

一心堂 (002727.SZ) 买入 (首次评级)

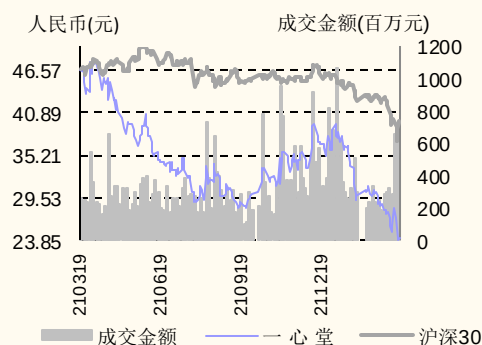
公司深度研究

市场价格 (人民币): 24.07 元

目标价格 (人民币): 30.00 元

市场数据 (人民币)

总股本(亿股)	5.96
已上市流通 A 股(亿股)	3.97
总市值(亿元)	143.50
年内股价最高最低(元)	47.74/23.85
沪深 300 指数	4266
深证成指	12329



一心堂：立足西南，辐射全国

公司基本情况 (人民币)

项目	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	10,479	12,656	14,585	17,423	20,780
营业收入增长率	14.20%	20.78%	15.24%	19.46%	19.26%
归母净利润(百万元)	604	790	921	1,100	1,356
归母净利润增长率	15.90%	30.81%	16.55%	19.53%	23.24%
摊薄每股收益(元)	1.064	1.327	1.544	1.846	2.275
每股经营性现金流净额	1.49	1.45	2.40	3.32	3.63
ROE(归属母公司)(摊薄)	13.14%	13.70%	13.95%	14.82%	16.06%
P/E	21.87	25.10	24.94	20.86	16.93
P/B	2.87	3.44	3.48	3.09	2.72

来源：公司年报、国金证券研究所

投资逻辑

- **公司立足云南，深耕西南地区基石，业绩稳健增长。**公司作为区域性连锁药店龙头，以云南为核心，深耕西南布局全国。近年来，公司不断增加旗下药店的中药产品布局，中药营收占比不断提高。2020 年公司实现营收 126.6 亿元，同比增长 20.8%；归母净利润 7.9 亿元，同比增长 30.8%。3Q2021 公司实现营收 105.0 亿元，同比增长 13.6%；归母净利润 7.6 亿元，同比上涨 26.5%。2021 年公司公告 4 起收购项目，共收购山西、河南以及广西区域的门店数量 86 家，预计 2021 年产生营业收入 1.17 亿元，产生净利润 920.6 万元。
- **行业集中度提高利好头部企业，处方药外流带来增量市场。**药店行业头部药房企业优势显著，单体及中小型连锁药店的经营压力提升，逐步被整合将是未来发展趋势。头部企业凭借其强大的资本实力和管理能力优势将成为处方药外流的主要承担者，获取增量市场，并享受品类丰富高毛利产品销售提升带来的红利。根据商务部数据，四大药房（一心堂、益丰药房、大参林和老百姓）市占率已由 2016 年的 6.1% 提高到 2020 年的 10.6%。
- **稳健增效，构筑公司核心竞争力。**1) 公司坚持区域高密度拓展模式，下沉得力，逐步形成城乡一体化的门店布局结构。2) 门店区域扩张稳健推进，从云南到川渝，再逐步布局全国；通过扎实的直营门店模式，保证区域竞争优势。截至 2021 年三季报，公司共拥有门店 8356 家。3) 推行会员管理制度，通过精细化管理增强客户粘性，不断加强公司的盈利能力。4) 打造特慢病药房业务，提升院外市场竞争力。公司四位一体，构建核心竞争力，提高未来业绩的稳健性。

投资建议

- 一心堂作为辐射全国的西南连锁药店龙头，将在行业发展持续获益。预计 2021-2023 年营业收入分别为 145.85、174.23 和 207.80 亿元，增速分别为 15.24%、19.46%、19.26%；预计 2021-2023 年归母净利润分别为 9.21 亿元、11.00 亿元和 13.56 亿元，增速分别 16.55%、19.53%和 23.24%。我们选用相对估值法（市盈率法）对公司进行估值，参考同行业上市公司可比公司情况，给予公司 2022 年 17 倍 PE，目标价 31 元，首次覆盖给予公司“买入”评级。

风险提示

- 政策风险；竞争加剧风险；处方外流进度不及预期；医保药品限价风险；门店安全管理风险；医药电商冲击；股东减持风险；商誉减值风险。

袁维

 分析师 SAC 执业编号: S1130518080002
 (8621)60230221
 yuan_wei@gjzq.com.cn

内容目录

一心堂：立足西南的连锁药店龙头企业，辐射全国稳步发展	4
公司立足云南，深耕西南地区基石，业绩稳健增长	4
产品品类丰富，高毛利产品有望贡献新增长	5
立足西南，辐射全国纵深发展	5
公司股权结构稳定，股权激励落地增添发展活力	7
行业集中度提高利好头部企业，处方药外流带来增量市场	7
药店进入加速整合期，头部企业扩张潜力大	7
处方药外流确定性强，市场迎来新局面	9
稳健增效，构筑公司核心竞争力	11
坚持区域高密度拓展模式，构建垂直一体化布局	11
公司扩张稳步推进，从云南到川渝再放眼全国	11
会员管理制度，精细化管理增强客户粘性	13
打造特慢病药房业务，提升院外市场竞争力	14
盈利预测与投资建议	15
风险提示	17

图表目录

图表 1：2016-3Q2021 公司营业收入及同比增长情况	4
图表 2：2016-3Q2021 公司归母净利润及同比增长情况	4
图表 3：2016-3Q2021 公司毛利率、净利率情况	4
图表 4：2016-3Q2021 公司各项费用率情况	4
图表 5：2016-2021H1 公司主要产品营收构成	5
图表 6：2016-2021H1 公司主要产品的毛利率	5
图表 7：公司各区域收入占比	6
图表 8：公司各区域门店数量	6
图表 9：2021 年公司收购门店情况	7
图表 10：公司股权结构	7
图表 11：全国零售连锁企业情况	8
图表 12：全国药品零售行业集中度	8
图表 13：2017 年美国、日本零售药店集中度（CR3）	8
图表 14：2020 年药品零售企业销售总额前 10 名	9
图表 15：全国药品市场总规模	9
图表 16：2018 年全国处方药市场结构	9
图表 17：处方药外流相关促进政策	10
图表 18：日本医药分业率	10
图表 19：公司门店数量构成（单位：家）	11
图表 20：公司租金效率（含税，年销售额/租金）	11

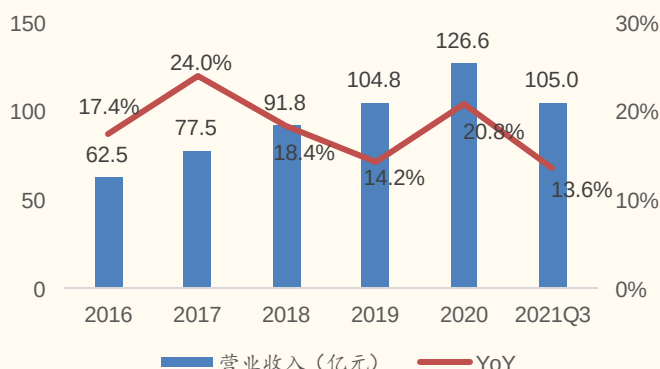
图表 21: 2020 年公司各类门店毛利率.....	11
图表 22: 公司云南省门店数量.....	12
图表 23: 公司四川省门店数量.....	12
图表 24: 公司重庆市门店数量.....	12
图表 25: 2020 年省级单位零售药房数量前五 (CR15=75%)	13
图表 26: 公司有效会员人数及会员销售占比.....	13
图表 27: 公司采用 CRM 客户关系管理系统进行精细化管理.....	14
图表 28: 2018-2020 年公司会员复购情况.....	14
图表 29: 公司慢病医保门店数量及贡献门店销售占比.....	15
图表 30: 公司慢病医保门店的行政区域覆盖情况.....	15
图表 31: 公司主营业务盈利预测.....	15
图表 32: 毛利率、净利率及主要费用率预测.....	16
图表 33: 可比公司估值比较 (市盈率法, 数据截至 2022.3.18)	16

