

2023年02月10日

# 华人健康（301408.SZ）

## 投资要点

- ◆ 下周二（2月14日）有一家创业板上市公司“华人健康”询价。
- ◆ **华人健康（301408.SZ）**：公司主营业务为医药零售、代理及终端集采。公司2019-2021年分别实现营业收入15.22亿元/19.31亿元/23.39亿元，YOY依次为37.82%/26.84%/21.12%，三年营业收入的年复合增速28.41%；实现归母净利润0.52亿元/0.89亿元/0.70亿元，YOY依次为166.39%/71.17%/-21.58%，三年归母净利润的年复合增速52.91%。最新报告期，2022年公司实现营业收入32.62亿元，同比增长39.50%；实现归母净利润1.61亿元，同比增长131.42%。公司预计2023年1-3月可实现的归属于母公司股东净利润为2,850万元至3,400万元，与上一年度相比变动幅度为84.57%至120.19%。
- ① **投资亮点：**1、公司是安徽省最大的药店连锁企业，有望受益于安徽省药店连锁化率提升；在此基础上，公司持续发力周边省份市场拓展。1) 截至2022年6月末，公司在安徽省内开设门店共908家，占全省全部零售药店数量的比例为4.17%、占全省连锁门店数量的比例为7.26%，为安徽省最大的药店连锁企业。但目前安徽省连锁药店的竞争格局仍较为分散，医药零售连锁化率仅为57.48%，公司募投项目拟三年内在安徽省继续建设518家门店，有望受益于省内药店连锁化率的持续提升。2) 2020年起，公司开始着力向安徽省周边省份市场拓展，包括江苏、河南两省，截至22H1，国胜药房已在省外开设了30家门店。本次募投项目拟在江苏省继续开设80家门店，在河南省继续开设50家门店，持续扩大公司零售业务影响力。2、公司是业内少数对医药零售、代理及终端集采等流通领域全覆盖的企业。公司代理业务多为独家代理，主要客户为零售连锁企业，而公司自有的零售终端网络体系较好地继承了代理业务的成本优势，同时形成了同时直接面向上游医药制造产业及下游终端消费者的经营能力。此外，依托于公司多年来积累的医药零售与代理业务上游供应链渠道资源，公司开发了终端集采业务，2020-2022H1公司终端集采的客户门店数量分别为328、639、817家，客户数量、配送门店数量、销售金额均处于快速发展中。
- ② **同行业上市公司对比：**公司主营业务为医药零售、代理及终端集采；根据主营业务的相似性，选取漱玉平民、达嘉维康、益丰药房、大参林、老百姓、百洋医药、健之佳、一心堂作为可比上市公司。根据上述可比公司来看，2021年同业平均收入规模为103.21亿元、PE-TTM（算术平均）为37.05X，销售毛利率为31.10%；相较而言，公司收入规模低于行业平均，但毛利率水平高于行业平均。
- ◆ **风险提示：**已经开启询价流程的公司依旧存在因特殊原因无法上市的可能、公司内容主要基于招股书和其他公开资料内容、同行业上市公司选取存在不够准确的风险、内容数据截选可能存在解读偏差、具体上市公司风险在正文内容中展示等

## 新股覆盖研究

### 交易数据

总市值（百万元）	
流通市值（百万元）	
总股本（百万股）	340.00
流通股本（百万股）	
12个月价格区间	/

分析师 李蕙  
 SAC 执业证书编号：S0910519100001  
 lihui1@huajinse.cn

### 相关报告

宿迁联盛-新股专题覆盖报告（宿迁联盛）
-2023年第15期 - 总第212期 2023.2.10
多利科技-新股专题覆盖报告（多利科技）
-2023年第14期 - 总第211期 2023.2.6
彩蝶实业-新股专题覆盖报告（彩蝶实业）
-2023年第13期 - 总第210期 2023.2.6
亚通精工-新股专题覆盖报告（亚通精工）
-2023年第12期-总第209期 2023.2.1
真兰仪表-新股专题覆盖报告（真兰仪表）
-2023年第11期-总第208期 2023.1.31



