

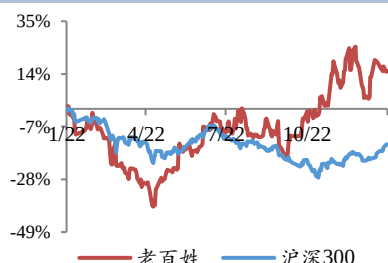
广泛布局的连锁标杆，创新推动持续增长

投资评级：买入（首次）

报告日期：2023-01-18

收盘价（元）	41.34
近 12 个月最高/最低（元）	43.80/40.47
总股本（百万股）	585
流通股本（百万股）	582
流通股比例（%）	99.56%
总市值（亿元）	242
流通市值（亿元）	241

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：

● 老百姓：行业龙头，布局领先

老百姓是国内经营规模最大，覆盖区域最多的大型医药连锁企业之一。目前，公司旗下有 1 个连锁药店加盟品牌、1 家中药饮片厂、1 个中医馆连锁品牌、1 家医药零售第三方联盟服务平台、4 个区域性物流中心、1 家对外战略合作和营销推广机构，形成全产业链经营模式，持续提升公司整体竞争实力。

2015 年上市后，公司营业收入与净利润持续较快增长，主要原因是兼并收购以及门店业务收入增长。营业收入从 2015 年的 45.68 亿元上升至 2021 年的 156.96 亿元，实现年均复合增长 22.84%；归母净利润也从 2.41 亿元上升至 2021 年的 6.69 亿元，实现年均复合增长 18.55%。公司 2022 年前三季度实现营业收入 137.76 亿元，同比增长 22.13%；实现归母净利润 6.10 亿元，同比增长 14.46%；实现扣非归母净利润 5.67 亿元，同比增长 18.88%。

● 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。

● 精细化革新和数字化转型进行时

四马车并驾齐驱，精细化深耕布局。老百姓“自建、并购、加盟、联盟”四驾马车继续深耕下沉市场，精细化深耕实现快速扩张。截止 2022 年三季度，公司拥有门店 10327 家，其中直营门店 7362 家。老百姓星火式并购战略持续落地，聚焦已有优势区域实现强强联合。另外，老百姓运用强大的品牌影响力、专业的运营管理能力、先进数字化和新零售实力发展多元化加盟业务，保障加盟店的质量、效率和产出。

人、场、货的专业化和数字化转型。老百姓重视医院周边布局，高标准建设的院边店以及丰富的上游合作厂家资源，使公司在“双通道”政策下拥有更多竞争优势，公司具有双通道资格的门店达 181 家。公司拥有行业领先的现代化医药物流服务体系，打造以长沙为全国物流枢纽，西安、合肥、杭州、天津为区域物流中心辐射周边、22 个省级配送中心直配门店的高效物流网络

新品种引药，新零售赋能。老百姓作为在全国 20 多个省级区域广泛布局的药房连锁企业，老百姓慢病药、原研药等各类药品品种数在持续增加。并且在中药、电商等新领域持续发力，旗下药圣堂科技主要从事中药饮片和中成药生产，持续布局 O2O 和 B2C 业务。

● 投资建议

我们预计，公司 2022~2024 年收入分别 188.6/229.8/279.0 亿元，分别同比增长 20.1%/21.9%/21.4%，归母净利润分别为 7.7/9.4/11.1 亿元，分别同比增长 15.1%/22.0%/18.0%，对应估值为 31X/26X/22X。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	15696	18856	22980	27902
收入同比 (%)	12.4%	20.1%	21.9%	21.4%
归属母公司净利润	669	770	940	1110
净利润同比 (%)	7.8%	15.1%	22.0%	18.0%
毛利率 (%)	32.1%	32.2%	32.3%	32.3%
ROE (%)	15.4%	14.5%	15.1%	15.1%
每股收益 (元)	1.64	1.32	1.61	1.90
P/E	30.11	31.39	25.72	21.79
P/B	4.63	4.56	3.87	3.29
EV/EBITDA	10.69	11.52	8.69	8.62

资料来源: wind, 华安证券研究所

正文目录

1 老百姓：行业龙头，布局领先.....	6
2 药店行业：长中短期逻辑推动持续发展.....	11
2.1 零售药店是不可或缺的医疗终端	11
2.2 长期趋势：连锁率提升进行时	11
2.3 中期增量：政策加持，处方外流走上快车道.....	12
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	14
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	15
3 精细化革新和数字化转型进行时	17
3.1 四马车并驾齐驱，精细化深耕布局	17
3.2 人、场、货的专业化和数字化转型	19
3.3 新品种引药，新零售赋能.....	21
4 盈利预测与投资建议	22
4.1 盈利预测与估值分析	22
4.2 投资逻辑与建议	23
风险提示:	25
财务报表与盈利预测	26

图表目录

图表 1 老百姓旗下公司	6
图表 2 老百姓大药房发展历史	7
图表 3 老百姓股权结构及主要控股子公司 (2022 半年报)	8
图表 4 老百姓 2022 年股权激励实施具体条件	8
图表 5 老百姓 2022 年股权激励已顺利实施	8
图表 6 2016 年-2022 年前三季度营业收入与归母净利润及增长情况	9
图表 7 2015 年-2021 老百姓主营收入结构 (万元)	10
图表 8 2015 年-2021 老百姓各业务毛利率 (%)	10
图表 9 2016 年-2021 老百姓各区域收入 (万元)	10
图表 10 2021 老百姓区域收入占比	10
图表 11 2011-2021 年老百姓毛利率及净利率	11
图表 12 2011-2021 年老百姓费用率情况	11
图表 13 三大药品终端市场销售额占比情况	11
图表 14 三大药品终端销售额增速比较	11
图表 15 中国零售药店数量 (家) 及增速	12
图表 16 2017-2021 年中国百强连锁药店行业集中度变化	12
图表 17 中国药店连锁率有很大提升空间	12
图表 18 处方外流相关政策梳理	13
图表 19 2020 年中国医药市场 Rx 贡献率	14
图表 20 2019-2021 年零售端处方药销售份额逐年增长	14
图表 21 零售渠道进一步受到重视	14
图表 22 2019-2022Q3 药店行业收入、利润增速以及核心财务指标情况	15
图表 23 药店板块季度收入增速	15
图表 24 药店板块季度净利润增速	15
图表 25 日本医药分离发展进程	16
图表 26 日本医药分离发展进程	16
图表 27 日本药店龙头 WELCIA&鹤羽的破局之道	16
图表 28 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	17
图表 29 各级城市 O2O 规模占比 (2021Q1)	17
图表 30 2017-2022H1 老百姓门店总数变化情况	18
图表 31 17H1-22H1 老百姓直营门店总数变化	18
图表 32 20Q1-22Q2 老百姓直营门店单季度增加数	18
图表 33 17H1-22H1 老百姓加盟门店总数变化	19
图表 34 20Q1-22Q2 老百姓加盟门店单季度增加数	19
图表 35 “七统一”高标准管理模式	19
图表 36 19-22H1 老百姓加盟配送收入增长情况	19
图表 37 老百姓 DTP 药房与处方药业务增长情况	20
图表 38 老百姓特殊门诊数量变化	20
图表 39 老百姓物流信息圈	20

图表 40 老百姓各类型门店日均平效 (含税, 元/平方米) 概况	21
图表 41 老百姓线上渠道销售情况 (亿元)	22
图表 42 老百姓 O2O 门店数量	22
图表 43 业绩拆分 (百万元)	22
图表 44 可比估值	23

1 老百姓：行业龙头，布局领先

公司于 2001 年 10 月 25 日在湖南成立，是国内经营规模最大，覆盖区域最多的大型医药连锁企业之一。公司主要通过自有营销网络从事药品及健康相关商品的销售，经营商品包括中西成药、中药饮片、养生中药、健康器材、健康食品、普通食品、个人护理品和生活用品等品类，除药品零售外，公司兼营药品批发与制造(主要为中成药及中药饮片制造)，同时大力发展 DTP 专业药房、中医馆和电子商务 O2O 等业务。目前，公司旗下有 1 个连锁药店加盟品牌、1 家中成药饮片厂、1 个中医馆连锁品牌、1 家医药零售第三方联盟服务平台、4 个区域性物流中心、1 家对外战略合作和营销推广机构，形成全产业链经营模式，持续提升公司整体竞争实力。

图表 1 老百姓旗下公司



资料来源：公司官网，华安证券研究所

2001-2007 年：发展初期

2001 年，老百姓大药房以超市开架经营的模式开设位于长沙湘雅的第一家门店，凭借“药价比国家核定零售价平均低 45%”的特点成为国内平价药房的先行者。2002 年 4 月，湖南浏阳店开业，首次实现跨区域经营。同年 12 月，西安新城店、杭州国都店相继开业，老百姓大药房开始走出省外，实现打造全国性品牌的第一步。2005 年丰沃达医药物流（湖南）有限公司和药圣堂（湖南）制药有限公司相继成立，完成从研发、生产配送到零售的全产业链布局。同年 11 月，医药投资、陈秀兰、石展设立老百姓有限公司，注册资本为 1000 万元。

