

医疗组

健之佳 (605266.SH) 买入 (首次评级)

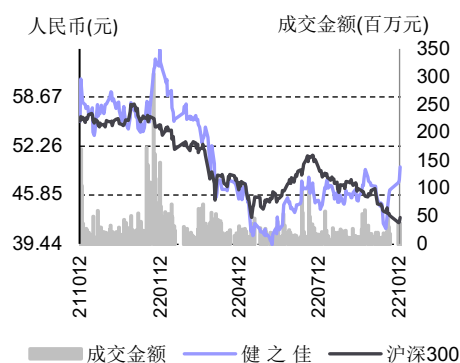
公司深度研究

市场价格 (人民币): 49.60 元

目标价格 (人民币): 62.00 元

市场数据 (人民币)

总股本(亿股)	0.99
已上市流通 A 股(亿股)	0.58
总市值(亿元)	49.22
年内股价最高最低(元)	64.87/39.44
沪深 300 指数	3784
上证指数	3026



立足西南布局全国，多元化战略发展可期

公司基本情况 (人民币)

项目	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	4,466	5,235	6,534	8,178	10,291
营业收入增长率	26.58%	17.21%	24.82%	25.16%	25.83%
归母净利润(百万元)	251	301	340	403	501
归母净利润增长率	49.39%	19.66%	13.16%	18.40%	24.47%
摊薄每股收益(元)	4.739	4.323	3.427	4.057	5.050
每股经营性现金流净额	5.97	10.71	7.60	9.10	10.92
ROE(归属母公司)(摊薄)	14.63%	15.74%	13.28%	14.17%	15.69%
P/E	23.45	17.71	14.47	12.22	9.82
P/B	3.43	2.79	1.92	1.73	1.54

来源：公司年报、国金证券研究所

投资建议

- **长期深耕云南，建立区域优势地位。**公司“立足云南、深耕西南、向全国拓展”，持续夯实云南利润中心。2021 年，公司实现营收 52.35 亿元 (+17%)，归母净利润 3.1 亿元 (+20%)，其中云南地区收入 41 亿元 (+15%)，云南省占率超 30%；2022 年上半年实现营收 30 亿元 (+26%)，归母净利润 0.88 亿元 (-28%)，其中净利润同比下滑主要由于一季度受疫情冲击、新店次新店高占比带来费用增长。截至 2022 年中报，公司门店总数 3283 家，其中云南地区药店 2321 家，县区覆盖率达 85%。
- **持续拓展全国，多元化战略带动公司业绩发展。**公司持续加大川渝桂核心市场渗透率，复制云南成功模式策略逐步推进：重庆地区 2021 年实现营收 3.45 亿元 (+15%)，门店数达 241 家 (+61%)，2022 年上半年门店数达 319 家；广西地区 2021 年实现营收 2.3 亿元 (+19%)，2022 年公司非公开发行募集资金 4.20 亿元，用于广西现代物流中心工程项目，进一步完善西南地区配套设施；四川地区 2021 年实现收入 1.54 亿元 (+4%)。此外，2022 年公司收购唐人医药进军以京津冀为核心的环渤海地区。公司持续推进外延扩张，多业态店铺支撑公司延续与发展，秉持“健康+专业+便利”的经营定位，县级及以上区域药店占比 95%，差异化经营特色凸显。
- **线上平台建设成效初显，全渠道服务能力进一步提升。**公司较早布局线上渠道，竞争优势逐渐形成，2022 年上半年线上渠道实现营收 6.26 亿元 (+76%)，其中自营平台业务 1.9 亿元 (+54%)，传统第三方电商平台 B2C 业务 2.8 亿元 (+91%)，第三方 O2O 平台 1.5 亿元 (+83%)。

投资建议

- 公司作为辐射全国的西南头部连锁药店，将在行业发展中持续获益。不考虑收购河北唐人并表影响，预计公司 2022-2024 年营业收入分别为 65.3、81.8 和 102.9 亿元，增速分别为 25%、25%和 26%；预计 2022-2024 年归母净利润分别为 3.40、4.03 和 5.01 亿元，增速分别为 13%、18%和 24%。

估值

- 我们选用相对估值法 (市盈率法) 对公司进行估值，选择类似属性的益丰药房、大参林、老百姓、一心堂和漱玉平民作为可比公司，给予 2022 年 18 倍 PE，目标价 62 元，首次覆盖给予公司“买入”评级。

风险

- 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；限售股解禁风险；股东减持风险。

袁雄

分析师 SAC 执业编号: S1130518080002

(8621)60230221

yuan_wei@gjzq.com.cn

内容目录

健之佳：立足云南、拓展西南，走向全国的多业态连锁药店企业	4
公司深耕云南、辐射西南市场，并购华北第二中心	4
坚持“健康+专业+便利”经营定位，产品结构持续优化	5
新店培育整合推进，业绩有望逐步释放	6
行业利好因素释放，头部企业增长确定性提高	8
药店连锁化率仍存在增长空间，利好头部企业	8
政策推动处方药外流，有望为药店带来获客新入口	8
“超市/便利店+药店”新趋势显现，融合经营或将成为新发展方向	10
多元化经营先行者，立足西南拓展全国布局	10
西南市场发展空间大，公司深耕细作稳健增长	10
以药店为主体、便利店等多种业态为辅，提高公司发展韧性	14
全渠道服务能力提升，线上业务营收快速增长	16
盈利预测与投资建议（不考虑唐人医药并表影响）	18
风险提示	20

图表目录

图表 1：2015-2021 公司分地区营业收入（亿元）	4
图表 2：2015-2021 公司分地区营业收入同比增速	4
图表 3：2015-1H22 公司分地区医药零售门店数	4
图表 4：2015-1H22 公司分地区医药零售门店同比增速	4
图表 5：公司发展历程	5
图表 6：2015-1H22 公司分产品营收占比	5
图表 7：2015-1H22 公司分产品毛利率	5
图表 8：2015-1H22 公司中西成药营收及同比增长	6
图表 9：2020-1H22 公司处方药和非处方药情况	6
图表 10：2015-1H22 公司主营业务收入及同比增速	6
图表 11：2015-1H22 公司归母净利润及同比增速	6
图表 12：2015-1H22 公司门店及增长情况	6
图表 13：公司门店结构	6
图表 14：2015-1H22 上市连锁药房收入及增长情况（百万）	7
图表 15：2015-1H22 上市连锁药房归母净利润及增长情况（百万）	7
图表 16：2015-1H22 上市连锁药房毛利率情况	7
图表 17：2015-1H22 上市连锁药房净利率情况	7
图表 18：2015-1H22 上市连锁药房销售费用率情况	8
图表 19：2015-1H22 上市连锁药房管理费用率情况	8
图表 20：我国药品经营许可持证企业及其类型分布	8
图表 21：处方药外流相关政策	9

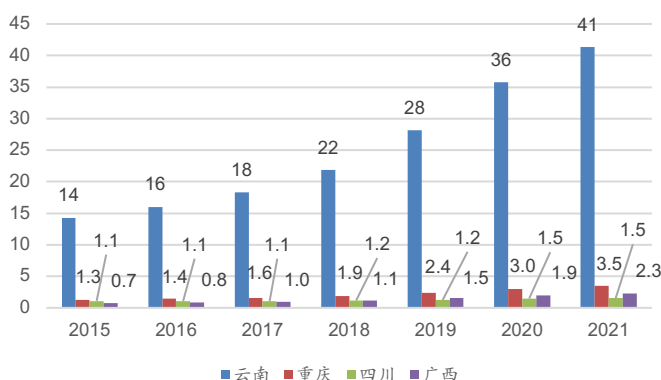
图表 22: 日本医药分业率	9
图表 23: 超市销售乙类非处方药支持政策	10
图表 24: 2016-2020 年全国各区域药品流通行业销售分布情况	11
图表 25: 2021-2022 年度中国药店价值榜百强榜	11
图表 26: 2021 年云南省销售额（含税）前九大药房	11
图表 27: 云南地区药店数量结构	12
图表 28: 云南地区药品零售市场情况	12
图表 29: 2015-1H22 公司与一心堂营收对比（百万）	12
图表 30: 2015-1H22 公司与一心堂盈利能力对比	12
图表 31: 2015-1H22 云南地区门店情况	12
图表 32: 2015-1H22 云南地区门店同比增长情况	12
图表 33: 2018-2019 公司收购门店情况	13
图表 34: 2021 年公司外延扩张情况	14
图表 35: 2016-2021 公司分店型的直营门店情况	14
图表 36: 2015-1H22 年公司医药零售门店变化情况	15
图表 37: 2015-1H22 年新开医药零售门店数量地区分布	15
图表 38: 按开店时间药店店均营业利润（万元）	15
图表 39: 不同店龄药店店均营业利润对比（万元）	15
图表 40: 2015-1H22 年公司便利零售门店新增数、闭店数和期末数	15
图表 41: 按开店时间分类便利店店均营业利润（万元）	16
图表 42: 不同店龄便利店店均营业利润对比（万元）	16
图表 43: 永辉超市、华联综超、红旗连锁和公司便利店简介	16
图表 44: 2021 年便利店毛利率横向对比	16
图表 45: 2017-1H22 公司线上渠道收入及同比增速	17
图表 46: 2017-1H22 公司线上渠道收入占比	17
图表 47: 1H22 头部零售药房线上渠道收入及同比增速	17
图表 48: 1H22 头部零售药房线上渠道收入占比	17
图表 49: 公司自营平台营收及同比增速	17
图表 50: 公司第三方平台营收及同比增速	17
图表 51: 公司自营平台、第三方平台营收占比情况	18
图表 52: 公司第三方互联网平台收入占比情况	18
图表 53: 公司主营业务盈利预测	19
图表 54: 主要费用率预测	20
图表 55: 可比公司估值比较（市盈率法，数据截至 2022.9.30 收盘）	20

健之佳：立足云南、拓展西南，走向全国的多业态连锁药店企业

公司深耕云南、辐射西南市场，并购华北第二中心

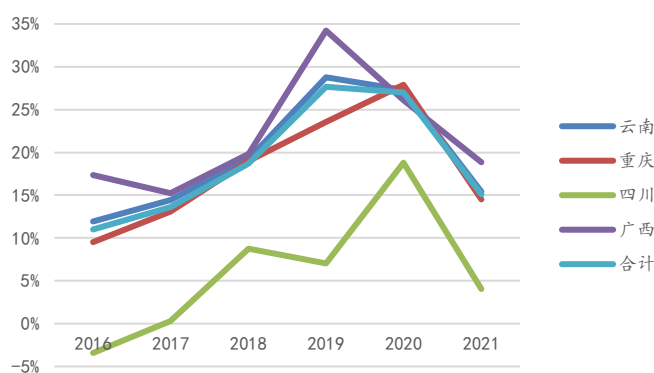
- 公司长期深耕云南，建立区域优势地位。1998 年，公司第一家门店诞生于云南昆明。2004 年，公司前身健之佳有限成立，业务逐步拓展至四川、重庆、广西等地区，成为深耕云南市场、辐射西南市场的头部药店企业之一。2015-2021 年，云南地区营业收入从 14.29 亿元增长到 41.32 亿元，年复合增长率 19%。截至 2022 年中报，云南地区医药零售门店数量达到了 2321 家，云南 129 个县区，公司已覆盖 109 个县区，整体覆盖率达 84.5%，剩余 20 个县区，为公司持续扩张及渗透提供市场空间。
- 发力渝桂川地区，门店扩张不断加速。公司在重庆、广西和四川的医药零售门店数量保持高速增长，2021 年同比增速分别为 61%、58%和 39%。在门店数量快速扩张加持下，公司营收预计将有较大的增长空间，利润也将逐步释放。

