

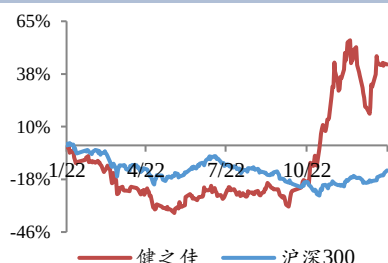
规模布局持续发力，多元化业态富有成效

投资评级：买入（首次）

报告日期：2023-01-17

收盘价（元）	87.32
近 12 个月最高/最低（元）	95.10/41.54
总股本（百万股）	99
流通股本（百万股）	58
流通股比例（%）	58.95
总市值（亿元）	87
流通市值（亿元）	51

公司价格与沪深 300 走势比较



分析师：谭国超

执业证书号：S0010521120002

邮箱：tangc@hazq.com

分析师：李昌幸

执业证书号：S0010522070002

邮箱：licx@hazq.com

主要观点：

● 健之佳：连锁药店属精品，省外扩张进行时

健之佳从云南昆明起步，逐年发展，形成从事药品、保健食品、个人护理品、家庭健康用品、便利食品、日用消耗品等健康产品的连锁零售业务和相关服务的云南零售药店明星品牌。截至 2022 年 9 月底，公司共拥有门店 3983 家，公司于 2022 年 8 月底完成对唐人医药的收购交割，正式进军辽宁与河北两大市场。

自 2014 年以来，公司营业收入及净利润保持稳健增长，2014-2019 年公司年复合增长率为 16.18%，均保持每年增长率递增。公司 2022 年前三季度实现营收 47.09 亿元（同比+28.43%），归母净利润 1.93 亿元（同比-1.80%），扣非归母净利润 1.94 亿元（同比+3.93%）。

● 药店行业：长中短期逻辑推动持续发展

零售药店是不可或缺的医疗终端，近年来零售药店端的销售额在整体医疗终端中的占比不断提升。2021 年药店零售终端市场销售额为 4774 亿元，占整体药品销售额的 26.9%。

- 长期趋势：连锁率提升进行时。国内零售药店经过多年的发展，药店数量从 2006 年的近 32 万家增长为 2021 年的 58.7 万家，连锁率从 38% 升至 57.17%。但相较于美日这些医药商业更为成熟的发达国家，中国药店的连锁率仍旧偏低，因此未来中国药店连锁率提升是确定性趋势。

- 中期增量：政策加持，处方外流走上快车道。无论是从政策上还是数据上来看，处方外流都是确定性方向。尤其是在近年来药品“零加成”、带量采购、双通道政策、处方流转平台等重磅政策的推行下，零售端的价值越来越被处方药厂家所重视。随着“双通道”+“两定”等政策的落地，线下渠道的价值将进一步强化，预计在中期的 3-5 年内处方外流会上快车道。

- 短期催化：2022 年逐步恢复，疫情防控政策变化下未来可期。经历 2021 年疫情反复、20 年高基数等因素影响下的增速下滑，加上 2022 年上半年疫情的持续干扰，导致原先预期的恢复有所推迟。但在行业大逻辑支撑下，疫情影响也会持续减弱，随之传统开店增长的行业本质会更加凸显。整体来看，2023 年的内生增长逐步恢复，叠加疫情防控政策变化带来增量，看好 2023 年药店板块。

整体而言，日本药店发展经验有借鉴意义，对比医药电商线下优势仍旧不可替代，国内药店行业从地域走向全国，开启集中化、专业化与多元化之路，头部药店充分受益。

● 经营差异化，业态多元化

稳步并购助力扩张。健之佳“立足云南、深耕西南、向全国拓展”，以“中心城市为核心向下渗透”的门店扩张策略、“自建+收购”双轮驱动

的模式持续夯实云南利润中心，并向重庆、广西、四川市场重点倾斜资源。从 2021~2022 年并购频发，省外拓张有序推进，公司未来成长将继续保持内生与外延协同，双轮驱动之下扩张之路有望提速。

西南地区的差异化经营。公司深耕西南，继续强化云南地区的密集布点。健之佳以“中心城市为核心向下渗透”的经营模式充分挖掘下沉市场，带动健康相关产品的不断扩容，2022 年中报显示，健之佳在云南 129 个县区中，已覆盖 109 个县区，整体覆盖率达 84.5%。

多元业态助力可持续性成长。健之佳坚持“店型多元化和服务专业化”，在以医药零售为主要业态的基础上，开立便利店、中医诊所、社区诊所、体检中心等店型，探索“药店+便利店”“药店+诊所”“药店+体检中心”的模式。其中“之佳便利”作为健之佳强化“健康+专业+便利”的经营定位的重要举措，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，在云南省已初具规模，为会员提供高频、便利的更全面服务。

● 投资建议

我们预计，公司 2022~2024 年收入分别 71.3/97.7/122.7 亿元，分别同比增长 36.2%/37.1%/25.6%，归母净利润分别为 3.3/4.1/5.1 亿元，分别同比增长 9.4%/24.9%/24.9%，对应估值为 26X/21X/17X。首次覆盖，给予“买入”投资评级。

● 风险提示

政策调整不及预期、处方外流规模不及预期、药店扩张不及预期等。

● 重要财务指标

单位:百万元

主要财务指标	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	5235	7129	9771	12269
收入同比 (%)	17.2%	36.2%	37.1%	25.6%
归属母公司净利润	301	329	411	513
净利润同比 (%)	19.7%	9.4%	24.9%	24.9%
毛利率 (%)	35.8%	35.9%	36.0%	35.9%
ROE (%)	15.7%	14.5%	15.3%	16.1%
每股收益 (元)	4.36	3.32	4.14	5.17
P/E	17.56	26.33	21.08	16.88
P/B	2.79	3.82	3.23	2.71
EV/EBITDA	5.96	11.42	7.88	6.42

资料来源: wind, 华安证券研究所

正文目录

1 健之佳：连锁药店属精品，省外扩张进行时	5
2 药店行业：长中短期逻辑推动持续发展	8
2.1 零售药店是不可或缺的医疗终端	8
2.2 长期趋势：连锁率提升进行时	8
2.3 中期增量：政策加持，处方外流走上快车道	9
2.4 短期催化：2022 年逐步恢复，疫情防控政策变化下未来可期	11
2.5 日本药店发展经验有借鉴意义，对比医药电商线下优势仍旧不可替代，药店行业开启集中化、专业化与多元化之路	12
3 经营差异化，业态多元化	14
3.1 稳步并购助力扩张	14
3.2 西南地区的差异化经营	16
3.3 多元业态助力可持续性成长	17
4 盈利预测与投资建议	18
4.1 盈利预测与估值分析	18
4.2 投资逻辑与建议	19
风险提示：	20
财务报表与盈利预测	21

图表目录

图表 1 健之佳发展历程.....	5
图表 2 健之佳股权结构 (2022 年 Q3)	6
图表 3 健之佳 2016-2022Q1-Q3 营业收入及利润情况	6
图表 4 2012 年-2021 健之佳主营收入结构	7
图表 5 2012 年-2021 健之佳各业务毛利率 (%)	7
图表 6 2012 年-2021 健之佳各区域收入结构 (亿元)	7
图表 7 2021 年健之佳各区域收入占比	7
图表 8 2014-2021 年健之佳毛利率及净利率	8
图表 9 2014-2021 年健之佳费用率情况	8
图表 10 三大药品终端市场销售额占比情况	8
图表 11 三大药品终端销售额增速比较	8
图表 12 中国零售药店数量 (家) 及连锁率	9
图表 13 2017-2021 年中国百强连锁药店行业集中度变化	9
图表 14 中国药店连锁率有很大提升空间	9
图表 15 处方外流相关政策梳理	9
图表 16 2020 年中国医药市场 Rx 贡献率	11
图表 17 2019-2021 年零售端处方药销售份额逐年增长	11
图表 18 零售渠道进一步受到重视	11
图表 19 2019-2022Q3 药店行业收入、利润增速以及核心财务指标情况	12
图表 20 药店板块季度收入增速	12
图表 21 药店板块季度净利润增速	12
图表 22 日本医药分离发展进程	13
图表 23 日本医药分离发展进程	13
图表 24 日本药店龙头 WELCIA&鹤羽的破局之道	13
图表 25 2013-2021 年中国实体药店和网上药店(含药品和非药品)销售额占比	14
图表 26 各级城市 O2O 规模占比 (2021Q1)	14
图表 27 2020-2022H1 公司门店扩张情况	15
图表 28 2021-2022 健之佳资产购买情况梳理	15
图表 29 2021 一心堂与健之佳日均平效 (元/平方米)	16
图表 30 2022H1 一心堂与健之佳日均平效 (元/平方米)	16
图表 31 2020-2022H1 便利店扩张情况	17
图表 32 便利店营业收入和毛利情况	17
图表 33 全渠道营销情况	17
图表 34 六大上市连锁 2021 年 O2O 门店覆盖率	17
图表 35 业绩拆分 (百万元)	18
图表 36 可比估值	19

1 健之佳：连锁药店属精品，省外扩张进行时

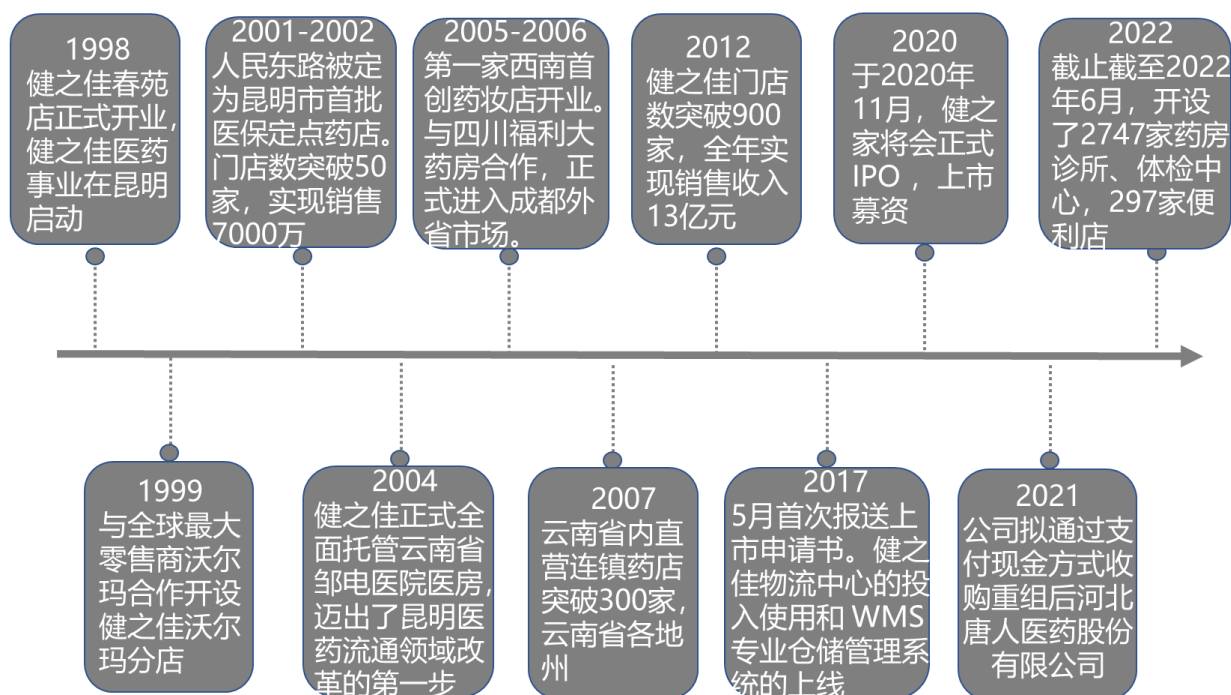
健之佳从云南昆明起步，逐年发展，形成从事药品、保健食品、个人护理品、家庭健康用品、便利食品、日用消耗品等健康产品的连锁零售业务和相关服务的云南零售药店明星品牌。