2008-2015 年：资本助力，改制上市

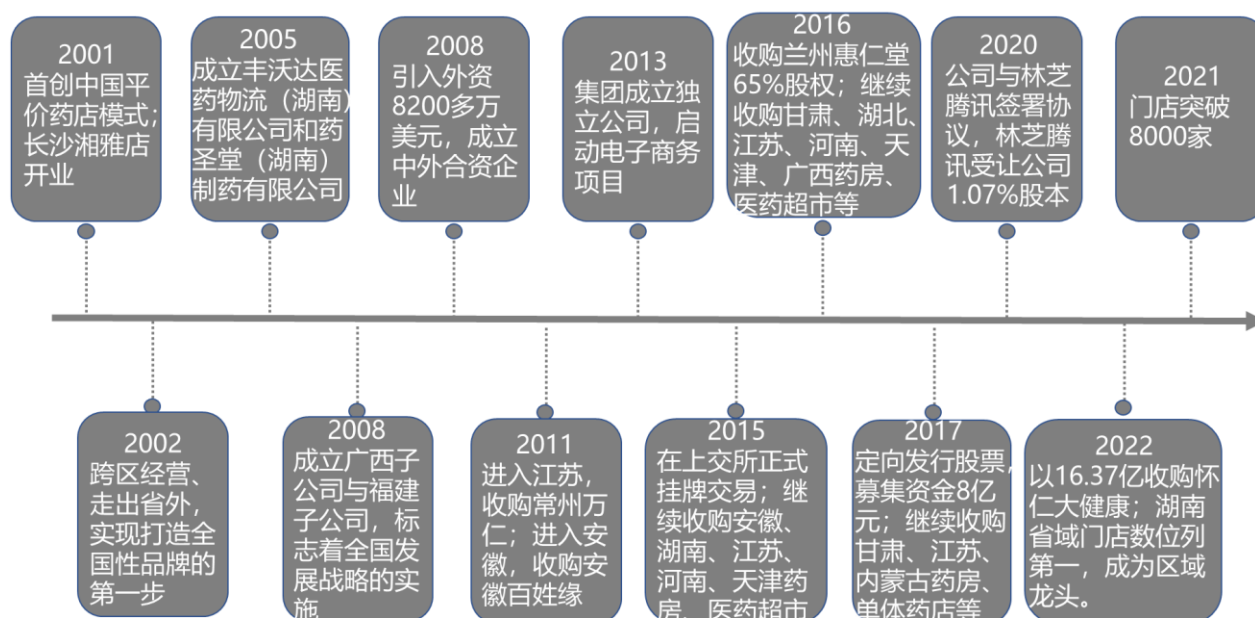
2008 年公司首次引入外资 8200 多万美元，成为中外合资企业，资本注入为公司扩张提供新动力，相继收购西安龙盛医药、常州万仁、安徽百姓缘等公司。2013 年集团成立电子商务公司，立足于通过互联网等新媒体平台向消费者提供商品销售。2015 年 4 月成功于上交所上市，成为第三家上市企业。

2016 年至今：积极并购，全国扩张

2015 年上市后，公司一方面定向发行 179 万股，募集资金 8 亿元；另一方面加快并购步伐，相继收购甘肃、湖北、江苏、河南、天津、湖南、广西、内蒙古、北京陕西、河南大药房、单体药店等，截止 2020 年 9 月公司加盟门店已达 1541 家。2020 年 9 月，公司与林芝腾讯签署《战略合作补充协议（二）》，林芝腾讯受让公司 1.07% 股本。

2021 年，老百姓大药房获评“2020-21 年度中国省域连锁药店 20 强企业”“2021 中国品牌 500 强”“2021 西普会‘品牌力标杆企业’”“高质量上市公司发展奖”。并在 2022 年 4 月以 16.37 亿收购怀仁大健康，湖南省域门店数位列第一，成为区域龙头。

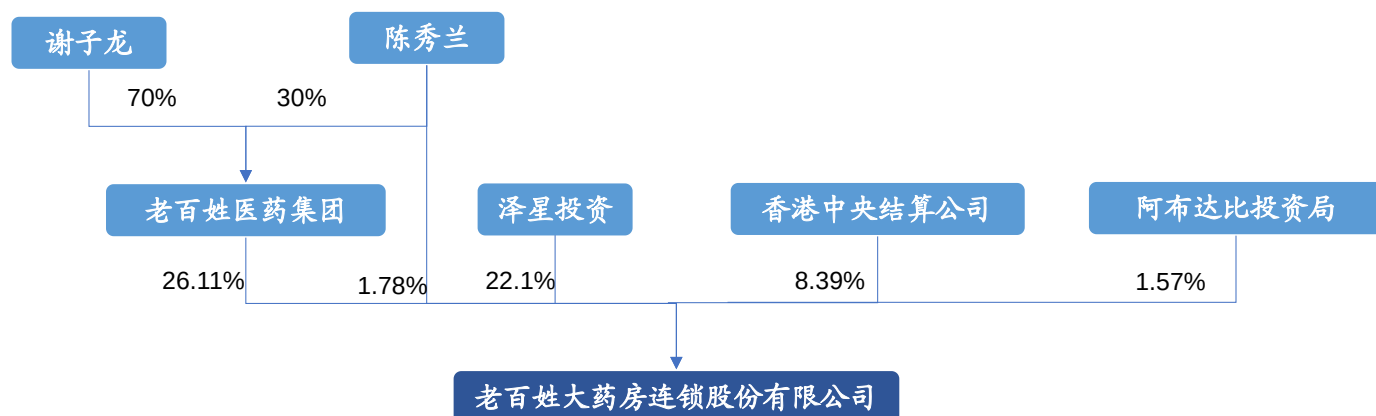
图表 2 老百姓大药房发展历史



资料来源：公司公告，华安证券研究所

股权集中决策高效，股权激励惠及广泛。截至 2022 年 8 月 10 日，公司第一大股东为老百姓医药集团，实际控制人为谢子龙和陈秀兰，根据 22 年三季报公司实际控制人谢子龙、陈秀兰直接加间接持股比例为 27.89%。

图表 3 老百姓股权结构及主要控股子公司 (2022 三季度)



资料来源: wind, 华安证券研究所

2022 年 8 月 1 日, 公司再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 311 人 267.27 万股, 加上预留部分 43.27 万股, 总计 310.54 万股, 占公司总股本的 0.533%, 授予价格 16.78 元/股。本次股权激励的考核目标是以 2021 年归母净利润为基数, 2022-2024 年净利润相对 2018 年分别增长分别不低于 15%、40%和 65%; 年化增速分别为不低于 15%、18.32%和 18.17%。激励费用摊销: 2022-2025 年分别为 688、1699、794 和 296 万元, 对利润影响很小。

图表 4 老百姓 2022 年股权激励实施具体条件

授予日	对象	激励股数	股本占比	授予价格 (元)	考核要求
2022 年 8 月 1 日	7 名高管+314 名核心人员	267.27 万股	0.459%	16.78 元/股	以 2021 年净利润为基数, 2022-2024 年增长不低于 15%/40%/65%

资料来源: 公司公告, 华安证券研究所

图表 5 老百姓 2022 年股权激励已顺利实施

2019 年 3 月 28 日	职位	人数	限制性股票数量 (万股)	占本次授予总数比例
高级管理人员		7	22.56	7.25%
其中: 王黎	总裁	1	4.26	1.37%
官文提	副总裁	1	3.05	0.98%
苏世用	副总裁	1	3.05	0.98%
江宇飞	副总裁	1	3.05	0.98%
李培	副总裁	1	3.05	0.98%
王坤	副总裁	1	3.05	0.98%
冯诗倪	董事会秘书	1	3.05	0.98%
其他核心人员		314	244.71	78.80%

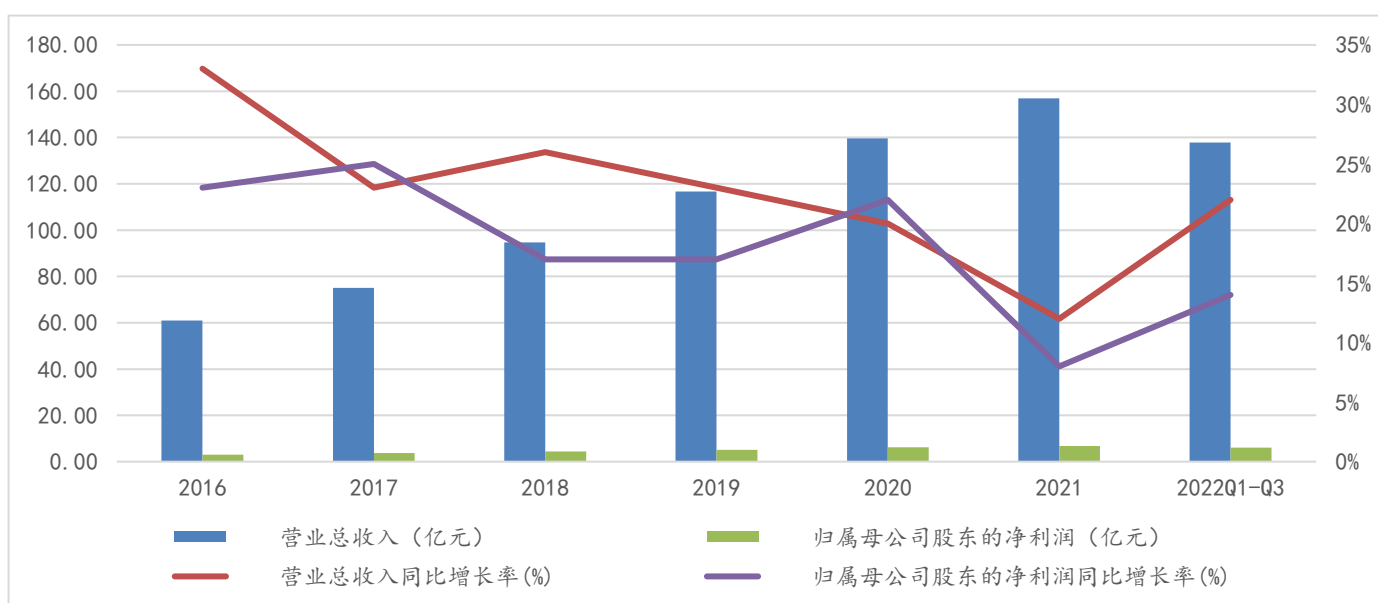
小计	321	267.27	86.05%
预留部分		43.27	13.93%

资料来源：公司公告，华安证券研究所

收入与净利润增速稳健。2015 年上市后，公司营业收入与净利润持续较快增长，主要原因是兼并收购以及门店业务收入增长。营业收入从 2015 年的 45.68 亿元上升至 2021 年的 156.96 亿元，实现年均复合增长 22.84%；归母净利润也从 2.41 亿元上升至 2021 年的 6.69 亿元，实现年均复合增长 18.55%。