图表 1：2015-2021 公司分地区营业收入（亿元）



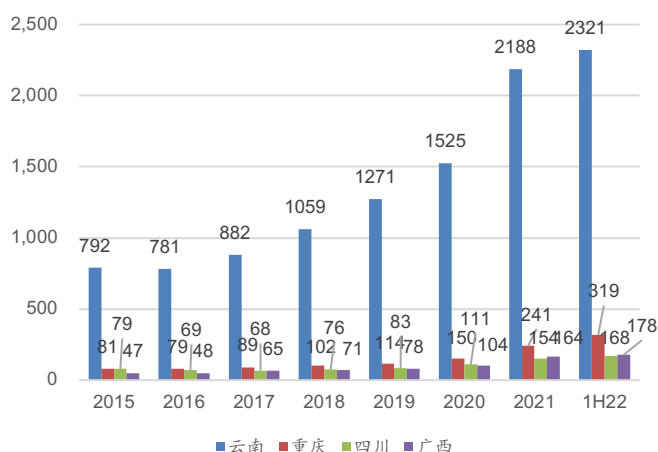
来源：公司公告，国金证券研究所

图表 2：2015-2021 公司分地区营业收入同比增速



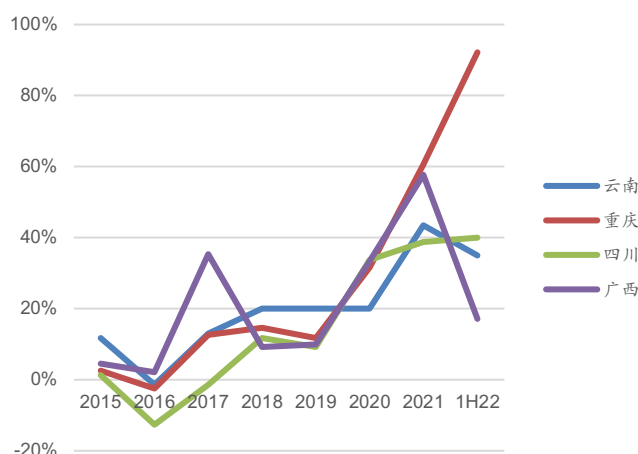
来源：公司公告，国金证券研究所

图表 3：2015-1H22 公司分地区医药零售门店数



来源：公司公告，国金证券研究所

图表 4：2015-1H22 公司分地区医药零售门店同比增速



来源：公司公告，国金证券研究所

- 2020 上交所主板成功上市，加紧布局全国。公司 2020 年在上交所主板上市。2022 年，公司非公开发行共募集资金 4.20 亿元，发行价格为 61.64 元/股，发行数量为 681 万股，根据募集资金投资计划，募集资金用于健之佳广西现代物流中心工程项目及补充流动资金。2022 年 6 月，公司公告拟分两阶段收购唐人医药 100% 股权，将借此机会进军以京津冀为核心的环渤海地区，以期突破公司原区域发展限制、进一步完善全国布局。截至

2021 年末，唐人医药在河北省唐秦地区及辽宁省沈阳、葫芦岛、锦州、丹东、营口、本溪六个地区共拥有门店 659 家，其中唐山地区门店 204 家，秦皇岛 167 家。

图表 5：公司发展历程

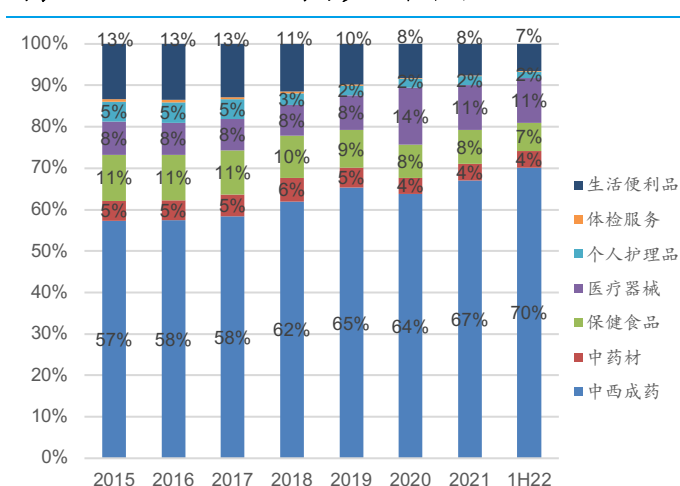
时间	发展阶段
1998 年	公司第一家门店在云南昆明诞生
1999-2003 年	在昆明初步形成连锁药店格局，以发展药店连锁为主
2004-2008 年	完善昆明地区的连锁药店布局，进入云南地州地区，连锁药店扩展至四川、重庆、广西。初步形成药店、便利店、药妆、健康广场等多种健康连锁店，并开设了中医馆、诊所、体检中心等多种业态的健康连锁店。
2009-2014 年	强化昆明市场竞争力，完善省内地州地区连锁销售网络，扩大省外地区连锁药店规模。进入电子商务领域，多元化社区健康服务生态圈初步建立。
2015-2018 年	在保持昆明市场竞争力的前提下，着力提升地州地区竞争力，加大省外连锁药店布局力度。借助互联网，实现全渠道营销，打造多元化社区健康服务生态圈。
2019-2020 年	加快完善信息化建设，全渠道营销体系建设。完善在省外和云南各地州的门店布局，提升品牌知名度。2020 年 12 月 1 日，在上交所主板成功上市。
2021 年	公司主板上市一周年，实施“自建+收购”双轮驱动的门店扩张策略。直营门店超 3000 家，公司保持持续、稳健的发展。

来源：公司官网，国金证券研究所

坚持“健康+专业+便利”经营定位，产品结构持续优化

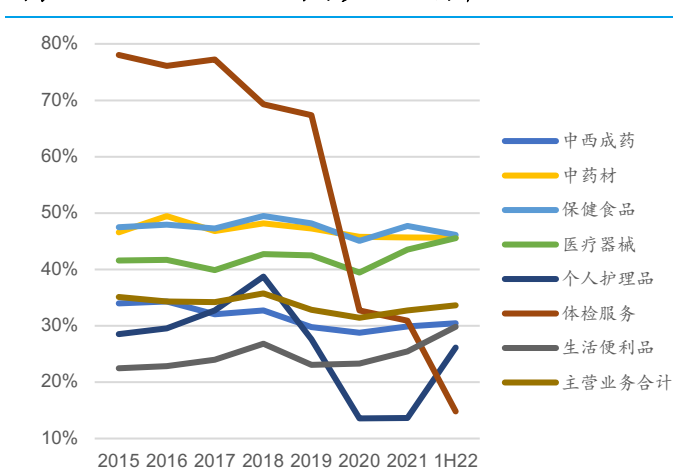
- 公司长期秉持“健康+专业+便利”的经营定位，以涵盖中西成药、中药材、保健食品、医疗器械、个人护理品、体检服务、生活便利品等产品在内的丰富品类，囊括健康营养咨询、皮肤护理咨询、专业药事服务等在内的专业化服务，包含专业药房、便利店、药妆店、健康广场、中医诊所、社区诊所、体检中心、社区卫生服务站等在内的多业态店铺，共同支撑公司经营定位的延续与发展。

图表 6：2015-1H22 公司分产品营收占比



来源：公司公告，国金证券研究所

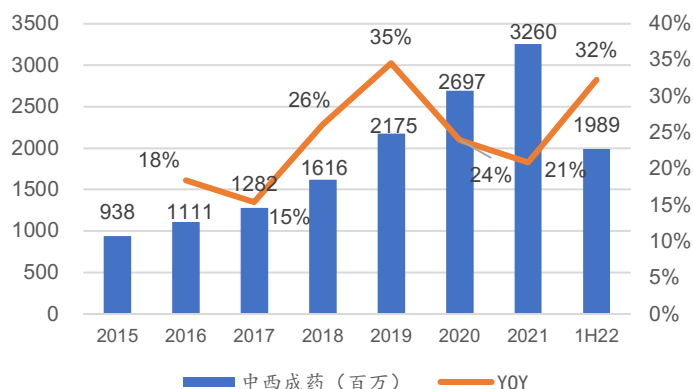
图表 7：2015-1H22 公司分产品毛利率



来源：公司公告，国金证券研究所

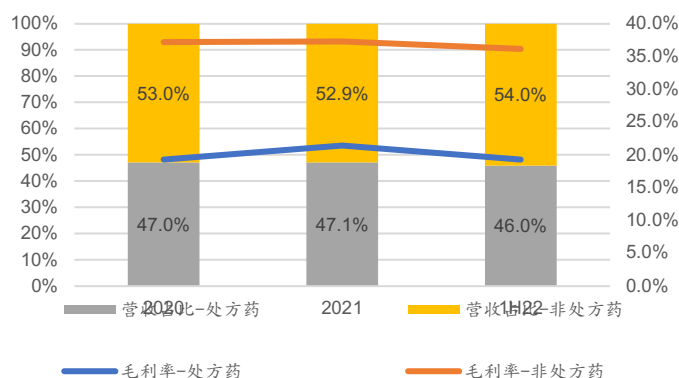
- 中西成药是公司主营业务收入的主要来源。受益于处方药外流，2015-H122 期间，中西成药对公司主营业务收入的贡献由 57% 提高到 70%。在毛利率方面，中西成药毛利率整体水平为 30% 左右，处于公司各产品毛利率的中游水平。除体检服务、个人护理品外，其他品类产品毛利率水平波动幅度较小，变化情况稳定。

图表 8: 2015-1H22 公司中西成药营收及同比增长



来源: 公司公告, 国金证券研究所

图表 9: 2020-1H22 公司处方药和非处方药情况

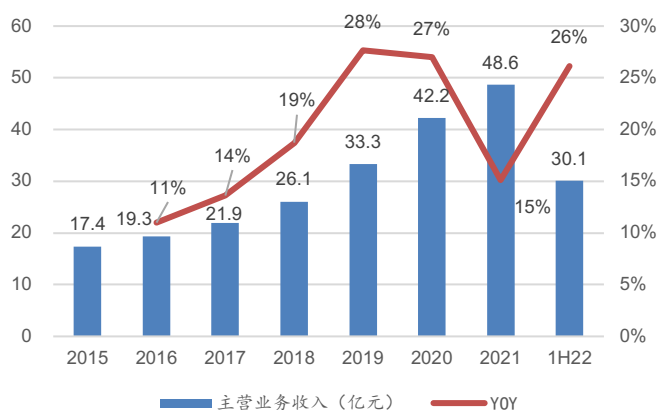


来源: 公司公告, 国金证券研究所

新店培育整合推进, 业绩有望逐步释放

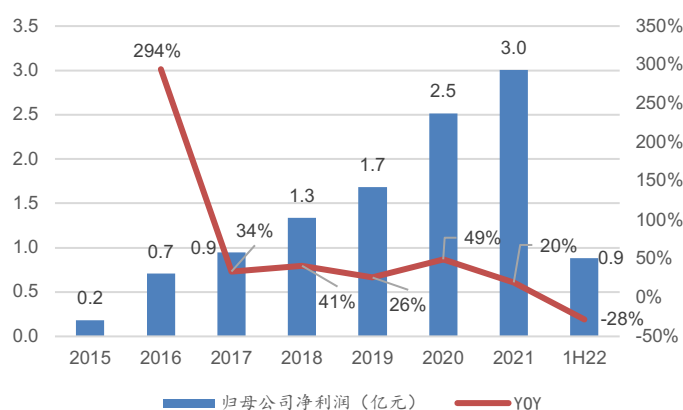
- 营收利润均稳步增长。2015-2021 年间, 公司主营业务收入和归母净利润均稳步提升, 主营业务收入从 2015 年的 17.4 亿元增长到 2021 年的 48.6 亿元, CAGR 为 19%, 归母净利润从 2015 年的 0.2 亿元增长到 2021 年的 3.0 亿元, CAGR 为 57%。