2003 年前后健之佳依托较为完善的连锁零售网络和专业医药服务实力，在昆明初步建立销售格局。2004 年到 2008 年，健之佳进入云南地州地区，进军四川、重庆、广西等地区，开设药妆店、中医馆、体检中心等多种健康连锁店。2011 到 2017 年健之佳陆续推出“专业药事服务”“慢病管理服务”，依托“互联网+药品”“药店+便利店”等商业模式，快速扩大起市场份额。

2020 年，健之佳在上交所主板成功上市。2021 年 5 月 24 日，公司首次进行股权激励授予，授予公司高级管理人员及核心业务人员共 171 人 62.58 万股。

截止截至 2022 年 6 月，在健之佳的经营业态中，共有 2747 家药房、诊所、体检中心，其中云南省 2188 家，川渝桂地区 588 家。健之佳在云南拥有 297 家便利店。

图表 1 健之佳发展历程



资料来源：公司公告，华安证券研究所

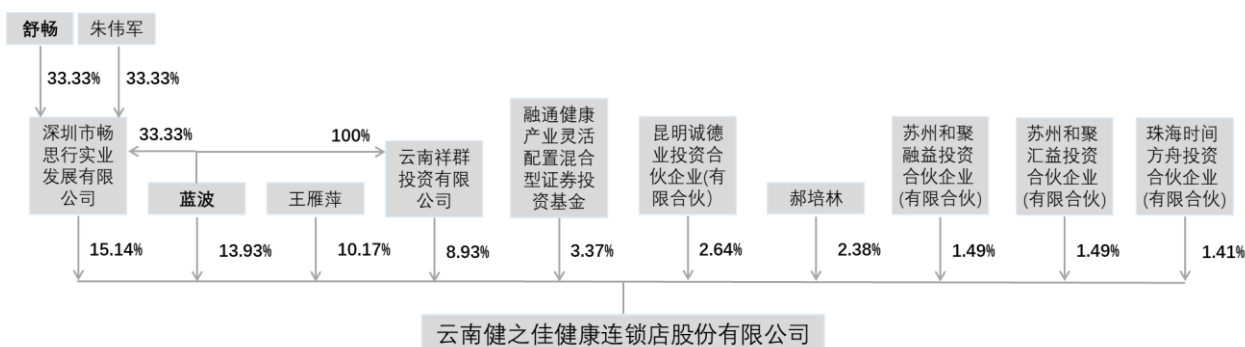
股权集中于创始人，高效而稳定。健之佳从 2004 年有限公司成立以后，便由蓝波、畅思行和王雁萍为实际控制人，核心管理层对公司掌握度高，股权稳定、决策高效。蓝波、舒畅分别持有公司股份 27.9%、5.04%。截至 2022 年 6 月 30 日，第一大股东深圳市畅思行实业发展有限公司由舒畅、严冬、蓝波三人公同持股 22.37%，第三大股东王雁萍持有公司股票 10.17%。

公司董事长兼总经理的蓝波先生毕业于上海交通大学，获得工商管理硕士学位，曾在深圳海王星辰连锁药房有限公司，任财务总监、常务副总经理。2004 年 9 月

至今，在健之佳任董事长、总经理，公司其余高管也有着丰富的从业经验，均在健之佳有着长期任职经历。

2021 年推出上市以来首次股权激励，绑定核心人员彰显增长信心。健之佳公布的 2021 年限制性股票激励计划中，在 2021 年至 2023 年间，向 178 名高级管理人员及核心人员授予 53 万股限制性股票，首次授予价格为 55.79 元/股，数量占公司已发行股本总额的 1.00%。解锁目标为：以 2020 年度业绩为基数，2021 年至 2023 年，净利润增长率分别不得低于 20%、40%、65%。此外，公司对个人层面还设置了绩效考核体系，以对激励对象的工作绩效作出综合评价。

图表 2 健之佳股权结构 (2022 年 Q3)

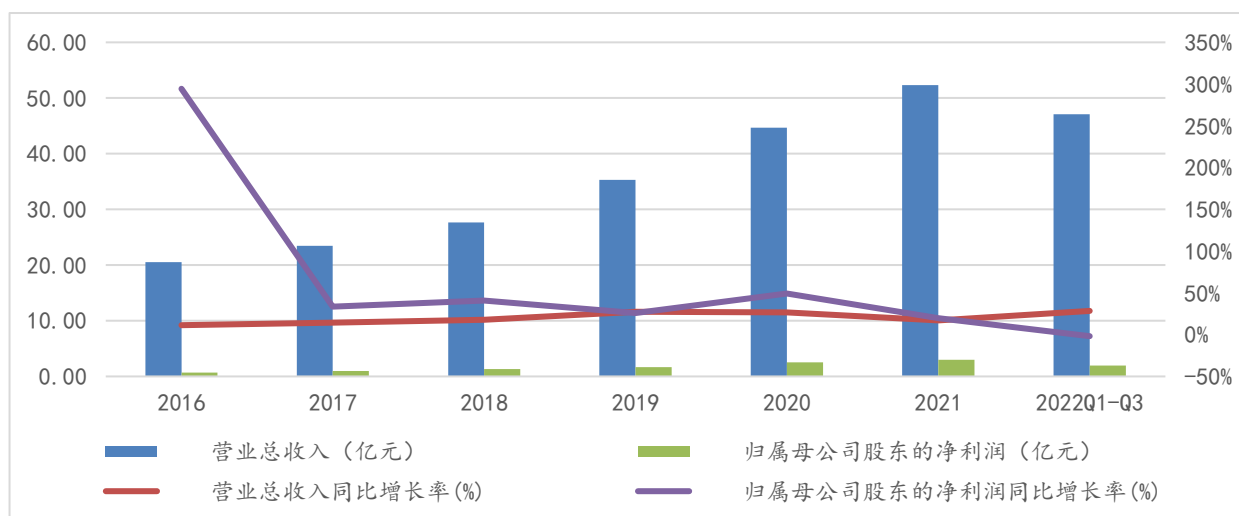


资料来源：wind，华安证券研究所

自 2014 年以来，公司营业收入及净利润保持稳健增长，2014-2019 年公司年复合增长率为 16.18%，均保持每年增长率递增。2019 年及 2020 的增速更超过 25%，得益于医药门店零售业务、便利门店零售业务增速提升皆超过 10%，展现出高速的增长。

2021 年与 2022 年由于疫情反复、药品限售、租赁准则等不确定性因素影响，药店行业增速放缓，但健之佳的营业收入与利润仍保持 21.80%、33.85% 的复合增长率，增长动力依然稳健。公司 2022 年前三季度实现营收 47.09 亿元 (同比+28.43%)，归母净利润 1.93 亿元 (同比-1.80%)，扣非归母净利润 1.94 亿元 (同比+3.93%)。

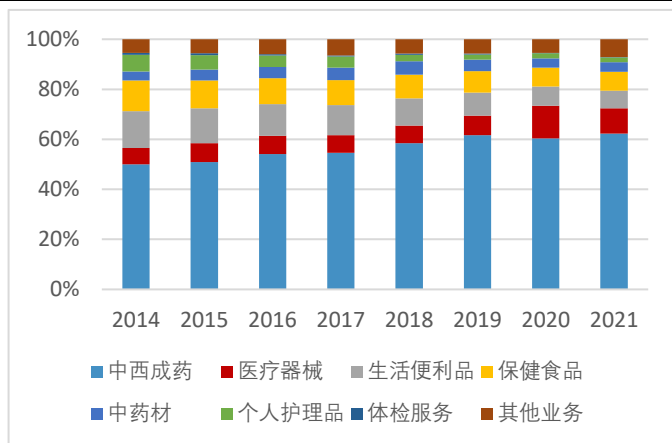
图表 3 健之佳 2016-2022Q1-Q3 营业收入及利润情况



资料来源：wind，华安证券研究所

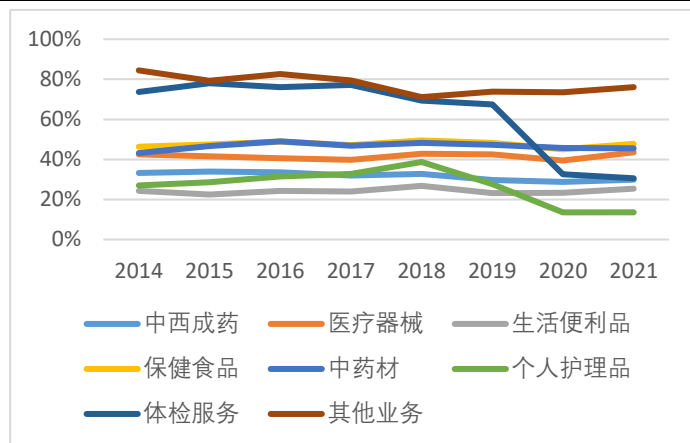
从公司主营结构上看, 中西成药是健之佳的最大收入来源, 2021 年营业收入占比为 60.77%, 且中西成药毛利率一直维持在 30% 左右的, 较为稳定。2019 年和 2020 年由于疫情物资和药店防疫措施影响, 体检服务和个人护理品毛利率有所下降, 随着影响解除, 2021 年下降放缓, 预计将逐步恢复正常。