## 公司近3年收入和利润情况

会计年度	2020A	2021A	2022A
主营收入(百万元)	1,930.9	2,338.7	3,262.4
同比增长(%)	26.84	21.12	39.50
营业利润(百万元)	119.1	92.5	213.4
同比增长(%)	55.16	-22.29	130.58
净利润(百万元)	88.9	69.7	161.4
同比增长(%)	71.17	-21.58	131.42
每股收益(元)	0.26	0.21	0.47

数据来源：聚源、华金证券研究所

## 内容目录

一、华人健康 .....	4
(一) 基本财务状况 .....	4
(二) 行业情况 .....	5
(三) 公司亮点 .....	8
(四) 募投项目投入 .....	9
(五) 同行业上市公司指标对比 .....	9
(六) 风险提示 .....	10

## 图表目录

图 1: 公司业务模式 .....	4
图 2: 公司收入规模及增速变化 .....	5
图 3: 公司归母净利润及增速变化 .....	5
图 4: 公司销售毛利率及净利润率变化 .....	5
图 5: 公司 ROE 变化 .....	5
图 6: 医药产业链 .....	6
图 7: 2013-2021 年及 2022 年 1 季度我国药品流通行业销售规模 .....	6
图 8: 2014-2020 年我国前百位药品批发企业主营业务收入增速 .....	7
图 9: 2013-2020 年主营业务收入前百药品批发企业市场份额 .....	7
图 10: 2013-2021 年及 2022 年 1 季度中国医药零售市场销售额 .....	8
图 11: 2013-2021 年及 2022 年 1 季度中国医药零售市场销售额 .....	8
 表 1: 营销网络建设项目拟建设门店计划 .....	9
表 2: 公司 IPO 募投项目概况 .....	9
表 3: 同行业上市公司指标对比 .....	10

