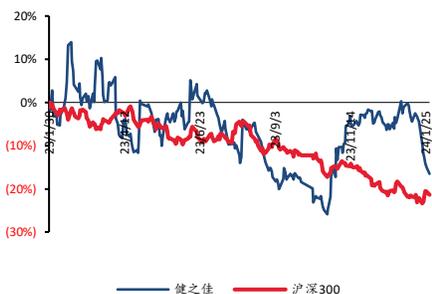


医药流通 连锁药房

## 省外扩张持续加速，全渠道和多元化经营带来差异化竞争

## ■ 走势比较



## ■ 股票数据

总股本(百万股)	128.85
总市值/流通(百万元)	6,820.00
12个月内最高/最低价	93.84/45.29

## 相关研究报告

证券分析师: 周豫

E-MAIL: zhouyua@tpyzq.com

执业资格证书编号: S1190523060002

证券分析师: 赵悦伦

E-MAIL: zhaoyuelun@tpyzq.com

执业资格证书编号: S1190523110001

## 报告摘要

**健之佳: 连锁药店新贵, 内生+外延双轮驱动业绩高速增长。**健之佳从云南昆明起步, 经过十余年经营发展在云南、四川、广西、重庆、河北、辽宁6个地区共计拥有门店4711家, 包括4386家医药零售门店。2020-2022年, 公司医药零售门店数量由1,890家增长至3,763家, 年复合增速为41.1%。公司是云南省内规模第二大的医药连锁企业, 云南省贡献主要营收(1H23:63.5%), 省外门店布局和市场占有率仍处于较低水平, 收入规模较小, 但具备较大的市场开拓空间。公司于2022年8月底完成对唐人医药的收购交割, 正式进军辽宁与河北两大市场, 将作为未来发展重点区域。伴随省外扩张步伐的加速, 省外门店数在23年三季度末占到总体的39%, 收入在23年上半年达到36.5%。公司营业收入及净利润同步保持高速增长, 2018-2022年收入和净利润复合增速同为28.4%, 2023年前三季度实现营收65亿元(同比+38%), 归母净利润2.78亿元(同比+44.4%)。公司整体毛利保持平稳, 日均坪效(46.8元/m<sup>2</sup>)随门店扩张保持稳定增长, 销售费用率仍有改善空间。

**药店行业: 集中度提升和处方外流推动持续发展。**2019年以来随着药占比, 零加成, 集采, 双通道, 慢病长处方等政策落地, 药店的重要性持续提升, 到2022年药房终端贡献了整体药品市场近29%的销售, 处方药零售占比约16%。2023年药店整体经营受到家庭去库存, 门诊回流和消费力下降的负面影响, 导致客单价、客流量和订单量出现下滑。我们预计, 2024年用药需求有望回归正常, 非药收入随经济预期改善亦会有所恢复。**短期催化:** 23年四季度以来随着消费者购药需求逐步释放, 流感的高发, 以及门诊统筹药店业务的陆续开展, 药店店均销售额和订单量在11月已超过去年同期水平, 8-11月药店销售额呈现环比改善, 该趋势有望在今年继续保持。**中期增量:** 中国药店的连锁化率在2022年达到了57.8%, 百强企业年销售额占药品零售市场总额的36.5%, 在产业集中度和连锁化率方面的提升空间仍然较大。零售业态的成长主要依赖门店的连锁扩张, 除了门店数增加带来的直接收入增长和规模效应, 强势的零售渠道可以依赖其市场地位和采购规模向上游获取更低的进价, 从而提升利润率水平。因此对于头部零售药店而言, 集中度提升意味着获得超出行业增速的超额收益。**长期趋势:** 处方流转中心的落地和应用将在中长期更好帮助药店获得院内门诊的流量。截至23年底全国20余省市已开启/完成了省级处方流

转平台建设，其中湖南省、江西省、湖北省等约 11 个省市处方流转平台已初步建成并实现了医院与药店的对接，电子处方已经实现从医院到药店的流转。我们预计 24 年将会是处方流转中心的落地年，各地将出台更多方案来进一步提高处方流转平台的使用量。我们预计 2024-2026 年药房承接处方外流规模增量能达到 251/388/533 亿元，总增量超千亿元。

**投资亮点：业绩高弹性，经营差异化，业态多元化。**健之佳在 2019-2022 年直营门店数复合增速达 32.3%，且为同业中最高。公司构建了以云南和河北为主要利润中心，重点推动重庆和辽宁两个重点培养中心，同时快速发展四川和广西地区的扩张模型，在营收、利润以及门店数的规模上积极追赶第一梯队连锁药房，在保持门店快速扩张的预期下（24 年预计增加 1,000+ 门店），我们认为健之佳的经营业绩仍有望保持快速增长。**差异化竞争：**健之佳在省会和地市的占比显著高于一心堂（64% vs. 54%），带来相对更高的整体坪效（43.2 vs. 39.3），且在向地市级、县级、乡镇级的不断渗透中依然伴随经营效率的提高。**多元化全渠道布局：**健之佳线上渠道收入在所有上市连锁中排名第一，2023 年前三季度同比增长 67.9%，占总收入比重为 25%。公司通过便利连锁实现多元化经营，在保健品、个人护理品、功能性护肤品等品类方面有较大投入，并通过香港子公司积极开展跨境电商业务改善品类结构。非药品类销售占比同业最高（20.3%）。

#### ● 盈利预测

我们预计，公司 2023-2025 年收入分别 94.5/115.4/138.5 亿元，分别同比增长 25.7%/22.2%/20.0%，归母净利润分别为 4.08/4.87/5.99 亿元，分别同比增长 12.3%/19.4%/22.9%，对应估值为 15.8X/13.3X/10.8X。首次覆盖，给予“买入”投资评级，目标价 68 元/股。

#### ● 风险提示

门诊统筹药店推进不及预期、处方外流规模不及预期、药店扩张不及预期等。

### ■ 盈利预测和财务指标

	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入（百万元）	7,514	9,445	11,540	13,850
收入增长率%	43.54%	25.69%	22.18%	20.01%
归母净利（百万元）	363	408	487	599
利润增长率%	20.90%	12.30%	19.44%	22.92%
摊薄每股收益（元）	3.77	3.17	3.78	4.65
市盈率（PE）	16.05	15.82	13.25	10.78

资料来源：Wind，太平洋证券，注：摊薄每股收益按最新总股本计算

## 目录

一、 公司介绍.....	6
(一) 起步于云南，深耕西南地区，稳步向省外进行扩张.....	6
(二) 股权结构清晰，大股东控制力强，股权激励目标明确.....	7
(三) 管理层稳定，具备丰富行业经验.....	8
二、 公司业务：内生+外延双轮驱动业绩高速增长.....	9
(一) 公司收入和利润端保持同步快速增长.....	9
(二) 公司通过自建+并购快速扩大门店规模，助力业务高增长.....	14
三、 药店行业业绩持续改善，集中度提升和处方外流趋势不变.....	15
(一) 药店经营情况自去年四季度以来持续改善.....	15
(二) 零售药店龙头将持续受益于集中度提升.....	16
(三) 门诊统筹大范围推进叠加处方流转平台落地将加速处方外流.....	19
四、 投资看点：规模化扩张和全渠道发展带动收入盈利双增.....	22
(一) 公司具备较高业绩增长弹性，盈利性有望继续改善.....	22
(二) 门店数保持快速扩张驱动业绩持续稳定高增长.....	24
(三) 省内差异化竞争，省外扩张加速，新市场开拓潜力较大.....	26
(四) 全渠道布局+多元化经营能力有效提升客户触达.....	30
五、 盈利预测及估值.....	33
(一) 关键假设.....	33
(二) 收入拆分及盈利预测.....	34
(三) PE 估值及投资建议.....	35
六、 风险提示.....	36

## 图表目录

图表 1: 公司发展历程	6
图表 2: 公司股权结构 (截至 2023 年三季度)	7
图表 3: 公司上市后股权解禁和减持情况	8
图表 4: 公司管理层简介	9
图表 5: 公司收入保持快速增长趋势 (百万元)	10
图表 6: 公司归母净利润保持快速增长趋势 (百万元)	10
图表 7: 医药零售业务增长速度相对较快 (百万元)	10
图表 8: 医药零售业务占收入比重达到九成 (%)	10
图表 9: 中西成药和中药材占比持续提升 (%)	11
图表 10: 中西成药和中药材近年增速相对较快 (%)	11
图表 11: 省外收入占比随并购唐人医药显著提升	12
图表 12: 省外收入增长率随并购唐人医药显著提升	12
图表 13: 公司 2021 年来毛利率保持相对稳定 (%)	12
图表 14: 多数产品品类毛利率保持稳中有升 (%)	12
图表 15: 云南和广西地区毛利率相对较高 (%)	13
图表 16: 公司毛利率较为稳定但净利率有所下滑	13
图表 17: 公司销售和财务费用率有所上升	13
图表 18: 上市后公司医药零售门店数增长显著加快	14
图表 19: 健之佳门店覆盖全国六个省份	14
图表 20: 获得医保定点资质门店数量占比约为 90%	15
图表 21: 日坪效随经营面积提升稳定增长 (元/m <sup>2</sup> )	15
图表 22: 日店均销售额已超过去年同期水平 (元)	15
图表 23: 日店均订单量已显著高于去年同期 (单)	15
图表 24: 中国零售药店市场销售额自 23 年 7 月以来呈逐月改善趋势 (亿元)	16
图表 25: 国大药房以 258 亿销售排名第一 (亿元)	17
图表 26: 头部连锁药房集中度有望进一步提升	17
图表 27: 零售药店连锁率稳步提升 (万家)	17
图表 28: 中国上市零售药店自营门店逐年扩张 (2018-3Q23)	18
图表 29: 中国上市零售药店加盟店快速扩张 (2018-3Q23)	19
图表 30: 药店在全国药品终端销售收入中占比达到接近三成 (亿元)	20
图表 31: 各省药店门诊统筹执行政策标准统计	21
图表 32: 上市连锁药房业务覆盖省份 (截至 3Q23)	21
图表 33: 省级处方流转平台建设情况汇总	22
图表 34: 处方外流带来的药品销售增量测算 (亿元)	22
图表 35: 上市连锁药房主要经营数据对比 (一)	23
图表 36: 上市连锁药房主要经营数据对比 (二)	24
图表 37: 健之佳新增医药零售门店数近年来显著增加	25
图表 38: 上市连锁药房主要收购情况梳理	26
图表 39: 健之佳 vs 一心堂云南省内门店扩张情况	27
图表 40: 云南省药店店均覆盖人口数量 (人/家)	27
图表 41: 健之佳 vs 一心堂云南省内门店数量情况	27
图表 42: 健之佳和一心堂在云南省内门店数占比	27
图表 43: 健之佳和一心堂 1H23 门店数量对比	28
图表 44: 健之佳和一心堂 1H23 经营面积对比 (m <sup>2</sup> )	28

图表 45:	健之佳在不同区域坪效均有提升 (元/m <sup>2</sup> )	28
图表 46:	健之佳和一心堂坪效对比 (元/m <sup>2</sup> , 1H23)	28
图表 47:	各省零售门店数及连锁化率情况	29
图表 48:	健之佳省外收入增长势头良好 (百万元)	30
图表 49:	健之佳省外门店数随并购快速增长 (家)	30
图表 50:	020 直送店占线下药店销售额比例	31
图表 51:	处方药占 020 医药电商销售规模超过 4 成	31
图表 52:	健之佳线上营业收入仍保持高速增长	31
图表 53:	健之佳线上营业收入占比快速提升	31
图表 54:	健之佳线上收入结构 (亿元)	32
图表 55:	公司非药收入占比同业最高	33
图表 56:	收入及毛利拆分	34
图表 57:	盈利预测表	35
图表 58:	估值对比	35

## 一、 公司介绍

### (一)起步于云南，深耕西南地区，稳步向省外进行扩张

健之佳品牌创立于1998年，是一家以云南省为优势区域的零售药店龙头，主要从事医药零售业务、便利品零售业务以及促销推广服务。公司2012年前一直作为海王星辰的子公司开展业务，在2012年由管理层回购后公司开始了独立发展，并于2020年12月在上交所主板上市。截止2023年9月底，公司医药零售门店数量达4386家，便利店门店数量达325家。其中，公司医药零售门店主要集中在云南、四川、广西、重庆、河北、辽宁6个地区，便利门店全部位于云南地区。根据2022年药品流通行业运行统计分析报告，健之佳的销售规模全国排名第六。2018-2022年，公司营业收入由27.66亿元增长至75.15亿元，复合增速为28.4%；归母净利润由1.34亿元增长至3.63亿元，复合增速同样为28.4%。

自1998年健之佳在云南昆明开出第一家门店以来，公司通过自建+收购的双轮驱动模式在省内外实现门店数的快速扩张，并于2004-2008年分别进入四川、重庆和广西市场。2021年底，随着公司完成对唐人医药的资产购买，获得了唐人医药的660多家门店，同时进军河北和辽宁市场。

图表1：公司发展历程

时间线	重要事件
1998年	健之佳在云南昆明开出第一家门店
1999-2003年	在昆明市初步形成连锁药店格局，部分门店获得医保定点资质
2004-2008年	2004年9月健之佳有限设立 完善昆明地区的连锁药店布局，同时连锁药店扩展至云南省其他地区，以及四川、重庆、广西 2005年起初步形成药店、便利店、药妆、健康广场等多种健康连锁店 开设了中医馆、诊所、体检中心等多种业态的健康连锁店
2009-2014年	增强昆明地区市场竞争力，完善省内不同地区连锁销售网络建设，扩大门店规模 进入电子商务领域，多元化社区健康服务生态圈初步建立； 2013年健之佳自营连锁门店数突破1000家
2015-2020年	2017年健之佳首次提交IPO申请，加大门店布局力度 2020年12月公司在上交所主板上市，以72.89元/股的价格募集资金净额8.75亿元用于新开门店建设、医药连锁信息服务项目、全渠道多业态营销平台建设项目 持续推进省内外门店扩张，2020年门店数突破2,000家
2021-2023年	2021年起加快实施“自建+并购”双轮驱动的门店扩张策略，2021年门店数突破3,000家 2022年8月公司完成对唐人医药的重大资产购买交易，获得唐人医药660多家门店，进军河北和辽宁。2022年公司门店总数突破4,000家