公司 2022 年前三季度实现营业收入 137.76 亿元，同比增长 22.13%；实现归母净利润 6.10 亿元，同比增长 14.46%；实现扣非归母净利润 5.67 亿元，同比增长 18.88%。单三季度实现营业收入 47.85 亿元，同比增长 25.28%；实现归母净利润 1.53 亿元，同比增长 20.79%；实现扣非归母净利润 1.47 亿元，同比增长 29.34%。

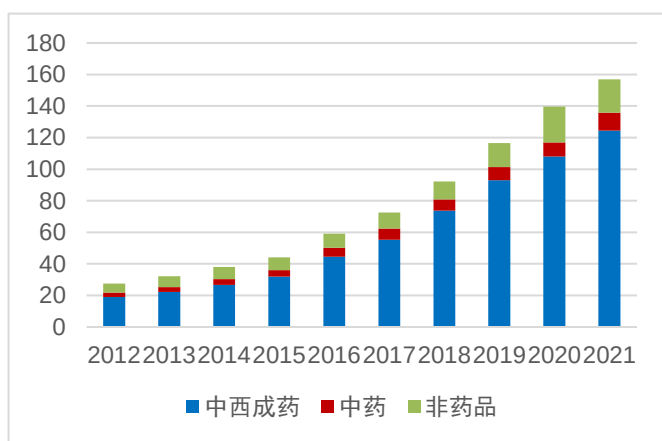
图表 6 2016 年-2022 年前三季度营业收入与归母净利润及增长情况



资料来源：wind，华安证券研究所

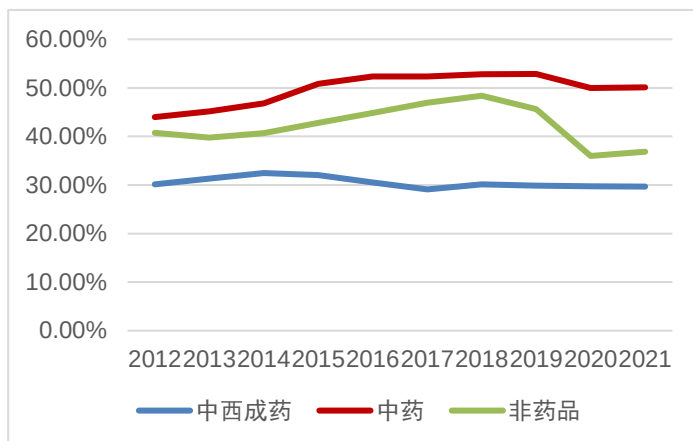
主营业务结构层面，高毛利的主营业务是公司保持利润稳步增长的基础。公司主营业务包括中成药、中药以及非药品，其中，中西成药是公司最主要收入来源，2021 年占比 79.26%，其次为非药品及中药。中西成药、中药毛利率维持相对稳定状态，2021 年毛利率分别为 29.67%、50.08%。2020 年度受疫情防控影响，非药品需求增加，非药品收入占比达到 16.25%，但 2021 年非药品销售占比减少至 13.41%，且中成药、中药仍旧相对稳定，为公司提供稳定收入利润。

图表 7 2015 年-2021 老百姓主营收入结构 (亿元)



资料来源: wind, 华安证券研究所

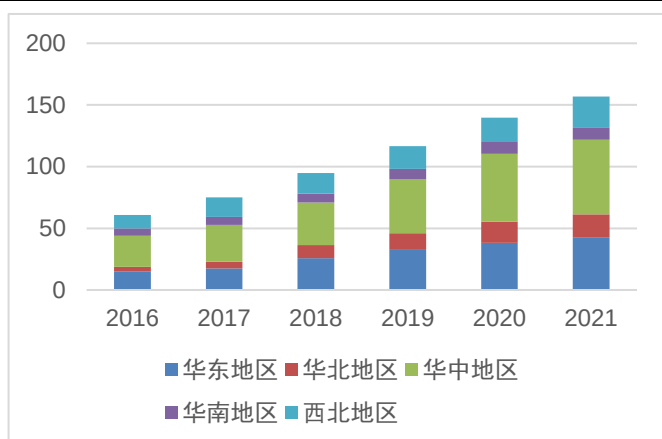
图表 8 2015 年-2021 老百姓各业务毛利率 (%)



资料来源: wind, 华安证券研究所

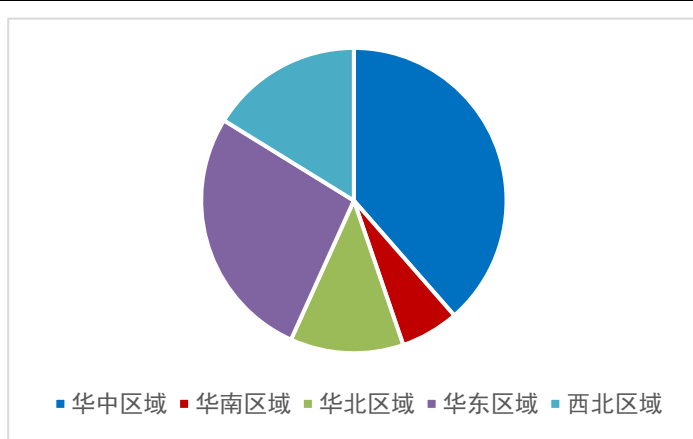
各区域营收上看, 公司针对不同城市实施“直营+星火(并购)+加盟+联盟”的形式不断优化市场布局, 持续推进“全国布局”和“全渠道布局”。2021 年华中、华南、华北、华东、西北五大区域快速增长, 同比分别为 10.01%、1.28%、9.84%、11.24%、28.77%。

图表 9 2016 年-2021 老百姓各区域收入 (亿元)



资料来源: wind, 华安证券研究所

图表 10 2021 老百姓区域收入占比

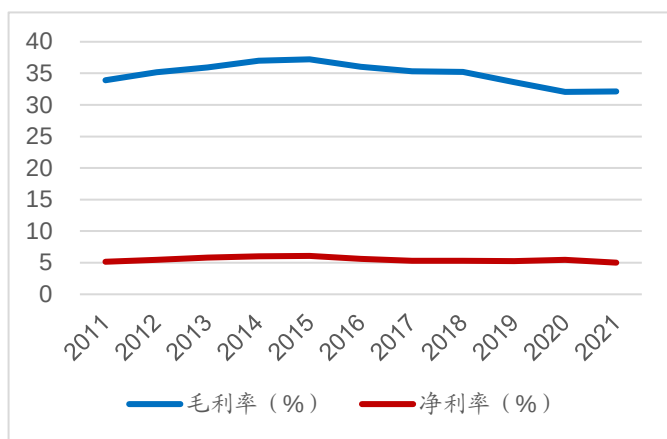


资料来源: wind, 华安证券研究所

毛利率下降停止, 净利率基本保持平稳。受公司持续扩张影响, 2012 年-2021 年毛利率在 2014 年开始出现下滑, 但 2021 年公司毛利率保持平稳, 且有上升趋势。净利率从 2017 呈现回升态势, 总体保持稳健。

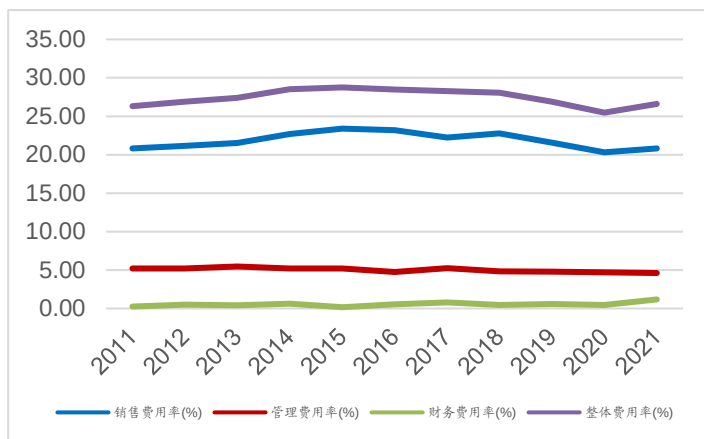
公司费用率近年逐步改善, 整体费用率自 2015 年以来持续改善, 归功于公司加强管理能力的提升, 2021 年整体费用率降为 26.60%。三项费用中, 销售费用近几年有明显的下降趋势, 2021 年由于疫情影响减弱销售活动有望恢复, 销售费用率为 20.81%。

