

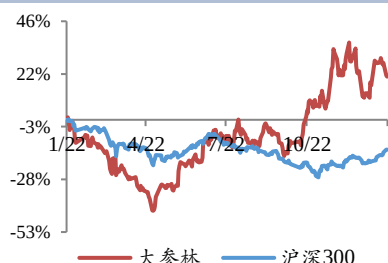
## 深耕华南，布局全国，成就行业翘楚

投资评级：买入（首次）

报告日期：2023-01-18

|                 |             |
|-----------------|-------------|
| 收盘价（元）          | 41.00       |
| 近 12 个月最高/最低（元） | 46.46/19.47 |
| 总股本（百万股）        | 949         |
| 流通股本（百万股）       | 948         |
| 流通股比例（%）        | 99.86       |
| 总市值（亿元）         | 389         |
| 流通市值（亿元）        | 389         |

### 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：

#### ● 大参林：始于粤西，走向全国

大参林历经 20 多年的发展，公司不断深耕细作药品零售行业，已在医药零售直营连锁领域积累了较为深厚的行业经验和市场优势。采用“拓展+并购+直营式加盟”三足协力的策略，通过进一步下沉广东、广西市场，拓宽河南、河北、福建等省份。截至 2022 年 9 月 30 日，公司拥有门店 9578 家（含加盟店 1727 家），全国扩张走上快车道。业绩表现优秀，成为药店标杆。自 2012 年以来，公司营业收入及净利润保持较快增长，2017 年上市后，公司业绩增长进一步加速，2017-2021 年营业收入复合增速 22.58%。公司 2022 年前三季度实现营业收入 148.2 亿元，同比增长 19.9%；实现归母净利润 9.2 亿元，同比增长 12.8%；实现扣非归母净利润 9.2 亿元，同比增长 20.7%，利润端恢复增长。

#### ● 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。

#### ● 全方位扩容提质，着眼未来

多方式扩张门店，多结构布局全国。大参林始终以发展药店连锁为立业

之本，坚持“深耕华南，布局全国”的核心发展战略。持续深耕华南地区，“自建+并购+加盟”三驾马车加速扩增门店。截至 2022 年 9 月 30 日，公司拥有门店 9578 家（含加盟店 1727 家），总经营面积 67.20 万平方米（不含加盟店面积）。

物流仓储+店效人效+数字化全面赋能。参林顺应处方外流的趋势，拓展院边店、DTP、门慢门特等专业化的药房，强化专业服务能力和处方药品供应体系，对接处方流转等。政策驱动下大参林积极争取“双通道”门店资格，在优势和战略性省份和城市均有布局专业药房网络，顺应深化改革用实际行动优化门店结构。

新品种和新零售打开未来空间。大参林积极推进国家谈判品种、国家药品集中采购品种及同名非中标品种的开发，总 SKU 数超十种。同时大参林积极探索新零售商业模式，截止到 2022 年 6 月 30 日，公司 O2O 送药服务已覆盖全国 7,639 家门店，上线率达 85.17%，新零售业务（O2O+B2C）销售同比增长 63.95%。

### ● 投资建议

我们预计，公司 2022~2024 年收入分别 203.7/250.0/304.8 亿元，分别同比增长 21.5%/22.8%/21.9%，归母净利润分别为 10.3/13.0/16.0 亿元，分别同比增长 29.9%/26.6%/23.2%，对应估值为 38X/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      | 16759  | 20365 | 25001 | 30476 |
| 收入同比（%）   | 14.9%  | 21.5% | 22.8% | 21.9% |
| 归属母公司净利润  | 791    | 1028  | 1301  | 1603  |
| 净利润同比（%）  | -25.5% | 29.9% | 26.6% | 23.2% |
| 毛利率（%）    | 38.1%  | 38.3% | 38.3% | 38.2% |
| ROE（%）    | 14.4%  | 15.4% | 16.3% | 16.8% |
| 每股收益（元）   | 1.00   | 1.08  | 1.37  | 1.69  |
| P/E       | 42.11  | 37.85 | 29.91 | 24.27 |
| P/B       | 6.08   | 5.84  | 4.89  | 4.07  |
| EV/EBITDA | 14.15  | 11.75 | 9.02  | 8.48  |

资料来源：wind，华安证券研究所

## 正文目录

|                                                              |    |
|--------------------------------------------------------------|----|
| 1 大参林：始于粤西，走向全国.....                                         | 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 全方位扩容提质，着眼未来 .....                                         | 14 |
| 3.1 集中化：多方式扩张门店，多结构布局全国.....                                 | 14 |
| 3.2 专业化：物流仓储+店效人效+数字化全面赋能 .....                              | 16 |
| 3.3 多元化：新品种和新零售打开未来空间 .....                                  | 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 .....                                            | 20 |
| 风险提示： .....                                                  | 21 |
| 财务报表与盈利预测 .....                                              | 22 |

## 图表目录

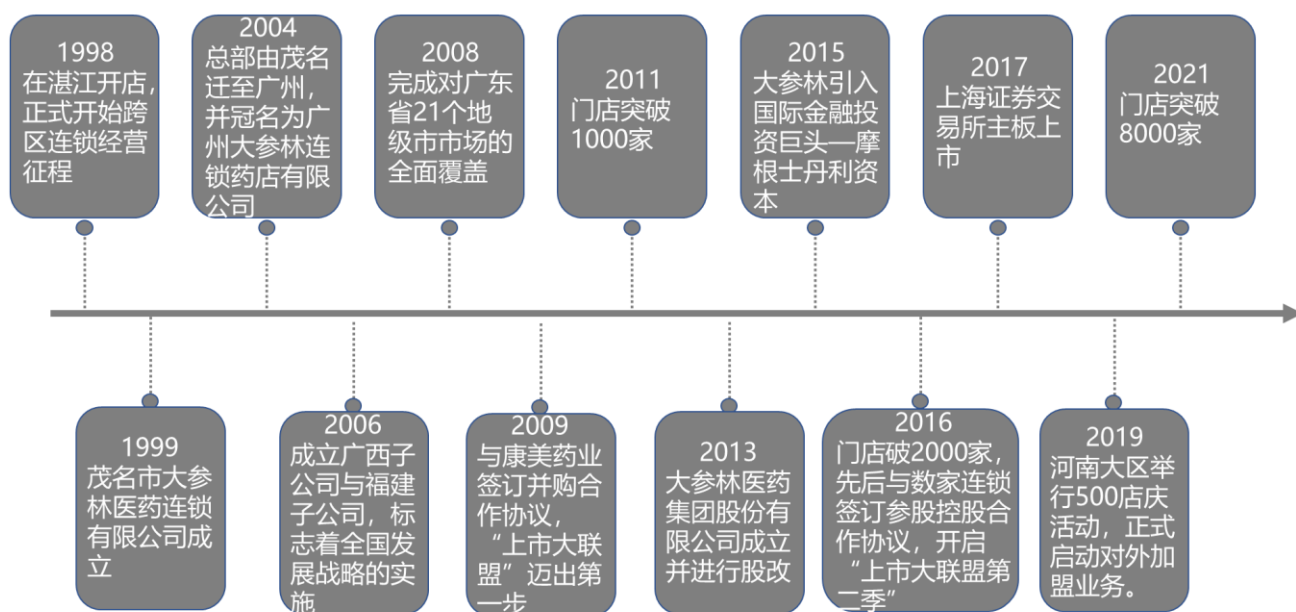
|                                                  |    |
|--------------------------------------------------|----|
| 图表 1 大参林发展历程.....                                | 5  |
| 图表 2 大参林股权结构 (2022 年三季报) .....                   | 6  |
| 图表 3 2012-2022Q1-Q3 年大参林营业收入与利润增长情况 (亿元、%) ..... | 6  |
| 图表 4 2012 年-2021 大参林主营收入结构 .....                 | 7  |
| 图表 5 2012 年-2021 大参林各业务毛利率 (%) .....             | 7  |
| 图表 6 2012 年-2021 大参林各区域收入 (亿元) .....             | 7  |
| 图表 7 2021 年大参林区域收入占比 .....                       | 7  |
| 图表 8 2012 年-2021 大参林毛利率及净利率 .....                | 8  |
| 图表 9 2012-2021 大参林费用率情况 .....                    | 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) 及增速 .....                     | 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 17H1-22H1 大参林门店总数变化情况 .....                | 15 |
| 图表 28 17H1-22H1 大参林直营门店总数变化情况 .....              | 15 |
| 图表 29 20Q1-22Q2 大参林直营门店单季度扩张数 .....              | 15 |
| 图表 30 20Q1-22Q2 大参林加盟门店总数变化情况 .....              | 16 |
| 图表 31 20Q1-22Q2 大参林加盟门店单季度扩张数 .....              | 16 |
| 图表 32 2017-2021 医药零售 DTP 品种销售规模 .....            | 16 |
| 图表 33 大参林 DTP 药房增长情况 .....                       | 16 |
| 图表 34 大参林医药集团漯河物流中心 .....                        | 17 |
| 图表 35 大参林 2020-2022H1 执业药师数量变动情况 .....           | 17 |
| 图表 36 大参林月均坪效 (含税, 元/平方米) 概况 .....               | 17 |
| 图表 37 2021 年大参林开发新品种情况 .....                     | 18 |
| 图表 38 大参林新零售 (O2O、B2C) 增长情况 .....                | 18 |
| 图表 39 业绩拆分 (百万元) .....                           | 19 |
| 图表 40 可比估值 .....                                 | 19 |

