

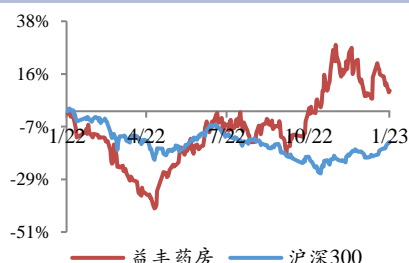
## 扩张中的健行者，管理上的精细家

### 投资评级：买入（首次）

报告日期：2023-01-17

收盘价（元）	60.01
近 12 个月最高/最低（元）	70.78/32.45
总股本（百万股）	722
流通股本（百万股）	719
流通股比例（%）	99.57
总市值（亿元）	433
流通市值（亿元）	431

### 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：

#### ● 益丰药房：区域聚焦、稳健扩张的连锁药店龙头

益丰大药房于 2001 年在湖南创立，是国内领先的药品零售连锁企业之一，主要从事药品、保健品、医疗器械以及与健康相关的日用便利品等的连锁零售业务。始终坚持“区域聚焦，稳健扩张”的发展战略，市场拓展以“巩固中南华东华北，拓展全国市场”为目标，通过“新开+并购+加盟”。公司在湖南、湖北、上海、江苏、江西、浙江、广东、河北、北京、天津等十省市拥有连锁药店 10000+家（含加盟店 1753 家），商品 SKU 超过 62000 种，截止 2022 年 12 月 31 日员工 35000+人，会员人数 6200 万。

收入利润高速增长。2012-2021 年公司营业收入由 15.4 亿元增长至 153.3 亿元，CAGR 29%；归母净利润由 0.7 亿元增长至 8.9 亿元，CAGR 33%。公司 2022 年前三季度实现营收 133.48 亿元（同比+22.03%），归母净利润 8.24 亿元（同比+18.34%），扣非归母净利润 7.95 亿元（同比+16.62%）。

#### ● 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。

### ● 扩张达新高，业态稳健又富有活力

扩张战略明确，发展速度迅速。益丰药房坚持“区域聚焦、稳健扩张”的发展战略和“重点渗透、深度营销”的经营方针。建立了不同城市、不同商圈的店面网络，形成了旗舰店、区域中心店、中型社区店、小型社区店的“舰群型”门店布局。

人才培养、基建建设保障承接处方外流。益丰药房成立了处方外流战略领导小组和专业处方药事业部，线上线下全渠道承接处方外流。以院边店为依托，益丰药房积极布局 DTP 专业药房、“双通道”医保定点以及特慢病医保统筹药房，引进国家医保谈判品种。并且，无论是人才培养还是数字化建设，都是益丰药房经营效率不可或缺的保障，益丰药房各类门店的坪效保持稳定。

多元化延伸推进可控精品战略。不断完善和打造自有品牌、独家品种、厂商共建品种等商品精品群，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精品，实现差异化竞争。中药方面，经过两年的建设，恒修堂药业有限公司开展中药饮片的研发、生产和销售业务。益丰药房医药电商运营逐步升级到集团化医药新零售体系。2021 年上半年，O2O 多渠道多平台上线门店超过 7500 家，覆盖公司线下所有主要城市，并在核心城市均处于行业领先地位。

### ● 投资建议

我们预计，公司 2022~2024 年收入分别 189.7/238.7/297.2 亿元，分别同比增长 23.7%/25.9%/24.5%，归母净利润分别为 11.6/14.4/18.1 亿元，分别同比增长 30.8%/23.7%/25.7%，对应估值为 37X/30X/24X。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	15326	18966	23869	29715
收入同比 (%)	16.6%	23.7%	25.9%	24.5%
归属母公司净利润	888	1161	1437	1806
净利润同比 (%)	19.4%	30.8%	23.7%	25.7%
毛利率 (%)	40.3%	40.3%	40.1%	40.0%
ROE (%)	11.9%	13.4%	14.3%	15.2%
每股收益 (元)	1.25	1.61	1.99	2.50
P/E	44.09	37.29	30.14	23.99
P/B	5.29	5.01	4.30	3.64
EV/EBITDA	14.71	15.22	10.84	9.59

资料来源: wind, 华安证券研究所

# 正文目录

1 益丰药房：区域聚焦、稳健扩张的连锁药店龙头 .....	6
2 药店行业：长中短期逻辑推动持续发展 .....	9
2.1 零售药店是不可或缺的医疗终端 .....	9
2.2 长期趋势：连锁率提升进行时 .....	10
2.3 中期增量：政策加持，处方外流走上快车道 .....	11
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 .....	13
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 .....	14
3 扩张达新高，业态稳健又富有活力 .....	16
3.1 扩张战略明确，发展速度迅速 .....	16
3.2 人才培养、基建建设保障承接处方外流 .....	18
3.3 多元化延伸推进可控精品战略 .....	19
4 盈利预测与投资建议 .....	21
4.1 盈利预测与估值分析 .....	21
4.2 投资逻辑与建议 .....	22
风险提示： .....	23
财务报表与盈利预测 .....	24

## 图表目录

图表 1 益丰药房全国布局	6
图表 2 益丰药房发展历程	7
图表 3 益丰药房股权结构 (2022 年三季度)	8
图表 4 2012-2022 年前三季度公司营业总收入与净利润增长情况	8
图表 5 2021 年公司主营业务结构	9
图表 6 2016-2021 年公司各主营业务毛利率	9
图表 7 2015-2021 年公司分地区门店增长情况 (单位: 家)	9
图表 8 2016-2021 年公司各主营业务毛利率	9
图表 9 三大药品终端市场销售额占比情况	10
图表 10 三大药品终端销售额增速比较	10
图表 11 中国零售药店数量 (家) 及增速	10
图表 12 2017-2021 年中国百强连锁药店行业集中度变化	10
图表 13 中国药店连锁率有很大提升空间	11
图表 14 处方外流相关政策梳理	11
图表 15 2020 年中国医药市场 Rx 贡献率	12
图表 16 2019-2021 年零售端处方药销售份额逐年增长	12
图表 17 零售渠道进一步受到重视	13
图表 18 2019-2022Q3 药店行业收入、利润增速以及核心财务指标情况	13
图表 19 药店板块季度收入增速	14
图表 20 药店板块季度净利润增速	14
图表 21 日本医药分离发展进程	15
图表 22 日本医药分离发展进程	15
图表 23 日本药店龙头 WELCIA&鹤羽的破局之道	15
图表 24 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	16
图表 25 各级城市 O2O 规模占比 (2021Q1)	16
图表 26 2017H1-2022H1 益丰药房门店总数变化情况	17
图表 27 20Q1-22Q2 益丰药房门店总数单季度增加数	17
图表 28 2017H1-2022H1 益丰药房直营门店总数变化情况	17
图表 29 20Q1-22Q2 益丰药房直营门店单季度增加数	17
图表 30 2017H1-2022H1 益丰药房加盟门店总数变化情况	18
图表 31 20Q1-22Q2 益丰药房加盟门店单季度增加数	18
图表 32 益丰药房 DTP 药房增长情况	18
图表 33 益丰药房特殊品种数量变化	18
图表 34 益丰药房 DTP 物流配送流程图示	19
图表 35 益丰药房全国物流布局	19
图表 36 益丰药房各类门店日均坪效 (元/平方米) 情况	19
图表 37 益丰药房集采品种引进情况	20
图表 38 益丰药房 O2O 门店变化情况	20
图表 39 益丰药房互联网业务营收 (亿元) 情况	20

图表 40 业绩拆分（百万元） .....	21
图表 41 可比估值 .....	22

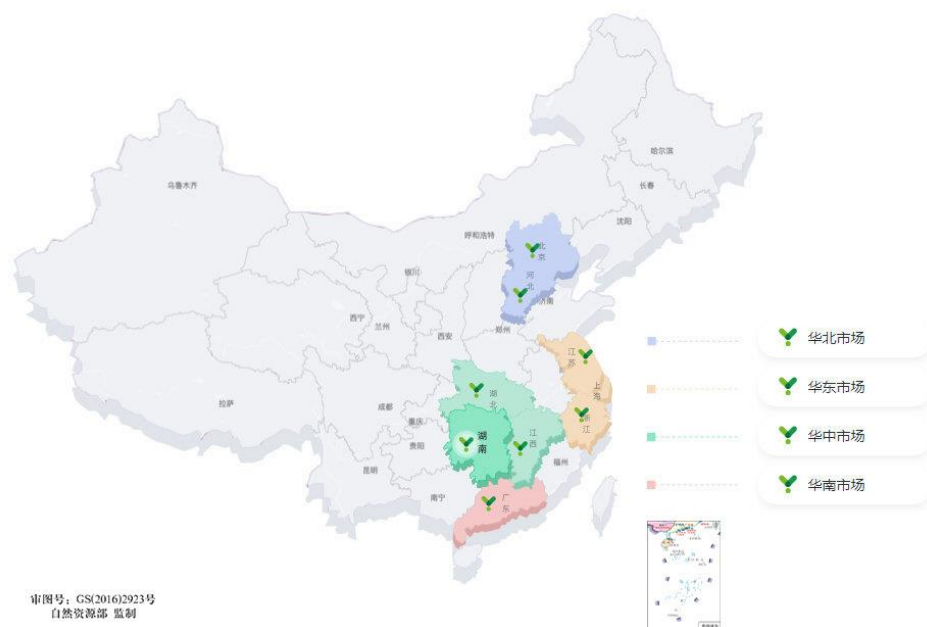
# 1 益丰药房：区域聚焦、稳健扩张的连锁药店龙头

**策略经营，稳步扩张。**益丰大药房于 2001 年在湖南创立，是国内领先的药品零售连锁企业之一，主要从事药品、保健品、医疗器械以及与健康相关的日用便利品等的连锁零售业务。

公司始终坚持“区域聚焦，稳健扩张”的发展战略，市场拓展以“巩固中南华东华北，拓展全国市场”为目标，通过“新开+并购+加盟”，在上述区域密集开店。公司在湖南、湖北、上海、江苏、江西、浙江、广东、河北、北京、天津等十省市拥有连锁药店 10000+家（含加盟店 1753 家），商品 SKU 超过 62000 种，截止 2022 年 12 月 31 日员工 35000+人，会员人数 6200 万。

