

健之佳（605266.SH）

2022 年 08 月 09 日

药店经营多元化新星，扩张即将进入收获期

——公司首次覆盖报告

投资评级：买入（首次）

蔡明子（分析师）

龙永茂（联系人）

caimingzi@kysec.cn

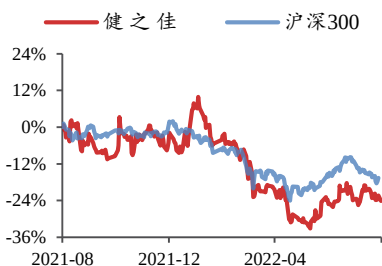
longyongmao@kysec.cn

证书编号：S0790520070001

证书编号：S0790121070011

日期	2022/8/8
当前股价(元)	44.80
一年最高最低(元)	88.69/43.00
总市值(亿元)	44.46
流通市值(亿元)	26.07
总股本(亿股)	0.99
流通股本(亿股)	0.58
近 3 个月换手率(%)	53.84

股价走势图



数据来源：聚源

● 立足云南，深耕西南，逐步走向全国，首次覆盖，给予“买入”评级

公司深耕西南地区，加强川渝桂拓展，布局河北、辽宁市场，自建与收购双轮驱动提升门店规模，实现全渠道营销，以“专业性”为核心提供差异化服务，通过精细化管理提升营业效率，业绩有望持续增长。我们预计 2022-2024 年公司归母净利润分别为 3.52/4.17/4.93 亿元，对应 EPS 分别为 3.55/4.20/4.97 元，当前股价对应 P/E 分别为 12.6/10.7/9.0 倍，健之佳内生外延并进，未来成长空间大，与同行业公司相比估值具备性价比，首次覆盖，给予“买入”评级。

● 门店扩张布局六大省市，差异化开启“药店+便利店”等多元化店型经营

省内市场：公司已实现云南省内 16 个州市全覆盖，县区渗透率达到 81%，仍具备进一步深耕下沉市场的空间。**省外市场：**从门店数来看，2021Q1 省外门店占比 18.47%。当前省外门店覆盖川渝桂地区，拟收购河北唐人 659 家门店进一步推动跨省扩张。从经营情况来看，广西、重庆地区已实现盈利，净利率水平有望进一步提升，贡献业绩。**大量新店、次新店为后续持续发展奠定基础：**截至 2022Q1 新店、次新店占比达 34.52%，新店、次新店在培育期对公司短期业绩带来压力，也为后续盈利及持续发展奠定基础，公司新开门店 80% 以上能在 24 月内实现盈利。**多元化门店经营与药房业务协同：**公司店型以药房为主，便利店为辅，同时针对居民健康需求，设立了中医诊所、社区诊所、体检中心等健康医疗服务机构。

● 精细化管理能力不断加强，费用把控能力与盈利能力持续提升

精细化管理能力持续提升：公司依托标准化连锁经营管理体系和精细化营运体系的不断完善与创新，保障整体效益的稳步提升，2017-2021 年公司零售药店坪效由 32.67 元/平方米提升至 39.75 元/平方米。**费用把控能力强：**营业成本处于业内较低水平，单店租金逐年下降，由 2016 年 19.80 万元/家降至 2021 年 14.77 万元/家。**不断提升专业服务能力：**公司通过专业的基础药学服务和健康管理服务相结合提升顾客黏性，同时公司完善慢病管理体系。**持续提升盈利能力：**公司采用商超模式，针对年轻客群提供创新化服务，同时发展贴牌商品，挖掘差异化需求。

● 风险提示：市场竞争加剧，并购整合不及预期，新店次新店盈利不及预期等。

财务摘要和估值指标

指标	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	4,466	5,235	6,293	7,591	9,131
YOY(%)	26.6	17.2	20.2	20.6	20.3
净利润(百万元)	251	301	352	417	493
YOY(%)	49.4	19.7	17.2	18.3	18.2
毛利率(%)	33.7	35.8	35.9	35.9	35.9
净利率(%)	5.6	5.7	5.6	5.5	5.4
ROE(%)	14.7	15.8	16.4	16.8	17.2
EPS(摊薄/元)	2.53	3.03	3.55	4.20	4.97
P/E(倍)	17.7	14.8	12.6	10.7	9.0
P/B(倍)	2.6	2.3	2.1	1.8	1.6

数据来源：聚源、开源证券研究所

目 录

1、 健之佳：立足云南，深耕西南，向全国拓展.....	4
1.1、 发展历史：云南起家，逐步构建药品销售、便利零售及健康服务多元化经营网络	4
1.2、 股权结构稳定，实控人行业经验丰富，员工激励充分	4
1.3、 核心财务数据：业绩由于门店高速扩张短期承压，费用管控能力强	5
2、 业务介绍：布局云南、四川、重庆、广西、河北、辽宁 6 大省市，药店、便利店、诊所、体检中心多元化经营	8
2.1、 省内市场：仍具备下沉空间，区域集中度有望进一步提升	9
2.2、 省外市场：以西南地区为重心，逐步延伸至川渝桂地区，布局河北、辽宁市场	12
2.2.1、 省外门店占比提升，重庆、广西已实现盈利	12
2.2.2、 拟收购河北唐人布局河北、辽宁市场，门店扩张走出西南	13
2.3、 大量新店、次新店储备，为后续盈利以及持续发展奠定基础	16
2.4、 线上渠道：积极构建全渠道营销平台，有力补充传统渠道	17
2.5、 便利店等店型多元化经营：协同药店业务发展，差异化优势凸显	19
3、 精细化管理能力不断加强，费用把控能力与盈利能力持续提升	21
3.1、 费用管控能力强，单店租金下降，精细化管理能力不断加强	21
3.2、 优化员工激励模式，持续提升专业服务能力	23
3.3、 采用商超模式，定位年轻客群，发展贴牌产品提升盈利能力	25
4、 盈利预测与投资建议	26
4.1、 收入拆分和利润模型	26
4.2、 盈利预测与投资建议	28
5、 风险提示	29
附：财务预测摘要	30

图表目录

图 1： 公司立足云南，深耕西南，向全国拓展，逐步构建药品销售、便利零售及健康服务多元化经营网络	4
图 2： 公司股权结构稳定，实控人直接+间接持有公司 32.95%股权	5
图 3： 2017-2021 年营业收入 CAGR 17.4%.....	6
图 4： 2017-2021 年归母净利润 CAGR 26.0%.....	6
图 5： 公司毛利率提升空间大	6
图 6： 公司净利率自 2015 年起增长较快	6
图 7： 公司费用把控能力强，费用率整体维持稳定.....	7
图 8： 应收账款回款速度自 2018 年起提速	7
图 9： 公司存货周转速度高于上市药房平均.....	7
图 10： 2020 年公司上市后在手现金得到有效补充.....	8
图 11： 2021 年增发带来现金流大幅增长.....	8
图 12： 布局云南、四川、重庆、广西、河北、辽宁 6 大省市，药店、便利店、诊所、体检中心多元化经营	8
图 13： 药店、便利店、诊所、体检中心多元化经营	9
图 14： 公司收入主要来自药店零售业务板块.....	9
图 15： 公司连锁药店、便利店布局持续扩张.....	9
图 16： 云南零售药店市场仍具备发展空间.....	10
图 17： 公司已实现云南省内 16 个地州全覆盖.....	11
图 18： 2022Q1 公司省外门店占比达到 18.47%，有望进一步提升.....	12

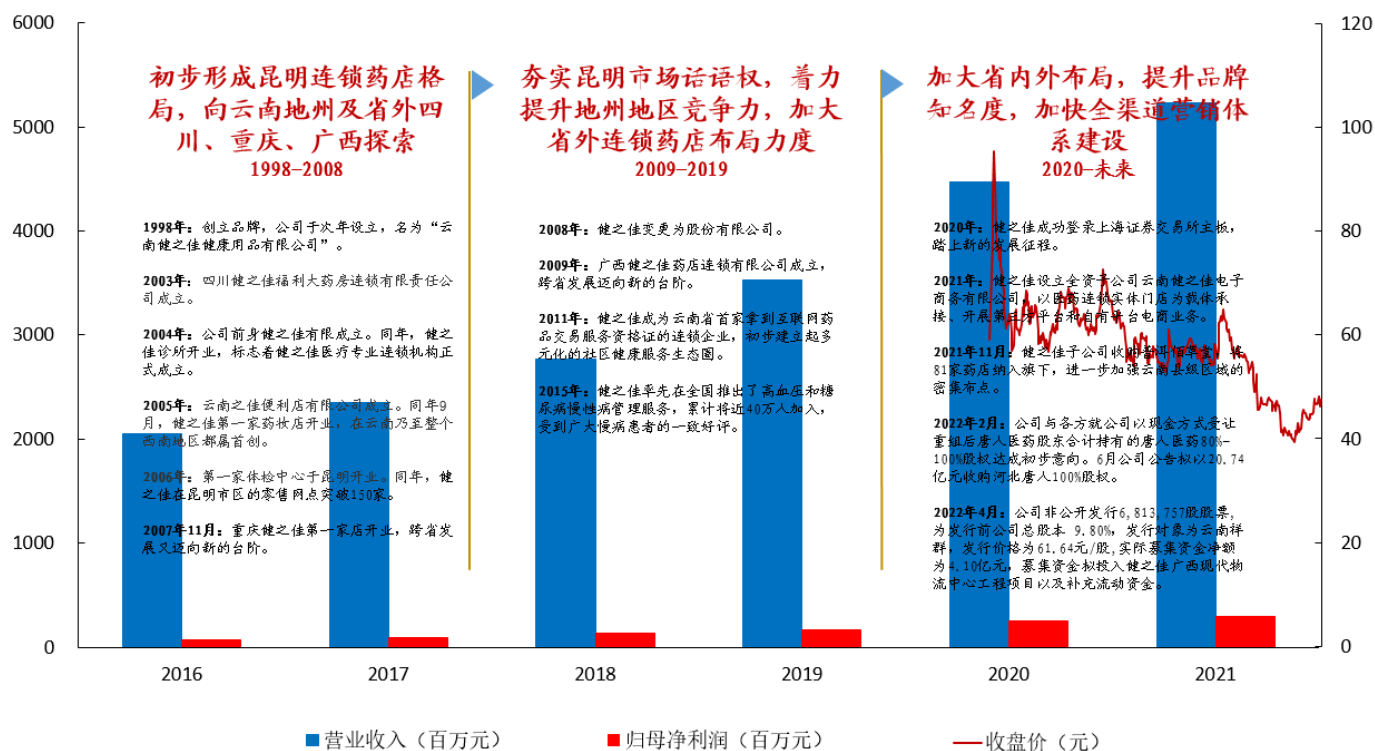
图 19: 2021 年健之佳净增加门店数同比增长 142%, 增速业内领先.....	16
图 20: 公司通过自营平台、B2C 第三方平台、O2O 第三方平台实现全渠道营销.....	18
图 21: 公司医药零售板块平均单店营业成本在业内处于较低水平.....	21
图 22: 健之佳与老百姓、益丰药房、一心堂平均单店面积较为接近.....	22
图 23: 2016-2021 年公司单店租金由 19.8 万元/店降至 14.8 万元/店.....	22
图 24: 2017-2021 年医药零售门店坪效由 32.67 元/平方米增长至 39.75 元/平方米.....	23
图 25: 健之佳执业药师数量逐年上升.....	23
图 26: 销售人员平均薪酬呈提升趋势.....	24
图 27: 公司坚持品牌塑造, 加大贴牌商品的引进.....	26
表 1: 公司持续推出股权激励计划调动管理者和员工积极性.....	5
表 2: 一心堂、健之佳云南省门店数量占比提升, 行业持续向头部集中.....	10
表 3: 米内网 “2021-2022 年度中国省域连锁药店 20 强”, 一心堂、健之佳位居前二.....	10
表 4: 2021 年川渝桂地区门店数增长速度高于云南省内, 达到 53.15%.....	12
表 5: 省外市场重庆、广西已实现盈利.....	13
表 6: 截至 2021 年底, 河北唐人在河北及辽宁省拥有 659 家直营连锁药店.....	14
表 7: 河北唐人在唐山、秦皇岛地区市占率领先.....	14
表 8: 河北唐人盈利能力较强, 2021 年净利率为 5.82%.....	16
表 9: 根据收购业绩承诺, 河北唐人有希望为公司带来门店增长及业绩增厚.....	16
表 10: 2021 年新店、次新店占比达到 33%, 为后续业绩增长奠定基础。.....	17
表 11: 公司新开门店店均营业利润有望于第二年实现转正.....	17
表 12: 线上业务增长迅速, 营收占比不断提升.....	19
表 13: 构建以社区专业便利药店为主, 中医诊所、社区诊所、体检中心、便利店为辅的多元业务结构.....	19
表 14: 2021 年便利零售营业收入为 3.58 亿元, 同比增长 6.82%.....	20
表 15: 公司便利零售业务与同类企业相比毛利率较高.....	20
表 16: 多元化店型夯实会员基础, 与药房业务协同.....	20
表 17: 完善慢病管理体系, 提升慢病门店销售.....	24
表 18: 2019-2021 年公司贴牌业务增速逐年提升, 实现较快增长.....	26
表 19: 健之佳模型拆分.....	27
表 20: 健之佳内生外延扩张有望贡献业绩, 未来成长空间大, 与同行业公司相比估值具备性价比.....	28
表 21: 健之佳盈利预测.....	29