图表 4 2012 年-2021 健之佳主营收入结构



资料来源: wind, 华安证券研究所

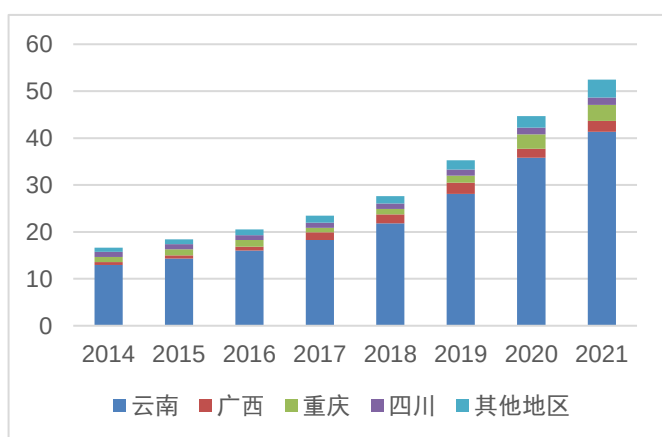
图表 5 2012 年-2021 健之佳各业务毛利率 (%)



资料来源: wind, 华安证券研究所

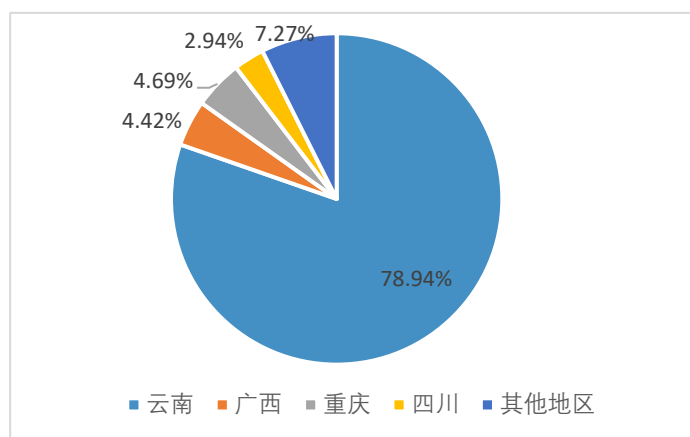
各区域营收上看, 云南地区一直是公司的绝对根据地, 2021 年云南的营收为 41.32 亿元, 占比为 78.94%。重庆、广西和四川地区占比 4.69%、4.42% 和 2.94%, 非云南地区保持增长。

图表 6 2012 年-2021 健之佳各区域收入结构 (亿元)



资料来源: wind, 华安证券研究所

图表 7 2021 年健之佳各区域收入占比

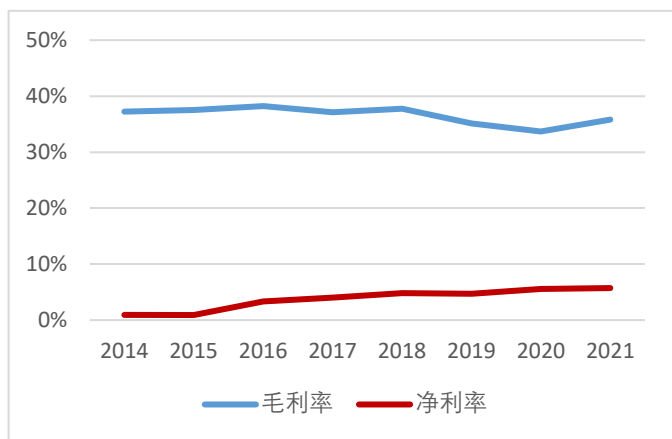


资料来源: wind, 华安证券研究所

健之佳毛利率基本保持平稳, 净利率逐年上升。2014 年-2019 年毛利率比较稳定, 2018 毛利率有小幅下降, 但在 2020 年逐步恢复。净利率有 2014 年 0.94%, 提升至 2021 年 5.72%。

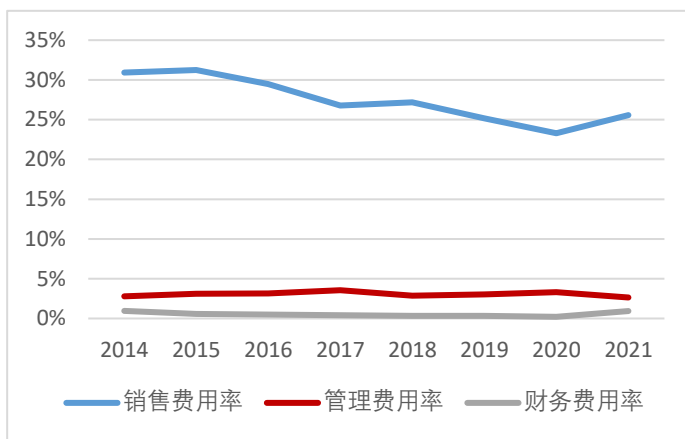
公司费用率控制较好, 三项费用中, 销售费用近年来有明显的下降趋势, 尤其是 2020 年疫情使销售活动无法开展, 销售费用率降至 23.30%, 随着疫情影响变小 2021 年有轻微上升。管理费用率和财务费用率也基本保持平稳状态。

图表 8 2014-2021 年健之佳毛利率及净利率



资料来源: wind, 华安证券研究所

图表 9 2014-2021 年健之佳费用率情况



资料来源: wind, 华安证券研究所

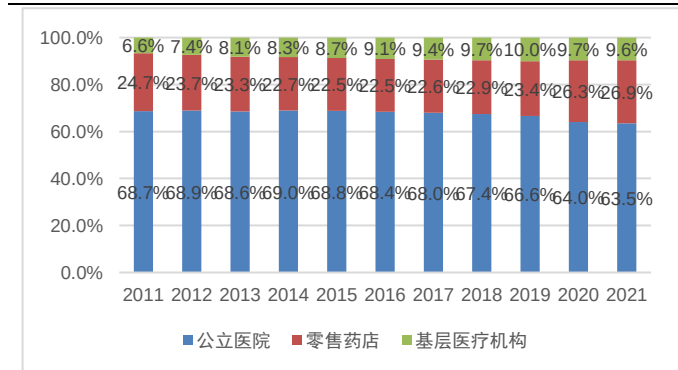
2 药店行业: 长中短期逻辑推动持续发展

2.1 零售药店是不可或缺的医疗终端

根据米内网数据显示, 2021 年三大药品销售终端的销售额为 17747 亿元, 虽然公立医院以 63.5% 占据主要地位, 但从近几年销售额占比的变化情况来看, 零售药店和基层医疗机构的占比正在逐渐增大。尤其是在 2020 年受新冠疫情影响后, 医院端销售额进一步减少, 而药店端重要性得到凸显, 2021 年药店销售额占比提升至 26.9%。

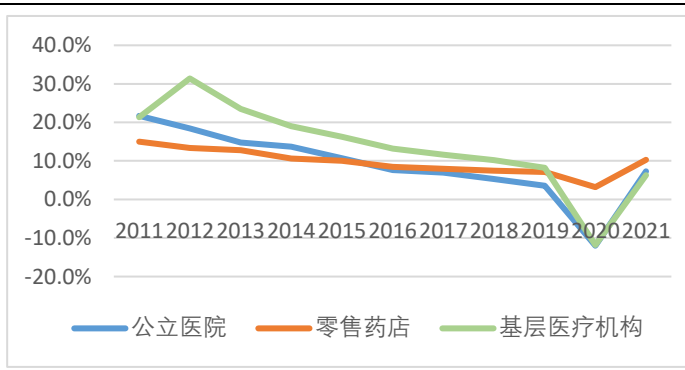
对比三大药品终端的销售额增速, 2020 年疫情影响下三大终端增速都出现下滑的情况下, 零售端仍旧保持正增长状态。而 2021 年零售端也仍以 10.3% 的增速领先医院和基层医疗终端, 可见零售药店终端的增长动力与韧性。

图表 10 三大药品终端市场销售额占比情况



资料来源: 米内网, 华安证券研究所

图表 11 三大药品终端销售额增速比较



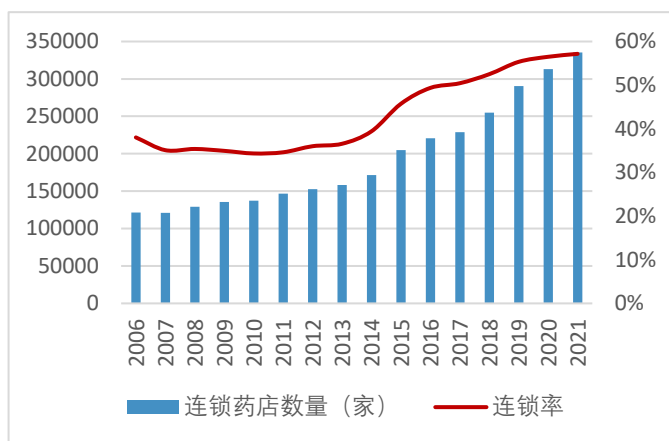
资料来源: 米内网, 华安证券研究所

2.2. 长期趋势: 连锁率提升进行时

中国药店在经历了初创期、快速成长期、跨区域连锁发展期、集中度提高期、多元化发展期这 5 个阶段的快速发展后, 中国药店数量也从 2006 年的近 32 万家增长为 2021 年的 58.7 万家, 2021 年增速为 5.89%。

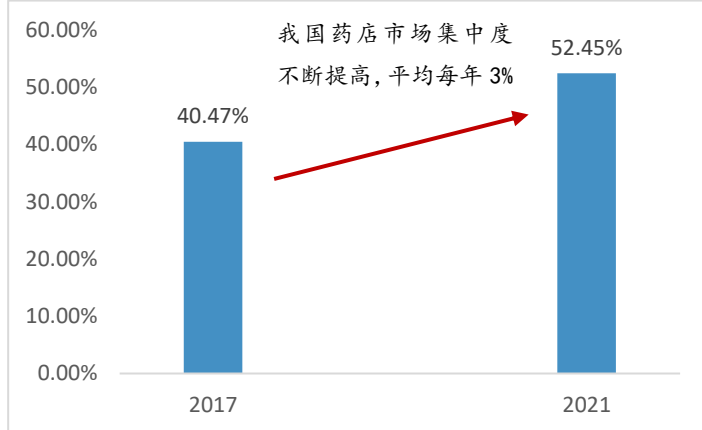
我国头部连锁药店的市场占有率逐年提升。2017 年中国百强连锁药店市场集中度为 40.47%, 2021 年增至 52.45%, 平均每年提升约 3pct。

