

医药健康研究中心

达嘉维康(301126.SZ)买入(首次评级)

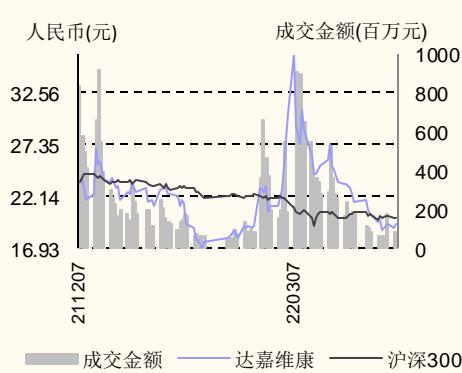
公司深度研究

市场价格(人民币): 19.43元

目标价格(人民币): 26.28元

市场数据(人民币)

总股本(亿股)	2.07
已上市流通A股(亿股)	0.49
总市值(亿元)	40.12
年内股价最高最低(元)	36.44/16.93
沪深300指数	4135
创业板指	2454



从“特门”到DTP, 创新药处方外流承接者

公司基本情况(人民币)

项目	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	2,457	2,340	2,514	2,918	3,403
营业收入增长率	12.24%	-4.75%	7.44%	16.08%	16.60%
归母净利润(百万元)	88	65	70	108	141
归母净利润增长率	12.39%	-26.01%	8.64%	52.84%	30.71%
摊薄每股收益(元)	0.566	0.419	0.341	0.521	0.682
每股经营性现金流净额	0.88	-0.98	0.43	-0.16	-0.20
ROE(归属母公司)(摊薄)	8.97%	6.22%	3.72%	5.39%	6.58%
P/E	0.00	0.00	56.95	37.26	28.51
P/B	0.00	0.00	2.48	2.34	2.19

来源: 公司年报、国金证券研究所

投资逻辑

- **基础:** 二十年深耕医药流通, 拥 DTP、“特门”、院边店资源的湖南专业药房新星。(1) 公司深耕湖南医药流通 20 年, 同时布局了生殖专科医院。(2) 公司分销网络覆盖广、整合度高, 上游与千余家供应商建立深入合作, 下游基本覆盖湖南全省三级以上及全部县域医疗机构, 打通县市到村镇最后一公里。(3) 公司布局特殊病种门诊服务、DTP 专业药房和院边药房, 依赖供应链优势为专业药房持续赋能。
- **成长:** 医改推进, 处方外流; 入院优势、患者管理与 DTP/院边店三管齐下, 快速抢占创新药处方外流新市场。(1) DTP (Direct-to-Patients) 药房, 在依据处方为患者提供药品销售的同时, 亦提供用药咨询、追踪进展等增值服务的药房零售新模式; 随着国家推动院内医保支付方式改革, 高价药销售加速流向 DTP 药房。(2) 截至 21 年 3 季度, 公司已有零售门店 115 家, DTP 药房 37 家; 21 年上半年, 医药零售收入 3.3 亿 (处方药 3.2 亿), 营收占比 25%; DTP 业务近三年 CAGR 高达 74%。公司已获得 78 个全国集采中标药品在湖南省内的委托配送权。(3) 公司通过与省内多家大医院共建“互联网医院+处方共享平台”等协同路径助力承接处方外流。

募投分析

- 公司于 2021 年 11 月首次公开发行股票, 净募资 5.7 亿, 拟投资于连锁药房拓展项目、智能物流中心项目和偿还银行贷款。公司募集资金中的近 6000 万将用于 2021~2022 年新增 50 家零售门店 (包括 DTP 门店和特门门店), 再结合公司自有资金等, 我们预计, 公司 2021~2022 年将分别新增 DTP 和门特新店 40/21 家和 20/31 家, DTP 将是未来门店增长的重心。

盈利预测与投资建议

- 公司的主要收入来源包括纯销与调拨业务、医药零售、生殖医院等构成, 主要增长来自零售、DTP 专业药房以及生殖医院业务成长。预计公司 2021/22/23 年营业收入 25/29/34 亿元, 同比增长 7.4%/16.1%/16.6%; 归母净利润为 0.70/1.08/1.41 亿元, 同比增长 8.6%/52.8%/30.7%。我们采取市销率估值法对公司进行估值, 公司未来 6-12 个月的合理市值为 58.28 亿元, 对应股价 26.28 元。公司目前股价, 对应 2021/22/23 年的 PE 为 57/37/29 倍; 给予“买入”评级。

风险提示

- 公司营收增速、募投项目以及跨区域突破不达预期的风险、业务规模扩大后经营管理风险、合作所致法律诉讼风险以及限售股解禁风险等。

赵海春 分析师 SAC 执业编号: S1130514100001
(8621)61038261
zhaohc@gjq.com.cn

内容目录

携二十载入院通路、患者管理与门店布局三要素切入 DTP 的新星.....	4
深耕湖南的医药流通，入院通路优势在握.....	4
首批 DTP 专业药房，先发优势持续扩大中	7
落子辅助生殖，药房协同与政策红利催化，突破在望.....	7
行业空间清晰，赛道优势更甚，DTP 与辅助生殖成长性确定.....	9
经济增长，支撑卫生支出在总量与人均方面占比均持续上升	9
人口老龄化，推动医药需求加速提升	10
流通、DTP/院边店、“互联网+”三管齐下，处方外流强势承接者	10
湖南省药品流通市场的增长空间广阔，区域优势明显.....	10
DTP 增速领先传统零售，专业药事服务吸引客流.....	11
批零一体，加速布局院边店、专业药房等新零售模式.....	13
探索“互联网+”，加入“处方流转平台”加强承接处方外流能力	13
盈利预测与投资建议	15
盈利预测	15
投资建议及估值.....	18
募投项目：院边店等专业药房拓展+智能物流中心项目建设	20
置换银行贷款，降低财务成本，提高资本投入回报率.....	20
药房拓展：优化战略布局，发挥批零一体化优势，提高区域市场占有率.....	20
智能物流：发展现代物流商业，提高运输配送服务能力，支撑业务开展.....	20
风险提示	21

图表目录

图表 1：达嘉维康：以入院通路、患者管理与门店布局协同切入 DTP 的新星..	4
图表 2：达嘉维康 20 年：从首家“特门”到 278 种药品资质的 DTP 的四步历程	5
图表 3：达嘉维康新特药品种与 DTP 药房客群逐年增长	5
图表 4：2018-2021H1 收入结构	6
图表 5：2018-2021H1 纯销业务毛利率	7
图表 6：2018-2021H1 零售业务毛利率	7
图表 7：辅助生殖政策情况汇总	8
图表 8：湖南省非公立辅助生殖医疗机构情况	8
图表 9：2010-2020GDP 及增速	9
图表 10：2010-2020 卫生总费用及增速	9
图表 11：2013-2020 人均可支配收入及增速	10
图表 12：2013-2020 人均医疗保健消费支出及增速	10
图表 13：2010-2020 中国人口结构	10
图表 14：2010-2020 中国人口增速	10
图表 15：2013-2020 全国药品流通市场规模	11

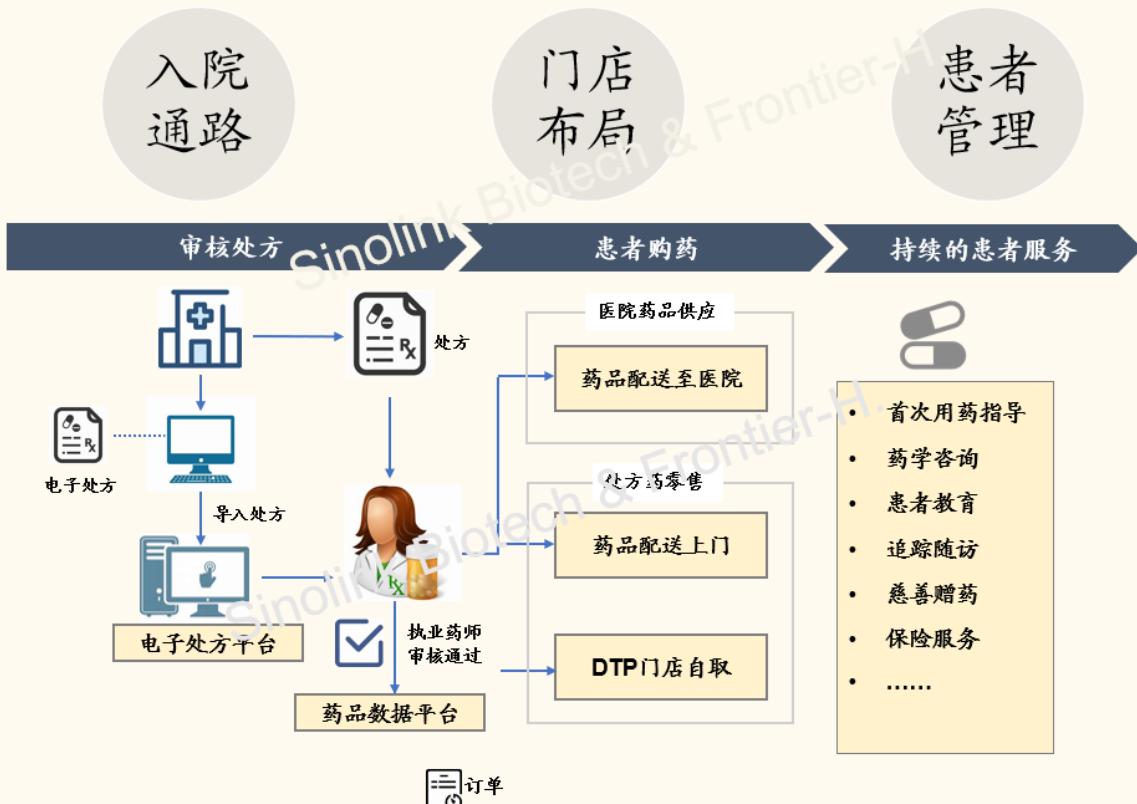
图表 16: 2013-2020 湖南省药品流通市场规模.....	11
图表 17: 药品零售终端销售占比情况.....	12
图表 18: 2011-2021E 零售药店市场规模及增速.....	13
图表 19: 2014-2021E DTP 药房市场规模及增速.....	13
图表 20: 参保患者“特门服务”购药流程.....	14
图表 21: 参保患者特药购药流程.....	14
图表 22: 互联网医院+处方流转共享平台”服务流程图.....	15
图表 23: 达嘉维康及可比公司表.....	19