图表 1 益丰药房全国布局

## 战略聚焦 精准布局



资料来源：公司官网，华安证券研究所

自 2001 年创立以来，首创“开架自选，平价销售”的平价药品超市模式，从湖南常德店起家，经历初期周边布局、改制上市、收购扩张三个阶段的发展，以点到面稳步扩张，从区域走向全国，成为在中南、华东、华北地区具有市场领先地位的全国连锁药店龙头。

### 2001-2007 年：发展初期，周边布局

自创立以来，公司首创“开架自选，平价销售”的平价药品超市模式，集中于三四线城市，通过“1 家旗舰店+多家小店”模式迅速抢占当地市场。凭借强有力的低价策略和可复制的模式，2001-2003 年植根湖南本土，完成省内布局，2003 年，公司改变供应链利益分配方式，说服厂商把巨额广告、营销和中间环节费用让利给顾客，2004 年至 2007 年迅速挺进中南华东，在上海、湖北、江苏、浙江、江西陆续开设门店。



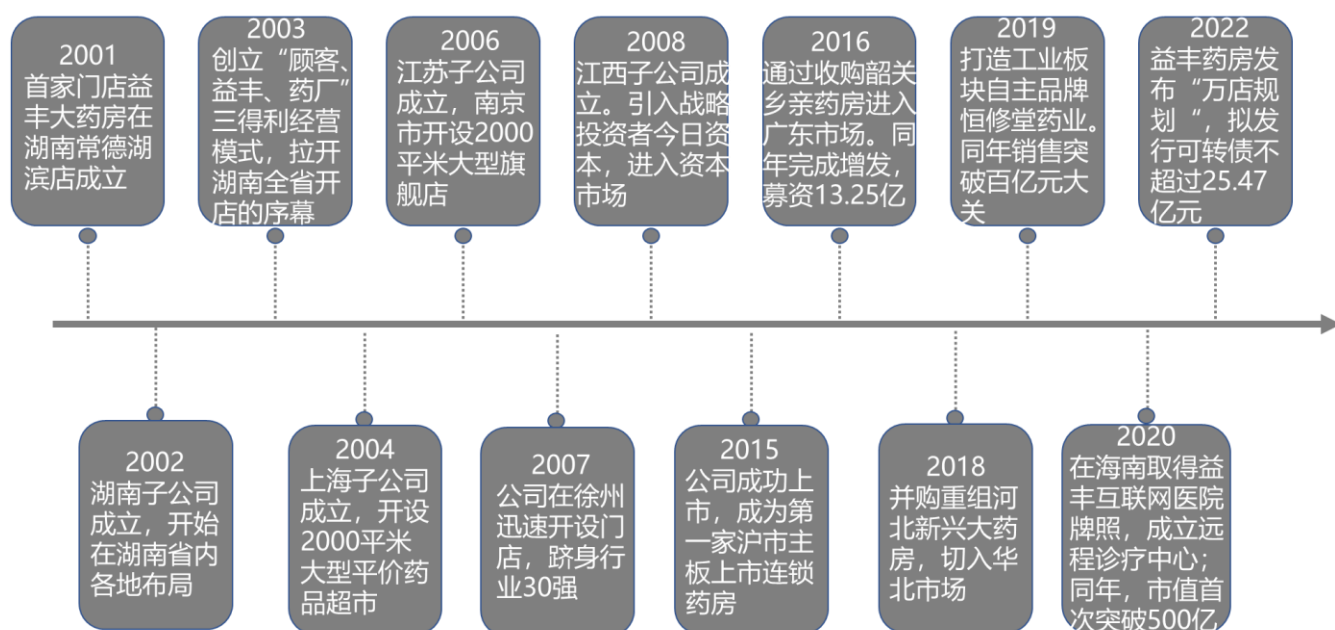
### 2008-2015 年：资本助力，改制上市

2008 年公司首次引入战略投资者今日资本，获得 2 亿元战略投资，资本注入为公司扩张提供新动力，相继成立湖北、江苏、江西和浙江子公司，收购兼并新门店。2011 年改制为股份有限公司后，2015 年 2 月成功于上交所上市，成为医药零售行业继云南一心堂之后的第二家上市企业。

### 2016 年至今：积极并购，全国扩张

成功上市后，公司积极通过自建新店方式与并购投资实现快速扩张，自 2016 年起实施“三年千店自建”计划和同期等量并购计划，持续加密已布局市场，并成功新进广东、河北和北京市场。2016 年出资 1.01 亿元收购韶关乡亲药房连锁有限公司旗下 51 家门店，借此进入广东市场，2018 年收购河北新兴大药房，切入华北市场。2021 年，公司在湖南、湖北、上海、江苏、江西、浙江、广东、河北、北京九省市拥有连锁药店 7809 家，净增加门店 1818 家。

图表 2 益丰药房发展历程

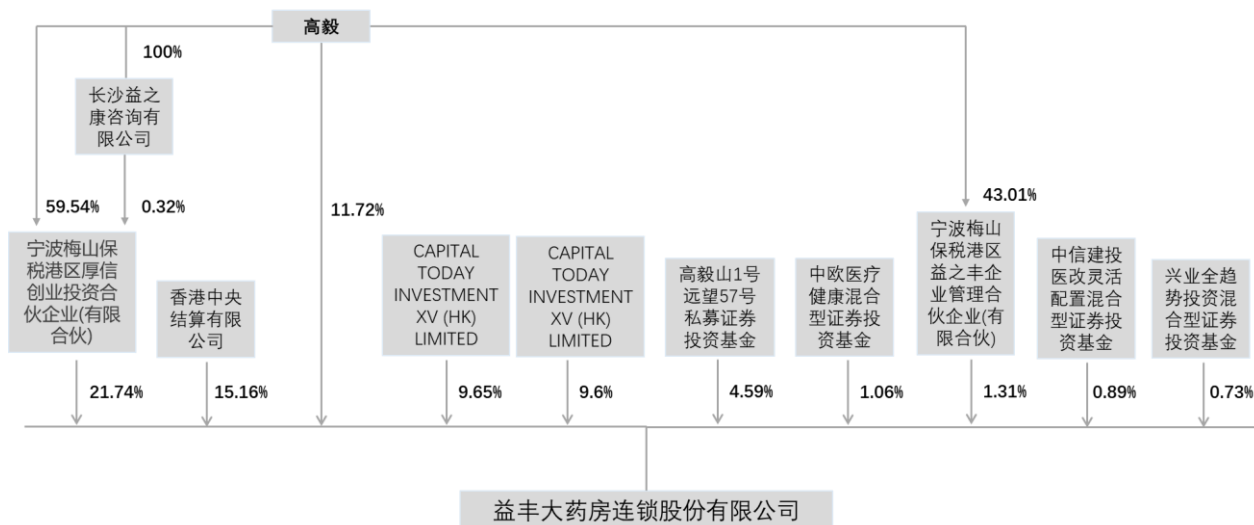


资料来源：公司公告，华安证券研究所

**股权结构稳定，股权激励有效。**截至 2022 年 8 月 16 日，公司实际控制人高毅先生直接持有公司股份 11.72%，通过厚信创业投资、益之康咨询以及益之丰间接方式持有 13.58% 股权，共计持有公司 25.30% 的股权，为公司实际控制人。同时，实控人高毅的间接持股平台也是公司高管的持股平台，三家公司主要股东除实际控制人高毅、高峰（高毅兄弟）外，主要股东为公司中高层管理人员以及核心技术人员近百余人。

2019 年 6 月 19 日，公司进行首次股权激励授予，授予公司副总裁、核心技术人员及核心业务人员共 122 人总计 264.4 万股，占公司总股本的 0.7%，业绩考核指标要求 2019-2021 年净利润相对 2018 年分别增长不低于 25%/40%/65%，根据 2021 年年报，净利润相较于 2018 年增长 121.72%，远超业绩考核指标，表明股权激励第三阶段效果显著。员工持股计划以及股权激励政策使公司与核心员工实现深度利益绑定，为公司稳步发展提供坚实保障。

图表 3 益丰药房股权结构 (2022 年三季度)

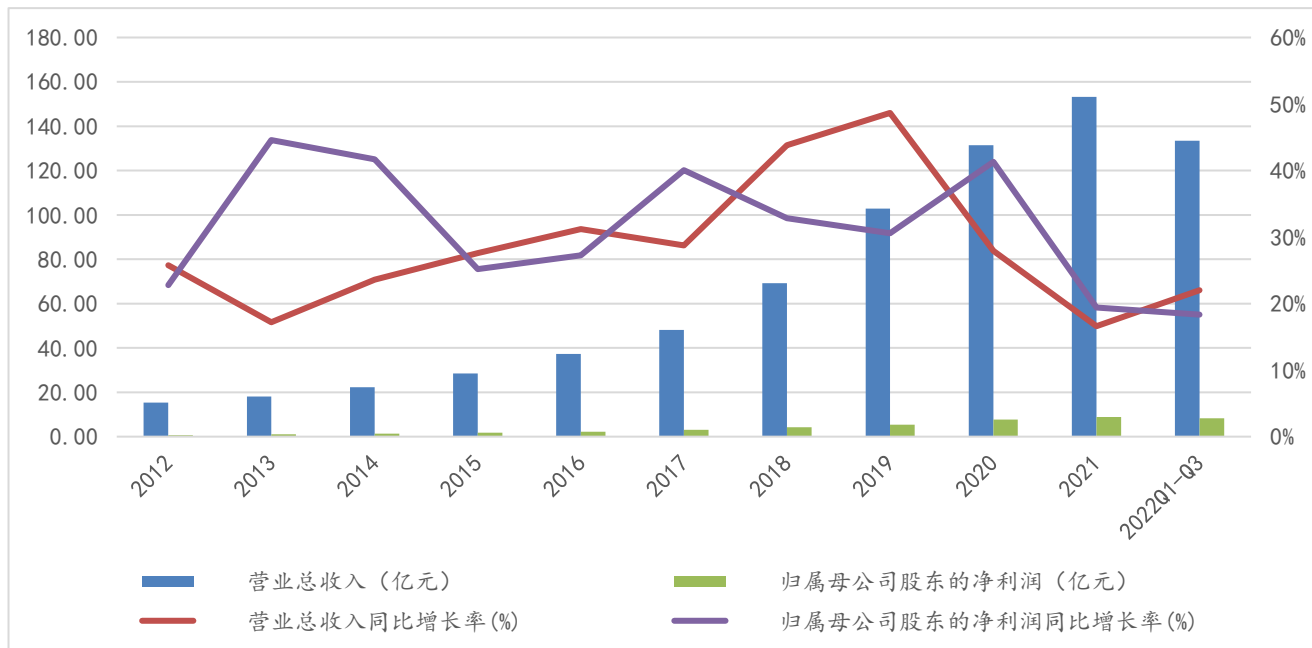


资料来源：wind，华安证券研究所

收入、利润高速增长。2012-2021 年公司营业收入由 15.4 亿元增长至 153.3 亿元，CAGR 29%；归母净利润由 0.7 亿元增长至 8.9 亿元，CAGR 33%。

