知》	坚持公立医疗机构药房的公益性，公立医疗机构不得承包、出租药房，不得向营利性企业托管药房，不得以任何形式开设营利性药店。
2020 年 12 月	国家医保局	《零售药店医保定点管理暂行办法》	对符合条件的零售药店可申请定点，定点零售药店可凭定点医疗机构开具的电子外处方销售药品。
2021 年 4 月	国家发展改革委、商务部	《关于支持海南自由贸易港建设放宽市场准入若干特别措施的意见》	支持开展互联网处方药销售，对于在国内上市销售的处方药，除国家药品管理法明确实行特殊管理的药品外，全部允许依托电子处方中心进行互联网销售，不再另行审批。
2021 年 4 月	国务院	《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。

资料来源：商务部，中华人民共和国中央人民政府，中国政府网，德邦研究所

医院端处方药占比有明显下降趋势。目前医院仍是处方药最大的销售渠道，但随着 2017 年所有公立医院取消药品加成的政策的实施，2018 年院内处方药销售占比相较 2016 年下降 4.8 pct。之后院内处方药占比一直处于缓慢下降的趋势，由于 2020 年为“4+7”集采、“4+7”扩围、第二、三批集采等项目的执行期，进入集采和医保谈判的药品开始大规模兑现降价，导致处方药在公立医院的销售占比下降 0.6 pct 至 71.6%。未来随着集采常态化的推进，更多药品面临大幅降价，预计处方外流进程将加快。

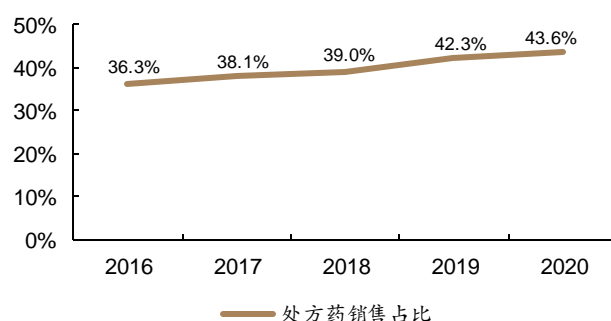
零售渠道的处方药占比稳健上升且增速快于第三终端。2016-2020 年零售渠道的处方药占比增幅为 3.6%，大于第三终端增幅 1.8%。百强药店处方药占比也呈稳健上升趋势，年涨幅均值为 2%。由此可见处方药在零售渠道的增长潜力要大于第三终端，未来当处方外流模式得以成熟发展后，零售药房有望获得更多销售增量。

图 5：处方药在不同渠道的销售占比



资料来源：IQVIA，德邦研究所

图 6：百强药店处方药营收占比



资料来源：中国药店，德邦研究所

我们对零售端处方外流未来的市场空间做了进一步测算（零售渠道包括城市药店、县药店及网上药店），并参考 IQVIA 的有关处方药销售渠道占比数据做了如下假设：

- 1) 考虑到近年来由于带量采购导致的处方药价格大幅下滑因素，我们假设药品市场未来的增幅在 2.7%-4.5% 区间。
- 2) 处方药约占整个药品市场的 65%，但近年来处方药占整体药品市场比重呈下降趋势，假设未来会以 0.1% 的降幅继续下降。
- 3) 根据 IQVIA，2020 年零售渠道处方药占整体院外渠道的比重为 47.9% 且近年来该比重处于增长态势。中性假设该比重每年将增加 0.3%，到 2030 年将达 50.9%。同时中性假设到 2030 年整体院外处方药销售占比将达到 45%，故 2030 年零售渠道处方药占比将提升至 22.9%。悲观情况下，2030 年零售渠道处方药销售比重达到 20%，乐观情况下，预计 2030 处方药销售比重达到 26%。

中性情况下，我们预计到 2030 年通过零售渠道销售的处方药规模将增长至 3434 亿元。

表 3：2030 年处方药在零售端销售规模测算（亿元）

	2021E	2025E	2030E
悲观：20%	17177	20094	23407
整体药品市场			

	处方药市场规模	11165	12981	15004
	零售端处方药占比	13.7%	16.4%	20.0%
	零售端处方药规模	1525	2130	2996
中性：22.9%	整体药品市场	17177	20094	23407
	处方药市场规模	11165	12981	15004
	零售端处方药占比	13.7%	17.7%	22.9%
	零售端处方药规模	1534	2297	3434
乐观：26%	整体药品市场	17177	20094	23407
	处方药市场规模	11165	12981	15004
	零售端处方药占比	13.8%	19.0%	26.0%
	零售端处方药规模	1542	2469	3895

资料来源：IQVIA，德邦研究所

1.3. 线上与实体：有竞争，但更多是业态互补

从目前互联网医疗公司的商业模式看，目前仅有医药电商的盈利路径较为清晰，并且通过分析医药电商的竞争力我们发现：**1) 医药电商无明显价格优势。2) 净利率整体低于龙头药房。**

医药电商与实体药店并无较大价格差异。医药电商虽然主打低价策略，但在销量较大的品类如家庭常备药、处方药上并无明显价格优势。以莲花清瘟为例，医药电商的均价为 0.57 元/粒，而实体药房的均价为 0.51 元/粒。其他品类的价格差异也并不大。

表 4：实体药店与医药电商部分药品价格对比

	家庭常备药						维生素保健品			
	以岭莲花清瘟			三精双黄连口服液		云南白药膏		钙尔奇		朗迪碳酸钙 D3 片
	展示价格 (元)	元/粒	展示价格 (元)	元/ml	展示价格 (元)	元/片	展示价格 (元)	元/片	展示价格 (元)	元/片
平安好医生	49.8 (36 粒/3 盒)	0.46	25 (10ml*10 支)	0.25	36.8 (8 片)	4.6	88 (100 片)	0.88	78 (60 片)	1.3
京东健康	14.8 (24 粒/盒)	0.62	25 (10ml*10 支)	0.25	40.8 (8 片)	5.1	110 (100 片)	1.1	128 (100 片)	1.28
阿里健康	44.3 (24 粒/3 盒)	0.62	32 (20ml*9 支)	0.18	27 (5 片)	5.4	109 (100 片)	1.09	99 (100 片)	0.99
均价		0.57		0.23		5.03		1.02		1.19
一心堂	18.8 (36 粒/盒)	0.52	25 (10ml*10 支)	0.25	26.8 (5 片)	5.36	119 (100 片)	1.19	21.8 (30 片)	0.73
老百姓	15.43 (36 粒/盒)	0.43	30.87 (10ml*10 支)	0.31	24.5 (5 片)	4.9	125.44 (100 片)	1.25	142.59 (100 片)	1.43
益丰药房	14.2 (24 粒/盒)	0.59	40.81 (10ml*12 支)	0.34	29.64 (5 片)	5.9	121.24 (100 片)	1.21	142.35 (100 片)	1.42
大参林	无		无		49 (8 片)	6.13	88.3 (60 片)	1.47	129 (100 片)	1.29
均价		0.51		0.30		5.57		1.28		1.22

资料来源：医药电商 App，德邦研究所

表 5：实体药店与医药电商部分药品价格对比

	处方药					
	卡博平阿卡波糖片		安达唐达格列净片		格华止盐酸二甲双胍片	
	展示价格 (元)	元/片	展示价格 (元)	元/片	展示价格 (元)	元/g
平安好医生	33 (45 片)	0.73	149 (30 片)	4.97	28 (0.5g*20 片)	2.8
京东健康	42 (45 片)	0.93	136 (30 片)	4.53	27.8 (0.5g*20 片)	2.78