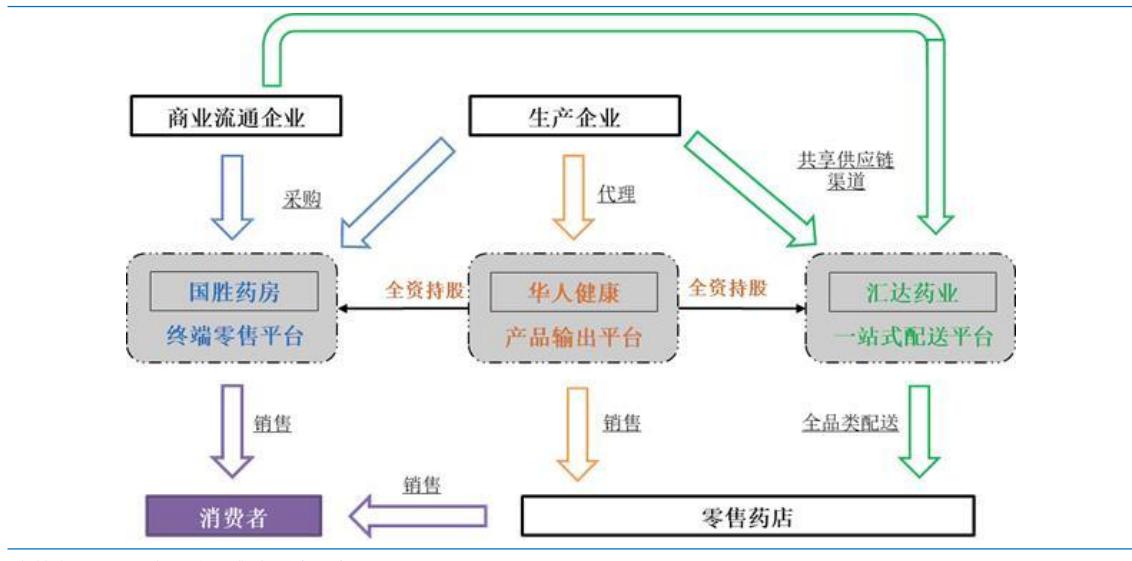
## 一、华人健康

公司主营业务为医药零售、代理及终端集采。公司以国胜药房为主体，以直营方式从事药品、保健食品、医疗器械等销售以及常见病诊疗业务，截至 22H1，公司已拥有 938 家门店（935 家零售药店和 3 家门诊），其中 908 家位于安徽省的 13 个地市，目前公司已经成为安徽省最大的药店连锁企业。

公司以母公司为主体从事医药代理业务，主要模式为与上游医药生产厂商开展合作，取得其部分产品的代理权，继而向下游医药零售企业进行推广和销售。公司代理业务上游合作厂家包括上海医药集团、广州医药集团、丽珠医药集团、四川峨嵋山药业、辰欣药业等；截至 22H1 公司正在合作的代理品规为 545 个，主要客户为全国或者区域性的医药零售连锁企业。

此外，公司以全资子公司汇达药业为主体，依托零售业务、代理业务已形成的规模采购优势和经营能力，专业从事医药终端集采业务，主要为单体药店、小型连锁等零售终端提供一站式配送服务。

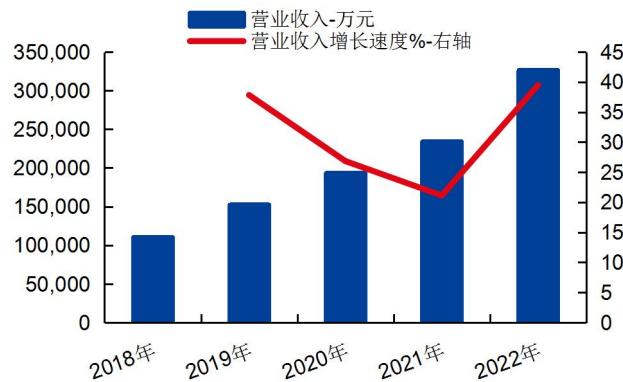
图 1：公司业务模式



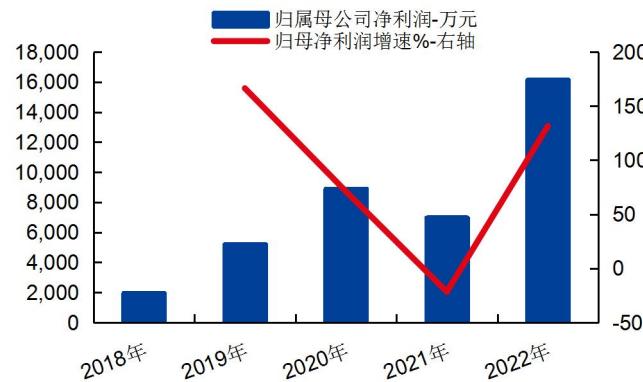
### （一）基本财务状况

公司 2019-2021 年分别实现营业收入 15.22 亿元/19.31 亿元/23.39 亿元，YOY 依次为 37.82%/26.84%/21.12%，三年营业收入的年复合增速 28.41%；实现归母净利润 0.52 亿元/0.89 亿元/0.70 亿元，YOY 依次为 166.39%/71.17%/-21.58%，三年归母净利润的年复合增速 52.91%。最新报告期，2022 年公司实现营业收入 32.62 亿元，同比增长 39.50%；实现归母净利润 1.61 亿元，同比增长 131.42%。

2021 年，公司主营业务收入按产品类型可分为三大板块，分别为零售（15.59 亿元，68.71%）、代理（5.88 亿元，25.93%）、终端集采（1.21 亿元，5.33%）、信息服务（0.01 亿元，0.03%）。报告期间，零售与代理一直为公司的核心业务。