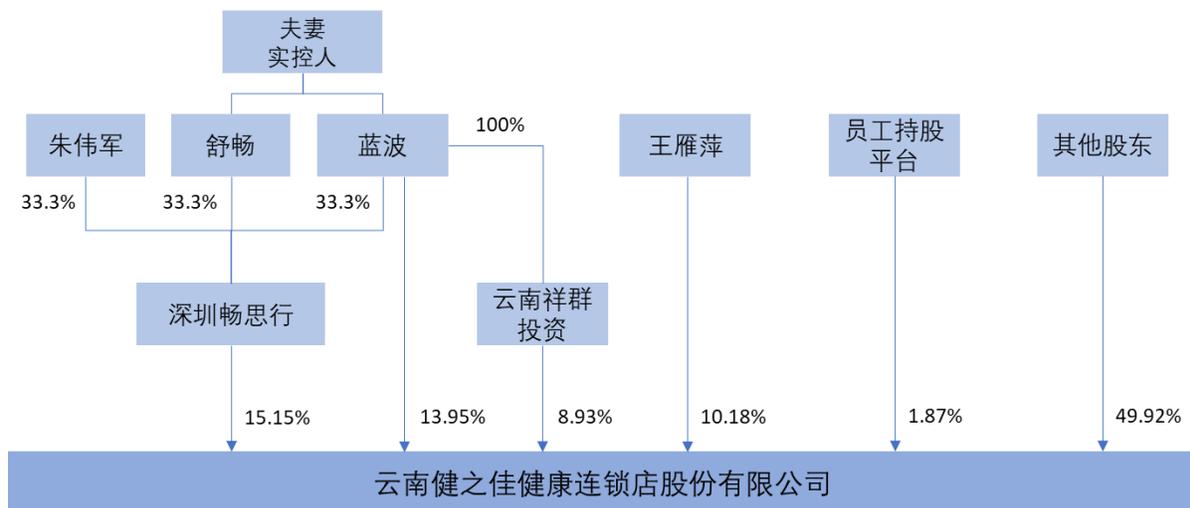
2023 年末，公司以 1.37 亿元自有资金收购重庆红瑞乐邦百年大药房 100% 股权，获得 190 家门店

资料来源：公司公告，太平洋证券整理

## (二) 股权结构清晰，大股东控制力强，股权激励目标明确

公司股权结构清晰，大股东控制力较强。公司实际控制人蓝波及一致行动人舒畅（其配偶）合计持股 33%，对公司拥有较强控制权。其中，蓝波直接持有上市公司 13.95% 股份，并通过深圳畅思行和和祥群投资间接持有公司 14% 股份，合计持股份额为 27.9%。截至 23 年 3 季度末，蓝波直接/间接持股中有 49.2% 的股份存在质押情况。

图表2：公司股权结构（截至 2023 年三季度）



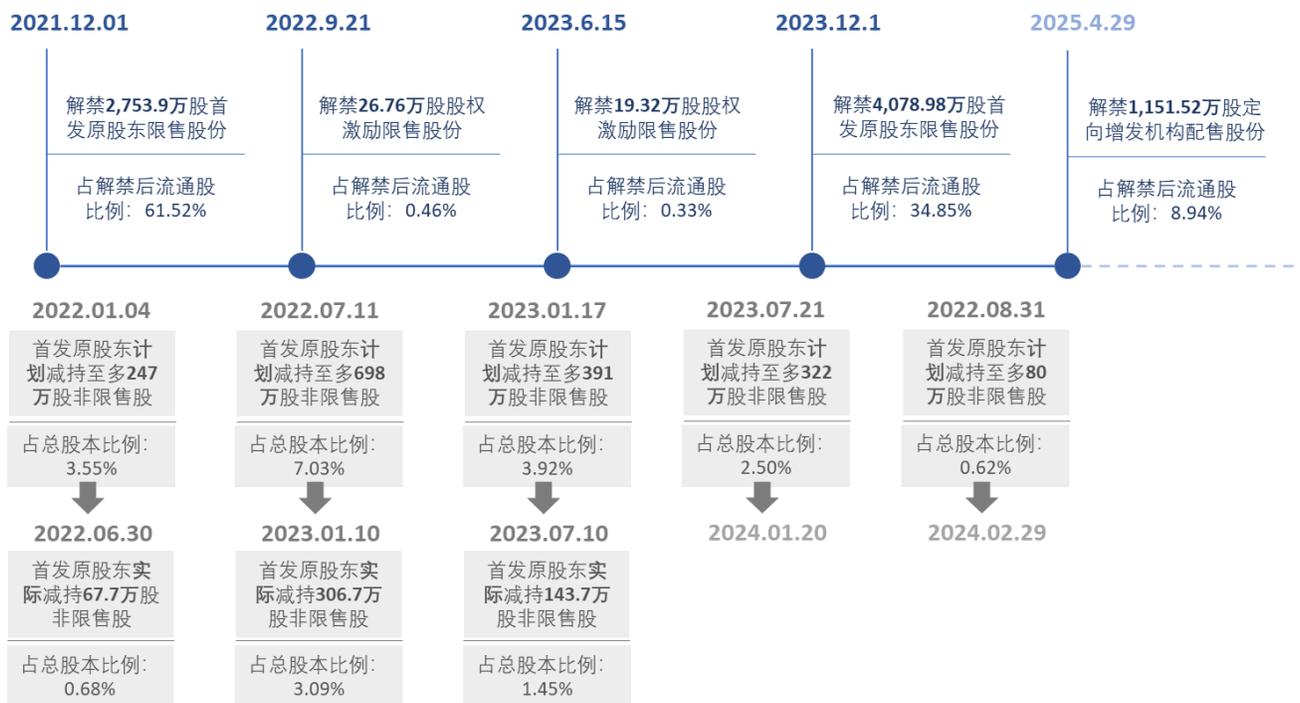
资料来源：公司公告，太平洋证券整理

公司股权激励安排合理有利于调动员工积极性。公司于 2021 年首次公布股票激励计划，授予限制性股票数量 625,820 股，占公司已发行股本总额的 1.00%，授予对象共 171 人，授予价格为 41.15/股。限制性股票分三年解锁，每年解锁比例为 40%/30%/30%。根据计划，股权激励的解锁条件为达到年度绩效考核指标：以 2020 年净利润为基数，2021/2022/2023 年的净利润增长分别不低于 20%/40%/65%（净利润指经审计的归属于母公司所有者的扣除非经常性损益后的净利润（合并报表口径））。目前，公司股权激励计划前两个限售期的解锁条件均已达成，2021 和 2022 年净利润同比增长均达到解锁条件，2023 年解锁条件大概率也能够达成。我们认为，股权激励目标体现了公司对于高速增长的信心，也有助于在绑定核心人员的同时有效调动其工作积极性。

后续限售股解禁对股价影响有限。目前公司尚余 1,180 万股待解禁，占总股本的 9.16%，其中主要一笔解禁 1,151.5 万股来自定向增发的机构配售股份将在 25 年 4 月末迎来解禁。此外，根

据历史原股东公布的减持计划及后续实际减持情况来看，实际减持股份数量占到计划的约 38.8%，目前已公布但尚未减持的股份比例较小（3.1%），且大股东尚未有继续减持的计划。

图表3：公司上市后股权解禁和减持情况



资料来源：Wind，公司公告，太平洋证券整理

### （三）管理层稳定，具备丰富行业经验

公司管理层稳定，行业经验丰富。公司董事长、总经理蓝波具备有丰富的企业管理经验，是海王星辰的早期创始人之一，曾经担任深圳海王星辰连锁药房有限公司财务总监、常务副总经理。公司财务总监、董事会秘书李恒具有资深的审计和会计背景，曾在多所会计师事务所包括八大之一的信永中和任审计高级经理。公司质量培训总监孙力具有专业的医学背景，曾为医院主治医生，专注于公司的质量培训。此外，公司多位高管拥有丰富的连锁超市或药店的运营管理，或是商品采购的工作履历，团队的专业技能和经验能够形成有效互补，让公司具备了稳健拓展的基础。

图表4：公司管理层简介

姓名	职务	任职日期	最新持股 (万股)	主要履历
蓝波	董事长、总经理	2004年9月	1382.88	1967年出生，硕士学历。曾任云南云兴股份有限公司办公室职员；昆明市经济贸易委员会包装技术协会办公室职员；云南铁路建设指挥部计财处统计科副科长；深圳海王药业有限公司产品经理；深圳海王星辰连锁药房有限公司财务总监、常务副总经理。
李恒	董事、董事会秘书、财务总监、副总经理	2016年2月	1.78	曾任云南同舟会计师事务所有限公司助理审计员，天一会计师事务所有限公司云南分公司助理审计员、业务人员，中和正信会计师事务所有限公司云南分公司专业技术部高级业务经理、审计四部部门经理，信永中和会计师事务所有限公司昆明分所审计高级经理，云南城港贸易有限公司副总经理。
胡渝明	副总经理	2016年1月	1.92	1966年出生，本科学历。曾任昆明供销社食品批发部经理；昆明金穗饭店商场经理；昆明粮贸公司副总经理兼金茂酒店副总经理、金苑商厦超市副总经理；昆明沃尔玛超市有限公司常务副总经理；福州沃尔玛超市有限公司长城店总经理；昆明沃尔玛超市有限公司集大店总经理；昆明百安居建材超市有限公司总经理；中国百安居建材超市有限公司中国区副总裁、华西区总经理；中国百安居建材超市有限公司中国区副总裁、华北区总经理；健之佳常务副总经理。
江燕银	副总经理	2018年1月	15.3	1970年出生，中技学历。曾任昆明轻工业机械厂职工；健之佳有限店长；健之佳有限区域经理；健之佳营运总监。
施艳春	电商事业部总经理、公司副总经理	2011年9月	18.62	1970年出生，专科学历。曾任云南健之佳连锁健康用品有限公司营业员、店长；云南健之佳药业有限公司采购品类经理、采购部负责人、采购部经理；云南健之佳健康连锁店股份有限公司总裁助理、采购部经理、产品开发部经理、广西分部副总经理。
金玉梅	总经理办公室主任、监事会主席	2017年10月	0.56	1976年出生，本科学历。曾任云南科工贸医药实业公司职员；云南健之佳连锁健康药房有限公司营业员、店长、区域经理；健之佳有限历任人事主管、人事部负责人、人力资源部副经理、人力资源部经理；2008年8月至今历任健之佳人力资源部经理、总经理办公室副主任、总经理办公室主任。
孙力	质量培训总监	2020年12月	0.91	1965年出生，本科学历；曾任四川省攀枝花市十九冶职工医院中医科主治医师；云南国济医院中医科中药房主治医生；2001年5月至今在健之佳历任医生、药师、店长、质量管理部药师督导、培训中心经理、培训中心总监助理、质量培训总监。
方丽	顾客服务部高级经理	2019年2月	0.35	1972年出生，高中学历。曾任云南会泽铅锌矿工人；连锁药房历任营业员、店长、区域经理、顾客服务部服务主管、顾客服务部负责人、顾客服务部副经理；健之佳全国顾客服务部经理。

资料来源：公司公告，太平洋证券整理

## 二、公司业务：内生+外延双轮驱动业绩高速增长

### (一) 公司收入和利润端保持同步快速增长

公司收入及利润在 2018-2023 年保持快速增长趋势。从收入端来看，公司营业收入从 2018 年的 27.66 亿元增长至 2022 年的 75.14 亿元，2018-2022 年营收 CAGR 达 28.4%，2023 前三季度实现营业收入 65 亿元，同比增长 38%。从利润端来看，公司归母净利润从 2018 年的 1.34 亿元增长至 2022 年的 3.63 亿元，2018-2022 年归母净利润 CAGR 同样为 28.4%，2023 前三季度实现归母净

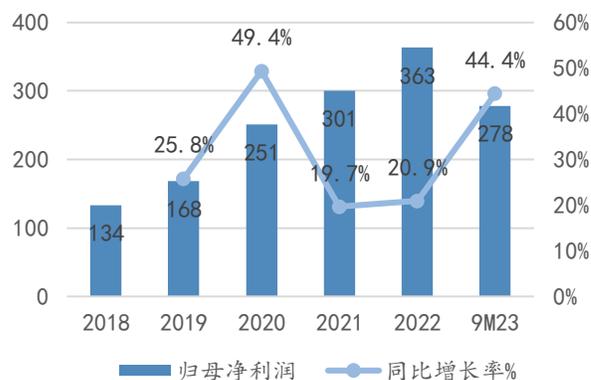
利润 2.78 亿元，同比增长 44.4%。2021-2022 年，药店行业整体受到全国多地疫情反复，四类药销售受限等影响，行业增速有所放缓，但公司仍表现出了较强的增长韧性。

图表5：公司收入保持快速增长趋势（百万元）



资料来源：公司公告，太平洋证券整理

图表6：公司归母净利润保持快速增长趋势（百万元）



资料来源：公司公告，太平洋证券整理

分经营类别占比来看，医药零售在 2023 年前三季度占到 90.2%，且增速相对便利零售和专业服务更快，2018-2022 年 CAGR 达到 28.4%。公司的便利零售业务板块收入占比为 4.7%，通过经营之佳便利店获得收入。截至 3Q23，公司的之家便利门店数量达到了 325 家，全部分布在云南地区。公司第三块业务收入来自为供应商开展商品促销服务、市场推广、仓储配送服务等商业服务和技术支持获得相应的商业服务收入，占比为 5.1%，也是公司盈利来源的重要补充。