阿里健康	180 (30片*10盒)	0.6	70 (14片)	5.00	28 (0.5g*20片)	2.8
均价		0.75		4.83		2.79
一心堂	22 (30片)	0.73	64 (7片*2板)	4.57	24.8 (0.5g*20片)	2.48
老百姓	21.27 (30片)	0.71	70.2 (14片)	5.01	45 (0.5g*20片)	4.50
益丰药房	21.8 (30片)	0.73	70.1 (14片)	5.01	29.48 (0.5g*20片)	2.95
大参林	28 (30片)	0.93	85.5 (7片*2板)	6.11	34.7 (0.5g*20片)	3.47
均价		0.775		5.175		2.73

资料来源：医药电商 App，德邦研究所

医药电商整体盈利能力弱于实体药房。虽然医药电商的销售费用率较低，但管理费用率较高且毛利率远低于实体药房，导致其净利率偏低甚至为负。并且医药电商业务的盈利不仅要支撑公司的运作，同时还需为公司探索其他医疗服务业务提供支持。

表 6：2021H1 医药电商与实体药房部分财务指标对比

	毛利率	销售费用率	管理费用率	财务费用率	净利率
平安好医生	26.9%	28.9%	23.6%	0.1%	-23.0%
京东健康	24.3%	7.2%	8.2%	0.0%	-3.3%
阿里健康	23.3%	7.9%	1.9%	0.0%	2.2%
一心堂	38.9%	26.2%	2.8%	0.6%	7.8%
老百姓	33.4%	20.8%	4.2%	1.1%	6.2%
益丰药房	40.8%	25.6%	4.3%	0.8%	7.6%
大参林	39.1%	23.7%	4.7%	0.9%	8.2%

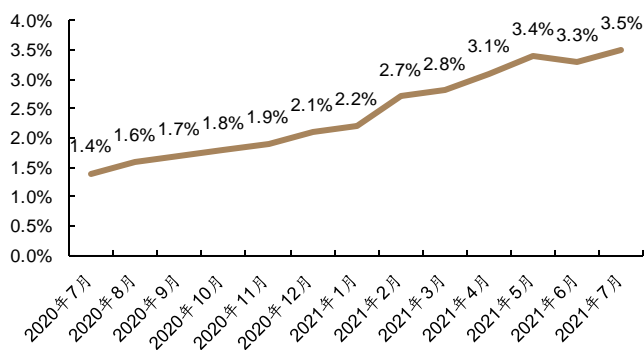
资料来源：各公司公告，德邦研究所

注：阿里健康统计截止日期为 2021.3.31；表格仅从公司整体财务指标进行对比，并未拆分各项业务

1.4. O2O：线上与线下融合比较顺畅的方式，份额快速提升

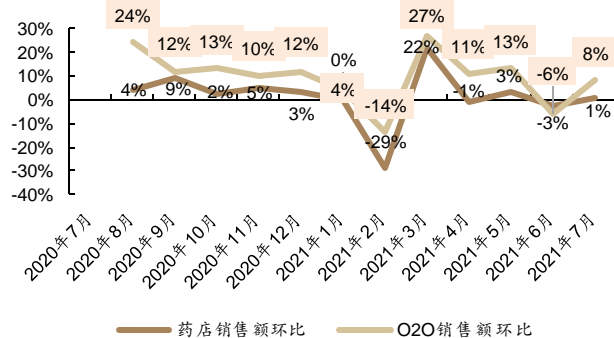
作为线上与线下比较顺畅的结合方式，O2O 在近年来发展迅速，2020 年 7 月-2021 年 7 月，O2O 销售额比重在逐月提高，2021 年 7 月，O2O 销售额比重已经达到 3.5%，上年同期仅为 1.4%。从环比数据上来看，进入 2021 年，实体药店的环比销售情况并不乐观，但 O2O 快于药店整体的增速。

图 7：2020.07-2021.07 O2O 占药店整体份额



资料来源：中康 CMH，德邦研究所

图 8：2020.07-2021.07 药店整体销售额与 O2O 环比变化情况



资料来源：中康 CMH，德邦研究所

2. 一心堂：主要布局云南省的西南地区医药零售龙头企业

2.1. 发展历程：立足西南，辐射全国

云南鸿翔一心堂药业为以零售药店连锁经营为核心，集药材加工与销售、中

西成药批发为一体的医药零售连锁企业，截止 2021Q3，公司共有门店 8356 家，其中 4837 家位于云南省，是云南省最大的药品零售连锁企业。

公司成立于 2000 年 11 月，2001 年-2003 年主要布局云南，2004 年开始，在四川、广西、重庆、山西等地开始布局，2009 年，云南省外门店数突破 1000 家。2010 年通过收购以进入目标区域的医药零售市场，并在优势区域通过自建形式进行加密扩张，形成了目前的“少区域高密度网点”的门店格局。

图 9：一心堂历史沿革

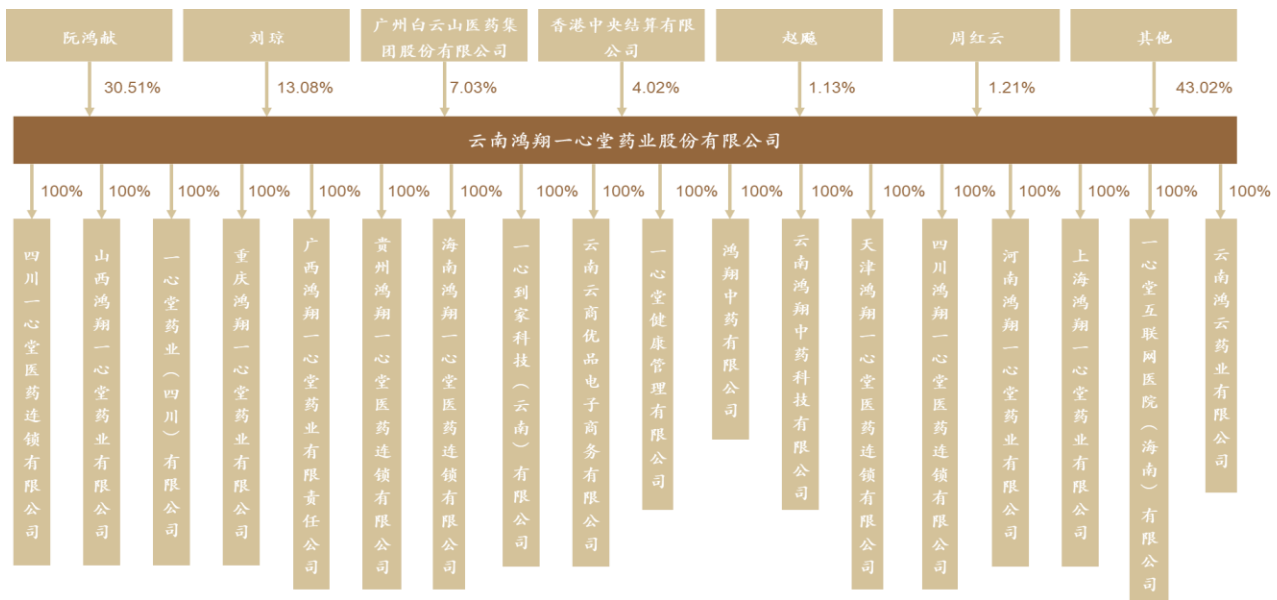


资料来源：公司招股书，公司公告，德邦研究所

2.2. 股权结构稳定，大股东具有绝对话语权

公司第一大股东及实际控制人为阮鸿献先生，持股比例为 30.51%，第二大股东刘琼女士（阮鸿献先生前妻），持股比例为 13.08%，第三大股东白云山医药集团，持股比例为 7.03%。一心堂拥有多个下属全资子公司，主要分布在西南、华南等地，经营业务覆盖医药零售、互联网医疗等多个领域，其中，鸿翔中药主要经营公司的中药业务。