图表 12 中国零售药店数量（家）及连锁率



资料来源：国家食品药品监督管理局，华安证券研究所

图表 13 2017-2021 年中国百强连锁药店行业集中度变化

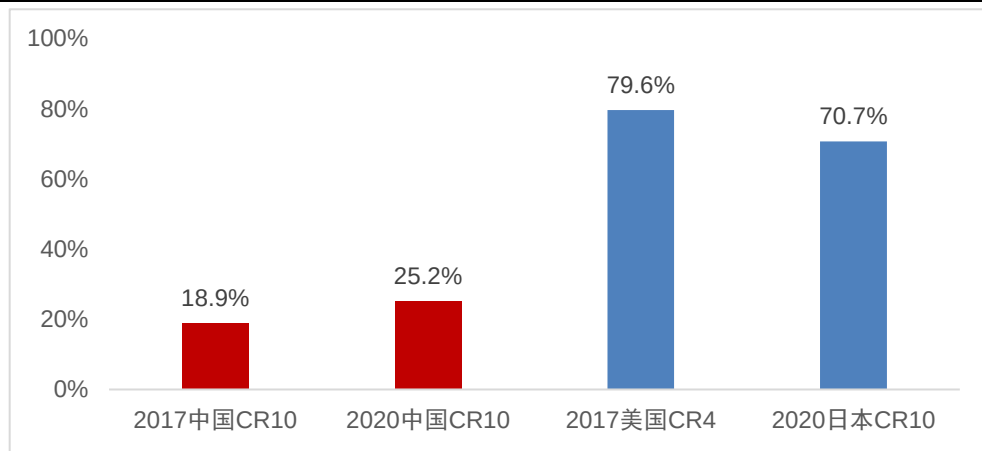


资料来源：华经产业研究，华安证券研究所

借鉴美日药店的发展经验，可以看出零售药店连锁化是药品零售行业的大势所趋。相较于美日零售药店连锁化率基本达到 60% 以上的态势，中国药店连锁率仍有很大提升空间。并且集中度上，中国十强连锁的市占率仅为 25.2%，远不及日本 CR10 市占率的 70.7%，更不及美国 CR4 的 79.6%。

参考美日的连锁率水平，假设到 2025 年中国药店连锁率达到 60% 水平，期间每年以 5% 的增速增长，到 2025 年中国的连锁药店数将突破 40 万家，仍有不小增长空间。

图表 14 中国药店连锁率有很大提升空间



资料来源：前瞻经济学人，中国药店，华安证券研究所

2.3 中期增量：政策加持，处方外流走上快车道

处方外流是指医院对外开放处方单，从而患者可以凭借处方单在零售药店购买处方药。其和医院药占比设置、“零加成”等政策一起，都是为打破国内医院长久以来的“以药养医”问题。一直以来医院都是处方药的主要开具渠道，但处方外流通过让处方流向非指定药店，以此来截断以药养医的渠道。

为推动处方外流，早在 2006 年卫生部就提出医院不得以任何方式限制处方外流推进医药分开，经过多年的发展，处方外流相关政策不断，主要都是集中在明确禁止限制处方外流、对零售药店的规范以及鼓励电子处方三大方向推动处方外流。

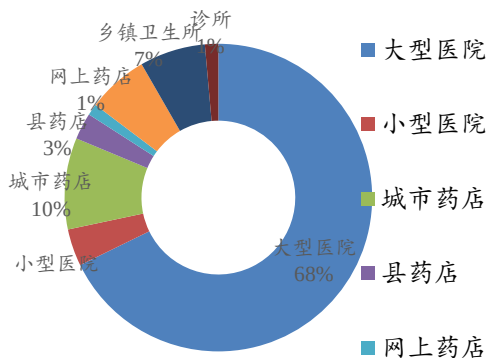
图表 15 处方外流相关政策梳理

颁布时间	颁布主体	文件	内容
2017 年 1 月	国务院办公厅	《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》	统筹推进取消药品加成、调整医疗服务价格、鼓励到零售药店购药，门诊患者可以自主选择在医疗机构或零售药店购药，医疗机构不得限制门诊患者凭处方到零售药店购药
2017 年 2 月	国家卫生和计划生育委员会、国家中医药管理局	《电子病历应用管理规范（试行）》	政府开始推动医药分开和电子处方外流
2017 年 4 月	国家七部委	《关于全面推开公立医院综合改革工作的通知》	到 2017 年底，前 4 批试点城市公立医院药占比（不含中药饮片）总体下降到 30% 左右，百元医疗收入（不含药品收入）中消耗的卫生材料降到 20 元以下。
2017 年 5 月	国务院办公厅	《深化医疗卫生体制改革 2017 年重点工作任务》	试行零售药店分类分级管理，鼓励连锁药店发展，探索医疗机构处方信息，医保结信息与药品零售消费信息互联互通、实时共享
2017 年 7 月	国家发展和改革委员会	《关于促进医药产业健康发展的指导意见重点工作部门分工方案》	禁止医疗机构限制处方外流，并且要求医疗机构应当按照药品通用名开具处方，主动向患者提供处方
2018 年 4 月	国务院办公厅	《关于促进“互联网+医疗健康”发展的意见》	对线上开具的常见病、慢性病处方，经药师审核后，医疗机构、药品经营企业可委托符合条件的第三方机构配送。探索医疗卫生机构处方信息与药品零售消费信息互联互通、实时共享，促进药品网络销售和医疗物流配送等规范发展
2018 年 8 月	国务院办公厅	《关于印发深化医药卫生体制改革 2018 年下半年重点工作任务的通知》	制定零售药店分类分级管理的指导性文件，支持零售药店连锁发展，允许门诊患者自主选择在医疗机构或零售药店购药。
2018 年 11 月	国务院办公厅	《国家组织药品集中采购试点方案》《4+7 城市药品集中采购文件》	在试点地区公立医疗机构报送的采购量基础上，进行带量采购，量价挂钩、以量换价，形成药品集中采购价格，试点城市公立医疗机构或其代表根据上述采购价格与生产企业签订带量购销合同。
2018 年 11 月	国家卫健委、国家中医药管理局	《关于加快药学服务高质量发展的意见》	坚持公立医院药房的公益性，公立医院不得承包、出租药房，不得向营利性企业托管药房。
2019 年 7 月	国务院办公厅	《国务院办公厅关于印发治理高值医用耗材改革方案的通知》	取消公立医疗机构医用耗材加成，2019 年底前实现全部公立医疗机构医用耗材“零差率”销售，高值医用耗材销售价格按采购价格执行。
2020 年 2 月	国务院	《关于印发加强医疗机构药事管理促进合理用药意见的通知》	坚持公立医疗机构药房的公益性，公立医疗机构不得承包、出租药房，不得向营利性企业托管药房，不得以任何形式开设营利性药房。
2020 年 3 月	国家医保局、国家卫健委	《关于推进新冠肺炎疫情防控期间开展“互联网+”医保服务的指导意见》	符合要求的互联网医疗机构为参保人提供的常见病、慢性病线上复诊服务，各地可依规纳入医保基金支付范围。互联网医疗机构为参保人在线开具电子处方，线下采取多种方式灵活配药，参保人可享受医保支付待遇。
2021 年 1 月	国家医保局	《零售药店医疗保障定点管理暂行办法》	零售药店正式运营 3 个月后即可申请定点，医保经办机构的评估完成时限不得超过 3 个月：定点零售药店可凭定点医疗机构开具的电子外配处方销售药品。定点零售药店可以申请纳入门诊慢特病购药定点机构，相关规定由统筹地区医疗保障部门另行制定。
2021 年 4 月	国务院办公厅	国务院办公厅关于建立健全职工基本医疗保险门诊共济保障机制的指导意见	将符合条件的定点零售药店提供的用药保障服务纳入门诊保障范围，支持外配处方在定点零售药店结算和配药，充分发挥定点零售药店便民、可及的作用。

资料来源：国务院，国家医保局，中国药店，华安证券研究所

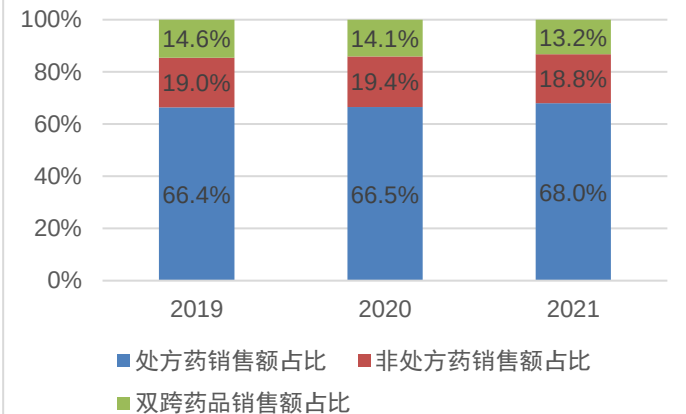
从处方药的渠道贡献来看,医院仍是主要渠道,大、小型医院占比合计超过 70%。不过作为处方承接方的零售市场,处方药占比提升明显。根据 RPDB 中国药品零售数据库数据统计,我国零售市场中,处方药份额从 2019 年的 66.4% 稳步上升至 2021 年的 68%。

图表 16 2020 年中国医药市场 Rx 贡献率



资料来源: RPDB, 华安证券研究所

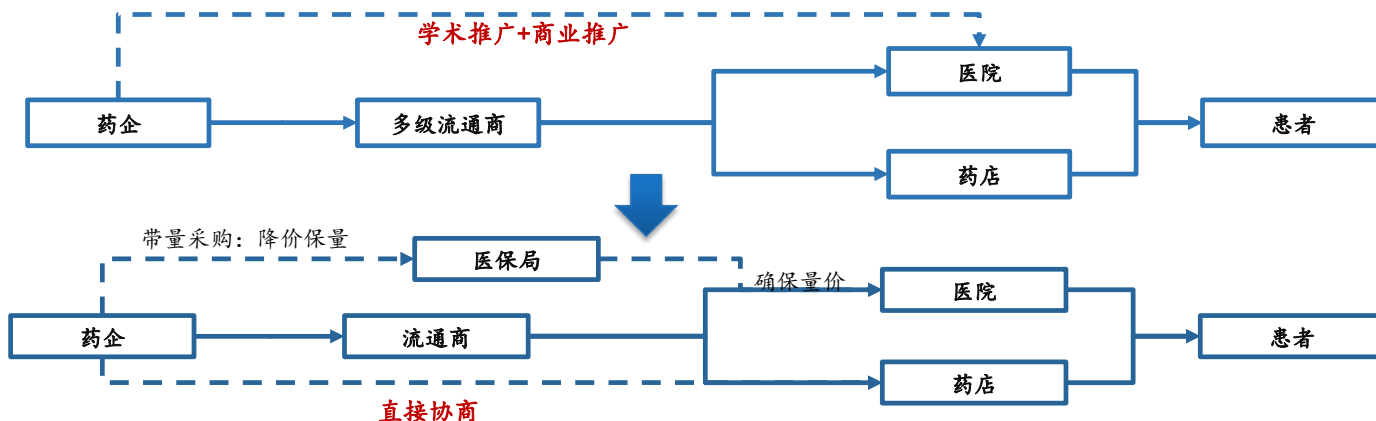
图表 17 2019-2021 年零售端处方药销售份额逐年增长



资料来源: RPDB, 华安证券研究所

在集采之前,医院端作为主要的药品销售渠道,坐享药品加成的高利润。因此无论是医院方还是厂家都有动力从医院药房开具药品,而那时的药店只能是一个医院的补充角色。作为药店营收主体的成药由于药店议价能力弱、厂家不重视,导致其往往是药店的负利润产品。而无奈的是,药店的客流量需要这些药品来维持,所以不得不仍然要上架这些负利润药品,再从其他产品中填补利润。而如今集采加上医院药品“零加成”等政策将之前的平衡格局打破。