携二十载入院通路、患者管理与门店布局三要素切入 DTP 的新星

深耕湖南的医药流通，入院通路优势在握

- 公司前身为成立于 2002 年的同健大药房，于 2015 年 3 月完成新三板挂牌上市；同年 12 月同健股份收购达嘉维康，完成并购重组。作为湖南省本土药品流通与零售企业，公司跻身湖南省民营企业前 100 强，是湖南省医药行业的龙头企业之一，被评为“2020 年优秀 DTP（Direct to Patients，直接面对患者的销售模式）专业药房”。

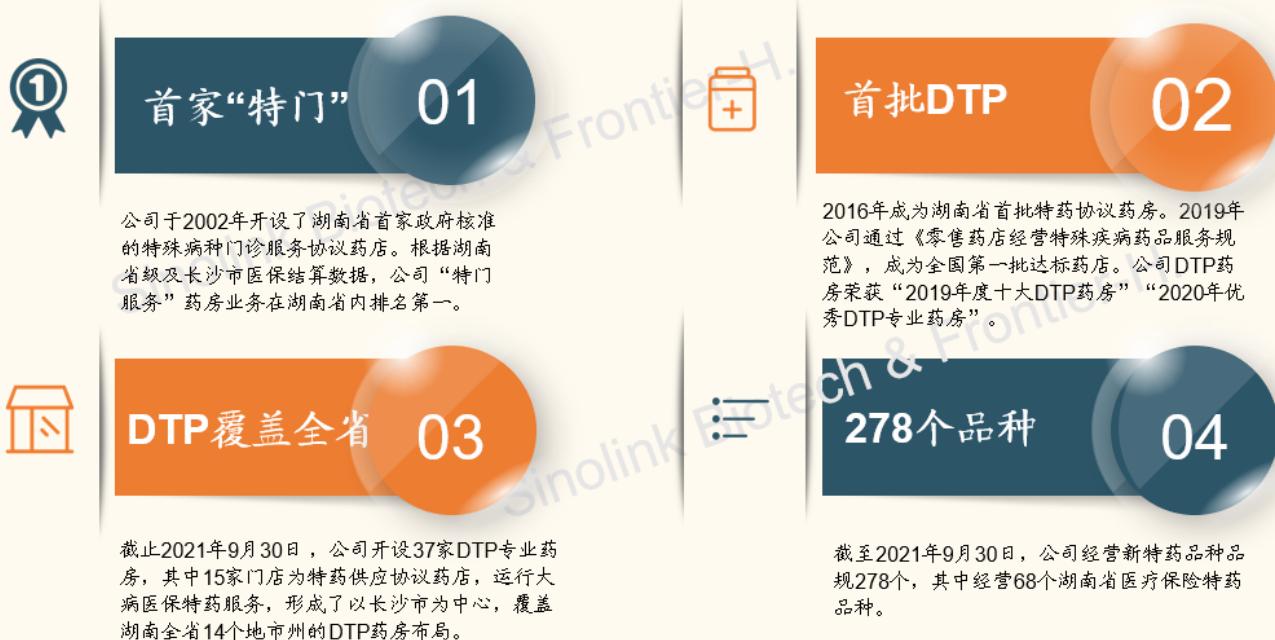
图表 1：达嘉维康：以入院通路、患者管理与门店布局协同切入 DTP 的新星



来源：公司官网，公司招股说明书，国金证券研究所

- 作为湖南省医院流通企业龙头之一，公司从事药品、生物制品、医疗器械等产品的分销及零售业务，其中药品以抗肿瘤、抗病毒、器官移植用药方面的新、特药为主，经营的药品品种近 10,000 个；公司与勃林格殷格翰、辉瑞、拜耳、礼来、吉利德、西安杨森、安斯泰来、江苏恒瑞、江苏豪森、正大天晴、齐鲁制药、深圳信立泰、三生集团等 300 多家国内外知名药厂建立稳定合作关系，并成为其在湖南地区的唯一或主要代理商。近年来，公司依托批零一体化，发挥入院通路与供应链优势，转型专业药房新零售模式，并通过向供应链上下游延伸开展增值服务，正朝着医药服务商方向转型。
- 公司依托全资子公司达嘉医药开展分销和零售业务，以全资孙公司长沙嘉辰生殖与遗传专科医院（简称“嘉辰医院”）开展生殖医院业务，并以全资子公司达嘉物业提供药品仓储和物业租赁服务。
- 分销业务为主导，以纯销为主，辅以商业调拨。其中纯销面向终端，主要占比为医院端，次之以药房端和基层医疗机构端。

图表 2：达嘉维康 20 年：从首家“特门”到 278 种药品资质的 DTP 的四步历程



来源：公司招股说明书，公司官网，国金证券研究所

- 医药零售业务在处方外流的行业趋势下销售占比持续提升。零售业务分为 DTP 业务、特门服务业务、药房传统业务，其中 DTP 增长快速稳健。
- 公司的生殖医院业务份额小但增速高，嘉辰医院主要作为医药健康产业链的延伸业务平台，是向医院端布局的重要举措。生殖医院业务与 DTP 协同，嘉辰医院为 DTP 药房患者提供药品输注、医学检测、用药咨询服务。

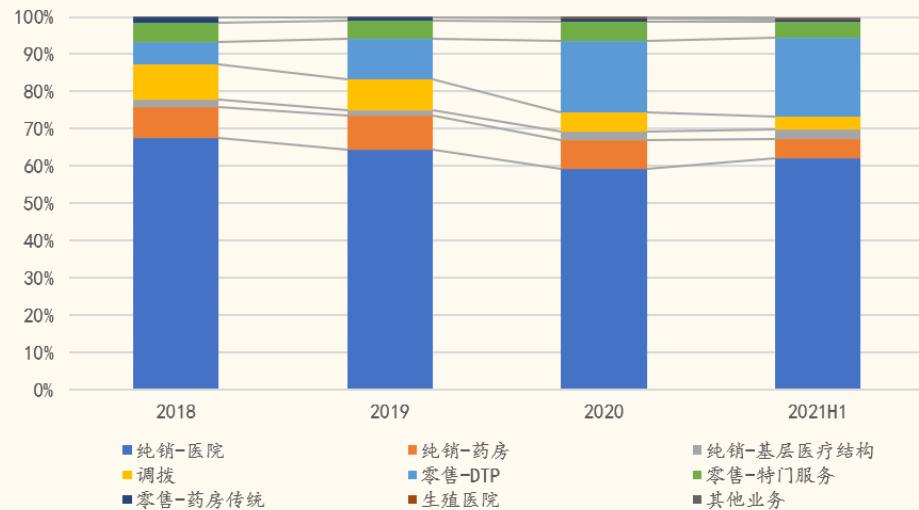
图表 3：达嘉维康新特药品种与 DTP 药房客群逐年增长



来源：公司招股说明书，公司官网，国金证券研究所

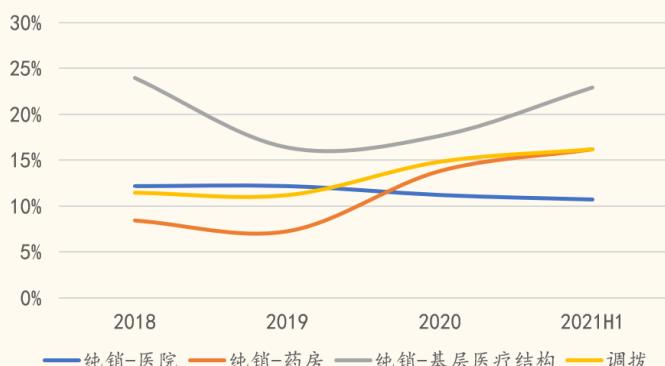
- 短期业绩承压，盈利模式转型，DTP 及院边店有望成为未来增长点。2018-2020 公司营业收入从 21.89 亿元增至 23.40 亿元，CAGR 达 3.40%，2020 同比下降 4.75%；归母净利润从 0.78 亿元下降至 0.65 亿元，2020 同比下降 26.01%。
- 收入和利润下降主要与分销业务规模缩减有关，分销业务收入从 19.11 亿元下降至 17.44 亿元，2020 年该板块业绩承压主要受疫情影响限制流通活动的影响以及集采、两票制等政策削减终端价格的影响。医药零售业务收入从 2.77 亿元上升至 5.87 亿元，其中 DTP 是增长主力，从 1.30 亿元增长至 4.43 亿元，对该板块增长部分贡献超 100%。生殖医院 2020 年收入 0.04 亿元，同比增长 105.29%，起步增速高但暂未扭亏为盈，期待后续表现。
- 从收入和毛利率来看，2018-2020 分销业务收入和毛利占比均下滑明显，以 DTP 为主导的零售业务占比提升快速。
- 分销业务占比下滑主要受集采和两票制造成药品终端价格下降的影响，纯销收入占比从 77.72% 下降至 69.13%，毛利占比从 75.15% 下降至 67.56%，调拨收入占比从 9.60% 下降至 5.40%，毛利占比从 8.85% 下降至 6.69%。
- 零售业务占比提升，主要由处方外流趋势下 DTP 增长导致，特门服务和药房传统业务占比基本维持，零售收入占比从 12.65% 提升至 25.07%，毛利占比从 15.92% 提升至 25.62%。
- 生殖医院业务收入占比很小，2020 年为 0.18%，自 2019 年起尚未实现扭亏为盈，与前期医院配备建设较高、前期客流暂时较少、技术执业许可审批原因暂未开启 IVF 业务。

图表 4：2018-2021H1 收入结构

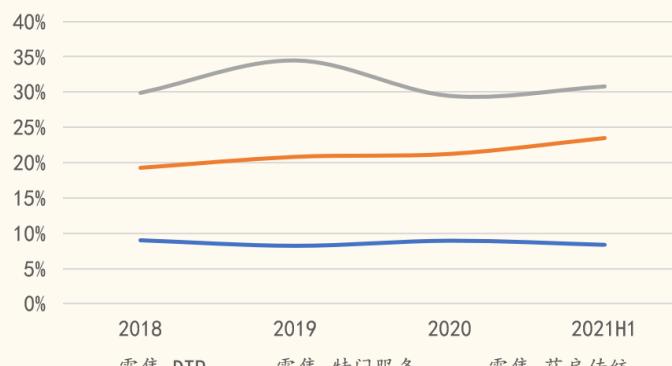


来源：Wind，国金证券研究所

- 2021 年 H1，纯销业务毛利率 11.52%（医院端 10.69%，药房端 16.22%，基层医疗机构端 22.92%），主要受政策性调价影响；调拨业务毛利率 16.14%，主要原因是公司向其他商业公司销售的高毛利普药占比有所提高，但调拨业务占比不大。因此，近 3 年分销业务总体毛利率较为稳定，两票制对毛利率的影响主要体现在 2018 年，对之后影响较小。
- 2018-2021H1 零售业务毛利率从 15.64% 下降至 11.50%，受低毛利的 DTP 业务占比持续增大导致，预计未来零售毛利率将继续下行，总量增长取决于 DTP。