图表7：医药零售业务增长速度相对较快（百万元）



资料来源：公司公告，太平洋证券整理

图表8：医药零售业务占收入比重达到九成（%）

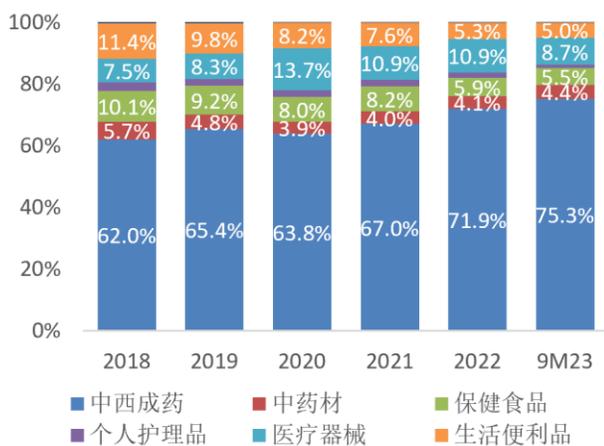


资料来源：公司公告，太平洋证券整理

分产品来看，公司主营业务收入的主要来源为中西成药，包括处方药和非处方药，其收入占

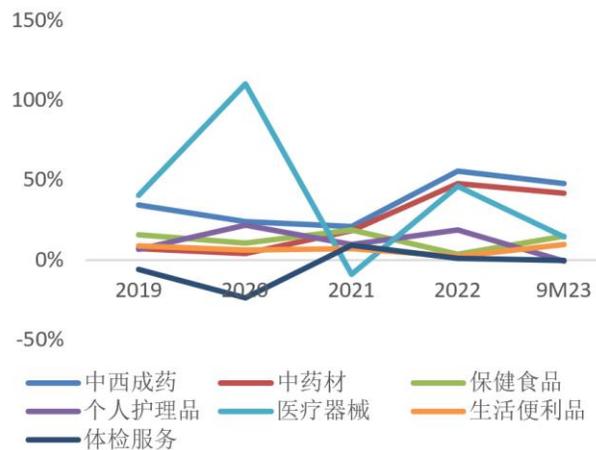
比最高且逐年提升，在 2023 年前三季度达到了 75.3%，收入达到 31.4 亿元，其中处方药和非处方药的比例为 48: 52。从增速来看，中西成药销售在 2023 年前三季度同比增长达 47.9%，比整体产品营收同比增长水平(38.8%)高出 9.1bps，2018-2022 年的复合增速也达到了 33.1%，比整体增速(28.3%)高出 4.8bps。从其他品类增速来看，中药材近年来增速也相对较高，23 年前三季度同比增长 41.8%，2018-2022 年 CAGR 为 18%；医疗器械受最近几年的疫情带来的口罩等相关防护物资销售的激增，2018-2022 复合增速相对较高，达到了 40.8%，23 年前三季度随疫情影响的逐渐消退增速有所放缓，同比达到 14.5%；健康食品 2018-2022 复合增速达到 12%，尽管 23 年下半年以来受到整体经济大环境和消费力下降的影响，公司健康品销售仍表现出较强的韧性，前三季度同比增长 15%；生活便利品的销售相对稳定，2018-2022 年复合增速为 6%，23 年前三季度销售同比增长 9.8%。

图表9：中西成药和中药材占比持续提升（%）



资料来源：公司公告，太平洋证券整理

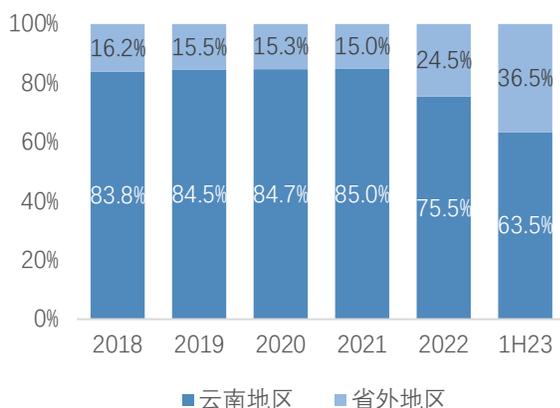
图表10：中西成药和中药材近年增速相对较快（%）



资料来源：公司公告，太平洋证券整理

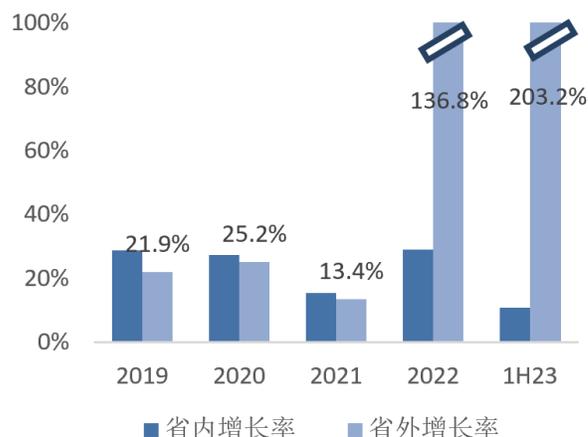
分地区看，云南省贡献主要营收，省外地区仍在早期扩张阶段。公司是云南省内规模第二大的医药连锁企业，但除昆明及云南省内已经布局的区域外，省外门店布局和市场占有率仍处于较低水平，收入规模较小，但具备较大的市场开拓空间。2018-2022 年，云南地区营业收入从 21.8 亿元增长到 53.3 亿元，复合增长率 25%。随着公司加大省外市场的投入力度逐渐加大，尤其是在 21 年底通过并购唐人医药进入冀辽市场，省外门店对收入增长贡献在 2022 和 2023 年得到显著的体现。2018-2022 年，健之佳省外营业收入从 4.2 亿元增长到 17.3 亿元，复合增长率高达 42.3%。到 23 年上半年，省外收入占比进一步提升至 36.5%。

图表11：省外收入占比随并购唐人医药显著提升



资料来源：公司公告，太平洋证券整理

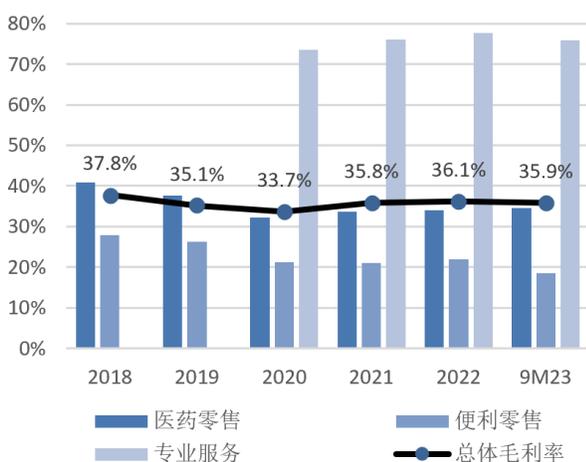
图表12：省外收入增长率随并购唐人医药显著提升



资料来源：公司公告，太平洋证券整理

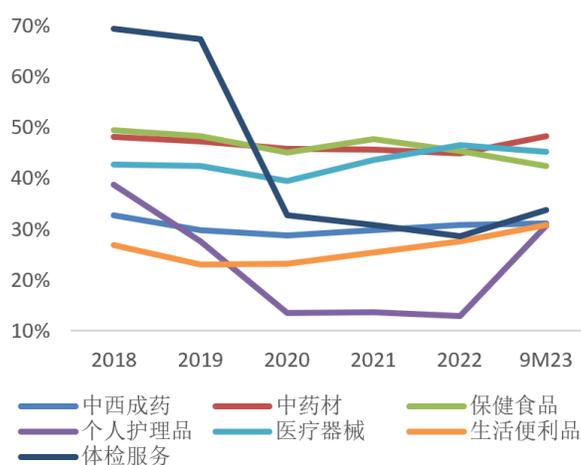
公司毛利水平相对平稳，扣非净利率有所下滑。2018-2020年，公司不同品类产品之间毛利率差异较大。从23年前三季度数据来看，中药材(48.2%)、医疗器械(45.3%)和保健食品(42.4%)的毛利水平相对较高，且在过去几年保持相对稳定。中西成药(31.2%)和生活便利品(30.8%)的毛利率有所改善。体检服务(33.8%)和个人护理品(30.7%)的毛利变动幅度相对较大。

图表13：公司2021年来毛利率保持相对稳定(%)



资料来源：公司公告，太平洋证券整理

图表14：多数产品品类毛利率保持稳中有升(%)

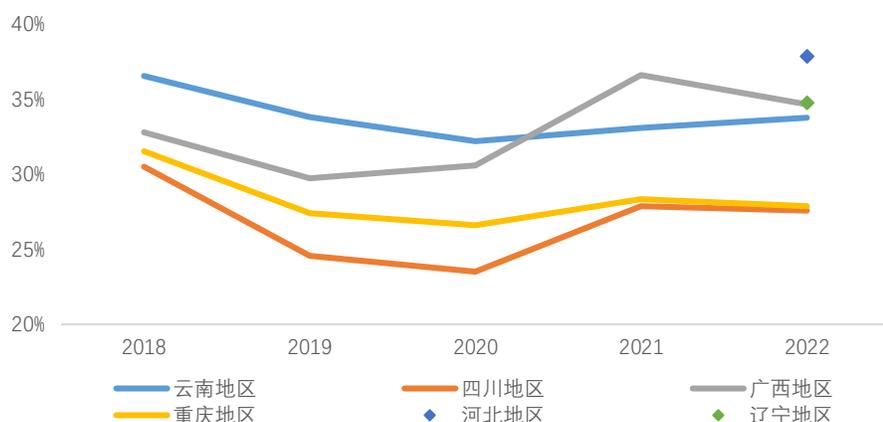


资料来源：公司公告，太平洋证券整理

分地区来看，公司运作较为成熟的市场中广西(34.7%)和云南地区(33.8%)的毛利水平相对较高，而四川(27.6%)和重庆(27.9%)相对较低，但毛利变化都相对平稳。公司新收购的门店所在的河北(37.95)和辽宁地区(34.8%)的毛利水平相对较高，一定程度上对公司整体毛利

的改善做出了贡献。

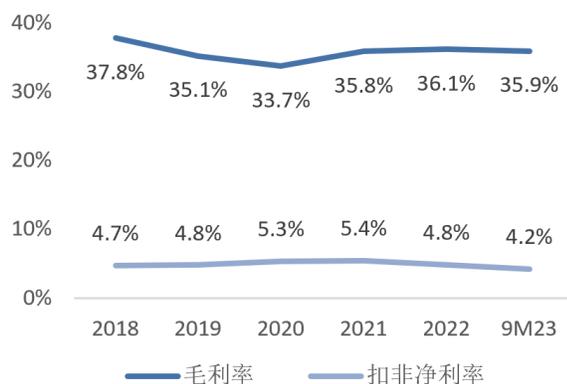
图表15：云南和广西地区毛利率相对较高（%）



资料来源：公司官网，太平洋证券整理

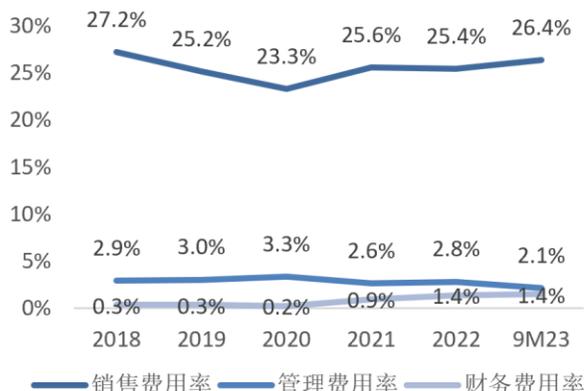
**销售和财务费用率略有上升。**从期间费用率来看，2018-2020年，销售费用率呈下降趋势，从27.2%下降至23.3%，但在2020年后呈现增长趋势，9M23销售费用回升至26.4%，主要由于一方面，2021年疫情相对稳定后公司增加了营销力度，且门店的增加和渠道扩展也带来相关销售支出的增长；另一方面，人工费用有所提升，公司加大投入培育员工和职业药师的专业化服务能力，提升用户的购买体验。管理费用率近年来保持稳定下降趋势，体现出了规模效应带来的费用改善。公司财务费用率从2018年的0.3%上升至9M23的1.4%，主要由于借款费用增加等因素。因此，总体来看在公司整体毛利率相对稳定的情况下，由于销售费用和财务费用率有所提升，公司近年来的净利率略有所下滑。

图表16：公司毛利率较为稳定但净利率有所下滑



资料来源：公司公告，太平洋证券整理

图表17：公司销售和财务费用率有所上升

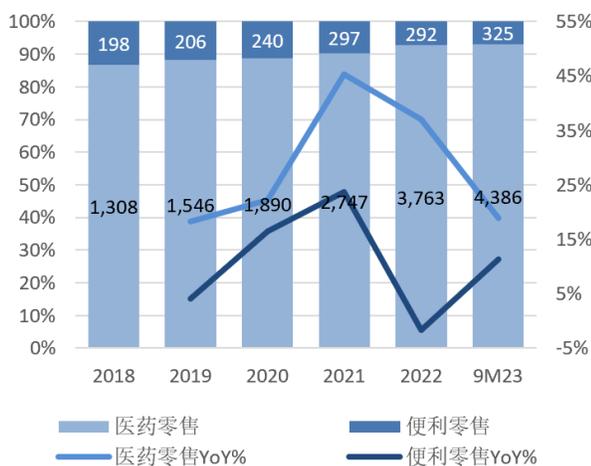


资料来源：公司公告，太平洋证券整理

## (二) 公司通过自建+并购快速扩大门店规模，助力业务高增长

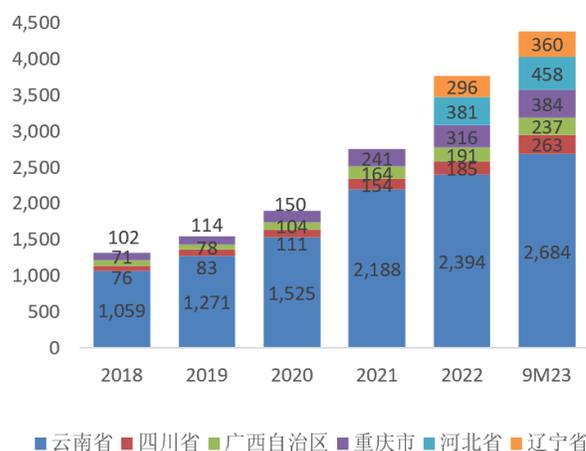
公司通过自建+并购在过去几年快速扩充门店数量，并打造了“零售药店+便利店”的独有模式。公司在发展早期借鉴美日医药和便利零售行业发展经验，通过“零售药店+便利店”的独特模式深耕医药及便利品零售市场，同时打造了定位“健康+专业+便利”的健之佳药店，以及“品质+时尚+快捷”的之佳便利店。截止 2023 年 9 月底，公司医药零售门店数量达 4,386 家，便利店门店数量达 325 家。自 2020 年上市募资以来，公司医药零售门店扩张速度明显加快。2020-2022 年，公司医药零售门店数量由 1,890 家增长至 3,763 家，年复合增速为 41.1%，2023 年预计继续增长 1,000 家以上。公司便利门店数量增长相对平稳，且全部位于云南省内，2018-3Q23 年公司便利店数量由 198 家增长至 325 家。从门店区域分布来看，公司医药零售门店已经进入了云南、四川、广西、重庆、河北、辽宁 6 个省份。截止 2023 年 9 月底，上述 6 个地区的医药零售门店数量分别为 2,684、263、237、384、458、360 家，省外医药零售门店占比随唐人医药并购的落地而迅速提升，而省内门店数量占比已由 2018 年的 81% 下降到了 3Q23 的 61%，我们预计接下来 1-2 年公司有望通过持续加大省外扩张来进一步降低对单一市场的依赖。从医药零售门店新建方式来看，公司全部采取“自建+并购”的直营模式，尚未开通加盟业务。

