

老百姓(603883)

报告日期: 2021年11月4日

深度报告

下沉加速、覆盖最广的药店龙头

——老百姓首次覆盖报告

✍️ : 孙建 执业证书编号: S1230520080006
☎️ : 02180105933
✉️ : sunjian@stocke.com.cn

报告导读

公司为国内连锁药店的龙头企业，覆盖 22 个省份，加盟并购快速拓展门店数量，有望实现稳定业绩增长。首次覆盖给予“增持”评级。

投资要点

□ 行业分析：门店扩张为核心，处方药占比增长为长期趋势

供给端：连锁率提高、十强占比明显提高，行业集中趋势明显。**需求端：**处方外流、集采降价、两票制等政策促使了院外药品需求的增加，类比日本处方外流过程，我们认为我国处方外流尚未解决医生薪资问题，拐点尚未来到。分析 2014-2020 年处方外流情况，我们认为处方外流并不是在存量市场上简单加总，更多是连锁药店竞争新市场、产品结构转变与客流量提升。对比海外连锁药店发展路径，我们认为连锁药店集中度提升是核心逻辑，处方外流是长期趋势。所以，对于公司的评价，需要考虑其营收规模、门店净增长率带来的盈利能力变动，以及处方外流准备程度。

□ 老百姓：加盟并购为主的发展战略，门店数目快速增长推动业绩增长

➤ **紧跟集中度提升趋势，门店稳步扩张。**我们认为门店数量的增长，是连锁药店业绩增长的核心驱动。公司星火并购与加盟并行，覆盖 22 个省份，在直营覆盖较完善的区域迅速拓展门店，加密华北、华东、华中、西北等重点区域，根据历史门店数目增速，我们预计 2021-2023 年公司将保持每年约 2600-3200 家的门店增长（包括加盟与并购），营业总收入同比增长 22.5%-23.8%。

➤ **把握行业政策窗口期，承接处方外流。**公司将处方外流战略作为未来四大战略之首，加速 DTP、院边店、医保门店的布局，2021 年三季度末，公司 DTP 药店已达 145 家，为四大连锁药店龙头之最。销售外资原研药，政策利好提升了龙头药店对外资原研药厂家的议价能力，起到增加销售额与引流的作用。我们预测处方外流将是长期趋势而非短期增量，积极布局 DTP 等渠道为承接处方外流做好准备，也提升了公司对上游厂家的议价能力，为公司长期发展蓄势。

➤ **加速战略转型，提升日均坪效与租金效率。** 大店拆小、店面下沉、数字化转型是公司未来门店管理的几大发展策略。通过大店拆小，减小店面面积，提升日均坪效。通过加盟并购等加速新农村、地县级区域的店面扩张，店面下沉提升租金效率。我们认为数字化管理提升产品管理能力、通过店面下沉提升租金效率，可以有效对冲处方药占比增加带来的毛利率下降，保持公司稳定净利率水平。

□ 盈利预测及估值

基于以上分析，我们预计公司 2021-2023 年营业总收入分别为 172.92/211.45/256.97 亿元，分别同比增长 23.81%、22.28%、21.53%，归母净利润分别为 7.57/9.17/10.96 亿元，分别同比增长 21.92%、21.07%、19.55%，对应 2021-2023 年 EPS 为 1.84/2.23/2.66 元，当前股价对应 PE 为 25/21/17 倍，2021-2023 年归母净利润 CAGR 为 20.33%，对应 2021 年 PEG1.23，考虑公司未来发展，给予 2021 年 1.35 倍 PEG，对应目标价 50.50 元，首次覆盖给予“增持”评级。

评级

增持

上次评级

增持

当前价格

¥ 46.20

单季度业绩

元/股

3Q/2021

0.31

2Q/2021

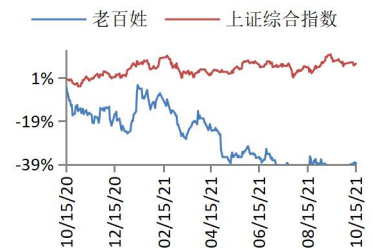
0.44

1Q/2021

0.56

4Q/2020

0.33



公司简介

相关报告

1 《【浙商|孙建】连锁药店行业深度：中日美比较下的深度思考》2021.09.25

报告撰写人: 孙建

联系人: 孙建

行业公司研究—医药商业行业—

证券研究报告

□ 风险提示

行业竞争加剧的风险；集采药品降价超预期的风险；并购扩张不及预期的风险；处方外流规模不及预期的风险

财务摘要

(百万元)	2020A	2021E	2022E	2023E
主营收入	13966.70	17291.81	21144.79	25696.97
(+/-)	19.75%	23.81%	22.28%	21.53%
净利润	621.09	757.23	916.75	1095.94
(+/-)	17.12%	21.92%	21.07%	19.55%
每股收益(元)	1.51	1.84	2.23	2.66
P/E	31	25	21	17

正文目录

1. 连锁药店：集中度提升为主要逻辑	6
1.1. 集中度提升为首要逻辑，需加速扩张	6
1.2. 处方外流为长期趋势，需积极布局	10
1.3. 新型零售为未来方向，亦必争之地	13
2. 老百姓：门店净增长率最高、覆盖最广的药店龙头	13
2.1. 公司覆盖省份最多，有助加速扩张	13
2.2. 门店净增长率最高，推动业绩增长	15
2.3. DTP 药房数量最多，承接处方外流	17
2.4. O to O 积极布局，需数字化支撑	19
3. 未来预测：毛利率与费用率降低，存货周转率提升	19
3.1. 门店数目快速增长，存货周转率将持续提升	19
3.2. 数字化管理推进，管理费用率有降低趋势	20
3.3. 处方药占比提升，毛利率将进一步下降	22
4. 盈利预测与估值	22
4.1. 营收拆分与关键假设	22
4.2. 相对估值	23
4.3. 投资建议	24
5. 风险提示	24

图表目录

图 1: 2013-2019 年药店数量结构变动情况	6
图 2: 2014-2018 年中国药店销售额与增速	6
图 3: 2014-2018 年中国十强与百强药店销售额占比	6
图 4: 美国连锁药店竞争格局	7
图 5: 日本连锁药店竞争格局	7
图 6: 美国连锁药店股价变动复盘	7
图 7: 日本连锁药店股价变动复盘	8
图 8: 2020 年营业总收入与 ROE 对应关系	8
图 9: 2020 年门店净增长率与 ROE 对应关系	8
图 10: 2020 年日均坪效与 ROE 对应关系	9
图 11: 2020 年一心堂各区域门店日均坪效与租金效率	9
图 12: 连锁药店龙头加盟门店数量	9
图 13: 连锁药店龙头加盟门店数量占比	9
图 14: 2013-2019 年零售药店销售额（药品+非药品）	11
图 15: 2018-2019 年零售药店产品结构变化	11

图 16: 各品类产品的毛利率.....	11
图 17: 2015-2020 年药店行业毛利率与净利率.....	11
图 18: 2014-2020 年三大药品零售终端销售额占比.....	12
图 19: 2014-2020 年零售药店存量市场与新增处方外流量.....	12
图 20: 日本处方外流率及对应的发展阶段.....	12
图 21: 2014-2019 年线上药店销售额与增速.....	13
图 22: 2013-2019 年线上与线下药店销售占比.....	13
图 23: 2020 年老百姓门店分布情况.....	14
图 24: 2020 年大参林门店分布情况.....	14
图 25: 2020 年益丰药房门店分布情况.....	14
图 26: 2020 年一心堂门店分布情况.....	14
图 27: 2016-2020 年四大连锁药店加盟店占比.....	15
图 28: 2020 年四大连锁药店门店构成.....	15
图 29: 2016-2020 年老百姓各区域门店数(家).....	15
图 30: 2016-2020 年老百姓各区域营收情况(亿元).....	15
图 31: 2016-2020 年老百姓总门店数及增长率情况.....	16
图 32: 2016-2020 年老百姓营收与增长率情况.....	16
图 33: 2016-2020 年老百姓直营、加盟店面增长情况.....	16
图 34: 2016-2020 年四大连锁药店门店数量净增长率情况.....	16
图 35: 2016-2020 年老百姓加盟门店占比.....	17
图 36: 2016-2020 年老百姓加盟门店营收与增速.....	17
图 37: 2016-2020 年老百姓 DTP 药店数量.....	17
图 38: 2016-2020 年老百姓 DTP 销售额及增速.....	17
图 39: 2020 年四大连锁药店 DTP 门店数量.....	18
图 40: 2014-2018 年中国 DTP 门店销售额及增速.....	18
图 41: 2016-2020 年四大连锁药店中西成药销售额占比.....	18
图 42: 2016-2020 年四大连锁药店非药品销售额占比.....	18
图 43: 2016-2020 年老百姓主营业务构成.....	19
图 44: 2020 年四大连锁药店主营业务构成.....	19
图 45: 2020 年四大连锁药店存货周转率与 ROE.....	20
图 46: 2020 年四大连锁药店存货周转率与门店净增长率.....	20
图 47: 2018-2020 年四大药店总销售效率(总营收/销售薪酬).....	20
图 48: 2018-2020 年四大药店总租金效率(总营收/租金).....	20
图 49: 2018-2020 年药店实际销售效率(直营营收/销售薪酬).....	21
图 50: 2018-2020 年药店实际租金效率(直营营收/租金).....	21
图 51: 2020 年四大连锁药店销售人员人均薪酬.....	21
图 52: 2020 年老百姓不同店型的日均坪效.....	21
图 53: 2018-2020 年四大连锁药店销售费用率对比.....	21
图 54: 2018-2020 年四大连锁药店管理费用率对比.....	21
图 55: 2018-2020 年四大连锁药店财务费用率对比.....	22
图 56: 2018-2020 年四大连锁药店经营现金流对比.....	22
图 57: 2018-2020 年四大连锁药店毛利率对比.....	22
图 58: 2018-2020 年老百姓扣非净利润及增长率.....	22

表 1: 医药改革相关政策以及对零售药店行业的影响.....	10
表 2: 2018-2023 年公司营收拆分情况.....	23
表 3: 可比公司估值表.....	24
表附录: 三大报表预测值.....	25

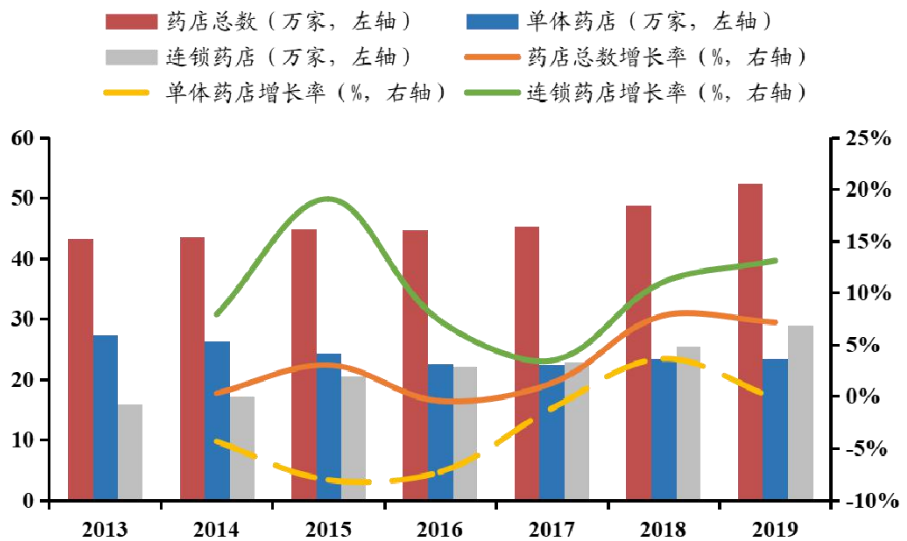
1. 连锁药店：集中度提升为主要逻辑

1.1. 集中度提升为首要逻辑，需加速扩张

供给端连锁率提升，TOP10 收入占比提高，行业集中度提升，对比海外连锁药店发展路径，我们认为集中度提升是当下行业发展主逻辑。

连锁率提升。整体药店门店数逐年增长，2017-2019 年复合增长率 7.5%，其中，单体药店的数目 2019 年呈现负向增长的趋势，2017-2019 年复合增长率 2.0%。药店数量的增长主要得益于连锁药店门店的增加，2017-2019 年复合增长率 12.5%，连锁率逐年提升。