1、健之佳：立足云南，深耕西南，向全国拓展

1.1、发展历史：云南起家，逐步构建药品销售、便利零售及健康服务多元化经营网络

健之佳品牌创立于1998年，2004年9月成立云南健之佳健康连锁店股份有限公司，公司从昆明起步发展，历经多年逐步发展和积累，立足云南，涵盖云南、重庆、四川、广西等区域，依托较为完善的连锁零售网络和专业医药服务实力，构筑核心竞争优势，形成稳步走向全国的发展战略趋势。公司构建了以药品销售为主、健康护理和便利品销售为辅，直营连锁药品门店实体零售为核心，与电商经营有机结合的商业模式和多元化社区健康服务生态圈，已经成为具有较强区域竞争实力的全国性知名健康连锁零售企业。

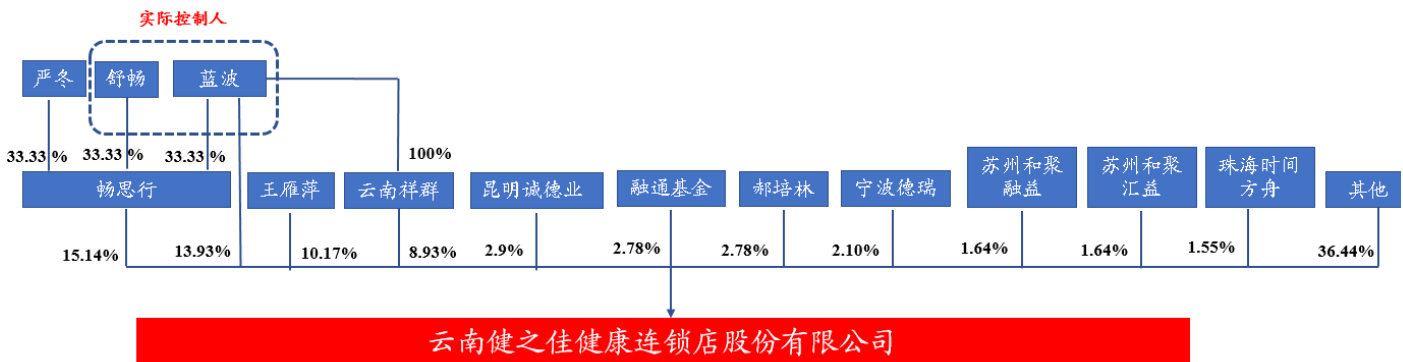
图1：公司立足云南，深耕西南，向全国拓展，逐步构建药品销售、便利零售及健康服务多元化经营网络



资料来源：公司公告、公司官网、开源证券研究所

1.2、股权结构稳定，实控人行业经验丰富，员工激励充分

公司股权结构稳定，创始人行业经验丰富。公司实控人为蓝波、舒畅夫妇，截至2022Q1合计持有深圳畅思行66.67%股权，蓝波、舒畅夫妇与畅思行为一致行动人，畅思行是公司最大法人股东，持股比例15.14%，蓝波、舒畅夫妇直接+间接持股比例为32.95%，公司股权集中。蓝波先生作为公司实控人兼董事长，拥有丰富零售药店业务、管理经验，1994-1995年曾任深圳海王药业产品经理，1995-2004年曾任深圳海王星辰连锁药房有限公司财务总监、常务副总经理，2004年创立公司前身云南健之佳药业。

图2：公司股权结构稳定，实控人直接+间接持有公司 32.95% 股权


资料来源：公司公告、开源证券研究所

持续推出股权激励及员工持股计划，充分调动管理者和员工积极性。公司自 2008 年进行股改之后，分别于 2009 年、2014、2021 年持续推出 3 期股权激励计划，另在 2021 年推出员工持股计划，长期持续的股权激励计划利于公司吸引和留住优秀管理人才、核心业务骨干和优秀员工，提高公司员工的凝聚力，确保公司发展战略和经营目标的实现。

表1：公司持续推出股权激励计划调动管理者和员工积极性

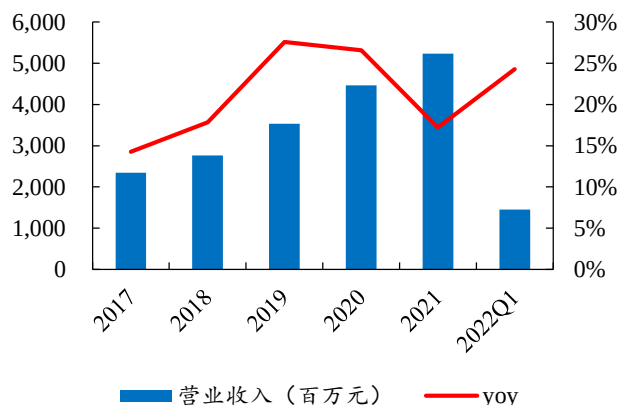
	授予人数 (人)	授予股票数量 (万股)	授予价格 (元/股)	业绩考核指标
2009 年股权激励计划	21	149.5	-	
2014 年股权激励计划	102	119	8.55	
2021 年股权激励计划	171	62.58	41.15	以 2020 年净利润为基数，2021-2023 年净利润增长率分别不低于 20%、40%、65%
2021 年员工持股计划	总额上限为 7,000 万元（含），存续期限为 36 个月。12 个月第一批解锁（40%），24 个月后第二批解锁（69%）。			

数据来源：公司招股说明书、公司公告、开源证券研究所

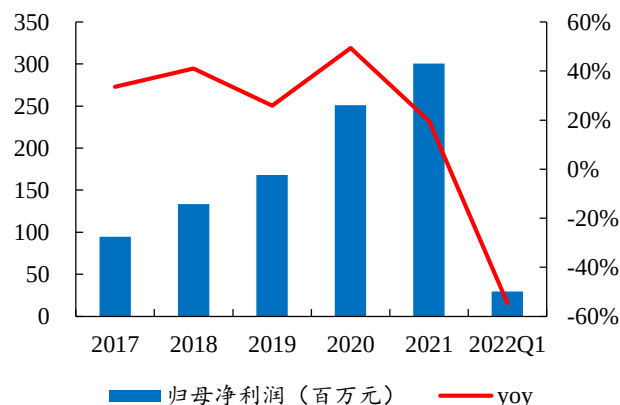
1.3、核心财务数据：业绩由于门店高速扩张短期承压，费用管控能力强

公司收入增速逐年提升，净利润保持较高增长，业绩短期承压。从收入端来看，公司收入增长主要来源于门店规模扩张以及单店平均收入增长。公司不断拓展终端销售客户网络，开店逐年提速；同时，公司持续提升健康、专业、便利的会员服务能力，实现店均主营业务收入不断上升，另外，在公司稳定的物流配送体系、专业的健康服务、科学的门店商品陈列和空间布局的支持下，2017-2021 年公司实现营业收入逐年增长，CAGR 17.4%。2021 年疫情影响下，公司通过品类规划调整，积极承接院内顾客外流，推动处方药和非处方药的销售快速增长，整体收入仍实现了 17.21% 的增长。从利润端来看，公司于 2016 年通过加强管理实现了从规模扩张为主向提高管理效率、稳健发展的转变，2016 年公司归母净利润实现了 294% 的高增长，随后维持了 25%-50% 的较高增速，2017-2021 年归母净利润 CAGR 26.0%。2022Q1 利润增长承压主要原因是：（1）Q1 疫情持续蔓延，各地管控态势加强，公司 800 家左右门店“一退两抗”药品下架，少量门店暂时关闭，到店购药疫情防控措施趋严，

门店客流减少；(2) 门店自建规模快速扩张导致新店、次新店培育期短期业绩压力增加，期间费用的增幅较高。

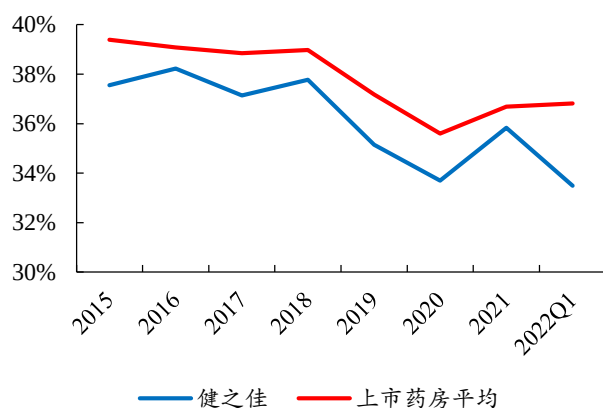
图3：2017-2021 年营业收入 CAGR 17.4%


数据来源：Wind、开源证券研究所

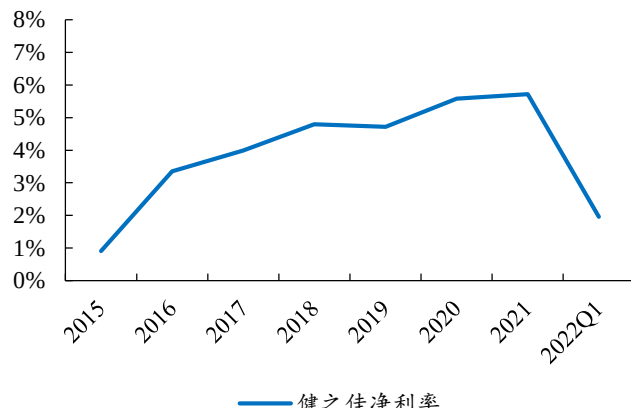
图4：2017-2021 年归母净利润 CAGR 26.0%


数据来源：Wind、开源证券研究所

毛利率提升空间大，净利率增长趋势明显。公司毛利率与上市药房平均毛利率相比处于较低水平，主要是因为采购规模小、没有资金优势造成能获得的采购折扣及返利较少。2021 年公司毛利率提升 2.14pct，主要原因是：中西成药销售占比提高，带动毛利率提升；口罩等防疫物资毛利率和收入占比恢复正常；公司提升 OEM 商品及其他综合毛利较高商品销售占比，持续发展新零售业务，促进线上线下的融合，以提升销售及综合毛利额、减缓毛利率下降；同时，毛利率较高的保健品和中药材营收增加，改善了毛利情况。未来随着公司规模扩大，资金实力增强，对于上游议价能力提升，毛利率提升空间大。公司净利率自 2015 年起增长迅速，净利率增长趋势明显，2022Q1 净利润下滑主要是由于新店亏损，预计随着新开门店贡献业绩，净利率将逐步提升。