图表 10: 2015-1H22 公司主营业务收入及同比增速



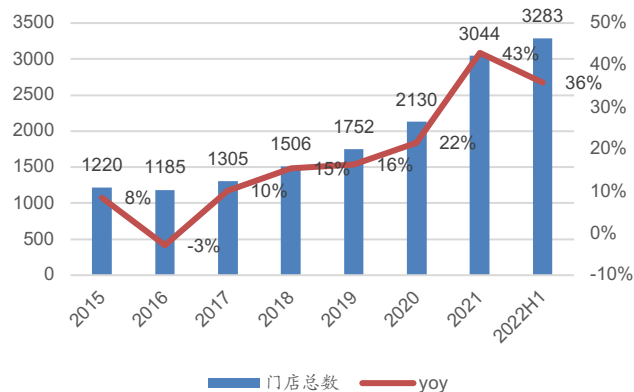
来源: 公司公告, 国金证券研究所

图表 11: 2015-1H22 公司归母净利润及同比增速



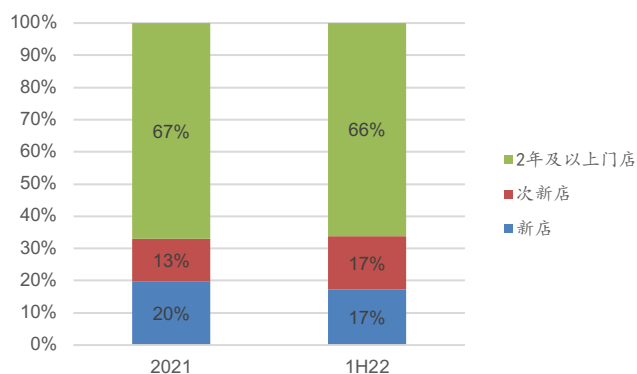
来源: 公司公告, 国金证券研究所

图表 12: 2015-1H22 公司门店及增长情况



来源: 公司公告, 国金证券研究所

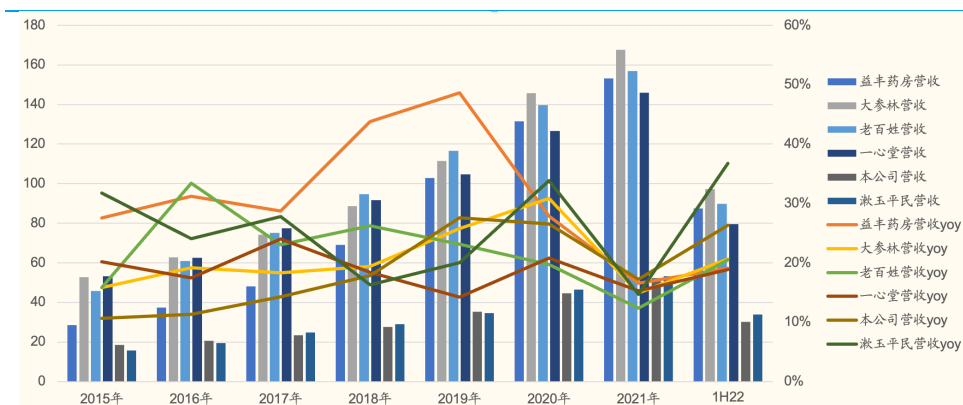
图表 13: 公司门店结构



来源: 公司公告, 国金证券研究所

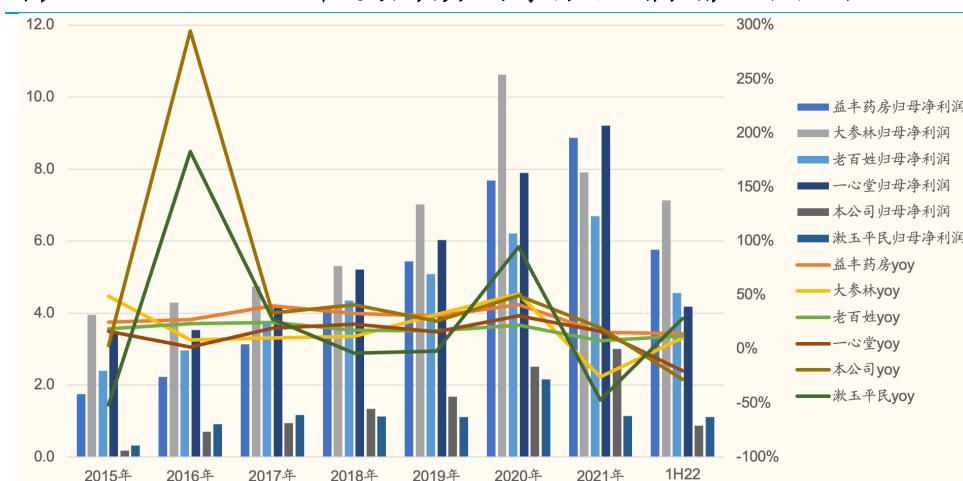
- 公司 2015-2021 年盈利能力逐步改善，净利率由 1% 提升至 6%。2021 年公司门店总数同比增长 43%，同比增速大幅提升；由于门店培育和整合需要时间，叠加疫情扰动影响，2022 年上半年公司短期业绩承压。随着国内疫情防控有力，门店运营及线下药店消费逐步恢复，同时公司对新建门店培育更趋完善、对新并购门店整合能力日益加强，公司业绩增长趋势有望复苏。

图表 14：2015-1H22 上市连锁药房收入及增长情况（百万）



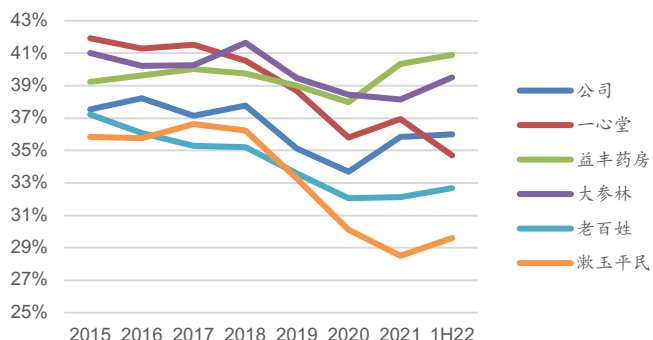
来源：各公司公告，国金证券研究所

图表 15：2015-1H22 上市连锁药房归母净利润及增长情况（百万）



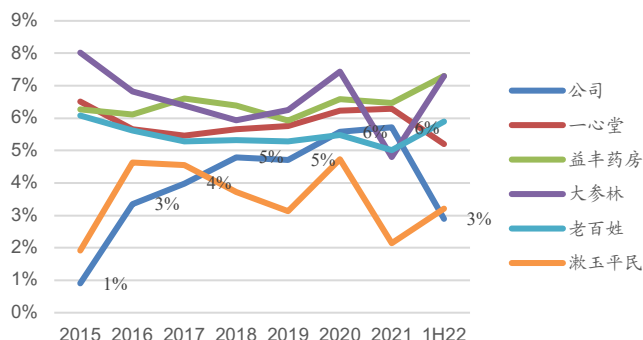
来源：各公司公告，国金证券研究所

图表 16：2015-1H22 上市连锁药房毛利率情况



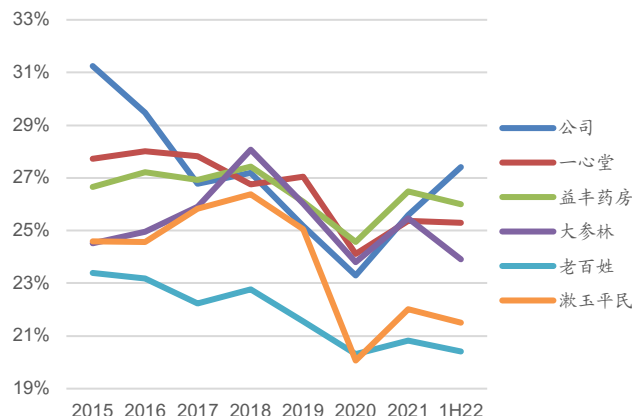
来源：公司公告，国金证券研究所

图表 17：2015-1H22 上市连锁药房净利率情况



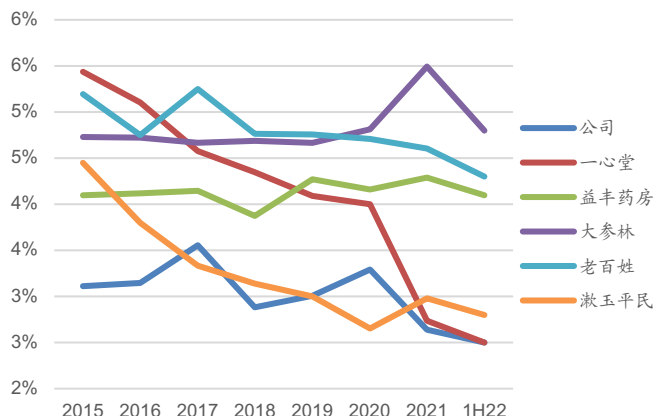
来源：公司公告，国金证券研究所

图表 18: 2015-1H22 上市连锁药房销售费用率情况



来源: 公司公告, 国金证券研究所

图表 19: 2015-1H22 上市连锁药房管理费用率情况



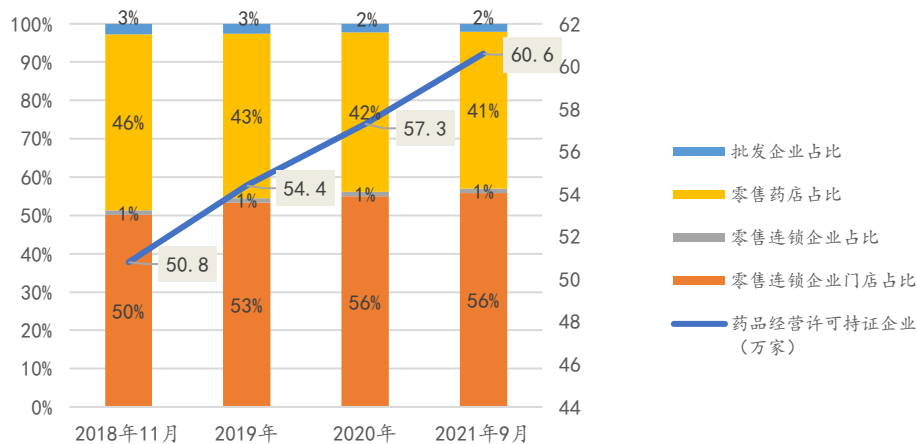
来源: 公司公告, 国金证券研究所

行业利好因素释放, 头部企业增长确定性提高

药店连锁化率仍存在增长空间, 利好头部企业

- 我国药店连锁化率水平不断提高。从 2018 年 11 月到 2021 年 9 月, 我国药品经营许可证持证企业数量从 50.8 万家增长到 60.6 万家, 其中零售连锁企业门店占比从 50% 提高到 56%, 增长 6 个百分点。
- 对比政策发展指导意见, 药店连锁率仍有一定的增长空间。2021 年商务部关于“十四五”时期促进药品流通行业高质量发展的指导意见称“到 2025 年, 药品流通行业与我国新发展阶段人民健康需要相适应。药品批发百强企业年销售额占药品批发市场总额 98% 以上; 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%。”现阶段 56% 左右的连锁率与“十四五”规划给出的 70% 的连锁率相比仍有一定的距离, 这为头部连锁药店企业的增长提供了新的机会。