图表 11 2011-2021 年老百姓毛利率及净利率



资料来源: wind, 华安证券研究所

图表 12 2011-2021 年老百姓费用率情况



资料来源: wind, 华安证券研究所

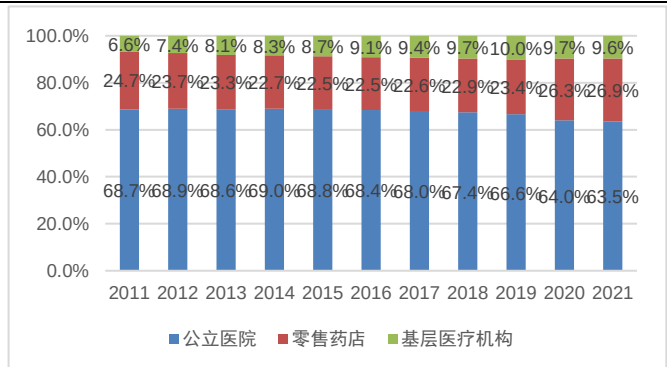
2 药店行业: 长中短期逻辑推动持续发展

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%。

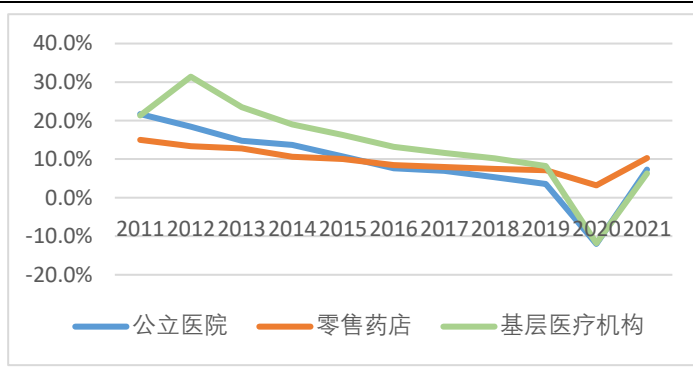
对比三大药品终端的销售额增速, 2020 年疫情影响下三大终端增速都出现下滑的情况下, 零售端仍旧保持正增长状态。而 2021 年零售端也仍以 10.3% 的增速领先医院和基层医疗终端, 可见零售药店终端的增长动力与韧性。

图表 13 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 14 三大药品终端销售额增速比较



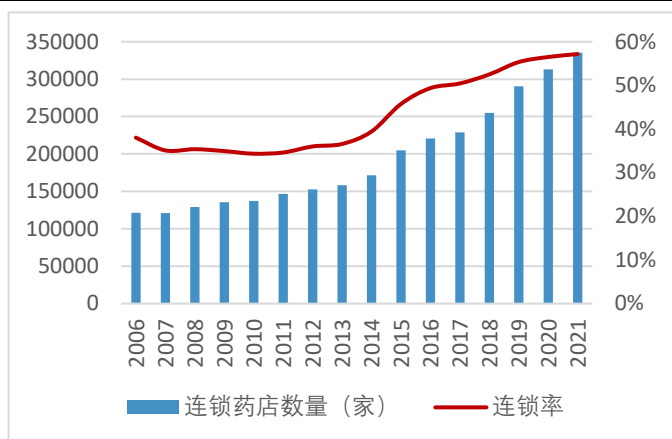
资料来源: 米内网, 华安证券研究所

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%。

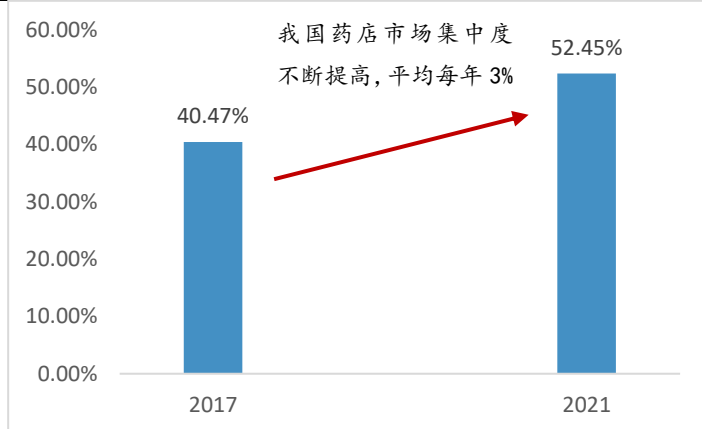
我国头部连锁药店的市场占有率逐年提升。2017 年中国百强连锁药店市场集中度为 40.47%，2021 年增至 52.45%，平均每年提升约 3pct。

图表 15 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 16 2017-2021 年中国百强连锁药店行业集中度变化

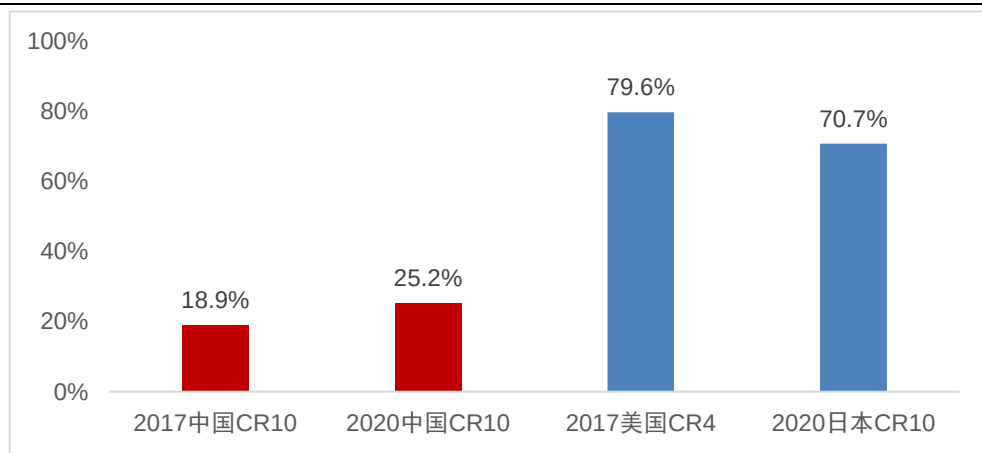


资料来源：华经研究院，华安证券研究所

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 17 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。

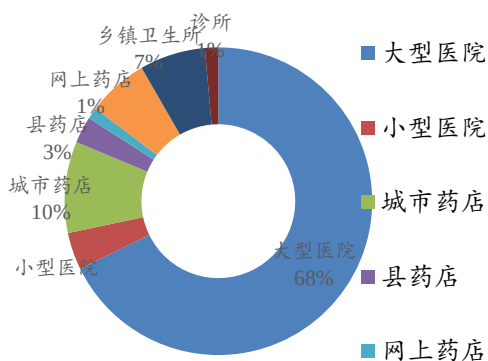
图表 18 处方外流相关政策梳理

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

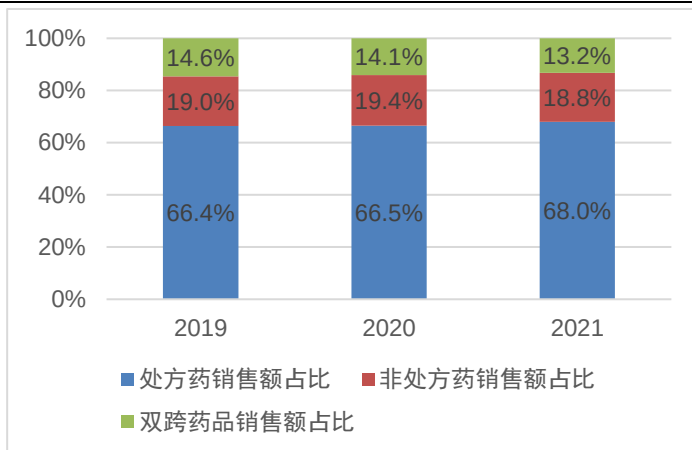
从处方药的渠道贡献来看,医院仍是主要渠道,大小型医院占比合计超过 70%。不过作为处方承接方的零售市场,处方药占比提升明显。根据 RPDB 中国药品零售数据库数据统计,我国零售市场中,处方药份额从 2019 年的 66.4%稳步上升至 2021 年的 68%。

图表 19 2020 年中国医药市场 Rx 贡献率



资料来源: RPDB, 华安证券研究所

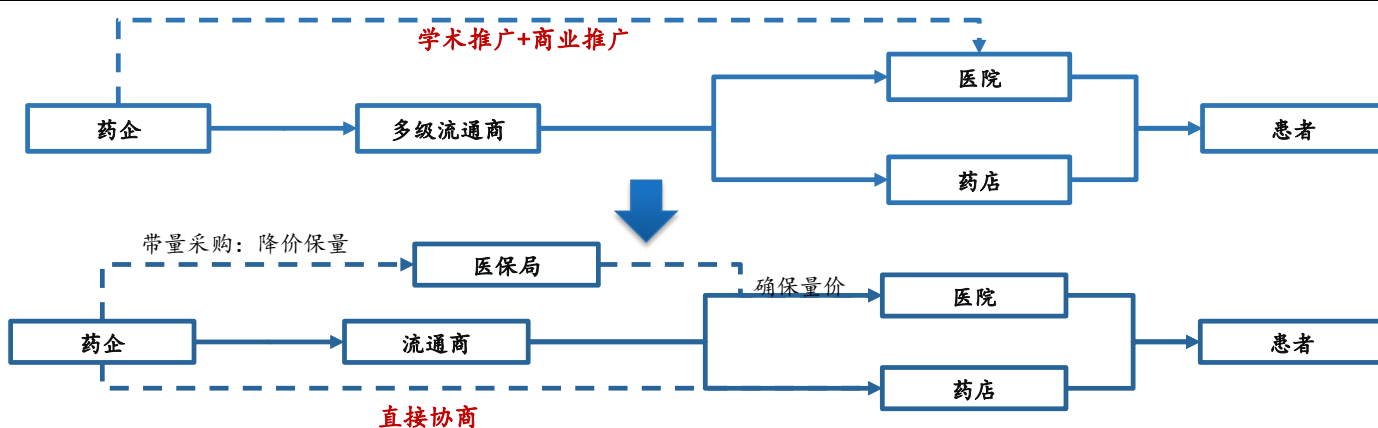
图表 20 2019-2021 年零售端处方药销售份额逐年增长



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 21 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 22 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%