图5：公司毛利率提升空间大


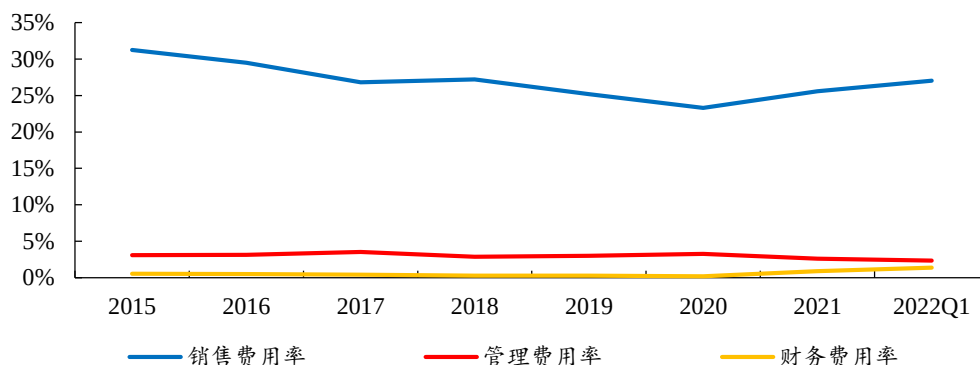
数据来源：Wind、开源证券研究所

图6：公司净利率自 2015 年起增长较快


数据来源：Wind、开源证券研究所

公司费用把控能力强，费用率整体维持稳定。2015-2020 年公司整体费用率逐年递减，销售和管理费用率保持平稳，销售费用率有明显下降趋势，从 31% 下降至 23%，主要是由于公司规模扩张。2021 年管理费用率保持下降趋势，销售费用率和财务费用率有小幅上涨，主要是由于公司整体规模增长，新设大量门店，以及线上线下全渠道销售规模提升导致第三方平台服务费略有增长。

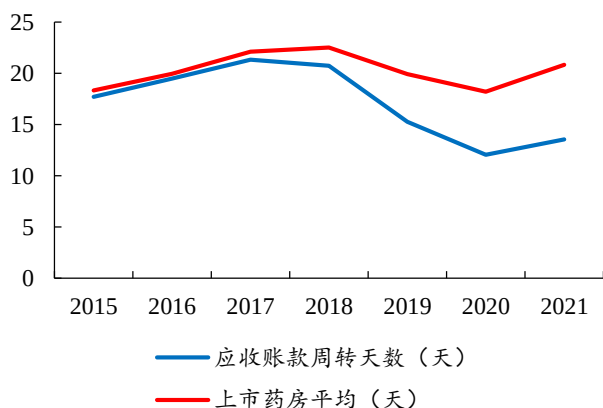
图7：公司费用把控能力强，费用率整体维持稳定



数据来源：Wind、开源证券研究所

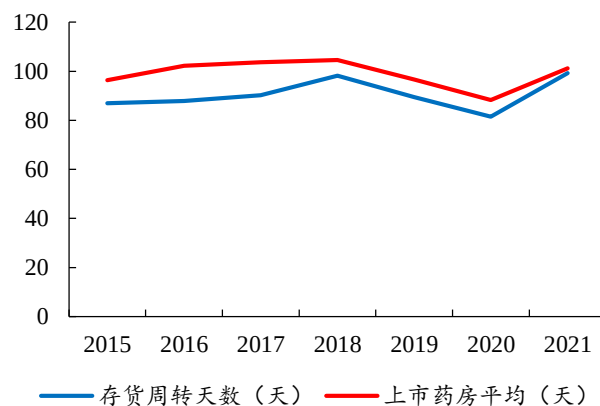
公司运营能力突出，应收账款及存货周转效率在同行业公司中处于较高水平。应收账款周转方面，2021 年公司应收账款周转天数为 13.57 天，周转速度高于同行业可比上市公司，具备较为良好的应收账款管理能力。存货周转方面，随着公司经营规模逐步扩大，门店数量不断增加，仓库及门店商品随之增长，2021 年公司存货周转天数小幅提升。

图8：应收账款回款速度自 2018 年起提速



数据来源：Wind、开源证券研究所

图9：公司存货周转速度高于上市药房平均



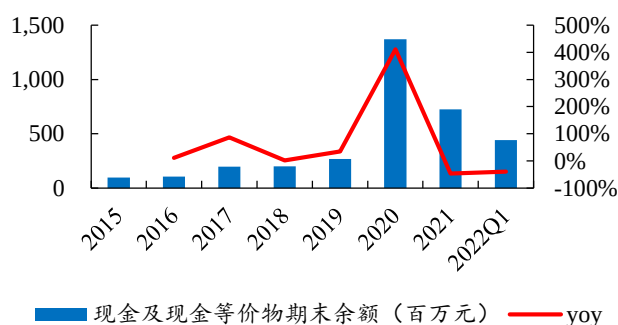
数据来源：Wind、开源证券研究所

定增补充运营资金，保障公司省内外稳健扩张。在手现金方面，公司上市前在手现金维持稳定小幅增长，2020 年公司首次公开发行募集资金 9.66 亿元，扣除发行费用 0.91 亿元实际募集资金净额 8.75 亿元。此外，公司于 2022 年 4 月完成非公开发行股票，发行对象为云南祥群投资有限公司，为公司董事长蓝波先生 100% 持股，发行价格为 61.64 元/股，发行股票数量为 681.38 万股，共募集资金约 42 亿元。其中

投入 8000 万元用于建设广西现代物流中心项目，剩余 3.4 亿元用于补充流动资金。此次非公开发行股票可以改善公司盈利能力和财务状况，广西物流中心的建设有助于提高公司在广西地区的竞争力，同时加快电商布局，减少物流成本。

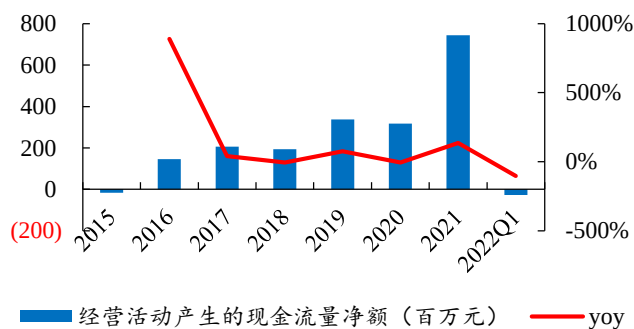
截至 2021 年末，公司现金及现金等价物期末余额 7.26 亿元。公司运营资金得到有效补充，为公司未来加密省内门店、加大省外拓展提供有力保障。现金流方面，2015-2021 年公司经营性现金流净额整体呈提升趋势，2021 显著增长主要是公司根据新租赁准则规定，偿还租赁负债本金计入筹资活动现金流出所致。

图10：2020 年公司上市后在手现金得到有效补充



数据来源：Wind、开源证券研究所

图11：2021 年增发带来现金流大幅增长



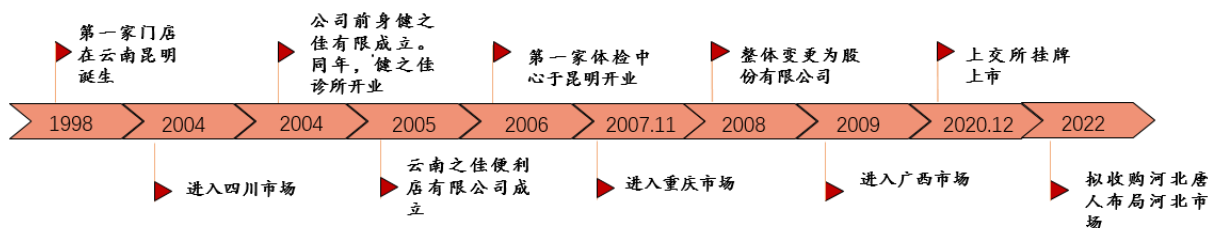
数据来源：Wind、开源证券研究所

2、业务介绍：布局云南、四川、重庆、广西、河北、辽宁 6

大省市，药店、便利店、诊所、体检中心多元化经营

公司业务主要分为 2 大板块：医药零售、便利零售，其中医药零售收入为公司收入主要来源且占总收入比重逐渐提升，2021 年占比 86.06%。公司连锁门店布局从云南省逐渐扩张到四川、广西、重庆等地，截至 2022Q1 共有 2834 家医药零售门店。公司便利零售业务由全资子公司云南之佳便利店开展，云南之佳便利店自 2005 年成立以来，经营规模持续扩张，经营区域以昆明为中心，辐射到云南省内多个地州，截至 2022Q1 共有 300 家便利店。此外，公司逐步探索“药店+诊所”、“药店+体检中心”的模式，开启多元化经营。

图12：布局云南、四川、重庆、广西、河北、辽宁 6 大省市，药店、便利店、诊所、体检中心多元化经营



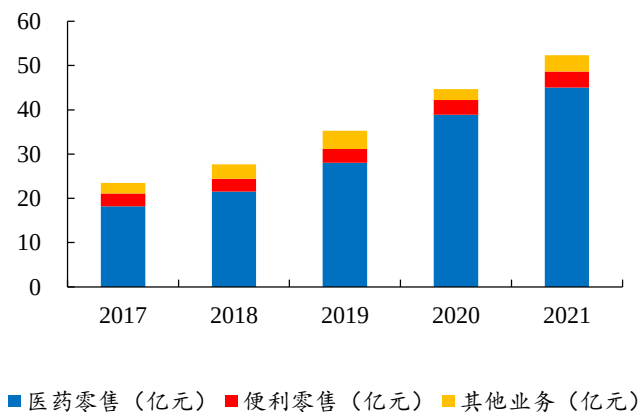
资料来源：公司公告、公司官网、开源证券研究所

图13：药店、便利店、诊所、体检中心多元化经营



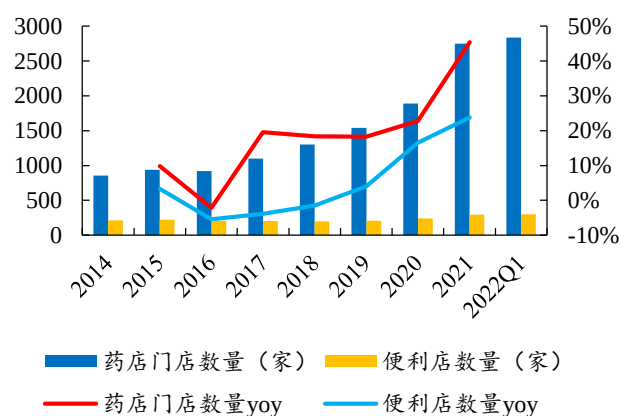
资料来源：公司公告

图14：公司收入主要来自药店零售业务板块



数据来源：公司公告、开源证券研究所

图15：公司连锁药店、便利店布局持续扩张



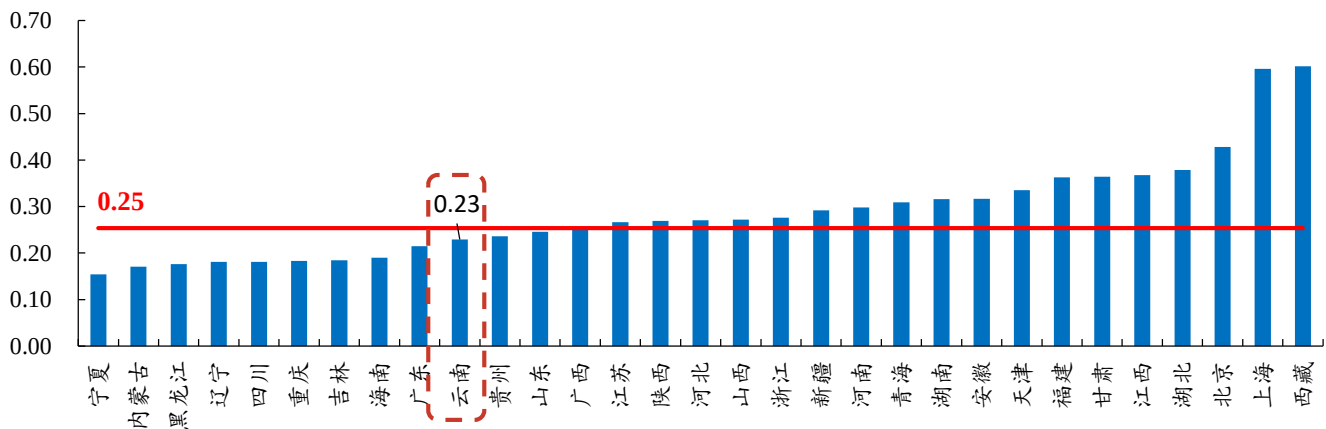
数据来源：公司公告、开源证券研究所

2.1、省内市场：仍具备下沉空间，区域集中度有望进一步提升

云南零售药店市场仍具备发展潜力，市场集中度具有提升空间。根据《2020年药品监督管理统计年度报告》，截至2020年底，云南省共有医药零售连锁门店21181家，其中连锁零售门店10463家。综合全国各省情况来看，云南的店均服务人次(2294人)在全国32个省市中排名第10，门店密集程度仍有提升空间。从药店连锁化程度来看，2020年底云南零售药店连锁化率为49.4%，低于全国平均水平57%，由此，云南省医药零售行业市场的集中度、连锁率仍具有提升潜力，为公司省内业务拓展