图表 20: 我国药品经营许可证持证企业及其类型分布



来源: 国家药品监督管理局《药品监督管理统计年度报告》, 国金证券研究所

政策推动处方药外流, 有望为药店带来获客新入口

- 2021 年 4 月, 国家医保局、卫健委发布《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》, 《指导意见》首次从国家层面, 将定点零售药店纳入医保药品的供应保障范围, 并实行与医疗机构统一的支付政策。

随后各地政府发文支持处方流转、双通道建设，发挥零售药店在药品方面的优势。

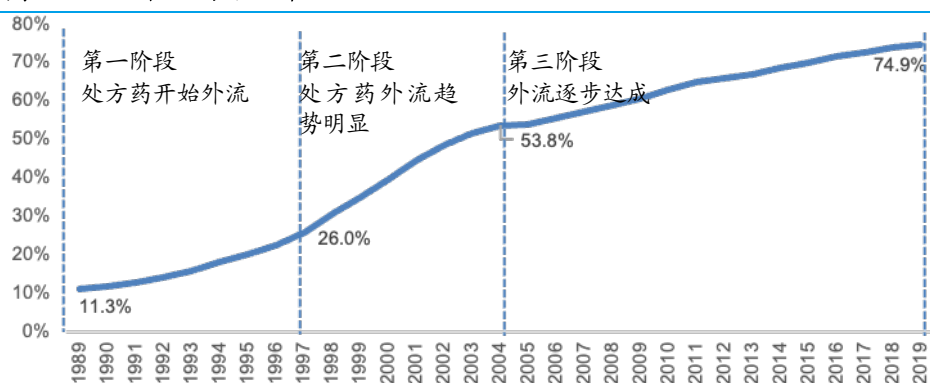
图表 21：处方药外流相关政策

文件	时间	部门	重点内容
《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》	2021.04	医保局、卫健委	“双通道”是指通过定点医疗机构和定点零售药店两个渠道，满足谈判药品供应保障、临床使用等方面的合理需求，并同步纳入医保支付的机制。发挥定点零售药店分布广泛、市场化程度高、服务灵活的优势，与定点医疗机构互为补充，形成供应保障合力。
《湖南省医保谈判药品“双通道”管理办法》	2021.08	湖南省医保局、湖南省卫健委	“双通道”管理药品在定点医疗机构和定点零售药店施行统一的单行支付政策，“双通道”管理药品费用支付不设立起付线，住院结算时不纳入分段政策支持。
《广东省医疗保障局广东省卫生健康委员会广东省药品监督管理局关于建立完善国家医保谈判药品“双通道”管理机制的实施意见》	2021.09	广东省医保局、广东省卫健委、广东省药监局	省医保部门依托国家医疗保障信息平台已建设全省统一的电子处方流转中心，各地医保部门要指导定点医疗机构和“双通道”药店做好信息系统对接，实现处方流转外购药品“一站式”结算。在有效管控风险的基础上，稳妥推进将“双通道”药品纳入异地就医直接结算范围。各地医保部门应严格执行区域总额预算，纳入“双通道”的药品，在定点医疗机构和“双通道”药店执行统一的支付标准和价格政策。
《关于加强定点医疗机构国家医保谈判药品配备完善“双通道”管理机制的通知》	2021.10	河南省医保局、河南省卫健委	2021 年 10 月底前，要实现每个统筹区至少有 1 家符合条件的“双通道”定点零售药店，并能够提供相应的药品供应保障服务。
关于进一步完善国家医保谈判药品“双通道”管理机制有关事项的通知	2022.05	山东省医保局	优化“双通道”经办管理服务。坚持便民利民最大化原则，进一步扩大全省“双通道”药店覆盖面，做细做优经办管理服务。各市要在 2022 年 6 月底前实现每个县（市、区）至少开通 1 家“双通道”药店；9 月底前“双通道”药店全部实现即时联网结算，方便参保人员购药报销。强化“双通道”药店管理。各市要完善措施、严格管理，把好“双通道”药店准入关，建立动态调整和退出机制，进一步完善或签署补充协议，充分发挥“双通道”药店在谈判药品供应保障方面的积极作用。

来源：政府官网，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 22：日本医药分业率



来源：日本厚生劳动省，国金证券研究所

- 处方药外流驱动客流转换，多元化经营提高获利能力。尽管处方药毛利率相对较低，但市场外流将为零售药房市场带来增量空间，同时也会将患者引流到连锁药房，为药店带来获客新入口，零售药店可以借助个性化的经营手段，如慢病管理将处方外流带来的客户转化成为稳定优质客户，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。

“超市/便利店+药店”新趋势显现，融合经营或将成为新发展方向

- 随着各地政府发文支持超市销售乙类非处方药品，“超市/便利店+药品”新经营模式正在形成。超市、便利店等的加入可以在一定程度上弥补传统药店存在的缺点，如夜间经营时间短、分布密度不够高，同时也为传统连锁药店带来了新的经营竞争。

图表 23：超市销售乙类非处方药支持政策

文件	时间	部门	重点内容
《四川省药品监督管理局关于进一步促进医药产业创新发展的若干措施（试行）》解读	2022.06	四川省药品监督管理局	支持药品零售（连锁）企业设置专柜或自动售药机销售乙类非处方药
广东省经营乙类非处方药跨界融合改革试点工作全面落地实施	2022.03	广东省药品监督管理局	根据试点方案精神，试点单位连锁门店申请《药品经营许可证》资料经所在地药品监管部门书面审核符合要求的，应当日发放《药品经营许可证》
广东省药品监督管理局关于印发《广东省药品零售许可验收实施细则》的通知	2021.08	广东省药品监督管理局	按照便民原则，允许在商超、24 小时便利店等场所开设经营乙类非处方药，让公众购药需求更加便利、可及。
吉林省商务厅等 12 部门关于推动品牌连锁便利店加快发展的实施意见	2020.05	吉林省商务厅等 12 部门	简化药品经营审批手续。放宽便利店经营范围，可按有关标准申请零售经营乙类非处方药，企业总部统一配备质量管理人员，减少申请材料和审批流程，缩短审批时间，提高办理效率。（省药品监督管理局负责）
内蒙古自治区药监局鼓励支持品牌连锁便利店申请零售经营乙类非处方药	2020.04	内蒙古自治区药监局	一是优化审批流程，积极支持社区品牌连锁便利店经营企业申请零售经营乙类非处方药。二是主动服务指导，帮助申请零售经营乙类非处方药的品牌连锁便利店加强对售药从业人员的培训。三是注重发证后的事中事后监管，确保便利店零售经营的乙类非处方药质量安全。
关于印发《甘肃省药品监督管理局关于促进药品零售企业创新发展和便民服务的意见》的通知	2020.03	甘肃省药品监督管理局	支持非药品经营场所销售乙类非处方药。鼓励药品零售连锁企业在机场、火车站、商场、超市、便利店等场所内设置药品销售专柜，销售乙类非处方药，允许商场、超市、便利店等商业主体在营业场所设置药品销售专柜，销售乙类非处方药，丰富群众购买使用渠道。
关于印发《关于进一步促进便利店发展的若干措施》的通知	2018.10	北京市商务委员会等 7 部门	连锁便利店可按有关标准申请零售经营乙类非处方药，申请二类医疗器械经营备案的可由企业总部统一配备质量管理人员。

来源：政府官网，国金证券研究所

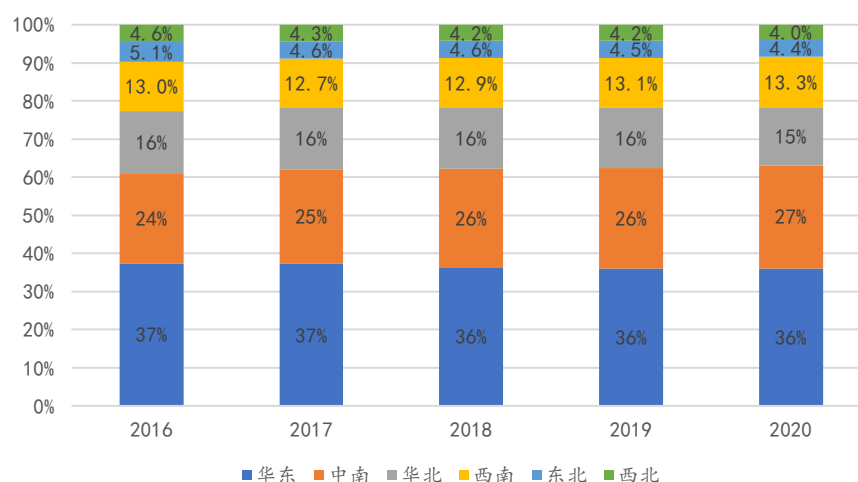
- 已有连锁药店企业布局便利零售，未来多业态融合经营或为新发展方向。2005 年公司旗下云南之佳便利有限公司成立，截至 2021 年，公司旗下共有之佳便利店 326 家，其中直营便利店 297 家，之佳便利位列中国连锁经营协会（CCFA）2021 年中国便利店 TOP100 榜单第 68 名。2021 年，一心堂同样在云南地区新设便利店——“一心便利”，以便利经营模式为主，并结合母公司的主营业务特点，共同服务大健康经营理念。

多元化经营先行者，立足西南拓展全国布局

西南市场发展空间大，公司深耕细作稳健增长

- 西南地区药品流通行业市场增量空间较大。药品流通行业销售额和区域经济发展水平存在一定的相关性，其区域性较为明显。商务部发布的《2020 年药品流通行业运行统计分析报告》显示，2020 年全国六大区域销售额占全国销售总额的比重分别为：华东 36.1%，中南 27.0%，华北 15.2%，西南 13.3%，东北 4.4%，西北 4.0%。横向来看，公司深耕地区西南市场药品流通行业销售额占比在全国六大区域中排行第四；纵向对比，2017-2020 年，西南地区药品流通行业销售额占比开始稳步提升。

图表 24：2016-2020 年全国各区域药品流通行业销售分布情况



来源：商务部，国金证券研究所

- 公司在云南地区影响力深厚，有良好的品牌认同和较高的品牌壁垒。在 2021-2022 年度中国药店价值榜百强榜中一心堂位列全国第 5，公司位列全国第 10。云南地区医药零售行业已形成以一心堂与公司两大连锁品牌为主导、众多医药零售企业参与的市场竞争格局。
- 通过对比二者在云南省的门店数量可以发现，自 2018 年起，公司在云南地区的门店数量同比增速超一心堂，其中 2021 年，公司在云南门店数量同比增速为 40.8%，其中医药零售门店数量同比增速为 43.5%，远超同期一心堂 15.3% 的同比增速。随着公司进一步加速扩张，公司在滇影响力有望进一步强化。