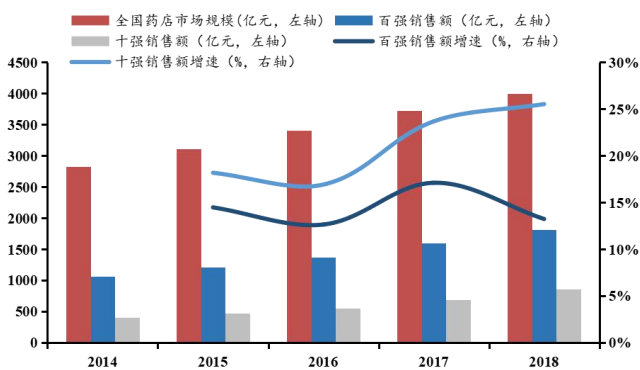
图 1: 2013-2019 年药店数量结构变动情况



资料来源：中国药店，浙商证券研究所

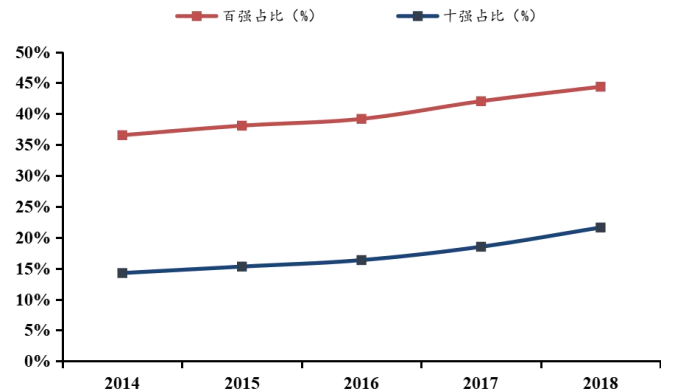
药店规模集中度持续提升，我们预测未来会进一步向龙头企业靠拢。随着我国对零售药店的要求渐趋严格化，执业药师、药店专业化运营带来的成本增加，以及带量采购带来的药品零售毛利率的压缩，一批中小型的连锁药店渐渐被淘汰或并购，行业集中度提升。2014-2018 年，我国十强药店占零售药店总销售额（药品+非药品）的比重由 14.25% 上升至 21.61%，头部集中趋势明显。但对比发达国家，2015 年美国前三大连锁药店市占率达 85%，2017 年日本前十大药店的市占率达 63%，国内的药店集中度还有很大的提高空间。

图 2: 2014-2018 年中国药店销售额与增速



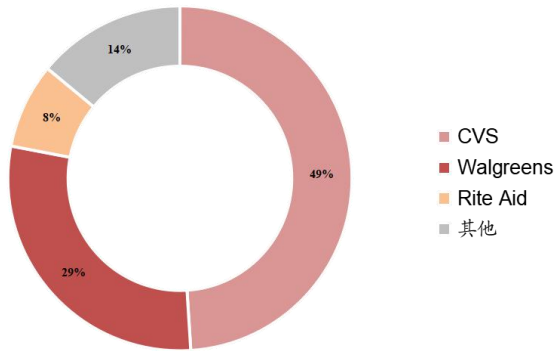
资料来源：中国药店，浙商证券研究所

图 3: 2014-2018 年中国十强与百强药店销售额占比



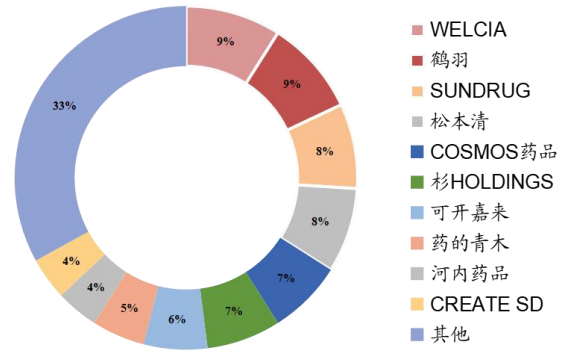
资料来源：中国药店，浙商证券研究所

图 4: 美国连锁药店竞争格局



资料来源: 公司公告, 浙商证券研究所

图 5: 日本连锁药店竞争格局



资料来源: 前瞻产业研究院, 浙商证券研究所

类比发达国家连锁药店发展趋势, 我们认为门店扩张是我国药店发展的首要逻辑。我国集中度的提升情况与美国的可比性相对较高, 我国处在龙头通过并购快速扩张的阶段, 类比美国发展趋势, 更贴近于 1997 年左右的发展阶段, 通过观察美国龙头发展之路, 我们发现, 在这一阶段, 各龙头通过并购进行相对稳健的扩张, 我们目前还处于扩张的初期, 扩张速度仍是衡量药店的重要指标。

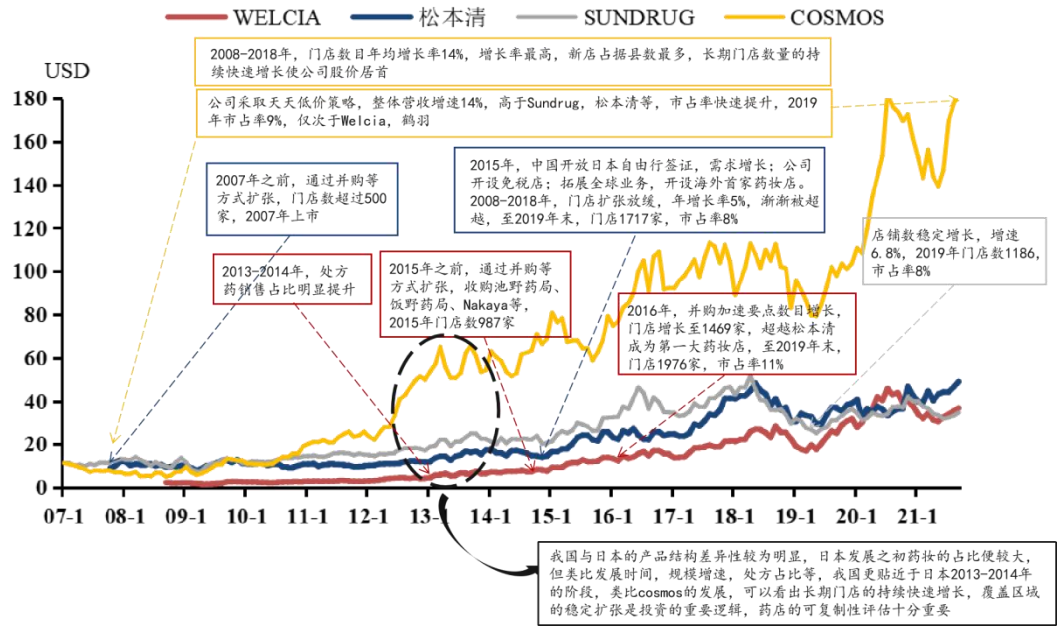
日本与我国在集中度提升方面可比性不强, 主要是由于我国与日本的产品结构差异较为明显, 日本在发展之初药妆的占比就较大, 但通过对比其龙头的发展, 尤其是通过 cosmos 的发展, 可以看出 cosmos 的市占率并不是最高, 但因其扩张速度最快, 估值远超其他龙头药店, 这说明长期门店数目的持续快速增长, 覆盖区域的稳定扩张是投资的重要逻辑, 药店的可复制性评估十分重要。

图 6: 美国连锁药店股价变动复盘



资料来源: Bloomberg, 浙商证券研究所

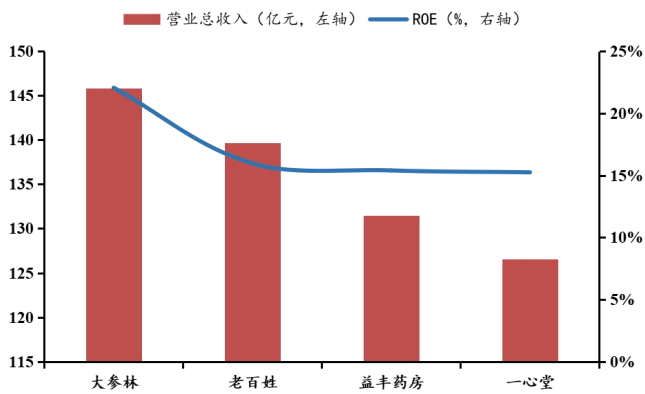
图 7: 日本连锁药店股价变动复盘



资料来源: Bloomberg, 浙商证券研究所

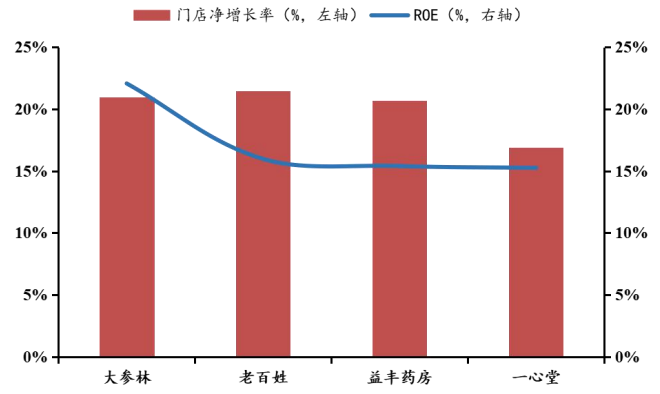
门店净增长率是影响ROE的重要指标。结合对美国、日本连锁药店估值的分析, 我们认为营业总收入和门店净增长率是影响ROE的关键因素。营业总收入直接影响对上游议价能力, 我们发现连锁药店龙头营业总收入与ROE正相关, 2020年四大连锁药店ROE由高到低排序为大参林、老百姓、益丰药房、一心堂, 与其营业总收入排序一致。而门店净增长率体现了规模化扩张能力, 进而体现精细化管理能力和可复制性。同时, 营业总收入受门店数量与日均坪效影响, 前者也与门店数量净增长率息息相关。

图 8: 2020 年营业总收入与 ROE 对应关系



资料来源: wind, 浙商证券研究所

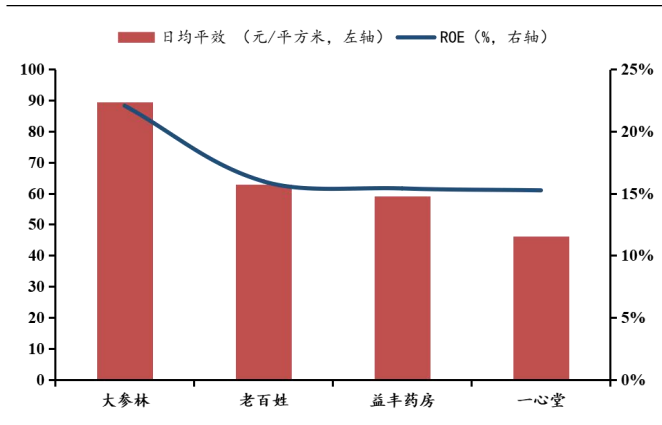
图 9: 2020 年门店净增长率与 ROE 对应关系



资料来源: wind, 公司公告, 浙商证券研究所

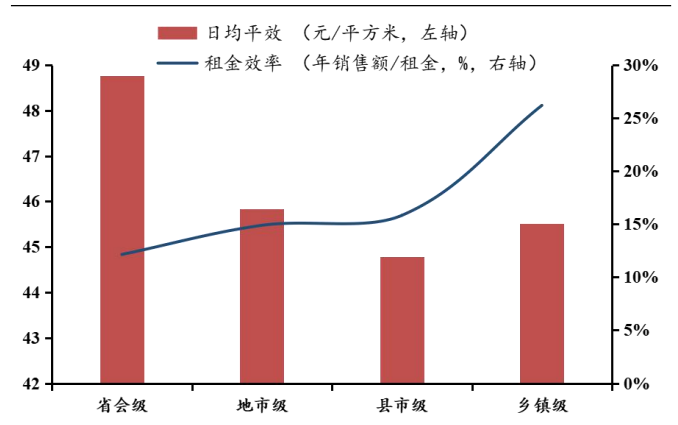
“新农村包围城市”策略提升坪效。营业收入取决于门店日均坪效与门店数量，门店数目与门店净增长率相关，而日均坪效，我们认为主要取决于产品结构与地理位置。从产品结构上看，我们认为高价位、高周转的产品有助于提升日均坪效。从地理位置上看，乡镇级日均坪效仅次于省会级和地市级，得益于租金低、人工费用率低，是龙头布局的主要方向，老百姓正在通过加盟正在积极布局下沉渠道。