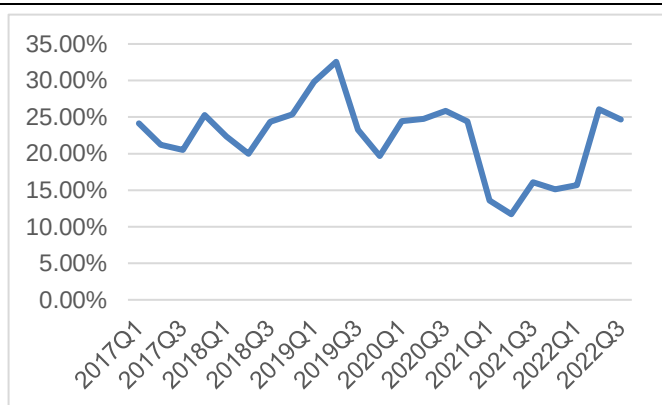
资料来源: wind, 华安证券研究所

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。

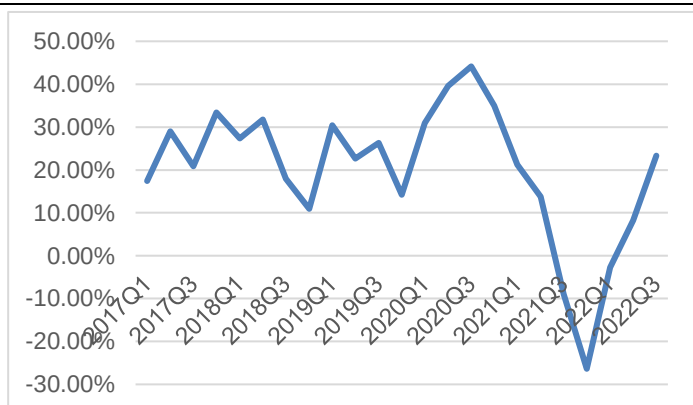
经历 2021 年疫情反复、20 年高基数等因素影响下的增速下滑, 加上 2022 年上半年疫情的持续干扰, 导致原先预期的恢复有所推迟。但在行业大逻辑支撑下, 疫情影响也会持续减弱, 随之传统开店增长的行业本质会更加凸显。整体来看, 2023 年的内生增长逐步恢复, 叠加疫情防控政策变化带来增量, 看好 2023 年药店板块。

图表 23 药店板块季度收入增速



资料来源: wind, 华安证券研究所

图表 24 药店板块季度净利润增速



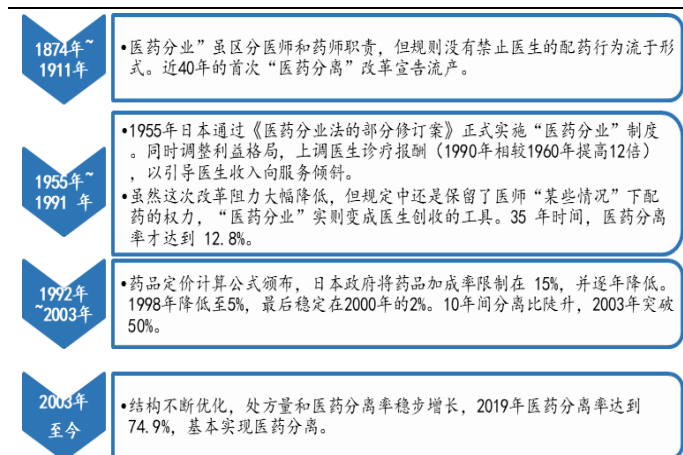
资料来源: wind, 华安证券研究所

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。

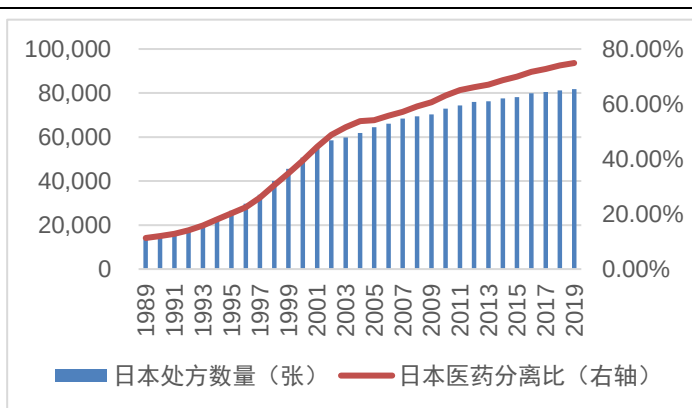
整体来看也是从最初的行政手段再到调整结构的过程，将医院的盈利重心从药品利润转移至诊疗服务上。经过多年努力，日本处方数量从 1989 年的 1.35 亿增长至 2015 年的 7.82 亿张，而医药分离率也从 1989 年的 11.3% 增长至 2015 年的 70%。根据健康商务杂志的调查，2019 年日本医药分离率达到 74.9%，处方量更是接近 8.2 亿张。

图表 25 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

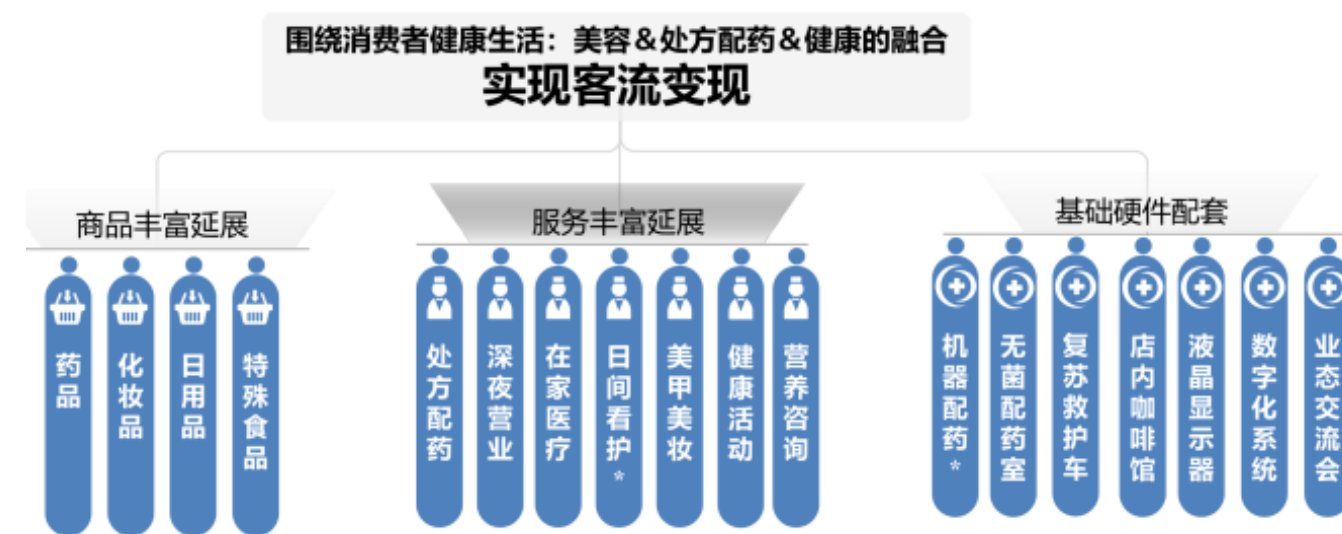
图表 26 日本医药分离发展进程



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 27 日本药店龙头 WELCIA&鹤羽的破局之道

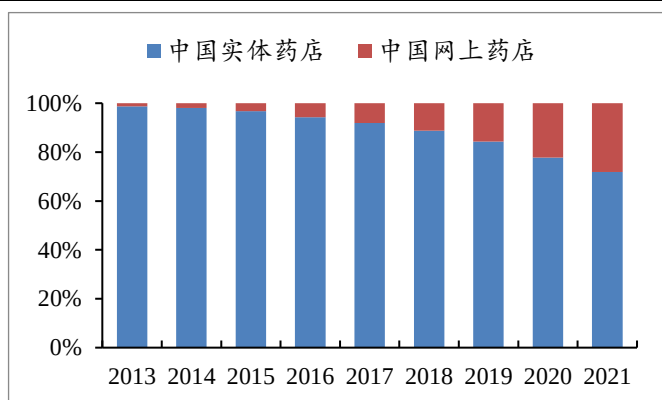


资料来源：西普会，华安证券研究所

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。

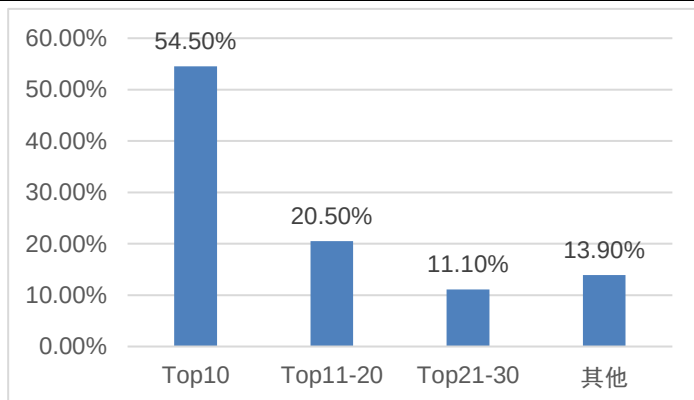
O2O 依托于线下药房，覆盖受限于城市发展水平。目前 O2O 集中在一二线城市，TOP10 城市占比达到 54.5%。主要原因是 O2O 需要强大的城市人力和运力基础，并且人口越密集效率越高，而目前一线城市才能满足这样的条件。