一心堂：立足西南的连锁药店龙头企业，辐射全国稳步发展

公司立足云南，深耕西南地区基石，业绩稳健增长

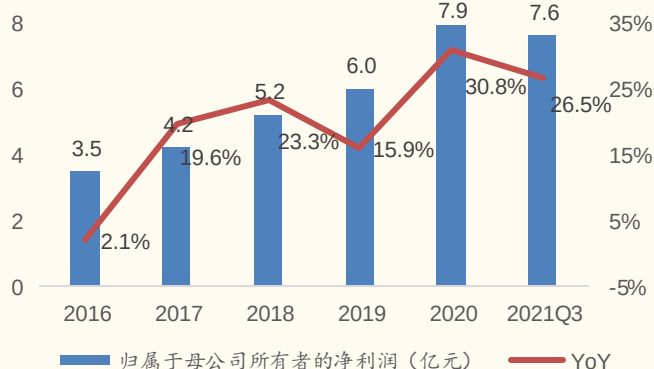
- 公司是成立于云南地区的医药零售企业，以云南为核心，公司旗下连锁药店的模式深耕西南，确立了西南地区连锁药店龙头地位。2016-2020 年，营业收入由 62.5 亿元增至 126.6 亿元，年均复合增速达 19.3%；归母净利润由 3.5 亿元增至 7.9 亿元，年均复合增速达 22.6%。2021 年前三季度，虽有疫情反复的影响，公司业绩增长略有减缓，但仍实现营业收入 105.0 亿元，同比增长 13.6%，归母净利润 7.6 亿元，同比增长 26.5%。

图表 1：2016-3Q2021 公司营业收入及同比增长情况



来源：公司公告，国金证券研究所

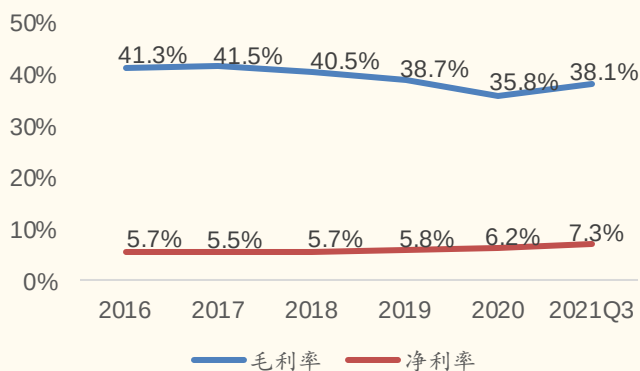
图表 2：2016-3Q2021 公司归母净利润及同比增长情况



来源：公司公告，国金证券研究所

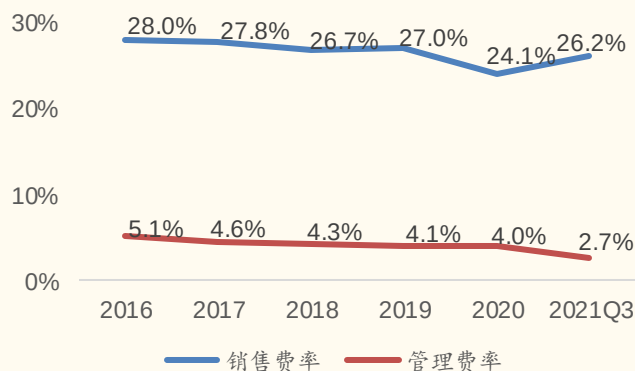
- 在近年药品集采降价等事件的影响下，公司毛利率有所下行，尤其是 2020 年受新冠疫情环境下低毛利防疫产品销售增加，毛利率下降较为明显，但仍保持在 35%以上水平。公司净利率则呈现逐年稳步上升趋势，由 2016 年的 5.7%增至 3Q2021 的 7.3%，主要原因系连锁药店规模效应逐渐放大，公司费用管理带来的正向作用。
- 近年来，公司销售费率呈下降趋势，2021 年相较于 2020 年疫情期间，销售活动正常开展，费用率有所回升。管理费率呈现显著降低，由 2016 年的 5.1%降至 3Q2021 的 2.7%。

图表 3：2016-3Q2021 公司毛利率、净利率情况



来源：公司公告，国金证券研究所

图表 4：2016-3Q2021 公司各项费用率情况

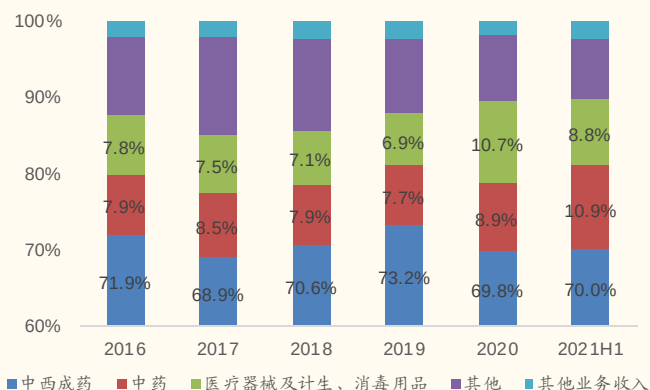


来源：公司公告，国金证券研究所

产品品类丰富，高毛利产品有望贡献新增长

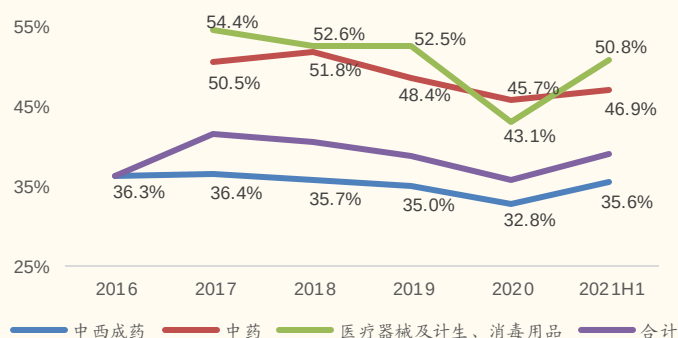
- 公司主要经营产品涵盖中西成药、中药、医疗器械及计生、消毒药品等，其中中西成药贡献主要收入，2020 年及 2021H1 分别取得营收 88.4 和 46.9 亿元，占比 70%左右。
- 国家陆续出台政策推动中医药的发展，公司根植于云南，背靠丰富的中药资源宝库，近年来也不断增加旗下药店的中药产品布局，营收占比不断提高，2020 及 2021H1 已分别增至 8.9%和 10.9%。中药产品毛利率优势明显，保持在 45%以上，对公司整体毛利水平贡献突出。
- 一心堂旗下子公司云南鸿翔中药科技公司、鸿翔中药科技公司、云中药业有限公司专注于中药研究、种苗培育、中药材料收储、饮片加工、配方颗粒的生产业务，具备中药种植、初加工、精加工及配方颗粒的生产能力。近年来公司中药板块产能不断扩张，产业链逐渐完善。
- 鸿翔中药前身鸿翔中草药有限公司于 2002 年开始从事中药饮片的加工、炮制；2019 年华宁新生产基地投产，2020 年实现产值 2.74 亿元，增加值 0.83 亿；在华宁基地第三期建设计划中，预计实现产值 10 亿元以上、新型饮片年产能 5000 吨以上，未来华宁基地的全部建成投产将使鸿翔中药成为集中药饮片生产加工、中西成药批发流通及全渠道零售为一体的公司，并进一步为一心堂提供动能
- 与传统中药饮片相比，中药配方颗粒产品毛利率较高（60%~80%），便于携带、储存，未来可能对普通饮片形成一定替代。2021 年 2 月起中药配方颗粒生产试点结束，政策东风之下，中药配方颗粒市场份额有望提升。
- 鸿翔中药作为云南省第一批中药配方颗粒试点研发企业，截至 2020 年已有 609 个取得药监局备案批件的配方颗粒项目、截至 3Q2021 已经拥有中药配方颗粒客户达 240 余家，未来将受益于成熟工艺以及市场扩大带来的利好，有望进一步放量增长。
- 此外，公司销售产品中医疗器械等产品同样具有较高的毛利率水平，在营业收入中始终保持较大的占比，疫情冲击后消毒用品等有望成为业绩增长的又一驱动力。