图表18：上市后公司医药零售门店数增长显著加快



资料来源：公司公告，太平洋证券整理

图表19：健之佳门店覆盖全国六个省份



资料来源：公司公告，太平洋证券整理

健之佳具备医保定点资格的门店数量占比较高，截至 23 年 9 月份医保门店占比达到了 90%。我们看到相较 22 年底，医保门店占比在 3Q23 有 6bps 的下滑，主要系 23 年公司门店快速扩张过程中，新建医药零售门店的医保定点资质需要时间获得批准。此外我们也观察到，随着健之佳门店数量的快速增长，其日均坪效（元/m<sup>2</sup>）依然保持稳定增长，从 2018 年的 36.3 提升至 9M23 的

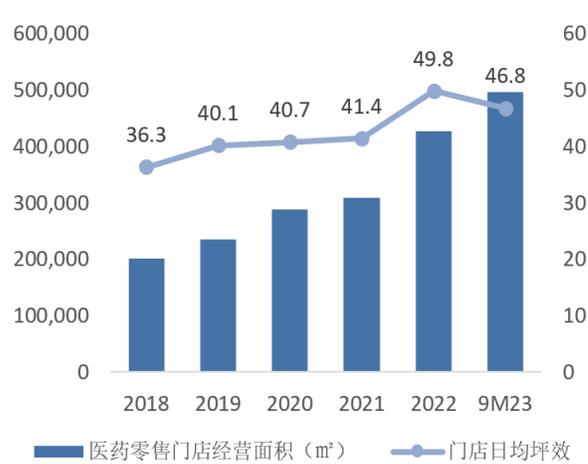
46.8，说明公司在门店选址和整合上取得了较好的效果。

图表20：获得医保定点资质门店数量占比约为 90%



资料来源：公司公告，太平洋证券整理

图表21：日坪效随经营面积提升稳定增长 (元/m<sup>2</sup>)



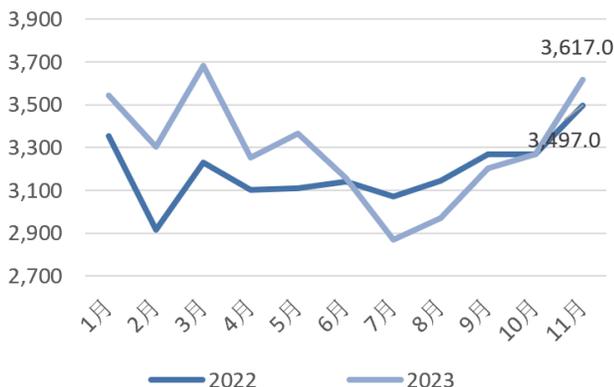
资料来源：公司公告，太平洋证券整理

### 三、 药店行业业绩持续改善，集中度提升和处方外流趋势不变

#### (一) 药店经营情况自去年四季度以来持续改善

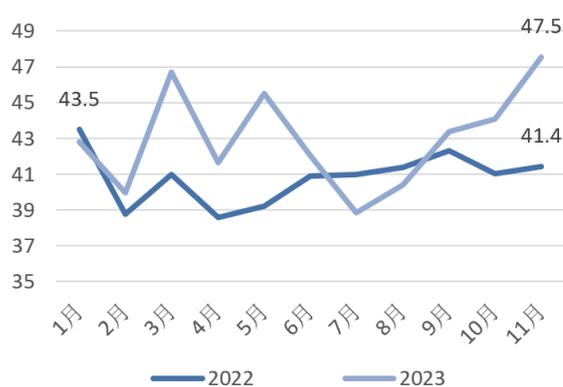
23年药店行业受到疫情期间超前囤药带来的去库存，以及门诊统筹切换时间差的影响，整体板块表现显著承压，各项经营指标于7月达到谷底。但我们也看到，去年四季度以来随着消费者购药需求逐步释放，流感的高发，以及门诊统筹药店业务的陆续开展，药店的经营数据呈现出了环比改善态势。根据中康瓴速发布的11月药店市场洞察报告，药店的总体经营情况从店均销售额和店均订单量来看都已超过去年同期水平。

图表22：日店均销售额已超过去年同期水平 (元)



资料来源：中康瓴速，太平洋证券整理

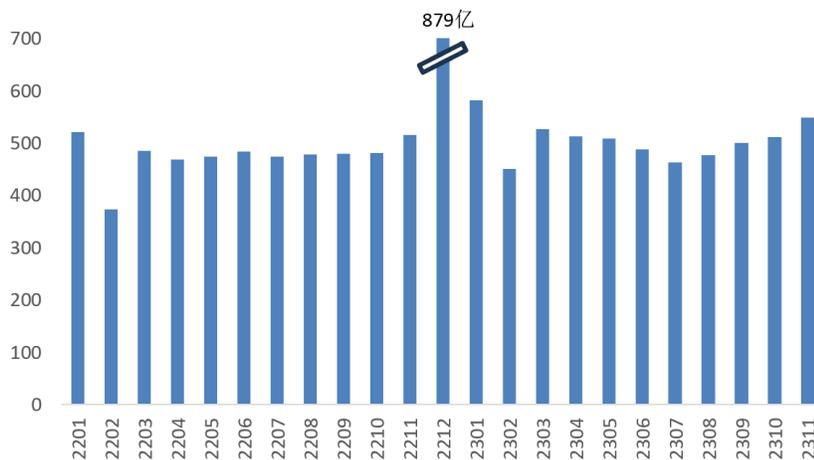
图表23：日店均订单量已显著高于去年同期 (单)



资料来源：中康瓴速，太平洋证券整理

反应到销售额上，自去年7月以来中国零售药店市场销售额环比持续提升（米内数据），且9-11月均已恢复同比增长，2023年全国实体药店市场累计零售规模为5570亿元，同比上涨6.3%，我们预计12月环比改善仍将持续。虽然12月的销售额受到去年同期疫情影响带来的高基数，同比会有所下降，但门诊统筹加速落地叠加年底流感带来的四类药销售激增，环比将继续保持增长，全年销售也大概率会与22年持平或略有上升。

图表24：中国零售药店市场销售额自23年7月以来呈逐月改善趋势（亿元）



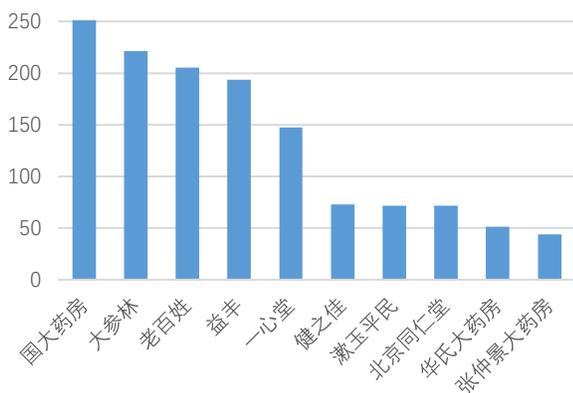
资料来源：米内网，太平洋证券整理

## （二）零售药店龙头将持续受益于集中度提升

中国零售药店在产业集中度和连锁化率方面的提升空间较大。零售业态的成长主要依赖门店的连锁扩张，除了门店数增加带来的直接收入增长和规模效应，强势的零售渠道可以依赖其市场地位和采购规模向上游获取更低的进价，从而提升利润率水平。因此对于头部零售药店而言，集中度提升意味着获得超出行业增速的超额收益。

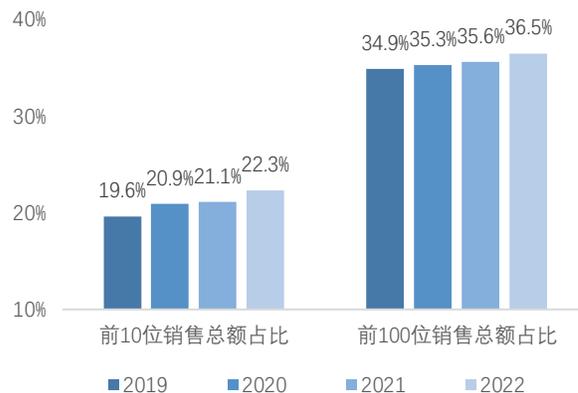
根据商务部指导意见，到2025年要培育5-10家规模超500亿元的专业化、多元化药品零售连锁企业，药品零售百强企业年销售额占药品零售市场总额65%以上；药品零售连锁率接近70%。而根据各家上市公司公告，目前销售规模排名第一的国大药房年收入达到了250亿元以上，但距离500亿销售目标仍相去甚远。此外，根据商务部发布的《2022药品流通行业运营统计分析报告》的统计，中国销售总额排名前10/前100的连锁药房于2022年分别达到了22.3%和36.5%，距离百强占比的目标有30%左右的差异，且相较美国和日本更是具有充足的提升空间。从CR3数据来看，美国和日本分别达到了77%和32%，遥遥领先中国的12%。而从门店数上来看，7家上市连锁药房的总门店数也只占到了全国药房总数的约8%（2022年），还有很大的扩张空间。

图表25：国大药房以258亿销售排名第一（亿元）



资料来源：商务部，太平洋证券整理

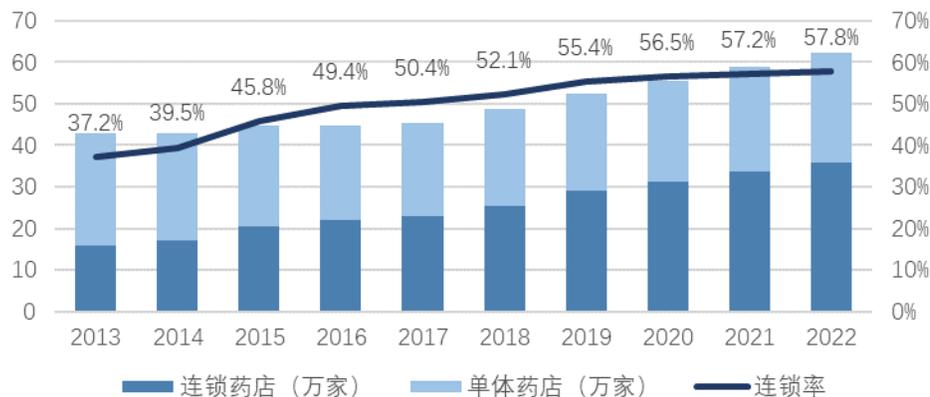
图表26：头部连锁药房集中度有望进一步提升



资料来源：商务部，太平洋证券整理

近年来，中国药店的连锁化率持续提升，到2022年达到了57.8%。我们也看到政策继续鼓励连锁药店发展，推动行业集中度提升，强者恒强趋势不变。一方面医药改革政策对于药店的执业药师、等级等方面做出更高要求，提高了药店的经营门槛，小型药店利润被进一步压缩而逐渐退出市场。另一方面，优秀的连锁药店头部企业通过自建、并购等方式快速扩张规模，市场份额和上游议价能力提升明显。我们认为，零售药店纳入门诊统筹将继续强化集中度提升的逻辑。因为（1）申请门诊统筹资质需要一定的门槛，（2）能够满足门诊统筹联网的直接医保结算的模式，头部企业在院边店，DTP，双通道药房方面都有提早布局，具备更好的专业化药店资质，很符合门诊统筹的申请资质。头部药店将会率先受益。相反的，大量不符合规范，系统成熟度较低，品种和进价缺乏优势的中小药房的生存空间会被进一步压缩，或关门停业，或是被大型连锁整合。

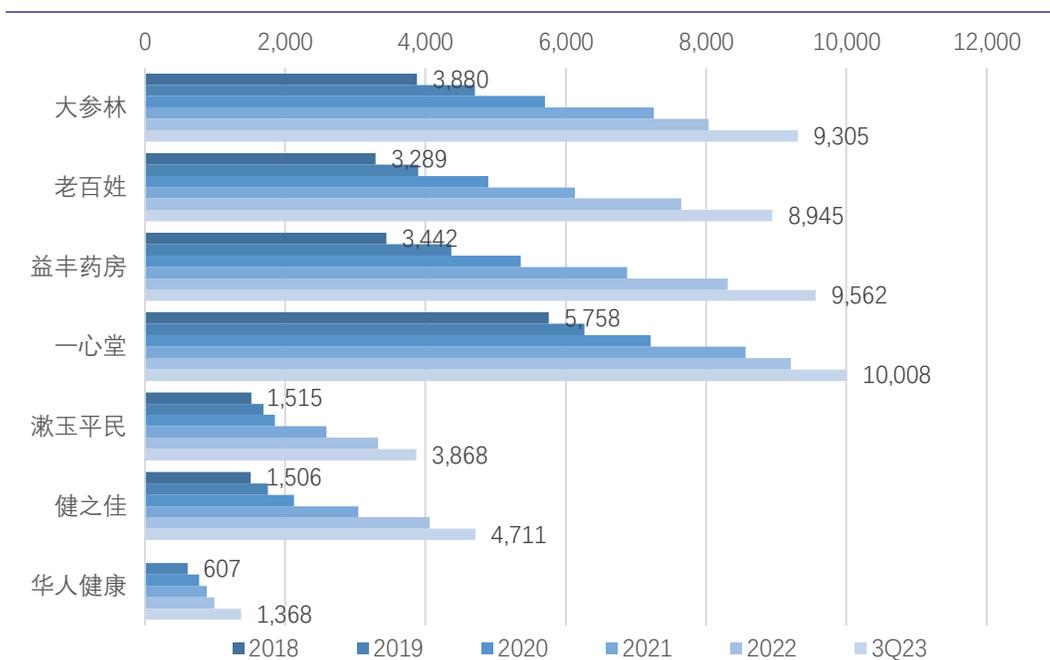
图表27：零售药店连锁率稳步提升（万家）



资料来源：米内网，太平洋证券整理

中国连锁药店行业经历了一轮的拓展潮后，于 2022 年正式迈入万店时代。药店一般通过自建和并购的方式在一二线城市和重点区域进行门店扩张，同时部分头部药店近年来更多会采用加盟的方式在三四线城市进行延伸。自 2018 年以来，自营门店绝对数量增长最快的是益丰药房，达到了 6,120 家；增长率最高的是健之佳，3Q23 的门店数量达到了 2018 年的 3.1 倍。几大连锁药店基本上都形成了高效复制、跨省经营的实力。