图 10：一心堂股权结构（截止 2021Q3）



资料来源：公司公告，德邦研究所

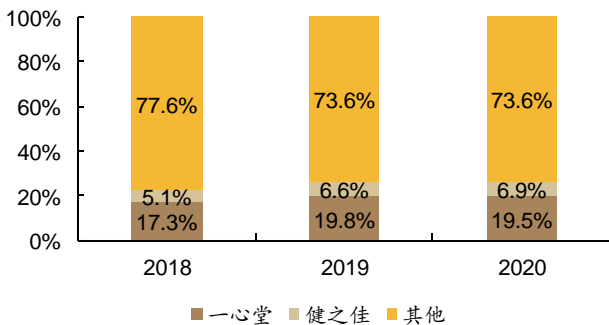
2.3. 深耕云南，聚焦优势省份

公司从云南起家，并以云南为核心逐步向西南、华南扩张。在以收购形式进入目标市场后公司逐渐放缓区域扩张的步伐，秉持少区域高密度网点布局战略聚焦优势省份。公司目前的门店数处于行业领先地位，模式均为直营。截止2021Q3公司共有8356家连锁门店，其中包括“大本营”云南省4837家，优势省份四川、广西、山西、贵州及海南分别有1097家/811家/518家/397家/339家。

2.3.1. 绝对的云南药房龙头

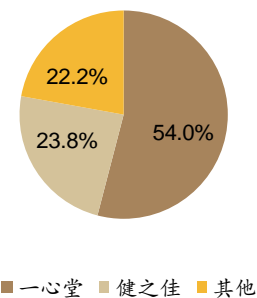
云南药店市场正处于整合期，公司具有先发优势。云南目前仍以中小药店为主且盈利能力较弱，2019年云南省两大上市龙头药房合计门店数仅占整个云南市场的26.4%，但销售规模却占到整个云南药品零售市场的约76%，市场份额十分集中。随着大型连锁企业不断扩张，中小药店的生存空间被不断挤压，2018-2020年数量占比由77.6%下降至73.6%。公司深耕云南多年，作为云南绝对的药房龙头，公司有望持续受益于单体药店加速出清带来的市场空间增量。

图 11：云南省药店数量占比格局



资料来源：公司公告，中国药店，德邦研究所

图 12：2019年云南省药品零售市场格局

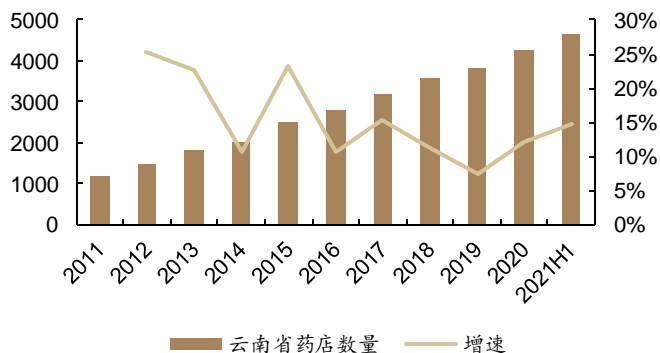


资料来源：公司公告，中国药店，德邦研究所
注：一心堂云南省销售额为单店收入*云南省门店数估算得来

成熟门店占比上升为公司利润增长提供动力。成熟门店具有较强的盈利能力，

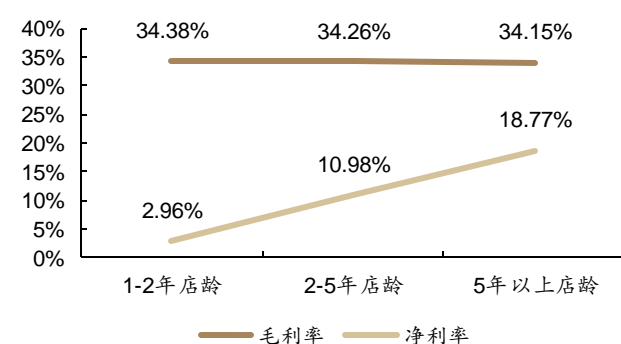
根据公司 2018 年披露的分店龄净利率及毛利率来看，新店的毛利率水平与老店相当，但净利率水平较低，随着新店爬坡完成，营业额提升，摊薄费用后，净利率逐步提升。公司 5 年以上的老店净利率水平由 2016 的 43.2% 大幅上升至 2020 年的 58.7%。随着成熟门店占比进一步提升，公司净利有望进一步提升。

图 13：2011-2021H1 云南省内门店数量（家）



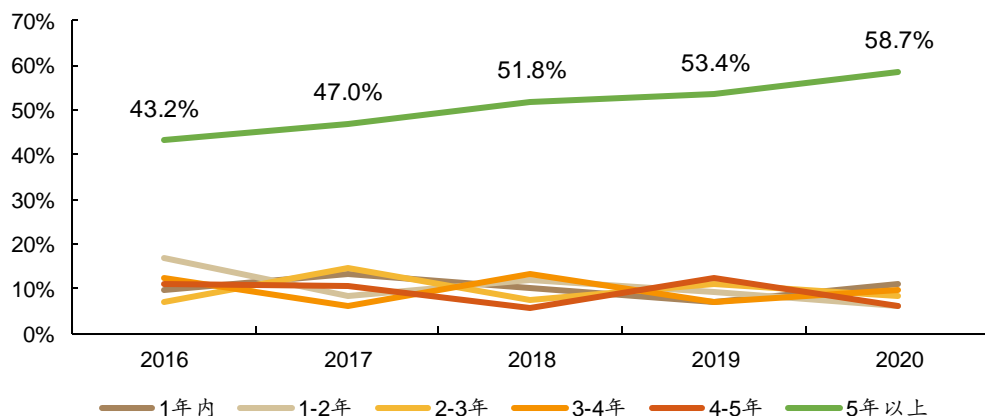
资料来源：公司公告，德邦研究所

图 14：不同店龄毛利率及净利率情况



资料来源：公司公告，德邦研究所

图 15：云南省不同店龄门店占比

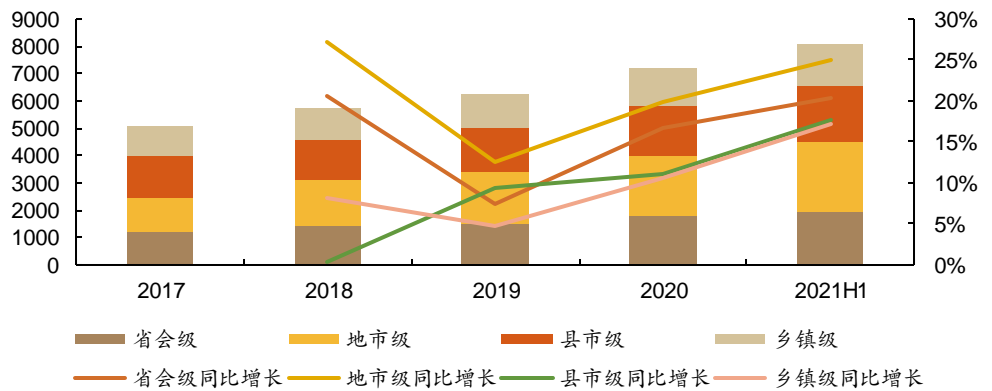


资料来源：公司公告，德邦研究所

2.4. 下沉市场的“避风港”属性为公司业绩提供保障

下沉市场潜力大，公司早已深入布局。由于下沉市场药房密度低，城乡居民基本医疗保险的报销比例低于职工医保，导致下沉市场普遍对于价格敏感程度低。公司通过大力布局县乡市场形成了业内独有的市县乡一体化发展格局，2021H1 县乡区域合计门店数为 3521 家，占总门店数的 43.7%，分别同比增长 17.8% 及 17.2%。