图表 5：2016-2021H1 公司主要产品营收构成



来源：公司公告，国金证券研究所

图表 6：2016-2021H1 公司主要产品的毛利率



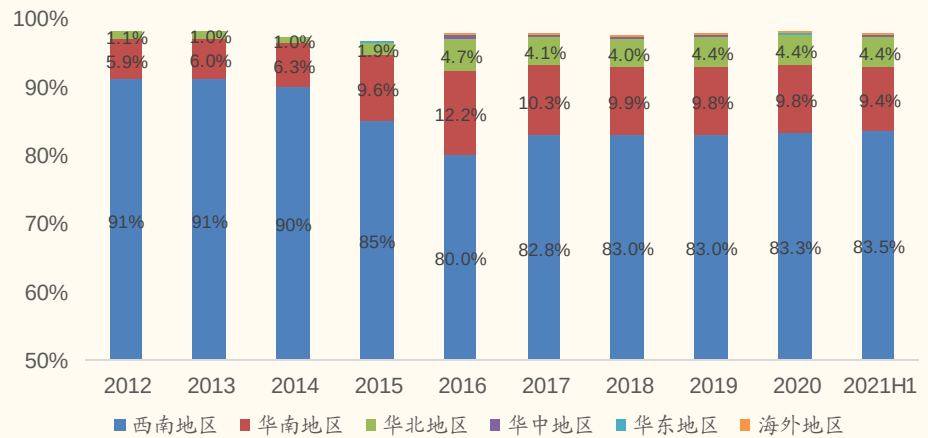
来源：公司公告，国金证券研究所

立足西南，辐射全国纵深发展

- 以云南为核心的西南地区是公司业务核心区域，贡献 80%以上收入。2009 年公司开始进军山西，开启辐射全国纵深发展的新篇章。其中，华南和华北地区营收占比快速提升，2016 年即已分别达到 12.2%和 4.7%；华中、华东地区也在稳步发展。截至 3Q2021，公司直营连锁门店覆盖十个省及

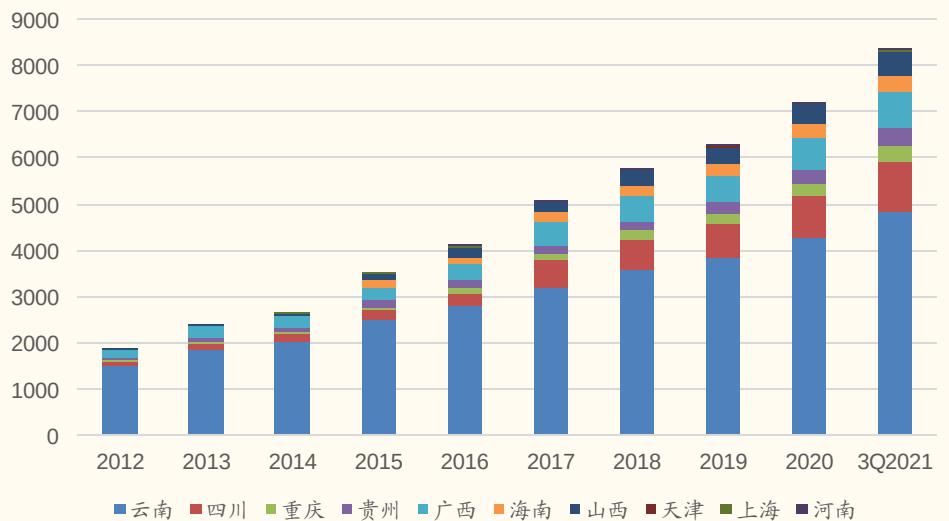
直辖市，建设出立体化经营网络，多区域共同发展的局面，直营连锁门店达到 8,356 家。

图表 7：公司各区域收入占比



来源：公司公告，国金证券研究所

图表 8：公司各区域门店数量



来源：公司公告，国金证券研究所

- 在自开门店同时，公司进一步参与行业资产整合，通过收购区域优质医药零售资产开拓市场、提高市场份额。2021 年公司公告 4 起收购项目，共收购山西、河南以及广西区域的门店数量 86 家，预计 2021 年产生营业收入 1.17 亿元，产生净利润 920.6 万元。

图表 9：2021 年公司收购门店情况

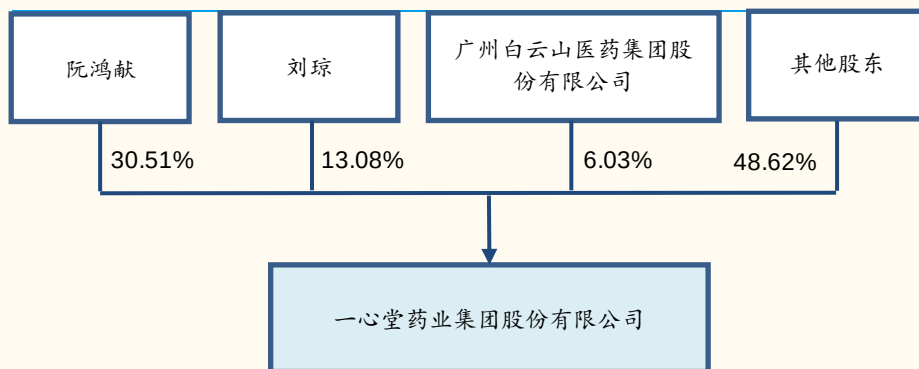
收购公告时间	收购价上限 (万元)	标的	标的所在地区	标的数量	预计 2021 年产生营业收入 (万元)	预计 2021 年产生净利润 (万元)
2021.02	3,900	山西百姓药业连锁有限公司	山西省长治市屯留区	29 家	5,612.87	511.91
2021.05	3,488	山西祁县阳光医药连锁有限公司	山西祁县	30 家	2,598.22	185.51
2021.05	3,000	河南项城市开心人大药房连锁有限公司	河南项城市	16 家	2,730.67	159.53
2021.06	1,110	广西百色利康医药连锁有限公司	广西百色区域	11 家	740.98	63.62
合计	11,498	-	-	86 家	11,682.74	920.57

来源：公司公告，国金证券研究所

公司股权结构稳定，股权激励落地增添发展活力

- 公司股权结构稳定，董事长阮鸿献经过 2020 年的增持，现持股 30.51%，第二大股东为董事刘琼持股 13.08%。股权结构稳定且较为集中，有利于公司的持续发展。

图表 10：公司股权结构



来源：公司公告，国金证券研究所

- 2020 年公司推出了股权激励方案，共计 600 万股，占已发行股本的 1.06%，分为 512.2 万股和 87.8 万股两批，分别于 2020 年 5 月和 2021 年 3 月上市，授予价格为 10.42 元/股和 19.08 元/股。此次股权激励政策根据 2020-2022 年的三个会计年内公司层面业绩考核要求分为三段解锁期，即以 2019 年净利润为基数，分别实现净利润增长率不低于 20%、40% 和 65%。
- 此次股权激励主要针对公司高管及核心人员，并对激励对象也提出了个人层面的绩效考核标准，有望全方位调动核心团队的积极性和凝聚力，为公司的稳健发展注入活力。

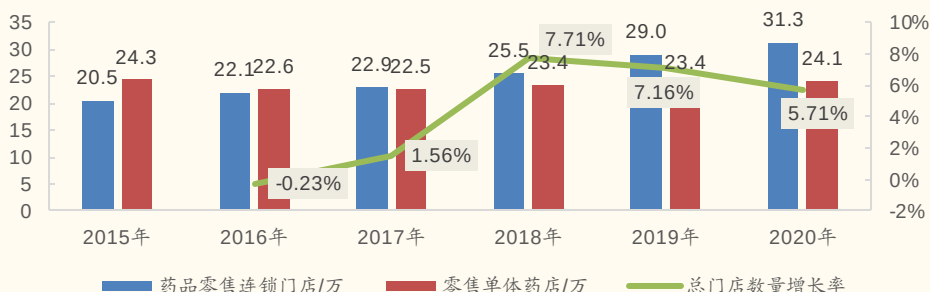
行业集中度提高利好头部企业，处方药外流带来增量市场

药店进入加速整合期，头部企业扩张潜力大

- 药店已进入快速增长期，连续三年增速处于高位。
 - 药房行业进入快速增长时期。全国药房总数由 2017 年的 45.4 万家提升至 2020 年的 55.4 万家，三年复合增长率为 6.7%，显著高于此前增速，标志着行业发展进入全新的阶段。

- 连锁化为行业发展趋势。药房连锁化率不断提高，2015 年药品零售连锁门店 20.5 万家，占总零售门店数量的 45.7%；到 2020 年，药品零售连锁门店已增长至 31.3 万家，连锁化率为 56.5%，提高了 10.8 个百分点。