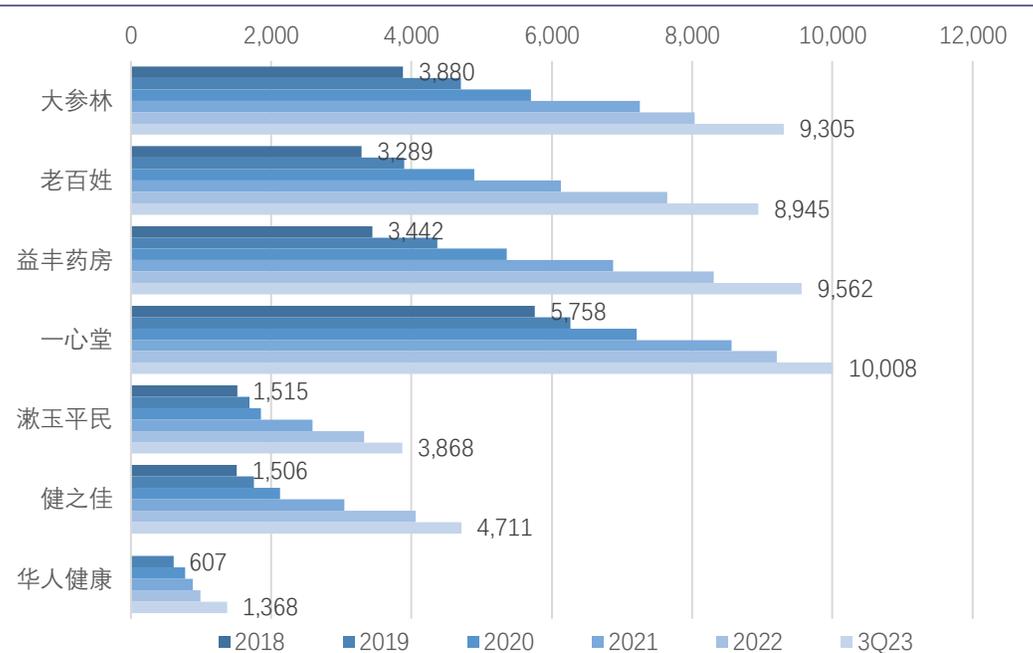
图表28：中国上市零售药店自营门店逐年扩张（2018-3Q23）



资料来源：各公司公告，太平洋证券整理

加盟店方面，老百姓目前拥有的加盟店数量在上市药房中最多，达到了 4,120 家，这也是因为其较早在 2016 年即推出了药房加盟业务，在空白区域以加盟方式进行版图扩张。与此同时，虽然大参林在 2019 年才开放加盟业务，但近两年时间在弱势区域迅速布局直营式加盟店带动门店数的快速增长以及加盟及分销业务收入的大幅提高，加盟业务增长速度最快。

图表29：中国上市零售药店加盟店快速扩张（2018-3Q23）

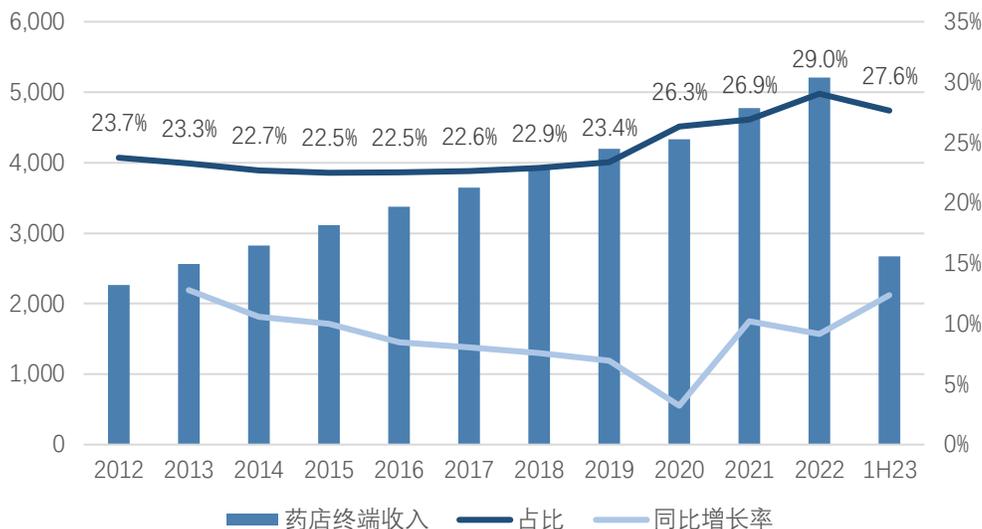


资料来源：各公司公告，太平洋证券整理

### （三）门诊统筹大范围推进叠加处方流转平台落地将加速处方外流

2019年以来随着药占比，零加成，集采，双通道，慢病长处方等政策落地，药店的重要性持续提升，到2022年药房终端贡献了整体药品市场近29%的销售，处方药零售占比约16%。但从目前情况来看，处方仍集中在公立医院，整体流出速度仍较为缓慢。一方面，药品处方权能给医院带来稳定的患者量，且医院对供药企业有付款账期，账上能始终保有一定的流动性。另一方面，医生端的责任和利益问题尚未得到有效的解决：医保局对于集采使用量有明确的规定和考核，医生在开方时也需要尽量完成相关的指标，如果直接将处方外流到院外药房，集采目标都很难达成。再者，医生目前仍能从处方权中获益，但外配处方一定程度上需要承担更多用药安全方面的责任，缺乏将处方流转到店外的动力。

图表30：药店在全国药品终端销售收入中占比达到接近三成（亿元）



资料来源：米内网，太平洋证券整理

**药店开通门诊统筹资质有望在短期快速提升门店处方药销售。**随着 2023 年 2 月国家医保局发布了《关于进一步做好定点零售药店纳入门诊统筹管理的通知》，定点药店逐步被纳入门诊统筹管理，多省也随之出台具体细则，大批药店成为门诊统筹定点药店。我们认为该政策总体上利好药房，本次改革前在定点药店购买药品时只能使用个人账户，而改革后，凭医疗机构的外配处方到具备门诊统筹定点资质的药店购药，即可对医保目录内的药品进行统筹报销，可以很大程度上缓解此前个账改革给药房带来的客流下滑和消费力下降的影响。根据我们的统计，截至 23 年末全国已有 27 个省/直辖市出台相关文件明确推进定点零售药店纳入门诊统筹管理，并已公布统筹药店的具体名单。头部连锁药房凭借规范经营和专业性较强的优势能够更好地享受门诊统筹带来的医保消费增量，同时基于完善的医保系统能够在门诊统筹联网直接结算上也拥有先发优势。

然而，药店门诊统筹的开通和执行情况在各省存在较大差异。湖北、湖南、江苏、江西、山东、山西、广西、上海等地的门诊统筹政策目前相对宽松，在上述地区开通门诊统筹情况较好的零售药房有望在短期更快受益。

- 通过互联网医院开方是目前药店解决处方来源的主要方式。对统筹药店而言，当地医保局同意对互联网处方进行统筹报销将吸引大量患者在药店进行处方药的购买，带来显著的客流和销售增量。目前湖南、湖北、江西、江苏、山西、山东、广西等省份已有地市认可将互联网处方用于统筹药店的购药和医保报销。
- 支付标准（起付线，封顶线和报销比例）决定着各地药店销售增量的大小。据我们统计，

有 23 个省份公布了门诊统筹药房的医保支付标准，其中大部分与一级或基层医疗机构的报销标准相同。起付线方面，大部分地区都在 500 元以下，也有像长沙，武汉等地未设置起付线。报销比例方面，大部分执行基层医院报销标准的地区统筹报销比例相对较高，尤其是湖北、上海、浙江、山东等地有部分地市的报销比例达到了 80% 及以上。报销限额方面，除部分城市不设封顶线，多数城市则设定了从几千元到万余元不等的额度上限，多数区域的额度较为宽松。

截至 3Q23，大参林/老百姓/益丰/一心堂/健之佳的直营门店中已落地门诊统筹门店数分别达到 913/2,893/3,800/735/304 家。综合各家布局省份和各省门诊统筹执行情况可知，老百姓和益丰目前不但推进的速度更快，且已布局的省份目前也更具备医保支付上的优势。一心堂、健之佳、漱玉平民和华人健康门店集中在少数省份，今年政策边际改善有望带来统筹收入显著提升。如健之佳收购唐人医药后已经逐步在当地开通门诊统筹资格，在云南地区也在积极推进资质的申请。

图表31：各省药店门诊统筹执行政策标准统计

门诊统筹执行标准	省份
政策较宽松	湖北、新疆、上海、西藏、湖南、辽宁、浙江、山东、云南、安徽、江苏、海南、广西
政策中性	江西、河北、陕西、内蒙古、贵州、甘肃、吉林、黑龙江、山西
政策偏紧	四川、广东
暂未明确支付标准	北京、天津、福建、河南、重庆、青海、宁夏

资料来源：医保局，太平洋证券整理

图表32：上市连锁药房业务覆盖省份（截至 3Q23）

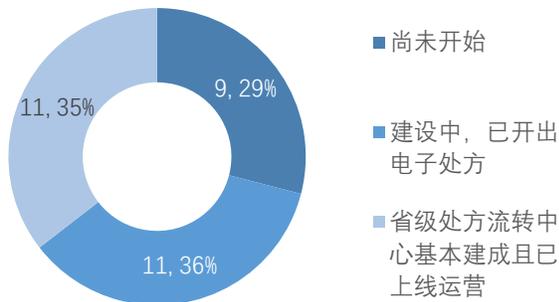
公司名称	覆盖省份数量	优势省份
大参林	19	广东、广西、河南、黑龙江
老百姓	20	湖南、湖北、广西、天津、内蒙古、江苏、山西、浙江
益丰	10	湖南、湖北、江苏、江西、上海
一心堂	10	云南、四川、广西
健之佳	6	云南
漱玉平民	6	山东
华人健康	3	安徽

资料来源：医保局，太平洋证券整理

处方流转中心的落地和应用将在中长期更好帮助药店获得院内门诊的流量。我们看到 23 年以来各地处方流转平台的建设有明显的加速态势，安徽、重庆、浙江、广东等地纷纷出台更为细致的方案加速推进医保电子处方流转应用工作的实施。此外，更有地方出台文件（如中山）明确要求医疗机构上传电子处方至电子处方中心。据不完全统计，截至 23 年底全国 20 余省市已开启/完成了省级处方流转平台建设工作，其中湖南省、江西省、湖北省等约 11 个省市处方流转平台已初步建成并实现了医院与药店的对接，电子处方已经实现从医院到药店的流转。我们预计 24 年将会是处方流转中心的落地年，各地将出台更多工作实施方案来进一步提高处方流转平台的使用量。据米内网数据，2022 年公立医院的药品销售规模为 11.08 万亿元，门诊药房的收入占整体公

立医院销售规模的约 40%左右，我们预计 2024-2026 年药房承接处方外流规模增量能达到 251/388/533 亿元，总增量超千亿元，基于以下假设：（1）门诊药品收入中有 50%的量能够最终外流到线下药房终端销售，（2）2023 年由于疫后院内诊疗恢复带来 10%左右的增长，并在随后几年保持 3%左右的稳定增长，（3）处方外流率从 2023 年起每年提升 5%。

图表33：省级处方流转平台建设情况汇总



资料来源：医保局，太平洋证券整理

图表34：处方外流带来的药品销售增量测算（亿元）

处方外流增量预测（中性假设）	2022	2023E	2024E	2025E	2026E
公立医院药品销售规模（亿元）	11,083	12,191	12,557	12,934	13,322
公立医院药品终端年平均增速		10%	3%	3%	3%
门诊药房收入占比		40%	40%	40%	40%
<b>可外流处方规模总量</b>	<b>4,877</b>	<b>5,023</b>	<b>5,174</b>	<b>5,329</b>	
2024-26处方外流率年均提升5%		5.0%	10.0%	15.0%	20.0%
流入线下药房比例		50%	50%	50%	50%
<b>药房承接处方外流规模（亿元）</b>	<b>122</b>	<b>251</b>	<b>388</b>	<b>533</b>	
<b>2024-26处方外流总增量（亿元）</b>				<b>1,172</b>	

资料来源：米内网，医保局，太平洋证券整理

## 四、投资看点：规模化扩张和全渠道发展带动收入盈利双增

### （一）公司具备较高业绩增长弹性，盈利性有望继续改善

从规模来看，健之佳 23 年前三季度的销售规模在 7 家上市连锁药房中排名第六，门店数排名第五。但相比于其他上市连锁，公司的经营业绩增速更快，且发展空间大。2019-2022 年，公司的直营门店数、营业收入和归母净利润的复合增速分别为 32.3%、28.7%、29.3%，均处于行业领先地位，其中门店复合增速为 7 家当中最高。与此同时，公司 23 年前三季度收入（+38% YoY）和利润（+44.4% YoY）的同比增速也是同业中最高。展望未来，公司在营收、利润以及门店数的规模上仍将大力追赶第一梯队的连锁药房，在保持门店快速扩张的预期下（24 年预计增加 1,000+门店），我们认为健之佳的经营业绩仍有望保持快速增长。