图表 25：2021-2022 年度中国药店价值榜百强榜

排序	公司名称	营业收入 (亿元)	零售业务收入 (亿元)
1	国药控股	316	316
2	大参林	184	168
3	老百姓	173	152
4	益丰大药房	169	155
5	一心堂	160	136
6	北京同仁堂	92	92
7	全亿健康	81	81
8	华润医药	66	66
9	漱玉平民	59	52
10	本公司	58	50

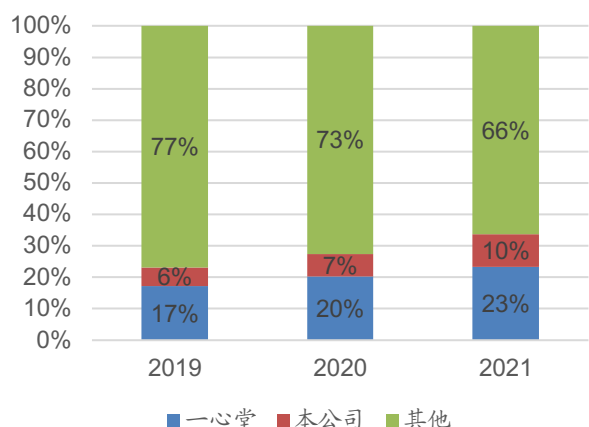
来源：《中国药店》，国金证券研究所

图表 26：2021 年云南省销售额（含税）前九大药房

排名	公司	门店数量
1	一心堂	4,939
2	本公司	2188
3	云南白药大药房	160
4	云南人民大药房	260
5	云南国大迪升大药房	180
6	国大药房（普洱）淞茂	152
7	云南文山为了你健康药房	150
8	云南靓桐医药	79
9	云南亚美药业	106

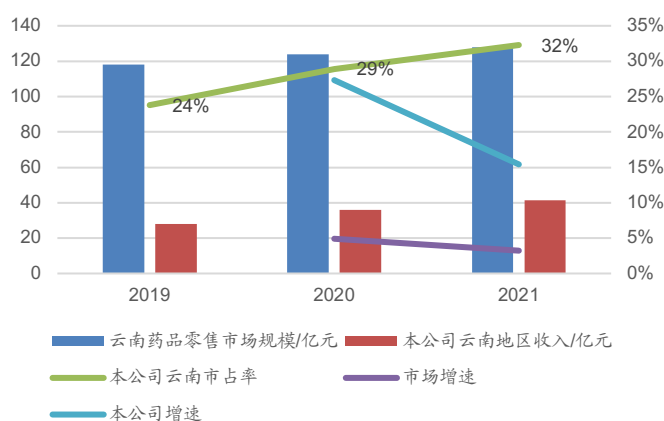
来源：《中国药店》，国金证券研究所

图表 27：云南地区药店数量结构



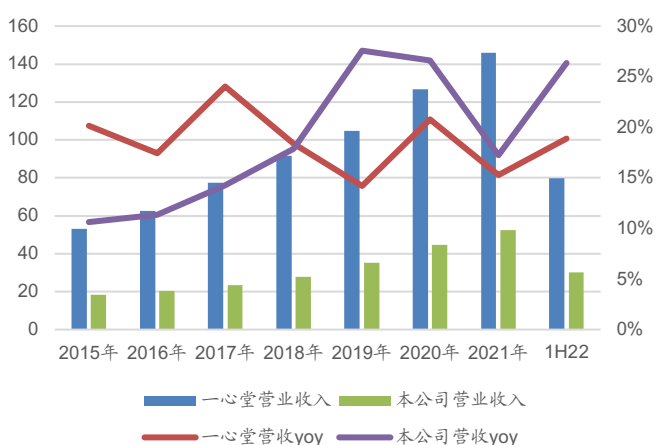
来源：《中国药店》，公司公告，国金证券研究所

图表 28：云南地区药品零售市场情况



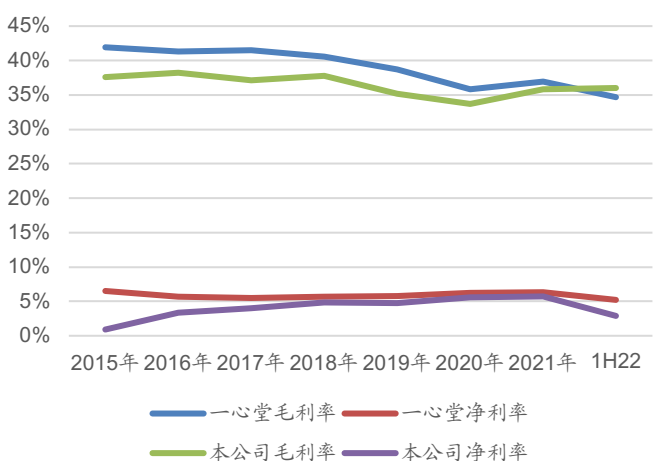
来源：《中国药店》，公司公告，国金证券研究所

图表 29：2015-1H22 公司与一心堂营收对比（百万）



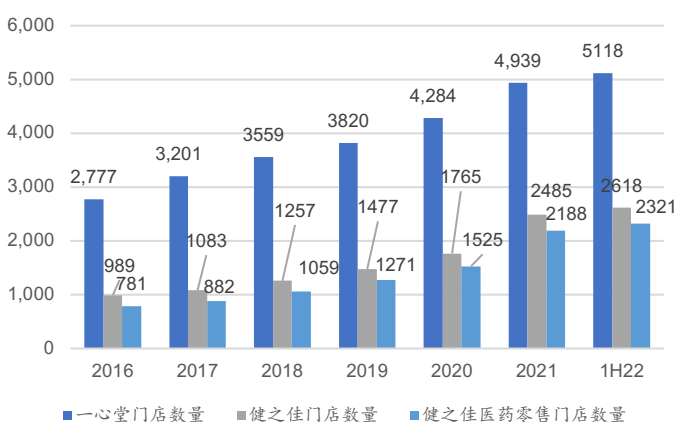
来源：公司公告，国金证券研究所

图表 30：2015-1H22 公司与一心堂盈利能力对比



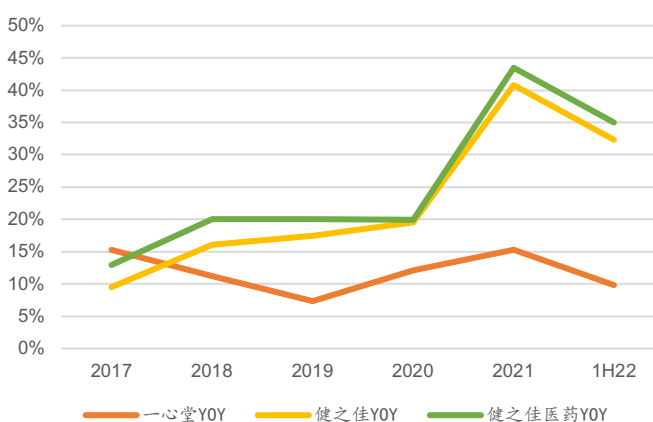
来源：公司公告，国金证券研究所

图表 31：2015-1H22 云南地区门店情况



来源：公司公告，国金证券研究所

图表 32：2015-1H22 云南地区门店同比增长情况



来源：公司公告，国金证券研究所

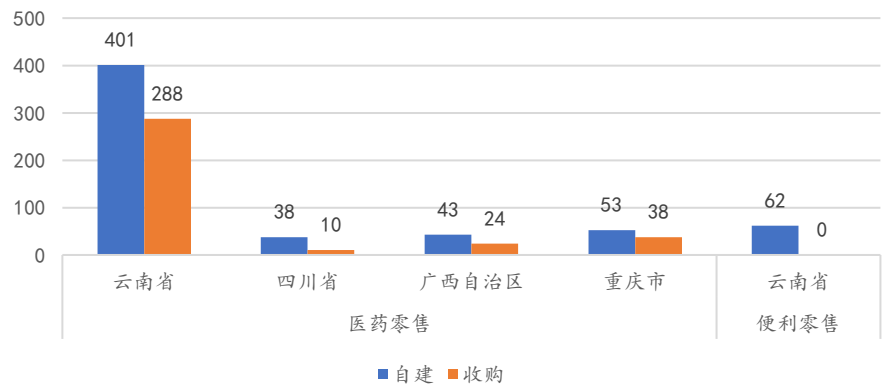
- 基于公司长期立足云南、深耕西南地区的区域性影响力，依靠“自建+收购”双轮驱动，积极拓展全国市场。
- 2018-2019 年，公司通过股权收购（两家公司，34 家门店）及经营性资产收购（51 家门店）共获取了 85 家门店，主要分布于云南省地级、县级市场。其中，通过股权收购的两家公司收购价分别为 1678 万元和 3168 万元，折算店均价格分别为 139.8 万元和 144 万元。通过资产收购的门店店均收购价格最高为 82.8 万元，最低为 15.6 万元，平均收购单价为 40.9 万元。
- 2021 年，公司分别在云南、四川、广西和重庆收购了 288、10、24 和 38 家医药零售门店，收购范围逐步外延。
- 2022 年，公司发布公告称拟分两阶段收购唐人医药 100% 股权，将借此机会把经营范围扩张到以京津冀为核心的环渤海地区。

图表 33：2018-2019 公司收购门店情况

被收购方	店数	收购金额（万元）	收购/协议签署时间	收购门店经营性资产后开业时间/股权收购资产移交日	店均收购价（万元）
1.彭晶	2	62.65	2018.5.24	2018.8.4	31.3
2.任鹏	3	57.43	2018.5.30	2018.9.19-9.23	19.1
3.元江县绿叶医药有限责任公司	1	30	2018.8.24	2018.11.30	30.0
4.元江县福杰医药有限责任公司	1	40	2018.8.24	2018.11.30	40.0
5.元江县福强医药有限责任公司	2	96.7	2018.8.24	2018.11.30	48.4
6.元江县福纪医药有限公司	1	40	2018.8.24	2018.11.20	40.0
7.詹涛、李金励	1	20.9	2018.10.11	2018.12.12	20.9
	1	15.6	2018.10.29	2018.12.14	15.6
8.马关县启仁堂健康药房	1	78.34	2018.11.16	2019.2.1	78.3
9.平洪彦、陈世云	1	21.93	2018.11.27	2019.2.1	21.9
10.罗梦、马关梦想大药房	1	36.56	2019.1.3	2019.4.5	36.6
11.楚雄荣济堂商贸有限公司	5	188	2019.6.4	2019.6.7-6.15	37.6
12.凤庆县一福堂大药房	4	165	2019.6.27	2019.7.17	41.3
13.廖友元	4	247	2019.7.11	2019.9.30	61.8
14.昆明东方药业有限公司	10	371	2017.7.11	2019.9.6	37.1
15.凤庆风溢药业有限公司	10	828	2019.7.29	2019.8.8	82.8
16.蒋维芳	3	160	2019.9.9	2019.10.29	53.3
17.鲁家海（股权）	12	1,678	2019.10.28	2019.11.30	139.8
18.刘汉富、王科福、李文（股权）	22	3,168	2019.12.19	2019.12.31	144.0
合计	85	7,305			85.9