## 1 大参林：始于粤西，走向全国

大参林医药集团股份有限公司成立于1998年10月的湛江，2017年7月31日，正式在上海证券交易所主板上市。上市后，公司以直营药店为核心的经营策略首先对华南市场进行深入开发和巩固，采用“拓展+并购+直营式加盟”三足协力的策略，通过进一步下沉广东、广西市场，拓宽河南、河北、福建等省份。大参林目前门店在广东、广西、河南、河北、江西、福建、江苏、浙江、陕西、黑龙江等全国10个省，截至2022年9月30日，公司拥有门店9578家（含加盟店1727家），全国扩张走上快车道。

大参林历经20多年的发展，公司不断深耕细作药品零售行业，已在医药零售直营连锁领域积累了较为深厚的行业经验和市场优势。公司积极探索新零售商业模式，积极开发、重点培养新的增长渠道，如医药电商（含O2O、B2C）、DTP药房、智慧药房等，公司已进驻了几乎所有头部O2O平台，并利用中心仓+地区仓+前置仓的发货模式将B2C业务覆盖全国，智慧药房也不断延展更多专业服务和经营工具。

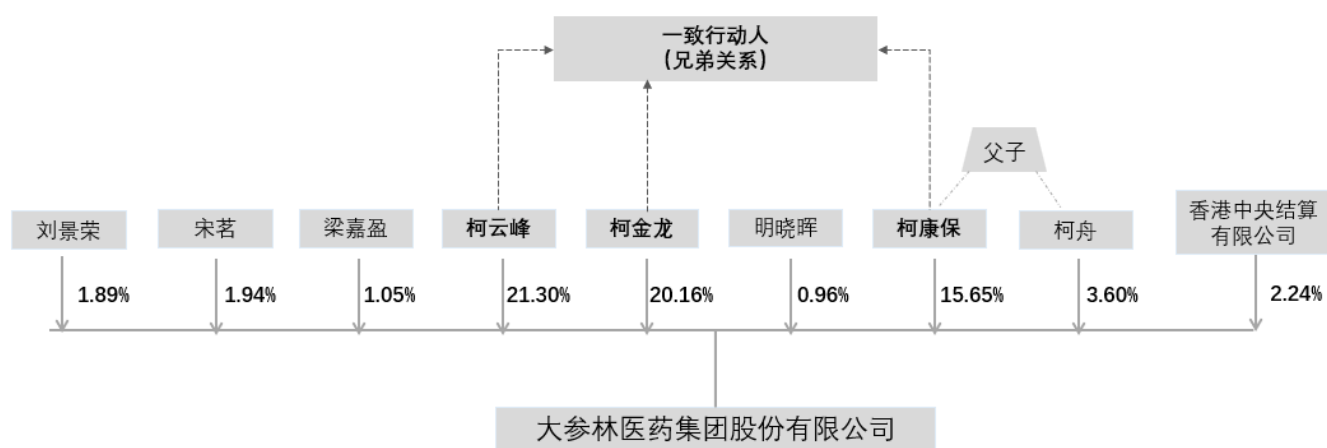
图表1 大参林发展历程



资料来源：公司公告，华安证券研究所

**家族兄弟为实际控制人，股权集中决策稳定。**公司实际控制人为柯云峰、柯康保、柯金龙（三者为兄弟关系），分别持有股份21.30%、15.65%、20.16%，合计持有57.11%的公司股份。职位上，柯云峰为公司董事长；柯康保、柯金龙担任公司董事。三兄弟形成一致行动人，具有对公司的绝对控制权，股权集中，决策高效稳定。

图表 2 大参林股权结构 (2022 年三季报)

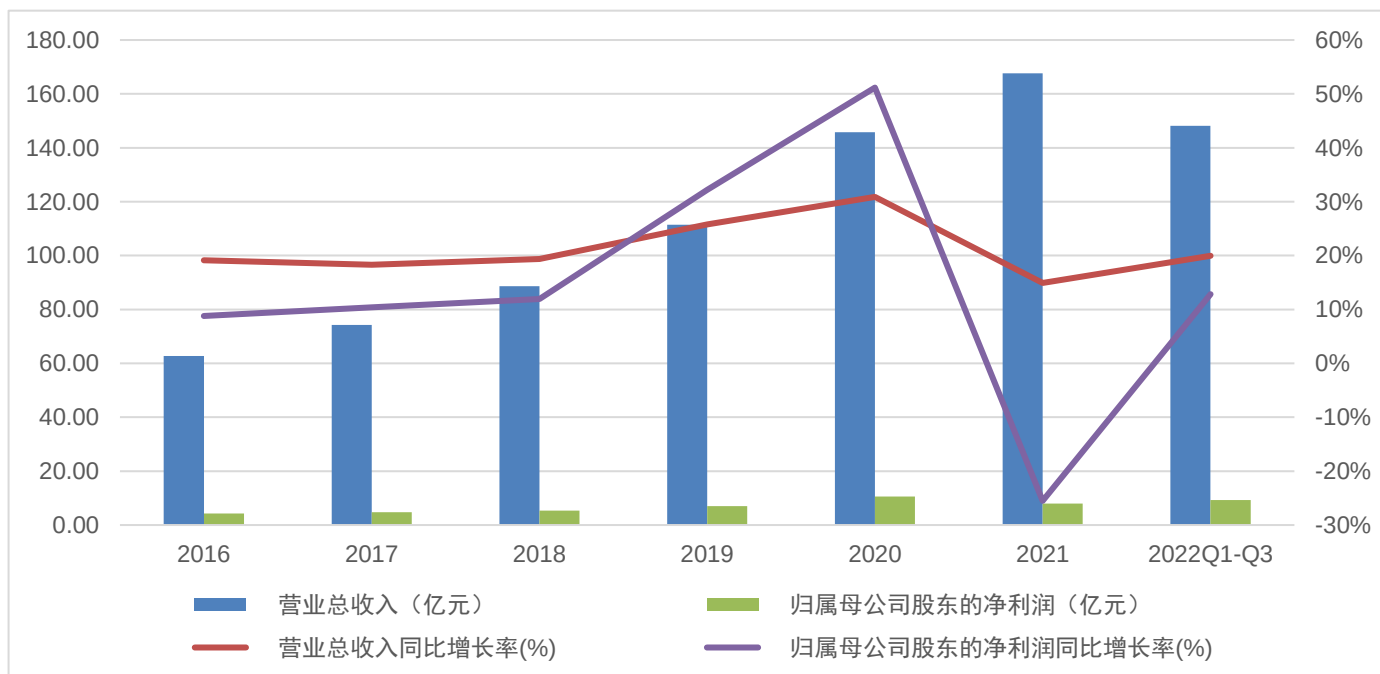


资料来源：wind，华安证券研究所

**业绩表现优秀，成为药店标杆。**自 2012 年以来，公司营业收入及净利润保持较快增长，2017 年上市后，公司业绩增长进一步加速。2017-2021 年营业收入复合增速 22.58%，2021 年实现营业收入 167.59 亿元，同比增长 14.92%，同时实现归属于上市公司股东的净利润 7.91 亿元，由于疫情影响同比增长-25.51%。

公司 2022 年前三季度实现营业收入 148.2 亿元，同比增长 19.9%；实现归母净利润 9.2 亿元，同比增长 12.8%；实现扣非归母净利润 9.2 亿元，同比增长 20.7%，利润端恢复增长。

图表 3 2012-2022Q1-Q3 年大参林营业收入与利润增长情况 (亿元、%)

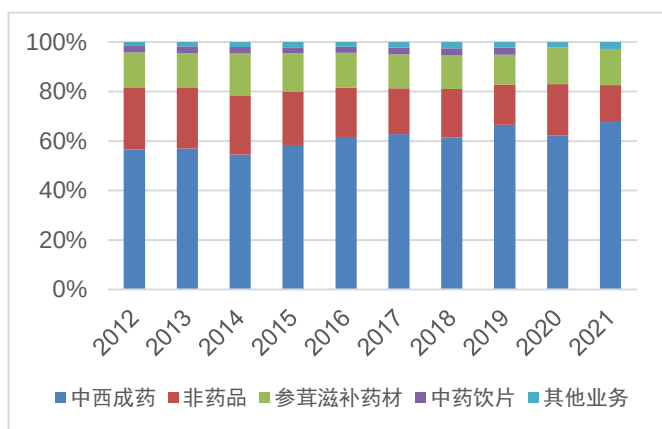


资料来源：wind，华安证券研究所

从公司主营结构上看，中西成药是大参林的最大收入来源，2021 年营业收入占比为 69.68%，2020 年受疫情产品需求激增，占比下降至 63.65%，相对应的非药品

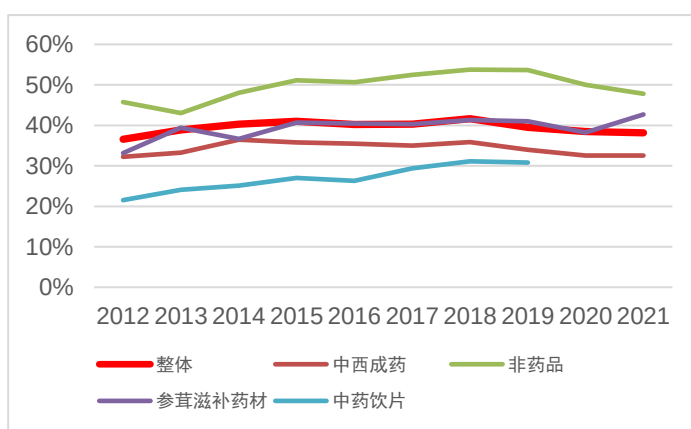
产品占比提升至 21.13%。公司特色的参茸滋补药材在 2021 年维持稳定,保持在 15% 水平,并且参茸类毛利率较高,带动公司整体毛利率在行业处于较高水平。