图表35：上市连锁药房主要经营数据对比（一）

主要指标 (亿元)	603233.SH	603883.SH	603939.SH	002727.SZ	301017.SZ	605266.SH	301408.SZ
	大参林	老百姓	益丰药房	一心堂	漱玉平民	健之佳	华人健康
门店数 (自营)	9,305	8,945	9,562	10,008	3,868	4,711	1,368
CAGR (19-22)	19.6%	25.2%	23.9%	13.7%	25.4%	32.3%	17.8%
直营门店日均坪效 (元/m <sup>2</sup> )	77.4	58.0	55.2	39.2	49.0	41.4	40.4
3Q23营业收入	177.2	160.4	158.9	128.1	65.3	65.0	26.8
同比增速	19.6%	16.4%	19.0%	6.5%	24.5%	38.0%	19.7%
CAGR (19-22)	24.0%	20.0%	24.6%	18.5%	31.2%	28.7%	28.9%
3Q23归母净利润	11.7	7.2	10.0	6.9	1.6	2.8	0.9
同比增速	27.2%	17.5%	21.3%	1.3%	24.5%	44.4%	28.8%
CAGR (19-22)	13.8%	15.6%	32.5%	18.7%	27.3%	29.3%	45.7%
9M23毛利率	37.1%	32.5%	39.5%	33.1%	30.1%	35.9%	31.6%
9M23销售费用率	22.0%	20.9%	25.5%	23.4%	21.4%	26.4%	22.1%
9M23管理费用率	4.9%	4.4%	4.4%	2.6%	3.3%	2.1%	4.6%
9M23净利率	6.9%	5.3%	7.1%	5.4%	2.4%	4.3%	3.3%
加权ROE (2022)	17.9%	12.7%	15.8%	14.5%	11.6%	17.9%	18.5%

资料来源：各上市公司公告，太平洋证券整理

从盈利指标来看公司,公司的综合毛利率于2021年起已高于可比公司的平均水平,且在2022和23年前三季度均高于同样以云南为大本营的一心堂,但仍低于行业龙头益丰和大参林。我们认为公司毛利率仍存在较大提升空间,随着公司业务规模进一步扩大,对上游供应商的议价能力会逐渐增强,尤其在四川和重庆等市占率较低的非优势地区,随着公司经营的扩大和成熟度的提高,毛利率有望持续改善。此外,公司在销售费用率和财务费用率方面也有提升空间。销售费用方面,公司近几年随着不断拓展新店,人员成本和经营成本(房屋租赁、水电)快速上升,同时线上线下全渠道销售规模的提升导致第三方平台服务费随之快速增长,在费率方面也高于可比公司。财务费用方面,公司为支持物流中心建设和唐人医药并购所增加的长期借款及长期应付款大幅提升,导致利息支出增加。我们认为,销售费用率有望随新建门店的成熟和规模效应的产生而逐渐改善,而财务费用方面有望通过资产负债率的优化而改善。

图表36：上市连锁药房主要经营数据对比（二）

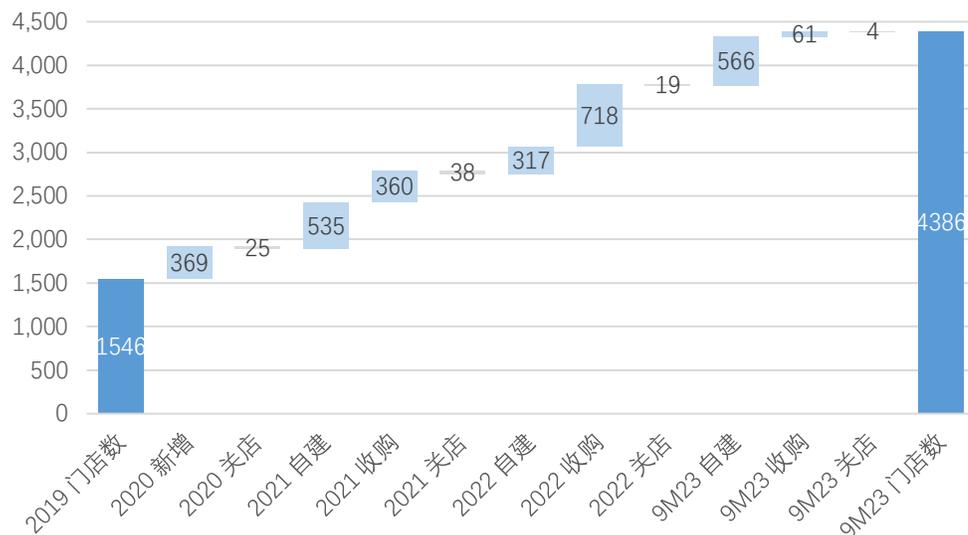
指标	公司对比	2018	2019	2020	2021	2022	3Q23
综合毛利率	老百姓	35.2%	33.6%	32.1%	32.1%	31.9%	32.5%
	益丰药房	39.7%	39.0%	38.0%	40.3%	39.5%	39.5%
	大参林	41.6%	39.5%	38.5%	38.1%	37.8%	37.1%
	一心堂	40.5%	38.7%	35.8%	37.0%	35.0%	33.1%
	漱玉平民	36.2%	33.3%	30.1%	28.5%	28.6%	30.1%
	平均值	<b>38.7%</b>	<b>36.8%</b>	<b>34.9%</b>	<b>35.2%</b>	<b>34.6%</b>	<b>34.5%</b>
	健之佳	37.8%	35.1%	33.7%	35.8%	36.1%	35.9%
销售费用率	老百姓	22.8%	21.6%	20.3%	20.8%	19.3%	20.9%
	益丰药房	27.4%	26.1%	24.6%	26.5%	24.5%	25.5%
	大参林	28.1%	26.0%	23.8%	25.5%	24.3%	22.0%
	一心堂	26.7%	27.0%	24.1%	25.4%	23.4%	23.4%
	漱玉平民	26.4%	25.1%	20.1%	22.0%	20.5%	21.4%
	平均值	<b>26.3%</b>	<b>25.2%</b>	<b>22.6%</b>	<b>24.0%</b>	<b>22.4%</b>	<b>22.6%</b>
	健之佳	27.2%	25.2%	23.3%	25.6%	25.4%	26.4%
管理费用率	老百姓	4.8%	4.8%	4.7%	4.6%	5.5%	4.4%
	益丰药房	3.9%	4.3%	4.2%	4.4%	4.7%	4.4%
	大参林	4.7%	4.7%	4.8%	5.8%	5.6%	4.9%
	一心堂	4.3%	4.1%	4.0%	2.8%	2.6%	2.6%
	漱玉平民	3.1%	3.0%	2.7%	3.0%	2.7%	3.3%
	平均值	<b>4.2%</b>	<b>4.2%</b>	<b>4.1%</b>	<b>4.1%</b>	<b>4.2%</b>	<b>3.9%</b>
	健之佳	2.9%	3.0%	3.3%	2.6%	2.8%	2.1%
财务费用率	老百姓	0.4%	0.6%	0.4%	1.2%	1.2%	0.9%
	益丰药房	0.2%	0.4%	0.3%	0.7%	0.5%	0.4%
	大参林	0.4%	0.3%	-0.1%	1.0%	1.0%	0.9%
	一心堂	0.5%	0.2%	0.0%	0.7%	0.6%	0.3%
	漱玉平民	0.0%	0.0%	0.1%	0.5%	1.0%	1.4%
	平均值	<b>0.3%</b>	<b>0.3%</b>	<b>0.2%</b>	<b>0.8%</b>	<b>0.8%</b>	<b>0.8%</b>
	健之佳	0.3%	0.3%	0.2%	0.9%	1.4%	1.4%
扣费净利率	老百姓	4.4%	4.1%	3.9%	3.6%	3.6%	4.0%
	益丰药房	5.5%	5.2%	5.6%	5.6%	6.2%	6.1%
	大参林	5.7%	6.2%	7.0%	4.3%	4.7%	6.6%
	一心堂	5.5%	5.6%	5.9%	6.2%	5.7%	5.3%
	漱玉平民	4.1%	2.9%	5.0%	1.9%	2.8%	2.5%
	平均值	<b>5.1%</b>	<b>4.8%</b>	<b>5.5%</b>	<b>4.3%</b>	<b>4.6%</b>	<b>4.9%</b>
	健之佳	4.7%	4.8%	5.3%	5.4%	4.8%	4.2%

资料来源：各上市公司公告，太平洋证券整理

## （二）门店数保持快速扩张驱动业绩持续稳定高增长

健之佳自 2020 年底上市以来通过自建+并购实现门店数的快速扩张，医药零售门店总数由 2019 年的 1546 家提升至 2023 三季度末的 4386 家。公司在 2020 年由于疫情原因，对外扩张速度受到影响，但在 2021-22 年自建和并购项目数显著提升，尤其是在 2022 年 8 月底完成对唐人医药的收购给公司带来了 659 家新增门店（唐山 204 家、秦皇岛 167 家，辽宁省 288 家），同时进军辽宁与河北两大市场。23 年底，公司公告了对重庆红瑞乐邦百年大药房的收购协议，将获得其在重庆渝西及渝东北区域的 190 家门店，属于健之佳战略布局目标区域。本次股权收购完成后，健之佳在重庆地区的门店规模突破 500 家，对健之佳快速拓展重庆地区的门店规模、加密门店布局、和进驻新区县具有一定战略意义。

图表37：健之佳新增医药零售门店数近年来显著增加



资料来源：公司公告，太平洋证券整理

我们梳理了近年来上市连锁药店所披露的主要并购案例，观察到健之佳近年来的收购标的估值无论是市销率（PS）还是市盈率（PE）整体上都低于几家头部连锁的平均水平，如健之佳所收购标的的 PS 平均上达到 0.9 倍，低于总体平均的 1.0 倍；标的 PE 为 20 倍，低于整体平均的 28.1 倍，价格较为合理。我们也观察到，最近一段时间以来收购标的的估值水平有下降趋势，一定程度上来自门诊统筹推进过程中大量中小连锁或单体企业逐渐失去竞争优势，同时价格压力的持续提升也在加速行业出清的过程。

图表38：上市连锁药房主要收购情况梳理

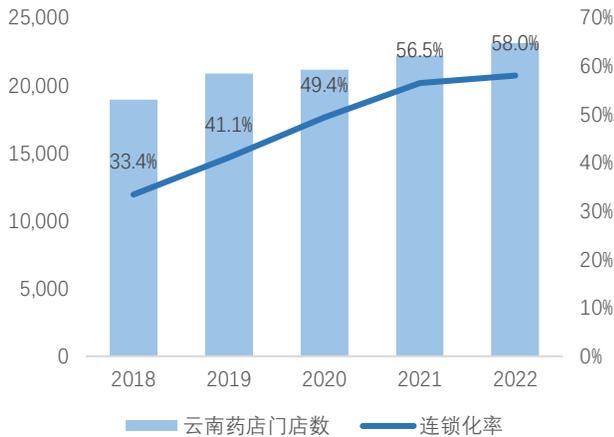
公司	交易金额 (万元)	收购标的	交易披露时间	PS估值	PE估值
健之佳	13,679	重庆红瑞乐邦仁佳大药房连锁有限公司100%股权	2023年12月末	0.54	21.0
	7,148	重庆佰瑞大药房有限公司100%股权	2022年3月末	0.73	18.5
	207,350	河北唐人医药连锁有限公司100%股权	2021年12月末	1.41	24.3
	9,633	普洱佰草堂优选医药有限公司100%股权	2021年10月末	0.82	15.9
	4,183	平果誉佳医药连锁有限公司100%股权	2021年5月末	1.01	-
	4,425	玉溪江川区星云大药房连锁经营有限公司100%股权	2021年2月末	0.84	-
<b>平均值</b>				<b>0.9</b>	<b>19.9</b>
国药一致	186,000	成大方圆100%股权	2020年7月	0.84	-
大参林	3,000	重庆万家燕大药房15%股权	2023年11月末	0.68	68.3
	12,747	南通市江海大药房连锁有限公司51%股权	2019年7月末	1.14	24.1
	7,425	保定市盛世华兴医药连锁有限公司46%股权	2019年3月末	0.87	-
益丰	11,900	唐山市德顺堂医药连锁有限公司重组后新公司70%股权	2022年5月末	0.89	49.9
	20,400	湖南九芝堂医药有限公司51%股权	2021年12月末	0.68	47.5
	13,250	江苏市民大药房连锁有限公司53%股权	2018年6月末	-	19.2
	14,280	上海上虹大药房连锁有限公司51%股权	2018年6月末	-	20.9
	138,359	石家庄新兴药房连锁有限公司86.31%股权	2018年3月末	1.77	24.7
老百姓	12,400	安徽为百姓大药房医药连锁有限公司80%股权	2023年3月	0.93	15.9
	3,626	镇江华康大药房连锁有限公司35%的股权	2021年3月末	0.93	-
	163,719	湖南怀仁大健康产业发展有限公司71.9643%股权	2021年9月末	1.62	22.8
	142,800	河北华佗药房医药连锁有限公司51%股权	2021年4月末	1.69	22.4
	10,428	泰州市隆泰源医药连锁有限公司49%的股权	2021年3月末	1.24	-
	6,899	江苏百佳惠苏禾大药房连锁有限公司49%的股权	2021年3月末	0.87	-
	68,000	赤峰人川大药房连锁有限公司100%股权	2020年11月末	1.55	23.4
一心堂	10,500	海南源安隆药品超市连锁有限公司100%股权	2023年12月末	1.05	19.1
	3,900	山西百姓药业连锁有限公司100%股权	2021年2月初	0.69	7.6
漱玉平民	56,038	辽宁天士力100%股权（已终止）		0.80	39.1
	15,448	济南平嘉60%股权（已终止）	2023年3月末	0.87	19.5
	28,800	齐河泰耀企业管理有限公司100%股权	2021年9月末	0.94	51.4
华人健康	19,500	马鞍山曼迪新大药房连锁有限公司51%股权	2023年4月末	1.01	45.6
	11,220	舟山里肯60%股权	2023年6月末	1.04	17.6
<b>平均值</b>				<b>1.0</b>	<b>28.1</b>