来源：公司公告，国金证券研究所

图表 34: 2021 年公司外延扩张情况

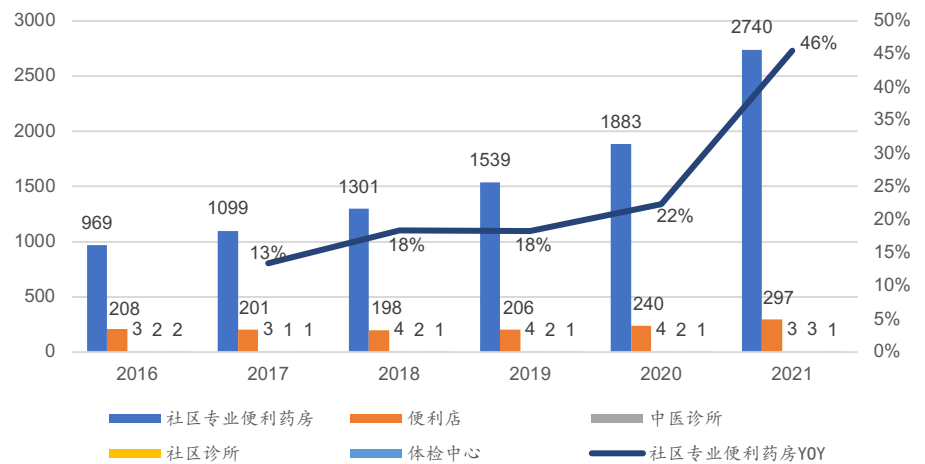


来源: 公司年报, 国金证券研究所

以药店为主体、便利店等多种业态为辅, 提高公司发展韧性

- 公司门店类型以社区专业便利药房为主, 2016-2021 年, 药店门店数量从 969 家增长到 2740 家, 2021 年同比增速达 46%。截至 2022 年上半年, 公司共拥有医药零售门店 2,986 家。

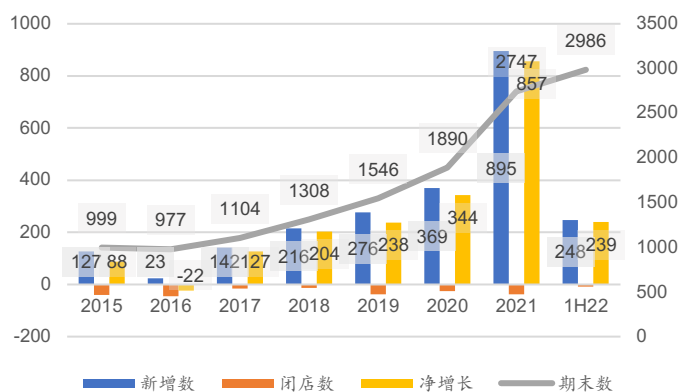
图表 35: 2016-2021 公司分店型的直营门店情况



来源: 公司公告, 国金证券研究所

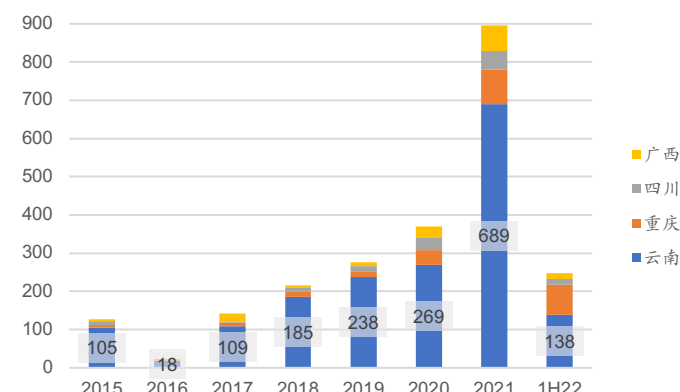
- 2015-2021 年, 公司医药门店数量从 999 增长到 2747, CAGR 为 18%。2016-2020 年公司每年医药门店数量稳步增长; 公司进一步加速扩张, 2021 年新开门店数较 2020 年新开门店数增长 143%, 门店净增长 857 家, 期末门店同比增长 45%, 其中云南地区新开门店数量最多, 为 689 家。

图表 36：2015-1H22 年公司医药零售门店变化情况



来源：公司公告，国金证券研究所

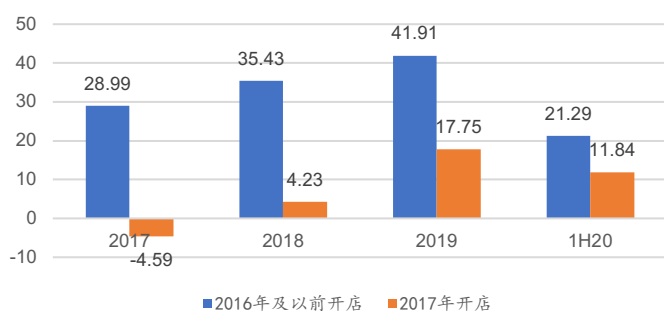
图表 37：2015-1H22 年新开医药零售门店数量地区分布



来源：公司公告，国金证券研究所

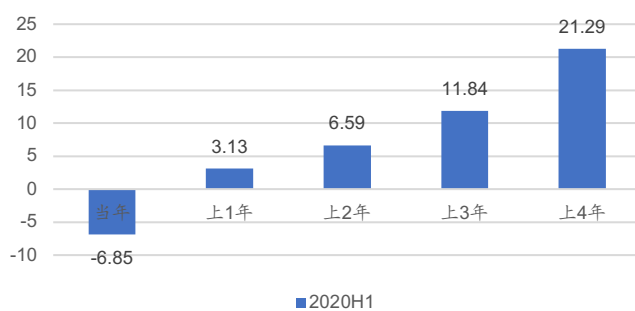
- 老店经营稳定性和盈利确定性更高。据公司招股说明书披露，公司新开门店 80%以上都能在 24 个月内实现盈利。在同一段时间内横向比较，店龄越大的医药零售门店店均营业利润越高。

图表 38：按开店时间药店店均营业利润（万元）



来源：公司招股说明书，国金证券研究所

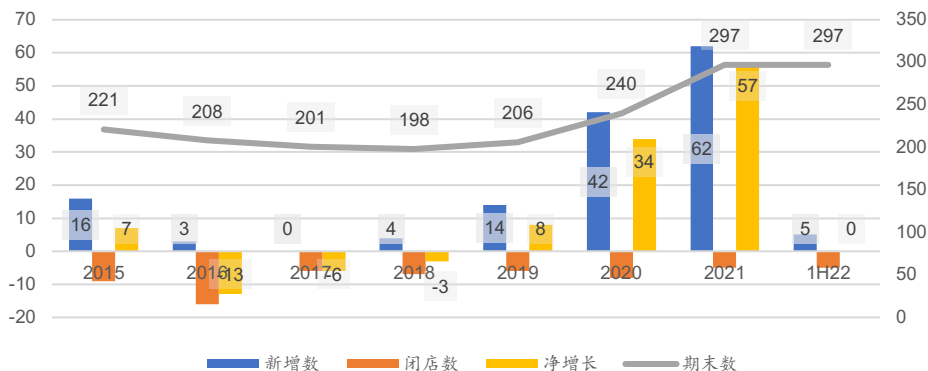
图表 39：不同店龄药店店均营业利润对比（万元）



来源：公司招股说明书，国金证券研究所

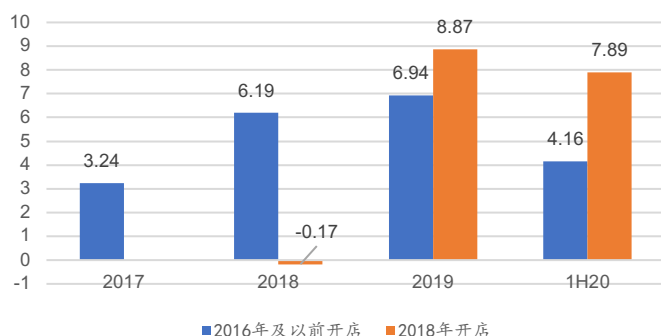
- 多元布局便利店业务。2021 年公司在该业态直营门店数达 297 家。随着各地药监局推动超市、便利店销售乙类非处方药、“超市/便利店+药品”新趋势来临，公司对便利店的早期布局有助于应对超市/便利店销售药物、潜在收入或将部分外流对药店造成的外生冲击。
- 目前公司便利店均布局于云南地区。2015-2018 年，公司便利零售门店数量逐年下滑，2019 年门店数量开始恢复增长，2020 年和 2021 年新开设的便利店数量显著提高，2021 年末公司便利店数量为 297 家。

图表 40：2015-1H22 年公司便利零售门店新增数、闭店数和期末数



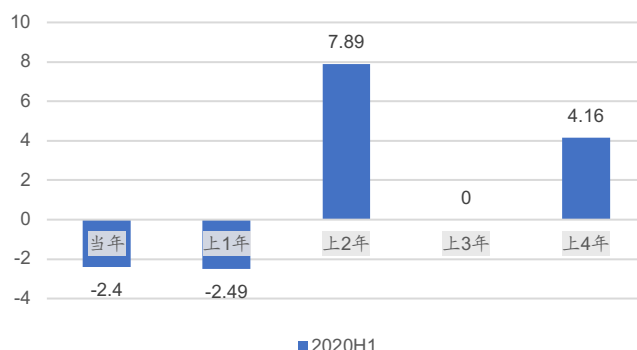
来源：公司公告，国金证券研究所

图表 41：按开店时间分类便利店店均营业利润（万元）



来源：公司公告，国金证券研究所

图表 42：不同店龄便利店店均营业利润对比（万元）



来源：公司公告，国金证券研究所

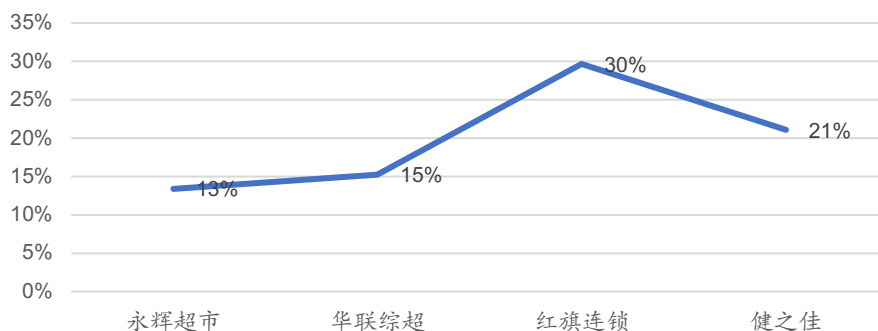
- 便利店业务毛利率处于行业中等水平，精细化管理与运营提高管理经验。与主营业务相近的永辉超市、华联综超、红旗连锁相比，公司2021年毛利率为21%，处于中等水平。

图表 43：永辉超市、华联综超、红旗连锁和公司便利店简介

公司名称	主营业务	门店数量（截至 2022 年 6 月 30 日）	经营区域范围
永辉超市	超市业态连锁	1060 家超市业态门店	重庆、四川、贵州、河南、河北、安徽、陕西、宁夏、山西、湖北、湖南等 29 个省市
华联综超	大型综合超市连锁	167 家在营门店	华北、华东、华南、西南、西北、东北等多个地区
红旗连锁	便利超市连锁	3,557 家便利连锁门店	四川、甘肃
公司	便利超市连锁	297 家便利连锁门店	云南