图 16：2017-2020 年公司各区域门店数及增长情况（家，%）



资料来源：公司公告，德邦研究所

下沉市场盈利能力良好。随着高线城市竞争加剧及集采影响，导致药品的毛利空间被进一步压缩，而下沉市场则展现出“避风港”属性。县级及乡镇级毛利率始终高于省会级及地市级，且近年来乡镇级的毛利降幅要小于省会级。说明下沉市场具备较高的盈利潜力，公司通过渠道下沉有望维持稳健的盈利能力以对抗毛利下降的冲击。

表 7: 各区域毛利率对比

	省会级	地市级	县级	乡镇级
2017	33.5%	36.6%	37.7%	37.6%
2018	31.6%	34.6%	35.9%	36.2%
2020	29.7%	32.8%	34.4%	35.1%

资料来源：公司公告，德邦研究所

通过公司公布的各区域经营面积及平效大致推算出各区域门店的单店营收，我们发现：乡镇级门店的单店营收虽然低于其他区域，但近年的同比增长率却远高于其他区域，2020年省会级门店的营收增速仅为1.4%，而乡镇级则高达13.5%，具有较大增长潜力。同时，2017-2020年乡镇级门店营收占比处于逐年增长态势，分别为12.2%/12.1%/12.7%/13.5%。叠加下沉渠道毛利率较高、费用较低等因素，未来收益率将十分可观。

表 8: 各区域营收及增速测算

		2017	2018	2019	2020
经营面积 (平方米)	省会级	157247	183929	189088	214394
	地市级	152652	193656	213078	246706
	县级	168621	163693	178133	193015
	乡镇级	85831	90065	94269	104638
平效 (元/平方米)	省会级	51.3	49.2	47.3	48.8
	地市级	49.8	48.9	44.9	45.8
	县级	45.4	46.1	43.7	44.8
	乡镇级	37.6	39.7	40.8	45.5
营收 (亿元)	省会级	22.2	26.6	29.5	34.9
	地市级	20.9	27.8	31.6	37.8
	县级	21.0	22.2	25.7	28.9
	乡镇级	8.9	10.5	12.7	15.9
门店数	省会级	1174	1415	1519	1772
	地市级	1309	1664	1,872	2,246
	县级	1493	1499	1,639	1,821

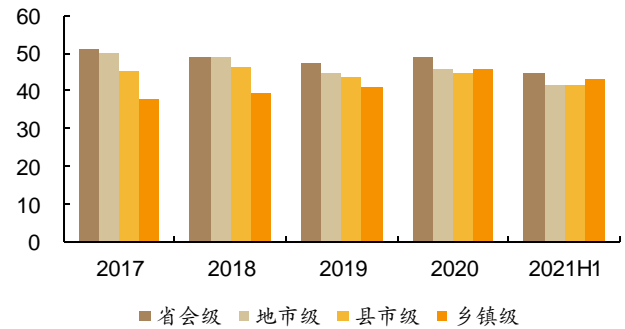
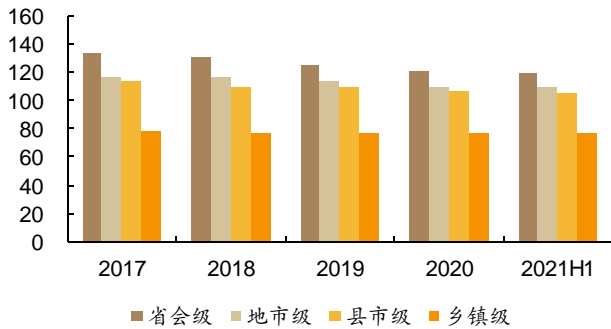
	乡镇级	1090	1180	1,236	1,366
单店营收 (亿元)	省会级	0.019	0.019	0.019	0.020
	地市级	0.016	0.017	0.017	0.017
	县市级	0.014	0.015	0.016	0.016
	乡镇级	0.008	0.009	0.010	0.012
	同比增速 (单店收入)				
	省会级		-0.6%	3.4%	1.4%
	地市级		4.8%	0.7%	-0.2%
	县市级		4.9%	6.0%	1.1%
	乡镇级		9.2%	15.2%	13.5%

资料来源：公司公告，德邦研究所

下沉市场经营效率大幅提升。2017 年公司省会级门店平效和乡镇级门店平效分别为 51.3 元/平方米及 37.6 元/平方米，差距较大。近年来该差距逐渐缩小，2021H1 平效分别为 44.5 元/平方米及 43.2 元/平方米。由于下沉市场租金相对较低，导致乡镇级门店租效比远高于其他区域。2017 年-2021H1 乡镇级门店租效比分别为 22.8/23.4/26.7/26.2/26.1，省会级门店租效比为 12.1/11.8/11.8/12.1/10.8，存在较大差距。说明渠道越为下沉，经营效率越高。

图 17：各区域门店平均单店面积 (平方米)

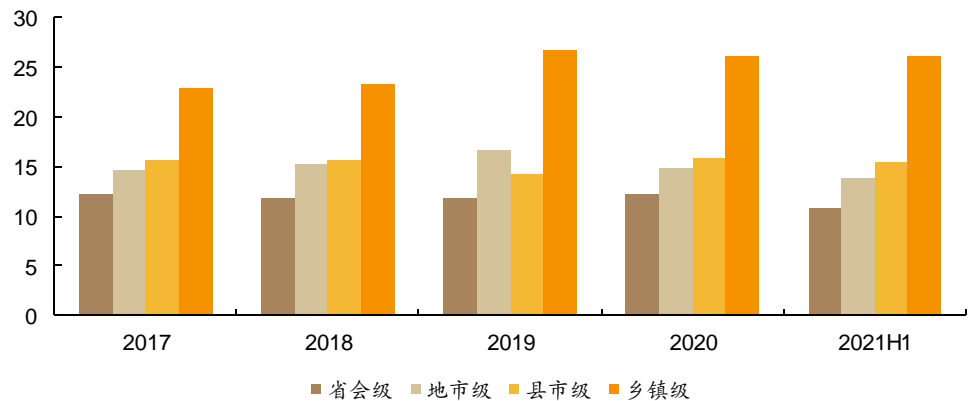
图 18：各区域平效情况 (含税, 元/平方米)



资料来源：公司公告，德邦研究所

资料来源：公司公告，德邦研究所

图 19：各区域租效比情况 (含税, 年销售额/租金)



资料来源：公司公告，德邦研究所

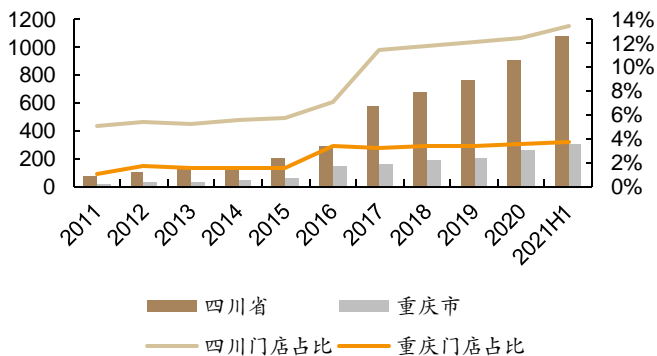
2.5. 川渝地区：云南省之外的第二大市场

川渝作为公司最重要的拓展地区，今年来门店数量实现快速增长。2021H1

四川及重庆的门店数为 1073 家及 300 家，占比分别达 13.3% 及 3.7%。四川及重庆的门店在 2015-2017 年经历一波较快的增长后逐渐趋于平缓。