图表 4 2012 年-2021 大参林主营收入结构



资料来源: wind, 华安证券研究所

图表 5 2012 年-2021 大参林各业务毛利率 (%)

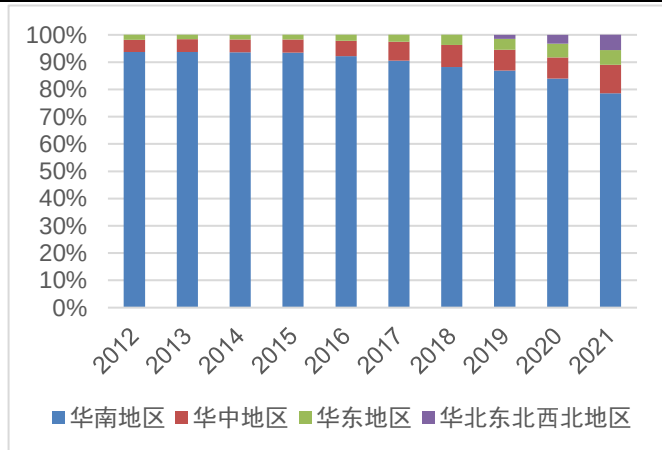


资料来源: wind, 华安证券研究所

各区域营收上看, 华南地区一直是公司的绝对根据地, 2021 年华南的营收为 128.08 亿元, 占比为 78.62%。华东、华中地区占比分别为 5.39% 和 10.43%, 同时公司在华北东北西北地区的收入逐步起色, 达到占比 5.56%。

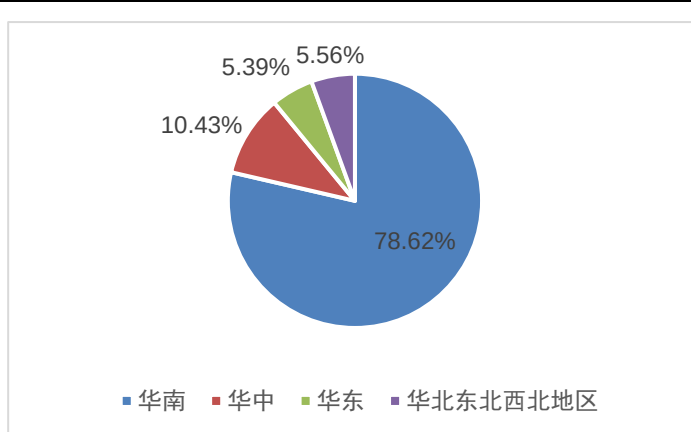
随着扩张不断推进和原先门店进入成熟期, 公司收入增速也在不断提升, 华东市场销售增长亮眼。在新进的华北东北西北地区, 虽占比仅不到 6%, 通过门店并购正快速扩张。

图表 6 2012 年-2021 大参林各区域收入结构



资料来源: wind, 华安证券研究所

图表 7 2021 年大参林区域收入占比

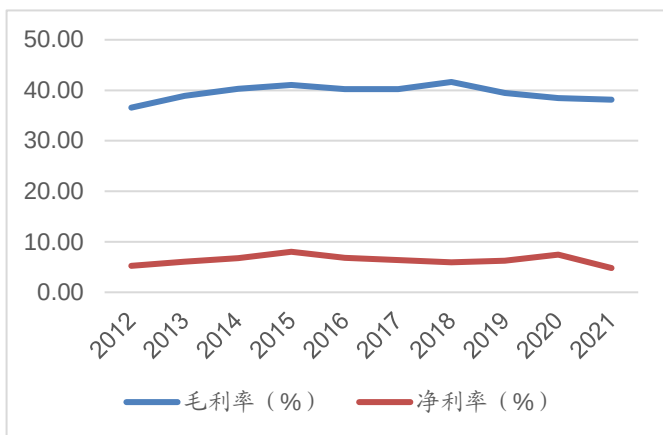


资料来源: wind, 华安证券研究所

毛利率和净利率基本保持平稳。2012 年-2021 年毛利率比较稳定, 2021 净利率有小幅下降。2019-2021 年毛利率受疫情客单价下滑影响总体呈现下滑, 在 39% 左右, 但客流量增加加上期间费用率降低。

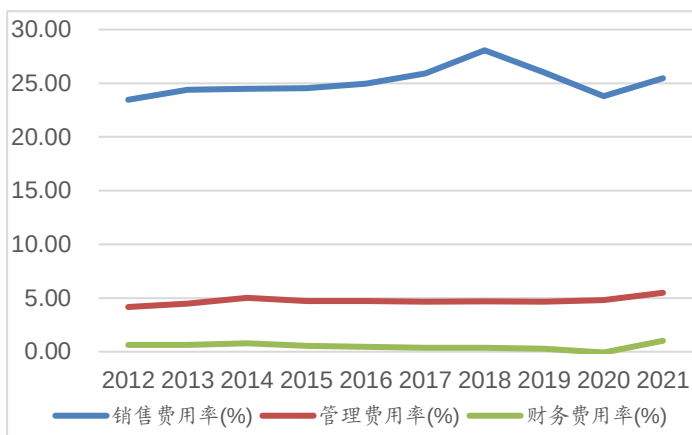
公司费用率控制较好, 三项费用中, 销售费用近几年有明显的下降趋势, 尤其是 2020 年疫情使销售活动无法开展, 销售费用率降至 23.08%, 随着疫情影响变小 2021 年有轻微上升。管理费用率和财务费用率也基本保持稳定水平。

图表 8 2012-2021 大参林毛利率及净利率



资料来源: wind, 华安证券研究所

图表 9 2012-2021 大参林费用率情况



资料来源: wind, 华安证券研究所

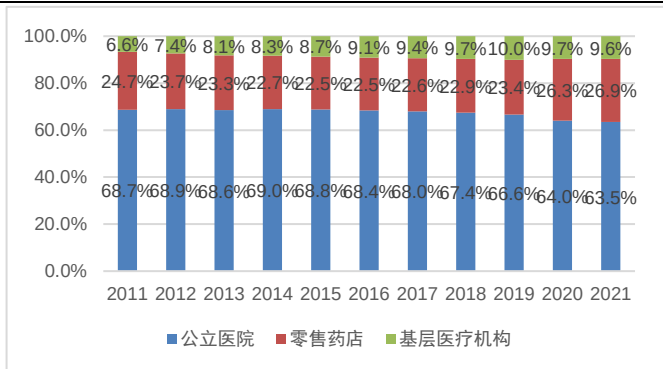
## 2 药店行业: 长中短期逻辑推动持续发展

### 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%。

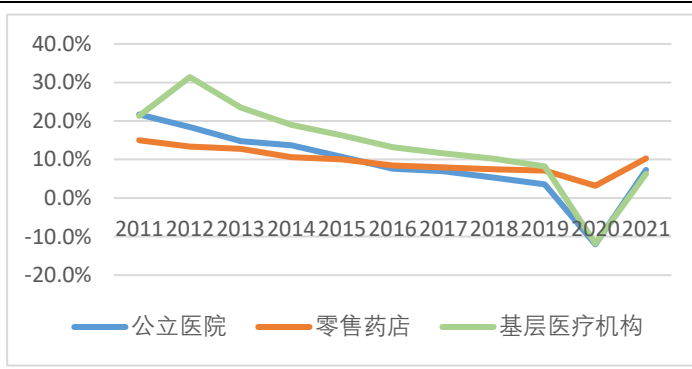
对比三大药品终端的销售额增速, 2020 年疫情影响下三大终端增速都出现下滑的情况下, 零售端仍旧保持正增长状态。而 2021 年零售端也仍以 10.3% 的增速领先医院和基层医疗终端, 可见零售药店终端的增长动力与韧性。