图表 5: 2018-2021H1 纯销业务毛利率


来源: Wind, 国金证券研究所

图表 6: 2018-2021H1 零售业务毛利率


来源: Wind, 国金证券研究所

首批 DTP 专业药房, 先发优势持续扩大中

- 公司的医药流通业务已经建立辐射湖南全省的分销网络, 同时与 1000 多家国内外供应商保持长期稳定的合作关系, 主要经营的药品、中药饮片、医疗器械等品种品规一万余种。同时下游布局 DTP 药房、特门药房、零售药房等零售端提供不同药事服务。
- 公司通过向供应链上下游延伸开展增值服务, 增强与上游供应商和下游客户的合作黏性, 提高核心竞争力。公司整合分销资源, 发展批零一体化经营, 通过专业药房提供专业药事服务。既拓宽处方药的院外销售渠道, 又为患者提供专业药事服务及药品配送服务, 延伸对终端消费者的增值服务。一方面增加客户黏性, 同时增强与上游供应商的合作, 利于上游分销业务及下游零售业务同时发展。

落子辅助生殖, 药房协同与政策红利催化, 突破在望

- 不孕不育率持续上升, 生育政策创造长期红利空间
 - 根据《中国不孕不育现状调研报告》以及原卫计委相关部门统计, 2012-2018 中国适龄人群不孕不育率从 12.50% 上升至 16.00%, CAGR 为 4.2%, 增长快速; 患者人数超过 5000 万。在居民收入水平提高、老龄化加剧、生育政策放开、生殖技术成熟等叠加作用下, 不孕不育患者需求将持续上升, 为辅助生殖行业赋能, 其中生殖医院凭借专业资源优势和资质优势, 在该行业内具备相对发展优势。
 - 政策方面: (1) 生育政策放开: 2015 年 10 月全面放开二孩政策和 2021 年 5 月起实施三孩政策等一系列配套生育政策出台, 部分受限制生育需求得以放开, 为辅助生殖行业提供了增长空间, 该行业为这部分人群中面临不孕不育问题的患者提供了治疗途径。在维持鼓励生育的大方向基础上, 预计政策红利带来的规模增量将长期持续。(2) 辅助生殖政策日渐放开, 加强事中事后监管。

图表 7：辅助生殖政策情况汇总

时间	部门	政策名称	政策要点与意义
2001	原卫生部	《人类辅助生殖技术管理办法》	我国辅助生殖领域首个较为系统的法律规范性文件
2007. 05	原卫生部	《关于加强人类辅助生殖技术和人类精子库设置规划和监督管理的通知》	人类辅助生殖技术和人类精子库属于限制性应用的高新卫生技术，严禁商业化和产业化
2007. 10	国务院	《关于第四批取消和调整行政审批项目的决定》	将“医疗机构开展人类辅助生殖技术许可”下放至各省级部门
2013. 02	原卫计委	《人类辅助生殖技术管理专项整治行动方案》解读	全面整顿，严格准入审批
2015. 05	原卫计委	《人类辅助生殖技术配置规划指导原则(2015版)》	新筹建开展的辅助生殖技术应当配置在高等级公立医院
2015. 05	原卫计委	《国家卫生计生委关于规范人类辅助生殖技术与人类精子库审批的补充规定》	对不同类别的试管婴儿技术资质申请提出了前提条件
2016	原卫计委	《关于简化人类辅助生殖技术治疗时生育证明查验程序的通知》	不再查验患者夫妇的生育证明，做出口头承诺即可；刺激生育需求
2019. 06	卫健委	《辅助生殖技术随机抽查办法》	加强辅助生殖技术服务事中事后监管，防范辅助生殖技术应用风险，提升监管效能，促进辅助生殖机构依法依规执业，政策与监管环境持续趋严
2019. 06	卫健委	《关于加强辅助生殖技术服务机构和人员管理的若干规定》	

来源：卫健委官网，国金证券研究所

- 根据弗若斯特沙利文数据，2014-2020 辅助生殖行业市场规模从 146.6 亿元增长至 330 亿元，近 5 年 CAGR 达 13.4%，近 3 年 CAGR 达 15.4%，行业整体稳健快速增长。伴随辅助生殖政策和生育政策放开，行业增长限制将得以突破，在人口老龄化、不孕不育患者需求上升等因素推动下，未来发展前景广阔。
- 国内辅助生殖市场区域头部效应突出，资源分配不均导致供不应求
 - 目前，国内辅助生殖医疗机构以公立医院为主导，占持牌机构 90%+。智研咨询数据显示，根据取卵周期计算市占率，2018 年辅助生殖医院前 10 名的市占率合计 26%，前 20 名 36%，竞争格局高度分散，其中中信湘雅生殖与遗传专科医院（湖南）市占率第一（5.8%）。高等级公立医院的竞争力来源于科研实力和人员素质，但数量较少且覆盖区域和接收患者能力有限，市场整体供不应求。
 - 区域供给上，根据卫健委数据，2019 年辅助生殖机构主要分布在华东（30.37%）、华南（16.44%）、华中地区（15.67%）、华北地区（15.47%），占比合计超过 75%，其余地区占比低，辅助生殖医疗资源在区域上明显分布不均，尚不能满足普遍性需求。
 - 湖南省辅助生殖行业发展的经济基础良好，龙头效应和行业氛围较为突出。因辅助生殖开销较高，辅助生殖医疗资源分配与区域经济水平高度相关，因此湖南省具备明显的区域优势：根据国家统计局数据，2020 年湖南省经济总量排名第 9，增速排名第 8；根据卫健委数据，截至 2019 年，持牌的辅助生殖机构共 517 家，其中湖南省有 23 家（排名第 8）。

图表 8：湖南省非公立辅助生殖医疗机构情况

医院	介绍
中信湘雅生殖与遗传专科医院 (2018年全国市占率第一)	成立于2002年，是经卫生主管部门批准的同时具有合格精子库及可全面实施人类辅助生殖技术的三级生殖与遗传专科医院。其医院辅助生殖中心是国际上接受试管婴儿治疗人数最多、妊娠率最高的生殖中心，近年来，年均门诊量超过28万人次，IVF 总周期达40821例，累计超过10万例，试管婴儿的鲜胚标准病人成功率73.71%、鲜胚总成功率60.66%、平均临床妊娠率达稳定在60%以上。
长沙生殖医学医院	成立于1995年，是一所专业技术优势突出的现代化三级生殖与遗传专科医院。2010年12月通过湖南省卫生厅专家评审正式开展夫精人工授精；2013年12月通过国家卫生部专家评审正式开展“试管婴儿”技术。
邵阳汇恩生殖健康专科医院	成立于2004年，2014年邵阳汇恩生殖健康专科医院由邵阳白求恩医院的“不孕不育中心”升格创建而成的生殖健康专科医院，2013年2月获批开展“夫精人工授精（AIH）”技术。2014年10月获准开展“体外受精-胚胎移植及其衍生技术（IVF/ICSI-ET）（俗称试管婴儿）”，历经11年科学发展，精心打造，该院已形成中等康复理疗、宫/腹腔镜微创手术、人类辅助生殖技术等治疗不孕症的医疗体系。试管婴儿等技术项目通过国家卫健委校验评审，医院临床妊娠率达60%以上（女性37岁以下），实验室囊胚形成率达60%以上，达湖南省内先进水平。
衡阳南华星辉生殖健康专科医院有限公司	成立于2009年，2010年12月，通过省卫生厅专家组评审，批准试运行夫精人工授精技术；2011年5月，通过国家专家组评审，批准试运行体外受精-胚胎移植、卵胞浆内单精子注射技术；2012年8月，通过国家专家组评审，批准正式运行夫精人工授精、体外受精-胚胎移植、卵胞浆内单精子注射技术。

来源：湖南省卫健委，国金证券研究所

- 嘉辰医院作为向下游终端布局的举措，有望成为公司未来完善健康产业链结构的有力保障，为公司贡献新的利润增长点。公司 2018 年取得原湖南省卫生和计划委员会同意设置长沙嘉辰生殖与遗传专科医院的批复，2019 年开始涉足生殖医院领域。目前医院主要开展妇科和泌尿外科疾病的诊疗，妇科聘请知名妇科专家为技术顾问，泌尿外科紧密跟进国际国内前沿技术。
- 公司正筹建“人类辅助生殖技术规范”，若未来取得人类辅助生殖许可资质后，开展经营辅助生殖业务有望快速提高医院盈利能力。医院目前已建设辅助生殖中心，建立胚胎培养室、精液处理室、移植手术室、胚胎冷冻室。正在按照“人类辅助生殖技术规范”做进一步准备和筹建。嘉辰医院需要在运营满 3 年之后通过三级专科医院评审，再申请人类辅助生殖执业许可，有望在 5 年内取得人类辅助生殖许可资质并开展经营辅助生殖业务。

行业空间清晰，赛道优势更甚，DTP 与辅助生殖成长性确定

经济增长，支撑卫生支出在总量与人均方面占比均持续上升

- 长期以来，卫生总费用增速快于 GDP 增速，占 GDP 比重持续上升。预计未来伴随人口老龄化以及居民收入水平上升，医药消费领域需求将继续增加，并将维持卫生费用的高增速以及占 GDP 的高比重，行业总体增长空间明确。
- 根据国家统计局数据，2010-2020 国内生产总值从 412,119 亿元增长至 1,015,986 亿元，近 5 年 CAGR 达 8.08%，近 3 年 CAGR 达 6.88%，总体经济增速稳中有降，经济增长从重“量”逐渐侧重为重“质”。
- 根据国家统计局数据，2010-2020 卫生总费用从 19,980 亿元增长至 65,841 亿元，近 5 年 CAGR 达 11.45%，近 3 年 CAGR 达 10.23%，在医保控费、药品谈判、集中采购等政策的推动下，卫生总费用增速略有放缓，但长期以来显著高于 GDP 增速。
- 卫生总费用占 GDP 比重从 2010 年 4.85% 上升至 2019 年 6.67%，《“健康中国 2020”战略研究报告》预计 2020 年达到 6.5%-7.0%。
- 居民人均医疗保健消费支出增速也高于居民人均可支配收入，占人均可支配收入比重也预计维持上升趋势。根据国家统计局数据，2013-2020 居民人均可支配收入从 18,311 元增长至 32,189 元，近 5 年 CAGR 达 7.94%，近 3 年 CAGR 达 7.41%；居民人均医疗保健消费支出从 912 元增长至 1,843 元，近 5 年 CAGR 达 9.61%，近 3 年 CAGR 达 8.30%，占比从 4.98% 上升至 5.73%。