图 10: 2020 年日均坪效与 ROE 对应关系



资料来源: wind, 公司公告, 浙商证券研究所

图 11: 2020 年一心堂各区域门店日均坪效与租金效率

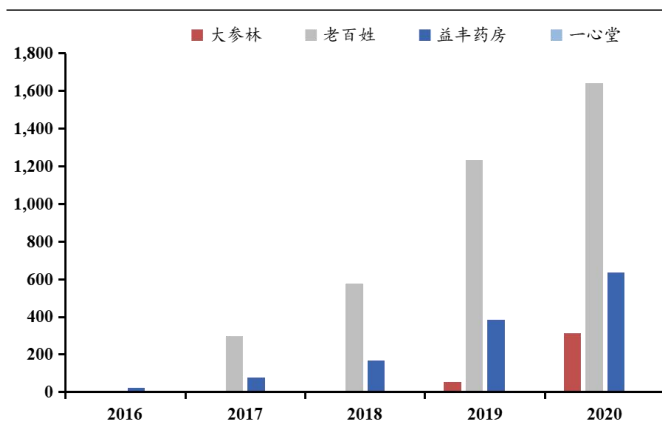


资料来源: 一心堂公司公告, 浙商证券研究所

老百姓覆盖省份最多，在市场拓展上有较大优势。老百姓已布局 22 个省份，依托其相对完善的全国布局，直营门店分布较广、物流系统相对完善，更容易通过星火并购与加盟快速打通下沉市场。相对当地区域龙头，其有更好的管理和更大的上游议价空间，有一定的并购和竞争优势。按照公司历史门店数量的增长速度，我们预期 2021-2023 年老百姓的门店数目可以维持约 2600-3200 家/年的增速。

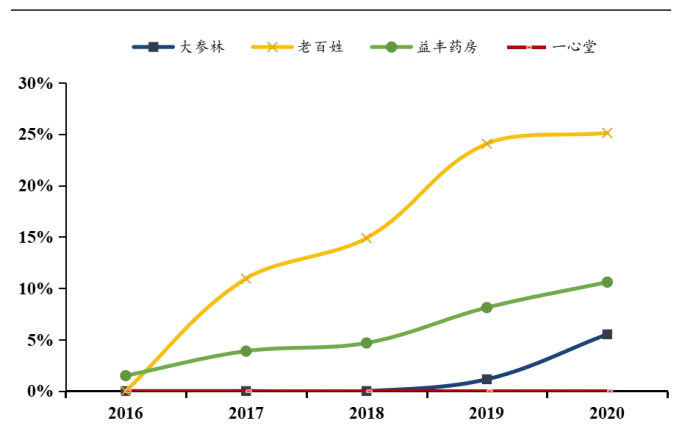
加盟拓店数，抗风险能力强。加盟板块成为老百姓增长第二曲线。加盟板块因加盟商能动性较强，在下沉市场竞争优势明显，可有效对抗市场短期扰动的风险。连锁药店的加盟模式主要为加盟商负责运营、总部赋能，老百姓是连锁药店龙头中加盟门店占比最高的公司，针对加盟商提出了“7 统一”的管理方式。即统一采购（由老百姓 100% 供货）、统一配送、统一品牌、统一 IT 管理等。老百姓加盟店面的营收收入主要为配送收入，毛利率较低，但无需销售、租金等费用支出，净利率较高，2021Q3 老百姓加盟管理体系净利率保持 5%，优于自营。

图 12: 连锁药店龙头加盟门店数量



资料来源: 公司公告, 浙商证券研究所

图 13: 连锁药店龙头加盟门店数量占比



资料来源: 公司公告, 浙商证券研究所

1.2. 处方外流为长期趋势，需积极布局

我们认为政策驱动是药店行业发展的核心动力之一，医药分离、处方外流政策为长期趋势，带来院外处方药需求增长，龙头药店需积极布局。“两票制”、新医改、带量采购等政策加速落实，2017年9月，我国公立医院取消药品加成，公立医院“以药补医”利润空间被大量压缩，药品开始逐渐流向院外市场。

表 1: 医药改革相关政策以及对零售药店行业的影响

时间	发布机构	政策名称	对药店零售行业的影响分析
2009年	国家商务部、国家食品药品监督管理局	《关于加强药品流通行业管理的通知》	提出要大力发展连锁经营，引导和鼓励药品经营企业通过收购、兼并、重组等手段做大做强，提高行业集中度。
2016年	国务院医改办等八部委	《关于在公立医疗机构药品采购中推行“两票制”的实施意见的通知（试行）》	“两票制”推动了医药连锁龙头药店的发展，推进了批发环节的整合。前十大药店在行业的占比持续提升。
2017年	国务院办公厅	《关于进一步改革完善药品生产流通使用政策的若干意见》	推进互联网+药品流通，医疗服务价格调整，推进零售药店分级分类管理，提升零售连锁率。
2018年	国家商务部市场秩序司	《关于〈全国零售药店分类分级管理指导意见（征求意见稿）〉公开征求意见的通知》	就零售药店分级分类管理标准与方法向全社会公开征求意见。推进零售药店分类分级管理。
2018年	国务院办公厅	《关于促进“互联网+医疗健康”发展的意见》	提出健全“互联网+医疗健康”服务体系，将互联网与药品服务连接。
2018年	国家卫计委会同财政部、国家发改委、人力资源社会保障部	《关于巩固破除以药补医成果持续深化公立医院综合改革的通知》	继2017年9月之后，全国公立医院取消药品加成后的措施，巩固破除以药补医成果，减少公立医院的药品利润，促进药品向零售药店的流入。
2019年	国家医保局、工业和信息化部、财政部、人力资源社会保障部	《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》	“4+7”带量采购在全国范围内的推广使中选的药品大幅下跌，外资原研药开始寻求与龙头药店的合作，使零售药店整体毛利率下降的同时也带来了更多的客流。
2020年	国家医保局、国家卫健委	《关于推进新冠肺炎疫情防控工作期间开展“互联网+”医保服务的指导意见》	将符合条件的“互联网+”医疗服务费用纳入医保支付范围，鼓励定点医药机构提供“不见面”购药服务，推进网络售药的医保支付，促进药店龙头的医保转型。
2021年	国务院办公厅	《“十四五”全民医疗保障规划》	持续开展带量采购、推进医保支付方式改革、2022年全国范围内统一医保目录、动态调整医保药品目录、全面建成全国统一的医保信息平台。

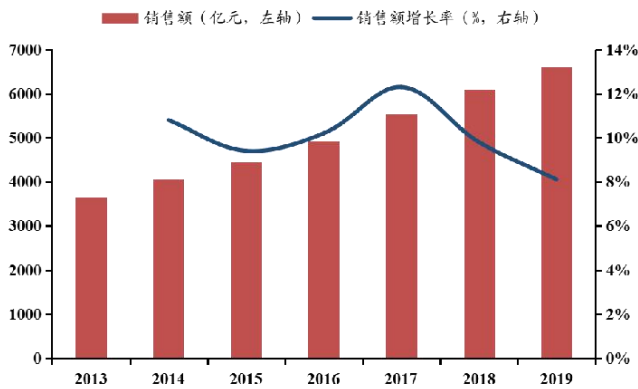
2021年 国家商务部 消费促进司 《商务部关于“十四五”时期促进药品流通行业高质量发展的指导意见》

到2025年，药品零售百强企业年销售额占药品零售市场总额65%以上；药品零售连锁率接近70%。促进了药品零售行业集中度的提升。

资料来源：浙商证券研究所整理

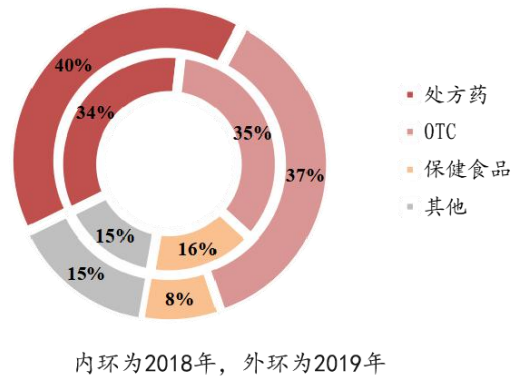
院内药品需求流入零售药店，处方药需求增加。2013-2019年，零售药店的整体销售额逐年增长，2018年之后，增速逐渐放缓，主要是毛利率较低的处方药等产品逐渐增加。与2018年相比，2019年处方药销售额增长最快（上升6%），其次为OTC（上升2%）。

图 14: 2013-2019 年零售药店销售额（药品+非药品）



资料来源：米内网，浙商证券研究所

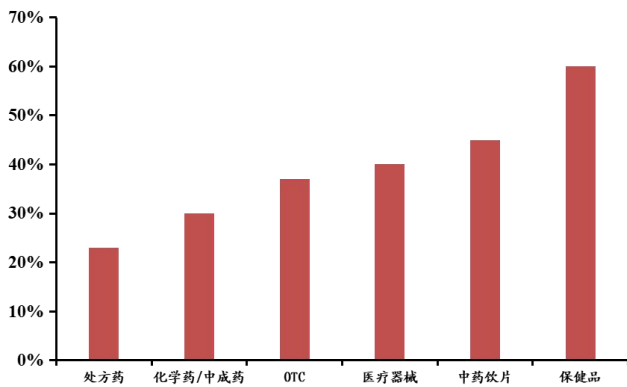
图 15: 2018-2019 年零售药店产品结构变化



资料来源：IQVIA，浙商证券研究所

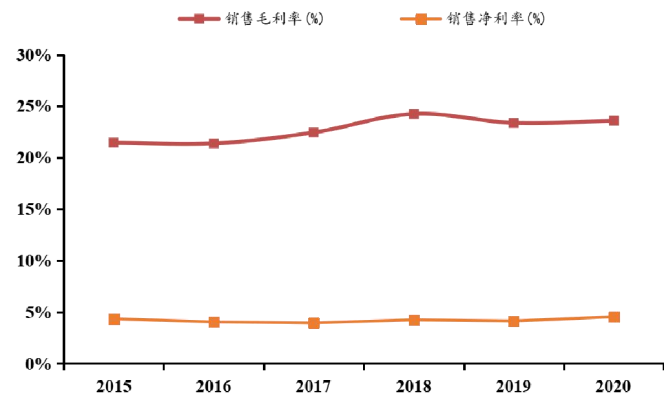
处方药与医保用药占比持续增加，整体毛利率略有下降，且有持续下降的趋势。对应产品结构变化，我们分析各类产品的盈利能力，处方药的毛利率大致在22%-23%，毛利率较低，随着近两年处方药占比越来越高，零售药店销售额增速也逐渐放缓，毛利率有下降趋势。

图 16: 各品类产品的毛利率



资料来源：公司公告，国家统计局，浙商证券研究所

图 17: 2015-2020 年药店行业毛利率与净利率

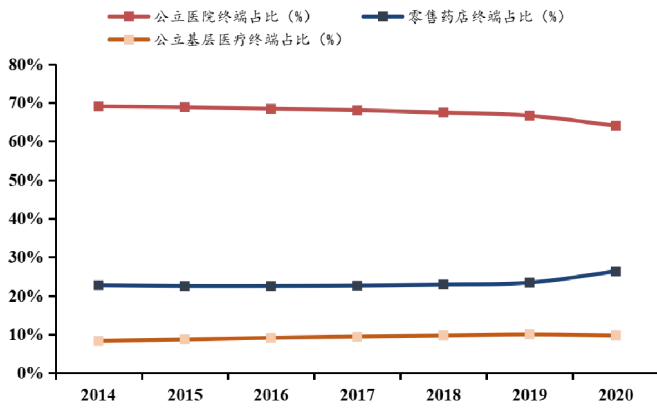


资料来源：Wind，浙商证券研究所

处方外流流速缓慢，更多是产品结构的变化，而非简单的增量市场。由于处方外流的目的在于医药分离，主要计算院内市场流向院外的规模，所以我们假设院内药品市场规模即为处方外流的总市场规模（暂不考虑药品品类）。以2018-2019年为例计算处方外流情况，2018年医院的药品销售占比为67.4%，2019年医院药品销售占比为66.6%，处方外流率0.8%。计算2019年外流处方药的规模为143亿元。基层医疗终端占比无明显变化，我们假设这些处方药全部流向零售药店。与2018年相比，2019零售药店药品销售额增长277亿，减去处方外流带来的增量市场143亿，存量市场增加134亿元。类比计算

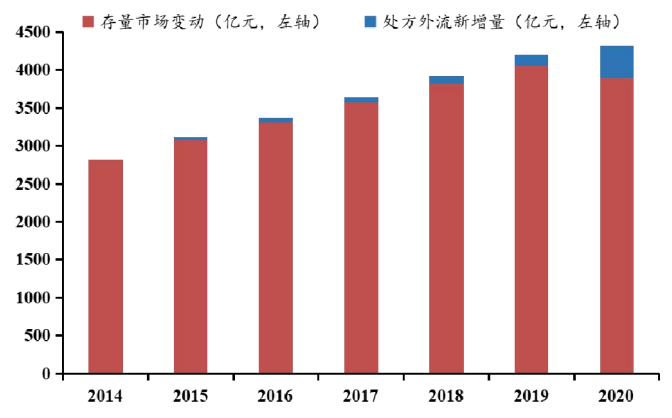
2017-2019年增存量市场变动。我们将2014-2020年处方外流增量加总，除以院内整体处方药的规模，计算出我国现在处方外流率约为7%。但处方外流的增加并没有带来整体销售规模的明显增加。我们认为，承接处方外流的优势更多的是抢占市场、产品结构的转变与客流量的提升，处方外流依然是连锁药店的长逻辑，而不是短期的增量。