资料来源：Wind，公司公告，太平洋证券整理

### （三）省内差异化竞争，省外扩张加速，新市场开拓潜力较大

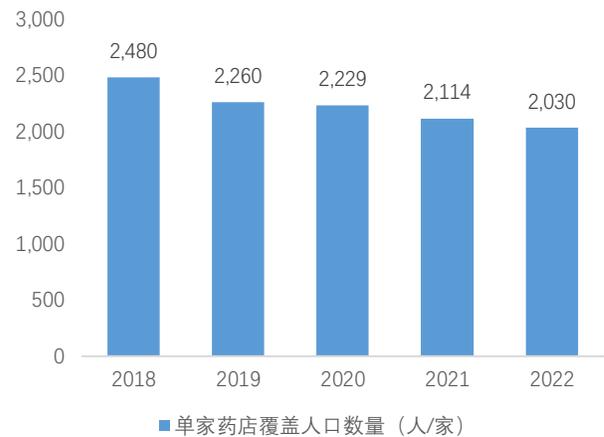
省内方面，健之佳在云南地区已经积累了较高的品牌口碑和影响力，在米内网公布 2022-2023 年度中国连锁药店综合实力百强榜中列全国第 9，在云南地区 and 一心堂一同形成了两大连锁品牌为主导的行业竞争格局，在米内网“2022-2023 年度中国云南省连锁药店 20 强”中一心堂位列第一，健之佳位列第二。根据云南省 2022 年国民经济和社会发展统计公报以及国家药监局数据统计，2022 年云南省的零售药店门店总数达到 23,117 家，同比上涨 4.2%，占全国药店总数的 3.7%。云南地区药店的连锁化率为 58%，和全国水平（57.8%）相当。据国家统计局数据，云南省 2022 年人口总量达到 4,693 万人，平均每家药店服务 2,030 人，低于全国平均水平（2,265 人/家）。

图表39：健之佳 vs 一心堂云南省内门店扩张情况



资料来源：公司公告，太平洋证券整理

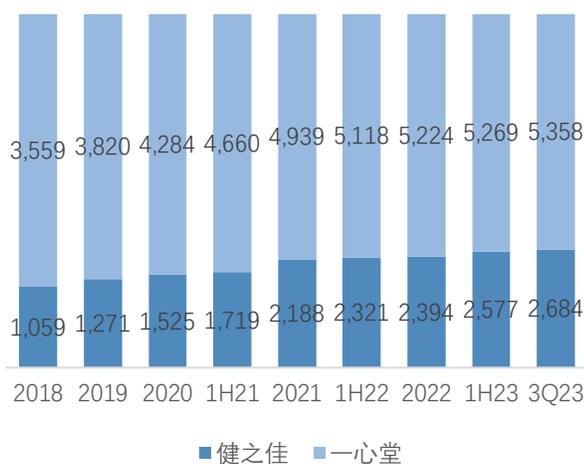
图表40：云南省药店店均覆盖人口数量（人/家）



资料来源：公司公告，太平洋证券整理

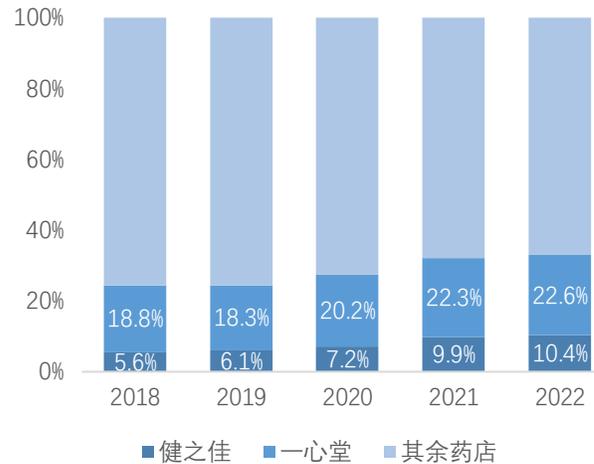
作为多年深耕的核心经营区域，云南地区收入占公司 2022 年总收入的 75.5%，达到 53.3 亿元，2018-2022 年云南地区收入 CAGR 为 25%。截至 2023Q3，公司在云南省内拥有零售药店 2684 家，占公司医药零售门店总数的 61.2%。健之佳继续加强核心区域的渗透，在云南地区新进 4 个县级市场后，在云南 129 个区县的覆盖率由 2022 年的 85% 提升至 1H23 的 88%。市占率方面，2022 年一心堂和健之佳的门店数在云南地区占到了总量的 10.4% 和 22.6%，且占比仍在持续提升。

图表41：健之佳 vs 一心堂云南省内门店数量情况



资料来源：公司公告，太平洋证券整理

图表42：健之佳和一心堂在云南省内门店数占比

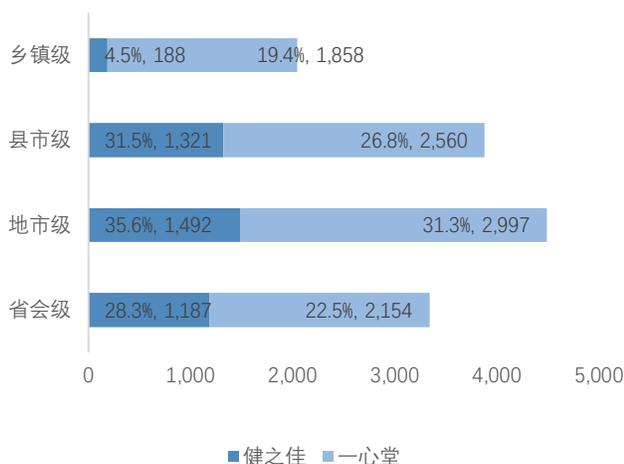


资料来源：药监局，公司公告，太平洋证券整理

尽管健之佳和一心堂都采取以中心城市为核心向下渗透的策略，由省会级城市逐步向地级、县级市场发展，但差异在于健之佳在省会和地市的占比要显著高于一心堂。23 年上半年，健之佳

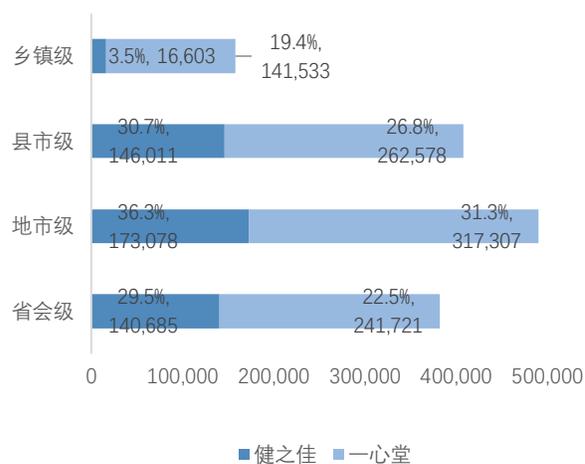
位于省会级、地市级、县市级、乡镇级的医药零售门店数分别为 1187、1492、1321、188 家，省会和地级市门店占比达 64%，而县市和乡镇级门店占比达 36%。相较而言，一心堂在省会和地级市的门店数占比为 53.8%，而在县市和乡镇级门店占比达 46.2%。

图表43：健之佳和一心堂 1H23 门店数量对比



资料来源：公司公告，太平洋证券整理

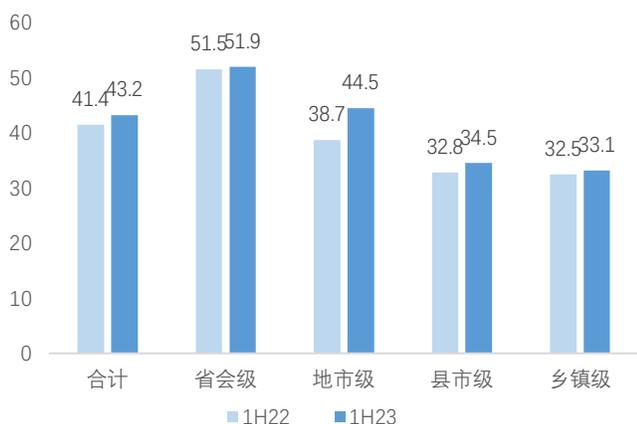
图表44：健之佳和一心堂 1H23 经营面积对比 (m²)



资料来源：公司公告，太平洋证券整理

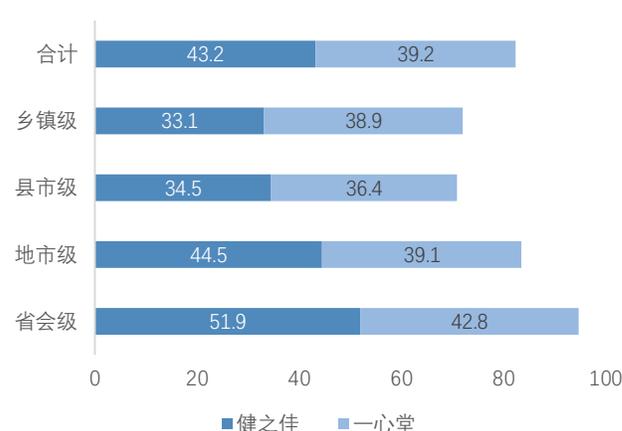
从坪效上来看，23 年上半年健之佳的整体日均坪效达到了 43.2 元/m²，同比增加 1.8 元/m²。与此同时，我们看到健之佳向地市级、县市级、乡镇级的不断渗透中依然伴随经营效率的提高，日均坪效分别提升 5.8，1.7 和 0.6 元/m²。比较来看，健之佳在省会级和地级市的坪效要高于一心堂，而在县市和乡镇级的下沉市场一心堂的坪效相对更高。

图表45：健之佳在不同区域坪效均有提升 (元/m²)



资料来源：公司公告，太平洋证券整理

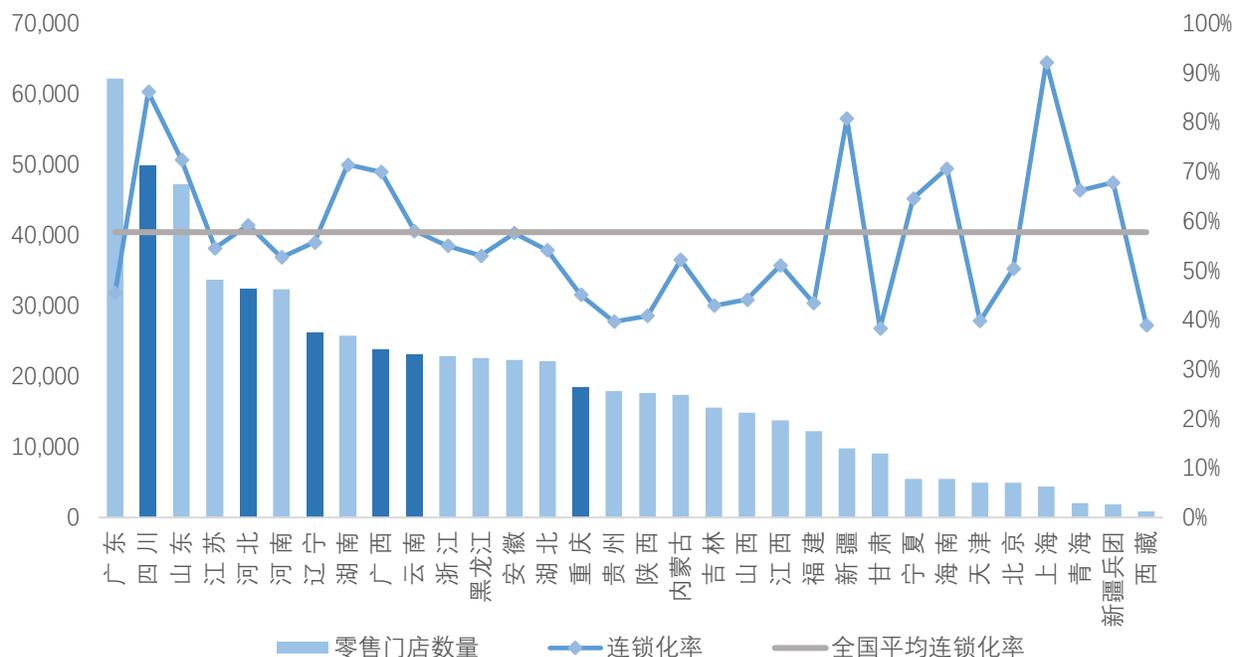
图表46：健之佳和一心堂坪效对比 (元/m², 1H23)



资料来源：公司公告，太平洋证券整理

省外方面，公司构建了以云南和河北为主要利润中心，重点推动重庆和辽宁两个重点培养中心，同时快速发展四川和广西地区的扩张模型。我们看到河北省、辽宁省和重庆都具备较大零售药店行业整合空间。根据国家药监局发布的《药品监督管理统计年度数据（2022年）》，目前健之佳所进军的市场中四川省医药零售门店数最多，为49,876家，也是连锁化率最高的省份(86.2%)，高于全国平均28.4bps。河北、辽宁、重庆的零售药店数量分别为32,392、26,168和18,484家，分别位列全国第5名、第7名和第15名，而零售药店连锁化率分别为59.2%、55.7%和45%，均具备较大的行业整合空间。

图表47：各省零售门店数及连锁化率情况



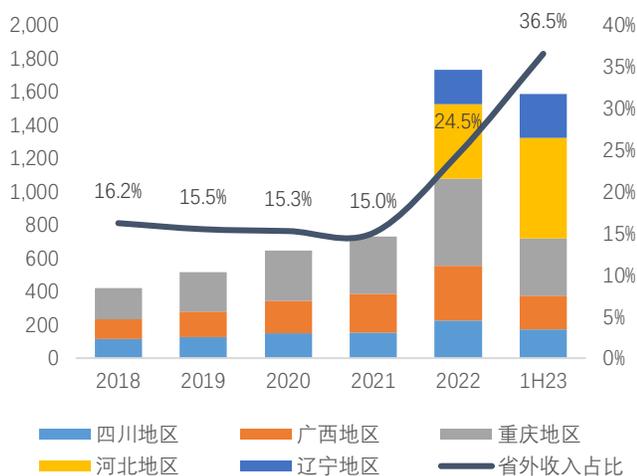
资料来源：国家药监局，太平洋证券整理

健之佳于2022年8月31日完成对唐人医药的重大资产购买，自2022年9月1日起对唐人医药并表，从而正式进军河北和辽宁两大空白市场，是其全国扩张的“里程碑”事件。截止23年三季度末，公司在河北唐山和秦皇岛的门店总数达458家，在当地市占率排名第一，品牌及规模优势较大。下一步公司有望在冀辽现有市场继续渠道下沉和密集布点的基础上快速进入经济发展迅速、人口持续积聚的京津冀地区；在辽宁的360家门店分布在6个地区，除沈阳门店规模较小外，其他5个地区门店规模均在50-60家，在当地的市占率排名前5，且竞争对手多为地域性民营企业，具备进一步整合提效的基础。同时，唐人医药新店和次新店占比较低，助力健之佳提升整体坪效。