**图 2: 公司收入规模及增速变化**


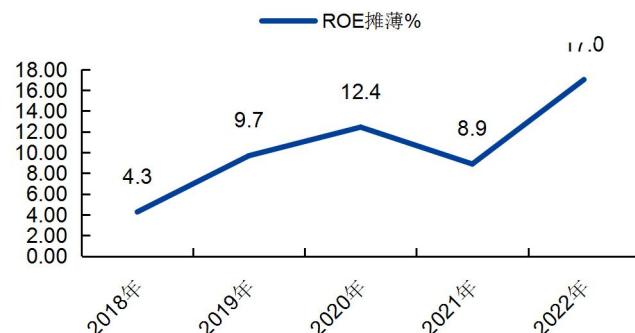
资料来源: Wind, 华金证券研究所

**图 3: 公司归母净利润及增速变化**


资料来源: Wind, 华金证券研究所

**图 4: 公司销售毛利率及净利润率变化**


资料来源: Wind, 华金证券研究所

**图 5: 公司 ROE 变化**


资料来源: Wind, 华金证券研究所

## (二) 行业情况

公司核心业务为医药零售、代理及终端集采，隶属于医药流通行业。

### 1、医药流通行业

我国医药产业链主要分为医药制造、医药流通和医药消费三个环节。其中，医药流通是连接上游医药生产企业和下游终端消费者的重要环节。医药流通行业又分为医药批发与医药零售两个细分行业，医药零售市场则主要分为医疗终端和零售药店两个市场。

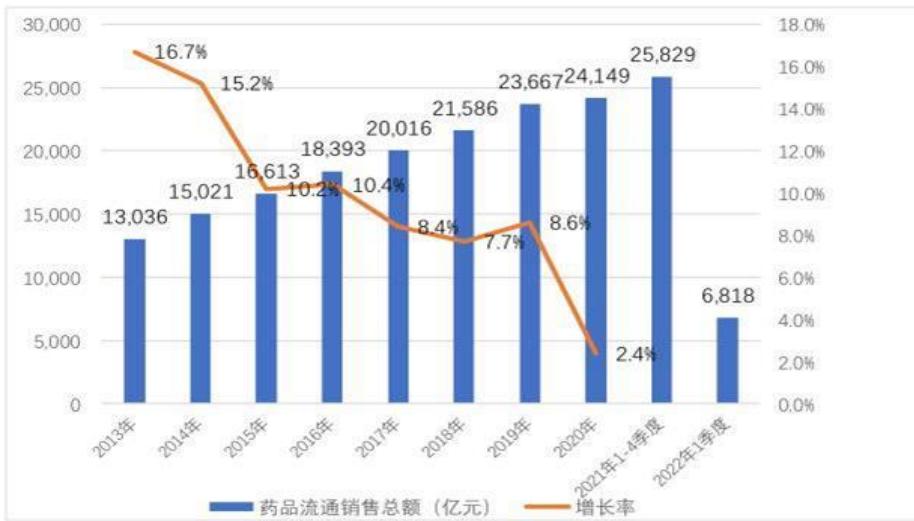
图 6: 医药产业链



资料来源：公司招股书，华金证券研究所

近年来医药消费端诉求推动医药流通端的市场扩容，为我国医药流通行业的发展奠定了市场基础。同时，国家按照现代化思路对医药流通行业的经营格局进行了深层次的变革，使得我国医药流通行业更加趋于成熟，为我国医药流通企业建立了良好的生长环境。根据商务部统计，2020年，我国药品流通销售总额达24,149亿元，扣除不可比因素后相较2019年增长2.40%；2021年1-4季度全国七大类医药商品销售总额25,829亿元(含税)，扣除不可比因素同比增长9.26%，增速同比加快8.06%，2022年1季度全国七大类医药商品销售总额6,818亿元(含税)，扣除不可比因素同比增长5.08%，我国医药流通市场保持稳定增长。