奠定了良好的市场基础。

图16：云南零售药店市场仍具备发展空间



数据来源：《2020 年药品监督管理统计年度报告》、开源证券研究所

注：数据为零售药店单店覆盖人口(万人)

云南市场竞争格局：一心堂、健之佳为主导，区域竞争持续向头部集中。据国家药监局发布的《药品监督管理统计报告》，截至 2021Q3 云南省总计 22,053 家药品零售单位，其中一心堂在云南省内共有 4837 家门店，覆盖云南全境 16 个州市 129 个县，门店数省内占比 21.93%，在布局广度和密度上均处于省内领先地位。健之佳在云南省截至 2021Q3 共有 1940 家门店，占云南省零售药店门店总数比重为 8.80%。一心堂和健之佳门店数省内占比均实现提升，区域竞争进一步向头部集中。且作为云南省内知名连锁品牌，在市场认知度、认可度、经营规模效应等方面均领先于中小药店。米内网评选的“2021-2022 年度中国省域连锁药店 20 强”，一心堂和健之佳分别位居第一、第二，云南省医药零售行业已形成以一心堂与健之佳两大连锁品牌为主导的市场竞争格局。

表2：一心堂、健之佳云南省门店数量占比提升，行业持续向头部集中

云南省零售药店	2020 年门店数	占比	2021Q3 门店数	占比
一心堂	4284	20.23%	4837	21.93%
健之佳	1512	7.14%	1940	8.80%
其他	15385	72.64%	15276	69.27%
云南合计	21181		22053	

数据来源：各公司公告、国家药监局、开源证券研究所

表3：米内网 “2021-2022 年度中国省域连锁药店 20 强”，一心堂、健之佳位居前二

云南省连锁药店 20 强
一心堂药业集团股份有限公司
云南健之佳健康连锁店股份有限公司
云南龙马药业有限公司
云南国大迪升大药房连锁有限公司
云南立之康药业有限公司
云南白药大药房有限公司

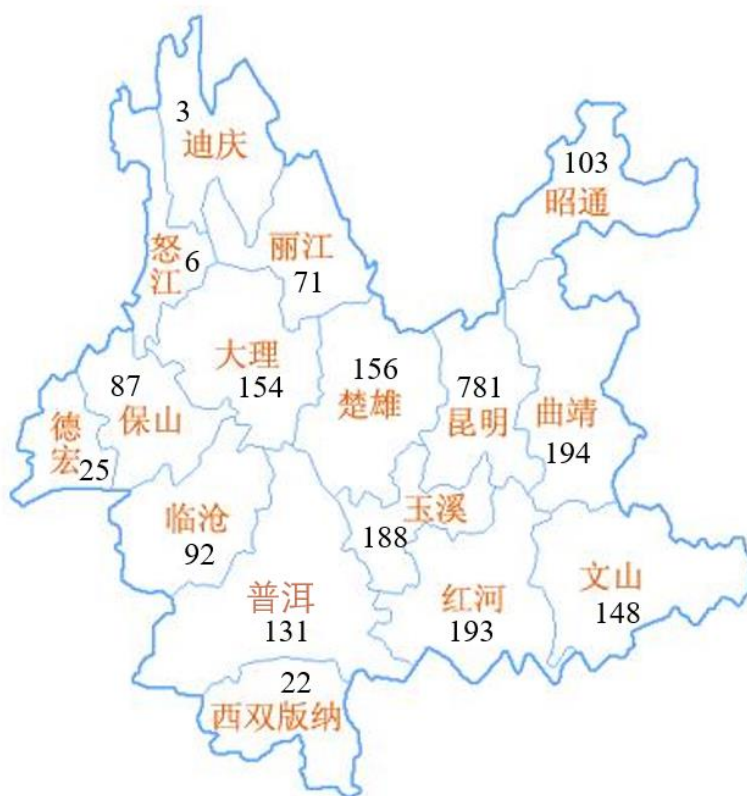
云南省连锁药店 20 强

国大药房(普洱) 淞茂有限公司
云南人民药业有限公司
云南东飞药业有限公司
云南省玉溪医药有限责任公司
云南昊邦药业有限公司
云南文山为了你健康药房有限公司
云南迪庆洲医药有限公司
玉溪市百姓堂药业有限公司
云南满济堂药业有限公司
云南东骏药业有限公司
云南久泰药业有限公司
大理鸿仁堂药业有限公司
云南靓桐药业有限公司
曲靖老百姓药业有限公司

资料来源：米内网、开源证券研究所

从公司门店分布区域来看，省内仍有拓展空间。截至 2021 底，公司已实现云南省 16 个地州的全覆盖，云南 129 个县区已覆盖 105 个县区，覆盖率由 2020 年的 64% 提升至 81%，渗透率持续提升；剩余 24 个县区，为公司持续扩张及向下渗透提供了市场空间。

图17：公司已实现云南省内 16 个地州全覆盖



资料来源：企查查、开源证券研究所

注：截至 2022 年 7 月，通过企查查各地州存续门店统计

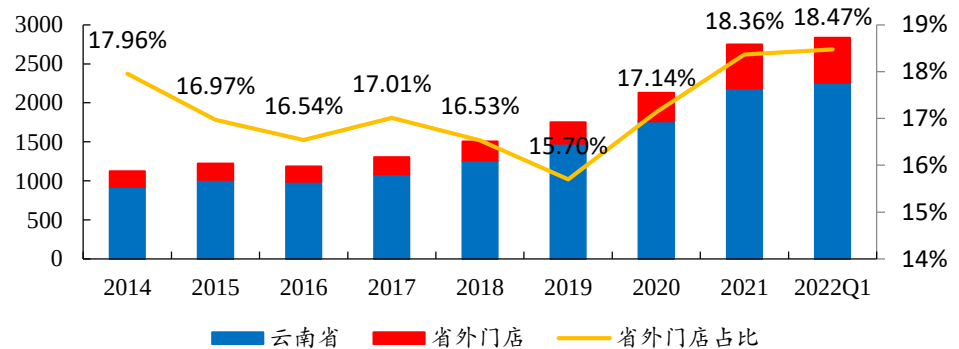
2.2、省外市场：以西南地区为重心，逐步延伸至川渝桂地区，布局河北、辽宁市场

2.2.1、省外门店占比提升，重庆、广西已实现盈利

公司坚持以“中心城市为核心向下渗透”，深耕西南地区，一方面重点夯实云南利润中心，另一方面加强川渝桂拓展，通过自建、收购双轮驱动的门店扩张策略拓展门店规模，云南品牌影响及规模优势持续提升，川渝桂地区市场渗透率加大。

省外并购、自建并举，加快省外门店拓展。截至 2022Q1，公司省外门店占比达到 18.47%。公司坚持从中心城市布局向下渗透的战略方针，以成熟团队及门店网络为核心基础推进新店拓展、密集布点，提升空白、薄弱目标市场的竞争力和品牌影响力。

图18：2022Q1 公司省外门店占比达到 18.47%，有望进一步提升



数据来源：公司公告、开源证券研究所

公司门店快速扩张，资源倾斜川渝桂。2021 年公司在川渝桂市场持续加大核心市场渗透率，截至 2021 年底，门店总数增长 42.91%，其中省外门店数增长较快，川渝桂地区门店数增长达 53.15%。

表4：2021 年川渝桂地区门店数增长速度高于云南省内，达到 53.15%

经营业态	地区	2021 年末门店数	净增门店数	门店增长率
医药零售	云南省	2188	663	43.48%
	四川省	154	43	38.74%
	广西壮族自治区	164	60	57.69%
	重庆市	241	91	60.67%
	小计	2747	857	45.34%
	其中川渝桂	559	194	53.15%
便利零售	云南省	297	57	23.75%
合计		3044	914	42.91%

数据来源：公司公告、开源证券研究所

复制云南成功模式，重庆、广西已实现盈利。在运营技术管理方面，借鉴云南经验，进一步细化、提升门店落地效果；建设门店远程运营管理系统，提升门店管理效率，构建专业化、规模化和数字化的管理模式；加快收购门店接收、整合效率，

并以此为基础加快门店布局密度，提升门店业绩。在物流配送方面，完善各省市批发+零售业务分由两家公司开展的组织架构，推进广西物流中心以及期后云南总部配送中心的购建。

表5：省外市场重庆、广西已实现盈利

地区	子公司名称		2020	2021
四川	四川福利大药房	营收（万元）	10721.94	11603.83
		净利润（万元）	-869.57	-635.92
		净利率	-8.11%	-5.48%
	绵阳健之佳	营收（万元）	4628.51	5870.22
		净利润（万元）	-212.83	19.83
		净利率	-4.60%	0.34%
重庆	重庆健之佳	营收（万元）	31723.28	37875.11
		净利润（万元）	83.98	35.21
		净利率	0.26%	0.09%
广西	广西健之佳	营收（万元）	20115.09	23998.64
		净利润（万元）	116.89	227.03
		净利率	0.58%	0.95%

数据来源：公司公告、开源证券研究所

2.2.2、拟收购河北唐人布局河北、辽宁市场，门店扩张走出西南

拟收购河北唐人药房，布局河北、辽宁市场，确定了“立足云南、深耕西南、向全国拓展”的战略目标。公司于2022年2月28日发布公告称拟通过支付现金方式收购河北唐人80%-100%的股份，以实现对唐人医药连锁药房的并购，推进公司以京津冀为核心的环渤海地区的布局计划。6月30日，公司宣布分两阶段收购河北唐人100%股份，转让价格为20.74亿元，此次交易PE约为24.25倍，低于行业平均的24.54倍。公司确定了“立足云南、深耕西南、向全国拓展”的战略目标，此举将推动公司进入全国市场，扩大品牌影响力。

河北唐人在唐山、秦皇岛地区市占率领先，拓展辽宁6市已有半数地区门店开始盈利。截至2021年底，河北唐人在河北及辽宁省拥有659家直营连锁药店，其中唐山204家、秦皇岛167家，辽宁省288家，在唐山和秦皇岛地区市占率处于领先地位，门店数、规模和专业服务能力较好，拥有较高的品牌影响力。河北唐人在2017、2018年完成辽宁省6个城市项目并购至今，门店数及团队初具规模，丹东、本溪、葫芦岛地区门店已开始盈利。河北唐人在唐山和秦皇岛地区具有一定的客户基础，门店布局以城市中心为主，周边郊县为辅，与公司的扩张理念契合。

表6：截至 2021 年底，河北唐人在河北及辽宁省拥有 659 家直营连锁药店

序号	地区	门店数量
1	唐山	204
2	秦皇岛	167
3	本溪	52
4	丹东	68
5	葫芦岛	44
6	锦州	55
7	营口	50
8	沈阳	19
合计		659

数据来源：公司公告、开源证券研究所

表7：河北唐人在唐山、秦皇岛地区市占率领先

河北唐人覆盖市场	序号	市场主要竞争者	2021 年销售 额（亿元）	市场份额 （%）
河北唐山	1	河北唐人医药有限责任公司	5.59	11.41
	2	河北神威药业有限公司	2.66	5.43
	3	唐山德顺堂医药连锁有限公司	1.91	3.9
	4	唐山德生堂医药连锁有限公司	1.26	2.57
	5	唐山惠和医药连锁有限公司	1.13	2.31
	合计		12.55	25.61
河北秦皇岛	1	秦皇岛唐人	4.5	24.06
	2	秦皇岛民乐医药贸易有限公司	1.63	8.72
	3	秦皇岛德信医药连锁有限责任公司	0.65	3.48
	4	辽宁成大方圆医药连锁有限公司	0.6	3.21
	5	秦皇岛市康美大药房连锁有限公司	0.55	2.94
	合计		7.93	42.41
辽宁本溪	1	国药控股国大药房有限公司（含成大方圆）	1.68	30.11
	2	辽宁天士力大药房连锁有限公司	1.2	21.51
	3	本溪唐人	0.87	15.59
	4	本溪康源大药房连锁有限公司	0.63	11.29
	5	辽宁五洲通大药房连锁有限公司	0.27	4.84
	合计		4.65	83.33
辽宁丹东	1	丹东康达	1.15	13.82
	2	辽宁天士力大药房连锁有限公司	0.75	9.01
	3	丹东市老天祥医药连锁有限公司	0.68	8.17
	4	辽宁成大方圆医药连锁有限公司	0.64	7.69
	5	丹东百盛新药特药连锁有限公司	0.58	6.97
	合计		3.8	45.67
辽宁葫芦岛	1	葫芦岛东和堂医药连锁有限公司	1.28	10.41
	2	国药控股国大药房有限公司（含成大方圆）	1.2	9.76
	3	辽宁人民康泰大药房连锁有限公司	1	8.13