图 18: 2014-2020 年三大药品零售终端销售额占比



资料来源：米内网，浙商证券研究所

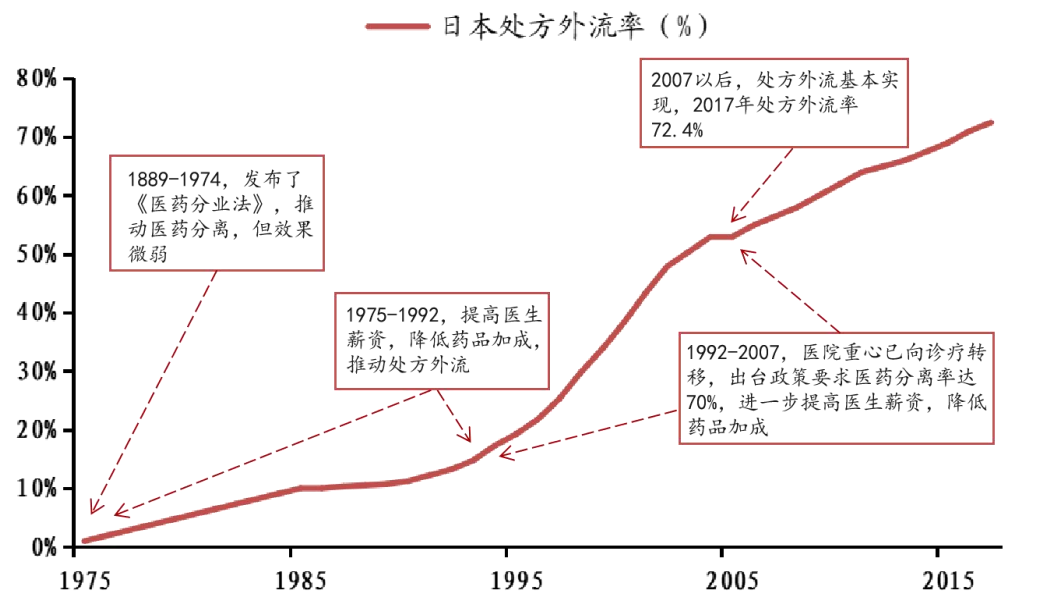
图 19: 2014-2020 年零售药店存量市场与新增处方外流量



资料来源：浙商证券研究所整理

类比日本处方外流情况，处方外流任重道远，且需强力的政策推动。虽然处方外流在强力政策推动下有所增长，但增速缓慢。美国处方外流率75%，但可比性不大，美国州间的医保、保险各有不同，PBM等影响较大。日本在1974年之前，医药未分离，通过行政手段推动，与我国可比性较大。日本处方外流约30年基本实现，为提高医生薪资、推动处方外流付出大量财力，现今我国已经取消药品加成、推动医院向诊疗转移，但医生薪资问题尚未解决、用药责任问题难以统一、院内药房无法取缔，处方外流尚未完全放开。一旦医院完成向诊疗收费的转变，医生薪酬与责任问题得以解决，将进入处方外流快速发展期。我国处方外流率约为7%，对应日本1980左右，日本至2005年基本实现医药分离，对应看来，我国处方外流还有很长的路要走。

图 20: 日本处方外流率及对应的发展阶段



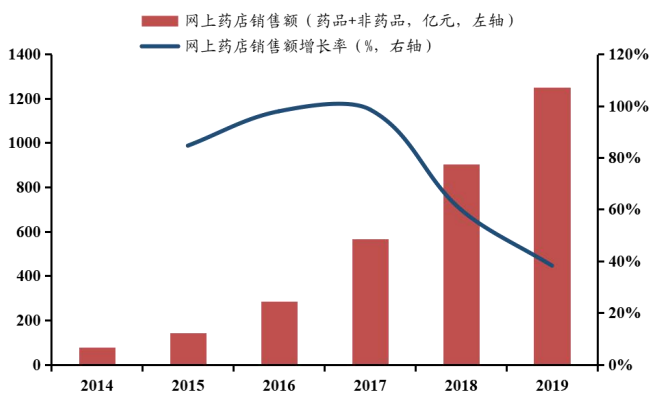
资料来源：Bloomberg，浙商证券研究所

处方外流推动医院与院外药品规模的再分配，是零售药店的必争之地。处方外流进程缓慢，70%左右的药品依然在院内市场，这也说明处方药一旦放量，市场规模极大，且看国内政策推进趋势，处方大规模外流虽远必至。各药店应积极布局、承接处方外流。老百姓率先将处方药作为四大战略之首，2016-2020年，公司DTP门店数量持续增长。截至2021Q3，公司DTP药店已达145家，为四大连锁药店龙头之最。另外，培养人员的专业性，平均每家店面1.1个执业药师，并且对于销售人员进行专业培训。公司也配备慢病管理检测设备与4000多名慢病管理专家，通过慢病咨询增加客户黏性。

1.3. 新型零售为未来方向，亦必争之地

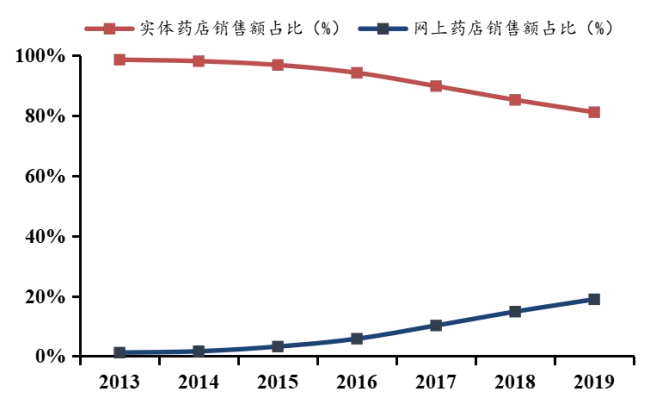
网上售药蓬勃发展为必然趋势。2019年，网上药店年同比增长率38.23%，2020年又得益于疫情，蓬勃发展态势明显。网络售药的发展一方面得益于政策的推进。为加强疫情防控，政府出台政策鼓励定点医疗机构“不见面”购药，支持“互联网+”医疗复诊处方流转，开放处方药的网络销售需求。另一方面，得益于网上售药的便捷性。医药电商模式包括B to B、B to C和O to O三种类型。其中O to O模式依靠密集的店面布局，线上线下的有效结合，可以实现半小时之内送达，满足了客户及时用药的要求。**新型零售为未来方向**。实体药店的消费群体主要为中老年人，这也是线上购药以及无人药房等新兴模式尚不具备竞争力的原因之一。但随着习惯网络购物的青年人的老去，零售模式必将向更低价、更便捷、更个性化的方向倾斜，各大药房需积极探索布局。

图 21: 2014-2019 年线上药店销售额与增速



资料来源：米内网，浙商证券研究所

图 22: 2013-2019 年线上与线下药店销售占比



资料来源：米内网，浙商证券研究所

O to O 是老百姓线上售药的主要方式，积极拓展私域 O to O 市场。老百姓目前正在积极寻求与公域 O to O，如美团、饿了么等的合作，依托门店，实现快速送药上门，延长社保门店和夜间服务门店延长营业时间，从而增加送药的及时性，积极开拓线上领域。O to O 是零售药店的大方向，但难以形成客户粘性，更多体现的是药店的密集度、在公域网的排名顺序以及更低的价位。为了形成更好的客户黏性，形成很好的引流，公司同时也在与腾讯的微信商城、企业微信等合作，拓展私域 O to O。我们认为新型零售为未来十年重要的发展方向，主要是因为消费群体及消费习惯的变化，但公域 O to O 价格竞争激烈、客户粘性较差，连锁药店新型零售的重点拓展方向应该在公域 O to O 向私域 O to O 导流。

2. 老百姓：门店净增长率最高、覆盖最广的药店龙头

2.1. 公司覆盖省份最多，有助加速扩张

成立 20 年，覆盖省份最多的连锁药店龙头。老百姓成立于 2001 年，与一心堂、益丰药房、大参林并列国内四大连锁零售药店龙头。自创立以来，公司着眼进行全国化布局，现已覆盖湖南、广州、浙江等 22 个省级市场，是四大药店中覆盖省份最多的连锁药房。截至 2021 年 9 月 30 日，公司门店 8163 家，其中直营门店 6055 家、加盟门店 2108 家，总资产 148.13 亿元。

图 23: 2020 年老百姓门店分布情况



资料来源：公司公告，浙商证券研究所

图 24: 2020 年大参林门店分布情况



资料来源：公司公告，浙商证券研究所

图 25: 2020 年益丰药房门店分布情况



资料来源：公司公告，浙商证券研究所

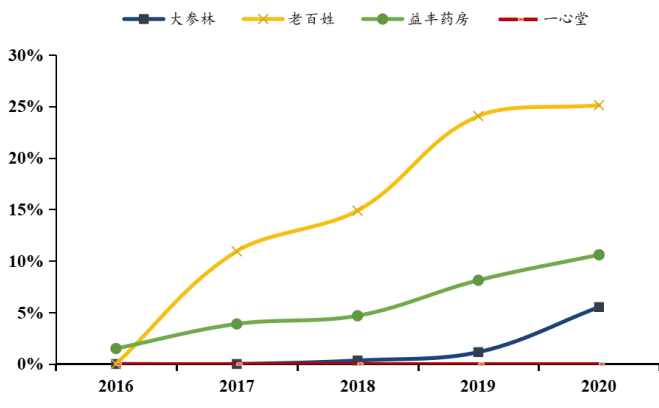
图 26: 2020 年一心堂门店分布情况



资料来源：公司公告，浙商证券研究所

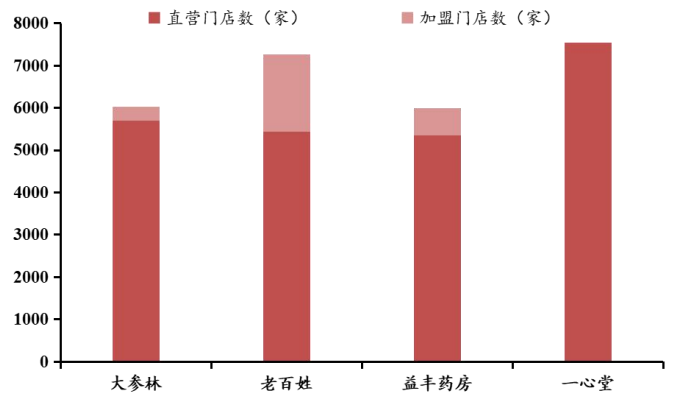
22 省份覆盖，有助加盟并购扩张。 药店规模是零售药店十分重要的评价指标。公司通过星火并购和加盟快速进入下沉市场，2020 年老百姓加盟门店占比 25%，在四大连锁药店中最高。加盟店面的拓展依靠公司在各省较好的直营模式，通过当地的品牌效应和物流管理进行加盟扩张。根据加盟门店 2018-2020 年增速，我们预测 2021-2023 年加盟门店将维持每年 33%-45% 的增速，即每年净增加盟门店数 750-1050 家。

图 27: 2016-2020 年四大连锁药店加盟店占比



资料来源: 公司报告, 浙商证券研究所

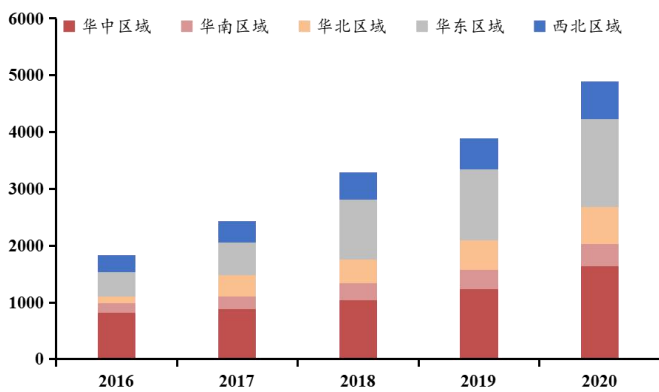
图 28: 2020 年四大连锁药店门店构成



资料来源: 公司报告, 浙商证券研究所

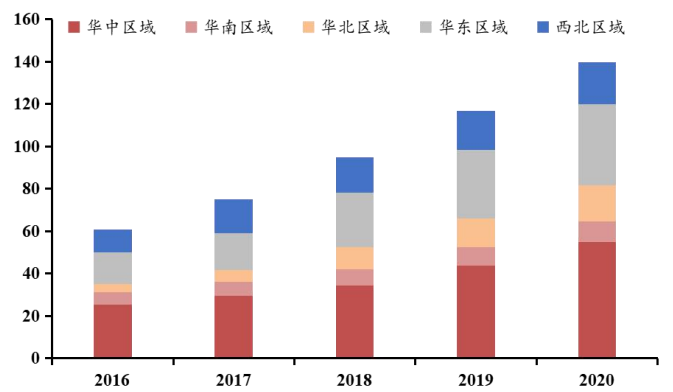
布局 22 个省份, 我们预测华北、华中、华东、西北地区为公司主要布局方向。公司在华东、华中、华北、华南、西北等区域皆有布局, 从公司的店面数量来看, 2021Q3 华中与华东地区的门店数量分别为 1860 与 1802 家, 对应营业收入 44 亿元、30 亿元, 占总营收的比重为 39%、27%, 占比最高。从营收同比增长率来看, 西北地区 2021H1 同比增长 23%, 华北地区 2021Q3 同比增长 34%, 增长最快。综合过去两年的店面总数、店面增速与营收增速, 结合公司针对优势区域进行加密、拓展下沉市场的政策, 我们认为 2021-2023 年华北、华中、华东、西北地区或为公司的重点拓展方向。