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

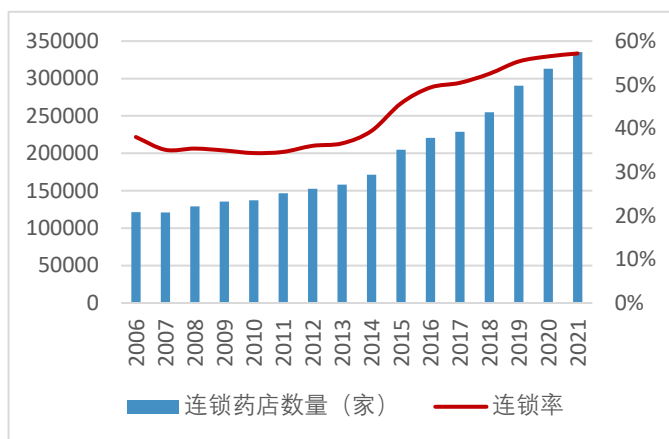
### 2.2 长期趋势: 连锁率提升进行时

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%。

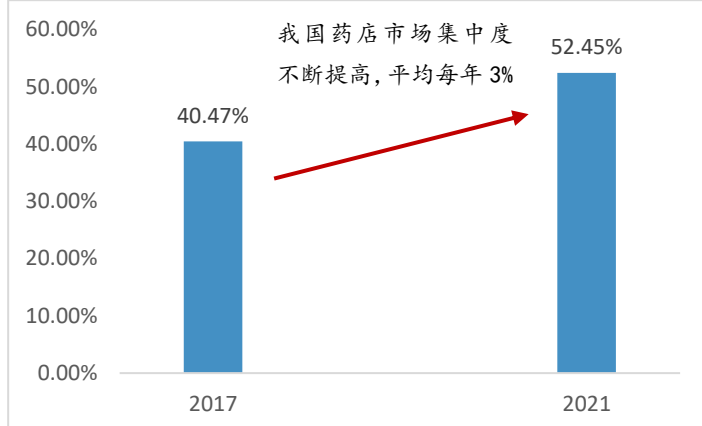
我国头部连锁药店的市场占有率逐年提升。2017 年中国百强连锁药店市场集中

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



图表 13 2017-2021 年中国百强连锁药店行业集中度变化



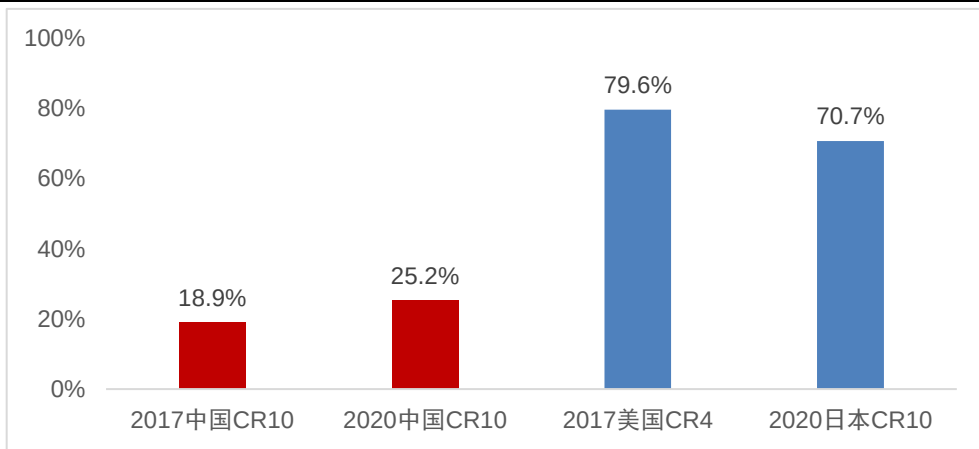
资料来源：国家食品药品监督管理局，华安证券研究所

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 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。

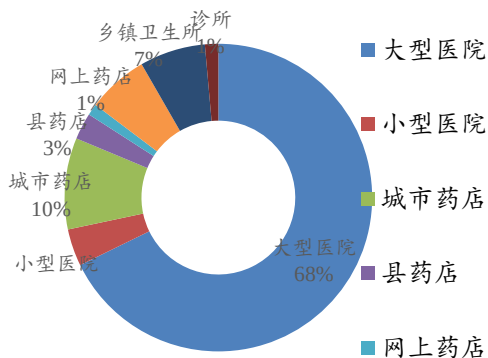
图表 15 处方外流相关政策梳理

| 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

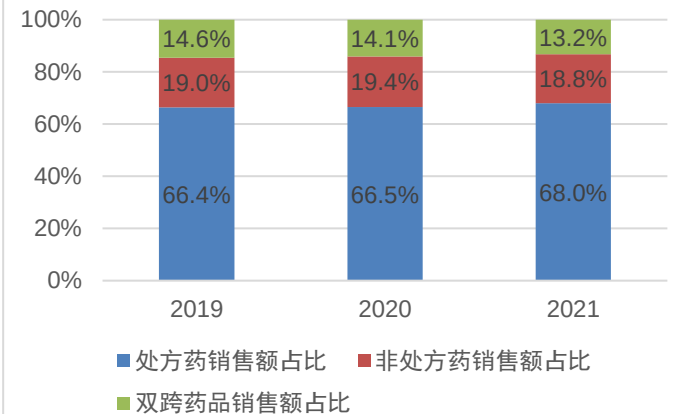
从处方药的渠道贡献来看,医院仍是主要渠道,大、小型医院占比合计超过 70%。不过作为处方承接方的零售市场,处方药占比提升明显。根据 RPDB 中国药品零售数据库数据统计,我国零售市场中,处方药份额从 2019 年的 66.4% 稳步上升至 2021 年的 68%。

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

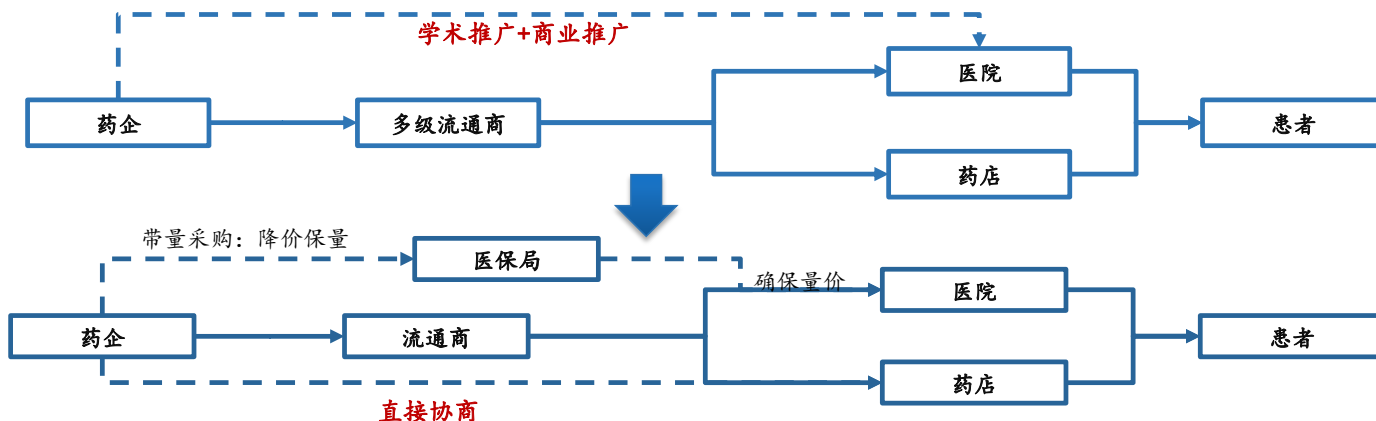
图表 17 2019-2021 年零售端处方药销售份额逐年增长



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%    |

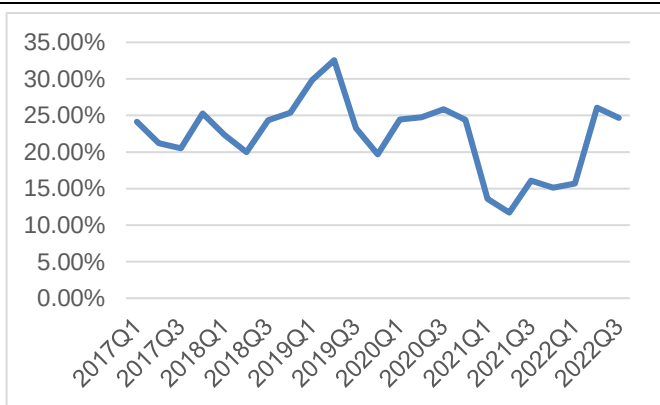
资料来源: wind, 华安证券研究所

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。

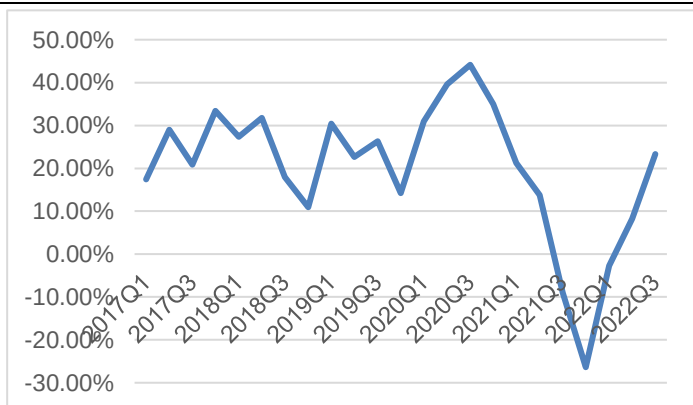
经历 2021 年疫情反复、20 年高基数等因素影响下的增速下滑, 加上 2022 年上半年疫情的持续干扰, 导致原先预期的恢复有所推迟。但在行业大逻辑支撑下, 疫情影响也会持续减弱, 随之传统开店增长的行业本质会更加凸显。整体来看, 2023 年的内生增长逐步恢复, 叠加疫情防控政策变化带来增量, 看好 2023 年药店板块。

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

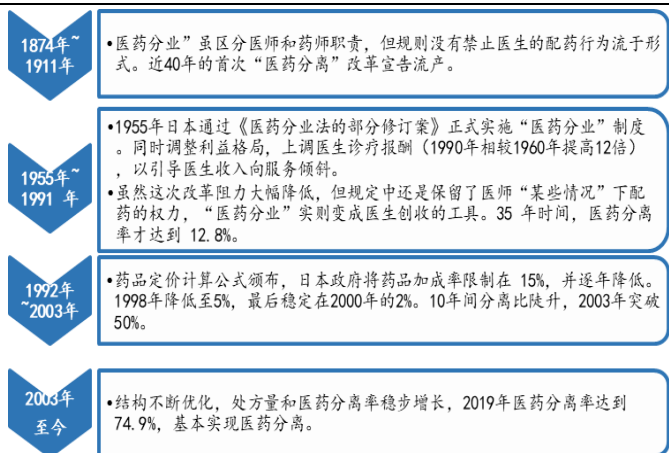
## 2.5 日本药店发展经验有借鉴意义, 对比医药电商线下优势仍旧不可替代, 药店行业开启集中化、专业化与多元化之路