	4	葫芦岛大药房	0.91	7.4
	5	葫芦岛市溥安堂医药连锁有限公司	0.36	2.93
	合计		4.75	38.63
辽宁锦州	1	锦州博大维康医药连锁有限公司	1.8	14.06
	2	辽宁营盘药房连锁有限公司	1.71	13.36
	3	辽宁北吉大药房医药连锁有限公司	1	7.81
	4	辽宁人民康泰大药房连锁有限公司	0.84	6.56
	5	锦州唐人	0.75	5.86
	合计		6.1	47.66
辽宁营口	1	辽宁成大方圆医药连锁有限公司	1.44	10.12
	2	营口博爱医药连锁有限公司	1.35	9.49
	3	营口阳光大药房医药连锁有限公司	0.9	6.32
	4	营口大药房	0.68	4.78
	5	营口康芝悦大药房医药连锁有限公司	0.48	3.37
	合计		4.85	34.08
辽宁沈阳	1	国药控股国大药房有限公司（含成大方圆）	14.06	14.65
	2	辽宁天士力大药房连锁有限公司	2.2	2.29
	3	沈阳万家康大药房连锁有限公司	1.8	1.88
	4	深圳市海王星辰健康药房连锁有限公司	1.5	1.56
	5	沈阳东北大药房连锁有限公司	1.32	1.38
	合计		20.88	21.75

数据来源：公司公告、开源证券研究所

省外门店占比有望大幅提升，进一步完善全国性零售网络。此次交易完成后，公司将拥有约 3800 家门店，省外门店超过 1200 家，占比约为 33%，较 2021 年底省外门店占比 18% 得到较大提升。收购河北唐人可以帮助公司实现由南到北的战略布局，逐步转型为全国性的连锁零售药店，提高公司在全国范围内的市占率和品牌影响力。未来，公司将京津冀为核心的环渤海湾地区、以大湾区为核心的华南地区、以江浙沪为核心的华东地区，以及长江沿岸城市为核心的华中地区，作为公司从西南区域向全国拓展的重点目标区域。

河北唐人盈利能力较强，有望为公司带来业绩增厚。河北唐人 2021 年度营收达到 14.69 亿元，净利润为 0.86 亿元，净利率 5.82%。根据公司与河北唐人签订的业绩承诺，河北唐人 2022 年、2023 年应实现的归母净利润分别为 8576.30 万元、8629.78 万元；2022 年末门店数同比增长不低于 5%，约为 692 家门店，营业收入同比增长不低于 3%，约为 15.12 亿元。2023 年末门店数同比增长不低于 5%，约为 727 家门店，营业收入同比增长不低于 8%，约为 16.33 亿元。收购河北唐人后，双方可以发挥专业推广、品牌营销服务以及供应链上的协同效应，优势互补，实现线上线下的全渠道提升，稳定并提升盈利能力。

表8：河北唐人盈利能力较强，2021 年净利率为 5.82%

	2020	2021
营业收入（亿元）	14.84	14.69
净利润（亿元）	1.01	0.86
净利率	6.81%	5.82%
P/E 对价	-	24.25
P/S 对价	-	1.41

数据来源：公司公告、开源证券研究所

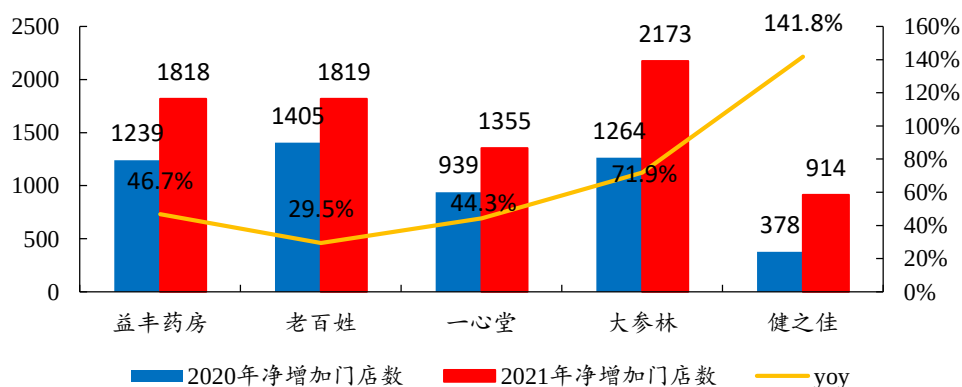
表9：根据收购业绩承诺，河北唐人有望为公司带来门店增长及业绩增厚

	2021A	2022E	2023E
门店数	659	692	727
yoy		不低于 5%	不低于 5%
营收（亿元）	14.68	15.12	16.33
yoy		不低于 3%	不低于 8%
净利润（亿元）	0.8551	0.8576	0.8630
yoy		0.30%	0.62%
净利率	5.82%	5.67%	5.28%

数据来源：公司公告、开源证券研究所

2.3、大量新店、次新店储备，为后续盈利以及持续发展奠定基础

公司上市以来门店扩张加速，2021 年净增加门店数 914 家，同比增长 141.8%，增速业内领先。2021 年，益丰药房、老百姓、一心堂、大参林、健之佳净增加门店数分别同比增长 47%、30%、44%、72%、142%。

图19：2021 年健之佳净增加门店数同比增长 142%，增速业内领先


数据来源：各公司公告、开源证券研究所

门店扩张加快，新店、次新店占比提升迅速。公司上市以来通过自建和收购的方式快速扩大营销网络，门店规模快速增长，门店数由 2020 年底 2130 家增长至 2022Q1 的 3134 家，增长率达 47.14%。门店的快速扩张带来了新店、次新店占比的迅速提升，截至 2022Q1 公司新店、次新店占比达 34.52%，较 2021 年底 33.05%进一步提升 1.47pct，在业内处于较高水平。

新店、次新店在培育期会对公司短期业绩带来压力，也为后续盈利以及持续发展奠定基础：

(1) 对于新建门店，新开门店在 2-3 年培育期满实现盈亏平衡前，前期投入各项费用较高且刚性，公司新增门店大多开设于非成熟商圈或新进区域，客流量较小，办理医保资质需要一定周期，开店初期单店平均净利润为负。随着商圈的逐渐成熟，获得医保资质，新开门店逐渐成熟，盈利能力逐渐增强。据公司招股书披露，新开门店 80% 以上能在 24 月内实现盈利。

(2) 对于收购门店，2021 年收购门店数 360 家、占比 11.49%，其中下半年收购数量占 78.33%，收购门店多处于收入增长较缓的整合初期。公司培育期门店、2021 年收购门店合计占比达 46.01%，门店产出短期内摊薄影响整体营业收入增长，对公司短期业绩带来压力。但是未来随着一大批新店、次新店的成熟，并购门店进入稳定经营阶段，公司后续业绩有望稳步提升，为公司未来发展提供动力。

表10：2021 年新店、次新店占比达到 33%，为后续业绩增长奠定基础。

	数量	占比
店龄一年以内新店	597	19.61%
店龄两年以内次新店	409	13.44%
店龄两年以上老店	2038	66.95%
合计	3044	-

数据来源：公司公告、开源证券研究所（注：数据截至 2021 年底）

表11：公司新开门店店均营业利润有望于第二年实现转正

店均营业利润情况（万元）	2017	2018	2018YOY	2019	2019YOY
2016 年及以前开店	28.99	35.43	22.22%	41.91	18.27%
2017 年开店	-4.59	4.23	192.16%	17.75	319.62%
2018 年开店	-	-6.30	-	1.46	123.23%
2019 年开店	-	-	-	-6.60	-
医药零售及服务平均	24.67	25.19	0.42%	25.50	1.24%

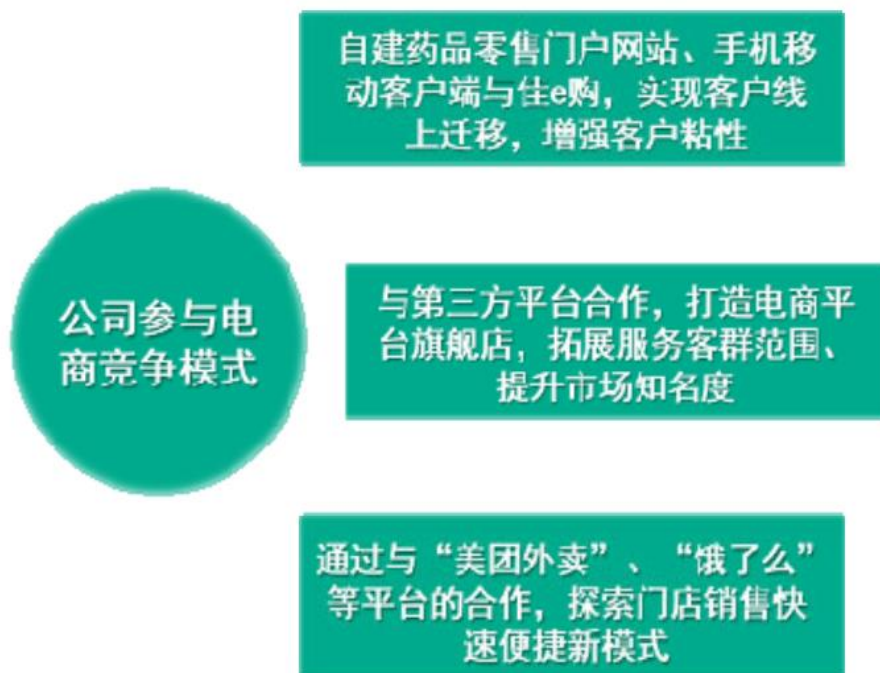
数据来源：公司招股书、开源证券研究所

随着公司未来在省外城市深耕，通过密集布点、择优收购，在四川、重庆、广西的经营规模将不断拓展，能够有效提升对上游的议价能力，实现规模效应，降低采购成本，为在上述地区实施“以中心城市为核心的向下渗透”策略及后续向其他省区拓展创造条件。同时随着四川、重庆和广西物流中心的逐步建立和信息化系统完善，为未来拓展打下坚实基础，省外新开门店盈亏平衡周期有望逐步缩短，与云南省内看齐，规模优势逐步显现。

2.4、线上渠道：积极构建全渠道营销平台，有力补充传统渠道

公司通过官网商城、电商平台旗舰店、微信公众号及手机移动端等多渠道发展电商业务，同时探索和发展医药电商业务模式，通过自营平台与第三方平台等方式成功搭建了全渠道的营销平台，实现了多种业态集合的多元化社区健康服务生态圈。

图20：公司通过自营平台、B2C 第三方平台、O2O 第三方平台实现全渠道营销



资料来源：公司公告

(1) 自营平台业务： 自营平台方面联合佳E购、APP 以及微商城等，佳E购成为有效补充门店商品线及远程审方的综合支撑平台，已实现药店全覆盖。公司持续优化自主线上平台的购物体验，保持自营预订及自提、送货系统佳E购的门店全覆盖，通过私域平台延伸门店的商品线、提供专科长疗程用药解决方案、提升顾客粘性，成为线下门店专业服务和业绩增长的有力支撑。此外，针对微商城进行全新的系统升级和改版，推出“健之佳急送”业务，提供更及时的在线预订、送货上门便捷服务。2021 年自营平台业务实现营业收入 3.17 亿元，同比增长 77.59%。