图表 9: 2010-2020GDP 及增速



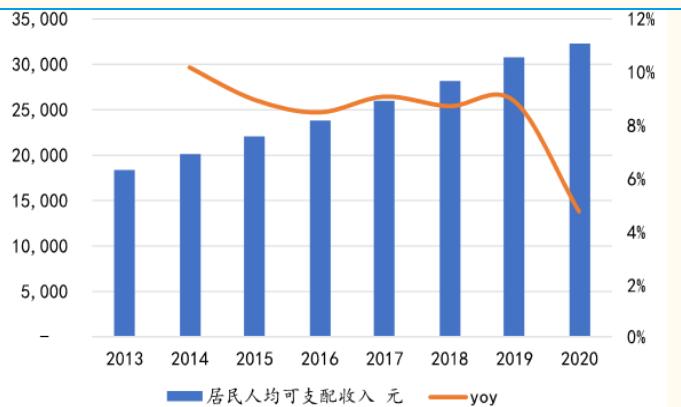
来源：国家统计局，国金证券研究所

图表 10: 2010-2020 卫生总费用及增速



来源：国家统计局，国金证券研究所

图表 11: 2013-2020 人均可支配收入及增速



来源：国家统计局，国金证券研究所

图表 12: 2013-2020 人均医疗保健消费支出及增速

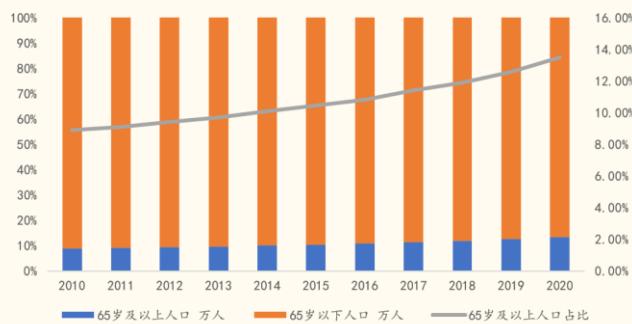


来源：国家统计局，国金证券研究所

人口老龄化，推动医药需求加速提升

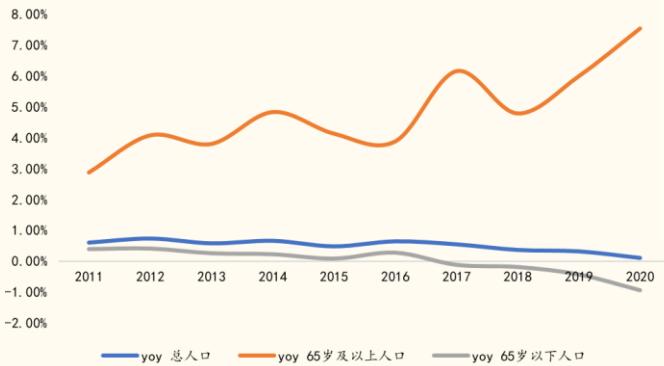
- 根据国家统计局数据，2010-2020 总人口从 134,091 万人增长至 141,178 万人，近 5 年 CAGR 达 0.41%，近 3 年 CAGR 达 0.28%。总体来看，近年来增速持续放缓。
- 65 岁及以上人口：2010-2020 总人口从 11,934 万人增长至 19,059 万人，近 5 年 CAGR 达 5.66%，近 3 年 CAGR 达 6.09%；总人口比例从 8.90% 持续上升至 13.50%。总体来看，老年人口数量加速增长，占总人口比例预计持续上升，为医药行业增长提供强劲的内生需求动力。
- 65 岁以下人口：2010-2020 总人口从 122,157 万人增长至 122,119 万人，10 年间非老年人口数量下降，近 5 年 CAGR 达 -0.28%，近 3 年 CAGR 达 -0.52%。非老年人口已连续 4 年负增长。

图表 13: 2010-2020 中国人口结构



来源：国家统计局，国金证券研究所

图表 14: 2010-2020 中国人口增速



来源：国家统计局，国金证券研究所

流通、DTP/院边店、“互联网+”三管齐下，处方外流强势承接者

湖南省药品流通市场的增长空间广阔，区域优势明显

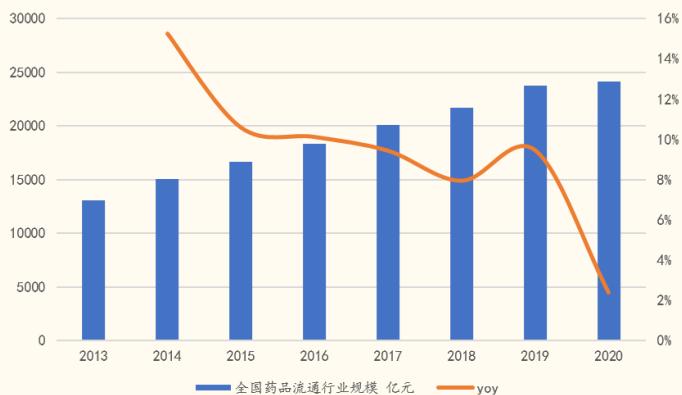
- 湖南省药品流通市场增速领先全国，区域份额持续上升。

- 根据商务部数据，2013-2020 年全国药品流通市场规模从 13081 亿元增长至 24149 亿元，扣除不可比因素同比增长 2.4%，增速同比放慢 6.2%。其中，药品零售市场 5119 亿元，扣除不可比因素同比增长 10.1%，增速同比加快 0.2 个百分点。截至 2020 年末，全国共有药品批发企业 1.31 万家；药品零售连锁企业 6298 家、下辖门店 31.29 万家，零售单体药店 24.10 万家，零售药店门店总数 55.39 万家。全国市场已经处于稳定增长的态势。伴随“两票制”的全面铺开、“一票制”的试点推进，以及集采的降价影响，流通行业中间环节利润来源将进

一步被压缩至仓储和配送服务，终端售价降低倒逼中间环节差价缩减，行业增速可能进一步放缓。

- 根据商务部数据，2013-2020 年湖南省药品流通市场规模从 295 亿元增长至 916 亿元，近 5 年 CAGR 达 19.11%，增速显著领先全国水平。湖南省份额占比从 2.26% 稳健增长至 3.75%。公司 95% 以上收入来自湖南地区，未来将充分享受湖南省市场的增长空间红利。

图表 15：2013-2020 全国药品流通市场规模



来源：商务部，国金证券研究所

图表 16：2013-2020 湖南省药品流通市场规模



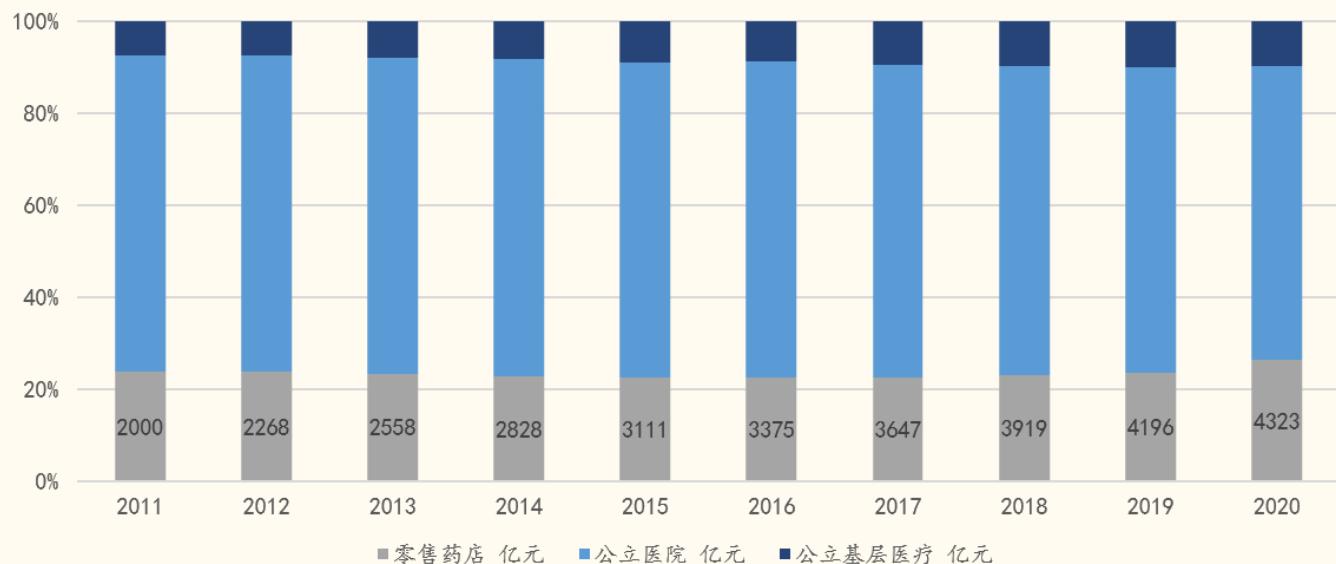
来源：商务部，国金证券研究所

DTP 增速领先传统零售，专业药事服务吸引客流

■ 医院终端份额高，伴随处方外流让渡给具有品类和服务优势的零售终端

- 根据中国医药经济信息网数据，2011-2019 分药品三大零售终端来看，份额占比并未出现明显变化。近 3 年（2016-2019）来看，零售药店占比从 22.59% 增长至 23.40%，其中 2019 年同比增长 0.50%，预计伴随集采滚动推进，药店份额将进一步提升。受分级诊疗一系列政策影响，公立医院份额主要让渡给了基层医疗机构。药店与基层医疗机构的份额竞争取决于品类优势和服务质量。
- 药店相对于基层医疗机构的主要优势在于网点广阔以及药品种类齐全，但尚不足以在价格上与基层医疗机构形成明显优势。此外，基层医疗机构具有天然的医保优势和医学服务优势。因此，药店行业份额增长在一定程度上取决于处方药院外销售占比（持续上升）以及专业药师团队的建设（药事服务水平上升）。