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。

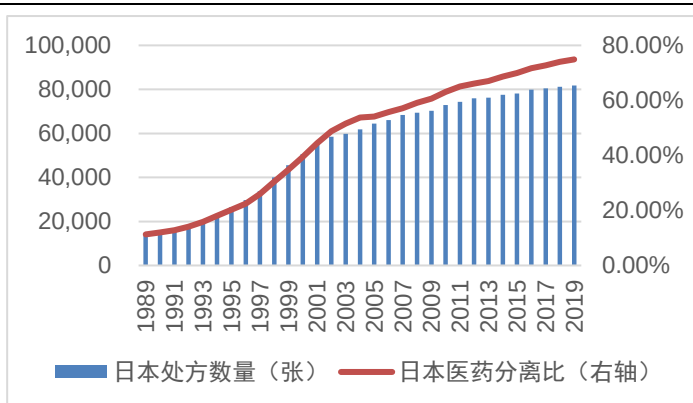
整体来看也是从最初的行政手段再到调整结构的过程，将医院的盈利重心从药品利润转移至诊疗服务上。经过多年努力，日本处方数量从 1989 年的 1.35 亿增长至 2015 年的 7.82 亿张，而医药分离率也从 1989 年的 11.3% 增长至 2015 年的 70%。根据健康商务杂志社的调查，2019 年日本医药分离率达到 74.9%，处方量更是接近 8.2 亿张。

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

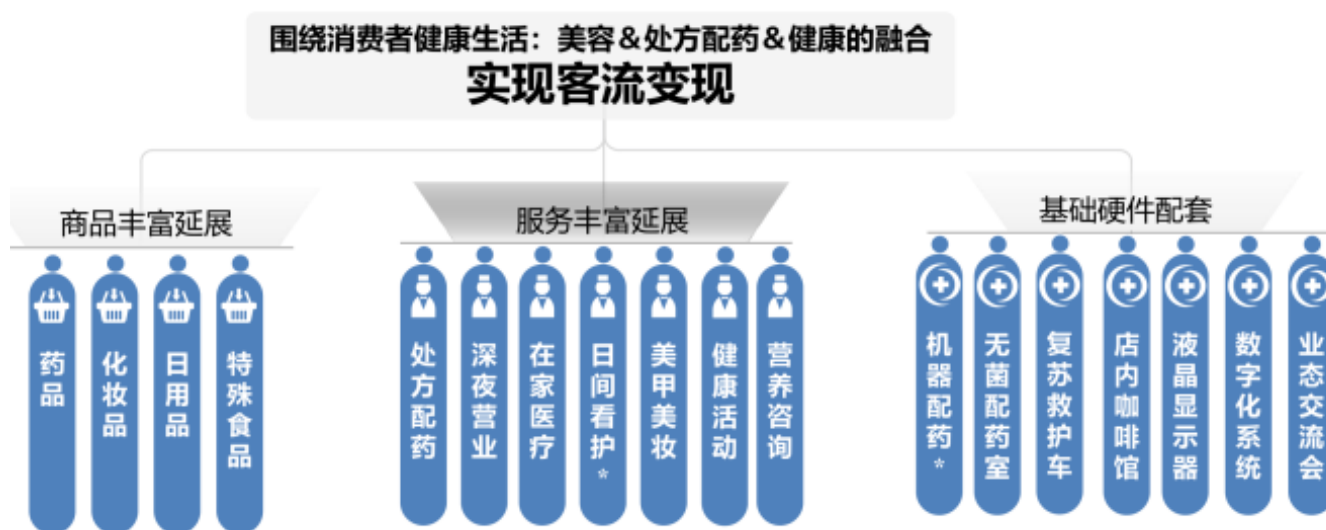
图表 23 日本医药分离发展进程



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

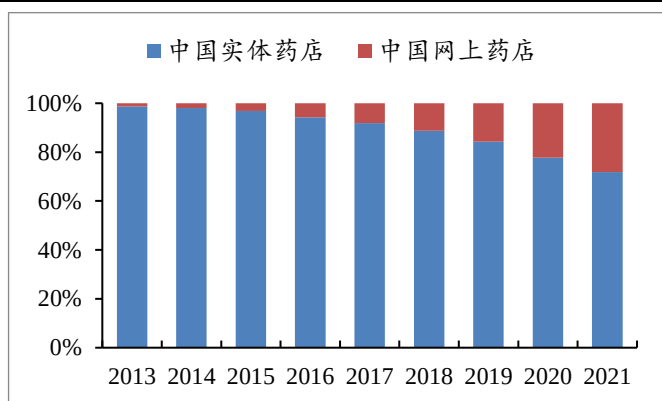


资料来源：西普会，华安证券研究所

**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。

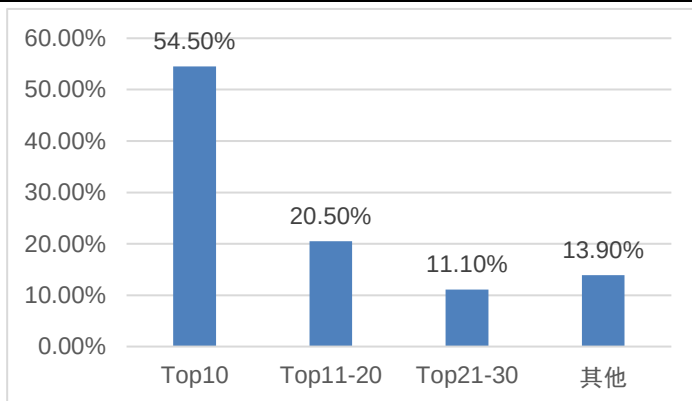
**O2O 依托于线下药房,覆盖受限于城市发展水平。**目前O2O集中在一二线城市, TOP10城市占比达到54.5%。主要原因是O2O需要强大的城市人力和运力基础,并且人口越密集效率越高,而目前一线城市才能满足这样的条件。

**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 全方位扩容提质,着眼未来

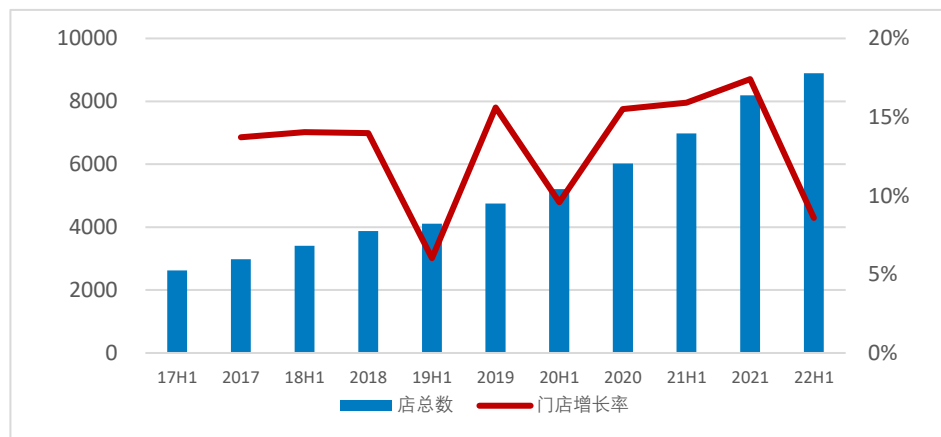
### 3.1 集中化:多方式扩张门店,多结构布局全国

大参林始终以发展药店连锁为立业之本,坚持“深耕华南,布局全国”的核心发展战略。已实现覆盖全国15个省份,持续下沉渗透华南地区,聚焦拓展长三角(环渤海)、东北地区及中部地区,实现各区域连锁规模的经营效率稳步提升。大参林零售业务覆盖广东、广西、河南、河北、江西、福建、江苏、浙江、陕西、黑龙江、

四川、山东、湖北、海南、重庆等 15 个省份，在全国医药零售行业保持业务规模的领先地位。

持续深耕华南地区，“自建+并购+加盟”三驾马车加速扩增门店。大参林的门店总数由 2017H1 的 2625 家增长至 2022H1 的 8896 家，平均年增长率 27.65%。从 2020 年开始大参林门店总数开始加快，在 2021 年门店增速达 36.10%。

图表 27 17H1-22H1 大参林门店总数变化情况

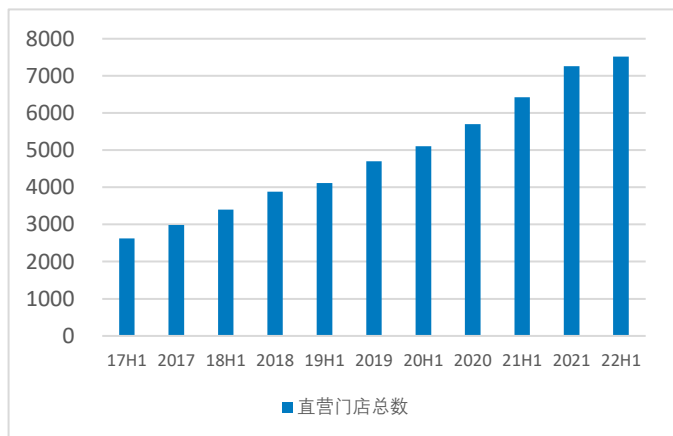


资料来源：wind，华安证券研究所

自建门店方面，大参林积累了丰富的直营门店拓展经验和选址数据，根据不同商圈的特点，布局社区店、参茸旗舰店、O2O 店和院边店等不同店型店态。2022 年上半年，公司新增自建门店 194 家。收购门店方面，大参林针对河南、江苏等重点地区以及未布局的省份积极开展收购计划，用合理的价格收购优质连锁药店，实现快速进入新区域或快速提升弱势区域内的占比规模，上半年合计并表门店 172 家。