图表 11：全国零售连锁企业情况

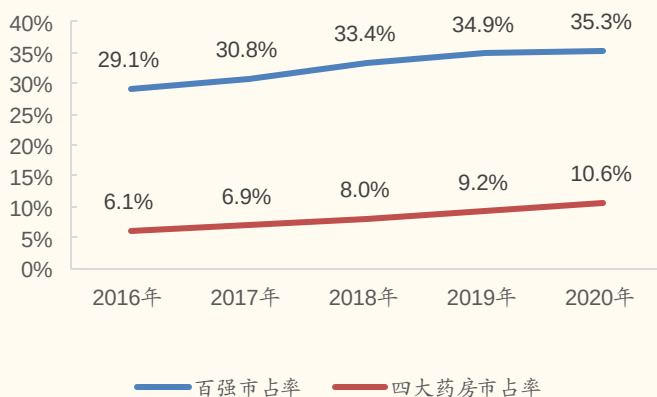


来源：国家药品监督管理局，国金证券研究所

■ 头部集中度不断提高，强者愈强是未来法则。

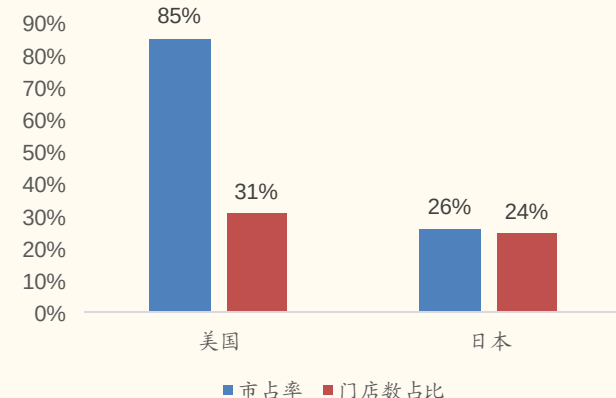
- 药店因其行业特点过去一直较分散，但近年来在产业政策驱动、资本介入、规模化竞争等因素影响下，集中度持续提高。2020 年百强药品零售企业销售额占行业销售总额的 35.3%，较 2016 年提高了 6.2 个百分点，老百姓、益丰药房、大参林、一心堂等四家企业市占率由 2016 年的 6.1% 提高到 2020 年的 10.6%。
- 参考美国、日本情况，中国仍有较大提升空间。2017 年，美国前三大连锁药品企业 CVS、Walgreens 和 Rite Aid 在美国境内合计拥有 20,450 家门店，占美国零售药店门店总数的 30.52%，前三大药品零售连锁集团市场份额集中度 85%。日本前三大连锁药品企业 WELCIA HOLDINGS、鹤羽 HOLDINGS 和松本清 HOLDINGS 合计拥有 4,764 家门店，占日本零售药店门店总数的 24.39%，前三大企业市场占有率为 25.73%；此外，日本前十大连锁药品企业市场占有率为 62.7%。
- 随着行业集中度进一步提高，在资源导向和规模化优势的正向反馈之下，中小企业经营压力持续提升，强者愈强将是未来发展的趋势。

图表 12：全国药品零售行业集中度



来源：商务部，国金证券研究所

图表 13：2017 年美国、日本零售药店集中度 (CR3)



来源：健之佳招股书，国金证券研究所

■ 政策支持大型医药流通企业发展，头部企业将获利

- 2021 年 10 月，商务部发布《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》，文件指出“到 2025 年，培育形成 5-10 家超五百亿元的专业化、多元化药品零售连锁企业……药品零售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%。”
- 目前头部企业规模远小于预期，存在较大提升空间。根据商务部数据，2020 年，仅有 1 家（国药控股）销售规模超过两百亿元，四家（大参林、老百姓、益丰药房、一心堂）销售规模超过一百亿元，与国家政策引导目标相比仍有较大的差距，存在较大发展空间。

图表 14：2020 年药品零售企业销售总额前 10 名

序号	企业	销售总额（亿元）
1	国药控股	216
2	大参林	153
3	老百姓	148
4	益丰药房	136
5	一心堂	128
6	同仁堂	81
7	甘肃众友健康	66
8	漱玉平民	51
9	上海华氏大药房	49
10	健之佳	43
	CR10	2434

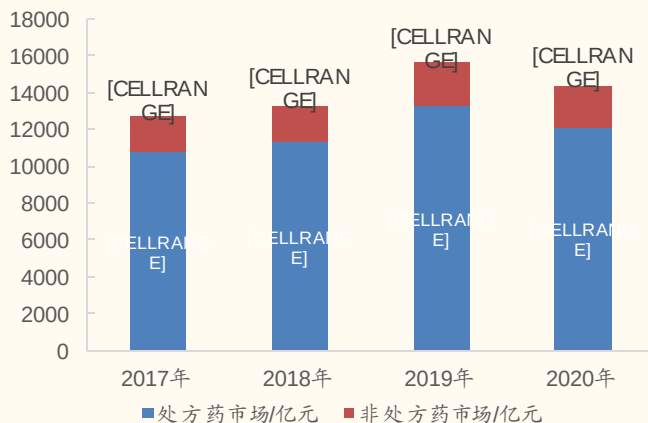
来源：国家药监局，国金证券研究所

处方药外流确定性强，市场迎来新局面

■ 处方药万亿市场规模，院内销售占比 7 成以上

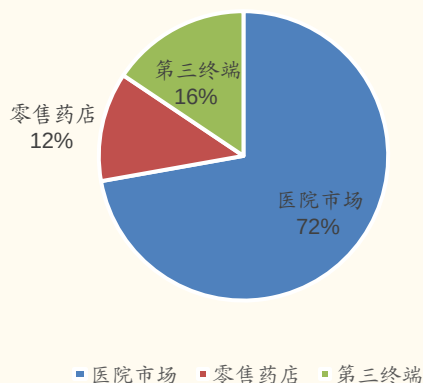
- 按终端零售价计算，2020 年中国药品市场销售规模达 14388 亿元，其中处方药 12105 亿元，占比 84.1%，连续第四年突破万亿。
- 院内仍为处方药销售主市场。2018 年，医院处方药销售 8134 亿元，占比 72%；零售药店销售 1374 亿元，占比仅为 12%。

图表 15：全国药品市场总规模



来源：IQVIA《中国医药市场全景解读》，国金证券研究所

图表 16：2018 年全国处方药市场结构



来源：IQVIA《中国医药市场全景解读》，国金证券研究所

■ 政策加码推动处方药外流，但市场释放仍需一定时间

- 医改政策不断加码，处方药外流确定性强。国家卫健委、医保局接连出台政策，扎实推进“双通道”管理，建立处方流转中心，并从国家层面将定点零售药店纳入医保药品供应保障范围，未来医药分家、处方药外流确定性强。

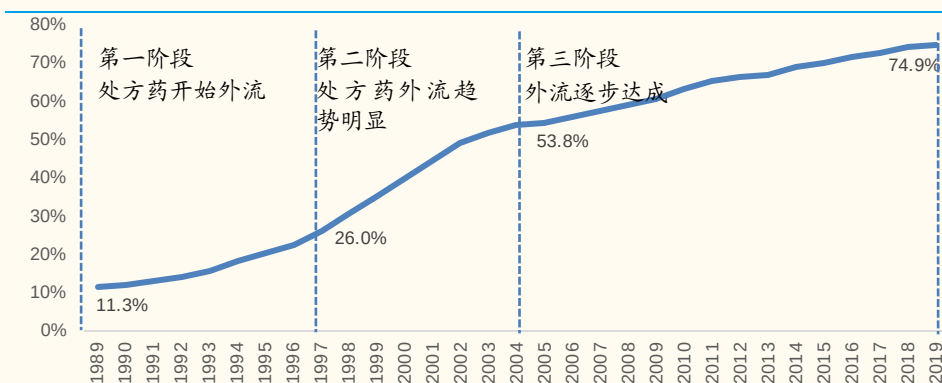
图表 17：处方药外流相关促进政策

文件	时间	主要内容
《关于适应国家医保谈判常态化持续做好谈判药品落地工作的通知》	2021 年 9 月	扎实推进“双通道”管理。各地医保部门要按照加强管理、保障供应、规范使用、严格监管的原则，建立处方流转中心，并对纳入“双通道”管理的药品在定点零售药店和定点医疗机构施行统一的报销政策。
《关于建立完善国家医保谈判药品“双通道”管理机制的指导意见》	2021 年 4 月	“双通道”机制的建立，将原来药品院内管理的一部分职能转移至院外，这是首次从国家层面，将定点零售药店纳入医保药品供应保障范围，并实行与医疗机构统一的支付政策。