公司 2022 年前三季度实现营收 133.48 亿元 (同比+22.03%)，归母净利润 8.24 亿元 (同比+18.34%)，扣非归母净利润 7.95 亿元 (同比+16.62%)；单三季度实现营收 45.98 亿元 (同比+28.01%)，归母净利润 2.47 亿元 (同比+29.27%)，扣非归母净利润 2.35 亿元 (同比+25.31%)。

图表 4 2012-2022 年前三季度公司营业总收入与净利润增长情况



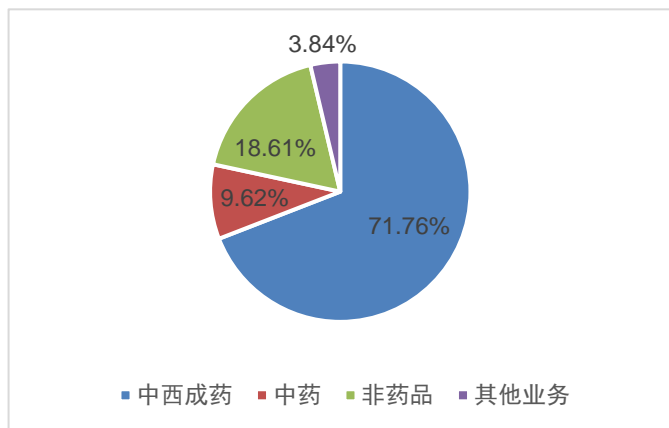
资料来源：wind，华安证券研究所

主营业务结构层面，三大较高毛利的主营业务是公司保持利润稳步增长的基础，公司主营业务包括西药及中成药、中药以及非药品。其中，西药及中成药是公司最主



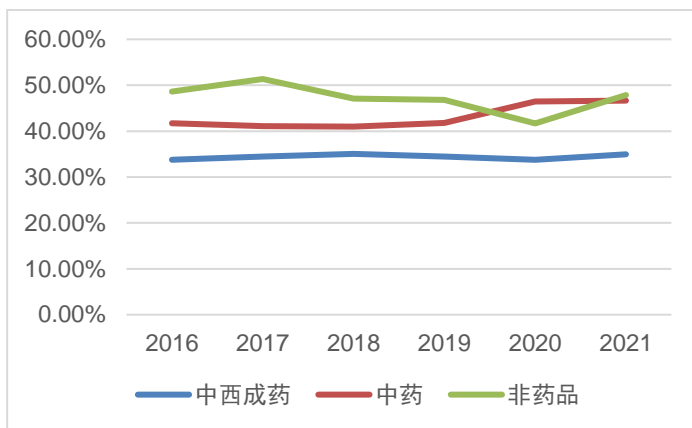
要收入来源, 2021 年占比 71.76%, 其次为中药及非药品, 三大主营业务 2021 年毛利率分别达到 34.93%、46.65%及 47.86%。

图表 5 2021 年公司主营业务结构



资料来源: wind, 华安证券研究所

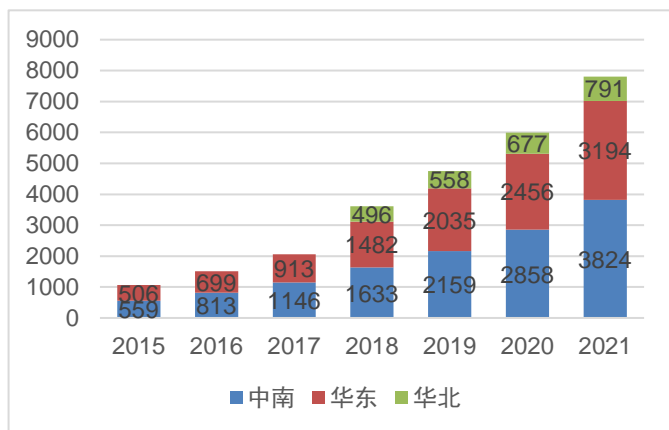
图表 6 2016-2021 年公司各主营业务毛利率



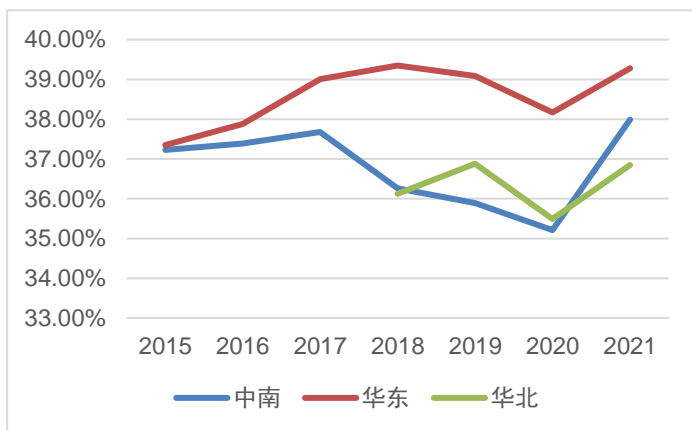
资料来源: wind, 华安证券研究所

门店数量层面, 公司近年来加速扩张, 自 2015 年至 2021 年, 累计门店数量由 1065 家迅速扩张至 7809 家, 年均复合增长率达到 39.38%。保证中南地区与华东地区稳步扩张基础上, 公司对华北地区布局也取得成效, 自 2018 年收购河北新兴大药房, 切入华北市场, 收购后, 河北市场收入占比由 18 年 5.73%迅速增至 21 年 10.13%, 成为公司业绩的重要补充, 从毛利率角度看, 三地区毛利率均保持在 35%以上, 随着公司“三年千店自建”计划和同期等量并购计划的逐步完成, 以及 2022 年“万店扩张”的推进, 门店扩张将进一步为业绩增长提供强劲动力。

图表 7 2015-2021 年公司分地区门店增长情况 (单位: 家) 图表 8 2016-2021 年公司各主营业务毛利率



资料来源: wind, 华安证券研究所



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

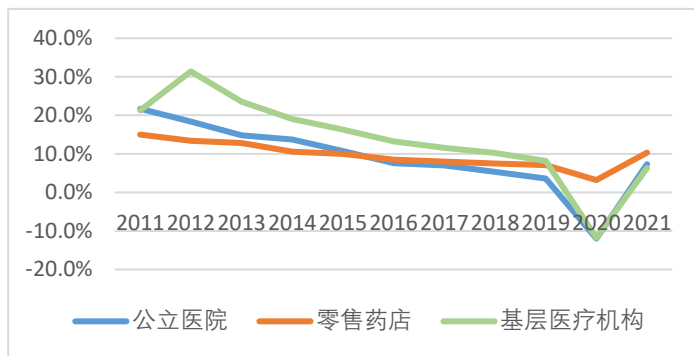
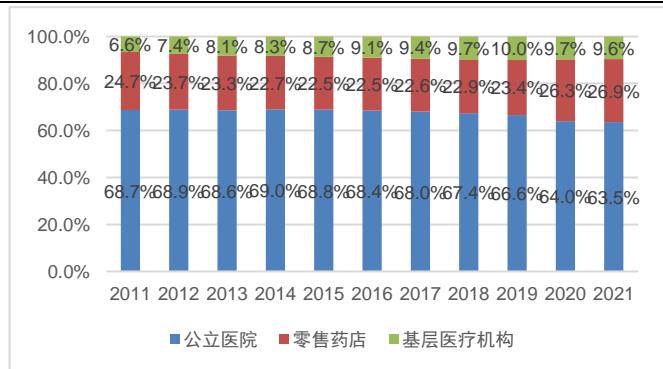
根据米内网数据显示, 2021 年三大药品销售终端的销售额为 17747 亿元, 虽然公立医院以 63.5% 占据主要地位, 但从近几年销售额占比的变化情况来看, 零售药店和基层医疗机构的占比正在逐渐增大。尤其是在 2020 年受新冠疫情影响后, 医院