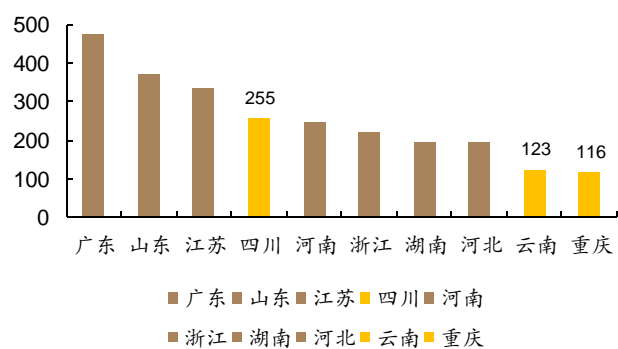
四川在地理位置上比邻云南，承接云南的资源更为便捷；同时四川的经济条件整体优于云南，具有更广阔的市场空间。2020 年四川省的药品零售市场规模达 255 亿元，远高于云南及重庆。

图 20：2011 年-2021H1 四川及重庆门店数量及占比（家，%）



资料来源：公司公告，德邦研究所

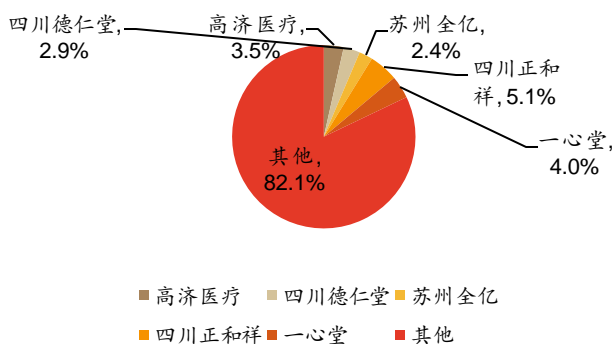
图 21：2020 年部分省市药品零售市场规模（亿元）



资料来源：中国药店，德邦研究所

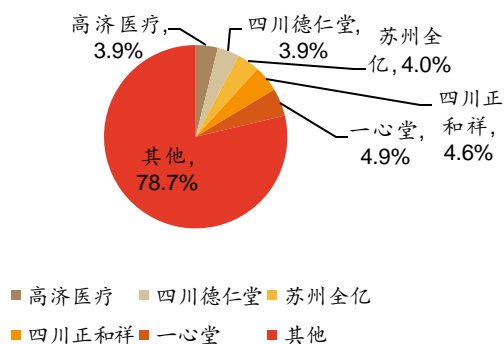
四川市场集中度低，公司具备较强竞争力。四川市场的竞争较为激烈，目前 82% 左右均以小型连锁药店或单体药店为主，2019 年一心堂四川省门店数为 756 家，由此推算规模最大的四川正和祥门店数量约 900-1000 家左右，目前形成规模的 Top 5 企业包括本土的德仁堂和正和祥、一心堂、高济医疗、以及苏州全亿。2019 年，一心堂以 4% 的门店占比贡献 4.9% 的销售额，为 Top 5 中最高，经营效益高于同地区的其他企业。

图 22：2019 年四川省连锁门店数量占比格局



资料来源：中康 CMH，德邦研究所

图 23：2019 年四川省连锁门店销售额占比格局



资料来源：中康 CMH，德邦研究所

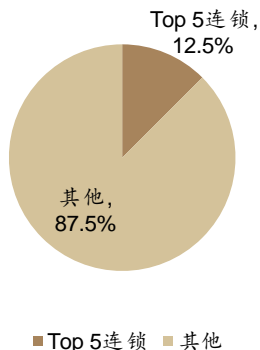
2021 年 7 月 9 日，公司对外发布两则公告：1) 拟以自有资金人民币 25,000 万元对一心堂四川进行增资。2) 一心堂四川拟以自有资金人民币 5,500 万元对本草堂进行增资及以自有资金人民币 9,900 万元受让本草堂 36% 股权。此次并购及增资事件彰显了公司建设四川市场的决心及信心。拓展川渝市场可以进一步增强公司在西南地区的竞争力，在物流和品牌上形成更强的协同效应。

2.6. 广西地区：高集中度市场中的 TOP5 之一

广西市场竞争较为激烈，头部连锁经营效率高。布局广西的大连锁企业包括

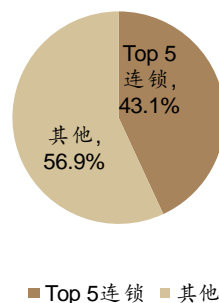
本土企业桂中大药房（区域流通企业柳药股份旗下）、广西一心医药、老百姓、国大药房等。一心堂在2006年就进军广西，2021H1在广西省拥有门店781家，已经超过本土龙头桂中大药房（735家）。2019年，广西地区Top5药店以12.5%的门店占比贡献了43.1%的销售额比重，龙头效应显著。

图 24：2019 广西 Top5 连锁门店数占比情况



资料来源：中康 CMH，德邦研究所

图 25：2019 广西 Top5 连锁销售额占比情况

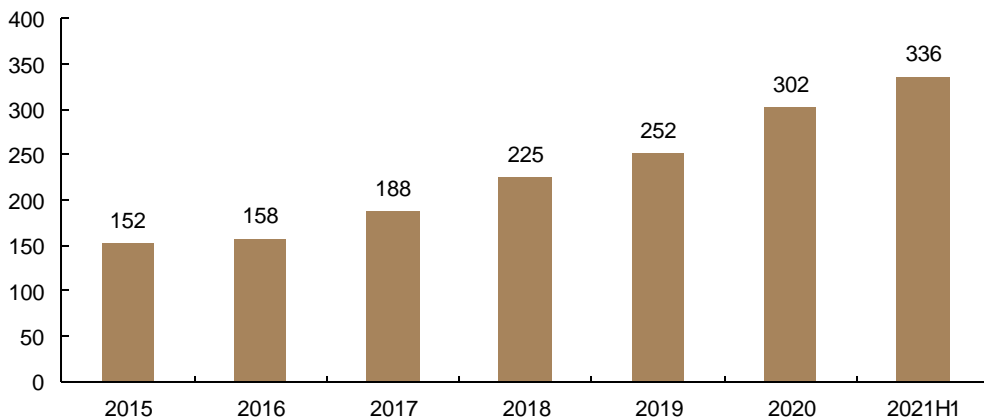


资料来源：中康 CMH，德邦研究所

2.7. 海南地区：30 亿小市场，市占率超过 20%

一心堂于 2015 年正式进入海南市场，同年在海南建立门店 152 家。截止 2021H1 公司在海南拥有 336 家门店。目前海南省药品零售的市场规模较小，2020 年仅为 32.4 亿元，竞争也并不激烈，一心堂在海南的市占率已超过 20%。由于海南没有医保，同时在海南尝试药妆店模式，能够丰富品类结构的同时扩充消费群体。