来源：公司公告，国金证券研究所

图表 44：2021 年便利店毛利率横向对比



来源：公司公告，国金证券研究所

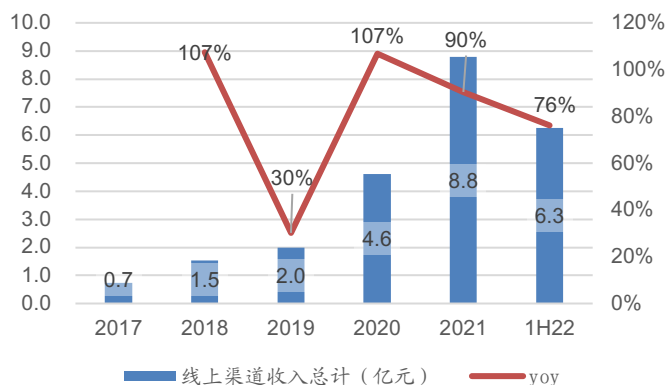
- 此外，公司布局中医诊所（3 家）、社区诊所（3 家）和体检中心（1 家）。多业态经营有助于企业积累一定的混业管理的经验，为适应未来“大健康”融合发展奠定良好的基础。同样，多业态经营有助于塑造公司品牌认同，强化品牌壁垒。

全渠道服务能力提升，线上业务营收快速增长

- 公司发力线上渠道，线上业务发展位居行业前列。受疫情影响，用户端消费观念正朝着服务泛在性、便利性转变。公司围绕客户需求，不断强化线上渠道运营。2017-2021 年公司通过线上渠道实现的营收不断提升，从

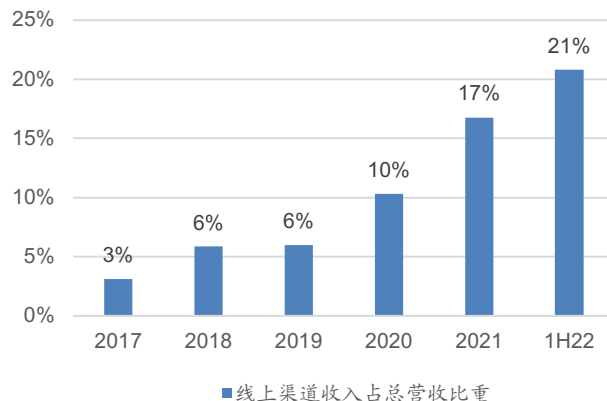
2017 年的 0.7 亿元提高到 2021 的 8.8 亿元，年均复合增速为 88%；2022H1 线上渠道实现收入 6.3 亿元，同比增速为 76%。此外，公司线上渠道收入从 2017 年的 3% 提高到 2022H1 的 21%。

图表 45：2017-1H22 公司线上渠道收入及同比增速



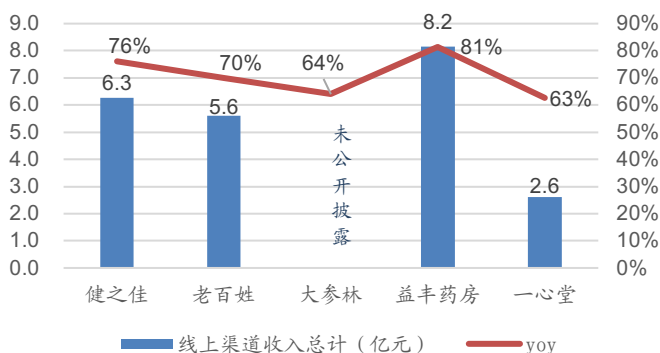
来源：公司年报，公司招股说明书，国金证券研究所

图表 46：2017-1H22 公司线上渠道收入占比



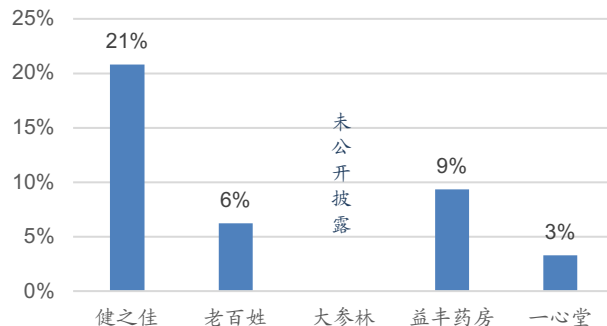
来源：公司年报，公司招股说明书，国金证券研究所

图表 47：1H22 头部零售药房线上渠道收入及同比增速



来源：公司年报，国金证券研究所

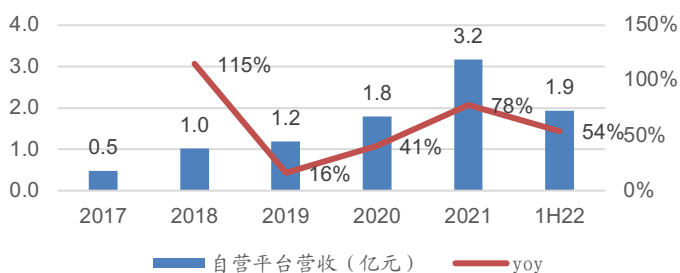
图表 48：1H22 头部零售药房线上渠道收入占比



来源：公司年报，国金证券研究所

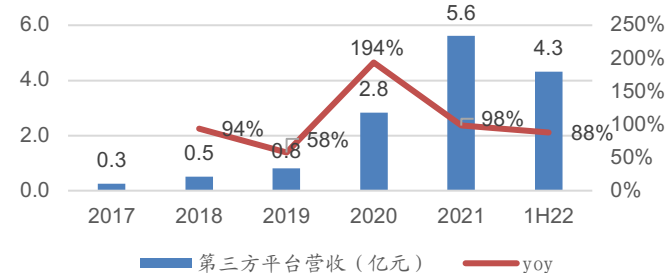
- 一方面，公司持续优化自营平台服务，保持自营预订及自提、送货系统佳 E 购的门店全覆盖。2022 年公司推出“健之佳急送”业务，通过同城送货平台提供更及时的在线预订、送货上门服务。2022H1 公司自营平台收入同比增速为 54%。另一方面，公司强化传统第三方电商平台 B2C 业务、第三方 O2O 平台业务的运营管理，第三方平台收入占线上渠道收入比重显著提升，2022H1 第三方平台收入占比为 69%，实现营收 4.3 亿元，同比增速达 88%，其中 B2C 业务收入占比明显高于 O2O 业务，为 65%。

图表 49：公司自营平台营收及同比增速



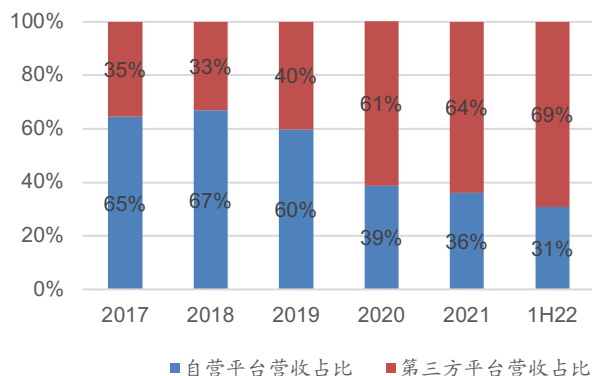
来源：公司年报，公司招股说明书，国金证券研究所

图表 50：公司第三方平台营收及同比增速



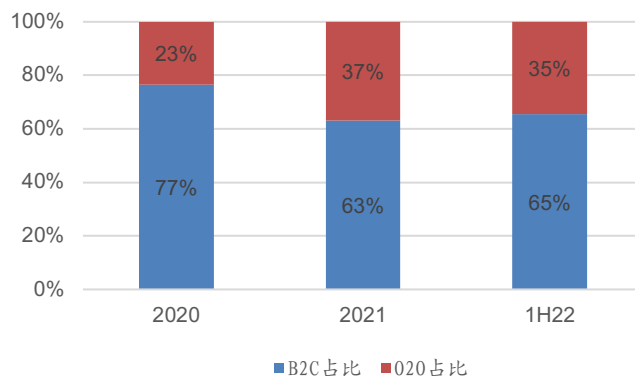
来源：公司年报，公司招股说明书，国金证券研究所

图表 51：公司自营平台、第三方平台营收占比情况



来源：公司年报，公司招股说明书，国金证券研究所

图表 52：公司第三方互联网平台收入占比情况



来源：公司年报，公司招股说明书，国金证券研究所

盈利预测与投资建议（不考虑唐人医药并表影响）

- **外延扩张下短期收入端增速较快，利润端业绩将延期释放。**一方面，“一退两抗”药品管控更为灵活，短期扰动因素弱化，下半年公司业绩确定性提高。受疫情影响，公司多地区门店出现暂停销售“一退两抗”药品情况，导致部分顾客减少到店或回流至医疗机构，门店客流略微下降，且门店曾暂时关闭，对公司业绩产生不利影响。随着相关商品管控更加灵活精准，公司下半年业绩确定性提高。另一方面，公司处于较快速外延扩张阶段，截至 2022 年中报，公司新店、次新店合计占比 34%，处于成长期的门店产出低、整体坪效下降，由于门店培育和整合需要时间且将产生较高费用，对公司短期业绩带来压力，预计短期公司利润端增速将低于收入端。随着公司对新建门店培育更趋完善、对新并购门店整合能力日益加强，同时随着门店成熟，公司业绩将逐步释放；此外公司将加强产品价格管控，同时借助疫情机会加大店面租金议价能力，在一定程度上缓解利润压力。
- **中西成药：**公司自 2022 年初确定应对政策、市场变化的品类策略，积极承接院内顾客外流长期趋势带来的增量业务，上半年同比+32%，明显快于主营业务收入 26%的增长率。随着公司门店的有序扩张和处方药的逐步外流，公司中西成药业务将持续增长，预计 22-24 年间收入实现同比增速 31%，31%，31%。随着药品品类的逐步外流，公司对上游议价能力逐步加强，同时公司加强产品竞价管理以应对短期利润端压力，预计中西成药毛利率 22-24 年间分别保持 32%，31%，30%。
- **中药材、保健食品和医疗器械：**2022 年 4 月，医保政策统一，保健食品、部分医疗器械及中药材不再纳入个人医保结算范围，政策变化带来消费者阶段性消费行为的改变，我们预计以上商品销售增速将出现阶段性下滑。我们预计 22-24 年间，中药材实现收入同比增速 20%、18%和 15%，保健食品收入实现同比增速 5%、2%和 2%，医疗器械收入实现同比增速 20%、18%和 15%。公司坚持品牌塑造，加大贴牌商品的引进，贴牌产品的规划、选择，产品毛利率水平将能较好维持当前水平。参考历史数据，我们保守预计 22-24 年间，中药材毛利率 46%、46%和 46%，保健食品毛利率 46%、45%和 45%，医疗器械毛利率 45%、44%和 43%。
- **生活便利品：**公司依托之佳便利店，围绕顾客“预防和健康”的实际需求，继续重视发挥生活便利品等非药产品的规划和引进、推广，预计 22-24 年生活便利品收入将维持历史水平，我们保守估计将实现同比增速 6%、6%和 6%，毛利率维持 25%、25%和 25%。