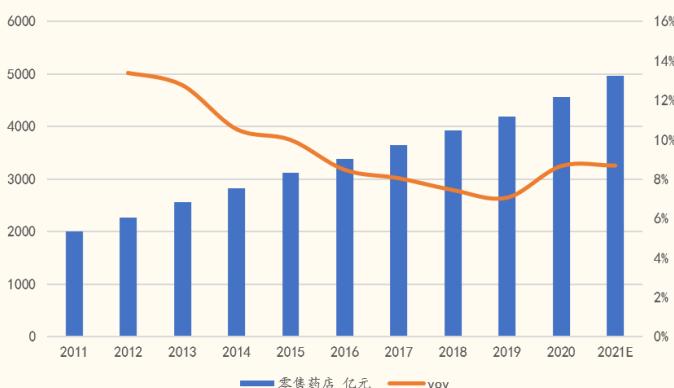
图表 17：药品零售终端销售占比情况



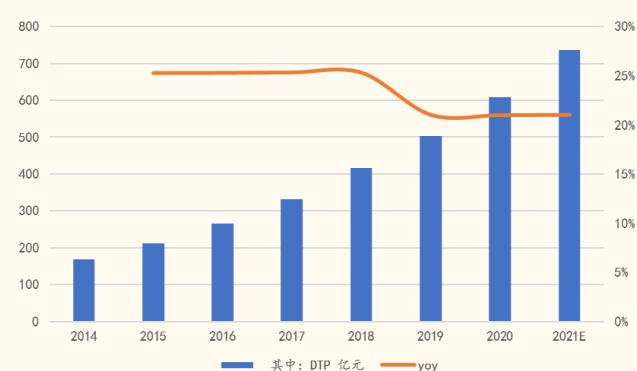
来源：中国医药经济信息网，国金证券研究所

■ DTP 成为传统流通商和大药房的新零售转型方向

- 根据中国医药经济信息网数据，2011-2019 零售药店市场规模从 2000 亿元增长至 4196 亿元，近 5 年 CAGR 达 8.21%，近 3 年 CAGR 达 7.53%，增速持续下行。华经产业研究数据显示，DTP 作为药房新业态，市场规模从 2014 年 169 亿元增长至 2018 年 416 亿元，CAGR 达 25.29%，增长稳健快速，仍处于起步阶段。根据 2021 年中国医药经济报，2020 年，国内 DTP 药房总数超过 1167 家。
- DTP 药房作为药店新零售形式，在用药服务和医保资质上都能弥补传统药店相对于基层医疗机构的短板：(1) DTP 提供的绝大部分品种能通过医保报销；(2) DTP 模式加强了对患者的用药管理，专业服务质量提升。
- DTP 是主流医药流通企业和大型连锁药房的医药新零售转型方向，连接药企、医院和患者，将以新、特药为主的处方药（高值药品）销售给患者并提供专业的药事服务。在老龄化加剧、疾病谱变化等背景下，老年患者慢、特病的庞大需求是 DTP 发展的根本动力。未来 DTP 等为代表的专业药房在零售端的份额将持续上升，核心竞争力是专业服务、新特药配备齐全度、医保资质。

图表 18: 2011-2021E 零售药店市场规模及增速


来源：中国医药经济信息网，国金证券研究所

图表 19: 2014-2021E DTP 药房市场规模及增速


来源：华经产业研究，国金证券研究所

批零一体，加速布局院边店、专业药房等新零售模式

- 公司借助批零一体化经营，较早布局“特门服务”药房及 DTP 药房等零售新模式。随着“三医联动”、“健康中国”的推进，社会对专业药事服务需求不断升级。传统药房由于无法为患者提供精准服务，在专业能力上存在不足。未来 DTP 药房和慢病药房等专业药房或将成为行业全新发展方向。专业药房同时为患者提供药品销售、药事咨询等药学服务，能帮助患者更高效合理地使用处方药，控费的同时改善疗效。
- 从 2002 年开始经营“特门服务”药房业务，2019 年公司“特门服务”医保结算金额占比第一。通过与湖南省各市级医疗保险经办机构签订特门定点药店内服务协议，经营特殊病种治疗药品。截至 2019 年末，湖南省本级及长沙市特殊病种门诊服务协议药店共 15 家，根据湖南省医保局及长沙市医保局提供的 2019 年度医保结算数据，公司“特门服务”业务医保结算金额占比第一。
- DTP 专业药房服务公司从 2016 年成为湖南省首批特药协议药房，专注领域集中，通过专业化服务产生与患者的长期合作黏性。截至 2021 年 3 季度末，公司已有 DTP 药房 37 家，形成了以长沙市为中心，经营新特药品种品规 278 个。37 家 DTP 药房中 15 家门店为特药供应协议药店，运行大病医保特药服务。根据湖南省医保局及长沙市医保局 2019 年度医保结算数据，公司特药业务医保结算金额排名第三。公司的 DTP 单店收入水平领先湖南地区同行业上市公司水平。2020 年公司 DTP 单店收入 2334 万元，同期老百姓的 DTP 单店收入为 768 万元。未来有望持续加密布局湖南省 DTP 药房的密度，扩大公司 DTP 业务体量。

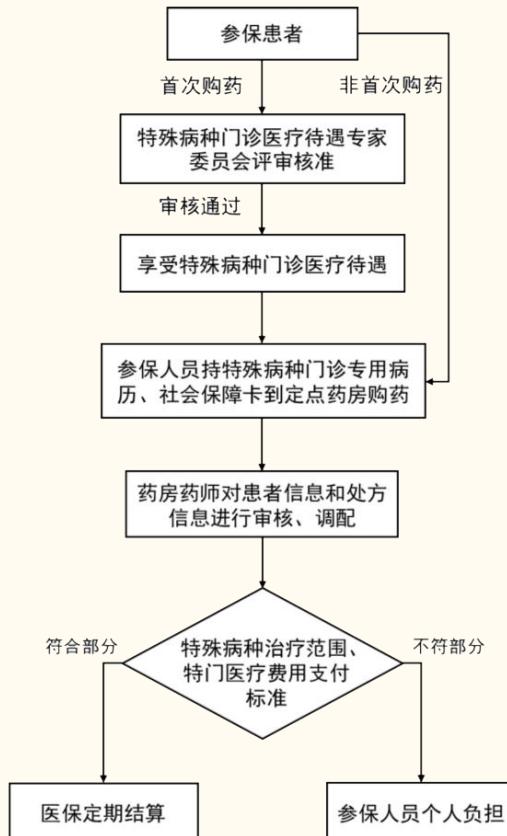
探索“互联网+”，加入“处方流转平台”加强承接处方外流能力

- 政策层面：2021 年 10 月 15 日，国家卫健委发布《国务院深化医药卫生体制改革领导小组关于深入推广福建省三明市经验深化医药卫生体制改革的实施意见》。
- 文件的第八条：深化医保支付方式改革，推行以按病种付费为主的多元复合式医保支付方式，逐步减少医保基金按项目付费的比例，提高按疾病诊断相关分组付费、按病种分值付费、按床日付费、门诊按人头付费等医保支付方式所占的比例。到 2025 年，按疾病诊断相关分组或按病种付费的医保基金占全部符合条件的住院医保基金支出的比例达到 70%。（国家医保局和各有关地方按职责分工负责）。上述政策会导致药品和耗材等费用进入医院成本，医院更有动力推动加快处方外流。
- 公司建立了连接医院及医保端的三方信息共享平台，实现医院、医保、药店三方信息的互联互通，“特门服务”及特药处方在医院和药店之间

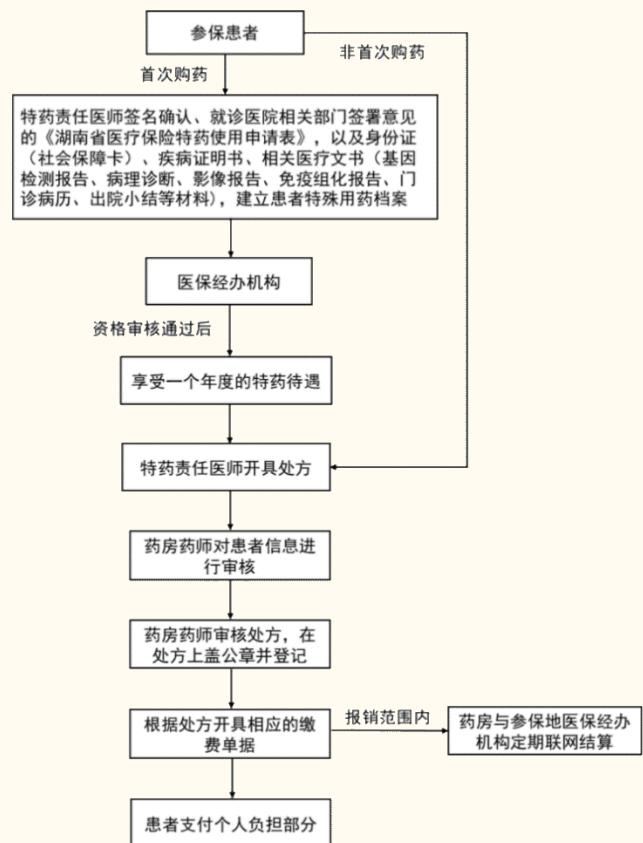
流转，患者可自主决定在医院或药店购药，并享受医保统筹待遇，使患者的购药便利性得到显著提升。

- 凡是通过特门待遇资格核准的参保患者可以凭借医院的纸质处方在“特门服务”药房3-6个月内连续购药，购药费用的统筹报销部分由药房与医保机构定期联网结算，患者只需支付个人自付部分。

图表 20：参保患者“特门服务”购药流程



图表 21：参保患者特药购药流程

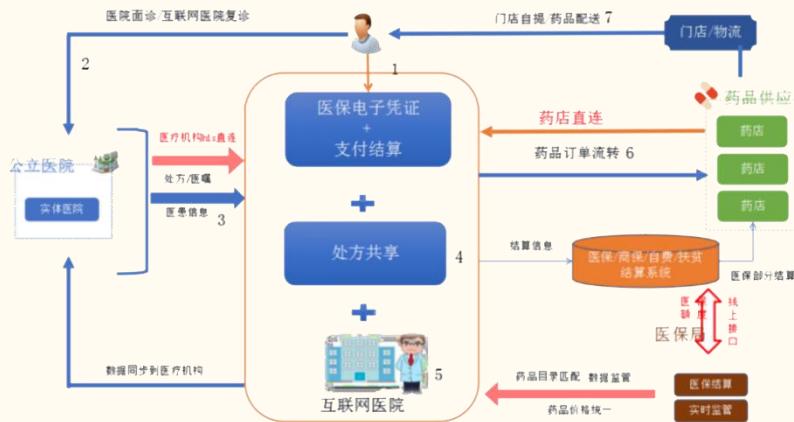


来源：公司招股说明书，国金证券研究所

来源：公司招股说明书，国金证券研究所

- 公司与湖南省内多家大型医院持续对接，探讨合作建设“互联网医院+处方共享平台”。
- 公司目前与湖南省内多家大型医院探讨合作建设“互联网医院+处方流转共享平台”项目，通过连接医院HIS系统与医保定点药店信息系统，打通医院门诊处方和直营连锁药店的销售系统。医院医生通过互联网平台承接患者的复诊，开具的处方信息互联至公司门店信息系统，患者直接到门店购药。