图 26：2015 年-2021H1 海南省门店数量变化情况（家）



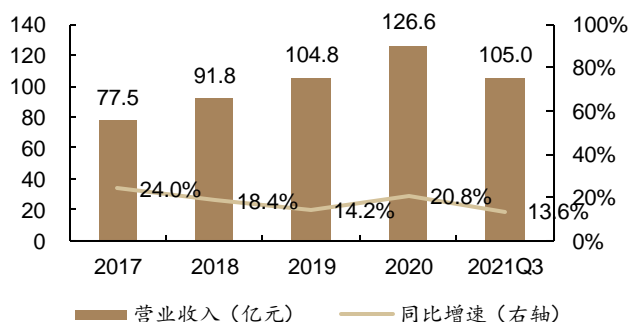
资料来源：公司公告，德邦研究所

3. 营收稳定增长，利润率趋势向好

3.1. 收入利润稳步增长，2021H1 毛利率提升明显

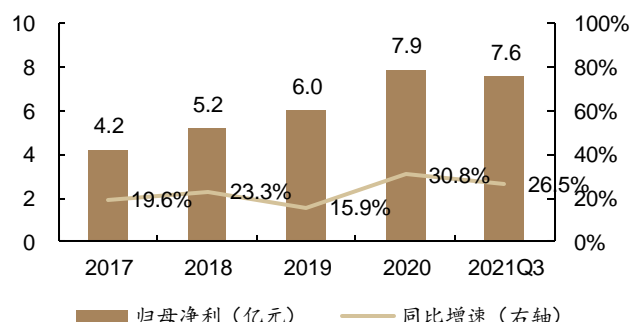
2017-2020 年，公司营收从 77.5 亿元增长至 126.6 亿元，CAGR 为 17.8%，归母净利润从 4.2 亿元增长至 7.9 亿元，CAGR 为 23.4%，收入和利润规模均维持了稳定增长。2021 年截止到 Q3，实现营收 105 亿元，同比增长 13.6%，实现归母净利润 7.6 亿元，同比增长 26.5%，毛利率和净利率水平均有提升的情况下，公司利润端增速高于收入端增速。

图 27: 2017-2021H1 营业收入及同比增速情况 (亿元, %)



资料来源: 公司公告, 德邦研究所

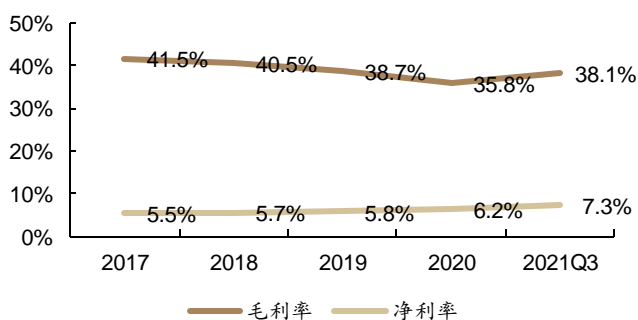
图 28: 2017-2021H1 归母净利润及同比增速情况 (亿元, %)



资料来源: 公司公告, 德邦研究所

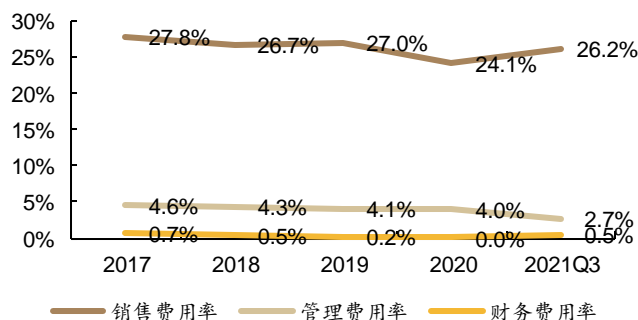
从毛利率和净利率情况看, 2017-2020 年, 在药品降价趋势下, 公司毛利率水平逐步下降。2017-2020 年, 公司费用率从 33.1% 下降至 28.1%, 净利率水平从 5.5% 提升至 6.2%, 在药品降价的趋势下, 公司费用管控得当, 净利率水平稳步提升。2021 年, 公司减小了药品打折促销的力度, 毛利率和净利率随之提升。

图 29: 2017-2021H1 毛利率及净利率情况



资料来源: 公司公告, 德邦研究所

图 30: 2017-2021H1 各项费用率情况



资料来源: 公司公告, 德邦研究所

3.2. 品类管理能力稳步提升

对于高毛利品类的管理为药房整体毛利增长的关键。通过横向对比, 全国性布局的老百姓中西成药销售占比最高, 但这也直接导致了其整体毛利率偏弱。受益于广东消费者对滋补药材的偏好, 大参林把中药做成了特色产品, 其毛利低的中西成药占比低于其他三家药房, 而毛利高的中药及非药品收入占比最高, 所以大参林的整体毛利率一直维持在较高水平。

图 31: 2018-2020 年药房品类结构情况

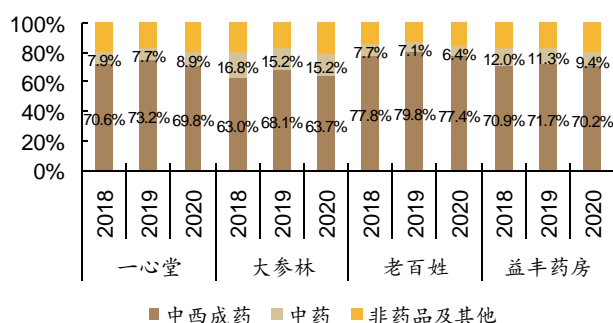
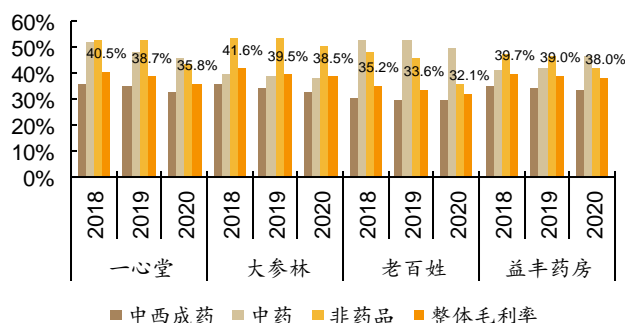


图 32: 2018-2020 年药房各品类毛利率及整体毛利率情况



资料来源：Wind, Choice, 德邦研究所

注：大参林的中药占比为参茸滋补药材及中药饮片合计

资料来源：Wind, Choice, 德邦研究所

注：大参林的中药占比为参茸滋补药材及中药饮片合计

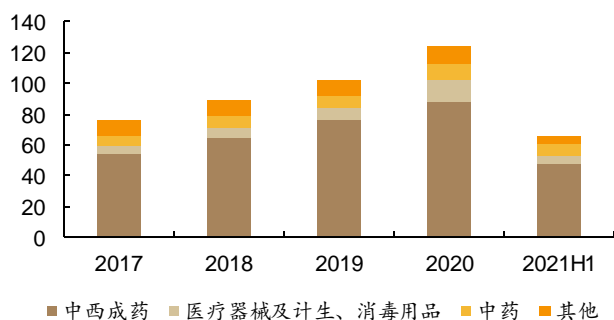
中药有望成为公司的特色品类贡献高毛利。公司的总部云南省拥有得天独厚品质优良的中药材资源，品种和数量均属全国之首。公司在近几年逐步重视对中药产品的投入，中药布局成效显著。2017-2020 年零售端收入分别为 6.6/7.3/8.1/11.2 亿元，2021H1 同比增速创过去 4 年新高，为 40.6%；虽然中药的毛利率在近年来有所下滑，但依旧维持较高水平，2017-2021H1 分别为 50.5%/51.8%/48.4%/45.7%/46.9%。中药的高毛利有望为公司贡献稳定性较高的毛利率水平。