图 7: 2013-2021年及2022年1季度我国药品流通行业销售规模



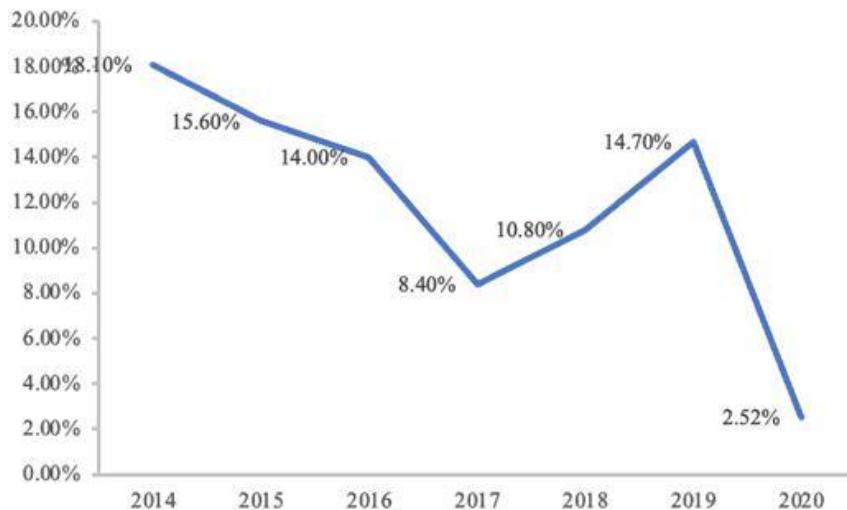
资料来源：《药品流通行业运行统计分析报告（2013-2020年）》，商务部，华金证券研究所

### (1) 医药批发行业

近几年受医药改革政策影响，我国医药批发企业销售增速放缓。2014-2017年期间，我国前百位药品批发企业主营业务收入增速已由18.10%持续下降至8.40%。但随着对改革影响的逐步消化与业态结构调整，行业渠道逐步下沉，医药批发企业的零售端销售及服务收入的提升弥补了调拨收入的下降。2018年，行业前百位医药批发企业主营业务收入增速重新回升至10%以上，