图表 22：互联网医院+处方流转共享平台”服务流程图



来源：公司招股说明书，国金证券研究所

- “处方流转共享平台”的建设有望让公司加速承接处方药的外流。截至 2021 年 9 月 30 日，公司及其子公司完成工商登记的共 115 家零售药房门店，60 家为新设立尚未营业，55 家在营零售药房门店。近三年，公司零售药店业务快速提升，3 年 CAGR 为 74%，毛利贡献占比已超 3 成。公司作为承接处方外流湖南地区的领先药店，有望为公司贡献较大的业绩空间。
- 未来公司或将进一步加强与医疗机构在“互联网医院+处方流转共享平台”的发展与合作，从而进一步提高医院、医保和药店三方信息的互联互通，扩大处方流转范围。与此同时，公司还或将进一步通过医药电子商务 O2O 模式，结合线上订单和线下消费，实现实体店、网络和手机三种渠道的结合统一。通过加速发展新零售模式承接处方外流增量。

盈利预测与投资建议

盈利预测

- 针对公司营收的主要来源纯销业务、调拨业务、医药零售、生殖医院和其他业务进行了未来三年的业绩预测，预计 2021/22/23 年公司将实现营收 25.14/29.18/34.03 亿元，同比增长 7.44%/16.04%/16.60%。
- 纯销业务为公司对医院、药房、及基层医疗机构的药品销售，是公司最主要的收入来源，2020 年受新冠疫情影影响，药房和医院端的收入有所下滑，只有基层医疗机构收入增速达到 30%。2021 年中报收入近 9 亿元，已接近 2019 年全年 18.4 亿元的半值，因此全年有望恢复至接近 2019 年的水平，我们给予 2021 年相对于 2020 年 2% 的同比增长，即全年 16.65 亿的营收。
 - 医院层面：根据公司 2021 年半年报数据，纯销业务医院层面公司上半年已有营收 8.75 亿元，相较于 2020 年全年 16.17 亿元的半值，已有 8.2% 的同比增速。但是，考虑到 2021 下半年国内疫情仍有起伏波动，所以，在 2020 年同比增速 -12.5% 的低基数上，我们预测 2021 年至少有 2% 的增长。我们预计，2022 和 2023 年疫情影响褪去的概率较大，在 2021 年上半年已有 8.2% 同比增速的情况下，我们认为，纯销业务医院端的增长将在 6-10% 上下是大概率的，因此，我们选取了下限 6% 作为此部分业务盈利预测中的增速。而此后 2024-2030 年，我们预计纯销业务的医院部分将保持个位数的稳健增长，因此选取 4% 的年均增速。
 - 药房层面：终端客户数基本维持不变，但随着处方外流的趋势逐渐显现，药房承接的药品销售额有望维持双位数增长。2020 年受

疫情影响整体药品需求减少，药房收入下降 17.6%，2021 年有望恢复，但国内疫情仍处于波动状态。

(1) 根据 2021 年中报披露的药店零售部分营收 2.9 亿，已相对于 2020 年全年零售收入 5.15 亿半数的同比增长 12.72%，因此 2021 年，我们预计药房增速在 10%。

(2) 医药零售行业的益丰药房、老百姓、大参林近 3 年的零售主业 CAGR 分别为 39%、24% 和 21%。我们选取 20% 作为公司纯销业务的药房部分的增速。考虑到其他药品零售连锁企业门店扩张对市场份额的挤占，药房层面的收入后续会下降，我们预计 2024-2030 年公司营业收入同比增长将长期稳定在 5%。

 **基层医疗机构层面：**收入规模及增速整体保持稳定，我们假设其增速与整体医院端增速持平，2021-2023 年基层医疗机构收入增速分别为 4%/5%/5%，鉴于该项收入获利较为稳定，预计此后增速维持在 5% 的水平。

■ **调拨业务**属于公司的传统主业收入，2020 年的主业营收占比仅 6%。我们认为，这部分不再是公司的发展重心；但作为业务的重要补充，将会稳定的存在下去。

 公司调拨业务在 2020 年疫情影响下，下滑近四成。因为 2021 年疫情依然有波动，但显著好于 2020 年，所以我们认为，调拨业务将有回升。因此，我们审慎的给予，在 2020 年低基数上，2021 年有 0.6% 的微增；而 2022 与 2023 年，国内疫情影响逐步褪去是大概率的情况，在 2020 年 39% 的同比下滑的低基数上，我们认为这两年调拨至少会有 1% 以上的增速。而在公司主要发展重心——DTP 等业务成长达峰值的 10 年显性期中的，2023 年之后年份，此部分业务仅作为主业的一个补充板块，而 DTP 等零售主业也会上升，所以我们仅给予此板块维持原有规模的营收预测。

■ **零售业务**为公司 DTP 业务、特门服务业务以及药房传统业务的销售收入，为公司这几年收入增速最快的业务。过去几年门店客单价均保持高速增长，2021 年开始假设公司加快布局药店数量（详见下表）。公司募集近 6000 万用于 2021-2022 年新增 50 家零售门店（包括 DTP 门店和特门门店），再结合公司自有资金等（详见下文第 2 点），我们预计，公司 2021-2022 年将分别新增 DTP 新店 40 和 20 家，门特新店 5 和 10 家，特门将是未来门店增长的重心。

■ 零售门店生命周期将经历早期投入、门店获客上升、获客上升叠加药品结构优化、竞争加剧及结构优化完成 4 个阶段。在医药零售业务的单店收入上，此为以下 DTP、特门及传统药房随开店时间而发生营收增速改变的共性前提。

 **DTP 业务：**我们假设公司 2021 年加速进入湖南省各地级市，在大部分地级市新开 DTP，共新增 40 家 DTP 门店。至湖南省覆盖逐渐完整后，进入新市场速度放缓，2022-2023 年新增 DTP 门店数分别为 20/20 家，此后每年新增 DTP 门店数均为 20 家。根据行业规律（见下文第三点）1 到 3 年期门店开始稳定获客，增速在 5-10% 平稳增长，因此，我们给予 2021/22/23 年个位数增速 4%、8%、8%；随着店龄进入 4-10 年，药物品种结构达到最优和客流稳定增长情况下，营收处于较高增速。同时，医改推动处方外流加速。根据 2021 年 10 月 15 日，国家卫健委发布的《国务院深化医药卫生体制改革领导小组关于深入推广福建省三明市经验深化医药卫生体制改革的实施意见》，文件的第八条：深化医保支付方式改革，推行以按病种付费为主的多元复合式医保支付方式，逐步减少医保基金按项目付费的比例，提高按疾病诊断相关分组付费、按病种分值付费、按床日付费、门诊按人头付费等医保支付方式所占的比例。到 2025 年，按疾病诊断相关分组或按病种付费的医保基金占全部符合条件的住院医保基金支出的比例达到 70%。（国家医保局和各有关地方按职责分工负责）。上述政策会

导致药品和耗材等费用进入医院成本，医院更有动力推动加快处方外流。公司建立了连接医院及医保端的三方信息共享平台，实现医院、医保、药店三方信息的互联互通，“特门服务”及特药处方在医院和药店之间流转，患者可自主决定在医院或药店购药，并享受医保统筹待遇，使患者的购药便利性得到显著提升。因此，2024年后，疫情影响基本消除，我们预计2024年可以达到20%的增速，而此后考虑到竞争及药品结构优化空间的逐步减少，我们给予2025-2030年逐年渐降的增速。另外，公司目前已有山东子公司及分支机构，未来有望出省拓展，在国内其他省份负责DTP业务，进而获得更大发展空间。

(1) 根据2021年3月6日新浪财经报道，“中国药房数据显示，2017年百强连锁药店新店盈亏平衡时间是14.43个月”，每新开一家传统零售药店，一般1到1.5年达到盈亏平衡，DTP等专特药门店需要1.5-2年达到盈亏平衡，因为除了要和传统零售药店一样积累门店客流与口碑，还需要经历合作经营的特药的品种资质增加的过程。公司未来以募集资金近6000万陆续启动新门店建设，并结合自身营收增长投入自有资金建设，支持公司未来每年新开店五六十家的确定性较大。

(2) 因此，在开始的1-3年，零售门店的营收增速较慢，但确定高于CPI的增速，会在5-10%之间。在之后4-10年，将是门店快速发展期，因为叠加客流增加与品种优化的双重增长。之后年份将趋于个位数稳定增长。

 **特门服务业务：**此项为专业药房最核心，基于专业与病人高粘性，毛利率水平也是零售药房总体业务中最高的，通常在30-50%。特门业务在公司总营收中占比近5%，是未来发展的重点之一。预计2021~2030年将逐年新开门店10~20家，但给予2021年新开5家（依然考虑疫情的部分影响）、2022~2030年分别每年新开10-16家的预测。（详见下表）根据1到3年期门店开始稳定获客，增速在5-10%平稳增长，因此，我们给予2021/22/23年个位数增速4%、6%、6%。随着店龄进入4-10年，药物品种结构达到最优和客流稳定增长情况下，营收处于较高增速，同时2024年后，疫情影响基本消除，再考虑，如上文所述，医改推动处方外流加速等因素，我们预计2024-2025年可以达到20%的增速，而此后考虑到竞争及药品结构优化空间的逐步减少，我们给予2026-2030年逐年渐降的增速。

 **传统药房业务：**传统药房是DTP和特门等发展的基础，也会随着后者的发展与成熟而被导流，获得更多客流，受益于后者发展的基础零售业务。随着医改深入，处方外流加大，DTP和特门等专业药房业务的发展，也会协同推进公司传统药房的更快速度发展。我们预计公司2021-2023年新增传统药房门店数为5/15/15家，在构建了稳定客户口碑之后，2024-2030年将逐步进入稳定增长期，每年新增门店数将从15-25家稳步增长。