图 29: 2016-2020 年老百姓各区域门店数 (家)



资料来源: 公司公告, 浙商证券研究所

图 30: 2016-2020 年老百姓各区域营收情况 (亿元)



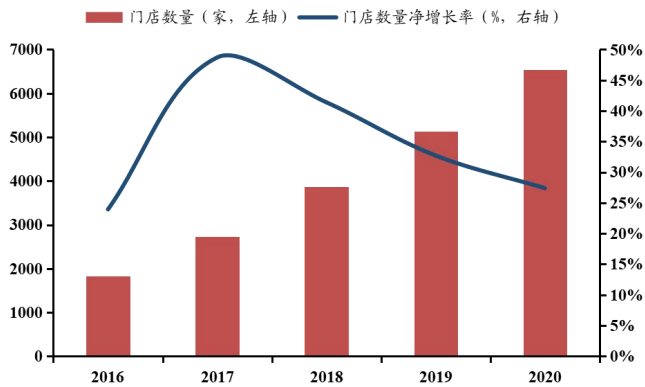
资料来源: 公司公告, 浙商证券研究所

2.2. 门店净增长率最高, 推动业绩增长

我们认为门店数量的增长, 是连锁药店业绩增长的重要推动因素。供给端连锁率提升, TOP10 收入占比提高, 对比海外连锁药店发展路径, 我们认为集中度提升是当下行业发展主逻辑。在这一逻辑下, 门店数持续快速增长、覆盖区域稳定扩张是推动业绩增长的重要因素。另外, 通过对 ROE 分析, 我们也发现门店净增长率对 ROE 至关重要。新兴门店数量也与营业总收入增长息息相关。2019-2020 年, 老百姓的门店数目净增长率分别为 32.7%和 27.4%, 为四家连锁药店龙头之首。且公司布局 22 个省份, 华北、华中、华东、西北等区域均需深化布局, 2021 年公司并购华佗大药房, 收购泰州隆泰源、江苏百佳惠、华康大药房 100%股权, 并购加盟均有加速趋势。我们认为 2021-2023 年公司将维持门店数目快速增长, 每年门店新增数量约 2600-3200 家, 从而拉动业绩增长。

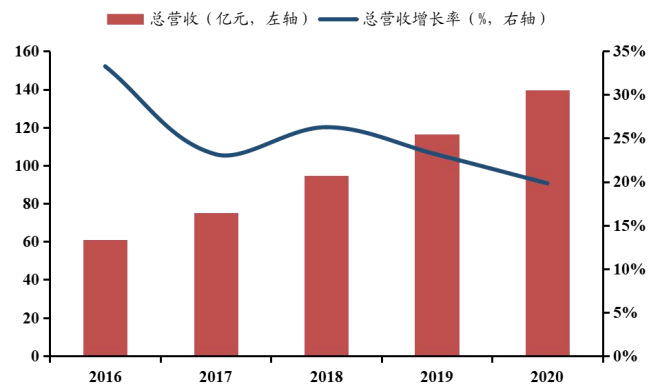
全国化布局推动门店数目快速增长，有一定进入壁垒。分析公司门店净增长率高的原因，我们发现主要得益于公司中小成门店以及加盟门店数目快速增长以及新区域深化扩张，如华北、西北地区。可以快速深耕新区域主要是由于公司进行了全国化布局，在22个省份均有较好的直营模式，通过当地的品牌效应和物流管理快速扩张。基于进入新区域并进行完善的市场布局需要时间、成本与机遇，我们认为公司针对全国布局的策略有助于其快速扩张，且有一定进入壁垒。

图 31: 2016-2020 年老百姓总门店数及增长率情况



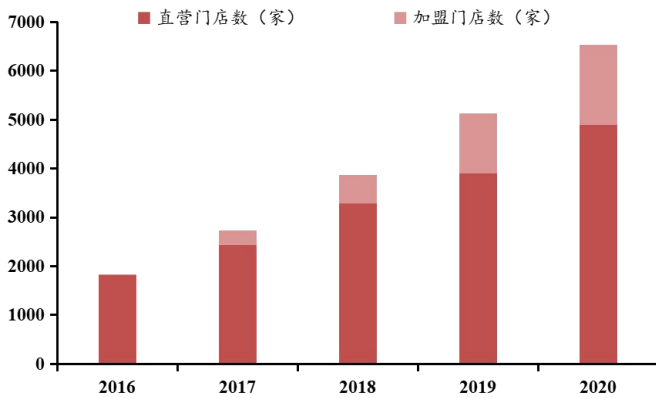
资料来源：公司公告，浙商证券研究所

图 32: 2016-2020 年老百姓营收与增长率情况



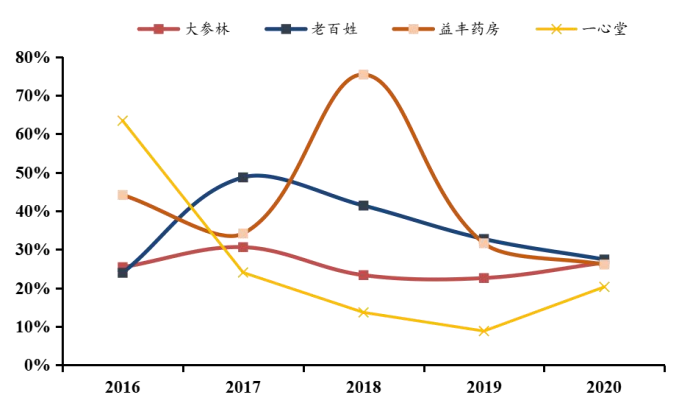
资料来源：公司公告，浙商证券研究所

图 33: 2016-2020 年老百姓直营、加盟店面增长情况



资料来源：公司公告，浙商证券研究所

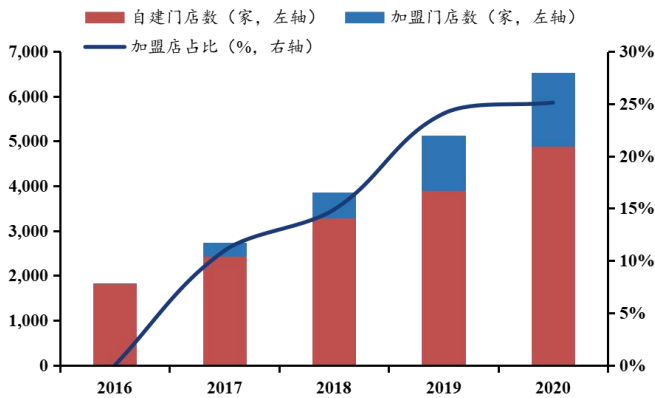
图 34: 2016-2020 年四大连锁药店门店数量净增长率情况



资料来源：公司公告，浙商证券研究所

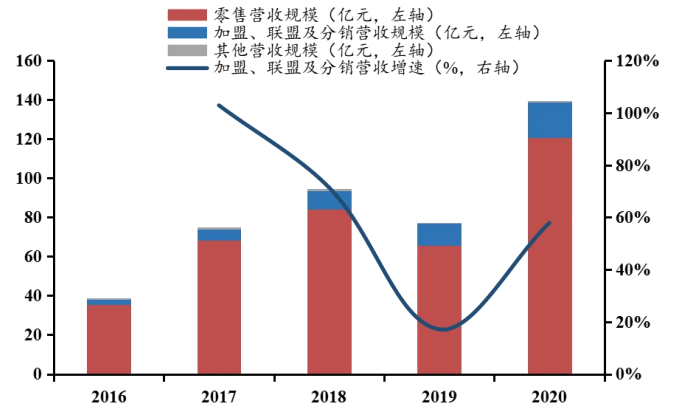
新农村发展战略，加盟促进下沉效率。截至2021Q3，老百姓有共有2108家加盟店，加盟占比为四家连锁药店龙头最高。加盟的作用主要是促进店面有效下沉。加盟店主要集中在5-6线市场，药店本身有资源属性，用当地人来做当地的事，用加盟的方式打开县域乡镇市场。而且药店越偏向基层，毛利率越高，公关成本也越高，老百姓重点开拓新农村市场，用加盟方式减少竞争，针对加盟店100%供货，提高公司议价能力。我们认为，该发展战略将合理提高公司毛利率，有效提升门店扩张速度与日均坪效。

图 35: 2016-2020 年老百姓加盟门店占比



资料来源: 公司报告, 浙商证券研究所

图 36: 2016-2020 年老百姓加盟门店营收与增速

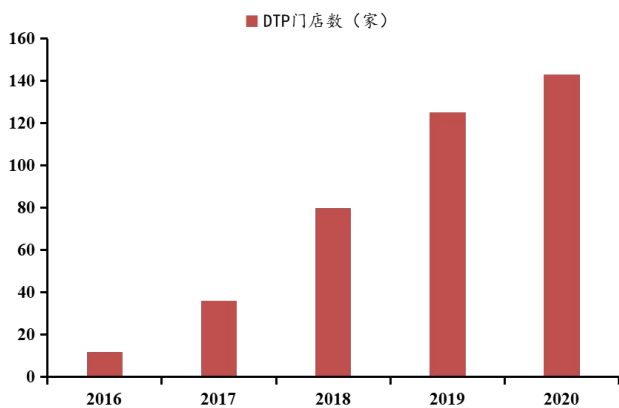


资料来源: 公司报告, 浙商证券研究所

2.3. DTP 药房数量最多, 承接处方外流

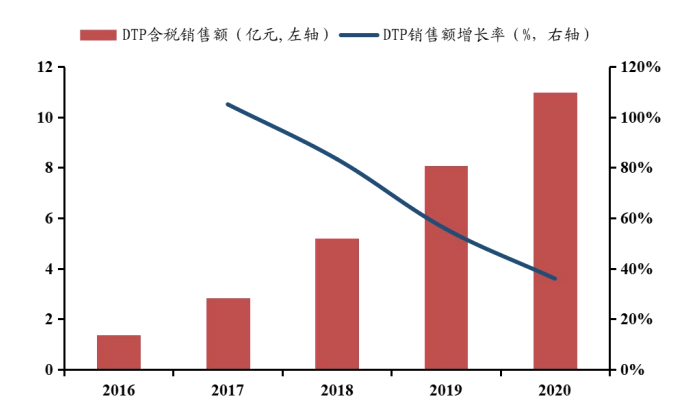
抢占处方外流, 四大战略之首。2016-2020 年, 公司 DTP 门店数量持续增长。截至 2021 年 9 月 30 日, 公司 DTP 药店已达 145 家, 根据各药店公告披露数据来看, 老百姓 DTP 门店数目最多。老百姓以抢占处方外流为四大战略之首, 一方面在店面积极布局, 2016-2020 年, DTP 门店数目由 12 家增长至 143 家, 年复合增长率 86%。另一方面, 培养人员的专业性, 平均每家店面 1.1 个执业药师, 并且对于销售人员进行专业的培训。我们认为处方外流虽任重道远, 但处方外流市场不可不争。一方面, 看国内政策推进趋势, 处方大规模外流虽远必至; 另一方面, 处方药是重要的引流产品, 未入集采的外资原研药厂家也在积极寻求与药店龙头合作。老百姓布局处方药市场为未来承接处方外流做好了准备, 也提升了自己对上游厂家的议价空间, 是为公司长期发展蓄势。