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 9 三大药品终端市场销售额占比情况

图表 10 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

资料来源：米内网，华安证券研究所

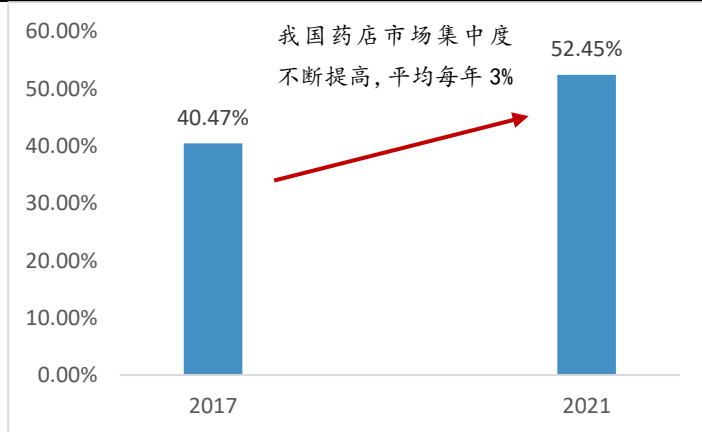
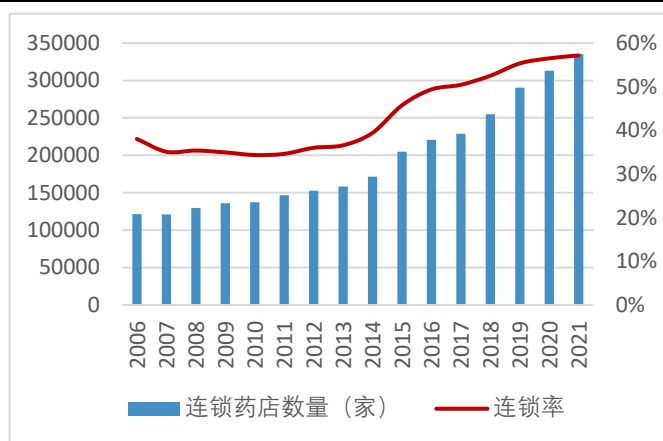
## 2.2. 长期趋势：连锁率提升进行时

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 11 中国零售药店数量（家）及连锁率

图表 12 2017-2021 年中国百强连锁药店行业集中度变化



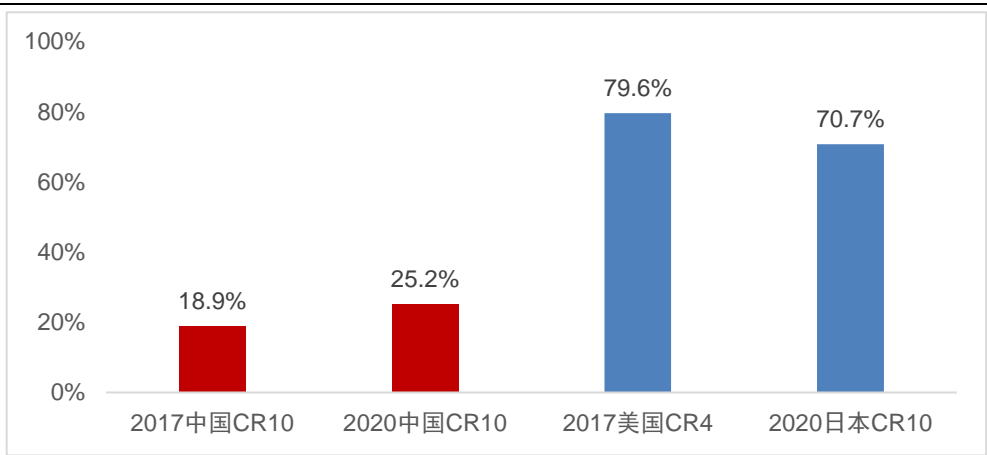
资料来源：国家食品药品监督管理局，华安证券研究所

资料来源：华经研究院，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的提升空间。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 13 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 14 处方外流相关政策梳理

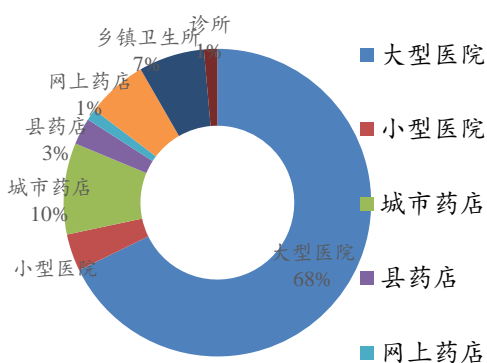
颁布时间	颁布主体	文件	内容
2017 年 1 月	国务院办公厅	《国务院办公厅关于进一步改革完善药品生产流通使用政策的若干意见》	统筹推进取消药品加成、调整医疗服务价格、鼓励到零售药店购药，门诊患者可以自主选择在医疗机构或零售药店购药，医疗机构不得限制门诊患者凭处方到零售药店购药
2017 年 2 月	国家卫生和计划生育委员会、国家中医药管理局	《电子病历应用管理规范（试行）》	政府开始推动医药分开和电子处方外流
2017 年 4 月	国家七部委	《关于全面推开公立医院综合改革工作的通知》	到 2017 年底，前 4 批试点城市公立医院药占比（不含中药饮片）总体下降到 30% 左右，百元医疗收入（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。

		点工作任务的通知》	
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

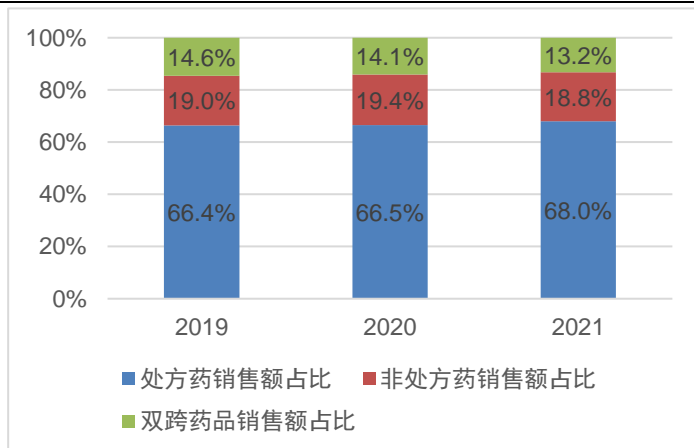
从处方药的渠道贡献来看，医院仍是主要渠道，大、小型医院占比合计超过 70%。不过作为处方承接方的零售市场，处方药占比提升明显。根据 RPDB 中国药品零售数据库数据统计，我国零售市场中，处方药份额从 2019 年的 66.4% 稳步上升至 2021 年的 68%。

图表 15 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 16 2019-2021 年零售端处方药销售份额逐年增长

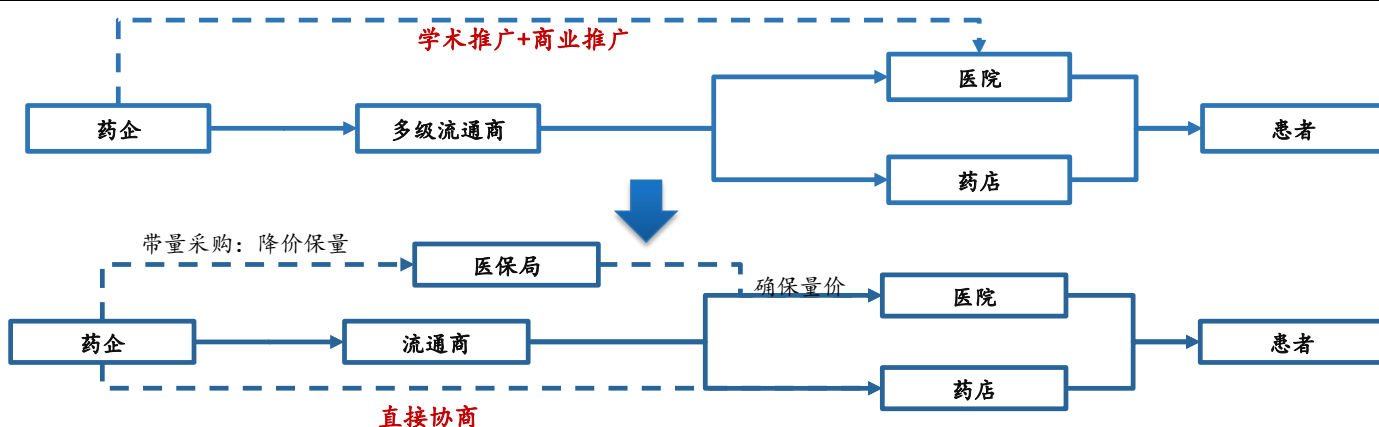


资料来源：RPDB，华安证券研究所

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 17 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 18 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

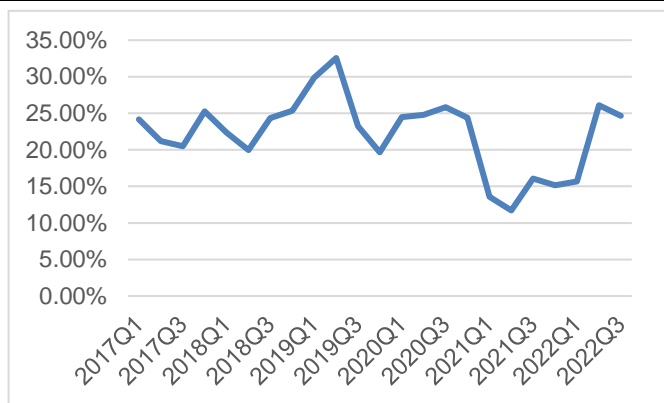


为 26.07%、24.66%，增速水平恢复到 2020 年疫情前 25%左右水平线。

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。

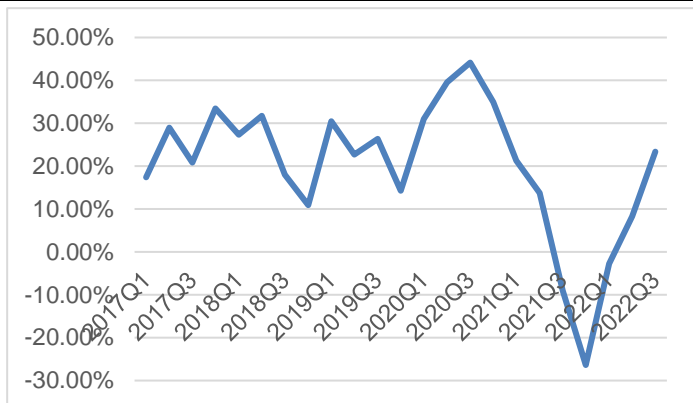
经历 2021 年疫情反复、20 年高基数等因素影响下的增速下滑，加上 2022 年上半年疫情的持续干扰，导致原先预期的恢复有所推迟。但在行业大逻辑支撑下，疫情影响也会持续减弱，随之传统开店增长的行业本质会更加凸显。整体来看，2023 年的内生增长逐步恢复，叠加疫情防控政策变化带来增量，看好 2023 年药店板块。