➤ 在开始的1-3年，传统药房门店的营收有一个爬坡增长的过程，但确定会高于CPI的增速，估计会在5-10%之间。基于以上经营分析，我们预测，单店营收在2021-2023年增速将在4%、5%、5%。在之后4-10年，将经历叠加客流增加与品种优化的双重增长带来的门店快速发展期，和此后逐年将随着客流稳定和药品结构优化空间的减少而增速进入稳态。参考医药零售行业的益丰药房、老百姓、大参林近3年的零售主业CAGR分别为39%、24%和21%；达嘉维康虽然尚未达到完全可比这三家的龙头的市场地位，但拥有DTP、特门等专业特色协同的独特发展优势，因此我们预测，公司静态增速将在10%以上。因此，我们预计2024-2030年的单店营收增速为25%、20%、15%、15%、15%、10%、10%。

- **嘉辰医院：**公司生殖医院开展妇科和泌尿外科疾病的诊疗。公司与湘雅三院合作，门诊客流会逐步增加。辅助生殖技术壁垒高，发展潜力大，公司有望形成差异化竞争优势提高获客能力。

 根据实地调研，医院目前年度门诊和住院客流分别为 1100~1200 人次和 440-450 人次。我们预计，随着疫情影响褪去，2021 年至少有 5-10% 的增长，因此选取下限 5% 作为预测值。而 2022-2023 年，为疫情影响低基数后的稳健增长期，给予 10% 的年均增速。考虑到生殖医院的刚需，未来医院门诊与住院客流人次将有两位数增速的增长。随着医院从新开设，到逐渐步入稳定，各项医疗服务项目与能力的完善，门诊与住院患者的客单价也会有稳健的增长。门诊客单价的上升，是来自开设科室与服务内容的增多以及科技手段的提升；而住院患者客单价的上升，除了前述服务内容增多，主要是随着医院的管理成熟，病床使用周期会逐渐缩短带来的效率提升所致。

 随着公司申请三甲、IVF 牌照及辅助生殖资质等进程的推进，医院业务的收入业绩随之增长，因此 2024 年-2026 年将是医院发展早期刚步入高成长阶段的相对高增速时期，结合各科室初开设带来的新增量，2024 年将有 16-18% 的增长，我们选取 16.4% 作为预测值；2025-2026 年则相对 2024 年更为稳健，预计在 12-15% 左右的增速，我们审慎选取 13.9% 作为预测值。此后年份，2027-2030 年预计公司进入更平稳增长期，预计增速在 8-12%，我们审慎选取 9.6% 作为预测值。

 通常综合性医院培育期超过 10 年，专科医院培育期 5-8 年，培育期过后 10 年左右，处于盈利能力爬坡上升阶段。由于公司与国内辅助生殖领域的头部企业（湘雅三院）合作，我们预计 5 年可达盈亏平衡点，即从 2019-2023 年，为投入亏损到盈亏平衡点，2024-2030 年为盈利高增速通道时期。辅助生殖相关医院毛利水平通常在 50% 左右，因此预测公司从 2024 和 2025 年毛利 20%、40%，之后 2026-2030 年进入相对稳定的 50% 毛利率阶段。

- **其他业务：**收入规模较小，增速较稳定，我们假设其他业务 2021-2023 年的增速均为 10%，预计 2024-2030 年增速在 10%-20% 之间。

投资建议及估值

- 我们分别采用市销率法估算得出公司的合理市值为 54.28 亿元，对应股价 26.28 元。
- 公司正处于从传统医药流通企业向 DTP 为特色的专业药房零售企业转型中，并且 DTP 处于成长初期，在处方流转等医药改革政策驱动下，具有较大成长空间。市销率估值法更适合处于业务成长期和转型期的企业，可以很好反应出公司营收变化对企业潜在价值的影响，并且避免了企业发展转型期盈利模式、利润水平不稳定对估值的干扰。因此我们选择市销率估值法，把公司主业拆分为零售业务与非零售业务进行分部的市销率可比估值计算。
- **公司非零售业务部分：**我们选取华通医药、六么股份、鹭燕医药、人民同泰、第一医药为可比公司。由下表可见，医药流通行业，体量越小越早期，PS 估值越高。2020 年，达嘉维康非零售主业的体量为 17.53 亿，尚处于发展早期，与营收体量在 15.87 亿的第一医药更为接近。柳药股份、鹭燕医药的收入已经超过 150 亿，人民同泰的收入也有 80 亿以上。达嘉维康目前的主要业务在湖南省内，体量较小，未来省外拓展的概率较大，还有较大成长空间。考虑 PS 估值与营收规模的相关性，我们选取第一医药 2020 年 PS 1.43x 作为达嘉维康的 PS 倍数，算出公司的非零售主业部分合理市值为 25.06 亿元。
- **公司零售主业部分：**我们选取老百姓、益丰药房、大参林为可比公司。公司零售业务聚焦在特殊病种和慢病管理，销售以新特药为主，提供专业化服务，是有别于传统医药零售企业以非处方药为主的。依据

2020 年数据，公司医药零售业务里 DTP 业务、特门服务业务合计占比达到 96%，传统药房零售业务占比仅为 4%以内。专业药房零售受益于国家推动的处方流转，成长性要强于传统非处方药零售。公司近三年 DTP 收入复合增长率已达到 74%。未来 DTP、特门和传统药房零售也将相互导流，协同发展。我们取 1.6 倍第二组零售主业 2020 年 PS 均值 4.98x，根据达嘉维康 2020 年零售主营业营收 5.87 亿元，计算得出的公司零售业务合理市值为 29.22 亿元。

- 我们出于审慎的考虑，上述测算过程中暂未给予 DTP 药房和生殖医院估值溢价，但 DTP 药房和生殖医院，将是公司未来成长空间的 2 个最亮点，未来有望提升公司价值。
- 公司的 DTP 等零售业务，将成为未来主业重心，近 3 年以 74% 的年均增速在快速增长。

(1) 中国 DTP 等专业药房处于行业初起的朝阳阶段。比如，根据港股拟上市公司思派健康招股书显示，公司 2020 年总营收 27 亿，DTP 特药收入 24.8 亿，总体量与达嘉维康相当，而 DTP 收入为达嘉维康 4-5 倍。其上市前最后一轮融资的估值 17.2 亿美元，折合人民币过百亿。

(2) 医改推动处方外流加速。2021 年 10 月 15 日，国家卫健委发布《国务院深化医药卫生体制改革领导小组关于深入推广福建省三明市经验 深化医药卫生体制改革的实施意见》。文件的第八条：深化医保支付方式改革，推行以按病种付费为主的多元复合式医保支付方式，逐步减少医保基金按项目付费的比例，提高按疾病诊断相关分组付费、按病种分值付费、按床日付费、门诊按人头付费等医保支付方式所占的比例。到 2025 年，按疾病诊断相关分组或按病种付费的医保基金占全部符合条件的住院医保基金支出的比例达到 70%。(国家医保局和各有关地方按职责分工负责)。上述政策会导致药品和耗材等费用进入医院成本，医院更有动力推动加快处方外流。公司建立了连接医院及医保端的三方信息共享平台，实现医院、医保、药店三方信息的互联互通，“特门服务”及特药处方在医院和药店之间流转，患者可自主决定在医院或药店购药，并享受医保统筹待遇，使患者的购药便利性得到显著提升。

(3) 支付改革配套利好 DTP 增长。凡是通过特门待遇资格核准的参保患者可以凭借医院的纸质处方在“特门服务”药房 3-6 个月内连续购药，购药费用的统筹报销部分由药房与医保机构定期联网结算，患者只需支付个人自付部分。

- 生殖医院，在未来的收入增速和盈利能力上均远优于医药批零业务，并可与后者产生协同效应。目前，中国辅助生殖主业的上市标的仅锦欣生殖 (1951.HK) 一家，该公司 2020 年 PE 为 128.4x。
- 但上述业务都在发展初期，高成长性也对应一定的不确定性，因此，出于审慎，我们暂不将此成长性计算进估值增量。

图表 23：达嘉维康及可比公司表

对比组	证券代码	证券名称	2020A	营收				PS	股价-元	市值-亿元
				2021E	2022E	2020A	2021E			
	603368.SH	柳药股份	156.69	0.00	192.07	0.50	0.36	0.33	0.33	17.280
	002788.SZ	鹭燕医药	155.31			0.20			0.16	7.880
	600829.SH	人民同泰	80.05			0.55			0.35	6.450
	600833.SH	第一医药	15.87			1.43			1.28	10.230
	均值		101.98	0.00	192.07	0.67	0.36	0.33	0.53	10.46
										38.37
	达嘉维康非零售业务			17.53	18.03	19.33	1.43			25.06
第二组	603883.SH	老百姓	139.67	157.82	195.35	1.91	1.19	0.96	1.25	41.950
	603939.SH	益丰药房	131.45	155.47	196.43	3.89	0.22	0.18	2.40	48.390
	603233.SH	大参林	145.83	173.59	215.33	3.80	1.59	1.29	1.84	34.990
	均值		138.98	162.29	202.37	3.20	1.00	0.81	1.83	41.78
	达嘉维康零售业务			5.87	7.11	9.85	4.98			29.22
	达嘉维康总体			23.40	25.14	29.18	2.32	2.16	1.86	54.28

来源：Wind，国金证券研究所

募投项目：院边店等专业药房拓展+智能物流中心项目建设

置换银行贷款，降低财务成本，提高资本投入回报率

- 本次公开发行股票的募集资金拟投资于连锁药房拓展项目（6,004.64万元）、智能物流中心项目（30,000万元）和偿还银行贷款（15,000万元），投资金额相对比例为1.0: 5.0: 2.5。其中，连锁药房拓展项目已获长沙市发改委备案，智能物流中心项目已获长沙岳麓科技产业园管理委员会经济发展局备案并获环保批复。
- 募集资金置换银行贷款有效缓解财务成本压力，预计降低2021E财务费用率0.2%。

药房拓展：优化战略布局，发挥批零一体化优势，提高区域市场占有率

- 伴随人民日益增长的健康需求和医药卫生体制改革要求，药品零售业积极向集约化、标准化、信息化方向发展，形成了专业药房、智慧药房等多元化服务模式。零售药店是当前三大医药消费终端之一，具有较强的终端优势，在处方外流和消费升级大背景下，连锁药店专业化药事服务能力不断提升，药店渠道优势日益显现。
- 公司拟将募集资金6004.64万元用于投入增设直营连锁门店（特门药房、DTP药房），拟以租赁店面的方式在湖南省内建设50家直营门店。以此调整优化业务结构，零售业务板块份额预计提升，将进一步发挥公司专业药房优势，公司批零一体化网络的综合实力，提高药房业务的区域市场占有率。
 - 投入资金主要用于支付房屋租赁费（1440万元，23.98%）、设备购置费（1679.23万元，27.96%）、装修工程费（825万元，13.74%）等，并预留铺底流动资金（1517.52万元，25.27%）。
 - 零售药店配置药学技术人员不少于6名，其中执业药师不少于2名。并将额外设置专业配送员2名。
 - 综上，公司募集资金中的近6000万将用于2021~2022年新增50家零售门店（包括DTP门店和特门门店），再结合公司自有资金等，我们预计，公司2021~2022年将分别新增DTP和门特新店40/21家和20/31家，DTP将是未来门店增长的重心。