图表 28 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 29 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。

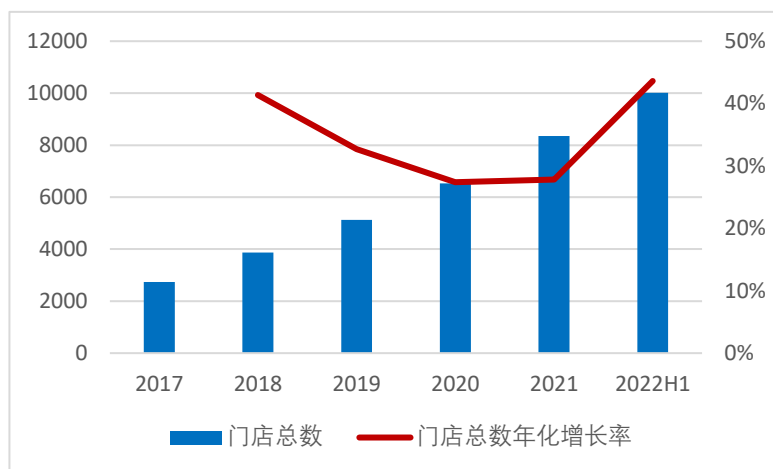
3 精细化革新和数字化转型进行时

3.1 四马车并驾齐驱，精细化深耕布局

老百姓“自建、并购、加盟、联盟”四驾马车继续深耕下沉市场，精细化深耕实现快速扩张。9 省份四驾马车密集布点，7 省份加强线上销售与轻资产模式加盟、联盟密集布点的“9+7”的拓展加强。截至 2022 年二季度，老百姓门店网络式覆盖

全国 20 个省级市场和 120 多个地级以上城市市场，拥有门店 10,009 家，2022 年
 年化增长率达 43.62%。

图表 30 2017-2022H1 老百姓门店总数变化情况

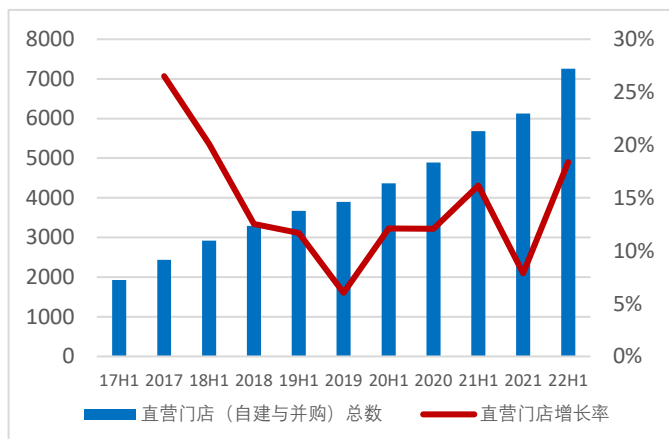


资料来源：wind，华安证券研究所

老百姓星火式并购战略持续落地，聚焦已有优势区域实现强强联合。2021 年，斥资 6.8 亿元收购内蒙古第二大医药连锁赤峰人川大药房全部股权，与老百姓前期收购的内蒙第一大连锁通辽泽强大药房形成合力；2022 年上半年，老百姓以自有资金 16.37 亿元完成怀仁药房 71.96% 的股权收购，这也是公司历史上最大收购。并表完成后，老百姓位于湖南的门店已超过 3000 家，成为了湖南省门店数和销售额最多的连锁药店企业。

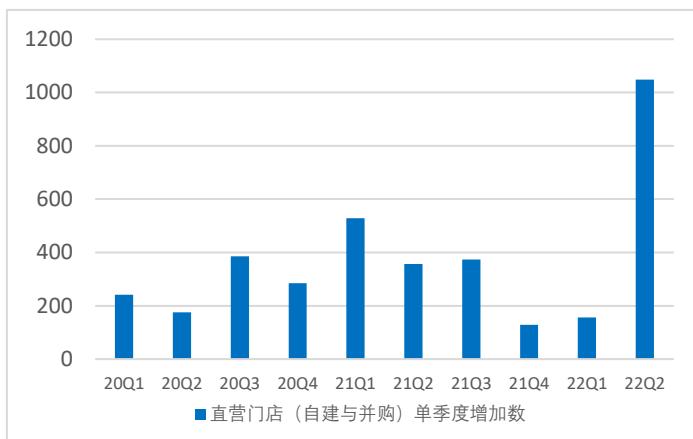
老百姓自建、并购门店增速稳健，截至 2022 年二季度，老百姓拥有直营门店（自建门店与并购门店）7254 家，2022 年二季度创造了史上最多的直营门店增量，达到 1049 家。

图表 31 17H1-22H1 老百姓直营门店总数变化



资料来源：wind，华安证券研究所

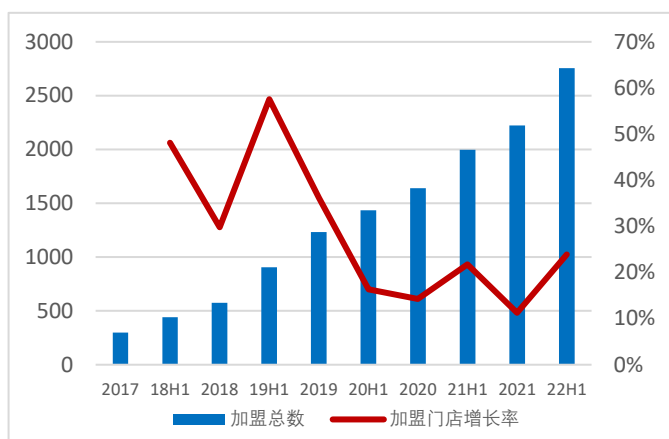
图表 32 20Q1-22Q2 老百姓直营门店单季度增加数



资料来源：wind，华安证券研究所

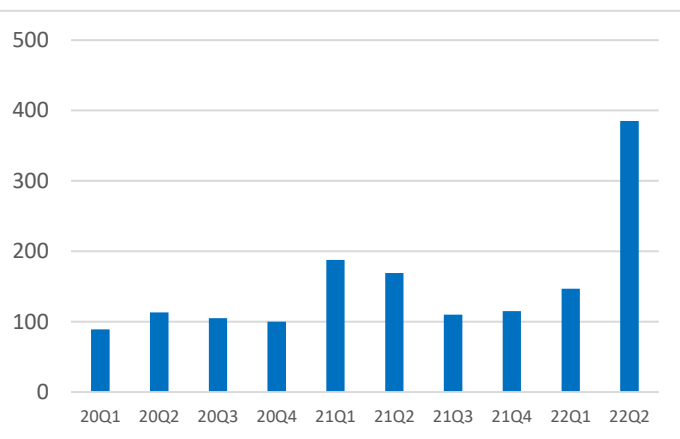
老百姓运用强大的品牌影响力、专业的运营管理能力、先进数字化和新零售实力发展多元化加盟业务，保障加盟店的质量、效率和产出。截至 2022 年二季度，老百姓拥有加盟门店 2,755 家，覆盖 19 个省市。2022 年二季度老百姓单季度加盟门店增长数为 385 家，创历史新高。

图表 33 17H1-22H1 老百姓加盟门店总数变化



资料来源: wind, 华安证券研究所

图表 34 20Q1-22Q2 老百姓加盟门店单季度增加数



资料来源: wind, 华安证券研究所

老百姓秉承“总部管理专家”和“药店经营管家”的角色定位,运用强大的品牌影响力、专业的运营管理能力、先进的新零售转型实力发展多元化加盟业务。让加盟门店在商品管理、营运、营销、培训等方面不断积累经验并提升综合经营水平,实现门店的持续盈利能力提升。老百姓加盟店实行“七统一”高标准管理,商品 100% 配送,坚持高标准、高效率、高产出为加盟店赋能。2022 年上半年老百姓加盟业务配送收入 7.7 亿元,同比增长 29%。

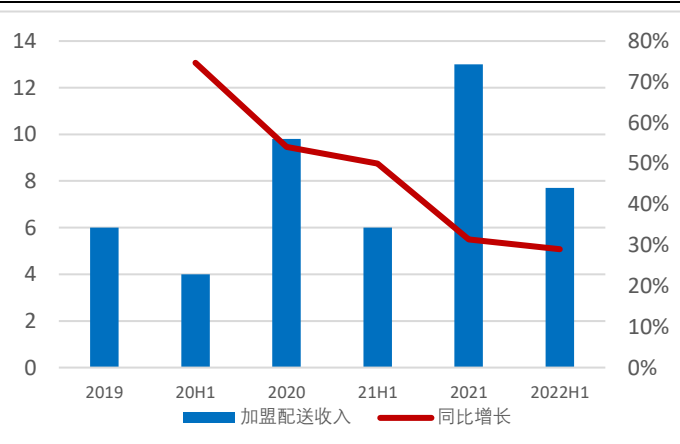
老百姓联盟业务版块“药简单”则是定位于“县域龙头的全托管专家”,以医药零售市场运营服务及商品输出为业务主体,向中小连锁药房提供管理咨询和供应链整合服务,借助平台优势,共享内外资源,提升联盟企业的经营质量与效率、降低采购与运营成本,为合作企业提供看得见的收益。截至 2022 年 7 月,药简单合作企业 130 家,覆盖 20 个省、直辖市,合作企业年销售规模近 70 亿,门店数 4000 多家。