来源：卫健委，国金证券研究所

- 日本处方药外流史具备参考价值，我国处方药院外市场有望逐步推进。参考海外经验，日本历经 30 年时间，将医药分业率从 11.3% 提升至 74.9%：第一阶段（1997 年以前），处方药开始外流，年外流率约为 1%-1.5%；第二阶段（1997 年-2004 年），政策及环境友好，处方药外流速度加快，年外流率约为 3%-5%；第三阶段（2004 年以来），处方药外流逐步达成，年外流速度减缓。与此对比，2018 年我国目前处方药院内市场占比为 72%，处方药外流仍有较大空间，将在未来 3-10 年逐步释放。

图表 18：日本医药分业率



来源：日本厚生劳动省，国金证券研究所

■ 处方药外流不仅带来增量市场，导流作用同样可观

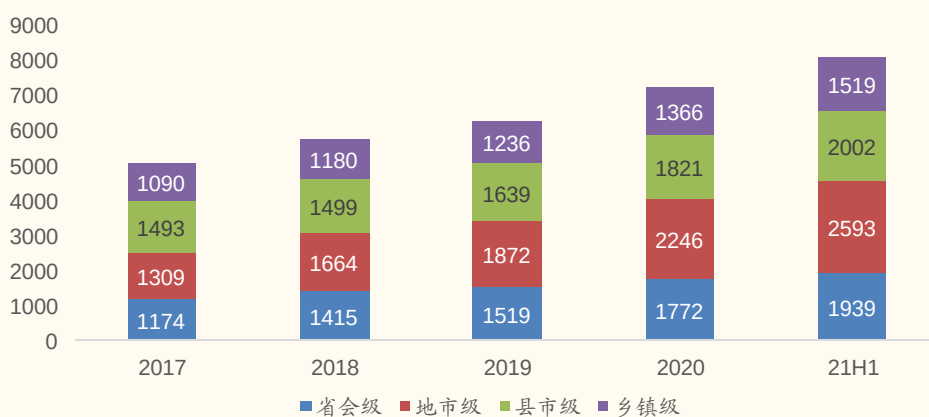
- 一方面，市场外流将为零售药房市场带来增量空间，按当前市场规模测算，如未来处方药外流率能够达到 50%，即可带来数千亿市场增量；
- 另一方面，处方药外流的同时也会将患者引流到连锁药房，刺激其他医药产品消费，拉动高毛利产品销售，逐步扩大品牌影响力，为企业带来更大的利润空间。

稳健增效，构筑公司核心竞争力

坚持区域高密度拓展模式，构建垂直一体化布局

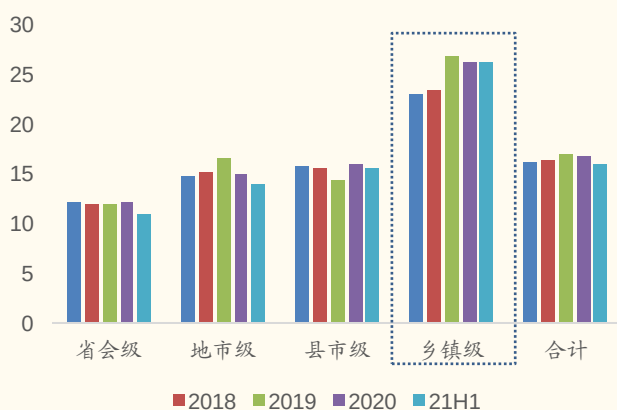
- 公司发展强调下沉市场，逐步形成城乡一体化的门店布局结构。一方面目前乡镇医药零售市场开发尚不完全，零售药店覆盖仍有提升空间，随着群众生活水平提高和医疗保健意识增强，我国乡镇人口对于医疗保健的需求将大幅提升，有望带动我国乡镇零售药店市场潜力的逐步释放。
- 另一方面，县乡门店人力及租金成本低，毛利率高。省会级城市药房租金高、成本大且竞争较为激烈，单店毛利率及净利率水平低于平均值。而县乡地区虽然坪效较低，但其人工成本和租金成本亦低，从而能够获得较高的毛利率。

图表 19：公司门店数量构成（单位：家）



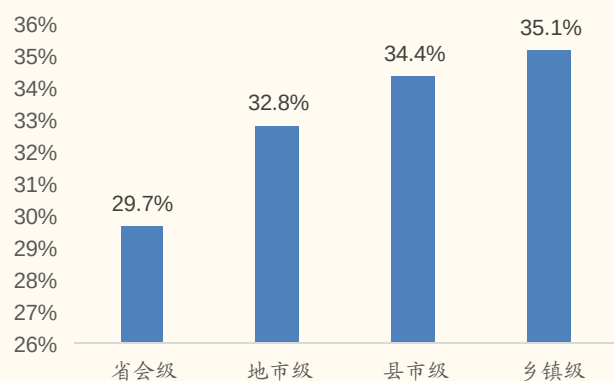
来源：公司公告，国金证券研究所

图表 20：公司租金效率（含税，年销售额/租金）



来源：公司公告，国金证券研究所

图表 21：2020 年公司各类门店毛利率



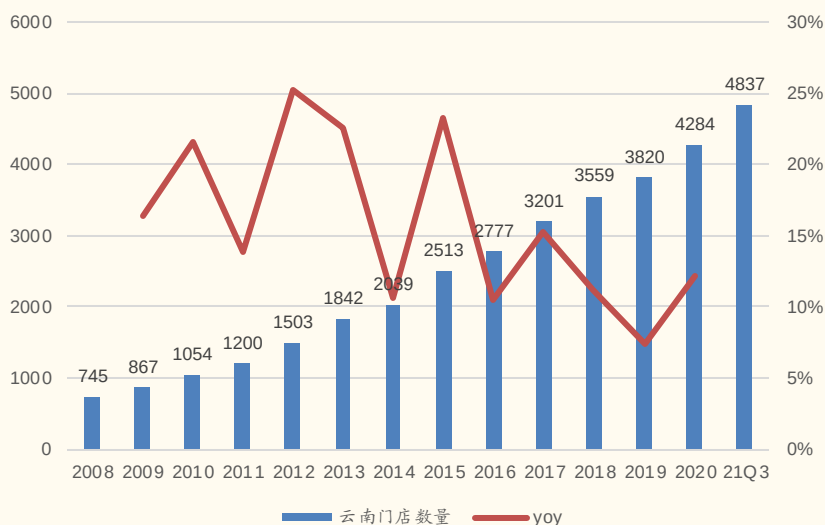
来源：公司公告，国金证券研究所

公司扩张稳步推进，从云南到川渝再放眼全国

- 以云南为大本营，坚持核心区域门店高密度布局。公司始终坚持少区域高密度网点布局。从经营理念上来看，少区域高密度布局从品牌效益、物流配送、用药习惯、人才储备等多方面具备一定优势。公司以云南为大本营，门店数量从 2008 年的 745 家提升至 4837 家，构建高