我国医药批发行业销售增速已重新进入上升通道，2019年增速上升至14.70%。2020年受疫情影响，行业前百位医药批发企业主营业务收入增速为2.52%。

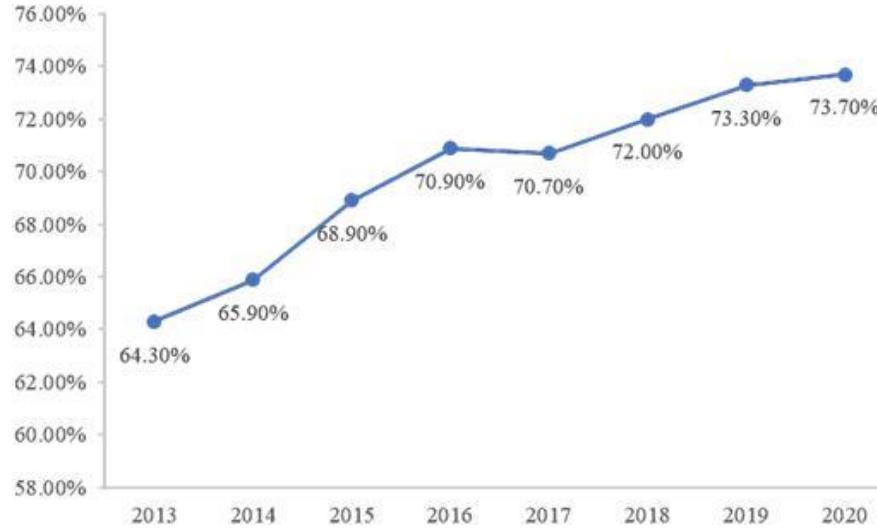
图8：2014-2020年我国前百位药品批发企业主营业务收入增速



资料来源：《药品流通行业运行统计分析报告（2014-2020年）》，华金证券研究所

随着近几年我国医药流通市场结构、渠道布局及供应链关系的改变，减少了流通环节的层级，促进企业提升整体运营质量，行业规模效应逐渐凸显，全国性和区域性龙头企业收入增长普遍高于行业平均增速，行业集中度进一步提升。根据商务部统计，我国前百位药品批发企业主营业务收入占同期市场总规模的比重自2013年的64.30%提高至2020年的73.70%，行业集中度逐年稳固提升。

图9：2013-2020年主营业务收入前百药品批发企业市场份额



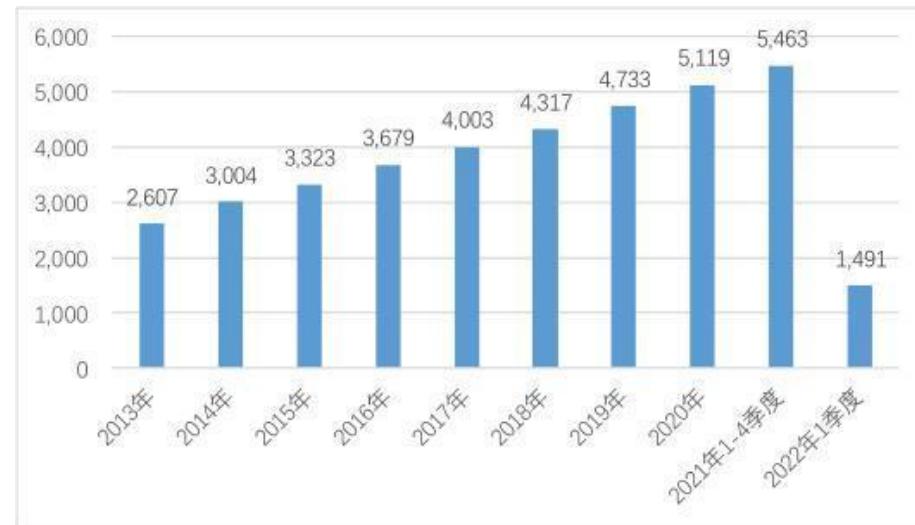
资料来源：《药品流通行业运行统计分析报告（2013-2020年）》，华金证券研究所

## （2）医药零售行业

医药零售行业在满足群众用药需求和社区慢病管理等方面一直发挥着重要作用。随着我国居民消费水平提高、人口老龄化加深、新一轮医药改革等因素的推动下，我国医药市场持续扩容与消费端需求日益提升，进而带动医药零售行业的较快发展。根据商务部统计，2013-2020年，我

国医药零售市场销售额已从 2,607 亿元提高至 5,119 亿元，增幅达 96.35%。2021 年药品零售市场销售额 5,463 亿元，同比增长 7.73%，2022 年 1 季度药品零售市场销售额 1,491 亿元，同比增长 8.91%，行业市场规模稳定增长。

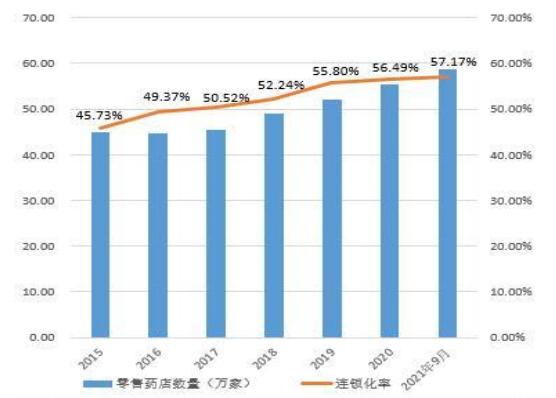
图 10：2013-2021 年及 2022 年 1 季度中国医药零售市场销售额