图表 35 “七统一”高标准管理模式



资料来源: 老百姓官网, 华安证券研究所

图表 36 19-22H1 老百姓加盟配送收入增长情况



资料来源: wind, 华安证券研究所

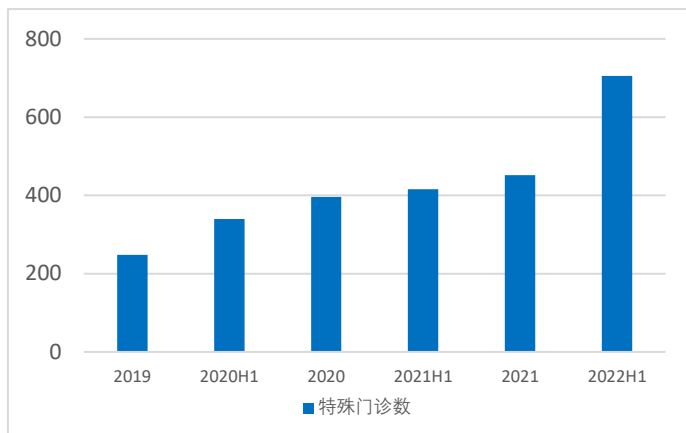
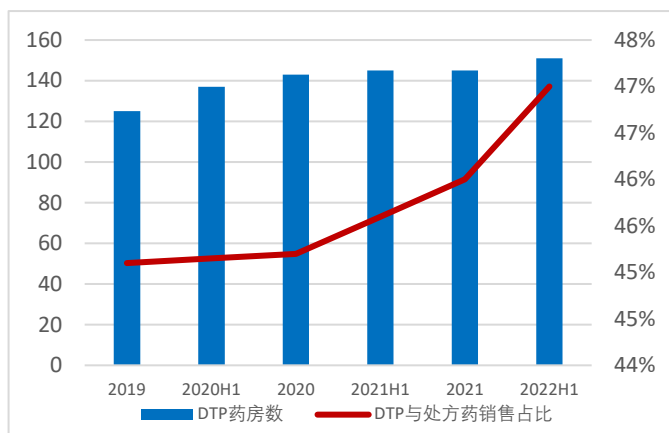
3.2 人、场、货的专业化和数字化转型

老百姓重视医院周边布局,高标准建设的院边店以及丰富的上游合作厂家资源,使公司在“双通道”政策下拥有更多竞争优势。根据 22 年三季报,双通道资格门店为 181 家。截至 2022 年二季度,老百姓自营门店中医保门店占比 92.56%,院边店

占比约 10%，拥有特殊门诊 705 个，DTP 药房 151 家。公司 DTP 销售占比约 10%，处方药销售占比约 37%，居行业较高水平，药房专业属性高，承接处方外流能力强。

图表 37 老百姓 DTP 药房与处方药业务增长情况

图表 38 老百姓特殊门诊数量变化



资料来源：wind，华安证券研究所

资料来源：wind，华安证券研究所

老百姓物流供应链智能高效。老百姓拥有行业领先的现代化医药物流服务体系，打造以长沙为全国物流枢纽，西安、合肥、杭州、天津为区域物流中心辐射周边、22 个省级配送中心直配门店的高效物流网络，运用算法、大数据与数字化决策极大程度降低了库存成本，提升了物流效率。长沙物流中心连续多年被中国仓储与配送协会评定为“五星级仓库”。

图表 39 老百姓物流信息网



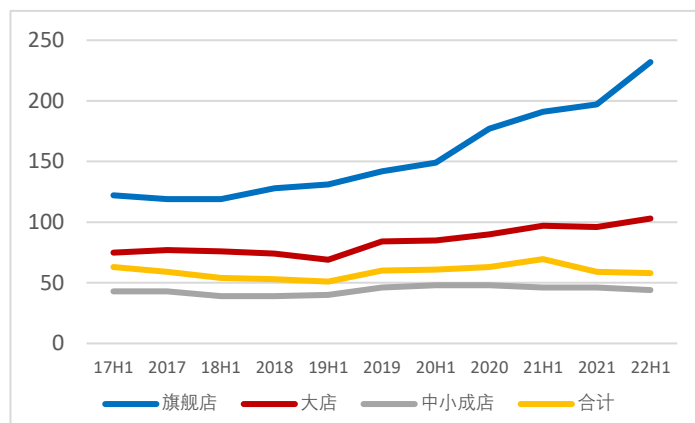
资料来源：老百姓官网，华安证券研究所

老百姓快速应对疫情带来的新挑战和新变化，通过整合内外部培训资源，重构

传统学习路径，强化训战一体的学习体系，夯实内部人才梯队。老百姓持续深耕药学服务核心专业储才培养，2021 年成功考取执业（中）药师资格证书近 366 人。

老百姓全面提升组织效能，进一步强化门店精益化运营管理。通过打造店长、经理和员工“三位一体”人才梯队，加强会员营销，优化门店空间布局提高经营效率。老百姓旗舰店平效稳步上升，其他类型门店因注重下沉市场平效稳定。

图表 40 老百姓各类型门店日均平效（含税，元/平方米）概况



资料来源：老百姓官网，华安证券研究所

此外，老百姓以“打造科技驱动的健康服务平台”作为公司战略，借助信息技术手段加速企业数字化转型。在数字化建设方面，老百姓通过门店智能请货项目、数字化赋能采购成本运营体系提升门店周转率和经营效率，通过数据治理、数字工具和数仓建设提升门店、商品、人事等基础数据的质量，夯实数字化转型的数据基石。

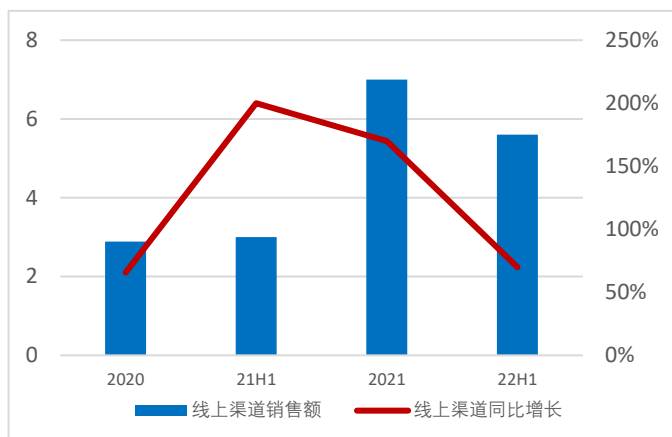
3.3 新品种引药，新零售赋能

老百姓作为在全国 20 多个省级区域广泛布局的药房连锁企业，凭借与药品生产企业的深度合作和规模优势，能获得有竞争力的采购价格。另外，医院在带量采购政策实施之后品类大幅减少，众多流标品种特别是外资原研药缺乏，顾客需在院外市场购买。带量采购品种中不乏慢病药品，老百姓积极布局慢病管理为相应顾客提供用药指导、健康自测等服务。基于此，老百姓慢病药、原研药等各类药品品种数在持续增加。

老百姓中药业务蓄势待发。老百姓旗下药圣堂科技主要从事中药饮片和中成药生产，目前的科研课题聚焦湖南道地药材炮制及其慢性病调理作用。同时，老百姓在门店端开展“中药传承人”计划，为消费者提供更专业、更有温度的中药服务。2022 年 6 月，老百姓成为“中医药高质量发展促进共同体”联盟首批核心成员。

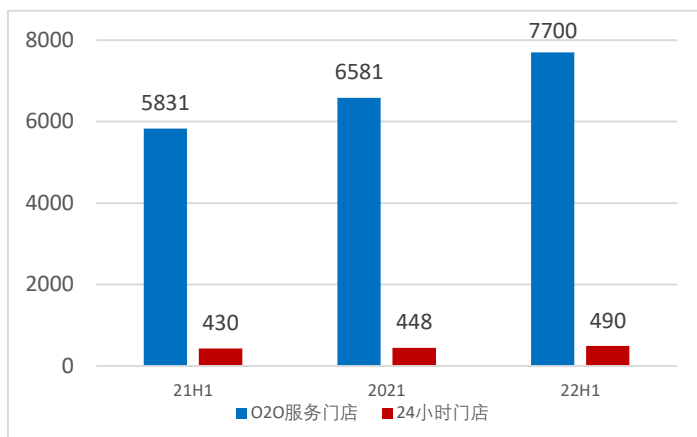
老百姓也在积极开展电商模式。老百姓利用线下门店布局优势，积极发展线上业务，持续布局 O2O 和 B2C 业务，并争取承接线上医保支付资格，结合 O2O 增强社区服务能力。在线下服务的基础上，增加线上销售渠道抢占市场份额，拓展门店覆盖范围，方便客户购药。2022 年上半年，老百姓线上渠道实现销售额 5.6 亿元，同比增长 70%，拥有 O2O 门店 7700 家，24 小时门店 490 家。

图表 41 老百姓线上渠道销售情况 (亿元)