智能物流：发展现代物流商业，提高运输配送服务能力，支撑业务开展

- 我国医药流通行业在市场规模不断扩大的趋势下，发展的规范与创新特征不断凸显，《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》（国办发〔2017〕23号）提出整顿药品流通秩序，推进药品流通体制改革。另一方面，随着医改政策深入推出、“两票制”的推行及带量采购等一系列政策出台，市场竞争压力增强，对流通企业的运输配送服务能力提出了更高要求。因此，公司有必要发展现代物流商业。
- 智能物流中心项目预计投入30000万元，通过新建现代化医药物流中心，配备先进的自动化物流设备及系统，将显著提高公司仓储物流能力和运行效率，提升物流中心拆零作业，有利于进一步推进处方药业务，满足业务总量增长和业务结构调整的需要。
 - 投入资金主要用于建设投资（26633.41万元，88.78%），其中包含建筑工程费（10444.13万元，34.81%）、设备购置费（13960.69万元，46.54%）等，并预留铺底流动资金（3366.59万元，11.22%）。
 - 智能物流中心项目主要是在公司现有场址内新建智能物流中心二号多层仓库和三号单层高架仓库。
 - 该项目拟配套AS/RS托盘式自动化立体库、箱式自动化立体库、穿梭车货到人系统、高速箱式分拣系统、自动输送系统等先进的自动化物流设备及系统，采用“货到人”的分拣模式，具有高适应性和柔性、高密度存储、高效率快速存取、高可靠性、低能耗的特点。

风险提示

- **医保谈判、集采、医改等政策因素导致公司营收不达预期的风险。**如果国家医保谈判、集采等导致高价药品价格下降幅度过大导致药品销售总体规模下降，将影响到公司的营收。国家医改政策不断深化，分级诊疗、按病种付费（DRGs）、医保目录调整、医保控费等政策相继发布，进一步推动医药分开，医药价格下降趋势明显，医药流通市场增速受到影响。同时“互联网”战略的推行，又促进医药流通行业传统经营模式的变革。随着改革的深入，公司面临新医改形势下药品的统一招标采购政策调整、药品定价机制改革以及医院用药结构调整、医药电商平台、GPO 平台竞争等风险，影响公司盈利水平。
- **“一票制”可能影响行业收入规模的风险。**相较“两票制”政策在全国范围内的全面实施，“一票制”政策正处于探索阶段。若未来“一票制”在湖南省试点实施或者在全国范围内推广，医保基金和医药生产企业直接结算，医药流通企业针对公立医疗机构药品分销业务收入将体现为面向医药生产企业提供仓储物流配送等服务的收入，收入金额不再包含药品的采购成本，对于该部分业务，发行人的收入规模可能会出现大幅下滑的情形，若发行人不能及时根据相关政策作出调整，则可能对发行人分销业务的营业收入规模造成不利影响。
- **公司模式与业态创新无法获得市场认可及新旧产业融合失败的风险。**在批零一体化基础上，向专业药房新零售模式转型的过程中，公司可能会存在部分客户无法接受新兴模式，创新模式无法获得市场认可的风险。而公司从传统药品流通商向医药供应链综合服务商转变的过程中，也可能会存在业务升级失败的风险。
- **因合作方医药公司导致潜在诉讼的风险。**公司与 21 家（含 2 家合资新设）地方医药公司、地方医药公司股东共同签署《股权转让意向协议》，约定达嘉医药拟收购该等地方医药公司 51% 左右股权，在工商登记成为达嘉医药控股子公司。鉴于工商登记信息的公示性，如果存在善意第三人基于当时工商登记信息而将达嘉医药作为该等地方医药公司的控股股东列为共同被告提起诉讼，达嘉医药可能存在潜在涉诉的风险。
- **业务区域过于集中以及跨区域发展的风险。**公司医药连锁零售业务、医药分销业务目前主要在湖南省内开展。公司 2021 年上半年的主营业务收入近 98% 在湖南省内实现，主营业务的区域性特征明显，公司存在较大程度依赖湖南省市场的风险。公司已经在山东、海南设立子公司及分支机构，跨区域经营可能存在不确定性。
- **限售股解禁风险。**2022 年 6 月 7 日，将有 266.25 万股首发一般股份和首发机构配售股份解禁；根据 2021 年 4 月 19 日股价计算，即将解禁股份市值约 5173 万元。

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	2,189	2,457	2,340	2,514	2,918	3,403
增长率	12.2%	-4.8%	7.4%	16.1%	16.6%	
主营业务成本	-1,923	-2,166	-2,071	-2,223	-2,565	-2,970
%销售收入	87.9%	88.2%	88.5%	88.4%	87.9%	87.3%
毛利	266	290	269	291	353	433
%销售收入	12.1%	11.8%	11.5%	11.6%	12.1%	12.7%
营业税金及附加	-8	-10	-9	-10	-12	-14
%销售收入	0.4%	0.4%	0.4%	0.4%	0.4%	0.4%
销售费用	-82	-77	-91	-108	-117	-136
%销售收入	3.7%	3.1%	3.9%	4.3%	4.0%	4.0%
管理费用	-39	-42	-44	-50	-58	-68
%销售收入	1.8%	1.7%	1.9%	2.0%	2.0%	2.0%
研发费用	0	0	0	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)	138	162	125	123	166	215
%销售收入	6.3%	6.6%	5.3%	4.9%	5.7%	6.3%
财务费用	-29	-34	-33	-25	-17	-19
%销售收入	1.3%	1.4%	1.4%	1.0%	0.6%	0.6%
资产减值损失	0	0	0	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0
投资收益	0	0	0	0	0	0
%销售收入	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
%税前利润	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
营业利润	110	120	91	98	150	196
营业利润率	5.0%	4.9%	3.9%	3.9%	5.1%	5.7%
营业外收支	-1	-1	-1	0	0	0
税前利润	109	119	90	98	150	196
利润率	5.0%	4.8%	3.9%	3.9%	5.1%	5.7%
所得税	-31	-31	-25	-27	-42	-55
所得税率	28.3%	26.4%	28.0%	28.0%	28.0%	28.0%
净利润	78	88	65	70	108	141
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
归属于母公司的净利润	78	88	65	70	108	141
净利率	3.6%	3.6%	2.8%	2.8%	3.7%	4.1%

资产负债表 (人民币百万元)

	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E
货币资金	45	162	229	918	808	691
应收账款	1,357	1,373	1,315	1,394	1,618	1,886
存货	226	184	287	256	295	342
其他流动资产	57	39	70	66	74	84
流动资产	1,686	1,758	1,900	2,633	2,795	3,003
%总资产	88.3%	87.2%	87.5%	89.9%	89.7%	89.7%
长期投资	0	0	0	0	0	0
固定资产	184	219	232	248	273	295
%总资产	9.6%	10.9%	10.7%	8.5%	8.8%	8.8%
无形资产	29	29	32	32	32	32
非流动资产	224	257	272	297	322	344
%总资产	11.7%	12.8%	12.5%	10.1%	10.3%	10.3%
资产总计	1,909	2,015	2,173	2,930	3,117	3,347
短期借款	241	320	599	445	445	445
应付款项	544	487	331	380	438	508
其他流动负债	106	109	114	77	97	117
流动负债	890	916	1,044	902	981	1,070
长期贷款	156	122	86	136	136	136
其他长期负债	0	0	0	0	0	0
负债	1,046	1,038	1,130	1,039	1,117	1,206
普通股股东权益	864	977	1,042	1,892	2,000	2,140
其中：股本	152	155	155	207	207	207
未分配利润	255	342	405	476	584	724
少数股东权益	0	0	0	0	0	0
负债股东权益合计	1,909	2,015	2,173	2,930	3,117	3,347

比率分析

	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E
每股指标						
每股收益	0.514	0.566	0.419	0.341	0.521	0.682
每股净资产	5.692	6.310	6.728	9.162	9.683	10.365
每股经营现金净流	-0.083	0.878	-0.978	0.429	-0.163	-0.198
每股股利	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000
回报率						
净资产收益率	9.03%	8.97%	6.22%	3.72%	5.39%	6.58%
总资产收益率	4.08%	4.35%	2.99%	2.40%	3.46%	4.21%
投入资本收益率	7.83%	8.39%	5.20%	3.57%	4.64%	5.68%
增长率						
主营业务收入增长率	8.23%	12.24%	-4.75%	7.44%	16.08%	16.60%
EBIT增长率	-3.82%	17.32%	-22.79%	-1.60%	35.63%	29.02%
净利润增长率	-2.45%	12.39%	-26.01%	8.64%	52.84%	30.71%
总资产增长率	14.74%	5.53%	7.82%	34.89%	6.35%	7.38%
资产管理能力						
应收账款周转天数	188.1	170.0	173.0	172.3	172.3	172.3
存货周转天数	41.9	34.5	41.4	42.0	42.0	42.0
应付账款周转天数	80.1	75.3	67.4	59.8	59.8	59.8
固定资产周转天数	26.8	32.4	34.6	34.6	32.9	30.6
偿债能力						
净负债/股东权益	40.60%	28.57%	43.79%	-17.81%	-11.35%	-5.14%
EBIT利息保障倍数	4.8	4.7	3.8	4.9	9.9	11.2
资产负债率	54.78%	51.50%	52.03%	35.44%	35.84%	36.04%

来源：公司年报、国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	0	0	0	0	0
增持	0	0	0	0	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00

来源：聚源数据

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得 1 分，为“增持”得 2 分，为“中性”得 3 分，为“减持”得 4 分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 = 买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性
3.01~4.0=减持

投资评级的说明：

买入：预期未来 6 - 12 个月内上涨幅度在 15%以上；

增持：预期未来 6 - 12 个月内上涨幅度在 5% - 15%；

中性：预期未来 6 - 12 个月内变动幅度在 -5% - 5%；

减持：预期未来 6 - 12 个月内下跌幅度在 5%以上。

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