目前公司已初步完成建立中药种植、初加工、精加工、批发、医疗机构供应、零售销售业务等完整的产业链。配方颗粒业务自 2020 年末获得云南省 609 个批文后，截至 2021 年 6 月 30 日已成功实现 4 家等级医疗机构及近 200 余家基层或民营客户的初步合作与使用，未来有望放量。

其他品类方面，公司主要收入贡献来自于中西成药，2020 年及 2021H1 营收分别为 88.4 亿元及 46.9 亿元。

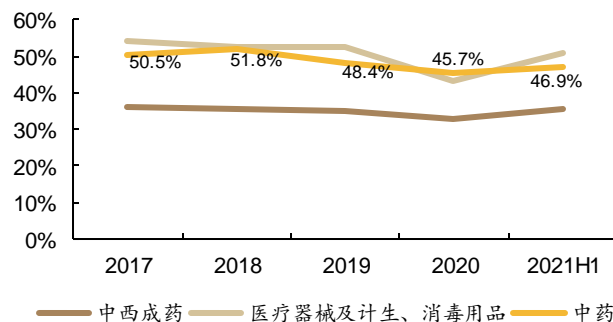
2020 年受疫情影响导致医疗器械及计生、消毒用品营收由 2019 年的 7.3 亿元增长至 13.6 亿元。2021H1 疫情物资销售占比下降导致医疗器械及计生、消毒用品的毛利率回升至 50.8%。

图 33：2017-2021H1 分产品营收（亿元）



资料来源：公司公告，德邦研究所

图 34：2017-2021H1 分产品毛利率情况



资料来源：Wind, Choice, 德邦研究所

3.3. 拥抱新业态以增强承接处方外流能力

电商业务：O2O 渠道拓展有望为公司带来业绩增量。公司的 O2O 布局处于领先地位，覆盖门店数迅速扩张，2020-2021H1 仅半年时间内由 4816 家增长至 7298 家，占整体门店比重由 66.8% 增长至 90.6%。“少区域高密度”的战略布局也成为了公司拓展 O2O 业务的优势所在。目前公司已上线一心到家 O2O 业务，自建一心到家等程序，与此同时与各大主流电商平台如美团外卖、饿了么建立紧密合作关系并布局 O2O 业务，发挥线上线下协同效应，大力发展线上用户。

院边店：院边店主要承接“进院难”的高价药物和人们出院后就近买药的需求，是未来能够最快时间、最短距离承接处方外流的零售药店。目前益丰药房在院边店的布局最快，2017 年院边店占比就已达到 30%，公司与老百姓、大参林差距不大。

特慢病药房：随着人口老龄加剧，慢病患者数量将会逐年上升，慢病用药需求将进一步扩大。公司在特慢病药房的布局处在加速期，2020年至2021H1开通的各类慢病医保门店由646家增长至814家，增速迅猛。四家龙头药房在特慢病药房的布局均处于初期发展阶段，目前暂无明显差距。

表 9：四大药房新业态局情况

	益丰药房	大参林	老百姓	一心堂
电商业务	截止 2021H1，O2O 多渠道多平台上线门店超 5,050 家。截止 2021H1，超 5000 家 O2O 及 B2C 销售收入占比分别为 67.02% 及 32.98%，同比增长 139.89% 及 40.55%	截止 2021H1，线上渠道销售额达 3 亿元，同比增长达到 200%，已超门店覆盖 O2O 业务，线上 2020 年全年销售额。公司支持 O2O 收入同比增长 97.63%	截止 2021H1，线上渠道销售额达 3 亿元，同比增长达到 200%，已超门店覆盖 O2O 业务，线上 2020 年全年销售额。公司支持 O2O 收入同比增长 97.63%	2020-2021H1 仅半年时间内 O2O 覆盖门店数由 4816 家增长至 7298 家，占整体门店比重由 66.84% 增长至 90.6%。2021 年上半年 O2O 和 B2C 业务分别占整体电商业务销售额的 78.33% 及 21.67%。
院边店	2017 年院边店占比为 30%，后续暂无数据披露	截止 2021H1，拥有 655 家院边店，占门店总数的 9.4%	截至 2021H1。公司 5,682 家直营门店中，院边店占比 10.8%。	截止 2021H1，公司二级以上医院院边店门店数达到 583 家，占门店总数的 7.2%。
特慢病药房	截止 2021H1，公司有特慢病统筹医保定点门店 706 家，慢病管理专店 430 家，建档并深度维护慢病会员达 55 万	截止 2021H1，慢病门店发名慢病管理专家，在全国 4,214 家门店展至 1171 家，公司医保定点铺设了血糖、血压等慢病自测蓝牙智能设备。截至 2020 年末，老百姓（含大病统筹及门特门慢定点资格门店）	截止 2021H1，公司已培养了 4,014 名慢病管理专家，在全国 4,214 家门店展至 1171 家，公司医保定点铺设了血糖、血压等慢病自测蓝牙智能设备。截至 2020 年末，老百姓（含大病统筹及门特门慢定点资格门店）	截止 2021H1，公司开通的各类慢病医保门店为 814 家，相比于 2020 年末，在半年时间内增长 168 家，增速迅猛，占公司门店总数的 10.11%。

资料来源：各公司公告，德邦研究所

4. 盈利预测与投资建议

4.1. 盈利预测

参照公司 2 年内、2-5 年、5 年以上以往的单店收入情况，综合考虑门店扩张节奏，预计 2021-2023 年将实现营收 149.1/179.4/210.2 亿元，同比增长 17.8%/20.3%/17.2%，实现归母净利润 10.0/12.9/16.1 亿元，同比增长 27.1%/28.5%/24.9%。

表 10：2021-2023 年盈利预测

店龄	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E
2 年内	门店数 (家)	1673	1200	1447	1948	2200
	单店营收 (万元)	75	75	77	78	80
	营业收入 (小计) (百万元)	1255	900	1108	1519	1760
	毛利率	41.8%	39.3%	38.5%	41.2%	41.0%
	营业成本	731	546	682	893	1038
2-5 年	门店数 (家)	1696	2443	2262	2181	2139
	单店营收 (万元)	164	163	166	168	170
	营业收入 (小计) (百万元)	2783	3976	3765	3664	3636
	毛利率	39.9%	38.4%	37.5%	39.5%	39.0%
	营业成本	1672	2449	2353	2217	2218
5 年以上	门店数 (家)	2389	2623	3496	4085	5066
	单店营收 (万元)	195	193	197	208	217
	营业收入 (小计) (百万元)	4661	5058	6872	8512	10979
	毛利率	39.1%	37.5%	35.5%	36.5%	36.5%
	营业成本	2837	3162	4432	5405	6971
总计	门店总数 (家)	5758	6266	7205	8214	9405
	零售业务营收 (百万元)	8700	9934	11746	13696	16375
	yoy (%)		14.2%	18.2%	16.6%	19.6%
	其他收入					

批发收入 (百万元)	246	293	655	917	1,238	1,610
其他收入 (百万元)	231	251	255	293	323	339
营业收入 (百万元)	9,176	10,479	12,656	14,906	17,936	21,019
yoy (%)		14.2%	20.8%	17.8%	20.3%	17.2%

资料来源：公司公告，德邦研究所

4.2. 投资建议

公司是国内零售药店龙头企业之一，布局下沉市场增强了公司经营稳定性，受益于行业集中度提升，预计公司未来 2-3 年内能维持相对稳定的业绩增长。参考行业内同类型公司估值情况及公司以往的估值情况，给予公司 2022 年 18-22 倍 PE 估值，合理区间为 39.1-47.7 元，首次覆盖，给予“买入”评级。