资料来源: wind, 华安证券研究所

图表 42 老百姓 O2O 门店数量



资料来源: wind, 华安证券研究所

老百姓新零售业务快速发展,全渠道业务竞争力全面提升。公域方面,公司平台在全国名列前茅;私域方面,老百姓基于用户找药场景,打造“一键搜购”小程序功能,利用全国门店网络布局,力求全时全域全品满足用户需求。同时,公司积极寻求跨界合作,与微信支付、支付宝小程序、字节跳动健康等进行业务探索,增加多渠道运营。

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 35%。
- 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 20%~25%水平, 毛利率逐步恢复到 2020 年的 12%。

图表 43 业绩拆分 (百万元)

		2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入		13,967	15,696	18,856	22,980	27,902
	(+/-%)	19.8%	12.4%	20.1%	21.9%	21.4%
营业成本		9,489	10,653	12,777	15,560	18,883
	毛利率	32.1%	32.1%	32.2%	32.3%	32.3%
一、零售业务		12,080	13,791	16,493	20,158	24,529
	YOY	17.4%	14.2%	19.6%	22.2%	21.7%
	占公司收入百分比	86.5%	87.9%	87.5%	87.7%	87.9%
	成本	7,834	9,001	10,721	13,103	15,944
	毛利	4,246	4,790	5,772.7	7,055.2	8,585.3
	YOY	13.6%	12.8%	20.5%	22.2%	21.7%
	毛利率	35.2%	34.7%	35.0%	35.0%	35.0%
二、加盟及批发业务		1,785	1,785	2,232	2,678	3,214

	YOY	38.4%	0.0%	25.0%	20.0%	20.0%
	占公司收入百分比	12.8%	11.4%	11.8%	11.7%	11.5%
	成本	1,569.7	1,575.1	1,964.0	2,356.8	2,828.1
	毛利	215.5	210.3	267.8	321.4	385.7
	YOY	35.3%	-2.4%	27.3%	20.0%	20.0%
	毛利率	12.1%	11.8%	12.0%	12.0%	12.0%
三、其他		102	119	131	144	159
	YOY	21.1%	17.2%	10.0%	10.0%	10.0%
	占公司收入百分比	0.7%	0.8%	0.7%	0.6%	0.6%
	成本	85.4	76.2	91.9	101.1	111.2
	毛利	16.4	43.1	39.4	43.3	47.7
	YOY	-23.2%	163.1%	-8.7%	10.0%	10.0%
	毛利率	16.1%	36.1%	30.0%	30.0%	30.0%

资料来源: wind, 华安证券研究所

图表 44 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
603939. SH	益丰药房	433	8.88	11.05	13.84	17.24	52	39	31	25
603233. SH	大参林	389	7.91	10.41	13.06	16.15	31	37	30	24
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	34	28	23
603883. SH	老百姓	242	6.69	7.70	9.40	11.10	32	31	26	22

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

老百姓: 行业龙头, 布局领先

老百姓是国内经营规模最大, 覆盖区域最多的大型医药连锁企业之一。目前, 公司旗下有 1 个连锁药店加盟品牌、1 家中药饮片厂、1 个中医馆连锁品牌、1 家医药零售第三方联盟服务平台、4 个区域性物流中心、1 家对外战略合作和营销推广机构, 形成全产业链经营模式, 持续提升公司整体竞争实力。

2015 年上市后, 公司营业收入与净利润持续较快增长, 主要原因是兼并收购以及门店业务收入增长。营业收入从 2015 年的 45.68 亿元上升至 2021 年的 156.96 亿元, 实现年均复合增长 22.84%; 归母净利润也从 2.41 亿元上升至 2021 年的 6.69 亿元, 实现年均复合增长 18.55%。公司 2022 年前三季度实现营业收入 137.76 亿元, 同比增长 22.13%; 实现归母净利润 6.10 亿元, 同比增长 14.46%; 实现扣非归

母净利润 5.67 亿元，同比增长 18.88%。

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%。但相较于美国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。

精细化革新和数字化转型进行时

四马车并驾齐驱，精细化深耕布局。老百姓“自建、并购、加盟、联盟”四驾马车继续深耕下沉市场，精细化深耕实现快速扩张。截止 2022 年三季度，公司拥有门店 10327 家，其中直营门店 7362 家。老百姓星火式并购战略持续落地，聚焦已有优势区域实现强强联合。另外，老百姓运用强大的品牌影响力、专业的运营管理能力、先进数字化和新零售实力发展多元化加盟业务，保障加盟店的质量、效率和产出。

人、场、货的专业化和数字化转型。老百姓重视医院周边布局，高标准建设的院边店以及丰富的上游合作厂家资源，使公司在“双通道”政策下拥有更多竞争优势，公司具有双通道资格的门店达 181 家。公司拥有行业领先的现代化医药物流服务体系，打造以长沙为全国物流枢纽，西安、合肥、杭州、天津为区域物流中心辐射周边、22 个省级配送中心直配门店的高效物流网络

新品种引药，新零售赋能。老百姓作为在全国 20 多个省级区域广泛布局的药房连锁企业，老百姓慢病药、原研药等各类药品品种数在持续增加。并且在中药、电商等新领域持续发力，旗下药圣堂科技主要从事中药饮片和中成药生产，持续布局 O2O 和 B2C 业务。

我们预计，公司 2022~2024 年收入分别 188.6/229.8/279.0 亿元，分别同比增长 20.1%/21.9%/21.4%，归母净利润分别为 7.7/9.4/11.1 亿元，分别同比增长 15.1%/22.0%/18.0%，对应估值为 31X/26X/22X。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	6228	7195	8497	10335	营业收入	15696	18856	22980	27902
现金	1409	1501	1560	1972	营业成本	10653	12777	15560	18883
应收账款	1376	1603	1984	2391	营业税金及附加	44	53	65	79
其他应收款	363	273	432	464	销售费用	3267	4109	4994	6071
预付账款	143	374	332	478	管理费用	723	905	1126	1395
存货	2730	3244	3969	4805	财务费用	185	0	0	0
其他流动资产	207	200	218	225	资产减值损失	-7	0	0	0
非流动资产	10730	11843	13321	14577	公允价值变动收益	10	0	0	0
长期投资	63	76	83	92	投资净收益	23	28	34	42
固定资产	1043	783	466	138	营业利润	956	1122	1368	1635
无形资产	466	483	508	529	营业外收入	18	15	15	15
其他非流动资产	9157	10501	12265	13818	营业外支出	13	18	18	18
资产总计	16958	19039	21818	24913	利润总额	962	1119	1365	1632
流动负债	8613	9611	11284	13074	所得税	175	213	259	326
短期借款	1616	1616	1616	1616	净利润	787	906	1106	1305
应付账款	1769	2094	2567	3105	少数股东损益	117	136	166	196
其他流动负债	5227	5901	7101	8353	归属母公司净利润	669	770	940	1110
非流动负债	3566	3566	3566	3566	EBITDA	2319	2491	3295	3277
长期借款	875	875	875	875	EPS (元)	1.64	1.32	1.61	1.90
其他非流动负债	2691	2691	2691	2691	主要财务比率				
负债合计	12179	13177	14850	16640	会计年度	2021A	2022E	2023E	2024E
少数股东权益	421	557	723	919	成长能力				
股本	409	585	585	585	营业收入	12.4%	20.1%	21.9%	21.4%
资本公积	1139	1139	1139	1139	营业利润	-0.3%	17.3%	22.0%	19.5%
留存收益	2810	3580	4520	5630	归属于母公司净利	7.8%	15.1%	22.0%	18.0%
归属母公司股东权	4358	5304	6244	7354	获利能力				
负债和股东权益	16958	19039	21818	24913	毛利率 (%)	32.1%	32.2%	32.3%	32.3%
现金流量表					净利率 (%)	4.3%	4.1%	4.1%	4.0%
单位:百万元					ROE (%)	15.4%	14.5%	15.1%	15.1%
会计年度	2021A	2022E	2023E	2024E	ROIC (%)	8.4%	6.7%	7.5%	8.0%
经营活动现金流	2298	2507	3594	3462	偿债能力				
净利润	669	770	940	1110	资产负债率 (%)	71.8%	69.2%	68.1%	66.8%
折旧摊销	1214	1508	2096	1841	净负债比率 (%)	254.9%	224.8%	213.1%	201.1%
财务费用	189	0	0	0	流动比率	0.72	0.75	0.75	0.79
投资损失	-23	-28	-34	-42	速动比率	0.39	0.37	0.37	0.38
营运资金变动	130	123	431	363	营运能力				
其他经营现金流	659	780	671	937	总资产周转率	0.93	0.99	1.05	1.12
投资活动现金流	-2002	-2590	-3535	-3050	应收账款周转率	11.41	11.76	11.58	11.67
资本支出	-459	-2589	-3557	-3071	应付账款周转率	6.02	6.10	6.06	6.08
长期投资	-1061	-30	-13	-21	每股指标 (元)				
其他投资现金流	-482	28	34	42	每股收益	1.64	1.32	1.61	1.90
筹资活动现金流	-413	176	0	0	每股经营现金流薄)	5.62	4.29	6.14	5.92
短期借款	458	0	0	0	每股净资产	10.66	9.07	10.68	12.57
长期借款	757	0	0	0	估值比率				
普通股增加	0	176	0	0	P/E	30.11	31.39	25.72	21.79
资本公积增加	-448	0	0	0	P/B	4.63	4.56	3.87	3.29
其他筹资现金流	-1180	0	0	0	EV/EBITDA	10.69	11.52	8.69	8.62
现金净增加额	-118	92	59	412					

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。