密度门店网络，使得其他药房的进入门槛大大提高，建立起区域护城河。

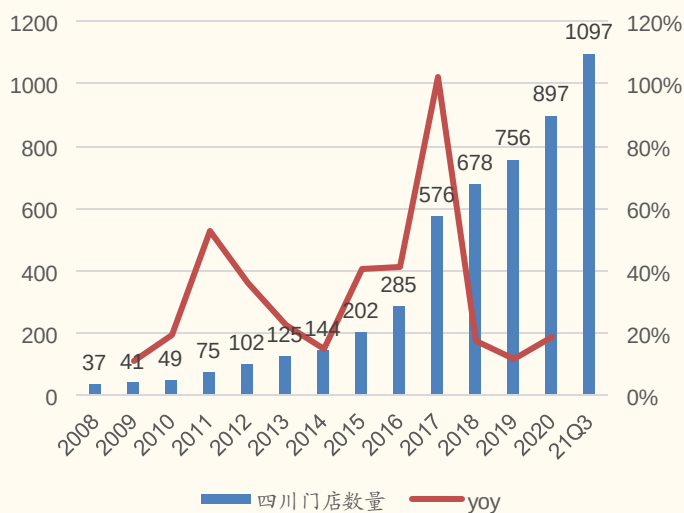
图表 22：公司云南省门店数量



来源：公司公告，国金证券研究所

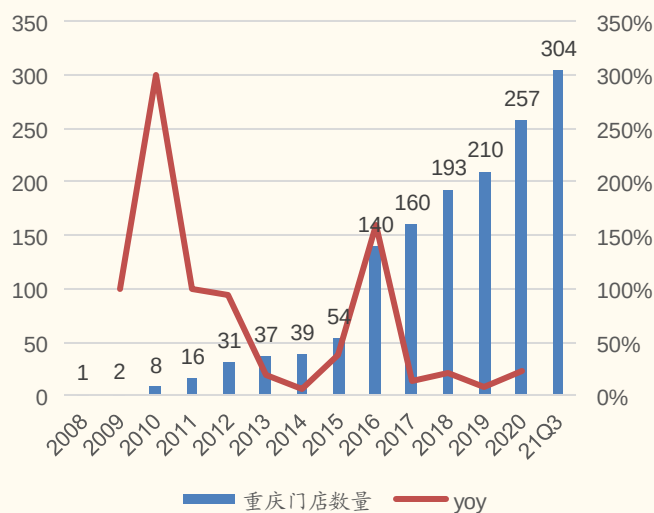
- **深耕川渝重点区域市场。**川渝市场是公司 2021 年主攻市场，公司在区域市场进行门店的密集合理布局，持续导入标准化管理、促销管理体系，加强门店建设，树立良好的品牌信誉；同时，加强门店的专业化服务和规范运营，不断优化的商品组合和成熟的会员管理，实现门店客单量和销售收入的持续提升。公司力图通过门店质量提升，推动川渝区域快速发展。

图表 23：公司四川省门店数量



来源：公司公告，国金证券研究所

图表 24：公司重庆市门店数量

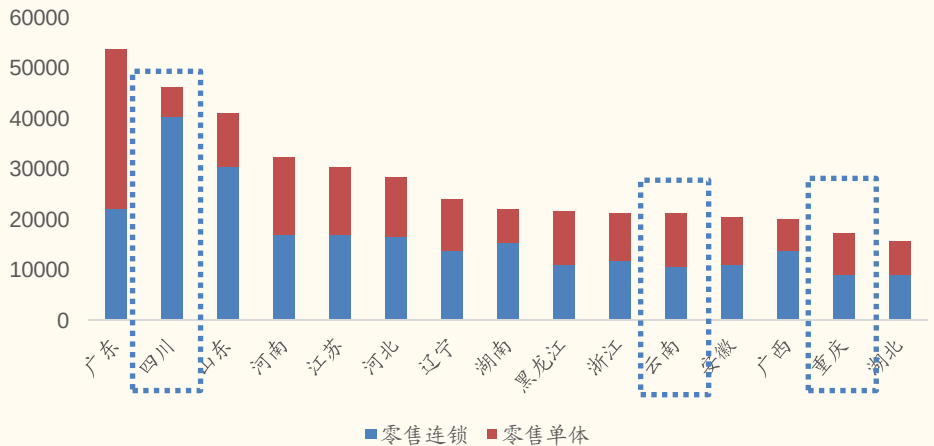


来源：公司公告，国金证券研究所

- **云南及川渝地区市场大，公司仍有较大提升空间。**根据国家药监局数据，2020 年我国省级单位零售药店数量前五名集中度达 75%，其中四川省零售药房数量 46278 家，居第二位，云南、重庆药房数量分别为 21181 家和 17088 家。公司目前在上述省份的药房数量分别为

1097 家、4837 家和 304 家，仍有较大的发力空间。未来随着公司战略的进一步推进，公司有望进一步提高在川渝市场的市占率。

图表 25：2020 年省级单位零售药房数量前五（CR15=75%）

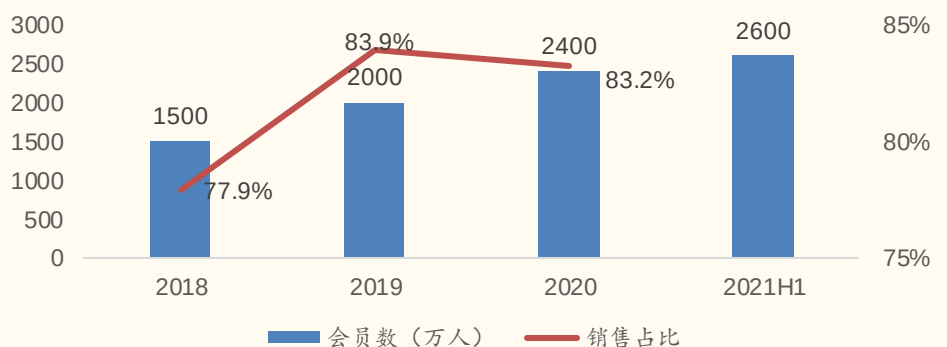


来源：国家药监局，国金证券研究所

会员管理制度，精细化管理增强客户粘性

- 公司大力投入顾客关系管理，促使公司品牌深入人心，并建立了一套完善的会员管理制度，维护会员的稳定性和有效性，保障公司业绩增长的源动力。2020 年度，公司已拥有有效会员 2400 万人，相较 2019 年增长 20%，会员消费所贡献的销售占比高达 83.23%。在 2021 年上半年，新增会员 200 万人，不断扩大会员规模。

图表 26：公司有效会员人数及会员销售占比



来源：公司公告，国金证券研究所

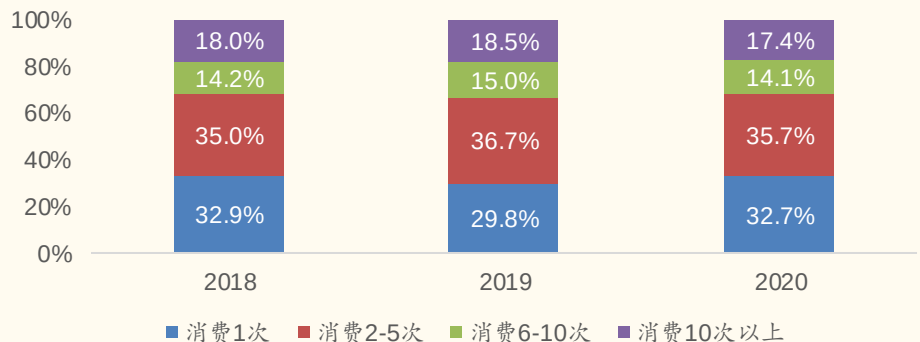
- 同时，公司不断完善客户精细化管理，通过引入 CRM 客户关系管理系统，以精准和科学的视角为顾客定制“大健康”服务方案，以顾客为导向，针对全程服务、全渠道服务、专业药事服务、慢病关爱、健康管理几大场景为会员提供全过程闭环服务。其中，不仅可以实现对超 75% 的药品销售溯源、保障用药安全；而且还对会员进行了多维度细分，针对不同群体开展权益推广与服务，进一步提高顾客忠诚度，提升顾客的满意度和复购率。近两年，消费 2-5 次的会员比例呈上升趋势，消费 6 次以上的会员人数也待进一步发展。

图表 27：公司采用 CRM 客户关系管理系统进行精细化管理

CRM 客户关系管理系统			
客户精细化管理			用药安全管理
板块	释义	用途	
RFM 模型	R 最近一次消费 Recency、 F 消费频率 Frequency、M 消费金额 Monetary	对顾客进行精 确分析	实现销售药品都与顾 客建立起关联关系， 从而使超过百分之七 十五的药品销售都可 追溯到具体的每一个 顾客
ABCZN 原则	A 类核心类客户、B 类潜力 客户、C 类门店普通客户、Z 类即将流失客户、N 类新发 展客户	对顾客进行划 分管理	
MOT	Moments of Truth	关键触点提升 服务水平	