图 37: 2016-2020 年老百姓 DTP 药店数量



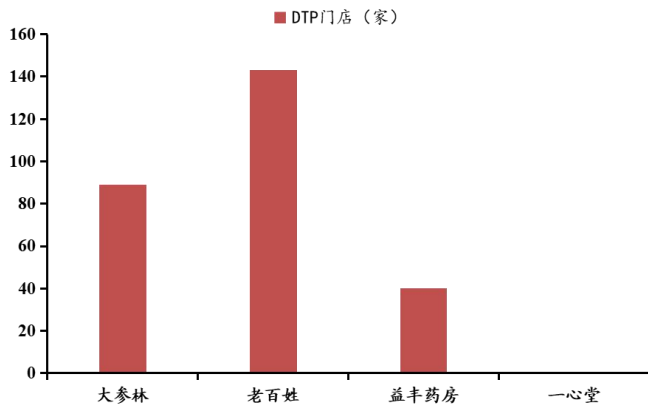
资料来源: 公司公告, 浙商证券研究所

图 38: 2016-2020 年老百姓 DTP 销售额及增速



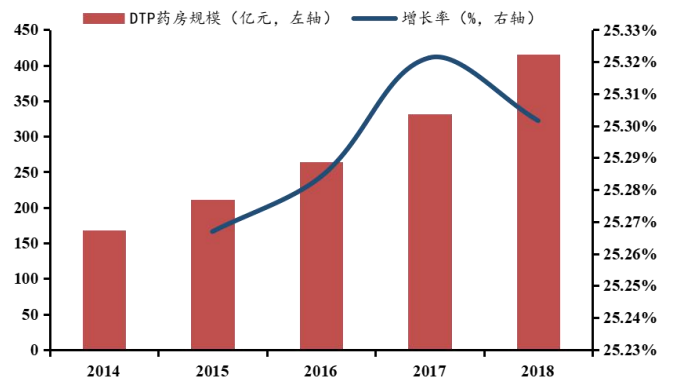
资料来源: 公司公告, 浙商证券研究所

图 39: 2020 年四大连锁药店 DTP 门店数量



资料来源: 公司公告, 浙商证券研究所 (注: 一心堂未单独披露 DTP 门店数量)

图 40: 2014-2018 年中国 DTP 门店销售额及增速

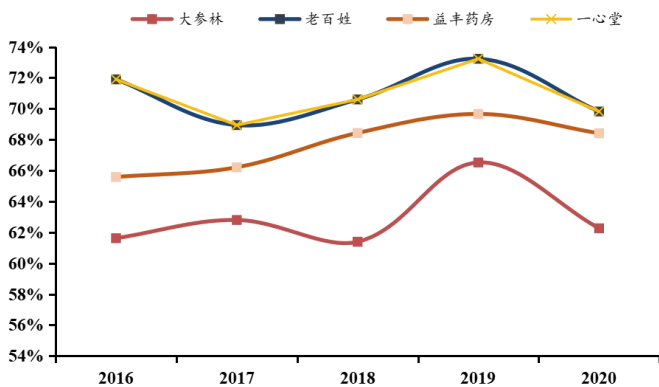


资料来源: 公司公告, 浙商证券研究所

外资原研药, 主要拓展方向。一方面, 随着集采的进行, 外资原研药已经由院内走向院外, 由于在院内销售空间被大大缩减, 外资原研药主要依赖龙头药店进行销售, 会给出比较合理的毛利空间; 另一方面, 对于消费者来说, 在药店已经可以拿到与医院购买相当的价格, 且药店相比医院购药更加便利。外资原研药已经由原来的引流品种变成了重点销售方向, 带来了客流量的提升, 同时保证了合理的毛利空间, 为公司主要拓展方向。我们认为院外市场处方药占比提升为重要趋势, 短期看来外资原研药、慢性病用药等院内难以购买或需要长期服用、不需太多用药指导的药品会成为连锁药店的首推处方药品种。

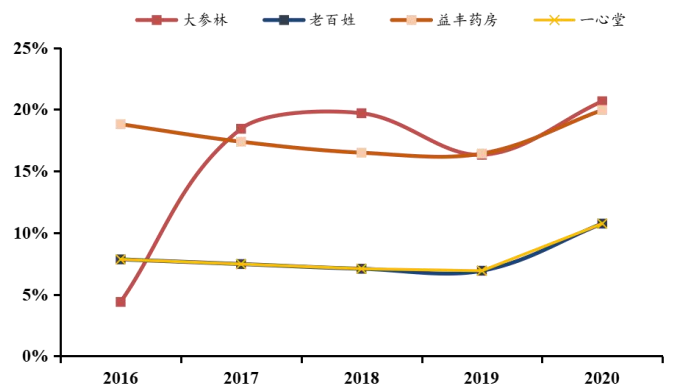
处方药引流带动高毛利率产品销售, 重要趋势。根据我国零售药店的产品结构变动情况以及类比海外的处方药占比情况, 我们认为连锁药店处方药的占比有进一步提升趋势, 2016-2020 年各药店中西成药占比降幅并不明显, 2019 年占比甚至有所提升, 但从毛利率端看, 中西成药毛利率为降幅最明显板块, 这说明毛利率相对较低的处方药品销售额占比提升。处方药毛利率较低而需求较大, 适合引流。分析产品结构变动, 我们发现各大药店的生活用品、保健品、医疗器械等非药品的收入占比提升, 一方面疫情带来部分医疗器械增长, 另一方面, 各大药店开始在生活中用品、医疗服务、保健品等方面着力, 对冲集采药品毛利率降低。我们认为用处方药、医保用药等低价药品来吸引客流, 提高周转; 从而提升高价位产品如保健品、滋补品、生活用品等的销售或为提升药店 ROE 的有效方式。

图 41: 2016-2020 年四大连锁药店中西成药销售额占比



资料来源: wind, 公司报告, 浙商证券研究所

图 42: 2016-2020 年四大连锁药店非药品销售额占比



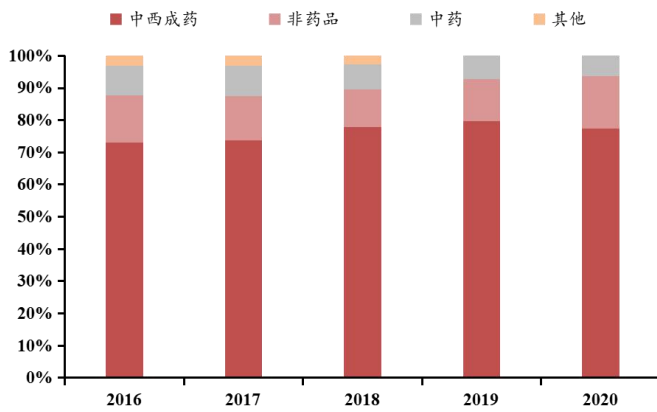
资料来源: 公司报告, 浙商证券研究所

2.4. O to O 积极布局，需数字化支撑

拓展 O to O 业务，重在为私域 O to O 布局。除店内零售业务外，公司把握线上快速发展趋势，积极拓展线上 O to O 业务，与美团、饿了么等线上实时送药平台合作，2021Q3 老百姓线上销售额达 5 个亿，同比增长 160%。但我们认为连锁药店的公域 O to O 业绩增速不可长保。主要原因是公域 O to O 重在价格竞争优势，连锁药店考虑到门店、人员、平台配送等费用，利润会被大大压缩，长期难以为继。且公域 O to O 价格为王，客户粘性较小。我们认为公域 O to O 布局重在为私域 O to O 导流，私域 O to O 的业绩增速更有评估价值。完善微信商城、企业微信等私域流量的开发，形成定制化的服务，以公域导流，与客户建立更好的连接，提供档案记录、用药咨询等多种服务，提高顾客粘性。

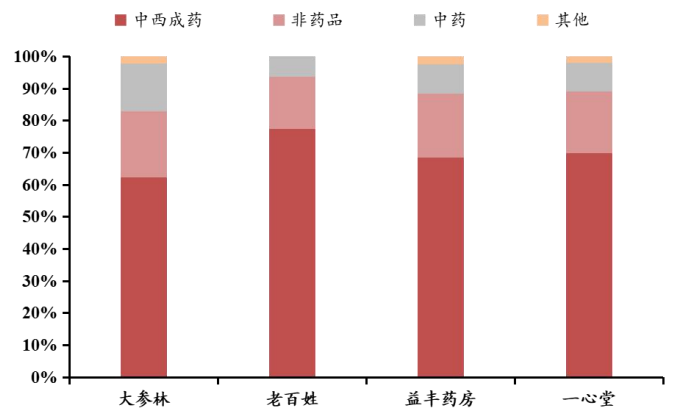
数字化分析方兴未艾，为精细化管理的重要评估指标。老百姓与京东、腾讯等数字化平台合作，进行数据分析，提供针对性的用药咨询服务；建立检测建档，实现针对性的服务和产品定制，增加与客户端联系；数字化运营优化产品、配送，提高门店的效率。我们认为，数字化转型不失为公司应对当前互联网售药兴起的一种有效模式，一方面提高公司运营效率，降低人工成本；另一方面，通过一些数字化咨询服务起到导流作用，增加客流量与客户粘性。我们认为数字化转型的成功对提升精细化管理能力至关重要，这也是名创优品、沃尔玛等全球知名连锁品牌为提升精细化管理能力迈出的关键一步。老百姓加盟门店较多，未来对其精细化管理的评价尤为重要。

图 43: 2016-2020 年老百姓主营业务构成



资料来源: wind, 公司报告, 浙商证券研究所

图 44: 2020 年四大连锁药店主营业务构成



资料来源: 公司报告, 浙商证券研究所

慢病管理提升客户粘性，尚需更好数字化支撑。老百姓抓住社区的流量的入口，服务社区健康。采用慢病监测，咨询服务以及客户建档等方式，铺设社区药店，抓住社区健康流量的入口。在网络药店盛行、低价为主的市场模式下，我们认为，该政策说明公司对目前消费者目标人群的定位相对清晰，通过该政策可以合理提升客户粘性，尤其是中老年人群，从而增加有效客户的数量，进一步提升公司毛利率。

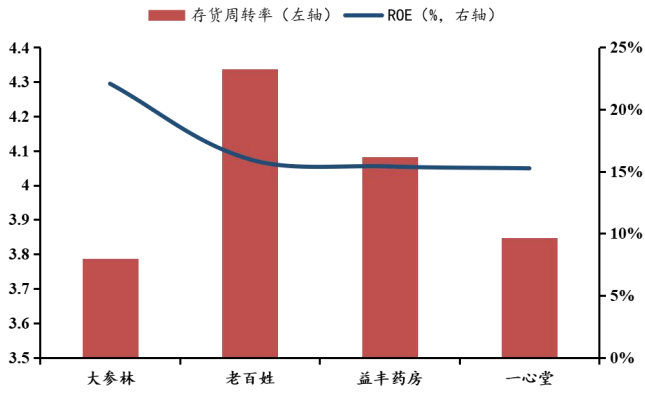
3. 未来预测：毛利率与费用率降低，存货周转率提升

3.1. 门店数目快速增长，存货周转率将持续提升

在四大连锁药店中，老百姓存货周转率最高，我们预测将持续提升。我们分析，存货周转率是影响 ROE 的关键因素之一。(1) 存货周转率影响营业总收入，进而影响 ROE。在同等价位下，店面产品周转率越高，门店营收越高；且周转率高的产品往往可以起到引流的作用，带动高价位产品销售，进一步提升店面营收。(2) 存货周转率与门店净增长率息息相关。排除以周转率较低、价位较高的滋补类药品为特色的大参林，三大连锁

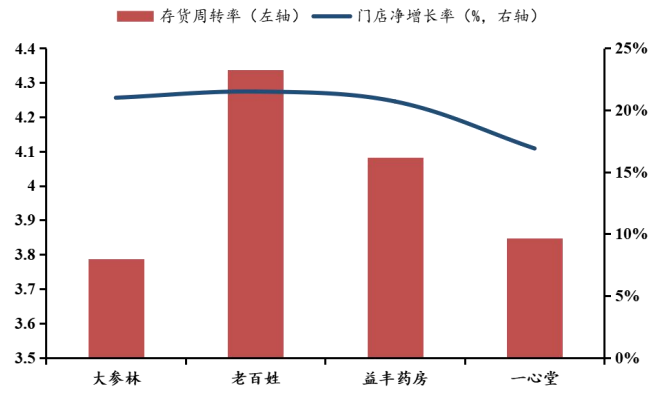
药店龙头的存货周转率由高到底排序为老百姓、益丰药房、一心堂，与其门店净增长率排序一致。在四大药店中，老百姓由于门店数目较多、加盟占比较高，存货周转率明显高于其他三家。我们认为，老百姓快速加盟并购扩张有利于进一步提升其存货周转率。