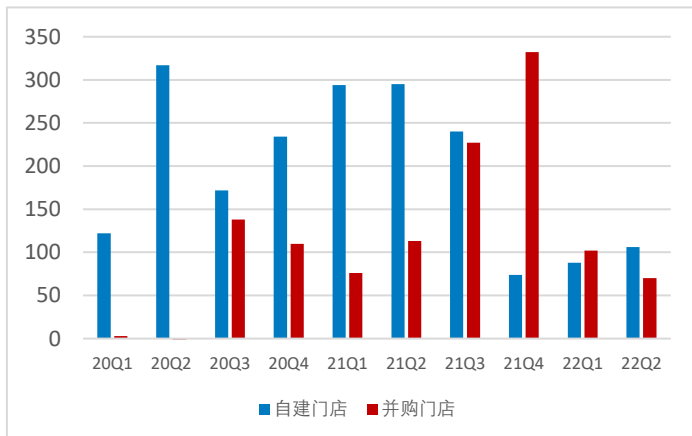
总的来讲，从直营门店（自建+并购）五年来平均年增长率为 23.42%。从 2020Q1-2022H1 单季度数据来看，前期大参林直营门店的扩张以自建门店为主要方式，2020 年三季度开始以并购门店扩张的方式开始发力，2022 年二季度，大参林自建门店 106 家，并购门店 70 家，实现直营门店的稳步增长。

图表 28 17H1-22H1 大参林直营门店总数变化情况



资料来源：wind，华安证券研究所

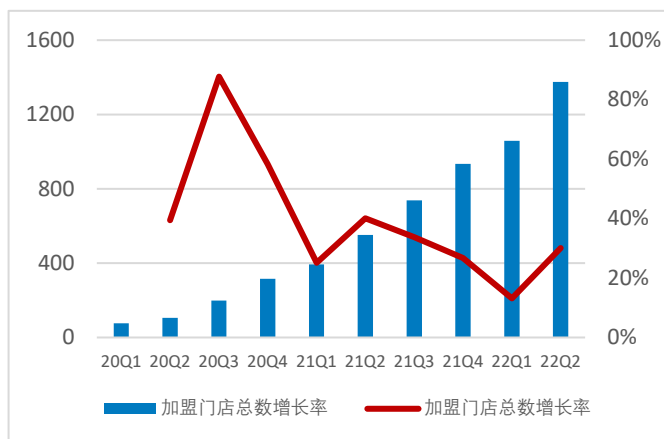
图表 29 20Q1-22Q2 大参林直营门店单季度扩张数



资料来源：wind，华安证券研究所

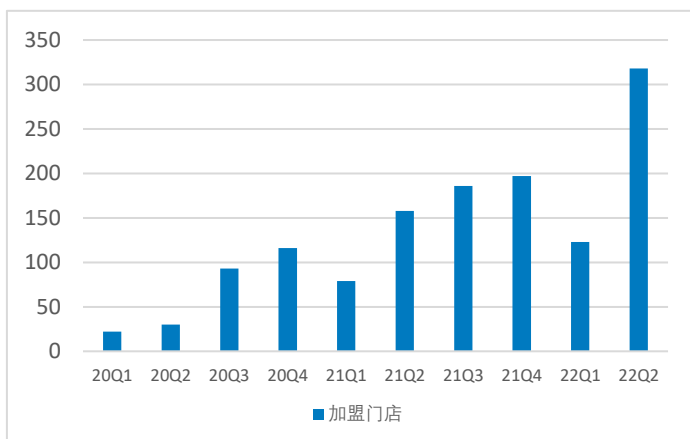
加盟门店方面，大参林持续加盟店与直营店同招牌、同形象、同管理、同分享、同赋能。大参林新开加盟门店季度增长率稳定，2022 年二季度为 13.16%，且 2022 年二季度大参林实现最多的加盟门店数，达 318 家。

图表 30 20Q1-22Q2 大参林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 大参林加盟门店单季度扩张数



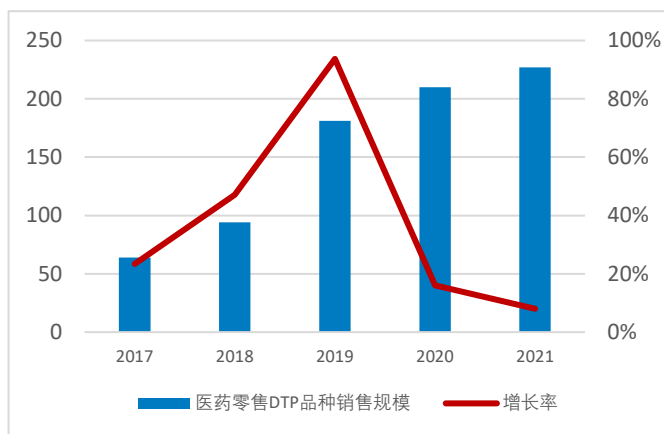
资料来源: wind, 华安证券研究所

### 3.2 专业化: 物流仓储+店效人效+数字化全面赋能

大参林顺应处方外流的趋势, 拓展院边店、DTP、门慢门特等专业化的药房, 强化专业服务能力和处方药品供应体系, 对接处方流转等。随着 2021 年 5 月双通道政策的出台, 进一步推动了医保国谈品种处方单外流至零售药店。

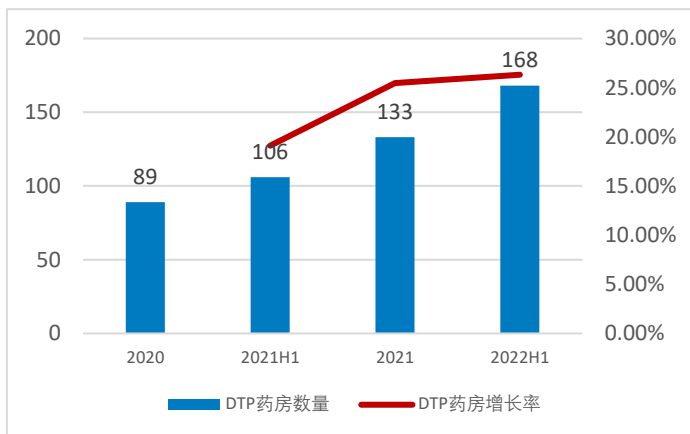
政策驱动下大参林积极争取“双通道”门店资格, 在优势和战略性省份和城市均有布局专业药房网络, 顺应深化改革用实际行动优化门店结构。截止报告期末, 现有 DTP 专业药房达 168 家。

图表 32 2017-2021 医药零售 DTP 品种销售规模



资料来源: wind, 华安证券研究所

图表 33 大参林 DTP 药房增长情况



资料来源: wind, 华安证券研究所

大参林采取“从供应商集中采购, 向子公司、第三方及加盟商批发”的模式, 建立了完善的商品供应体系和物流体系, 已与 8000 余家国内外优质供应商保持了长期稳定的合作关系。另外, 大参林建立“集团仓+大区仓+地区仓”的物流仓网体系, 截至 2022 年上半年, 在全国共有 33 个仓库, 总面积超 23 万 m<sup>2</sup>, 辐射包括广东、广西、河南等全国 15 个省份。上半年报告期内, 大参林仓库总发货满足率达到 99.83%, 发货差错率低于 0.008%, 领先于医药零售行业平均水平。

针对加盟、新融合区、慢病、中参、DTP 等集团重点发展的业务, 大参林实行专项培养项目, 为公司快速扩张以及业务创新提供人才资源。同时, 大参林鼓励员工积极参加国家执业药师资格考试, 截止到报告期末, 公司执业药师队伍扩充至 9041 人。

图表 34 大参林医药集团漯河物流中心



资料来源：网易号，华安证券研究所

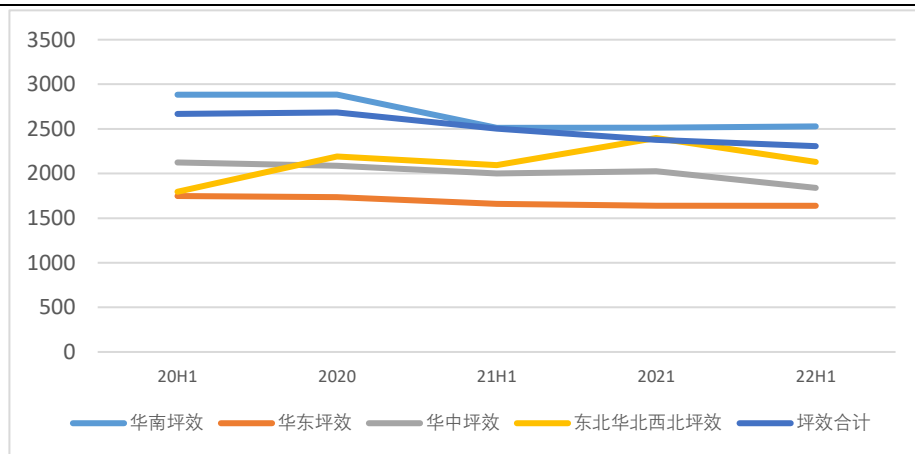
图表 35 大参林 2020-2022H1 执业药师数量变动情况

| 时间     | 执业药师数量变动情况 |
|--------|------------|
| 2022H1 | 增加2300人    |
| 2021   | 增加2079人    |
| 2021H1 | 增至9038人    |
| 2020   | 增至9041人    |