图表 18 零售渠道进一步受到重视



资料来源: 医保局, 华安证券研究所

2.4 短期催化: 2022 年逐步恢复, 疫情防控政策变化下未来可期

2022 年逐步恢复正常。选取申万三级分类作为行业整体指标, 2021 年营业收入和利润端受 2020 年高基数、租金会计准则变化以及社保等多方面影响, 导致增速相对放缓。但 2022 前三季度逐步恢复, 收入端增速提升至 22.92%, 利润增速恢复至 15.15%。

图表 19 2019-2022Q3 药店行业收入、利润增速以及核心财务指标情况

线下药店(申万)	2019A	2020A	2021A	2021Q1-Q3	2022Q1-Q3
营业收入 YOY	25.87%	24.85%	14.23%	13.80%	22.92%
归母净利润 YOY	18.21%	23.33%	14.26%	11.77%	15.15%
毛利率	37.12%	35.43%	35.86%	36.59%	35.79%
净利率	5.75%	6.33%	5.33%	6.20%	5.51%
期间费用率	29.52%	27.32%	29.15%	28.89%	28.49%
销售费用率	24.67%	22.81%	24.18%	24.22%	23.75%
ROE (平均)	14.89%	17.16%	14.03%	11.92%	11.20%
经营性现金净流量/营业收入	10.69%	10.22%	11.86%	11.35%	13.42%

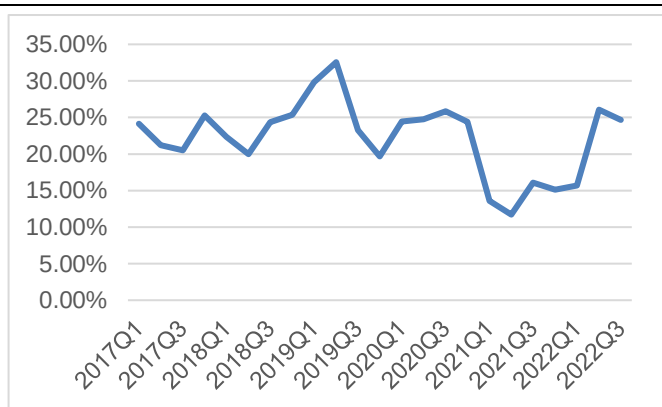
资料来源: wind, 华安证券研究所

线下药店(申万)板块收入增速恢复具有持续性, 2022Q2、Q3 收入增速分别为 26.07%、24.66%, 增速水平恢复到 2020 年疫情期间 25%左右水平线。

利润端季度增速恢复明显, 2022Q1-Q3 季度增速分别为-2.76%、8.26%、23.34%, 从 2022 年第二季度开始增速转正, 第三季度更是恢复到疫情前的正常水平。可预期在疫情防控逐步正常化下, 板块恢复将逐步兑现。

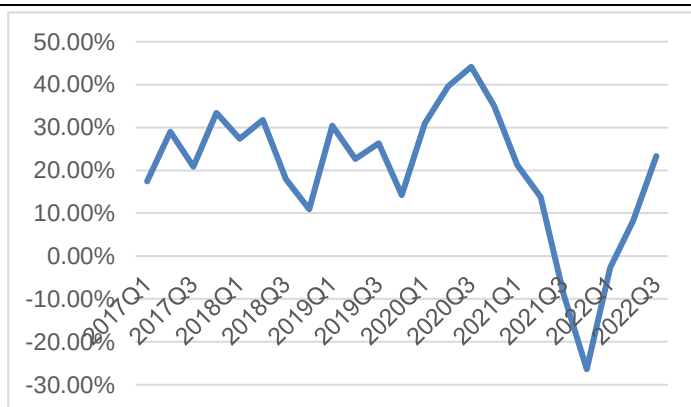
经历 2021 年疫情反复、20 年高基数等因素影响下的增速下滑, 加上 2022 年上半年疫情的持续干扰, 导致原先预期的恢复有所推迟。但在行业大逻辑支撑下, 疫情影响也会持续减弱, 随之传统开店增长的行业本质会更加凸显。整体来看, 2023 年的内生增长逐步恢复, 叠加疫情防控政策变化带来增量, 看好 2023 年药店板块。

图表 20 药店板块季度收入增速



资料来源: wind, 华安证券研究所

图表 21 药店板块季度净利润增速



资料来源: wind, 华安证券研究所

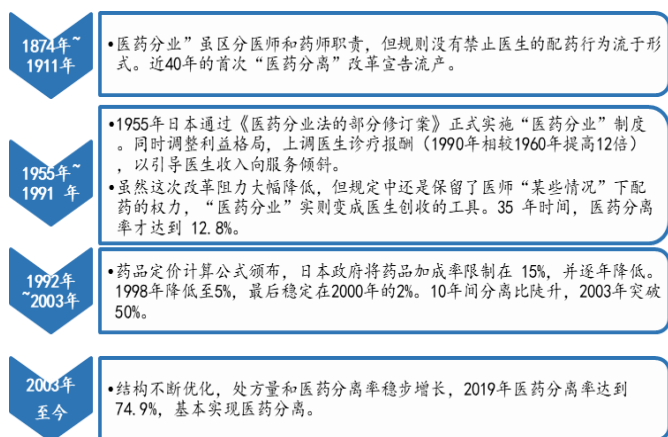
2.5 日本药店发展经验有借鉴意义, 对比医药电商线下优势仍旧不可替代, 药店行业开启集中化、专业化与多元化之路

日本同样走过一条从“以药养医”到“医药分离”的漫长道路。日本医药分离

可以追溯至明治时期，1874 年日本颁布《医制》首次写入“医药分业”，但在 1955 年日本通过的《医药分业法的部分修订案》才正式实施“医药分业”制度，截至 2019 年日本医药分离率达到了 74.9%，日本用了上百年时间才基本完成“医药分离”的改革。

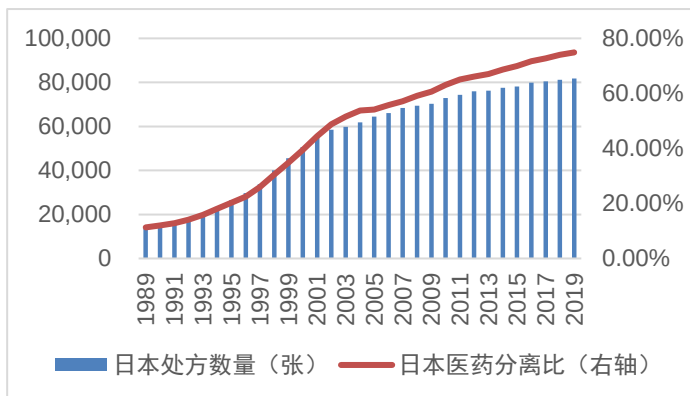
整体来看也是从最初的行政手段再到调整结构的过程，将医院的盈利重心从药品利润转移至诊疗服务上。经过多年努力，日本处方数量从 1989 年的 1.35 亿增长至 2015 年的 7.82 亿张，而医药分离率也从 1989 年的 11.3% 增长至 2015 年的 70%。根据健康商务杂志的调查，2019 年日本医药分离率达到 74.9%，处方量更是接近 8.2 亿张。

图表 22 日本医药分离发展进程



资料来源：中国药店，华安证券研究所

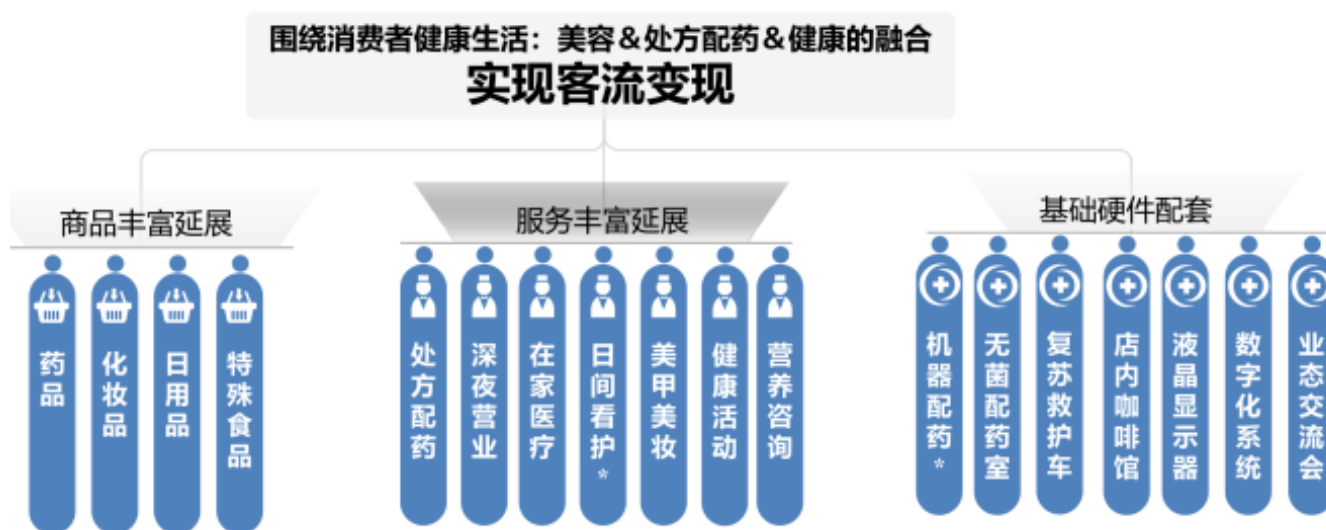
图表 23 日本医药分离发展进程



资料来源：日本厚生劳动省，wind，华安证券研究所

日本是全球医药强国，2015 年日本医药市场规模就已经达 971 亿美元（6506 亿人民币）。在 2015 年医药分离率达到 70% 的时代，其推动力来源于国家的政策引导，也来自医院门口和百米之内开设的药店（院边药店）而牵引的。面对医药改革，日本药店龙头 WELCIA&鹤羽的破局之道在于：围绕消费者健康生活展开破局，通过美容、处方配药、健康的融合实现客流变现。