图 45: 2020 年四大连锁药店存货周转率与 ROE



资料来源: wind, 公司报告, 浙商证券研究所

图 46: 2020 年四大连锁药店存货周转率与门店净增长率



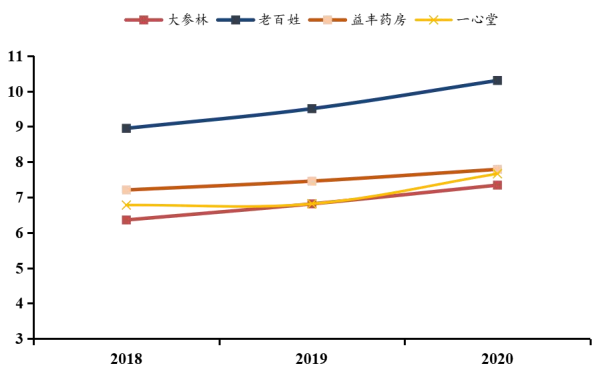
资料来源: 公司报告, 浙商证券研究所

3.2. 数字化管理推进, 管理费用率有降低趋势

销售费用率较低, 或将维持相对稳定水平。2018-2020 年, 公司销售费用率为 20%-23%, 明显低于其他三家均值 24%-27%, 以直营门店营收除以销售薪酬, 计算实际销售效率 (加盟门店的销售薪酬由加盟商自行支付), 公司销售效率较高。我们分析, 主要因为公司旗舰店与老店占比高, 2020 年公司旗舰店 109 家, 店均产出及人效高。公司提升工资水平, 我们预计公司销售费用将进一步提升, 销售费用率或将维持相对稳定。

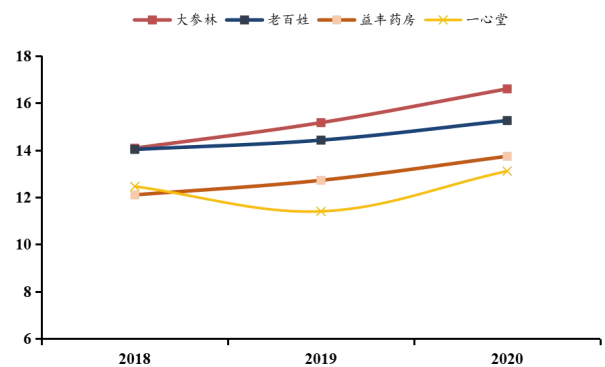
租金效率将持续提升。公司旗舰店与老店占比高, 公司租金效率略低于行业平均水平, 随着公司店面下沉与老店拆小的进行, 我们预计公司的租金效率会进一步提升, 从而提升净利率水平。

图 47: 2018-2020 年四大药店总销售效率 (总营收/销售薪酬)



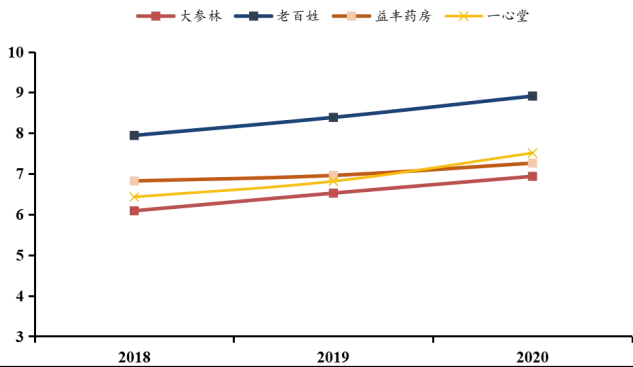
资料来源: 公司报告, 浙商证券研究所

图 48: 2018-2020 年四大药店总租金效率 (总营收/租金)



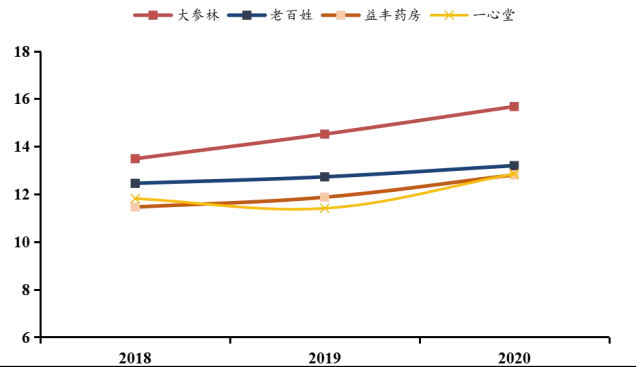
资料来源: 公司报告, 浙商证券研究所

图 49: 2018-2020 年药店实际销售效率 (直营营收/销售薪酬)



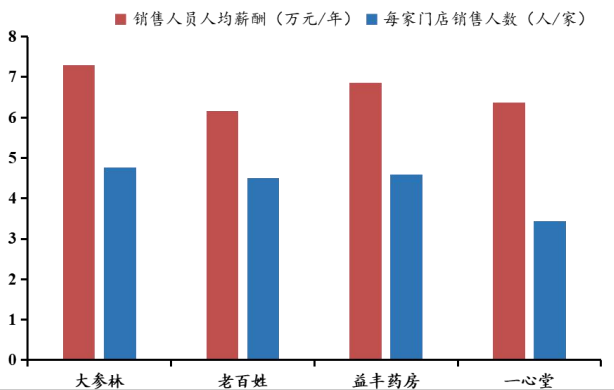
资料来源: 公司报告, 浙商证券研究所

图 50: 2018-2020 年药店实际租金效率 (直营营收/租金)



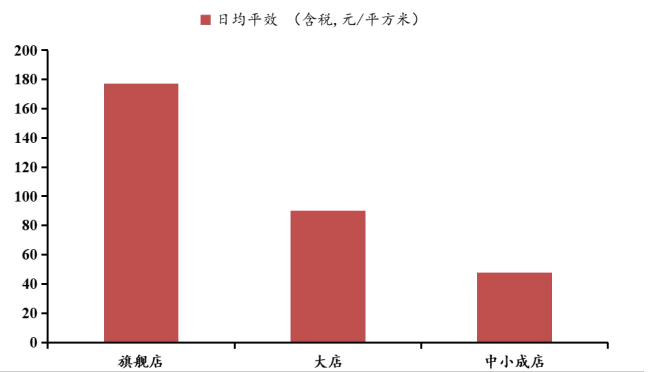
资料来源: 公司报告, 浙商证券研究所

图 51: 2020 年四大连锁药店销售人员人均薪酬



资料来源: 公司报告, 浙商证券研究所

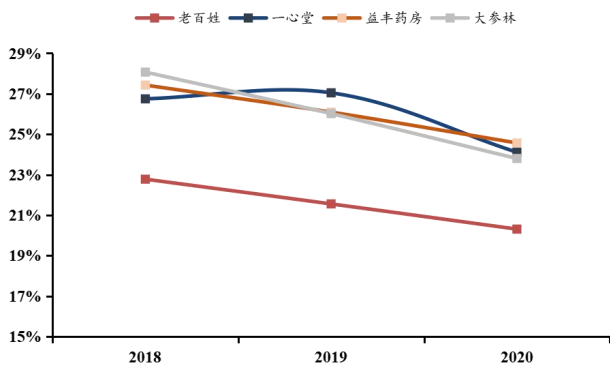
图 52: 2020 年老百姓不同店型的日均坪效



资料来源: 公司报告, 浙商证券研究所

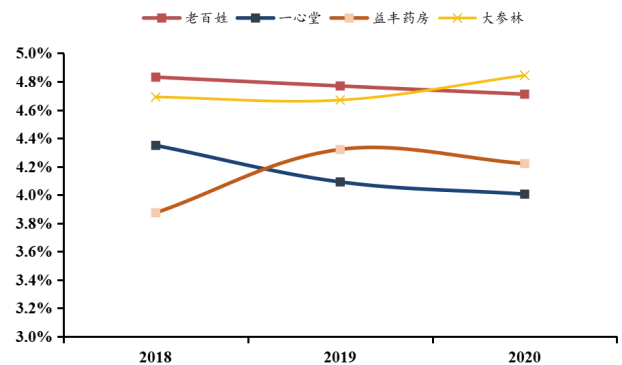
多省份覆盖增加公司管理费用率, 数字化管理或将降低费用率。2018-2020 年, 公司管理费用率一直高于四大连锁药店的平均水平。我们分析, 公司管理费用率较高主要是因为相比其他三家, 公司覆盖省份最多, 省公司管理人员相对较多, 费用支出较多。目前公司推进数字化赋能, 随着数字化管理的推进, 我们预计管理费用率会呈现一个平稳下降的趋势。

图 53: 2018-2020 年四大连锁药店销售费用率对比



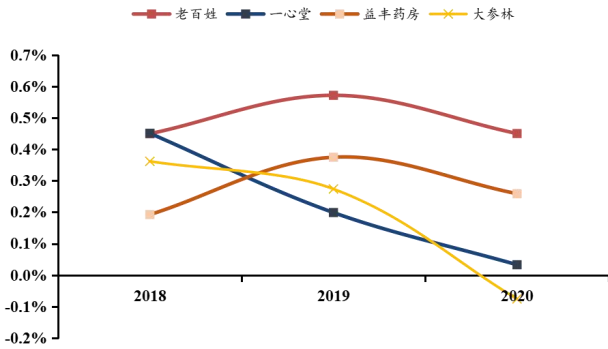
资料来源: wind, 浙商证券研究所

图 54: 2018-2020 年四大连锁药店管理费用率对比



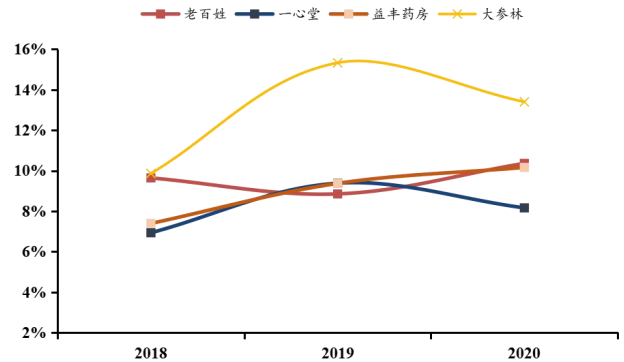
资料来源: wind, 浙商证券研究所

图 55: 2018-2020 年四大连锁药店财务费用率对比



资料来源: wind, 浙商证券研究所

图 56: 2018-2020 年四大连锁药店经营现金流对比



资料来源: wind, 浙商证券研究所

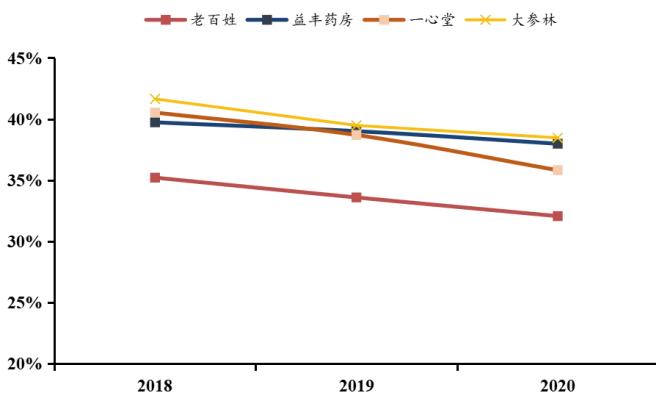
3.3. 处方药占比提升, 毛利率将进一步下降

公司毛利率略低于其他三家, 我们分析毛利率下降将为整体趋势。一方面, 公司加盟联盟及分销占比较高, 由于加盟只算配送收入, 毛利率约为 12%, 远低于零售的毛利率水平 35%; 另一方面, 公司处方药占比较高, 毛利率较低。

短期来看, 公司毛利率将维持相对稳定。公司积极采取措施对冲集采及处方药占比提升带来的毛利率降低, 主要措施包括: 1) 提升统采占比; 2) 提升自有品牌销售占比; 3) 加强精细化管理; 4) 加速扩张, 提升市场占有率。短期将有效对冲处方药带来的毛利率降低, 维持毛利率相对稳定。

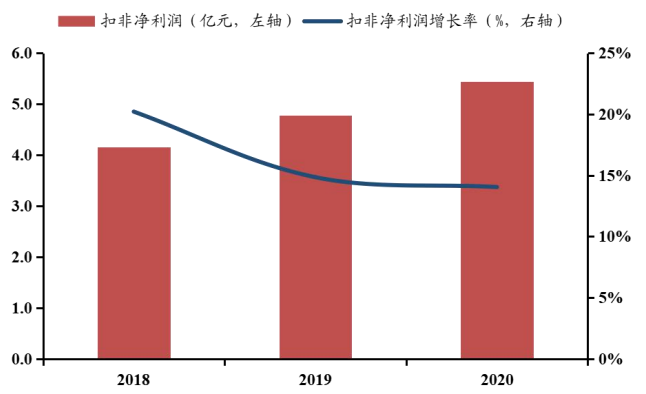
长期来看, 行业毛利率下降为必然趋势。我们认为加盟门店占比增加与处方药占比提升为行业整体趋势, 对比海外连锁药店约为 30% 的毛利率水平, 我国连锁药店整体行业的毛利率会进一步降低。在加盟方面, 我们认为目前公司精细化管理水平尚有待提升; 在处方药方面, 积极布局处方药是抢占市场的必由之路, 我们认为, 随着集中度的进一步提升, 龙头议价能力增强, 对比美国连锁龙头发展, 10-20 年后, 我国连锁药店的毛利率水平或将接近美国龙头药店均值, 30% 左右。