图表 19 药店板块季度收入增速



资料来源：wind，华安证券研究所

图表 20 药店板块季度净利润增速



资料来源：wind，华安证券研究所

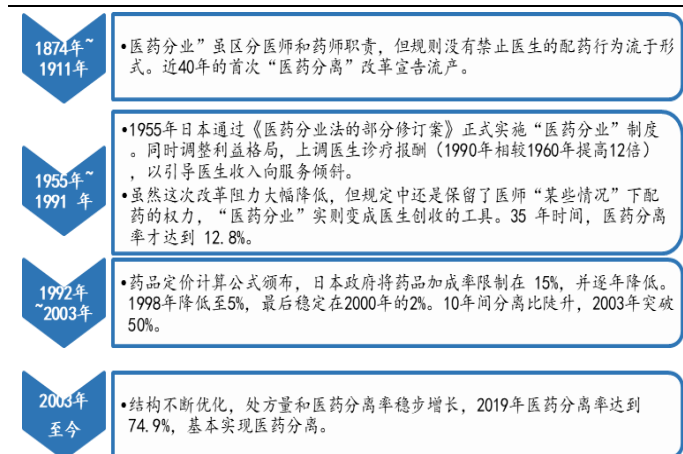
## 2.5 日本药店发展经验有借鉴意义，对比医药电商线下优势仍旧不可替代，药店行业开启集中化、专业化与多元化之路

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。

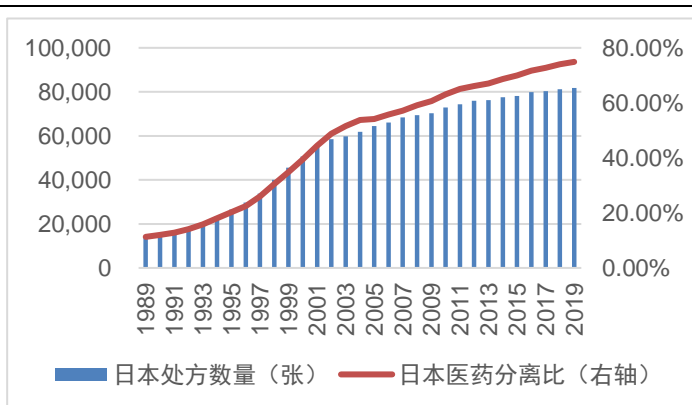


图表 21 日本医药分离发展进程



资料来源：中国药店，华安证券研究所

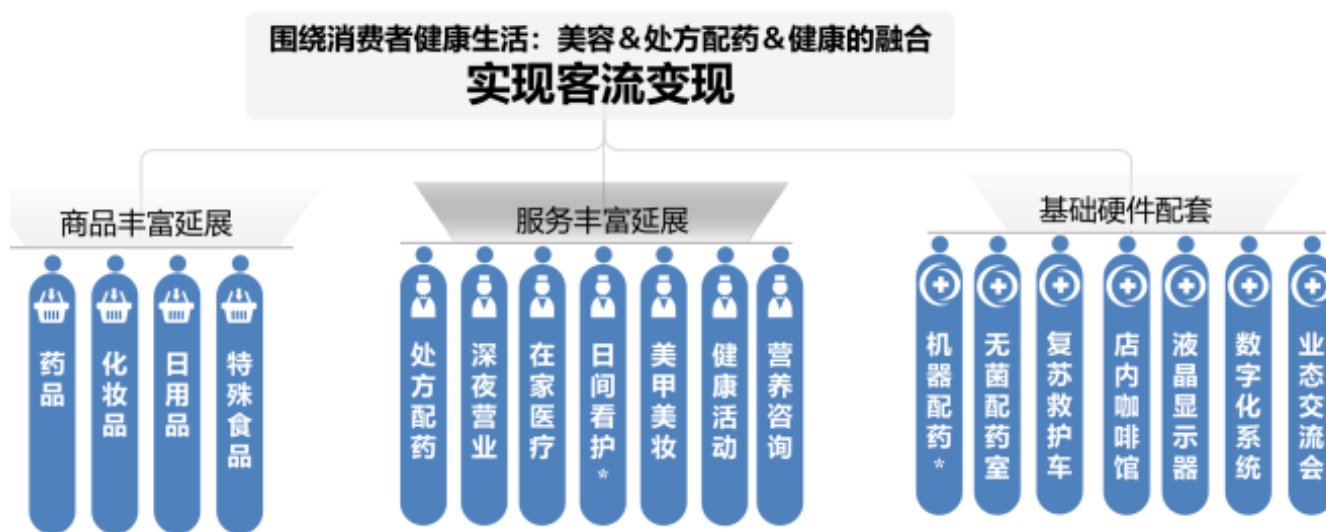
图表 22 日本医药分离发展进程



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 23 日本药店龙头 WELCIA&鹤羽的破局之道

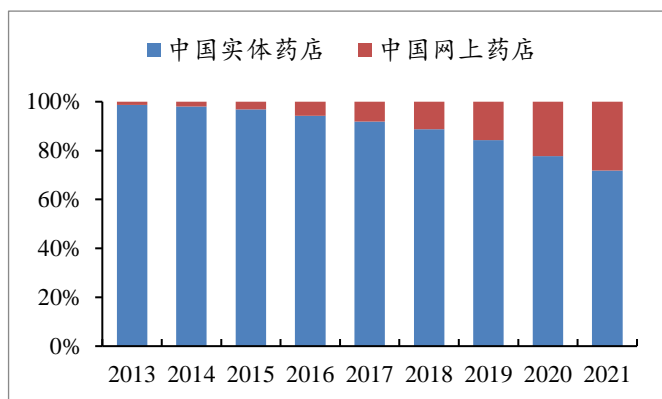


资料来源：西普会，华安证券研究所

**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。

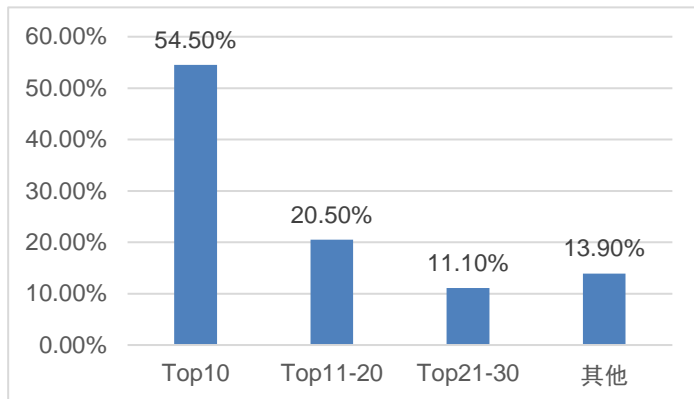
**O2O 依托于线下药房，覆盖受限于城市发展水平。**目前 O2O 集中在一二线城市，TOP10 城市占比达到 54.5%。主要原因是 O2O 需要强大的城市人力和运力基础，并且人口越密集效率越高，而目前一线城市才能满足这样的条件。

图表 24 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 25 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。

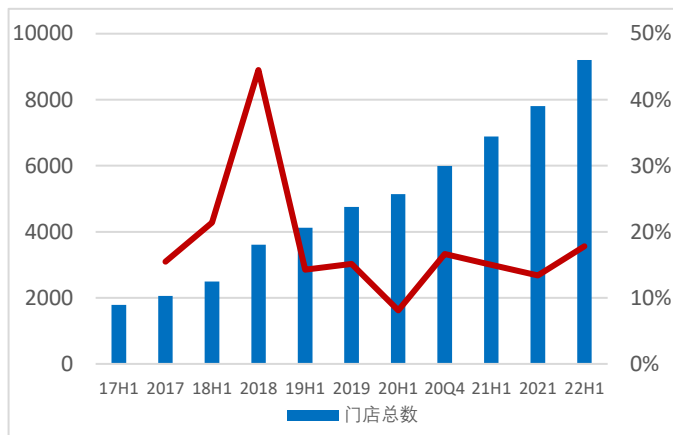
## 3 扩张达新高，业态稳健又富有活力

### 3.1 扩张战略明确，发展速度迅速

益丰药房坚持“区域聚焦、稳健扩张”的发展战略和“重点渗透、深度营销”的经营方针。“区域聚焦”战略使益丰药房快速占领区域市场，获得超过行业平均的盈利水平和销售利润。益丰大药房聚焦区域发展战略，已取得在中南华东地区的市场领先地位，同时不断深化长三角都市圈网格布局，加快构建新的超级区域。建立了不同城市、不同商圈的店面网络，形成了旗舰店、区域中心店、中型社区店、小型社区店的“舰群型”门店布局。

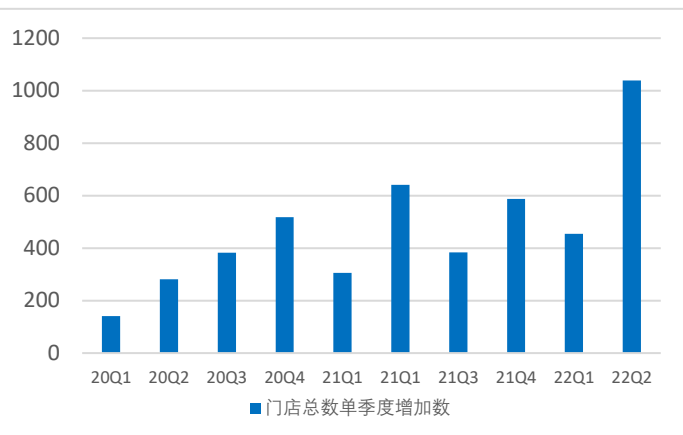
截至 2022 年 6 月 30 日，公司在十省市拥有连锁药 9200 家，2022 年上半年净增加门店 1391 家，二季度增加门店 1039 家，创历史新高。