资料来源：《药品流通行业运行统计分析报告（2013-2020 年）》，商务部，华金证券研究所

受益于我国医药行业近几年成熟度与规范度的不断提升，我国零售药店数量呈显著上升趋势的同时，全国性和区域性药品零售连锁企业的药店连锁率（零售连锁企业下辖门店数占全国零售门店总数的比例）亦稳步提升，进而有利于提高我国医药零售市场集中度和企业市场信誉度，降低政府的监管成本和企业的经营成本。根据国家药品监督管理总局统计，2017 年，我国零售药店连锁化率超过 50%，连锁药店数量首次超过单体药店数量。而截至 2021 年 9 月末，全国药品零售连锁企业已达 6,658 家、下辖门店 33.53 万家，零售单体药店 25.12 万家，零售药店门店总数达到 58.65 万家，连锁化率达 57.17%。

图 11：2013-2021 年及 2022 年 1 季度中国医药零售市场销售额



资料来源：《药品流通行业运行统计分析报告（2013-2020 年）》，商务部，华金证券研究所

### （三）公司亮点

1、公司是安徽省最大的药店连锁企业，有望受益于安徽省药店连锁化率提升；在此基础上，公司持续发力周边省份市场拓展。1) 截至 2022 年 6 月末，公司在安徽省内开设门店共 908 家，占全省全部零售药店数量的比例为 4.17%、占全省连锁门店数量的比例为 7.26%，为安徽省最大的药店连锁企业。但目前安徽省连锁药店的竞争格局仍较为分散，医药零售连锁化率仅为 57.48%，公司募投项目拟三年内在安徽省继续建设 518 家门店，有望受益于省内药店连锁化率的持续提升。2) 2020 年起，公司开始着力向安徽省周边省份市场拓展，包括江苏、河南两省，截至 22H1，国胜药房已在省外开设了 30 家门店。本次募投项目拟在江苏省继续开设 80 家门店，在河南省继续开设 50 家门店，持续扩大公司零售业务影响力。

2、公司是业内少数对医药零售、代理及终端集采等流通领域全覆盖的企业。公司代理业务多为独家代理，主要客户为零售连锁企业，而公司自有的零售终端网络体系较好地继承了代理业务的成本优势，同时形成了同时直接面向上游医药制造产业及下游终端消费者的经营能力。此外，依托于公司多年来积累的医药零售与代理业务上游供应链渠道资源，公司开发了终端集采业务，2020-2022H1 公司终端集采的客户门店数量分别为 328、639、817 家，客户数量、配送门店数量、销售金额均处于快速发展中。

#### （四）募投项目投入

公司本轮 IPO 募投资金拟投入 1 个项目及补充流动资金。

1、**营销网络建设项目**：本项目计划 3 年内在安徽省、江苏省及河南省等开设 648 家直营门店，类型分为小型社区店、中型社区店以及区域中心店（含旗舰店，下同）三大类。具体建设如下：

表 1：营销网络建设项目拟建设门店计划

序号	门店类型	门店数量				合计
		第一年	第二年	第三年		
1	小型社区店	115	132	138		<b>385</b>
2	中型社区店	59	70	75		<b>204</b>
3	区域中心店（含旗舰店）	21	18	20		<b>59</b>
	合计	<b>195</b>	<b>220</b>	<b>233</b>		<b>648</b>

资料来源：公司招股书，华金证券研究所

表 2：公司 IPO 募投项目概况

序号	项目名称	项目投资总额 (万元)	拟使用募集资金金额 (万元)	项目建设期
1	营销网络建设项目	55,567.80	55,567.80	36 个月
2	补充流动资金	5,000.00	5,000.00	-
	总计	<b>60,567.80</b>	<b>60,567.80</b>	-