来源：公司公告，国金证券研究所

图表 28：2018-2020 年公司会员复购情况

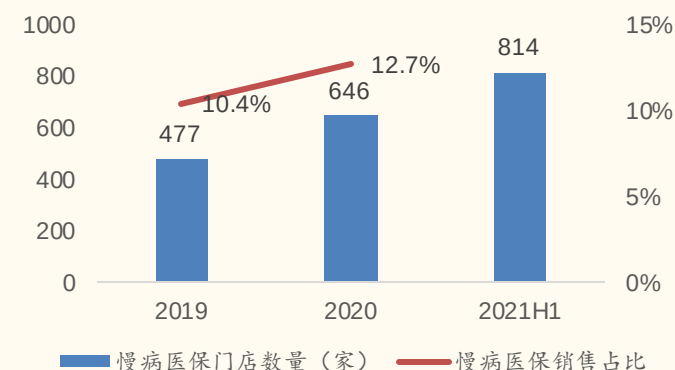


来源：公司公告，国金证券研究所

打造特慢病药房业务，提升院外市场竞争力

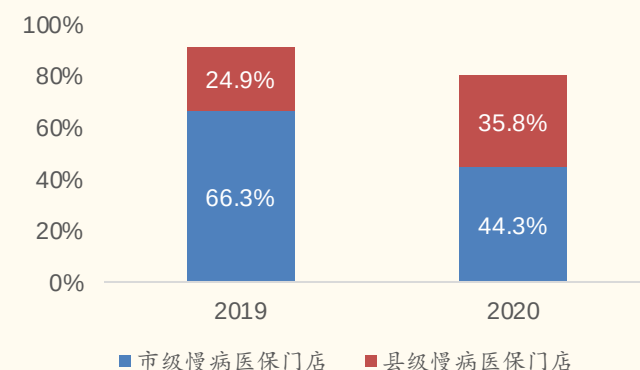
- 在群众生活水平不断提高、老龄化程度日趋严重等因素的推动下，我过大众健康意识快速提升，慢病管理及医药消费需求不断攀升。在当前医改政策逐步落地、慢病处方外流的大趋势下，公司在扩张旗下门店的同时，注重门店的慢病医保资质申办，提升门店的慢病服务专业水平，为顾客带来更专业、全面的服务，提升市场竞争力。2020 年度，公司拥有慢病医保门店 646 家，其中慢病医保消费贡献门店营收占比也提升至 12.7%。2021H1，慢病门店继续扩大开通规模，半年内增至 814 家，占集团门店总数的 10.11%。
- 从行政区域分布来看，公司提供慢病医保服务的地区逐渐下沉，县级区域的覆盖率提升，为更多顾客的院外慢病医药需求提供便捷、专业的服务。

图表 29：公司慢病医保门店数量及贡献门店销售占比



来源：公司公告，国金证券研究所

图表 30：公司慢病医保门店的行政区域覆盖情况



来源：公司公告，国金证券研究所

盈利预测与投资建议

■ **中西成药**：中西成药是公司的基石业务，营业收入稳健增长，于 2020 年实现 88.4 亿元，同比增长 15%。随着公司门店的有序扩张和处方药的逐步外流，有望基于较强的品牌影响力与规模效应，带动公司中西成药业务持续增长。预计 21-23 年间实现同比增速 17%，20%，20%。中西成药毛利率水平应较为稳定，预计 21-23 年间分别保持 34.5%，34.1%，33.8%。

■ **中药**：公司根植于云南，背靠丰富的中药资源宝库，近年来也不断增加旗下药店的中药产品布局，营收占比不断提高，2020 及 2021H1 已相继增至 8.9% 和 10.9%。截至 2021 年 6 月 30 日，公司中药配方颗粒已成功实现与 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，为公司切入中药配方颗粒市场奠定了一定的基础。随着后续中药配方颗粒行业的逐步放开以及公司业务的全面拓展，预计 21-23 年间实现同比增速 44%，35%，35%。中药产品具备毛利率优势，预计 21-23 年毛利率 48%，50%，49%。

■ **医疗器械及计生、消毒用品**：随着疫情防控的逐步常态化，口罩、体温计等疫情相关用品销量逐步恢复到正常水平，将对该业务板块带来一定程度的影响。预计 21-23 年间实现同比增速-20%，5%，10%，预计 21-23 年毛利率 49%，48%，47%。

图表 31：公司主营业务盈利预测

单位：百万元	2018A	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入	9176	10479	12656	14585	17423	20780
YOY	18.39%	14.20%	20.78%	15.24%	19.46%	19.26%
营业成本	5457	6424	8123	9026	10774	12924
毛利率	40.5%	38.7%	35.8%	38.1%	38.2%	37.8%
中西成药						
营业收入	6478	7674	8837	10339	12406	14888
YOY%	21.23%	18.46%	15.15%	17.00%	20.00%	20.00%
占总营业收入比例	72.4%	75.0%	71.3%	72.6%	72.8%	73.2%
营业成本	4168	4990	5939	6777	8179	9860
毛利率	35.7%	35.0%	32.8%	34.5%	34.1%	33.8%
中药						
营业收入	725	805	1122	1615	2180	2943
YOY	10.41%	11.04%	39.26%	44.00%	35.00%	35.00%
占总营业收入比例	8.1%	7.9%	9.0%	11.3%	12.8%	14.5%

营业成本	349	805	609	838	1087	1497
毛利率	51.82%		45.66%	48.14%	50.14%	49.14%
医疗器械及计生、消毒用品						
营业收入	650	726	1359	1080	1134	1248
YOY	12.42%	11.62%	87.26%	-20.50%	5.00%	10.00%
占总营业收入比例	7.3%	7.1%	11.0%	7.6%	6.7%	6.1%
营业成本	308	726	773	553	588	665
毛利率	52.57%	-	43.08%	48.82%	48.16%	46.68%
其他业务						
营业收入	1092	1023	1084	1214	1312	1246
YOY	10.09%	-6.36%	6.05%	12.00%	8.00%	-5.00%
占总营业收入比例	12.2%	10.0%	8.7%	8.5%	7.7%	6.1%
营业成本	604	1023	739	815	833	826
毛利率	44.70%	-	31.85%	32.86%	36.47%	33.72%

来源：公司公告，国金证券研究所

■ **毛利率、净利率：**公司业务模式相对稳定，预计整体费用投入也保持较稳定状态。

图表 32：毛利率、净利率及主要费用率预测

	2018A	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
毛利率	40.5%	38.7%	35.8%	39.5%	39.6%	39.2%
净利率	5.7%	5.8%	6.2%	6.1%	6.3%	6.5%
销售费用率	26.7%	27.0%	24.1%	26.7%	26.5%	26.5%
管理费用率	4.3%	4.1%	4.0%	3.6%	3.5%	3.5%
研发费用率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%

来源：公司公告，国金证券研究所

■ **我们选取可比公司，采用市盈率法进行估值。**公司属头部连锁药店，因此我们分别选择类似属性的头部连锁药店企业益丰药房、大参林和老百姓作为可比公司。预计 2021-2023 年归母净利润分别为 9.21 亿元、11.00 亿元和 13.56 亿元，增速分别 16.55%、19.53%和 23.24%。

■ **我们选用相对估值法（市盈率法）对公司进行估值，**参考同行业上市公司可比公司情况，给予公司 2022 年 17 倍 PE，目标价 31 元，首次覆盖给予公司“买入”评级。

图表 33：可比公司估值比较（市盈率法，数据截至 2022.3.18）

代码	名称	股价	EPS					PE				
			2019A	2020A	2021E	2022E	2023E	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
603939	益丰药房	42.30	1.44	1.45	1.31	1.68	2.14	51.02	62.40	32.30	25.13	19.78
603233	大参林	31.36	1.30	1.61	1.41	1.77	2.23	40.12	48.58	22.27	17.67	14.08
603883	老百姓	36.64	1.77	1.52	1.57	1.89	2.32	36.11	41.35	24.11	19.48	15.83
平均值					1.43	1.78	2.23			26.23	20.76	16.56
002727	一心堂	24.07			1.54	1.85	2.28			24.94	20.86	16.93

来源：Wind，国金证券研究所

风险提示

- 政策风险：医药行业整体受到政策影响较大，如后续出台不利政策文件，将对药店行业带来影响；
- 竞争加剧风险：随着行业进入加速发展阶段，头部四大药房以及区域龙头企业之间的竞争进一步加剧，可能会导致企业盈利能力受到一定影响；
- 处方外流进度不及预期：我们看好处方药外流的大趋势，但整体外流进度将取决于医改的相关政策及执行情况，同时需要医院端的密切配合，因而存在推进情况不及预期的风险；
- 医保药品限价风险：随着医改政策的进一步推进，更大范围更多品类的医药产品将进入医保，这可能会使产品单价降低，毛利率水平下降；
- 门店安全管理风险：随着疫情常态化发展，局部点状疫情不断暴发，这可能会对门店经营带来不利影响；
- 医药电商冲击：若未来网售处方药或线上药店持续推广，将对实体药店客流产生负面影响；
- 股东减持风险：2020 年以来出现多起持股 5%以上股东减持股份，后续如果出现大股东减持事件可能会进一步影响投资者情绪，对公司估值带来不利影响；
- 商誉减值风险：截至 3Q2021 公司商誉已达 12.2 亿元，并随着后续公司进一步外延并购而持续增大，因此如出现有损商誉的负面事件，将对公司资产产生不良影响。