(2) 传统第三方电商平台 B2C 业务： 公司的 B2C 业务推行单平台多店铺运营模式，开设慢病用药、中药材专营店等差异化店型，深入挖掘差异化运营类目，提升单店产出。持续强化员工专业知识、推动社群营销工作落地，2021 年实现营业收入 3.54 亿元，同比增长 63.49%，保持持续、稳健的增长速度。

(3) 第三方 O2O 平台业务： O2O 事业部发展迈入“加速期”，平台覆盖率持续提升，2021 年上线门店数超过 2,400 家。公司通过制定并落实细分商圈品类和营销策略，提升送货效率，提供 24 小时营业服务等方式打造 O2O 业务的差异化竞争力及服务力，为门店业绩提升赋能。O2O 业务上线门店数超过 2400 家，制定并落实细分商圈品类和营销策略，提供 24 小时服务，打造差异化服务力和竞争力。2021 年实现营业收入 2.07 亿元，增长率达到 213.27%。

针对消费者对服务泛在性、便利性提出的更高要求，公司围绕“以顾客需求为中心”的服务理念，坚持打造自有团队开展线上业务运营，佳E购、O2O 等线上渠道为门店服务赋能，全渠道服务快速发展。2021 年公司线上渠道实现营业收入总计 8.78 亿元，较 2020 年同期增长 90.44%，增速远高于门店线下销售增长率，占营业收入的比例达 16.78%，较 2020 年的 10.33% 增长 6.45pct。

表12：线上业务增长迅速，营收占比不断提升

营业收入（百万元）	2019	2020	2021
自营平台	127.00	179.00	317.08
yoy		41%	78%
第三方平台（B2C+O2O）	96.00	283.00	561.38
yoy		195%	98%
线上销售合计	223.00	461.00	878.46
yoy		107%	90%
总营业收入	3327.00	4466.35	5234.96
线上销售占比	6.70%	10.33%	16.78%

数据来源：公司公告、开源证券研究所

2.5、便利店等店型多元化经营：协同药店业务发展，差异化优势凸显

探索便利店、诊所、体检中心等店型多元化经营。公司在以医药零售为主要业态的基础上，开设了便利店、中医诊所、社区诊所、体检中心等店型，逐步探索“药店+便利店”、“药店+诊所”、“药店+体检中心”的模式。截至2021年底，公司拥有零售药房2740家，便利店297家，中医诊所3家，社区诊所3家，体检中心1家。

表13：构建以社区专业便利药店为主，中医诊所、社区诊所、体检中心、便利店为辅的多元业务结构

店型	2017	2018	2019	2020	2021
社区专业便利药房	1,099	1,301	1,539	1,883	2,740
便利店	201	198	206	240	297
中医诊所	3	4	4	4	3
社区诊所	1	2	2	2	3
体检中心	1	1	1	1	1

数据来源：公司公告、开源证券研究所

“之佳便利”成为公司强化“健康+专业+便利”的经营定位的重要举措，开启便利零售业务经营。“之佳便利”成立于2005年，定位于“品质+时尚+快捷”，是公司长期关注学习美日同行模式、区别于多数医药同业的重要经营特点，经过十余年的发展，已形成了以昆明为中心，辐射云南多个地州的门店经营体系。在中国连锁经营协会（CCFA）发布的“2021年中国便利店TOP100”榜单中，按门店数量排名，之佳便利排在全国第67位。公司主要以“年轻、品质、时尚”为经营特色，配以高效的物流配送与信息系统，以食品饮料、烟酒、日用百货为主的便利零售业态，持续严格执行直营投资连锁分店的“六统一”（统一品牌、统一形象、统一管理、统一配送、统一价格、统一服务标准）标准对之佳连锁便利店进行标准化、专业化、合规化、高效的管理。目前经营的商品有饮料乳品、烟酒、日用杂货、个人护理、保健品、热熟食等大类超5000个单品，长期合作稳定渠道700余家以上。截至2021年12月31日，公司拥有297家便利店（涵盖：曲靖、昭通、文山、个旧、开远、蒙自、楚雄、大理、丽江、临沧等超过20个以上的县市地区）其中50%左右的门店坚持24H营业。同时公司于2015年开始探索连锁加盟的经营模式，截止2021年12月31日加盟店数量达28家。2021年公司便利零售板块实现营业收入3.58亿元，同比增长6.82%，便利店店均营收为130.07万元。2021年之佳便利实现净利润165.15万元。

表14：2021 年便利零售营业收入为 3.58 亿元，同比增长 6.82%

	2020 年	2021 年
营业收入（亿元）	3.35	3.58
增长率	-	6.82%
毛利率	21.16%	21.06%
门店数（家）	240	297
店均营收（万元）	147.92	130.07
之佳便利营收（亿元）	3.55	3.85
之佳便利净利润（百万元）	256.67	165.15

数据来源：公司公告、开源证券研究所

公司便利零售业务与同类企业相比毛利率较高。之佳便利店定位于中高端客户，核心区域门店二十四小时营业，店内所售商品包括进口食品、高级日用品等高毛利商品，便利零售业务的毛利率高于行业均值。

表15：公司便利零售业务与同类企业相比毛利率较高

	2017	2018	2019	2020	2021
永辉超市	16.40%	17.12%	16.12%	16.32%	13.38%
华联综超	12.03%	12.20%	11.74%	15.33%	15.20%
红旗连锁	21.07%	23.21%	25.09%	29.45%	29.67%
平均	16.50%	17.51%	17.65%	20.37%	19.42%
健之佳便利零售	20.03%	23.13%	22.38%	21.16%	21.06%

数据来源：Wind、公司公告、开源证券研究所

注：永辉超市、华联综超、红旗连锁均取零售业毛利率。

公司的店型以社区专业便利药房为主，以便利店为辅，同时还针对居民的健康需求，设立了中医诊所、社区诊所、体检中心等健康医疗服务机构。公司建立“博仁堂”品牌中医馆，在经营药房品种的基础上，加大中药材经营品种，同时配备中医坐诊进行疾病诊断治疗，提供针灸、拔火罐等中医理疗服务以及中医养生、调理等咨询服务。社区诊所配置完善的设施、设备及专业的医疗人员，主要提供接诊常见病、多发病的诊疗工作和疾病预防咨询等专业服务。体检中心配置完善的体检设备和优秀的医疗人员，提供健康检查、健康评估、疾病预防咨询等服务。

多元化门店经营夯实会员基础，与药房业务协同。公司通过亲切、稳重、专业和值得信赖的全渠道、差异化服务，包括药学服务和健康管理服务，通过门店拓展、发展潜在消费者为公司忠实有效会员，截止 2021 年底公司活跃会员人数已突破 1700 万，较 2020 年增长 26%，会员消费占比接近 70%，会员回头率达 78%。未来，随着之佳便利店品牌影响力的不断加强，单店营收有望持续增长。同时便利店选址与药房选址接近，用高频带动低频，具有协同效应，助力药店业务发展。

表16：多元化店型夯实会员基础，与药房业务协同

	2020 年	2021 年
会员人数	超过 1400 万人	超过 1700 万人
增长率	-	26%
会员消费占比	近 70%	近 70%
会员回头率	78%	78%

数据来源：公司公告、开源证券研究所

3、精细化管理能力不断加强，费用把控能力与盈利能力持续提升

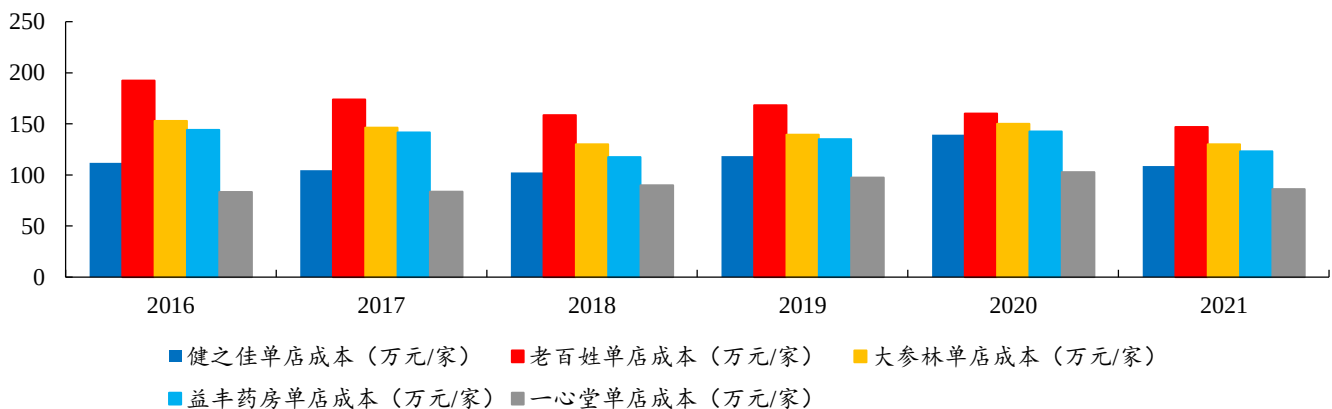
3.1、费用管控能力强，单店租金下降，精细化管理能力不断加强

公司医药零售板块平均单店营业成本在业内处于较低水平。在近几年公司收入规模扩大带动营业成本相应上涨的同时，公司将单店营业成本维持在了一个较低的水平。据 2021 年报披露，公司平均单店面积为 112.28 平方米，与老百姓、益丰药房、一心堂平均单店面积较为接近。从单店营业成本来看，在于同行业零售药店平均单店面积相近的情况下，公司 2016-2021 年公司单店营业成本处于业内较低水平，仅次于一心堂。

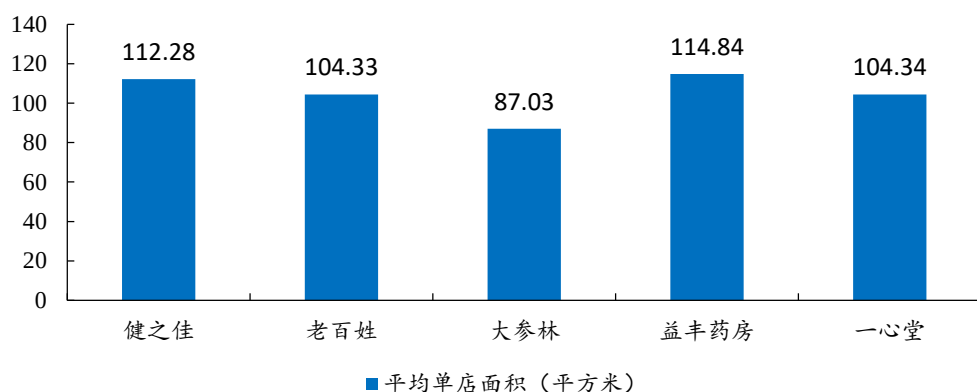
公司通过自建和收购的方式快速扩大营销网络，门店规模快速增长，门店数由 2020 年底 2130 家增长至 2022Q1 的 3134 家，增长率达 47.14%，门店拓展速度大幅提升的同时，单店租金逐年降低，从 2016 年的 19.8 万元/家降至 2021 年的 14.77 万元/家。

公司在收入规模不断提升以及扩张加速的同时能够实现营业成本及单店租金的下降，一方面是由于公司处于上升期，逐步扩大规模，规模效应逐步显现摊薄成本，且在省外的议价能力有所提高；另一方面更离不开公司内部重视成本管理，按部门分担成本优化任务，加大成本费用控制力度，提升了单店经营效率。