图表 24 日本药店龙头 WELCIA&鹤羽的破局之道

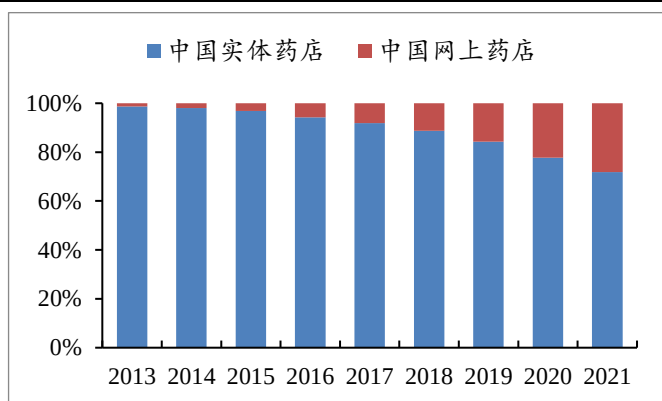


资料来源：西普会，华安证券研究所

线上增速虽快但占比仍小。根据米内的数据,2021年中国网上药店销售规模突破2000亿元,同比增长40.2%。占比上,2021年网上药店(含药品和非药品)销售额占比上涨至28.1%。虽然增速快速,但相较于整个医药零售5000亿+的市场规模,占比还是相对较小,预计在未来线下仍是医药零售端的主流渠道。

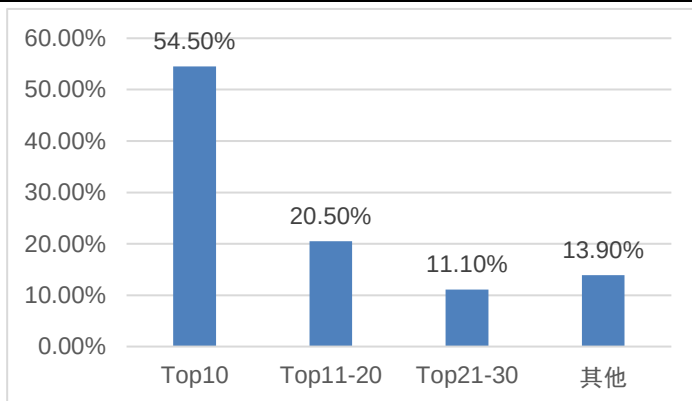
O2O 依托于线下药房,覆盖受限于城市发展水平。目前O2O集中在一二线城市, TOP10城市占比达到54.5%。主要原因是O2O需要强大的城市人力和运力基础,并且人口越密集效率越高,而目前一线城市才能满足这样的条件。

图表 25 2013-2021 年中国实体药店和网上药店(含药品和非药品)销售额占比



资料来源:米内,华安证券研究所

图表 26 各级城市 O2O 规模占比 (2021Q1)



资料来源:中康 CMH,华安证券研究所

发展方向:从地域走向全国,开启集中化、专业化与多元化之路,头部药店充分受益

- **集中化:**扩张进行时。集中度提升是大趋势,而扩张是头部连锁药店的必选之路。全国空白市场仍旧空间巨大,对于头部连锁药店而言,无论是自建、并购还是加盟的方式,依靠资本和品牌加速拓展大有可为。
- **专业化:**药店是医疗的最前线,管理要求也更精细。药店是直面患者的医疗最前线机构之一,专业化能力将逐步成为发展的必要要素。而专业化体现在人员、物流、品种管理、医保资质等多个方面,其中头部连锁药店已经成为行业标杆。
- **多元化:**布局多场景,发展新增量。在处方外流的大背景下,各种渠道都成为药店未来发展的布局点。无论是院边店、DTP 还是电商,都为传统线下药店拓展提供新的增量,而各头部连锁药店在布局上也是走在行业前列。

3 经营差异化,业态多元化

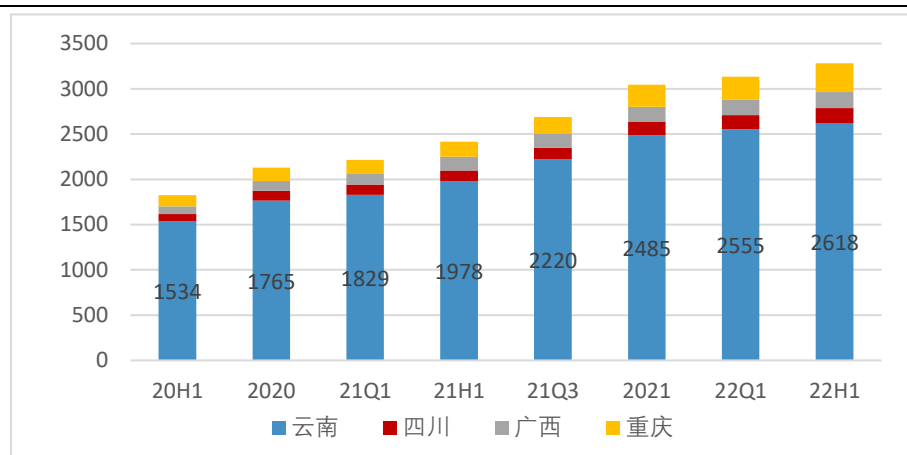
3.1 稳步并购助力扩张

健之佳“立足云南、深耕西南、向全国拓展”,以“中心城市为核心向下渗透”的门店扩张策略、“自建+收购”双轮驱动的模式持续夯实云南利润中心,并向重庆、广西、四川市场重点倾斜资源。另一方面,将中长期的目标市场确定为京津冀、长江经济带、粤港澳大湾区、长三角、成渝等重点区域,向西南市场外的其他区域寻

求稳健发展的契机，从区域连锁企业向全国连锁企业逐步转变。

上市前，2017-2020H1 门店数量由 1305 家上升至 1825 家，门店数量复合增长约在 15% 上下。从 2020H1 到 2022H1，健之佳门店数量从 1825 家上升至 3283，两年复合增长率 34.12%，可以说上市后健之佳的门店增速突飞猛进，增长率保持较高的态势。截止 2022H1，公司云南地区门店数量达 2681 家（占比 79.74%）、重庆地区门店数量达 319 家（占比 9.72%）、广西地区门店数量达 178 家（占比 5.42%）、四川地区门店数量达 168 家（占比 5.12%）。

图表 27 2020-2022H1 公司门店扩张情况



资料来源：wind，华安证券研究所

同时，健之佳并购规模恢复。在 2020 年由于疫情的影响，公司对外扩张策略有所收缩。但两年公司的并购项目有所恢复，梳理近两年来健之佳资产购买情况，从 2021~2022 年并购频发，省外拓张有序推进，公司未来成长将继续保持内生与外延协同，双轮驱动之下扩张之路有望提速。

公司于 2022 年 8 月底完成对唐人医药 667 家门店收购交割，进军辽宁与河北两大市场。唐人医药 2021 年度营收达到 14.69 亿元，归母净利润为 0.86 亿元，净利率为 5.82%，2022 年 9 月起唐人医药并入公司合并财务报表。唐人医药运营门店位于以京津冀为核心的环渤海地区，区域布局上与健之佳一南一北，这也意味着本次收购将为健之佳带来新的增长极。

图表 28 2021-2022 健之佳资产购买情况梳理

被收购方	收购标的	签署时间	收购金额（万元）
何家佑、钱秀华、云南鹏源药业有限公司	玉溪江川区星云大药房连锁经营有限公司	2021.4	4425
百色运佳投资有限公司	平果誉佳	2021.6	4183
沈阳鑫润企业管理合伙企业	云南金丹鹿药业有限公司	2021.8	2326
云南福源堂药业有限公司	通海福源堂健正药业有限公司	2021.8	2483
临沧永盛堂连锁药业有限责任公司	临沧永盛堂连锁药业有限责任公司	2021.8	2630
菏泽市瑞和企业管理合伙企业(有限合伙)、云南金友药业有限公司、曾麟清	云南金友大药房连锁有限公司	2021.9	3885
云南全骏药业有限公司	云南全骏药业有限公司	2021.10	1617
江城县医药有限责任公司	江城边疆大药房有限责任公司	2021.11	1689
陈朝严、陈朝文、陈霞、陈朝秀	普洱佰草堂优选医药有限公司	2021.11	9633

彭科、杜晓丽	成都市好药师广生堂大药房连锁有限公司	2021.11	851
程利、李静	38 家药房的相关资产和业务	2021.12	2200
楚雄源康药业有限责任公司	楚雄俊康药业有限公司	2021.12	1398
重庆市万州区中兴医药有限责任公司	重庆佰瑞大药房有限公司	2022.4	7148
河北唐人医药有限责任公司	唐人医药	2022.8	20.74 亿元

资料来源: wind, 华安证券研究所

3.2 西南地区的差异化经营

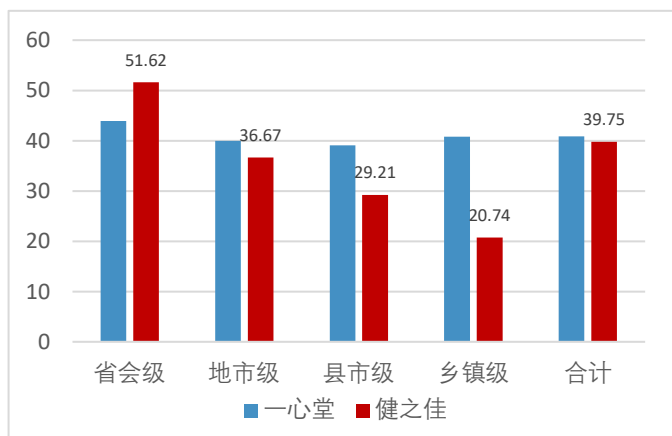
健之佳在云南地区有深厚的影响力, 良好的品牌认可和较高的品牌壁垒。在 2021-2022 年中国药店价值榜百强榜中, 健之佳位列全国第 10。云南地区医药零售行业已形成健之佳和一心堂两大连锁品牌为主导、众多医药零售企业并存的市场竞争格局。

以健之佳经营核心区域云南为例, 公司深耕西南, 继续强化云南地区的密集布点。第七次人口普查中, 云南省总人口为 4720.9 万人, 其中城镇人口 2362.9 万人, 乡村人口 2358.1 万人, 乡村人口占比 49.95%, 数量不容小觑。中康 CMH 数据显示, 下沉市场药品零售规模达到 3100 亿元, 占总规模 68%, 且预计年复合增长率为 5.9%。健之佳以“中心城市为核心向下渗透”的经营模式充分挖掘下沉市场, 带动健康相关产品的不断扩容。