图表 53：公司主营业务盈利预测

单位：百万元	2019A	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	3,529	4,466	5,235	6,534	8,178	10,291
YOY	28%	27%	17%	25%	25%	26%
营业成本	2,288	2,961	3,359	4,086	5,209	6,636
毛利率	35%	34%	36%	37%	36%	36%
中西成药业务						
业务营业收入	2,175	2,697	3,260	4,272	5,594	7,344
YOY%	35%	24%	21%	31%	31%	31%
业务营业成本	1,527	1,921	2,287	2,905	3,863	5,122
业务毛利率	30%	29%	30%	32%	31%	30%
占总营业收入比例	62%	60%	62%	65%	68%	71%
中药材业务						
业务营业收入	159	165	195	234	276	318
YOY%	7%	4%	18%	20%	18%	15%
业务营业成本	84	90	106	126	149	172
业务毛利率	47%	46%	46%	46%	46%	46%
占总营业收入比例	4%	4%	4%	4%	3%	3%
保健食品业务						
业务营业收入	305	337	400	419	428	436
YOY%	16%	11%	19%	5%	2%	2%
业务营业成本	158	185	209	227	235	240
业务毛利率	48%	45%	48%	46%	45%	45%
占总营业收入比例	9%	8%	8%	6%	5%	4%
医疗器械业务						
业务营业收入	276	580	529	634	748	861
YOY%	40%	110%	-9%	20%	18%	15%
业务营业成本	159	351	298	349	419	491
业务毛利率	42%	39%	44%	45%	44%	43%
占总营业收入比例	8%	13%	10%	10%	9%	8%
个人护理品业务						
业务营业收入	76	92	101	117	136	164
YOY%	7%	22%	10%	15%	17%	20%
业务营业成本	55	80	88	86	109	131
业务毛利率	28%	14%	14%	26%	20%	20%
占总营业收入比例	2%	2%	2%	2%	2%	2%
体检服务业务						
业务营业收入	12	9	10	9	8	8
YOY%	-6%	-24%	9%	-10%	-5%	-5%
业务营业成本	4	6	7	7	7	7
业务毛利率	67%	33%	31%	15%	15%	15%
占总营业收入比例	0%	0%	0%	0%	0%	0%
生活便利品业务						
业务营业收入	325	345	369	392	415	440
YOY%	9%	6%	7%	6%	6%	6%
业务营业成本	250	265	275	294	311	330
业务毛利率	23%	23%	25%	25%	25%	25%
占总营业收入比例	9%	8%	7%	6%	5%	4%

来源：国金证券研究所

- **费用率：**公司持续推进、深化西南地区拓展进度，稳健、快速拓展门店网络，职工薪酬、租赁费、办公、长期待摊费用摊销、水电、资产折旧费费等营运支出以及线上渠道第三方平台服务费将随之持续增长，与此同时公司也借助疫情机会加大店面租金议价能力，且规模优势将逐步显现，预计 22-24 年销售费用率分别为 27.5%、26.6%和 25.8%；随公司业务规模增长管理费用将保持稳步增长，预计管理费用率保持将较为稳定。

图表 54：主要费用率预测

	2019A	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
销售费用率	25.2%	23.3%	25.6%	27.5%	26.6%	25.8%
管理费用率	3.0%	3.3%	2.6%	2.5%	2.5%	2.5%

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。**我们预计公司预计 2022-2024 年归母净利润分别为 3.40、4.03 和 5.01 亿元，增速分别为 13%，18%，24%，选用相对估值法（市盈率法）对公司进行估值。公司属药店板块，我们选择类似属性的益丰药房、大参林、老百姓、一心堂和漱玉平民作为可比公司，考虑公司区域聚焦与全国扩张不确定性，给予 2022 年 18 倍 PE，目标价 62 元，首次覆盖给予公司“买入”评级。

图表 55：可比公司估值比较（市盈率法，数据截至 2022.10.12 收盘）

代码	名称	股价	EPS					PE				
			2020A	2021A	2022E	2023E	2024E	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
603939	益丰药房	49.95	62.40	44.61	1.55	1.94	2.41	1.46	1.24	32.27	25.71	20.69
603233	大参林	31.11	48.58	42.09	1.09	1.37	1.68	1.62	1.00	28.42	22.77	18.47
603883	老百姓	33.00	41.35	30.15	1.36	1.65	2.00	1.52	1.64	24.33	19.97	16.47
002727	一心堂	24.42	25.10	24.91	1.72	2.08	2.48	1.38	1.56	14.22	11.77	9.85
301017	漱玉平民	15.08		85.18	0.34	0.41	0.50	0.59	0.30	44.29	36.60	30.11
中位数										28.42	22.77	18.47
600566	健之佳	49.60	1.44	1.94	3.43	4.06	5.05	14.07	14.64	14.47	12.22	9.82

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；
- **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；
- **限售股解禁风险：**公司于 9 月 21 日解禁股权激励限售股份 27 万股，占总股本的 0.27%；此外将于 2023 年 6 月和 12 月分别解禁 0.25%、31.62%（占公司总股本比例）。
- **股东减持风险：**截至 2022 年中报，公司股东蓝波持股 14%（占公司总股本比例，下同），王艳萍持股 10%，郝培林持股 2.4%；若公司原始股东减持，将对股价带来一定程度影响。

附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)							资产负债表 (人民币百万元)						
	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E		2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
主营业务收入	3,529	4,466	5,235	6,534	8,178	10,291	货币资金	443	1,622	983	1,368	1,295	1,325
增长率		26.6%	17.2%	24.8%	25.2%	25.8%	应收账款	161	199	285	430	515	648
主营业务成本	-2,288	-2,961	-3,359	-4,086	-5,209	-6,636	存货	609	731	1,121	1,441	1,748	2,121
%销售收入	64.9%	66.3%	64.2%	62.5%	63.7%	64.5%	其他流动资产	186	241	108	341	476	639
毛利	1,240	1,505	1,876	2,448	2,970	3,655	流动资产	1,399	2,793	2,497	3,579	4,035	4,733
%销售收入	35.1%	33.7%	35.8%	37.5%	36.3%	35.5%	%总资产	70.1%	80.5%	47.9%	49.7%	50.2%	52.7%
营业税金及附加	-16	-15	-11	-13	-16	-21	长期投资	0	0	10	20	20	20
%销售收入	0.4%	0.3%	0.2%	0.2%	0.2%	0.2%	固定资产	368	377	474	1,086	1,281	1,416
销售费用	-888	-1,040	-1,340	-1,797	-2,175	-2,655	%总资产	18.4%	10.9%	9.1%	15.1%	15.9%	15.8%
%销售收入	25.2%	23.3%	25.6%	27.5%	26.6%	25.8%	无形资产	223	292	792	992	1,041	1,085
管理费用	-106	-147	-138	-163	-204	-257	非流动资产	596	675	2,717	3,626	3,999	4,255
%销售收入	3.0%	3.3%	2.6%	2.5%	2.5%	2.5%	%总资产	29.9%	19.5%	52.1%	50.3%	49.8%	47.3%
研发费用	0	0	0	0	0	0	资产总计	1,996	3,469	5,214	7,205	8,034	8,988
%销售收入	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	短期借款	25	79	414	816	872	923
息税前利润 (EBIT)	230	303	387	475	574	722	应付款项	1,201	1,499	1,849	2,307	2,568	2,931
%销售收入	6.5%	6.8%	7.4%	7.3%	7.0%	7.0%	其他流动负债	136	140	158	188	224	281
财务费用	-11	-9	-48	-29	-53	-61	流动负债	1,362	1,719	2,421	3,312	3,665	4,134
%销售收入	0.3%	0.2%	0.9%	0.4%	0.6%	0.6%	长期贷款	36	31	25	325	325	325
资产减值损失	-13	-16	-15	-15	-21	-25	其他长期负债	19	17	875	1,025	1,220	1,355
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0	负债	1,418	1,767	3,321	4,662	5,210	5,815
投资收益	0	1	6	-1	5	5	普通股股东权益	592	1,717	1,910	2,561	2,843	3,193
%税前利润	0.0%	0.3%	1.7%	n.a	0.9%	0.7%	其中：股本	40	53	70	99	99	99
营业利润	221	292	354	457	526	662	未分配利润	385	629	783	1,021	1,302	1,653
营业利润率	6.3%	6.5%	6.8%	7.0%	6.4%	6.4%	少数股东权益	-14	-15	-17	-18	-19	-20
营业外收支	-3	8	4	-5	10	5	负债股东权益合计	1,996	3,469	5,214	7,205	8,034	8,988
税前利润	218	301	358	452	536	667	比率分析						
利润率	6.2%	6.7%	6.8%	6.9%	6.5%	6.5%		2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
所得税	-52	-51	-59	-113	-134	-167	每股指标						
所得税率	23.9%	17.0%	16.5%	25.0%	25.0%	25.0%	每股收益	4.229	4.739	4.323	3.427	4.057	5.050
净利润	166	249	299	339	402	500	每股净资产	14.881	32.399	27.468	25.804	28.644	32.179
少数股东损益	-2	-2	-1	-1	-1	-1	每股经营现金净流	8.493	5.974	10.707	7.596	9.096	10.919
归属于母公司的净利润	168	251	301	340	403	501	每股股利	0.000	2.300	1.575	1.028	1.217	1.515
净利率	4.8%	5.6%	5.7%	5.2%	4.9%	4.9%	回报率						
现金流量表 (人民币百万元)							净资产收益率	28.42%	14.63%	15.74%	13.28%	14.17%	15.69%
	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E	总资产收益率	8.42%	7.24%	5.76%	4.72%	5.01%	5.58%
净利润	166	249	299	339	402	500	投入资本收益率	27.23%	13.80%	13.75%	9.61%	10.63%	12.16%
少数股东损益	-2	-2	-1	-1	-1	-1	增长率						
非现金支出	72	84	563	526	613	684	主营业务收入增长率	27.57%	26.58%	17.21%	24.82%	25.16%	25.83%
非经营收益	12	10	45	53	60	74	EBIT 增长率	18.43%	31.52%	27.87%	22.73%	20.73%	25.88%
营运资金变动	88	-27	-162	-164	-173	-175	净利润增长率	25.83%	49.39%	19.66%	13.16%	18.40%	24.47%
经营活动现金净流	338	317	744	903	1,084	1,084	总资产增长率	18.17%	73.81%	50.33%	38.19%	11.50%	11.88%
资本开支	-133	-133	-386	-909	-354	-309	资产管理能力						
投资	-39	-5	-345	-70	-80	-100	应收账款周转天数	15.5	12.2	13.8	21.0	20.0	20.0
其他	0	1	6	-1	5	5	存货周转天数	90.7	82.6	100.7	130.0	125.0	120.0
投资活动现金净流	-172	-137	-724	-980	-429	-404	应付账款周转天数	110.9	100.6	104.4	115.0	100.0	85.0
股权募资	0	902	26	413	0	0	固定资产周转天数	38.0	30.5	27.9	45.4	40.5	35.2
债权募资	-39	49	-49	690	56	50	偿债能力						
其他	-57	-28	-642	-149	-195	-232	净负债/股东权益	-66.09%	-88.82%	-28.74%	-11.26%	-8.40%	-9.99%
筹资活动现金净流	-97	923	-666	953	-139	-182	EBIT 利息保障倍数	20.7	32.4	8.0	16.6	10.8	11.9
现金净流量	69	1,103	-646	727	334	498	资产负债率	71.05%	50.94%	63.69%	64.71%	64.85%	64.69%

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	5	6	13
增持	0	1	3	3	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	0.00	2.00	1.38	1.33	1.00

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。本报告反映撰写研究人员的不同设想、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,国金证券不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他任何损失承担任何责任。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,亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用,在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险,可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

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。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密,只有符合条件的收件人才能使用。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;本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要,不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具,本报告的收件人须保持自身的独立判断。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。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告,则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议,国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有,保留一切权利。

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