图 57: 2018-2020 年四大连锁药店毛利率对比



资料来源: wind, 浙商证券研究所

图 58: 2018-2020 年老百姓扣非净利润及增长率



资料来源: 公司公告, 浙商证券研究所

4. 盈利预测与估值

4.1. 营收拆分与关键假设

关键假设:

(1) **医药零售**: 2020 年部分季度受疫情影响, 营收增速略有下滑, 2021 年前三季度依然受疫情影响较大, 但 2021 年公司并购扩张加速, 我们认为医药零售的业绩的增长与门店数目的增长呈现正相关, 由于公司发展阶段相对成熟, 我们认为 2021-2023 年, 公司直营门店的数量增长与日均坪效将维持在一个相对稳定水平, 我们预测医药零售板块营收为 148.37/177.83/212.86 亿元, 同比增长 22.8%、19.9%、19.7%; 对应毛利率 35.8%、35.0%、34.8%。

(2) **加盟联盟及分销**: 我们认为加盟联盟及分销板块的应收主要得益于公司加盟门店数目的增长, 公司是国内加盟模式相对成熟且稳定的公司, 我们认为 2021-2023 年公司的加盟门店数量增长以及单店营收将维持稳定, 我们预计该板块营收同比增长 31.6%、36.9%、31.6%, 对应毛利率 13.0%、13.4%、13.6%。

基于以上假设, 我们预计, 公司 2021-2023 年营业总收入分别 172.92/211.45/256.97 亿元, 分别同比增长 23.8%、22.3%、21.5%, 营收拆分如下:

表 2: 2018-2023 年公司营收拆分情况

	2018A	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业总收入 (百万元)	9471	11663	13967	17292	21145	25697
增长率 (%)		23.1%	19.8%	23.8%	22.3%	21.5%
营业总成本 (百万元)	6137	7746	9489	11662	14447	17664
毛利率 (%)	35.2%	33.6%	32.1%	32.6%	31.7%	31.3%
医药零售						
营业收入 (百万元)	8405	10289	12080	14837	17783	21286
增长率 (%)		22.4%	17.4%	22.8%	19.9%	19.7%
营业成本 (百万元)	5214	6552	7833	9525	11559	13878
毛利率 (%)	38.0%	36.3%	35.2%	35.8%	35.0%	34.8%
加盟、联盟及分销						
营业收入 (百万元)	965	1290	1785	2349	3215	4233
增长率 (%)		33.6%	38.4%	31.6%	36.9%	31.6%
营业成本 (百万元)	843	1131	1570	2059	2784	3655
毛利率 (%)	12.6%	12.3%	12.1%	12.3%	13.4%	13.6%
其他						
营业收入 (百万元)	100	84	102	106	147	179
增长率 (%)		-15.9%	21.1%	4.1%	33.2%	22.2%
营业成本 (百万元)	79	63	86	77	104	130
毛利率 (%)	20.8%	25.1%	15.8%	27.0%	29.0%	27.0%

资料来源: 浙商证券研究所

4.2. 相对估值

选择国内连锁药店龙头作为可比公司, 包括益丰药房、大参林、一心堂等。由于公司仍在加速扩张阶段, 净利润增速为评价公司发展前景的一个重要指标, 所以我们选择 PEG 预测。行业可比公司 PEG 的均值为 1.15。老百姓作为稳定发展的连锁药店龙头, 2021 年加速并购进程, 并购了华佗大药房、泰州隆泰源、江苏百佳惠、华康大药房等较为优

质的区域连锁药店龙头,加之2020年公司并购的惠仁堂正在拉动西北地区门店快速扩张,我们认为未来三年,公司新并购标的将带动公司在华北、华中、华东、西北等地区快速扩张。我们预测2021-2023年归母净利润CAGR为20.33%,当前股价对应2021年PEG1.23,考虑公司2021年公司并购格局与扩张前景,我们给予2021年1.35倍PEG。

表 3: 可比公司估值表

代码	公司名称	收盘价	EPS				PE				PEG
		11月3日	2020A	2021E	2022E	2023E	2020A	2021E	2022E	2023E	(2021E)
603939.SH	益丰药房	49.95	1.07	1.37	1.77	2.26	47	36	28	22	1.21
002727.SZ	一心堂	34.68	1.33	1.69	2.08	2.55	26	21	17	14	0.74
603233.SH	大参林	38.75	1.34	1.53	1.94	2.46	29	26	20	16	1.25
605266.SH	健之佳	75.68	3.61	4.38	5.35	6.57	21	17	14	12	0.76
301017.SZ	漱玉平民	29.81	0.53	0.66	0.82	1.03	56	45	36	29	1.78
	平均值						36	29	23	18	1.15
603883.SH	老百姓	46.20	1.51	1.84	2.23	2.66	31	25	21	17	1.23

资料来源: wind, 浙商证券研究所

4.3. 投资建议

基于以上假设,我们预计,公司2021-2023年营业总收入分别为172.92/211.45/256.97亿元,分别同比增长23.81%、22.28%、21.53%,归母净利润分别为7.57/9.17/10.96亿元,分别同比增长21.92%、21.07%、19.55%,对应2021-2023年EPS为1.84/2.23/2.66元,当前股价对应PE为25/21/17倍,2021-2023年归母净利润CAGR为20.33%,对应2021年PEG1.23,考虑公司未来发展,给予2021年1.35倍PEG,对应目标价50.50元,首次覆盖给予“增持”评级。

5. 风险提示

1. 行业竞争加剧的风险: (1) 区域性零售药店龙头扩大规模,与全国性药店龙头形成竞争,零售企业竞争日益加剧。(2) 其他行业通过并购进入药品零售行业,加剧市场竞争。(3) 互联网售药冲击。若政策推动开放网上处方药,或互联网药店探索出有利的竞争模式,将直接影响实体药店的销售额。

2. 集采药品降价超预期的风险: 若集采导致部分药品大幅降价,会带来产业链利润压缩,药品终端承压。直接影响连锁药店的销售额和毛利率。

3. 并购扩张不及预期的风险: 并购是连锁药店扩张的重要渠道,若市场竞争、政策环境、自身经营以及消费者购买习惯等因素发生变动,或公司并购整合不及预期,将直接影响公司扩张速度。

4. 处方外流规模不及预期的风险: 处方外流需要政策的强力推动以及医生端的积极配合,医生端薪资、责任等问题难以明确,可能导致处方外流实际市场规模低于预期。

表附录：三大报表预测值

资产负债表					利润表				
单位: 百万元	2020	2021E	2022E	2023E	单位: 百万元	2020	2021E	2022E	2023E
流动资产	5635	7924	9014	10813	营业收入	13967	17292	21145	25697
现金	1372	2660	2605	3018	营业成本	9489	11662	14447	17664
交易性金融资产	26	13	17	19	营业税金及附加	44	54	66	80
应收账款	1150	1496	1815	2196	营业费用	2837	3587	4235	5070
其它应收款	81	104	121	150	管理费用	658	811	987	1195
预付账款	428	583	766	972	研发费用	0	0	0	0
存货	2387	2869	3482	4239	财务费用	63	57	60	48
其他	191	199	208	218	资产减值损失	26	11	11	26
非流动资产	5649	6877	7545	8347	公允价值变动损益	0	20	20	20
金额资产类	0	0	0	0	投资净收益	8	4	6	6
长期投资	64	70	70	70	其他经营收益	101	53	64	72
固定资产	1000	1118	1273	1462	营业利润	960	1186	1428	1712
无形资产	432	461	488	500	营业外收支	(3)	7	4	2
在建工程	80	90	72	58	利润总额	957	1193	1432	1714
其他	4074	5137	5642	6257	所得税	192	241	286	344
资产总计	11284	14801	16559	19160	净利润	764	952	1146	1370
流动负债	6291	7642	8393	9831	少数股东损益	143	195	229	274
短期借款	1158	900	500	300	归属母公司净利润	621	757	917	1096
应付款项	4109	5124	6238	7585	EBITDA	1243	1449	1693	1978
预收账款	16	80	87	85	EPS (最新摊薄)	1.51	1.84	2.23	2.66
其他	1008	1538	1568	1861	主要财务比率				
非流动负债	187	1277	1302	1255		2020	2021E	2022E	2023E
长期借款	118	1118	1118	1118	成长能力				
其他	69	159	184	137	营业收入	19.75%	23.81%	22.28%	21.53%
负债合计	6479	8919	9695	11087	营业利润	21.97%	23.65%	20.36%	19.90%
少数股东权益	515	711	940	1214	归属母公司净利润	17.12%	21.92%	21.07%	19.55%
归属母公司股东权益	4290	5171	5924	6859	获利能力				
负债和股东权益	11284	14801	16559	19160	毛利率	32.06%	32.56%	31.67%	31.26%
					净利率	5.47%	5.51%	5.42%	5.33%
					ROE	14.31%	14.17%	14.38%	14.67%
					ROIC	14.22%	13.24%	15.46%	16.59%
					偿债能力				
					资产负债率	57.41%	60.26%	58.55%	57.86%
					净负债比率	20.14%	26.21%	18.30%	14.31%
					流动比率	0.90	1.04	1.07	1.10
					速动比率	0.52	0.66	0.66	0.67
					营运能力				
					总资产周转率	1.32	1.33	1.35	1.44
					应收帐款周转率	12.57	13.11	12.88	12.91
					应付帐款周转率	6.73	6.72	6.76	6.81
					每股指标(元)				
					每股收益	1.51	1.84	2.23	2.66
					每股经营现金	3.51	3.54	3.84	4.31
					每股净资产	10.50	12.55	14.38	16.65
					估值比率				
					P/E	30.65	25.14	20.76	17.37
					P/B	4.40	3.68	3.21	2.77
					EV/EBITDA	21.01	13.40	11.30	9.51

现金流量表				
单位: 百万元	2020	2021E	2022E	2023E
经营活动现金流	1447	1457	1580	1775
净利润	764	952	1146	1370
折旧摊销	246	202	205	223
财务费用	63	57	60	48
投资损失	(8)	(4)	(6)	(6)
营运资金变动	815	791	786	986
其它	(432)	(542)	(611)	(847)
投资活动现金流	(1010)	(1360)	(876)	(915)
资本支出	(87)	(182)	(200)	(250)
长期投资	(64)	(19)	0	0
其他	(859)	(1159)	(676)	(665)
筹资活动现金流	(495)	1191	(759)	(447)
短期借款	80	(258)	(400)	(200)
长期借款	(262)	1000	0	0
其他	(314)	450	(359)	(247)
现金净增加额	(58)	1288	(55)	413

资料来源：浙商证券研究所

股票投资评级说明

以报告日后的 6 个月内，证券相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

- 1、买入：相对于沪深 300 指数表现 + 20% 以上；
- 2、增持：相对于沪深 300 指数表现 + 10% ~ + 20%；
- 3、中性：相对于沪深 300 指数表现 - 10% ~ + 10% 之间波动；
- 4、减持：相对于沪深 300 指数表现 - 10% 以下。

行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

- 1、看好：行业指数相对于沪深 300 指数表现 + 10% 以上；
- 2、中性：行业指数相对于沪深 300 指数表现 - 10% ~ + 10% 以上；
- 3、看淡：行业指数相对于沪深 300 指数表现 - 10% 以下。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重。

建议：投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者不应仅仅依靠投资评级来推断结论

法律声明及风险提示

本报告由浙商证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，经营许可证编号为：Z39833000）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但浙商证券股份有限公司及其关联机构（以下统称“本公司”）对这些信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不发生任何变更。本公司没有将变更的信息和建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告仅供本公司的客户作参考之用。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。

本报告仅反映报告作者的出具日的观点和判断，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本公司的交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理公司、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告版权均归本公司所有，未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、发布、传播本报告的全部或部分内容。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明本报告发布人和发布日期，并提示使用本报告的风险。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

浙商证券研究所

上海总部地址：杨高南路 729 号陆家嘴世纪金融广场 1 号楼 25 层

北京地址：北京市东城区朝阳门北大街 8 号富华大厦 E 座 4 层

深圳地址：广东省深圳市福田区广电金融中心 33 层

上海总部邮政编码：200127

上海总部电话：(8621) 80108518

上海总部传真：(8621) 80106010

浙商证券研究所：<https://www.stocke.com.cn>