图表 26 2017H1-2022H1 益丰药房门店总数变化情况



资料来源: wind, 华安证券研究所

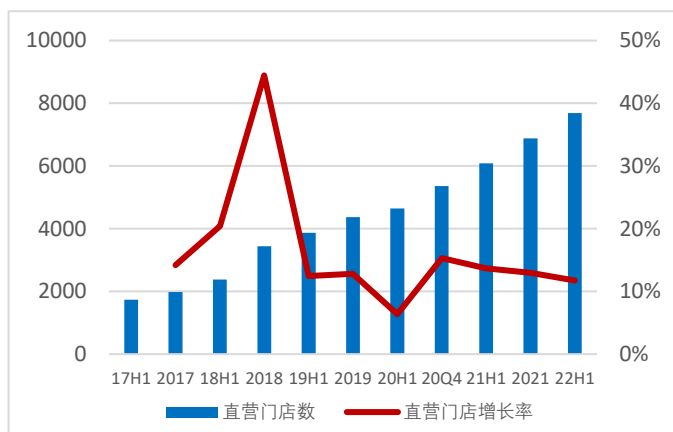
图表 27 20Q1-22Q2 益丰药房门店总数单季度增加数



资料来源: wind, 华安证券研究所

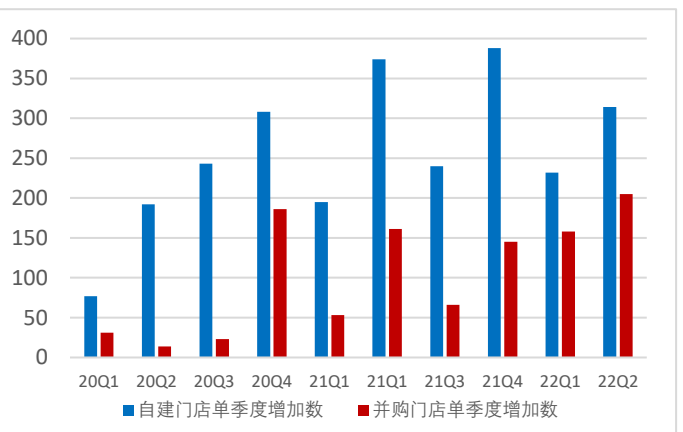
益丰药房始终坚持直营(自建+并购)为主的营销模式,区域拓展以“巩固中南华东华北,拓展全国市场”为发展目标,立足于中南华东华北市场,在上述区域密集开店,形成多层次门店网络布局,深耕区域市场,通过门店网络深度扩展和品牌渗透,逐步取得市场领先优势。2022年上半年,益丰药房发生14起同行业的并购投资业务,涉及并购投资金额4.74亿元。同期,益丰药房新增直营门店909家,直营门店总数达1493家。其中二季度新增519家,包括自建314家,并购205家。

图表 28 2017H1-2022H1 益丰药房直营门店总数变化情况



资料来源: wind, 华安证券研究所

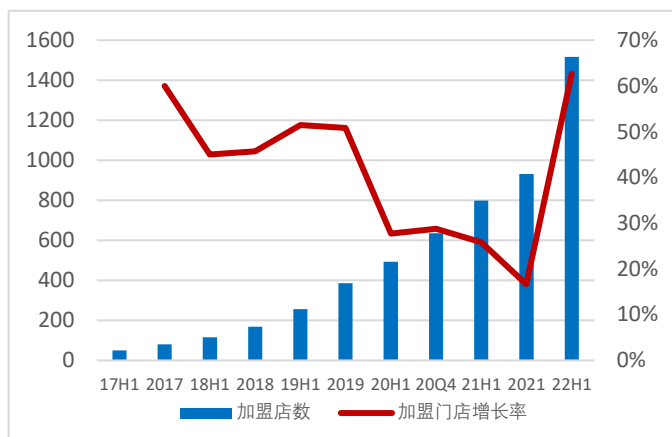
图表 29 20Q1-22Q2 益丰药房直营门店单季度增加数



资料来源: wind, 华安证券研究所

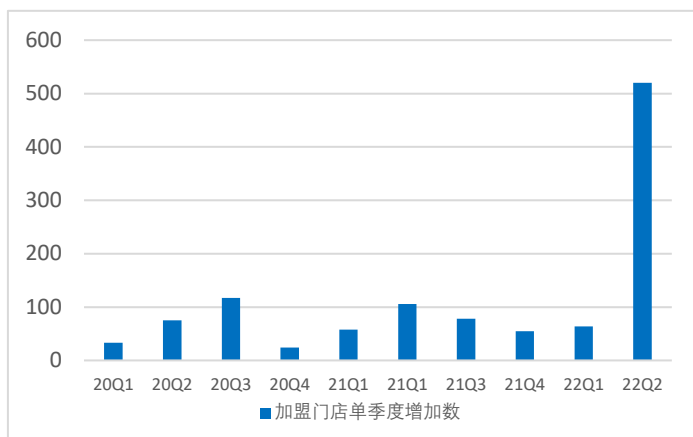
益丰药房“区域聚焦、稳健扩张”的发展战略中,包括过“新开+并购+加盟”的拓展模式,在确保新店质量的前提下,持续提升门店网络覆盖的广度和深度。加盟也是益丰药房经营业务中的重要一环,益丰药房加盟配送业务持续拓展。2022年上半年,益丰药房加盟门店达1516家,二季度新增520家,同样达历史新高。

图表 30 2017H1-2022H1 益丰药房加盟门店总数变化情况



资料来源: wind, 华安证券研究所

图表 31 20Q1-22Q2 益丰药房加盟门店单季度增加数



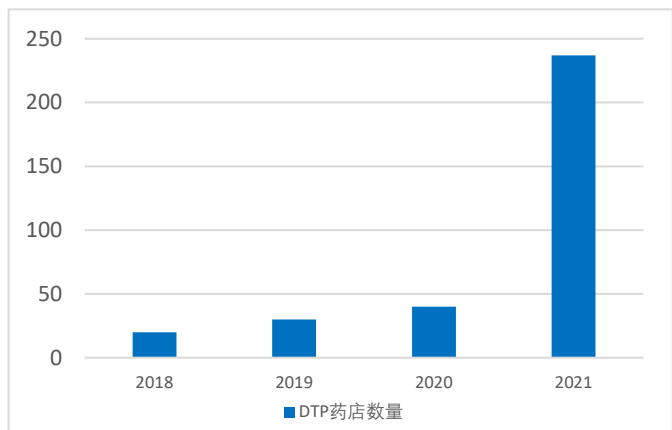
资料来源: wind, 华安证券研究所

### 3.2 人才培养、基建建设保障承接处方外流

随着医改和国家集采的持续推进,医药分开的趋势日益明朗,为承接医院处方外流,益丰药房成立了处方外流战略领导小组和专业处方药事业部,线上线下全渠道承接处方外流。

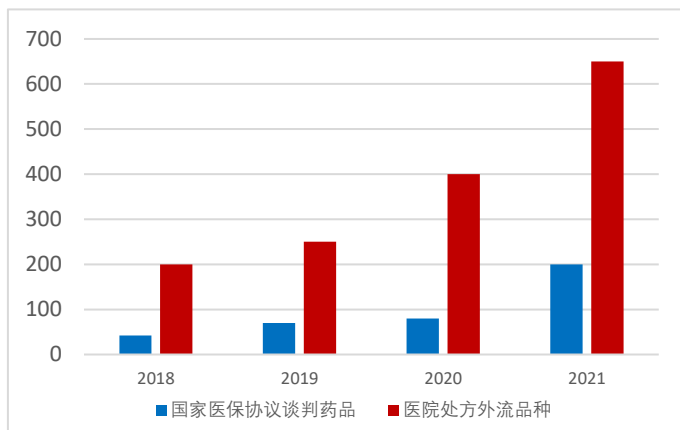
线下领域,以院边店为依托,益丰药房积极布局 DTP 专业药房、“双通道”医保定点以及特慢病医保统筹药房,引进国家医保谈判品种。2021 年,公司拥有院边店超 500 家,建成 DTP 专业药房 237 家,其中双通道医保门店 130 家,特慢病医保统筹药房 1000 余家,经营国家医保协议谈判药品 200 个,医院处方外流品种近 650 个,并与超过 150 家供应商建立了深度合作伙伴关系。