资料来源：wind，华安证券研究所

大参林将数字化战略贯穿各业务链条，在集团管理层面，打通内部前中后业务全链路数据，实现内部数据资产的积累。在门店运营层面，结合现有的 ERP 系统，孵化出了一系列移动化智能运营产品。现已实现“员工在线、产品在线、客户在线、管理在线”四个数字化建设，结合各部门业务发展需求和业务场景升级，建设了一整套推动企业内部高效运作的管理系统。大参林坪效、人效保持稳定。

图表 36 大参林月均坪效（含税，元/平方米）概况

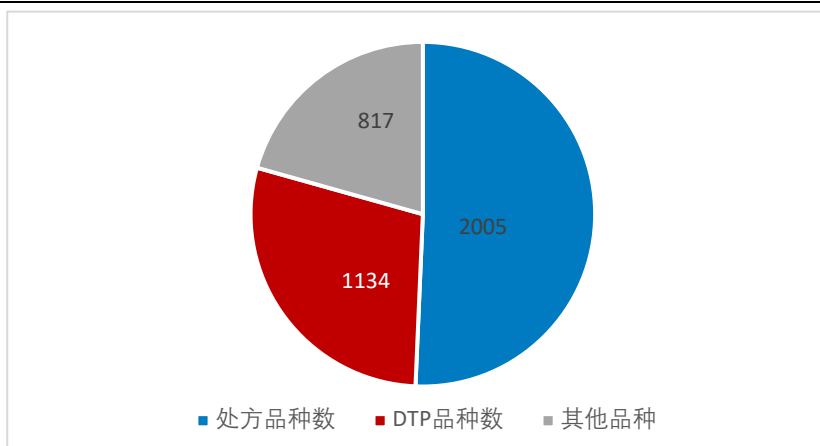


### 3.3 多元化：新品种和新零售打开未来空间

大参林积极推进国家谈判品种、国家药品集中采购品种及同名非中标品种的开发，积极参与省级的药品集采平台，并与多个处方药厂家达成战略合作，为消费者提供更齐全、低价的处方药品种，总 SKU 数超十万种。大参林也进一步丰富了自有品牌品种，进一步提升了自有品牌质量把控能力。

作为以中参茸为特色的大型零售药店连锁企业，大参林积极响应国家号召，支持中医药发展；持续开发更多中参茸品种品规，满足不同消费群体的需求；深入原产地采购、自建中药、参茸加工厂，确保产品品质优价廉。

图表 37 2021 年大参林开发新品种情况

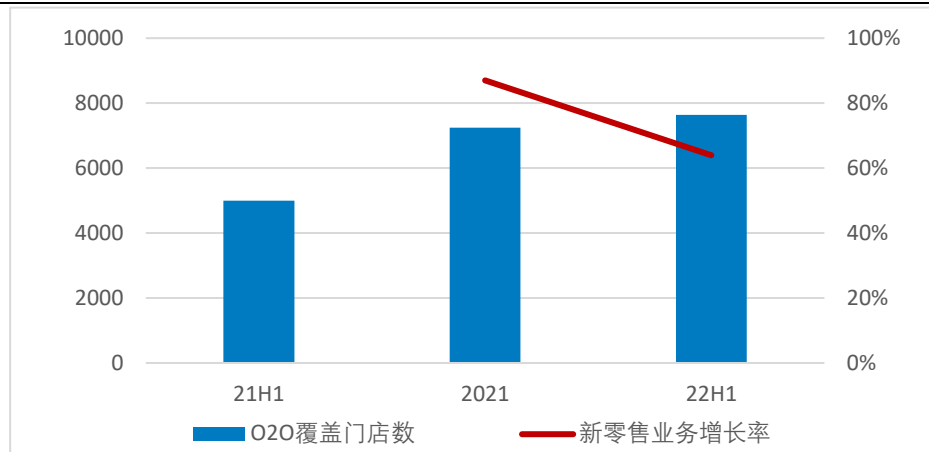


资料来源：wind，华安证券研究所

大参林积极探索新零售商业模式，以“大参林健康”小程序为主要载体推动私域流量的新零售业务（O2O+B2C），并进入几乎所有头部 O2O 和 B2C 平台同步发展公域流量新零售业务，全面满足各类消费者不同渠道的购药需求。截止到 2022 年 6 月 30 日，公司 O2O 送药服务已覆盖全国 7,639 家门店，上线率达 85.17%，新零售业务（O2O+B2C）销售同比增长 63.95%。

大参林近年来也倾力投身于 MTM 慢病服务新模式。大参林在人才培养方面积极参与 MTM 系列培训，并与广东省药学会达成战略合作以协助推进 MTM 慢病服务在医药零售行业的规范开展。大参林还在实践中梳理出药物治疗管理服务（MTM）方法，并借助天宸健康搭建易健康平台，依托实体门店，实现以患者为中心的健康数据积累。

图表 38 大参林新零售（O2O、B2C）增长情况



资料来源：wind，华安证券研究所

## 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20%左右，毛利率恢复到39%。

- 加盟及批发业务：公司未来重点发展的方向之一，由于基数较低，未来增速在50%水平，毛利率逐步恢复到2020年的14%。

图表 39 业绩拆分 (百万元)

|                   |          | 2020A         | 2021A         | 2022E         | 2023E         | 2024E         |
|-------------------|----------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| 营业收入              |          | 14,583        | 16,759        | 20,365        | 25,001        | 30,476        |
|                   | (+/-%)   | 30.9%         | 14.9%         | 21.5%         | 22.8%         | 21.9%         |
| 营业成本              |          | 8,973         | 10,366        | 12,557        | 15,431        | 18,823        |
|                   | 毛利率      | 38.5%         | 38.1%         | 38.3%         | 38.3%         | 38.2%         |
| <b>一、 零售业务</b>    |          | <b>13,772</b> | <b>15,285</b> | <b>18,246</b> | <b>21,945</b> | <b>26,049</b> |
|                   | YOY      | 29.1%         | 11.0%         | 19.4%         | 20.3%         | 18.7%         |
|                   | 占公司收入百分比 | 94.4%         | 91.2%         | 89.6%         | 87.8%         | 85.5%         |
|                   | 成本       | 8,554         | 9,444         | 11,222        | 13,452        | 15,890        |
|                   | 毛利       | 5,218         | 5,840         | 7,024.9       | 8,492.5       | 10,159.3      |
|                   | YOY      | 26.8%         | 11.9%         | 20.3%         | 20.9%         | 19.6%         |
|                   | 毛利率      | 37.9%         | 38.2%         | 38.5%         | 38.7%         | 39.0%         |
| <b>二、 加盟及批发业务</b> |          | <b>491</b>    | <b>1,007</b>  | <b>1,511</b>  | <b>2,266</b>  | <b>3,399</b>  |
|                   | YOY      | 125.2%        | 105.3%        | 50.0%         | 50.0%         | 50.0%         |
|                   | 占公司收入百分比 | 3.4%          | 6.0%          | 7.4%          | 9.1%          | 11.2%         |
|                   | 成本       | 417.4         | 915.3         | 1,329.3       | 1,971.2       | 2,922.9       |
|                   | 毛利       | 73.1          | 91.7          | 181.3         | 294.6         | 475.8         |
|                   | YOY      | 202.2%        | 25.5%         | 97.6%         | 62.5%         | 61.5%         |
|                   | 毛利率      | 14.9%         | 9.1%          | 12.0%         | 13.0%         | 14.0%         |
| <b>三、 其他</b>      |          | <b>321</b>    | <b>468</b>    | <b>608</b>    | <b>791</b>    | <b>1,028</b>  |
|                   | YOY      | 23.8%         | 45.9%         | 30.0%         | 30.0%         | 30.0%         |
|                   | 占公司收入百分比 | 2.2%          | 2.8%          | 3.0%          | 3.2%          | 3.4%          |
|                   | 成本       | 2.4           | 6.2           | 6.1           | 7.9           | 10.3          |
|                   | 毛利       | 318.2         | 461.6         | 602.0         | 782.6         | 1,017.4       |
|                   | YOY      | 22.8%         | 45.1%         | 30.4%         | 30.0%         | 30.0%         |
|                   | 毛利率      | 99.3%         | 98.7%         | 99.0%         | 99.0%         | 99.0%         |

资料来源：wind，华安证券研究所

图表 40 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 | 433  | 8.88     | 11.05 | 13.84 | 17.24 | 52    | 39    | 31    | 25    |
|      | 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     | 3.33  | 4.10  | 5.09  | 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       |      |     |      |       |       |       | 36 | 33 | 27 | 22 |
| 公司 | 603233.SH | 大参林  | 389 | 7.91 | 10.28 | 13.01 | 16.03 | 31 | 38 | 30 | 24 |

资料来源: wind (一致预期,2023/1/18), 华安证券研究所

## 4.2 投资逻辑与建议

### 大参林: 始于粤西, 走向全国

大参林历经 20 多年的发展, 公司不断深耕细作药品零售行业, 已在医药零售直营连锁领域积累了较为深厚的行业经验和市场优势。采用“拓展+并购+直营式加盟”三足协力的策略, 通过进一步下沉广东、广西市场, 拓宽河南、河北、福建等省份。截至 2022 年 9 月 30 日, 公司拥有门店 9578 家 (含加盟店 1727 家), 全国扩张走上快车道。