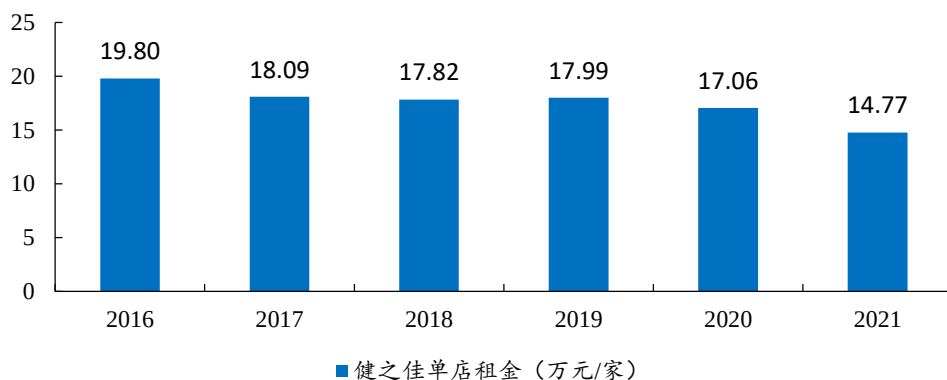
图21：公司医药零售板块平均单店营业成本在业内处于较低水平



数据来源：各公司公告、开源证券研究所

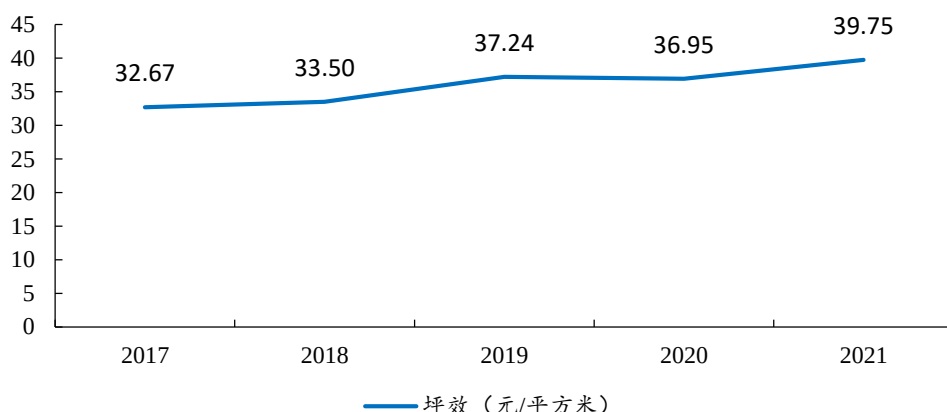
图22：健之佳与老百姓、益丰药房、一心堂平均单店面积较为接近


数据来源：各公司公告、开源证券研究所

图23：2016-2021 年公司单店租金由 19.8 万元/店降至 14.8 万元/店


数据来源：公司公告、开源证券研究所

精细化管理能力持续提升，门店坪效实现增长。公司坚持以顾客需求为导向，以效率提升为抓手，依托标准化连锁经营管理体系和精细化营运体系的不断完善与创新，公司选择有竞争优势的地段，构建时尚人性化的环境，组合一站式健康产品消费的业态，实现门店跨区域快速扩张与店效提升，保障整体效益的稳步提升。2017-2021 年公司零售药店坪效由 32.67 元/平方米提升至 39.75 元/平方米。

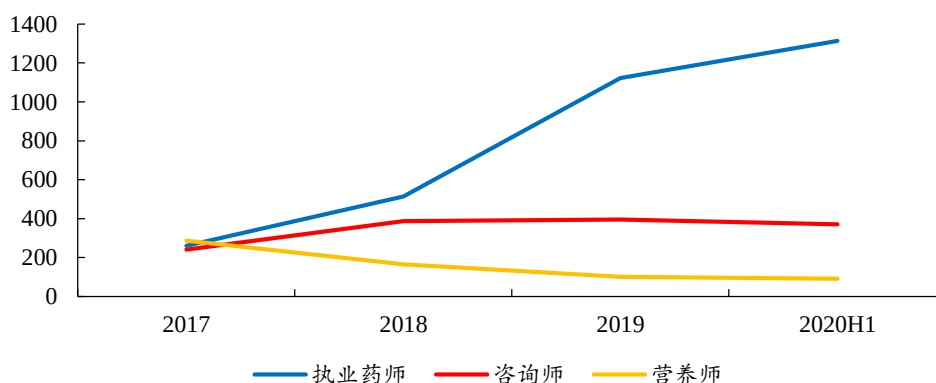
图24：2017-2021 年医药零售门店坪效由 32.67 元/平方米增长至 39.75 元/平方米


数据来源：公司公告、开源证券研究所

3.2、优化员工激励模式，持续提升专业服务能力

2020 年以来，公司持续推行“以人员管理为核心”的经营策略，完善人力资源体系。同时公司推进以店长为核心的门店 3+N 人员管理和配置目标，发挥绩效考核的导向作用，充分激发员工特别是执业药师的专业激情，持续培养、引进、激励人才以适应公司快速发展需要。

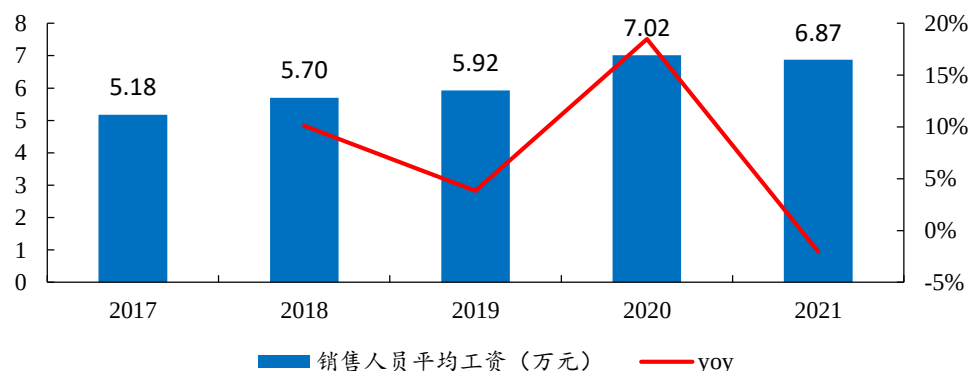
为持续提升专业化的健康综合服务能力，公司搭建了药师、咨询师、营养师分层级管理体系，并组织专业化培训。通过制定药学服务标准、建立药学服务示范店、培训、考试、带教、检核等方式，确保门店服务人员的专业知识和职业素养不断提高。公司以自建远程审方平台为主与平安好医生、莲藕等互联网医院及第三方平台合作等方式，在合规基础上及时响应和满足远程问诊、处方流转、及远程审方、执业药师药学服务等顾客需求。2021 年上半年通过自有平台实现线上审方 230 多万次，超过 2020 年全年审方数量，月均审方突破 30 万单。

图25：健之佳执业药师数量逐年上升


数据来源：公司招股书、开源证券研究所

优化薪酬激励政策助力公司业绩提升。公司制定《薪酬管理手册》，明确了 3P+M 的付薪理念，即为岗位价值付薪、为工作业绩付薪、为个人能力付薪，并对标市场

保持薪酬市场竞争力。具体如下：（1）为应对医药流通行业核心人才的紧缺，公司将更多的薪酬资源向公司的核心岗位倾斜，保持高于市场的薪酬水平招揽人才。（2）对于一般性岗位，公司保持与市场持平的薪酬水平以维持现有岗位人员。（3）公司制定了有效的绩效考核制度，员工的薪酬水平与个人绩效紧密相连，通过科学有效的绩效考核制度，营造激励高绩效、全员争创高绩效、争取高收入的工作氛围。提升公司业绩的同时员工的收入也得到提升。

图26：销售人员平均薪酬呈提升趋势


数据来源：公司公告、开源证券研究所

围绕以“专业化”为核心的竞争策略，完善慢病管理体系，提高顾客黏性。为顺应顾客由“用药治病”向“预防和健康服务”的需求转变，公司在业务上主动从药品价格竞争转向长期坚持专业化的健康服务，慢性病管理体系自 2011 年起建立并逐步完善。截至 2021 年底，慢病服务累计建档 120 万人，同比增长 42%。依托专业的慢性病管理系统，公司为每位慢性病会员建立了独立的慢病档案，充分运用厂家资源，通过专科化解决方案研发、落地开展高血压、糖尿病、心衰、脑卒中、睡眠健康、皮肤等疾病、健康专业知识培训和患者教育，通过药学管理系统，跟进顾客用药、健康咨询等专业回访，增加顾客黏性。

门店慢病管理大数据项目持续推进，目前已有 1400 余家门店部署“四高”检测设备，全部门店开展血压和血糖检测，2021 年为 74.3 万人次顾客提供及时的健康自测、用药指导、风险提示等服务，顾客慢病指标持续改善，服药遵从度提升。截至 2021 年底，公司开通慢病医保门店 270 家，较 2020 年末增加 99 家。

表17：完善慢病管理体系，提升慢病门店销售

	2020 年	2021 年
慢病服务累计建档 (万人)	84	120
yoy	-	42%
慢病医保门店	171	270
yoy	-	57.89%
门店占比	9.05%	9.83%

数据来源：公司公告、开源证券研究所

通过自建平台、与互联网医院及第三方平台合作等方式，公司为顾客对症、合理用药提供规范的远程问诊、远程审方服务。专业的基础药学服务和健康管理服务

相结合提升顾客黏性，凸显了公司以“专业化”为核心的竞争策略。公司还积极提高会员营销，提升会员权益；强化会员回访、充分运用企业微信店员助手、CRM 系统提升精准触达率；强化全渠道下的“采购主张力、市场整合力、营运执行力”，升级公司全渠道的营销能力。

3.3、采用商超模式，定位年轻客群，发展贴牌产品提升盈利能力

公司借鉴商超便利零售企业的营销模式，构建了“以品类管理为核心驱动”的“营采合一”营销体系，依托自身门店较大的规模、强大的执行力、健康时尚的门店形象和标准化的管理，充分整合内外部资源，形成较强的获客能力，不仅为供应商提供拥有较大客流量的营销平台，还有效提升商品促销与品牌推广效率，在确保公司在营商品的品质的同时，保证了门店执行效果的一致性、高效性和可复制性。

公司的商超模式可以形成区域性的规模经济，提高市场渗透率和品牌影响力，带来更多客流量，以品类管理为核心规划的商品“拉力”与执业药师、店员的“推力”相结合，可持续、高效能驱动销售增长。目前公司正在加快布局门店和供应链，稳步推进广西配送中心以及期后云南总部配送中心的建设，结合四川、重庆地区的发展做好物流配送体系建设的规划和实质推进。线上线下同步发力，顺应“互联网+药店”的潮流，线上线下同步营销，线下门店解决最后一公里的配送问题，提升服务响应效率和专业服务质量。

差异化发展优势明显，目标客户群体更年轻。公司药店除了满足中老年客户需求外，针对年轻群体进行多元化创新服务，着力打造“健康+专业+便利”的健之佳药店和“品质+时尚+快捷”的之佳便利店。从品类分析来看，公司整体收入增长17.21%，主要来源于中西成药、中药材、保健食品、个人护理品的营业收入增长；同时，综合毛利率增长2.14%。其中，由于公司深度挖掘年轻女性顾客群体的消费需求，个人护理品及医疗器械品类中的功效性护肤品的销售额持续增长，2021年收入占比提升至5.51%。

公司坚持品牌塑造，加大贴牌商品的引进，提升盈利能力。贴牌产品的规划、选择，通过为顾客提供质量可靠、疗效确切、性价比高且渠道可控的商品提升盈利能力。贴牌产品的选择主要考虑产品的销售增长前景及知名品牌的合作意愿，包括常用药品、中药材、保健品、生活便利品等。公司贴牌商品的品牌、品质得到顾客认可，2021年贴牌商品实现6.07亿元销售额，较2020年度同比增长25.21%，营收占比12.47%。

图27：公司坚持品牌塑造，加大贴牌商品的引进



资料来源：公司官网

表18：2019-2021 年公司贴牌业务增速逐年提升，实现较快增长

	2019	2020	2021
销售额（亿元）	4.22	4.84	6.07
增长率	-	14.7%	25.4%
营收占比	12.68%	11.51%	12.47%

数据来源：公司公告、开源证券研究所

4、盈利预测与投资建议

4.1、收入拆分和利润模型

模型关键假设：

根据公司招股书公布的新门店成长周期数据，80%新门店实现盈利在 24 个月之内，在次年营业收入增长较快，1-2 年之后开始进入平稳期。我们假设公司保持与 2021 年相当的开店速度，1-2 年门店收入保持较快增长，3-4 年老店收入稳定增长。

（1）医药零售板块：根据公司招股书数据，2017-2019 年公司零售药店店均收入分别为 184.14 万元、188.27 万元、206.79 万元，考虑到新开门店前期费用刚性，我们假设 2022-2024 年当年新开门店店均收入为 40~45 万元；1-2 年门店实现较快爬坡，假设店均收入为 85~105 万元；成熟的 3 年以上门店假设店均收入处于 185~210 万元区间。