图表 32 益丰药房 DTP 药房增长情况



资料来源: wind, 华安证券研究所

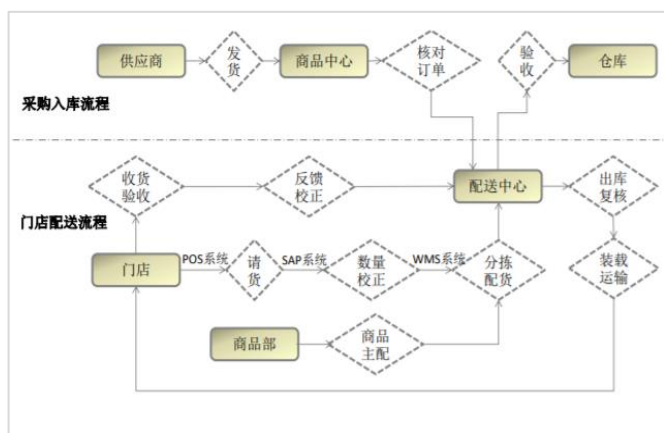
图表 33 益丰药房特殊品种数量变化



资料来源: wind, 华安证券研究所

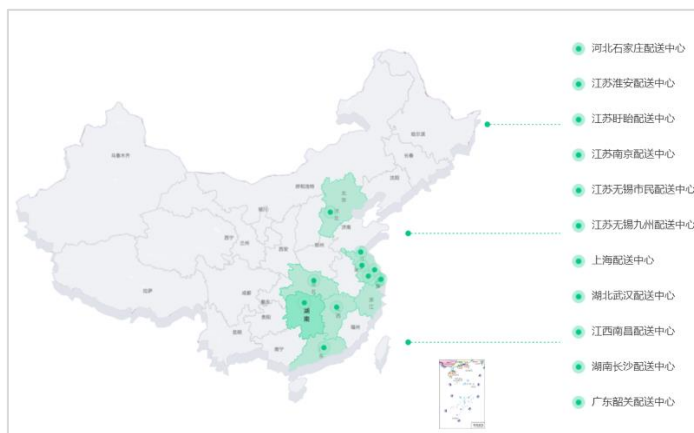
益丰药房在湖南、湖北、江苏、上海、江西、广东、河北等七省市均建立了现代化物流配送中心,拥有物流业内较为先进的设备、技术和管理模式。通过供应商联系、仓库管理和运输管理的数字化系统以及移动门店管理益店掌系统,打造高效供应链体系,实现供应商智能订货、门店智能补货,管理效率持续提升。益丰药房所有门店的商品均由公司或分子公司物流中心自主配送,强大的物流配送能力为公司的快速扩张提供了强有力的物流支持。

图表 34 益丰药房 DTP 物流配送流程图示



资料来源：公司公告，华安证券研究所

图表 35 益丰药房全国物流布局



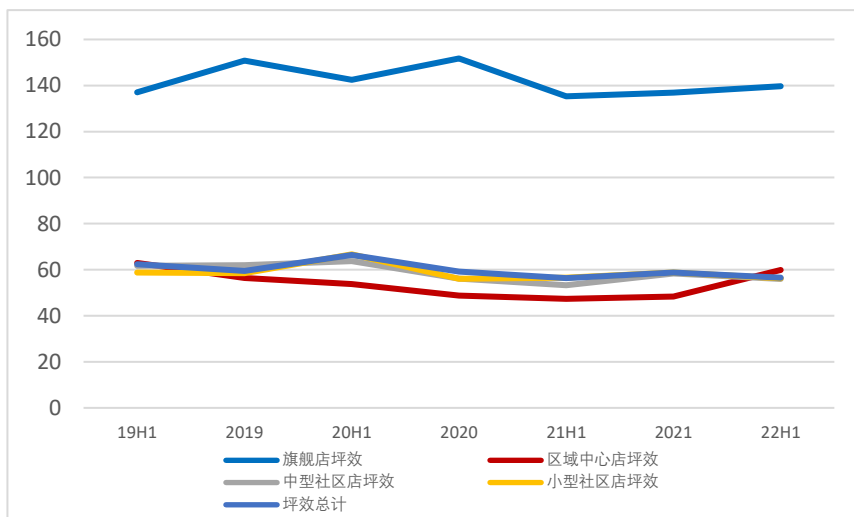
资料来源：公司官网，华安证券研究所

益丰药房力求员工服务专业化和标准化，通过人才培养实现顾客专业感知、疗效感知、公司品牌形象以及顾客整体满意度的持续提升。益丰药房根据不同岗位需求，实行线上线下相结合的差异化混合培养模式。专业知识方面，专业师资队伍全面梳理和更新专业知识课件，提升员工专业能力。2021 年，益丰药房 696 人一次性通过执业药师资格考试，为公司后续发展储备了充足的专业人才。

同时，益丰药房拥有强大的数字技术研发应用团队，努力打造切合公司实际运营的网络化、数字化和智能化系统。通过益丰健康 APP、小程序、微信商城、微信公众号、会员精准营销等运用，为线下门店带来持续增量的订单和客流；通过建设互联网医院、处方中台、远程问诊等便捷服务，实现用户的黏性与企业品牌的提升；通过对公司主数据治理、建立开发平台系统，对企业内部进行资源整合与梳理，实现公司业务快速响应以适应市场变化。

无论是人才培养还是数字化建设，都是益丰药房经营效率不可或缺的保障，益丰药房各类门店的坪效保持稳定。

图表 36 益丰药房各类门店日均坪效（元/平方米）情况



资料来源：wind，华安证券研究所

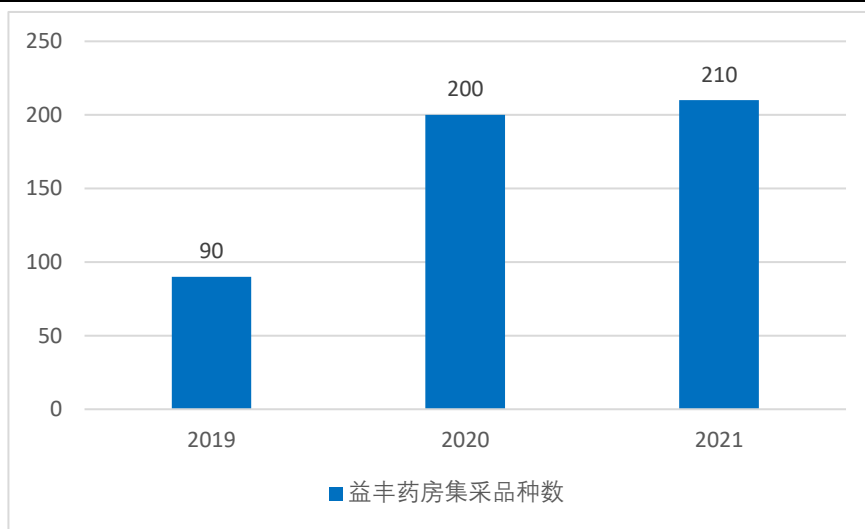
### 3.3 多元化延伸推进可控精品战略



益丰药房持续推进可控精品战略，不断完善和打造自有品牌、独家品种、厂商共建品种等商品精品群，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精品，实现差异化竞争。2021年，公司与近500家生产厂商建立了精品战略合作关系，遴选了1200多个品种纳入公司商品精品库，建立了品类成份覆盖更加完善的精品商品体系。2021年，国家集采目录成分数总计215个，公司经营品种成分覆盖率达98%以上，累计新引进集采品种数量超过600SKU。

中药方面，经过两年的建设，恒修堂药业有限公司研发、生产和仓储大楼全面竣工，总建筑面积40,046平米，工厂配置了业内先进的自动化生产加工和检测设施设备，开展中药饮片的研发、生产和销售业务。

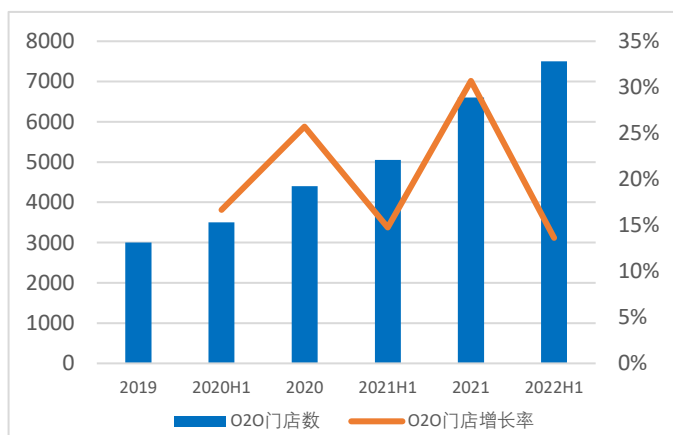
图表 37 益丰药房集采品种引进情况



资料来源: wind, 华安证券研究所

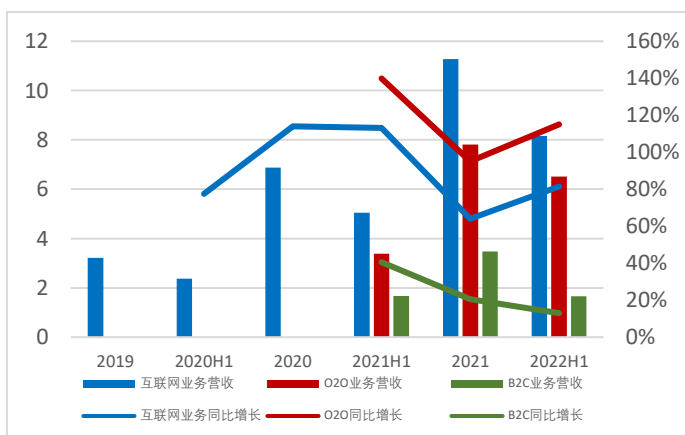
益丰药房医药电商运营逐步升级到集团化医药新零售体系。2021年上半年，O2O多渠道多平台上线门店超过7500家，覆盖公司线下所有主要城市，并在核心城市均处于行业领先地位。在O2O和B2C双引擎的策略支撑以及疫情的推动下，凭借益丰药房供应链优势和数字化精细化运营体系，上半年互联网业务实现营业收入8.16亿元，同比增长81.4%，其中，O2O实现销售收入6.51亿元，同比增长115.05%，B2C实现销售收入1.66亿元，同比增长12.97%。

图表 38 益丰药房 O2O 门店变化情况



资料来源: 公司公告, 华安证券研究所

图表 39 益丰药房互联网业务营收 (亿元) 情况



资料来源: 公司官网, 华安证券研究所

益丰药房从药品出发，向中药养生、保健食品、保健器械、个人护理用品及与



健康关联的便利品不断延伸。在服务方面，从药学服务出发，向预防保健、用药跟踪、慢病管理、健康生活顾问、全方位健康管理方案等领域延伸。从业态出发，通过开设中医馆、中医坐堂、门诊部、店内诊所、互联网医疗以及恒修堂中药厂建设等方式，向诊疗和上游工业延伸。

## 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，预计未来零售板块增速在 24% 以上，毛利率增长到 40%。
- 加盟及批发业务：公司未来重点发展的方向之一，未来增速在 25% 水平，毛利率逐步恢复到 2020 年的 12%。