业绩表现优秀, 成为药店标杆。自 2012 年以来, 公司营业收入及净利润保持较快增长, 2017 年上市后, 公司业绩增长进一步加速, 2017-2021 年营业收入复合增速 22.58%。公司 2022 年前三季度实现营业收入 148.2 亿元, 同比增长 19.9%; 实现归母净利润 9.2 亿元, 同比增长 12.8%; 实现扣非归母净利润 9.2 亿元, 同比增长 20.7%, 利润端恢复增长。

### 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。

### 全方位扩容提质, 着眼未来

多方式扩张门店，多结构布局全国。大参林始终以发展药店连锁为立业之本，坚持“深耕华南，布局全国”的核心发展战略。持续深耕华南地区，“自建+并购+加盟”三驾马车加速扩增门店。截至 2022 年 9 月 30 日，公司拥有门店 9578 家（含加盟店 1727 家），总经营面积 67.20 万平方米（不含加盟店面积）。

物流仓储+店效人效+数字化全面赋能。参林顺应处方外流的趋势，拓展院边店、DTP、门慢门特等专业化的药房，强化专业服务能力和处方药品供应体系，对接处方流转等。政策驱动下大参林积极争取“双通道”门店资格，在优势和战略性省份和城市均有布局专业药房网络，顺应深化改革用实际行动优化门店结构。

新品种和新零售打开未来空间。大参林积极推进国家谈判品种、国家药品集中采购品种及同名非中标品种的开发，总 SKU 数超十种。同时大参林积极探索新零售商业模式，截止到 2022 年 6 月 30 日，公司 O2O 送药服务已覆盖全国 7,639 家门店，上线率达 85.17%，新零售业务（O2O+B2C）销售同比增长 63.95%。

我们预计，公司 2022~2024 年收入分别 203.7/250.0/304.8 亿元，分别同比增长 21.5%/22.8%/21.9%，归母净利润分别为 10.3/13.0/16.0 亿元，分别同比增长 29.9%/26.6%/23.2%，对应估值为 38X/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          |       |       |       |       | 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 |
| <b>流动资产</b>    | 7868  | 9133  | 10473 | 12764 | <b>营业收入</b>     | 16759 | 20365 | 25001 | 30476 |
| 现金             | 2792  | 3554  | 3356  | 4333  | 营业成本            | 10366 | 12557 | 15431 | 18823 |
| 应收账款           | 739   | 751   | 1012  | 1179  | 营业税金及附加         | 68    | 83    | 102   | 124   |
| 其他应收款          | 308   | 346   | 442   | 528   | 销售费用            | 4266  | 5152  | 6275  | 7619  |
| 预付账款           | 146   | 156   | 204   | 241   | 管理费用            | 921   | 1120  | 1400  | 1737  |
| 存货             | 3630  | 4076  | 5206  | 6230  | 财务费用            | 170   | 175   | 171   | 172   |
| 其他流动资产         | 252   | 250   | 253   | 253   | 资产减值损失          | -20   | 0     | 0     | 0     |
| <b>非流动资产</b>   | 9468  | 10675 | 12320 | 13621 | 公允价值变动收益        | 35    | 0     | 0     | 0     |
| 长期投资           | 0     | -3    | -5    | -8    | 投资净收益           | 9     | 11    | 14    | 17    |
| 固定资产           | 1154  | 752   | 218   | -375  | <b>营业利润</b>     | 1041  | 1365  | 1728  | 2130  |
| 无形资产           | 619   | 752   | 883   | 1016  | 营业外收入           | 11    | 16    | 16    | 16    |
| 其他非流动资产        | 7694  | 9174  | 11224 | 12988 | 营业外支出           | 8     | 13    | 13    | 13    |
| <b>资产总计</b>    | 17336 | 19808 | 22794 | 26386 | <b>利润总额</b>     | 1044  | 1368  | 1731  | 2133  |
| <b>流动负债</b>    | 7176  | 8463  | 10151 | 12143 | 所得税             | 240   | 342   | 433   | 533   |
| 短期借款           | 165   | 165   | 165   | 165   | <b>净利润</b>      | 804   | 1026  | 1299  | 1600  |
| 应付账款           | 2053  | 2398  | 3002  | 3628  | 少数股东损益          | 13    | -2    | -3    | -3    |
| 其他流动负债         | 4957  | 5900  | 6984  | 8349  | <b>归属母公司净利润</b> | 791   | 1028  | 1301  | 1603  |
| <b>非流动负债</b>   | 4224  | 4224  | 4224  | 4224  | EBITDA          | 2528  | 3458  | 4529  | 4702  |
| 长期借款           | 0     | 0     | 0     | 0     | EPS (元)         | 1.00  | 1.08  | 1.37  | 1.69  |
| 其他非流动负债        | 4224  | 4224  | 4224  | 4224  |                 |       |       |       |       |
| <b>负债合计</b>    | 11400 | 12688 | 14375 | 16367 |                 |       |       |       |       |
| 少数股东权益         | 457   | 455   | 453   | 449   |                 |       |       |       |       |
| 股本             | 791   | 949   | 949   | 949   |                 |       |       |       |       |
| 资本公积           | 1643  | 1643  | 1643  | 1643  |                 |       |       |       |       |
| 留存收益           | 3045  | 4073  | 5374  | 6977  |                 |       |       |       |       |
| 归属母公司股东权益      | 5479  | 6665  | 7966  | 9569  |                 |       |       |       |       |
| <b>负债和股东权益</b> | 17336 | 19808 | 22794 | 26386 |                 |       |       |       |       |

| 现金流量表          |       |       |       |       | 主要财务比率      |        |        |        |        |
|----------------|-------|-------|-------|-------|-------------|--------|--------|--------|--------|
| 单位:百万元         |       |       |       |       | 会计年度        |        |        |        |        |
| 会计年度           | 2021A | 2022E | 2023E | 2024E | 会计年度        | 2021A  | 2022E  | 2023E  | 2024E  |
| <b>经营活动现金流</b> | 1555  | 3891  | 4234  | 4830  | <b>成长能力</b> |        |        |        |        |
| 净利润            | 791   | 1028  | 1301  | 1603  | 营业收入        | 14.9%  | 21.5%  | 22.8%  | 21.9%  |
| 折旧摊销           | 1367  | 1913  | 2624  | 2394  | 营业利润        | -28.1% | 31.2%  | 26.6%  | 23.3%  |
| 财务费用           | 212   | 188   | 188   | 188   | 归属于母公司净利    | -25.5% | 29.9%  | 26.6%  | 23.2%  |
| 投资损失           | -9    | -11   | -14   | -17   | <b>获利能力</b> |        |        |        |        |
| 营运资金变动         | -763  | 785   | 148   | 678   | 毛利率(%)      | 38.1%  | 38.3%  | 38.3%  | 38.2%  |
| 其他经营现金流        | 1511  | 231   | 1139  | 908   | 净利率(%)      | 4.7%   | 5.0%   | 5.2%   | 5.3%   |
| <b>投资活动现金流</b> | -968  | -3099 | -4244 | -3665 | ROE(%)      | 14.4%  | 15.4%  | 16.3%  | 16.8%  |
| 资本支出           | -1273 | -3114 | -4260 | -3684 | ROIC(%)     | 8.0%   | 9.3%   | 10.4%  | 11.3%  |
| 长期投资           | 284   | 3     | 2     | 3     | <b>偿债能力</b> |        |        |        |        |
| 其他投资现金流        | 21    | 11    | 14    | 17    | 资产负债率(%)    | 65.8%  | 64.1%  | 63.1%  | 62.0%  |
| <b>筹资活动现金流</b> | -1612 | -30   | -188  | -188  | 净负债比率(%)    | 192.0% | 178.2% | 170.8% | 163.4% |
| 短期借款           | -25   | 0     | 0     | 0     | 流动比率        | 1.10   | 1.08   | 1.03   | 1.05   |
| 长期借款           | 0     | 0     | 0     | 0     | 速动比率        | 0.57   | 0.58   | 0.50   | 0.52   |
| 普通股增加          | 132   | 158   | 0     | 0     | <b>营运能力</b> |        |        |        |        |
| 资本公积增加         | -119  | 0     | 0     | 0     | 总资产周转率      | 0.97   | 1.03   | 1.10   | 1.16   |
| 其他筹资现金流        | -1600 | -188  | -188  | -188  | 应收账款周转率     | 22.67  | 27.12  | 24.70  | 25.85  |
| <b>现金净增加额</b>  | -1025 | 762   | -198  | 977   | 应付账款周转率     | 5.05   | 5.24   | 5.14   | 5.19   |

| 每股指标(元)    |      |      |      |       | 估值比率      |       |       |       |       |
|------------|------|------|------|-------|-----------|-------|-------|-------|-------|
|            |      |      |      |       |           |       |       |       |       |
| 每股收益       | 1.00 | 1.08 | 1.37 | 1.69  | P/E       | 42.11 | 37.85 | 29.91 | 24.27 |
| 每股经营现金流(薄) | 1.97 | 4.10 | 4.46 | 5.09  | P/B       | 6.08  | 5.84  | 4.89  | 4.07  |
| 每股净资产      | 6.93 | 7.02 | 8.39 | 10.08 | EV/EBITDA | 14.15 | 11.75 | 9.02  | 8.48  |

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。