在由中心城市下沉的过程中, 健之佳在各区域的平效不减反增。2022 年 H1, 健之佳省会级、地市级、县级和乡镇级的门店平效分别为 51.74、38.66、32.78、32.48 元/平方米。与 2021 年对比, 健之佳在 2022 年上半年实现地市级和总计平效超越一心堂, 虽然后两级平效仍小于一心堂, 但是差距在持续缩小。

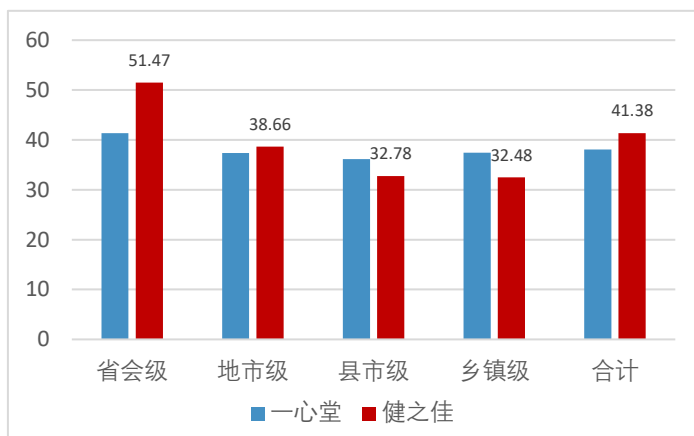
2022 年中报显示, 健之佳在云南 129 个县区中, 已覆盖 109 个县区, 整体覆盖率达 84.5%; 上半年新进区域 4 个, 剩余 20 个县区, 为公司持续扩张及向下渗透提供了市场空间。重庆地区通过自建、收购方式进入万州、开州等 4 个地区, 实现门店数 32.37% 的高增长, 渗透率持续提升。

图表 29 2021 一心堂与健之佳日均平效 (元/平方米)



资料来源: wind, 华安证券研究所

图表 30 2022H1 一心堂与健之佳日均平效 (元/平方米)

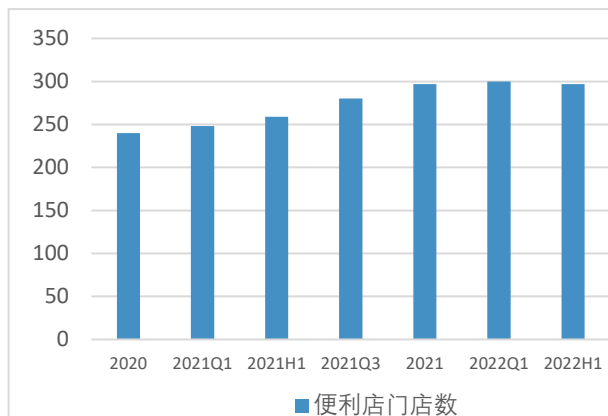


资料来源: wind, 华安证券研究所

3.3 多元业态助力可持续性成长

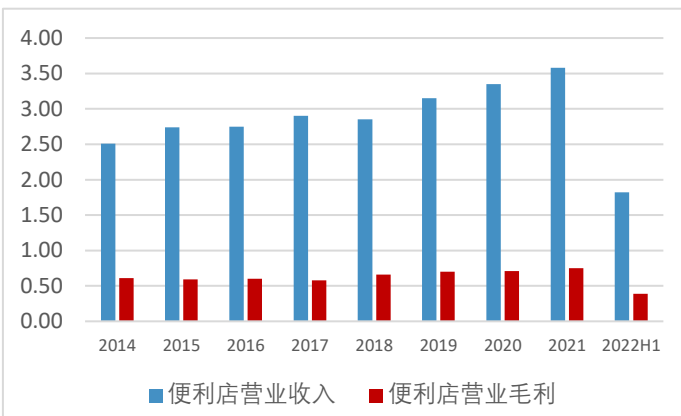
健之佳坚持“店型多元化和服务专业化”，在以医药零售为主要业态的基础上，开立便利店、中医诊所、社区诊所、体检中心等店型，探索“药店+便利店”“药店+诊所”“药店+体检中心”的模式。

图表 31 2020-2022H1 便利店扩张情况



资料来源：wind，华安证券研究所

图表 32 便利店营业收入和毛利情况

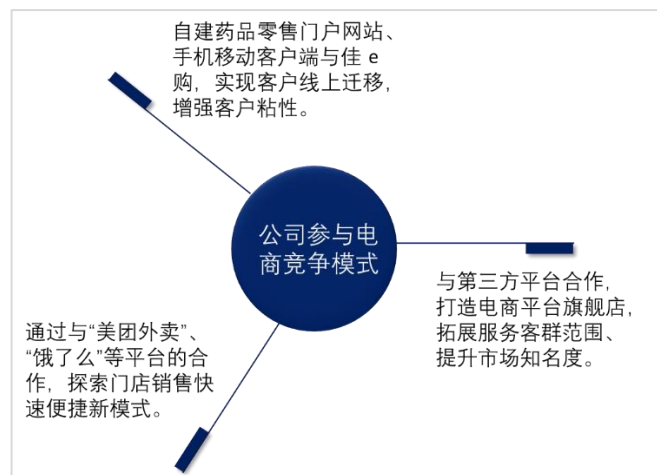


资料来源：wind，华安证券研究所

2019-2022H1，健之佳便利零售板块的营业收入分别为 3.15 亿元、3.35 亿元、3.58 亿元和 1.82 亿元，营收占比在 6-8%之间。根据在中国连锁经营协会 (CCFA) 发布的“2021 年中国便利店 TOP100”榜单中，之佳便利排在全国第 73 位。

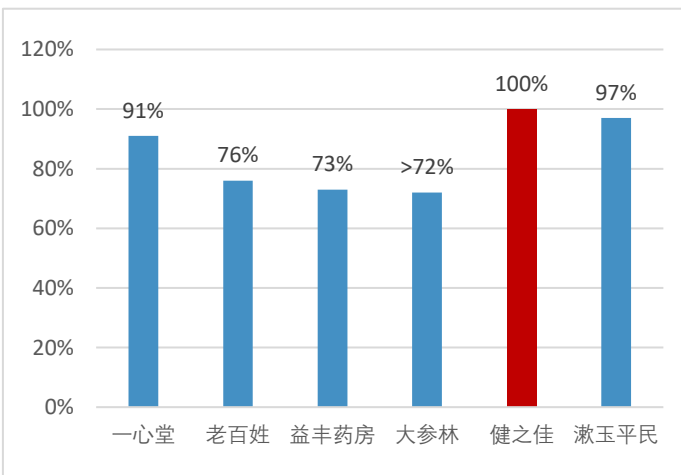
“之佳便利”作为健之佳强化“健康+专业+便利”的经营定位的重要举措，定位于“品质+时尚+快捷”，是健之佳区别于多数医药同业的重要经营特点，经过十余年的发展，已形成了以昆明为中心，辐射云南多个地州的门店经营体系，在云南省已初具规模，为会员提供高频、便利的更全面服务。

图表 33 全渠道营销情况



资料来源：公司公告，华安证券研究所

图表 34 六大上市连锁 2021 年 O2O 门店覆盖率



资料来源：wind，华安证券研究所

健之佳围绕“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，线上线下相互学习借鉴、优势互补，形成全渠道的销售平台。

传统电商业务方面，公司与第三方平台合作开展 B2C 业务，推进微商城、官网、APP 等自有平台业务。不仅如此，健之佳在自营 O2O 平台实现门店自营预订及自

提、送货 O2O 系统佳 E 购，公司募投项目持续投入，六大上市连锁 2021 年 O2O 门店覆盖率中健之佳拔得头筹，已达 100%。另外，公司将第三方 O2O 平台作为便利顾客的互联网基础设施和资源，赋能门店以提升店效、人效的模式初步建立。

4 盈利预测与投资建议

4.1 盈利预测与估值分析

关键假设

- 零售业务：经历 2021 年的一次性因素后，2022 年 12 月疫情防控政策调整，后续药店行业逐步恢复到疫情前增长水平。并且 2022 年 8 月底唐人医药正式并表，唐人医药 2021 年收入约为 14.5 亿元，预计为公司未来 3 年营收提供增量。预计 2022/2023 零售板块增速在 40%左右，2024 年为 27%左右，整体毛利率恢复到 33.8%。
- 便利零售业务：公司多元化业务代表，在云南有较强知名度，与核心医药零售有协同性，预计后疫情增速恢复到 10%水平，毛利率维持 21%左右。

图表 35 业绩拆分（百万元）

		2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入		4,466	5,235	7,129	9,771	12,269
	(+/-%)	26.6%	17.2%	36.2%	37.1%	25.6%
营业成本		2,961	3,359	4,573	6,254	7,860
	毛利率	33.7%	35.8%	35.9%	36.0%	35.9%
一、医药零售及服务(行业)		3,889	4,505	6,221	8,698	11,024
	YOY	38.3%	15.8%	38.1%	39.8%	26.7%
	占公司收入百分比	87.1%	86.1%	87.3%	89.0%	89.9%
	成本	2,633	2,987	4,137	5,758	7,298
	毛利	1,256	1,518	2,084.1	2,940.0	3,726.2
	YOY	27.6%	20.8%	37.3%	41.1%	26.7%
	毛利率	32.3%	33.7%	33.5%	33.8%	33.8%
二、便利零售		336	358	387	422	464
	YOY	6.5%	6.8%	8.0%	9.0%	10.0%
	占公司收入百分比	7.5%	6.8%	5.4%	4.3%	3.8%
	成本	264.5	282.9	305.8	333.3	366.6
	毛利	71.0	75.5	81.3	88.6	97.5
	YOY	0.7%	6.3%	7.7%	9.0%	10.0%
	毛利率	21.2%	21.1%	21.0%	21.0%	21.0%
三、其他（网络服务、体检所等）		242	372	521	651	781
	YOY	-39.7%	53.9%	40.0%	25.0%	20.0%
	占公司收入百分比	5.4%	7.1%	7.3%	6.7%	6.4%
	成本	63.9	89.1	130.1	162.7	195.2
	毛利	177.6	282.7	390.4	488.0	585.6
	YOY	-4.0%	59.2%	38.1%	25.0%	20.0%
	毛利率	73.5%	76.0%	75.0%	75.0%	75.0%

资料来源：wind，华安证券研究所

图表 36 可比估值

	股票	股票	总市值	净利润 (亿元)				PE			
	代码	名称	(亿元)	2021A	2022E	2023E	2024E	2021A	2022E	2023E	2024E
可比公司	603939.SH	益丰药房	431	8.88	11.05	13.84	17.24	52	39	31	25
	603883.SH	老百姓	241	6.69	7.89	9.64	11.69	32	31	25	21
	002727.SZ	一心堂	192	9.22	9.89	11.97	14.40	29	19	16	13
	603233.SH	大参林	391	7.91	10.41	13.06	16.15	31	38	30	24
	301017.SZ	漱玉平民	70	1.15	1.38	1.67	2.03	45	50	42	34
	平均值							38	35	29	23
公司	605266.SH	健之佳	87	3.01	3.29	4.11	5.13	21	26	21	17