图表 40 业绩拆分 (百万元)

		2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入		13,145	15,326	18,966	23,869	29,715
	(+/-%)	27.9%	16.6%	23.7%	25.9%	24.5%
营业成本		8,152	9,143	11,318	14,291	17,843
	毛利率	38.0%	40.3%	40.3%	40.1%	40.0%
一、 零售业务		12,252	14,088	17,495	22,117	27,619
	YOY	27.8%	15.0%	24.2%	26.4%	24.9%
	占公司收入百分比	93.2%	91.9%	92.2%	92.7%	92.9%
	成本	7,629	8,467	10,497	13,270	16,571
	毛利	4,623	5,621	6,998.1	8,846.8	11,047.5
	YOY	25.0%	21.6%	24.5%	26.4%	24.9%
	毛利率	37.7%	39.9%	40.0%	40.0%	40.0%
二、 加盟及批发业务		561	720	900	1,125	1,406
	YOY	44.9%	28.2%	25.0%	25.0%	25.0%
	占公司收入百分比	4.3%	4.7%	4.7%	4.7%	4.7%
	成本	499.1	645.2	791.9	989.9	1,237.4
	毛利	62.4	74.7	108.0	135.0	168.7
	YOY	84.1%	19.7%	44.5%	25.0%	25.0%
	毛利率	11.1%	10.4%	12.0%	12.0%	12.0%
三、 其他		331	519	571	628	690
	YOY	10.6%	56.6%	10.0%	10.0%	10.0%
	占公司收入百分比	2.5%	3.4%	3.0%	2.6%	2.3%
	成本	23.8	30.9	28.5	31.4	34.5
	毛利	307.4	487.8	542.0	596.2	655.8
	YOY	10.6%	58.7%	11.1%	10.0%	10.0%
	毛利率	92.8%	94.0%	95.0%	95.0%	95.0%

资料来源：wind，华安证券研究所

**图表 41 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	603233. SH	大参林	389	7.91	10.41	13.06	16.15	31	37	30	24
	603883. SH	老百姓	242	6.69	7.89	9.64	11.69	32	31	25	21
	002727. SZ	一心堂	191	9.22	9.89	11.97	14.40	29	19	16	13
	605266. SH	健之佳	86	3.01	3.34	4.10	5.08	21	26	21	17
	301017. SZ	漱玉平民	69	1.15	1.38	1.67	2.03	45	50	41	34
	平均值							32	33	27	22
公司	603939. SH	益丰药房	433	8.88	11.61	14.37	18.06	52	37	30	24

资料来源: wind (一致预期,2023/1/17), 华安证券研究所

## 4.2 投资逻辑与建议

### 益丰药房: 区域聚焦、稳健扩张的连锁药店龙头

益丰大药房于 2001 年在湖南创立,是国内领先的药品零售连锁企业之一,主要从事药品、保健品、医疗器械以及与健康相关的日用便利品等的连锁零售业务。始终坚持“区域聚焦,稳健扩张”的发展战略,市场拓展以“巩固中南华东华北,拓展全国市场”为目标,通过“新开+并购+加盟”。公司在湖南、湖北、上海、江苏、江西、浙江、广东、河北、北京、天津等十省市拥有连锁药店 10000+家(含加盟店 1753 家),商品 SKU 超过 62000 种,截止 2022 年 12 月 31 日员工 35000+人,会员人数 6200 万。

收入、利润高速增长。2012-2021 年公司营业收入由 15.4 亿元增长至 153.3 亿元, CAGR 29%; 归母净利润由 0.7 亿元增长至 8.9 亿元, CAGR 33%。公司 2022 年前三季度实现营收 133.48 亿元(同比+22.03%), 归母净利润 8.24 亿元(同比+18.34%), 扣非归母净利润 7.95 亿元(同比+16.62%)。

### 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。

### 扩张达新高，业态稳健又富有活力

扩张战略明确，发展速度迅速。益丰药房坚持“区域聚焦、稳健扩张”的发展战略和“重点渗透、深度营销”的经营方针。建立了不同城市、不同商圈的店面网络，形成了旗舰店、区域中心店、中型社区店、小型社区店的“舰群型”门店布局。

人才培养、基建建设保障承接处方外流。益丰药房成立了处方外流战略领导小组和专业处方药事业部，线上线下全渠道承接处方外流。以院边店为依托，益丰药房积极布局 DTP 专业药房、“双通道”医保定点以及特慢病医保统筹药房，引进国家医保谈判品种。并且，无论是人才培养还是数字化建设，都是益丰药房经营效率不可或缺的保障，益丰药房各类门店的坪效保持稳定。

多元化延伸推进可控精品战略。不断完善和打造自有品牌、独家品种、厂商共建品种等商品精品群，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精品，实现差异化竞争。中药方面，经过两年的建设，恒修堂药业有限公司开展中药饮片的研发、生产和销售业务。益丰药房医药电商运营逐步升级到集团化医药新零售体系。2021 年上半年，O2O 多渠道多平台上线门店超过 7500 家，覆盖公司线下所有主要城市，并在核心城市均处于行业领先地位。我们预计，首次覆盖，给予“买入”投资评级。

我们预计，公司 2022~2024 年收入分别 189.7/238.7/297.2 亿元，分别同比增长 23.7%/25.9%/24.5%，归母净利润分别为 11.6/14.4/18.1 亿元，分别同比增长 30.8%/23.7%/25.7%，对应估值为 37X/30X/24X。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				
单位:百万元				
会计年度	2021A	2022E	2023E	2024E
<b>流动资产</b>	7916	9043	12532	16022
现金	2921	3451	5296	7299
应收账款	1077	1265	1635	2009
其他应收款	313	344	460	556
预付账款	91	124	149	191
存货	3041	3390	4517	5492
其他流动资产	473	470	476	476
<b>非流动资产</b>	9136	10368	10527	11154
长期投资	5	-7	-13	-22
固定资产	918	1101	1277	1387
无形资产	389	411	431	452
其他非流动资产	7823	8863	8832	9337
<b>资产总计</b>	17052	19412	23059	27176
<b>流动负债</b>	6745	7782	9797	11861
短期借款	0	0	0	0
应付账款	1267	1536	1960	2434
其他流动负债	5479	6246	7837	9427
<b>非流动负债</b>	2442	2442	2442	2442
长期借款	366	366	366	366
其他非流动负债	2077	2077	2077	2077
<b>负债合计</b>	9187	10225	12239	14304
少数股东权益	383	542	738	984
股本	719	722	722	722
资本公积	3988	3988	3988	3988
留存收益	2774	3936	5373	7178
归属母公司股东权益	7481	8646	10083	11888
<b>负债和股东权益</b>	17052	19412	23059	27176

现金流量表				
单位:百万元				
会计年度	2021A	2022E	2023E	2024E
<b>经营活动现金流</b>	2150	2922	3743	4127
净利润	888	1161	1437	1806
折旧摊销	1309	1213	1804	1577
财务费用	170	0	0	0
投资损失	-34	-43	-54	-67
营运资金变动	-289	440	370	578
其他经营现金流	1284	871	1252	1460
<b>投资活动现金流</b>	-567	-2394	-1898	-2124
资本支出	-821	-2449	-1958	-2200
长期投资	-409	12	6	9
其他投资现金流	663	43	54	67
<b>筹资活动现金流</b>	-2185	3	0	0
短期借款	-380	0	0	0
长期借款	-263	0	0	0
普通股增加	187	3	0	0
资本公积增加	1394	0	0	0
其他筹资现金流	-3123	0	0	0
<b>现金净增加额</b>	-602	530	1845	2003

资料来源:公司公告, 华安证券研究所

利润表				
单位:百万元				
会计年度	2021A	2022E	2023E	2024E
<b>营业收入</b>	15326	18966	23869	29715
营业成本	9143	11318	14291	17843
营业税金及附加	55	68	86	107
销售费用	4060	5083	6397	7875
管理费用	657	823	1026	1290
财务费用	115	0	0	0
资产减值损失	-41	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0
投资净收益	34	43	54	67
<b>营业利润</b>	1339	1782	2205	2771
营业外收入	10	10	10	10
营业外支出	11	10	10	10
<b>利润总额</b>	1338	1782	2205	2771
所得税	347	462	572	719
<b>净利润</b>	991	1320	1633	2052
少数股东损益	103	158	196	246
<b>归属母公司净利润</b>	888	1161	1437	1806
EBITDA	2721	2837	3813	4102
EPS (元)	1.25	1.61	1.99	2.50

### 主要财务比率

会计年度	2021A	2022E	2023E	2024E
<b>成长能力</b>				
营业收入	16.6%	23.7%	25.9%	24.5%
营业利润	18.1%	33.1%	23.7%	25.7%
归属于母公司净利	19.4%	30.8%	23.7%	25.7%
<b>获利能力</b>				
毛利率 (%)	40.3%	40.3%	40.1%	40.0%
净利率 (%)	5.8%	6.1%	6.0%	6.1%
ROE (%)	11.9%	13.4%	14.3%	15.2%
ROIC (%)	9.3%	9.6%	10.5%	11.5%
<b>偿债能力</b>				
资产负债率 (%)	53.9%	52.7%	53.1%	52.6%
净负债比率 (%)	116.8%	111.3%	113.1%	111.1%
流动比率	1.17	1.16	1.28	1.35
速动比率	0.71	0.71	0.80	0.87
<b>营运能力</b>				
总资产周转率	0.90	0.98	1.04	1.09
应收账款周转率	14.23	14.99	14.60	14.79
应付账款周转率	7.22	7.37	7.29	7.33
<b>每股指标 (元)</b>				
每股收益	1.25	1.61	1.99	2.50
每股经营现金流薄)	2.99	4.05	5.19	5.72
每股净资产	10.41	11.98	13.97	16.47
<b>估值比率</b>				
P/E	44.09	37.29	30.14	23.99
P/B	5.29	5.01	4.30	3.64
EV/EBITDA	14.71	15.22	10.84	9.59



## 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。