资料来源：公司招股书，华金证券研究所

#### （五）同行业上市公司指标对比

2021 年度，公司实现营业收入 23.39 亿元，同比增长 21.12%；实现归属于母公司净利润 0.70 亿元，同比下降 21.58%。公司预计 2023 年 1-3 月可实现的营业收入区间为 81,000 万元至 84,000 万元，比上一年度相比变动幅度为 19.65% 至 24.08%；预计 2023 年 1-3 月可实现的归属于母公司股东净利润为 2,850 万元至 3,400 万元，与上一年度相比变动幅度为 84.57% 至 120.19%；预计 2023 年 1-3 月可实现扣除非经常性损益后归属于母公司股东净利润为 2,800 万元至 3,350 万元，与上一年度相比变动幅度为 114.66% 至 156.83%。

公司主营业务为医药零售、代理及终端集采；根据主营业务的相似性，选取漱玉平民、达嘉维康、益丰药房、大参林、老百姓、百洋医药、健之佳、一心堂作为可比上市公司。根据上述可比公司来看，2021 年同业平均收入规模为 103.21 亿元、PE-TTM（算术平均）为 37.05X，销售毛利率为 31.10%；相较而言，公司收入规模低于行业平均，但毛利率水平高于行业平均。

表 3：同行业上市公司指标对比

代码	简称	总市值 (亿元)	PE-TTM	2021 年收入 (亿元)	2021 年收 入增速	2021 年 归母净利 润(亿元)	2021 年净 利润增长 率	2021 年 销售毛 利率	2021 年 ROE 摊 薄
301017.SZ	漱玉平民	83.09	62.20	53.22	14.70%	1.15	-46.88%	28.51%	6.08%
301126.SZ	达嘉维康	35.02	49.25	25.92	10.79%	0.68	5.25%	11.79%	4.07%
603939.SH	益丰药房	412.24	40.15	153.26	16.60%	8.88	19.42%	40.35%	11.87%
603233.SH	大参林	343.58	38.18	167.59	14.92%	7.91	-25.51%	38.15%	14.44%
603883.SH	老百姓	223.43	29.66	156.96	12.38%	6.69	7.75%	32.13%	15.36%
301015.SZ	百洋医药	135.42	29.37	70.52	19.94%	4.23	55.04%	25.13%	19.61%
605266.SH	健之佳	78.68	25.81	52.35	17.21%	3.01	19.66%	35.83%	15.74%
002727.SZ	一心堂	183.87	21.77	145.87	15.26%	9.22	16.66%	36.96%	14.01%
<b>301408.SZ</b>	<b>华人健康</b>	/	/	<b>23.39</b>	<b>21.12%</b>	<b>0.70</b>	<b>-21.58%</b>	<b>34.87%</b>	<b>8.88%</b>

资料来源：Wind，华金证券研究所

## （六）风险提示

药品质量问题产生的风险、零售门店管理不善的风险、零售业务主要集中于安徽省的风险、零售业务拓展省外市场的风险、代理业务主要品种续签的风险、代理业务贴牌合作的风险、零售药店医保控费的风险、电子商务业务未达预期的风险、带量采购政策实施使得终端零售药品价格大幅下滑风险等风险。

## 公司评级体系

### 收益评级：

- 买入—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上；
- 增持—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%；
- 中性—未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 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沪深 300 指数 5%至 15%；
- 卖出—未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上；

### 风险评级：

- A —正常风险，未来 6 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动；
- B —较高风险，未来 6 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动；

## 分析师声明

李蕙声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

### 本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

### 免责声明：

本报告仅供华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准。

在法律许可的情况下，本公司及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或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦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。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发、篡改或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华金证券股份有限公司研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

华金证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

### 风险提示：

报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。投资者对其投资行为负完全责任，我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

华金证券股份有限公司

地址：上海市浦东新区杨高南路 759 号（陆家嘴世纪金融广场）31 层

电话：021-20655588

网址：www.huajinsec.cn