表 11：可比公司估值分析

公司名称	总市值 (亿元)	归母净利润			PE (X)		
		2021E	2022E	2023E	2021E	2022E	2023E
一心堂	185.9	10.0	12.9	16.1	18.5	14.4	11.5
大参林	291.7	12.6	16.1	20.4	23.2	18.1	14.3
老百姓	179.9	7.7	9.5	11.7	23.4	18.9	15.4
益丰药房	332.9	9.9	12.7	16.2	33.7	26.1	20.5
PE 均值					26.8	21.1	16.7

资料来源：wind 一致预期，德邦研究所（数据计算日期为 2021 年 10 月 28 日，可比公司估值为 wind 一致预期）

5. 风险提示

处方外流进程不及预期风险：长期来看，处方外流的趋势已经形成，但若政策在各地推进速度不一，药店受益处方外流的节奏和进度会有差异。

门店扩张不及预期风险：公司目前处于大力扩张阶段，若扩张中进展不顺利将拉低公司整体业绩增速。

药品价格下降风险：未来集采常态化将导致大范围药品面临价格大幅下降风险，从而导致公司毛利率下降。

财务报表分析和预测

主要财务指标	2020	2021E	2022E	2023E
每股指标(元)				
每股收益	1.38	1.69	2.17	2.71
每股净资产	9.68	11.37	13.54	16.24
每股经营现金流	1.74	2.92	2.95	3.18
每股股利	0.30	0.00	0.00	0.00
价值评估(倍)				
P/E	24.13	18.50	14.39	11.52
P/B	3.44	2.74	2.30	1.92
P/S	1.47	1.25	1.03	0.88
EV/EBITDA	15.98	12.27	9.09	6.95
股息率%	0.95%	0.0%	0.0%	0.0%
盈利能力指标(%)				
毛利率	35.8%	38.0%	38.2%	38.2%
净利润率	6.2%	6.7%	7.2%	7.7%
净资产收益率	13.7%	14.8%	16.0%	16.7%
资产回报率	8.5%	7.3%	7.7%	8.2%
投资回报率	12.8%	10.4%	10.7%	11.1%
盈利增长(%)				
营业收入增长率	20.8%	17.8%	20.3%	17.2%
EBIT 增长率	18.8%	30.6%	24.7%	19.1%
净利润增长率	30.8%	27.0%	28.6%	24.9%
偿债能力指标				
资产负债率	38.0%	50.7%	52.0%	50.8%
流动比率	1.9	1.6	1.6	1.6
速动比率	1.2	1.2	1.3	1.3
现金比率	0.5	0.9	0.9	1.0
经营效率指标				
应收帐款周转天数	23.4	21.9	21.2	22.2
存货周转天数	98.6	78.9	71.0	67.5
总资产周转率	1.4	1.1	1.1	1.1
固定资产周转率	18.7	18.7	19.0	18.8

现金流量表(百万元)	2020	2021E	2022E	2023E
净利润	790	1,003	1,290	1,611
少数股东损益	-1	-1	-1	-2
非现金支出	326	222	228	235
非经营收益	-31	21	102	129
营运资金变动	-51	491	137	-80
经营活动现金流	1,033	1,737	1,756	1,893
资产	-277	-243	-301	-348
投资	-505	-104	-114	-131
其他	-143	63	75	88
投资活动现金流	-925	-284	-339	-392
债权募资	59	2,940	1,000	500
股权募资	68	0	0	0
其他	-175	-69	-158	-191
融资活动现金流	-48	2,871	843	309
现金净流量	60	4,324	2,260	1,810

备注：表中计算估值指标的收盘价日期为 10 月 29 日
 资料来源：公司年报（2019-2020），德邦研究所

利润表(百万元)	2020	2021E	2022E	2023E
营业总收入	12,656	14,906	17,936	21,019
营业成本	8,123	9,242	11,086	12,985
毛利率%	35.8%	38.0%	38.2%	38.2%
营业税金及附加	32	37	43	48
营业税金率%	0.3%	0.3%	0.2%	0.2%
营业费用	3,052	4,025	4,843	5,675
营业费用率%	24.1%	27.0%	27.0%	27.0%
管理费用	506	417	484	546
管理费用率%	4.0%	2.8%	2.7%	2.6%
研发费用	1	4	7	11
研发费用率%	0.0%	0.0%	0.0%	0.1%
EBIT	904	1,181	1,472	1,754
财务费用	4	-23	-13	-31
财务费用率%	0.0%	-0.2%	-0.1%	-0.1%
资产减值损失	-84	-50	-40	-30
投资收益	34	38	45	53
营业利润	918	1,156	1,455	1,778
营业外收支	39	10	10	10
利润总额	957	1,166	1,465	1,788
EBITDA	1,143	1,272	1,579	1,877
所得税	168	163	176	179
有效所得税率%	17.5%	14.0%	12.0%	10.0%
少数股东损益	-1	-1	-1	-2
归属母公司所有者净利润	790	1,003	1,290	1,611

资产负债表(百万元)	2020	2021E	2022E	2023E
货币资金	1,624	5,948	8,207	10,018
应收账款及应收票据	812	816	960	1,196
存货	2,194	1,947	2,117	2,369
其它流动资产	2,088	2,190	2,409	2,685
流动资产合计	6,718	10,901	13,693	16,268
长期股权投资	84	139	183	216
固定资产	675	799	945	1,115
在建工程	15	1	0	0
无形资产	123	136	153	174
非流动资产合计	2,610	2,846	3,116	3,411
资产总计	9,328	13,747	16,809	19,679
短期借款	60	3,000	4,000	4,500
应付票据及应付账款	2,876	3,298	3,959	4,610
预收账款	7	9	11	13
其它流动负债	589	641	752	859
流动负债合计	3,532	6,948	8,722	9,982
长期借款	0	0	0	0
其它长期负债	16	16	16	16
非流动负债合计	16	16	16	16
负债总计	3,548	6,964	8,737	9,997
实收资本	595	596	596	596
普通股股东权益	5,765	6,769	8,059	9,670
少数股东权益	15	14	13	11
负债和所有者权益合计	9,328	13,747	16,809	19,679

信息披露

分析师与研究助理简介

陈铁林 德邦证券研究所副所长，医药首席分析师。研究方向：国内医药行业发展趋势和覆盖热点子行业。曾任职于康泰生物、西南证券、国海证券。所在团队获得医药生物行业卖方分析师 2019 年新财富第四名，2018 年新财富第五名、水晶球第二名，2017 年新财富第四名，2016 年新财富第五名，2015 年水晶球第一名。

分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

投资评级说明

1. 投资评级的比较和评级标准： 以报告发布后的 6 个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后 6 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期市场基准指数的涨跌幅； 2. 市场基准指数的比较标准： A 股市场以上证综指或深证成指为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。	类别	评级	说明
	股票投资评级	买入	
	增持		相对强于市场表现 5%~20%；
	中性		相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
	减持		相对弱于市场表现 5%以下。
行业投资评级	优于大市		预期行业整体回报高于基准指数整体水平 10%以上；
	中性		预期行业整体回报介于基准指数整体水平-10%与 10%之间；
	弱于大市		预期行业整体回报低于基准指数整体水平 10%以下。

法律声明

本报告仅供德邦证券股份有限公司（以下简称“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客户。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

市场有风险，投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考，不构成投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。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。在法律许可的情况下，德邦证券及其所属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投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经德邦证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。如欲引用或转载本文内容，务必联络德邦证券研究所并获得许可，并需注明出处为德邦证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可，德邦证券股份有限公司的经营范围包括证券投资咨询业务。