资料来源: wind (一致预期, 2023/1/16), 华安证券研究所

4.2 投资逻辑与建议

健之佳: 连锁药店属精品, 省外扩张进行时

健之佳从云南昆明起步, 逐年发展, 形成从事药品、保健食品、个人护理品、家庭健康用品、便利食品、日用消耗品等健康产品的连锁零售业务和相关服务的云南零售药店明星品牌。截至 2022 年 9 月底, 公司共拥有门店 3983 家, 公司于 2022 年 8 月底完成对唐人医药的收购交割, 正式进军辽宁与河北两大市场。

自 2014 年以来, 公司营业收入及净利润保持稳健增长, 2014-2019 年公司年复合增长率为 16.18%, 均保持每年增长率递增。公司 2022 年前三季度实现营收 47.09 亿元 (同比+28.43%), 归母净利润 1.93 亿元 (同比-1.80%), 扣非归母净利润 1.94 亿元 (同比+3.93%)。

药店行业: 长中短期逻辑推动持续发展

零售药店是不可或缺的医疗终端, 近年来零售药店端的销售额在整体医疗终端中的占比不断提升。2021 年药店零售终端市场销售额为 4774 亿元, 占整体药品销售额的 26.9%。

长期趋势: 连锁率提升进行时。国内零售药店经过多年的发展, 药店数量从 2006 年的近 32 万家增长为 2021 年的 58.7 万家, 连锁率从 38% 升至 57.17%。但相较于美日这些医药商业更为成熟的发达国家, 中国药店的连锁率仍旧偏低, 因此未来中国药店连锁率提升是确定性趋势。

中期增量: 政策加持, 处方外流走上快车道。无论是从政策上还是数据上来看, 处方外流都是确定性方向。尤其是在近年来药品“零加成”、带量采购、双通道政策、处方流转平台等重磅政策的推行下, 零售端的价值越来越被处方药厂家所重视。随着“双通道”+“两定”等政策的落地, 线下渠道的价值将进一步强化, 预计在中期的 3-5 年内处方外流会走上快车道。

短期催化: 2022 年逐步恢复, 疫情防控政策变化下未来可期。经历 2021 年疫

情反复、20 年高基数等因素影响下的增速下滑，加上 2022 年上半年疫情的持续干扰，导致原先预期的恢复有所推迟。但在行业大逻辑支撑下，疫情影响也会持续减弱，随之传统开店增长的行业本质会更加凸显。整体来看，2023 年的内生增长逐步恢复，叠加疫情防控政策变化带来增量，看好 2023 年药店板块。

整体而言，日本药店发展经验有借鉴意义，对比医药电商线下优势仍旧不可替代，国内药店行业从地域走向全国，开启集中化、专业化与多元化之路，头部药店充分受益。

经营差异化，业态多元化

稳步并购助力扩张。健之佳“立足云南、深耕西南、向全国拓展”，以“中心城市为核心向下渗透”的门店扩张策略、“自建+收购”双轮驱动的模式持续夯实云南利润中心，并向重庆、广西、四川市场重点倾斜资源。从 2021~2022 年并购频发，省外拓张有序推进，公司未来成长将继续保持内生与外延协同，双轮驱动之下扩张之路有望提速。

西南地区的差异化经营。公司深耕西南，继续强化云南地区的密集布点。健之佳以“中心城市为核心向下渗透”的经营模式充分挖掘下沉市场，带动健康相关产品的不断扩容，2022 年中报显示，健之佳在云南 129 个县区中，已覆盖 109 个县区，整体覆盖率达 84.5%。

多元业态助力可持续性成长。健之佳坚持“店型多元化和服务专业化”，在以医药零售为主要业态的基础上，开立便利店、中医诊所、社区诊所、体检中心等店型，探索“药店+便利店”“药店+诊所”“药店+体检中心”的模式。其中“之佳便利”作为健之佳强化“健康+专业+便利”的经营定位的重要举措，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，在云南省已初具规模，为会员提供高频、便利的更全面服务。

我们预计，公司 2022~2024 年收入分别 71.3/97.7/122.7 亿元，分别同比增长 36.2%/37.1%/25.6%，归母净利润分别为 3.3/4.1/5.1 亿元，分别同比增长 9.4%/24.9%/24.9%，对应估值为 26X/21X/17X。首次覆盖，给予“买入”投资评级。

风险提示：

- **政策调整不及预期：**医药行业受到较多政策影响，作为下游企业，上下游产业链的政策可能冲击连锁药店。
- **处方外流规模不及预期：**处方外流是国家的政策导向，但受国家宏观调控影响，外流规模不及预期影响药店短期利润。
- **药店扩张不及预期：**扩张作为连锁药店提升规模的重要手段，在扩张中可能遇到各种困难导致扩张（包括自建和并购）不顺利，带来营收增速下滑。

财务报表与盈利预测

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2021A	2022E	2023E	2024E	会计年度	2021A	2022E	2023E	2024E
流动资产	2497	3559	5184	6732	营业收入	5235	7129	9771	12269
现金	983	1631	2502	3429	营业成本	3359	4573	6254	7860
应收账款	228	288	410	506	营业税金及附加	11	15	21	26
其他应收款	57	65	98	117	销售费用	1340	1925	2658	3349
预付账款	31	169	145	236	管理费用	138	207	342	429
存货	1121	1328	1952	2368	财务费用	48	39	35	31
其他流动资产	77	77	77	77	资产减值损失	-14	0	0	0
非流动资产	2717	2637	2455	2313	公允价值变动收益	0	0	0	0
长期投资	10	10	10	10	投资净收益	6	0	0	0
固定资产	400	408	412	408	营业利润	354	399	500	623
无形资产	45	52	62	70	营业外收入	9	4	2	3
其他非流动资产	2263	2167	1971	1825	营业外支出	4	6	6	6
资产总计	5214	6195	7638	9045	利润总额	358	397	496	620
流动负债	2421	3047	4083	4982	所得税	59	71	89	112
短期借款	30	30	30	30	净利润	299	326	407	508
应付账款	1024	1391	1904	2391	少数股东损益	-1	-3	-4	-5
其他流动负债	1367	1626	2149	2561	归属母公司净利润	301	329	411	513
非流动负债	900	900	900	900	EBITDA	943	728	945	1015
长期借款	25	25	25	25	EPS (元)	4.36	3.32	4.14	5.17
其他非流动负债	875	875	875	875	主要财务比率				
负债合计	3321	3947	4983	5882	会计年度	2021A	2022E	2023E	2024E
少数股东权益	-17	-20	-24	-29	成长能力				
股本	70	99	99	99	营业收入	17.2%	36.2%	37.1%	25.6%
资本公积	1009	1009	1009	1009	营业利润	21.0%	12.8%	25.3%	24.5%
留存收益	831	1160	1571	2084	归属于母公司净利	19.7%	9.4%	24.9%	24.9%
归属母公司股东权	1910	2268	2679	3192	获利能力				
负债和股东权益	5214	6195	7638	9045	毛利率(%)	35.8%	35.9%	36.0%	35.9%
现金流量表					净利率(%)	5.7%	4.6%	4.2%	4.2%
单位:百万元					ROE(%)	15.7%	14.5%	15.3%	16.1%
会计年度	2021A	2022E	2023E	2024E	ROIC(%)	10.4%	10.2%	11.2%	12.1%
经营活动现金流	744	872	1146	1190	偿债能力				
净利润	301	329	411	513	资产负债率(%)	63.7%	63.7%	65.2%	65.0%
折旧摊销	547	289	409	359	净负债比率(%)	175.4%	175.5%	187.7%	186.0%
财务费用	52	44	44	44	流动比率	1.03	1.17	1.27	1.35
投资损失	-6	0	0	0	速动比率	0.56	0.68	0.76	0.83
营运资金变动	-162	212	283	276	营运能力				
其他经营现金流	476	116	128	235	总资产周转率	1.00	1.15	1.28	1.36
投资活动现金流	-724	-210	-231	-220	应收账款周转率	22.97	24.74	23.82	24.27
资本支出	-386	-210	-231	-220	应付账款周转率	3.28	3.29	3.28	3.29
长期投资	-345	0	0	0	每股指标(元)				
其他投资现金流	6	0	0	0	每股收益	4.36	3.32	4.14	5.17
筹资活动现金流	-666	-14	-44	-44	每股经营现金流薄)	10.71	8.79	11.56	12.00
短期借款	-44	0	0	0	每股净资产	27.47	22.87	27.02	32.19
长期借款	-5	0	0	0	估值比率				
普通股增加	17	30	0	0	P/E	17.56	26.33	21.08	16.88
资本公积增加	23	0	0	0	P/B	2.79	3.82	3.23	2.71
其他筹资现金流	-656	-44	-44	-44	EV/EBITDA	5.96	11.42	7.88	6.42
现金净增加额	-646	648	871	926					

资料来源:公司公告, 华安证券研究所

分析师与研究助理简介

分析师：谭国超，医药行业首席分析师，医药行业全覆盖。中山大学本科、香港中文大学硕士，曾任职于强生医疗（上海）医疗器械有限公司、和君集团与华西证券研究所。

联系人：李昌幸，医药分析师，主要负责消费医疗（药店+品牌中药+OTC）、生命科学上游、智慧医疗领域行业研究。山东大学药学本科、中南财经政法大学金融硕士，曾任职于华西证券研究所。

重要声明

分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的执业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人对这些信息的准确性或完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考。本人过去不曾与、现在不与、未来也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收任何形式的补偿，分析结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

华安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。本报告由华安证券股份有限公司在中华人民共和国（不包括香港、澳门、台湾）提供。本报告中的信息均来源于合规渠道，华安证券研究所力求准确、可靠，但对这些信息的准确性及完整性均不做任何保证。在任何情况下，本报告中的信息或表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也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。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。华安证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经华安证券研究所书面授权，本研究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。如欲引用或转载本文内容，务必联络华安证券研究所并获得许可，并需注明出处为华安证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。如未经本公司授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司并保留追究其法律责任的权利。

投资评级说明

以本报告发布之日起 6 个月内，证券（或行业指数）相对于同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准，A 股以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以纳斯达克指数或标普 500 指数为基准。定义如下：

行业评级体系

- 增持—未来 6 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%以上；
- 中性—未来 6 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
- 减持—未来 6 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%以上；

公司评级体系

- 买入—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上；
- 增持—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
- 中性—未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
- 减持—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；
- 卖出—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；
- 无评级—因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。