（2）便利零售板块：根据公司招股书数据，2017-2019 年公司便利店店均收入分别 156.22 万元、153.19 万元、160.98 万元，便利店爬坡节奏与零售药店基本一致，我们假设 2022-2024 年当年新开门店店均收入为 30-40 万元，1-2 年门店店均收入为 60-80 万元，2 年以上门店店均收入为 150-160 万元。

（3）其他业务：公司其他业务主要是为医药工业企业在院外市场日渐重要的专业推广、商品营销持续提供专业服务，我们假设该板块保持 10-25% 的稳健增长。

表19：健之佳模型拆分

	2017	2018	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
门店总数	1305	1506	1752	2130	3044	3959	4674	5332
一、医药零售板块								
药店总数	1104	1308	1546	1890	2747	3602	4262	4870
当年新增门店	142	216	276	369	895	890	700	650
新店占比	10.9%	14.3%	15.8%	17.3%	29.4%	22.5%	15.0%	12.2%
1-2 年店龄次新店	23	142	216	276	369	895	890	700
次新店占比	1.8%	9.4%	12.3%	13.0%	12.1%	22.6%	19.0%	13.1%
2 年以上老店	939	950	1054	1245	1483	1817	2672	3520
医药零售 合计 模型值								
总收入（百万元）	1829.06	2158.50	2810.49	3894.57	4507.25	5390.88	6561.71	7965.99
YOY	13.59%	18.01%	30.21%	38.57%	15.73%	19.60%	21.72%	21.40%
净利润（百万元）	165.68	165.02	181.79	206.06	164.08	149.66	153.96	163.57
YOY	64.21%	40.24%	26.15%	48.22%	-10.87%	14.03%	27.88%	25.83%
医药零售 合计 实际值								
总收入（百万元）	1820.62	2156.29	2801.23	3889.30	4504.77	5387.91	6558.11	7961.61
YOY	13.41%	18.44%	29.91%	38.84%	15.82%	19.60%	21.72%	21.40%
收入 模型值-实际值	8	2	9	5	2	3	4	5
二、便利零售板块								
便利店总数	201	198	206	240	297	357	412	462
当年新增门店	0	4	14	42	62	60	55	50
新店占比	0.0%	0.3%	0.8%	2.0%	2.0%	1.5%	1.2%	0.9%
1-2 年店龄次新店	3	0	4	14	42	62	60	55
次新店占比	0.2%	0.0%	0.2%	0.7%	1.4%	1.6%	1.3%	1.0%
2 年以上老店	198	194	188	184	193	235	297	357
便利零售 合计 模型值								
总收入（百万元）	292.66	294.64	316.34	348.16	359.39	437.16	517.80	603.05
YOY	6.48%	0.68%	7.36%	10.06%	3.22%	21.64%	18.45%	16.46%
净利润（百万元）	11.33	14.81	14.82	15.64	13.01	17.26	22.20	27.70
YOY	23.42%	30.70%	0.11%	5.50%	-16.78%	32.62%	28.61%	24.78%
便利零售 合计 实际值								
总收入（百万元）	289.90	284.56	314.99	335.50	358.39	435.94	516.36	601.38
YOY	5.40%	-1.84%	10.69%	6.51%	6.82%	21.64%	18.45%	16.46%
收入 模型值-实际值	3	10	1	13	1	1	2	2
三、其他业务								
收入（百万元）	236.36	325.00	412.31	241.56	371.80	464.75	511.23	562.35

	2017	2018	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
YOY	36.29%	37.50%	26.86%	-41.41%	53.92%	25.00%	10.00%	10.00%
整体合计=（一）+（二）+（三）								
收入（百万元）	2346.88	2765.85	3528.53	4466.36	5234.96	6292.78	7590.74	9131.39
YOY	14.27%	17.85%	27.57%	26.58%	17.21%	20.21%	20.63%	20.30%
净利润（百万元）	94.73	133.60	168.12	251.15	300.53	352.34	416.94	492.90
YOY	33.65%	41.03%	25.84%	49.39%	19.66%	17.24%	18.33%	18.22%
净利率	4.0%	4.8%	4.8%	5.6%	5.7%	5.6%	5.5%	5.4%

数据来源：公司公告、开源证券研究所

4.2、盈利预测与投资建议

健之佳坚持“立足云南，深耕西南，向全国拓展”的发展战略，云南省内仍具备下沉空间；省外拓展重庆、广西已实现盈利，并购河北唐人顺利推进有望进一步提升外延增速；大量新店、次新店储备有望拉动业绩高速增长。公司费用把控能力强，便利店、诊所等多元化经营、积极发展贴牌产品不断提升盈利能力，业绩有望持续增长。我们预计 2022-2024 年公司归母净利润分别为 3.52/4.17/4.93 亿元，对应 EPS 分别为 3.55/4.20/4.97 元，当前股价对应 P/E 分别为 12.6/10.7/9.0 倍，健之佳内生外延并进，未来成长空间大，与同行业公司相比估值具备性价比，首次覆盖，给予“买入”评级。

表20：健之佳内生外延扩张有望贡献业绩，未来成长空间大，与同行业公司相比估值具备性价比

证券简称	收盘价（元）	归母净利润增速（%）				P/E			
		2021A	2022E	2023E	2024E	2021A	2022E	2023E	2024E
益丰药房	51.21	19.42	25.00	25.60	25.20	41.4	33.2	26.4	21.1
老百姓	35.15	7.75	14.10	20.40	19.30	30.6	26.8	22.3	18.7
一心堂	25.17	16.66	25.34	22.80	22.60	16.3	14.0	11.6	9.7
大参林	31.92	-25.51	28.70	27.77	27.23	38.3	29.7	24.0	19.5
漱玉平民	17.30	-46.88	24.33	23.79	25.53	61.0	25.6	21.0	17.3
可比公司平均		-5.71	23.49	24.07	23.97	37.5	25.8	21.1	17.3
健之佳	44.80	19.66	17.20	18.30	18.20	14.8	12.6	10.7	9.0

数据来源：Wind、开源证券研究所

注：收盘日期为 2022/08/08；一心堂、大参林、漱玉平民盈利预测数据来自 Wind 一致预期。

表21：健之佳盈利预测

指标	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	4,466	5,235	6,293	7,591	9,131
YOY(%)	26.6	17.2	20.2	20.6	20.3
净利润(百万元)	251	301	352	417	493
YOY(%)	49.4	19.7	17.2	18.3	18.2
毛利率(%)	33.7	35.8	35.9	35.9	35.9
净利率(%)	5.6	5.7	5.6	5.5	5.4
ROE(%)	14.7	15.8	16.4	16.8	17.2
EPS(摊薄/元)	2.53	3.03	3.55	4.20	4.97
P/E(倍)	17.7	14.8	12.6	10.7	9.0
P/B(倍)	2.6	2.3	2.1	1.8	1.6

数据来源：聚源、开源证券研究所

5、风险提示

市场竞争加剧，并购整合不及预期，新店次新店盈利不及预期等。

附：财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
流动资产	2612	2497	2433	3203	3549
现金	1622	983	1182	1425	1715
应收票据及应收账款	167	228	0	0	0
其他应收款	33	57	51	79	77
预付账款	11	31	20	41	32
存货	731	1121	1103	1580	1648
其他流动资产	49	77	77	77	77
非流动资产	1786	2717	2772	2834	2895
长期投资	0	10	20	29	39
固定资产	374	400	496	608	726
无形资产	34	45	46	47	47
其他非流动资产	1378	2263	2211	2150	2083
资产总计	4398	5214	5205	6037	6445
流动负债	2034	2421	2174	2683	2715
短期借款	74	30	1949	2355	2442
应付票据及应付账款	1469	1724	0	0	0
其他流动负债	491	667	225	328	273
非流动负债	662	900	898	894	890
长期借款	31	25	22	19	15
其他非流动负债	632	875	875	875	875
负债合计	2696	3321	3071	3577	3605
少数股东权益	-15	-17	-19	-22	-26
股本	53	70	90	90	90
资本公积	986	1009	988	988	988
留存收益	678	857	1132	1436	1763
归属母公司股东权益	1717	1910	2153	2482	2865
负债和股东权益	4398	5214	5205	6037	6445

现金流量表(百万元)	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
经营活动现金流	317	744	-972	295	735
净利润	249	299	350	414	490
折旧摊销	69	97	125	148	173
财务费用	9	48	80	160	188
投资损失	-1	-6	-2	-2	-3
营运资金变动	-27	-176	-1525	-424	-113
其他经营现金流	17	483	-0	-0	-0
投资活动现金流	-137	-724	-178	-208	-231
资本支出	133	386	170	200	225
长期投资	-5	-24	-10	-10	-10
其他投资现金流	1	-315	2	2	3
筹资活动现金流	923	-666	-571	-250	-301
短期借款	54	-44	1919	406	87
长期借款	-5	-5	-3	-3	-4
普通股增加	13	17	21	0	0
资本公积增加	861	23	-21	0	0
其他筹资现金流	-0	-656	-2487	-653	-384
现金净增加额	1103	-646	-1720	-163	202

利润表(百万元)	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	4466	5235	6293	7591	9131
营业成本	2961	3359	4034	4866	5853
营业税金及附加	15	11	26	26	30
营业费用	1040	1340	1543	1821	2214
管理费用	147	138	186	226	271
研发费用	0	0	0	0	0
财务费用	9	48	80	160	188
资产减值损失	-15	-14	0	0	0
其他收益	14	24	14	16	17
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资净收益	1	6	2	2	3
资产处置收益	0	1	0	0	0
营业利润	292	354	440	511	596
营业外收入	19	9	9	10	12
营业外支出	11	4	6	7	7
利润总额	301	358	442	515	601
所得税	51	59	93	101	111
净利润	249	299	350	414	490
少数股东损益	-2	-1	-3	-3	-3
归属母公司净利润	251	301	352	417	493
EBITDA	327	429	596	754	873
EPS(元)	2.53	3.03	3.55	4.20	4.97

主要财务比率	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
成长能力					
营业收入(%)	26.6	17.2	20.2	20.6	20.3
营业利润(%)	32.1	21.0	24.2	16.4	16.6
归属于母公司净利润(%)	49.4	19.7	17.2	18.3	18.2
获利能力					
毛利率(%)	33.7	35.8	35.9	35.9	35.9
净利率(%)	5.6	5.7	5.6	5.5	5.4
ROE(%)	14.7	15.8	16.4	16.8	17.2
ROIC(%)	40.5	20.3	12.7	14.3	15.9
偿债能力					
资产负债率(%)	61.3	63.7	59.0	59.3	55.9
净负债比率(%)	-69.8	-28.1	37.9	39.4	26.8
流动比率	1.3	1.0	1.1	1.2	1.3
速动比率	0.9	0.5	0.6	0.6	0.7
营运能力					
总资产周转率	1.4	1.1	1.2	1.4	1.5
应收账款周转率	29.8	26.5	0.0	0.0	0.0
应付账款周转率	3.6	3.5	7.9	0.0	0.0
每股指标(元)					
每股收益(最新摊薄)	2.53	3.03	3.55	4.20	4.97
每股经营现金流(最新摊薄)	3.19	7.50	-9.79	2.97	7.40
每股净资产(最新摊薄)	17.30	19.24	21.69	25.01	28.87
估值比率					
P/E	17.7	14.8	12.6	10.7	9.0
P/B	2.6	2.3	2.1	1.8	1.6
EV/EBITDA	8.7	8.2	8.1	6.6	5.5

数据来源：聚源、开源证券研究所

请务必参阅正文后面的信息披露和法律声明

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师承诺

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20%以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5%~20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
	减持（underperform）	预计相对弱于市场表现 5%以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡（underperform）	预计行业弱于整体市场表现。

备注：评级标准为以报告日后的 6~12 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中 A 股基准指数为沪深 300 指数、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普 500 或纳斯达克综合指数。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。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于机密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他金融工具的邀请或向人做出邀请。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。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户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。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。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

开源证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本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。

开源证券研究所

上海

地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼10层
邮编：200120
邮箱：research@kysec.cn

深圳

地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层
邮编：518000
邮箱：research@kysec.cn

北京

地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座16层
邮编：100044
邮箱：research@kysec.cn

西安

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层
邮编：710065
邮箱：research@kysec.cn