附录：三张报表预测摘要
损益表 (人民币百万元)

	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E
主营业务收入	9,176	10,479	12,656	14,585	17,423	20,780
增长率		14.2%	20.8%	15.2%	19.5%	19.3%
主营业务成本	-5,457	-6,424	-8,123	-8,819	-10,531	-12,635
%销售收入	59.5%	61.3%	64.2%	60.5%	60.4%	60.8%
毛利	3,719	4,055	4,533	5,766	6,892	8,145
%销售收入	40.5%	38.7%	35.8%	39.5%	39.6%	39.2%
营业税金及附加	-71	-52	-32	-44	-52	-62
%销售收入	0.8%	0.5%	0.3%	0.3%	0.3%	0.3%
销售费用	-2,455	-2,834	-3,052	-3,895	-4,617	-5,507
%销售收入	26.7%	27.0%	24.1%	26.7%	26.5%	26.5%
管理费用	-399	-428	-506	-528	-610	-727
%销售收入	4.3%	4.1%	4.0%	3.6%	3.5%	3.5%
研发费用	0	0	-1	0	0	0
%销售收入	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
息税前利润 (EBIT)	794	740	942	1,299	1,613	1,848
%销售收入	8.7%	7.1%	7.4%	8.9%	9.3%	8.9%
财务费用	-41	-21	-4	-126	-210	-104
%销售收入	0.5%	0.2%	0.0%	0.9%	1.2%	0.5%
资产减值损失	-94	68	86	4	5	4
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0
投资收益	24	23	34	35	40	45
%税前利润	3.5%	3.1%	3.6%	2.9%	2.7%	2.5%
营业利润	684	739	918	1,213	1,447	1,793
营业利润率	7.5%	7.1%	7.3%	8.3%	8.3%	8.6%
营业外收支	7	10	39	15	20	15
税前利润	692	749	957	1,228	1,467	1,808
利润率	7.5%	7.1%	7.6%	8.4%	8.4%	8.7%
所得税	-172	-146	-168	-307	-367	-452
所得税率	24.9%	19.5%	17.5%	25.0%	25.0%	25.0%
净利润	520	603	789	921	1,100	1,356
少数股东损益	-1	-1	-1	0	0	0
归属于母公司的净利润	521	604	790	921	1,100	1,356
净利率	5.7%	5.8%	6.2%	6.3%	6.3%	6.5%

现金流量表 (人民币百万元)

	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E
净利润	520	603	789	921	1,100	1,356
少数股东损益	-1	-1	-1	0	0	0
非现金支出	274	180	156	256	381	408
非经营收益	41	17	-31	133	173	70
营运资金变动	-199	48	-51	120	322	330
经营活动现金净流	636	848	863	1,429	1,977	2,164
资本开支	-156	-205	-277	-662	-280	-265
投资	-692	-322	-505	0	0	0
其他	-46	-29	-143	35	40	45
投资活动现金净流	-894	-557	-925	-627	-240	-220
股权募资	5	1	68	144	0	0
债权募资	-514	-202	59	920	767	-437
其他	-211	-203	-176	-385	-508	-469
筹资活动现金净流	-720	-403	-49	678	259	-906
现金净流量	-978	-112	-110	1,481	1,995	1,039

资产负债表 (人民币百万元)

	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E
货币资金	1,352	1,460	1,624	1,209	960	1,535
应收款项	788	690	997	1,838	1,886	1,964
存货	1,866	2,028	2,194	3,503	3,174	3,462
其他流动资产	1,051	1,430	1,902	747	1,045	1,050
流动资产	5,057	5,608	6,718	7,298	7,064	8,011
%总资产	68.7%	70.4%	72.0%	50.9%	48.7%	51.6%
长期投资	81	101	105	105	105	105
固定资产	536	586	691	920	974	960
%总资产	7.3%	7.4%	7.4%	6.4%	6.7%	6.2%
无形资产	1,643	1,628	1,756	2,079	2,152	2,255
非流动资产	2,299	2,355	2,610	7,036	7,454	7,526
%总资产	31.3%	29.6%	28.0%	49.1%	51.3%	48.4%
资产总计	7,356	7,963	9,328	14,334	14,519	15,537
短期借款	799	0	60	981	1,747	1,311
应付款项	2,198	2,447	3,033	4,035	4,333	4,930
其他流动负债	292	379	439	551	590	695
流动负债	3,289	2,826	3,532	5,567	6,671	6,936
长期贷款	0	0	0	0	0	0
其他长期负债	17	540	16	2,152	408	145
负债	3,306	3,367	3,548	7,719	7,079	7,080
普通股股东权益	4,046	4,595	5,765	6,599	7,425	8,442
其中：股本	568	568	595	596	596	596
未分配利润	1,876	2,268	2,834	3,525	4,350	5,367
少数股东权益	4	1	15	15	15	15
负债股东权益合计	7,356	7,963	9,328	14,334	14,519	15,537

比率分析

	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E
每股指标						
每股收益	0.918	1.064	1.327	1.544	1.846	2.275
每股净资产	7.125	8.093	9.685	11.070	12.454	14.160
每股经营现金净流	1.120	1.493	1.450	2.397	3.316	3.631
每股股利	0.270	0.300	0.300	0.386	0.461	0.569
回报率						
净资产收益率	12.88%	13.14%	13.70%	13.95%	14.82%	16.06%
总资产收益率	7.08%	7.58%	8.47%	6.42%	7.58%	8.73%
投入资本收益率	12.31%	11.69%	13.31%	12.83%	13.17%	14.19%
增长率						
主营业务收入增长率	18.39%	14.20%	20.78%	15.24%	19.46%	19.26%
EBIT增长率	23.34%	-6.85%	27.40%	37.88%	24.11%	14.62%
净利润增长率	23.27%	15.90%	30.81%	16.55%	19.53%	23.24%
总资产增长率	2.93%	8.25%	17.15%	53.66%	1.29%	7.02%
资产管理能力						
应收账款周转天数	23.9	19.7	19.2	42.0	35.0	30.0
存货周转天数	116.8	110.6	94.9	145.0	110.0	100.0
应付账款周转天数	75.0	77.1	72.1	100.0	90.0	85.0
固定资产周转天数	19.6	19.5	19.5	22.1	19.2	15.6
偿债能力						
净负债/股东权益	-13.65%	-21.25%	-27.06%	-3.45%	10.58%	-2.66%
EBIT利息保障倍数	19.2	35.5	226.7	10.3	7.7	17.7
资产负债率	44.95%	42.28%	38.03%	53.85%	48.76%	45.57%

来源：公司年报、国金证券研究所

特别声明:

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准,已具备证券投资咨询业务资格。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”(以下简称“国金证券”)所有,未经事先书面授权,任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发,或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发,需注明出处为“国金证券股份有限公司”,且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料,但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证,对由于该等问题产生的一切责任,国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断,在不作事先通知的情况下,可能会随时调整。

本报告中的信息、意见等均仅供参考,不作为或被视为出售及购买证券或其他投资标的邀请或要约。客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突,而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品,使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况,以及(若有必要)咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议,国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保,在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下,国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易,并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法,故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致,且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

根据《证券期货投资者适当性管理办法》,本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于C3级(含C3级)的投资者使用;非国金证券C3级以上(含C3级)的投资者擅自使用国金证券研究报告进行投资,遭受任何损失,国金证券不承担相关法律责任。

此报告仅限于中国大陆使用。

上海

电话: 021-60753903

传真: 021-61038200

邮箱: researchsh@gjzq.com.cn

邮编: 201204

地址: 上海浦东新区芳甸路1088号

紫竹国际大厦7楼

北京

电话: 010-66216979

传真: 010-66216793

邮箱: researchbj@gjzq.com.cn

邮编: 100053

地址: 中国北京西城区长椿街3号4层

深圳

电话: 0755-83831378

传真: 0755-83830558

邮箱: researchsz@gjzq.com.cn

邮编: 518000

地址: 中国深圳市福田区中心四路1-1号

嘉里建设广场T3-2402