在公司此前已经开拓的省外区域中，重庆和广西地区两大市场收入长期保持高增长，2022年重庆地区收入为5.2亿元，占公司总收入的7.4%，2018-2022年复合增速为28.6%；广西地区收入为3.28亿元，占公司总收入的4.6%，2018-2022年复合增速为30%。四川省过去几年的增速相对缓慢，2018-2022年CAGR为18%，收入2.3亿元占到公司整体的3.2%。但随着2022年来公司加大对川渝地区的资源倾斜，加速当地门店扩张和本土化人才的培养和指导，健之佳在四川和重庆的收入在23年上半年分别同比增长50.1%和42.1%。重庆地区目前最大的私企连锁药房是万和药房，大约有1000多家门店；其后是鑫斛药房，约400-500家门店。公司计划到2024年末通过自建+并购将重庆药房的总数扩展到500家，超过鑫斛药房达到重庆私营药房的第二位。

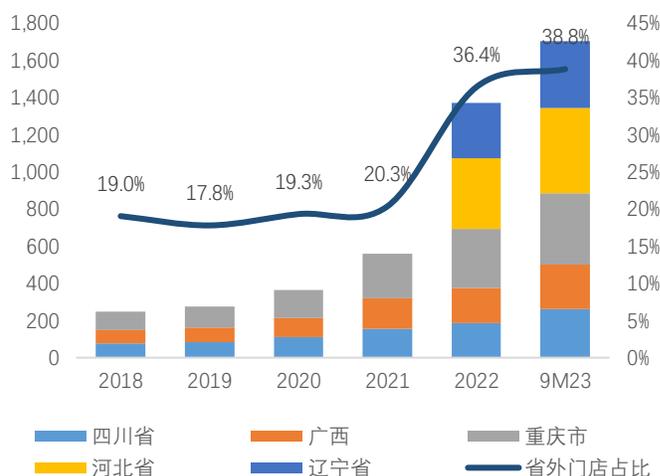
伴随着省外扩张步伐的加速，反应到经营指标上我们看到截至23年上半年公司的省外收入占比已经超过整体的三分之一，达到36.5%。同时，省外门店数在23年三季度末也占到总体的39%，保持较好的多省扩张态势。

图表48：健之佳省外收入增长势头良好（百万元）



资料来源：公司公告，太平洋证券整理

图表49：健之佳省外门店数随并购快速增长（家）



资料来源：公司公告，太平洋证券整理

#### （四）全渠道布局+多元化经营能力有效提升客户触达

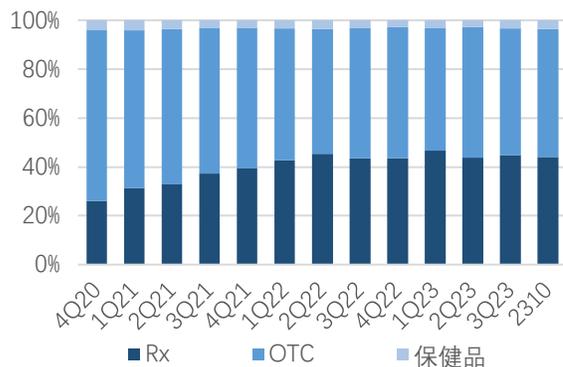
随着用户消费习惯的改变，线上渠道的重要性不断提升。O2O业务几乎是每家连锁药店都在重点布局的领域，而头部药店凭借门店数的优势能够很好的满足患者对于药品类时效性的要求。B2C业务更多的是满足长尾的需求，给用户更多的产品选择。根据中康CMH的数据，O2O销售占比已经达到线下药店销售总额的3.7%。而在网售处方药政策放开和处方外流的带动下，O2O销售中处方药份额占比也持续提升，在2023年10月，处方药市场占O2O医药电商销售规模达44.1%。

图表50：020 直送店占线下药店销售额比例



资料来源：中康 CMH, 太平洋证券整理

图表51：处方药占 020 医药电商销售规模超过 4 成



资料来源：中康 CMH, 太平洋证券整理

从长期趋势来看，更多的平台型企业包括美团和抖音也在切入医药电商的赛道，包括抖音最近放开处方药销售和某些城市开始试点开通线上医保支付功能（截至今年1月2日，互联网药店个人医保支付已拓展至沪上541家定点药店）等信号能看出，原本只属于实体药房的壁垒正在被一点点打破，具备更强线上渠道运营能力的连锁药企才能在接下来的竞争中不落下风。

从销售额上来看，健之佳线上渠道收入在所有上市连锁中排名第一，在2023年前三季度录得16亿元，同比增长67.9%，占总收入比重为24.7%。其中，第三方020业务门店覆盖率达94.12%，24小时及夜班门店占比17.4%。公司自2015年起布局自营020平台佳E购，2023年前三季度实现销售收入4.5亿元，目前已实现西南药店全覆盖，并逐步推广到公司新整合的河北、辽宁区域门店。健之佳自2015年起大力投入自营020系统佳E购，前三季度实现销售收入4.5亿元，目前已实现西南药店全覆盖，并逐步推广到公司新整合的河北、辽宁区域门店。佳E购还提供了远程问诊、处方流转、自有及第三方平台远程审方、执业药师药学服务等。

图表52：健之佳线上营业收入仍保持高速增长



资料来源：公司公告, 太平洋证券整理

图表53：健之佳线上营业收入占比快速提升



资料来源：公司公告, 太平洋证券整理

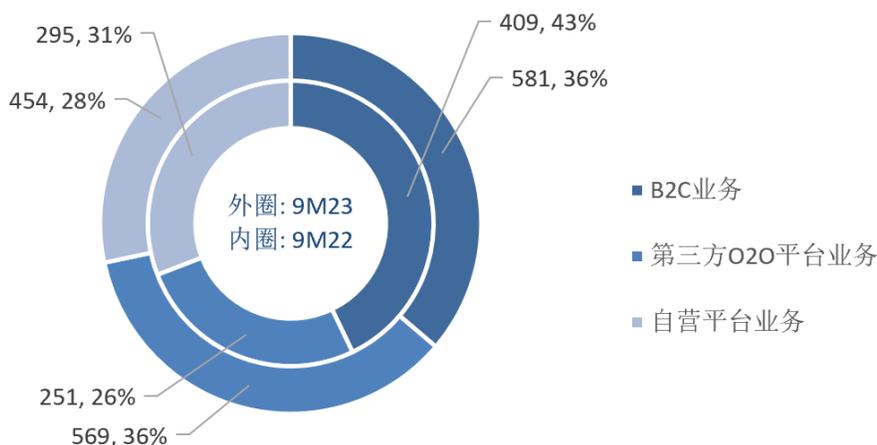
从公司线上收入的构成上来看，B2C 业务，第三方 O2O 和自营平台（佳 E 购）呈三足鼎立之势，体现出公司线上收入多元化的特征：

1) 第三方电商平台 B2C 业务：公司与天猫、京东、拼多多、抖音、快手等第三方平台合作开展 B2C 业务，满足消费者的多样性需求。同时在线上价格方面会通过大包装等方式降低单价，提高患者粘性，还可通过专业化服务从药企获取服务费收入。2023 年 1-9 月，公司 B2C 业务收入 5.8 亿元 (+41.8% YoY)，占线上总收入的 36%。B2C 业务收入贡献最高且长期稳健增长。

2) 第三方 O2O 平台业务：O2O 业务发展持续加速，公司不断推进与美团、饿了么、京东到家等平台的合作，O2O 业务门店保持较高覆盖率 (9M23: 94.1%)。通过制定细分商圈营销策略，提升送货效率，提供 24 小时营业服务等方式打造 O2O 业务的差异化竞争力及服务力。2023 年 1-9 月，公司 O2O 业务收入 5.7 亿元 (+126.7% YoY)，同比实现了高速的增长，占线上总收入的 36%。

3) 自营平台业务：健之佳自 2015 年起大力投入自营 O2O 系统佳 E 购，通过私域平台延伸门店的商品线、提供专科长疗程用药解决方案从而提升顾客粘性。目前佳 E 购预订及自提、送货系统已实现西南药店全覆盖，并逐步推广到公司新整合的河北、辽宁区域门店。佳 E 购还提供了远程问诊、处方流转、自有及第三方平台远程审方、执业药师药学服务等。2023 年 1-9 月，公司自营平台收入 4.5 亿元 (+54.1% YoY)，占线上总收入的 28%。

图表54：健之佳线上收入结构（亿元）



资料来源：公司官网，太平洋证券整理

健之佳也是药店多元化经营的典型代表，公司定位中高收入和年轻客群，在保健品、个人护理品、功能性护肤品等品类方面有较大投入，药店+便利店的并行商业模式是其区别于多数药店的经营特点。之佳便利成立于 2005 年 1 月，是由云南健之佳健康连锁店股份有限公司投资开办的全

资零售连锁企业。经过十余年的发展，已形成了以昆明为中心，辐射云南多个地州的门店经营体系，在云南省已初具规模，通过以会员为核心的全渠道营销平台，满足顾客一站式需求。截至 23 年三季度末，健之佳便利零售门店总数已达到 325 家，收入达到 3.06 亿元 (+8.7% YoY)，2018-2022 年收入复合增速为 5.7%，保持稳定的增长。

公司定位中高收入和年轻客群，在保健品、个人护理品、功能性护肤品等品类方面有较大投入，在睡眠、护肤和防脱发等产品线实现了较快的销售增长，非药品类销售占比同业最高，在 23 年前三季度达到了 20.3%。我们认为监管对于药店非药品类销售和展示的放松将利好公司在健康品类的优势和长期积累。

图表55：公司非药收入占比同业最高



资料来源：公司官网，太平洋证券整理

## 五、 盈利预测及估值

### (一) 关键假设

按公司各业务板块和盈利情况分别进行关键假设：

1) 医药零售：我们对于公司所覆盖地区不同省份的医药零售门店数量和店均营业收入的增长情况分别进行假设，我们预期省外门店数增数量增长显著高于省内，尤其在重庆，河北和辽宁等重点发展地区我们预计增长速度会相对更快。我们预计 2023-2025 年门店数量分别同比增长 25.4%/21.9%/19.6%，店均收入分别同比增长 1.8%/1.5%/1.4%。

2) 便利零售：我们预计公司继续在云南地区稳步增加便利零售门店数量，2023-2025 分别

同比增长 10%/6%/5%，店均收入持平。

3) 专业服务：我们预计公司在不断扩大规模和提升专业性的过程中能为药企提供更多的服务，预计 2023-2025 年服务收入同比增长 10%/9%/9%。

4) 毛利率：公司随门店扩张采购规模提升能部分抵消品类结构变化带来的毛利损失。我们预计整体毛利率保持基本稳定略有下降，2023-2025 年毛利率分别为 35.5%，34.8%，34.6%。

5) 期间费用率：①销售费用率：随着公司渠道搭建陆续成熟，销售费用率有望持续改善，预计销售费用率 2023-2025 年分别为 26.3%，26%，25.7%；②管理费用率：公司后续仍会有股权激励计划出台提升员工积极性，预计管理费用有所提升，费用率保持稳定，2023-2025 年分别为 2.6%，2.55%，2.5%。

## (二) 收入拆分及盈利预测

截至 2024 年 1 月 29 日，公司的收盘价为 51.51 元，总市值为 66.4 亿元，我们预计 2023-2025 年营业收入分别为 94.5 亿元、115.4 亿元和 138.5 亿元，毛利率分别为 35.5%、34.8%和 34.6%，归属于上市公司股东的净利润分别为 4.09 亿元、4.87 亿元和 5.99 亿元。2023 年-2025 年 EPS 分别为 3.17 元/股、3.78 元/股和 4.65 元/股，市盈率分别为 15.8 倍、13.2 和 10.8 倍。

图表56：收入及毛利拆分

单位 (亿元)	2022A			2023E			2024E			2025E		
	收入	YoY	毛利率									
医药零售	66.8	48.4%	34.1%	85.3	27.7%	34.0%	105.6	23.7%	33.5%	128.0	21.2%	33.4%
便利零售	3.8	5.5%	21.9%	4.1	9.6%	18.3%	4.4	6.0%	18.0%	4.6	5.0%	18.0%
专业服务	4.5	21.8%	77.8%	5.0	10.0%	75.0%	5.4	9.0%	74.5%	5.9	9.0%	74.5%
总计	75.1	43.5%	36.1%	94.5	25.7%	35.5%	115.4	22.2%	34.8%	138.5	20.0%	34.6%

资料来源：公司公告，太平洋证券整理

图表57：盈利预测表

项目/年度	2022A	2023E	2024E	2025E
单位：百万元				
营业总收入	7,514.44	9,445.26	11,540.44	13,850.18
增长率 (%)	43.54%	25.69%	22.18%	20.01%
归母净利润	363.35	408.03	487.36	599.08
增长率 (%)	20.90%	12.30%	19.44%	22.92%
EPS (元/股)	3.77	3.17	3.78	4.65
市盈率 (P/E)	16.05	15.82	13.25	10.78
市净率 (P/B)	2.33	2.27	1.94	1.64

资料来源：公司公告，太平洋证券整理

### (三)PE 估值及投资建议

公司作为国内头部连锁药店之一，选取行业中与健之佳业务最为相近的大参林、老百姓、益丰、一心堂、漱玉平民五家公司，根据 Wind 一致性预期，2023-2025 年三家公司的平均 PE 分别为 20.6 倍，16.5 倍，13.3 倍。考虑到：1) 健之佳在省内外保持快速扩张态势，并购整合能力较强，2) 公司具备随市占率提高和规模扩大盈利能力和经营效率具备进一步改善空间，3) 全渠道多元化经营方面有诸多亮点，且随着行业整体改善在近年有望快速兑现业绩增长。我们参考可比公司的平均市盈率，结合公司年底迎来估值切换，给予 2024 年预测归母净利润 18 倍 PE，对应目标市值 88 亿元，目标价 68 元/股，首次覆盖，给予“买入评级”。

图表58：估值对比

股票代码	证券简称	收盘	总市值 (亿元)	EPS			PE		
				2023E	2024E	2025E	2023E	2024E	2025E
002727.SZ	一心堂	19.74	118	1.85	2.17	2.53	10.67	9.10	7.80
603883.SH	老百姓	28.95	169	1.6	1.95	2.37	18.09	14.85	12.22
301017.SZ	漱玉平民	17.71	72	0.68	0.89	1.18	26.04	19.90	15.01
603233.SH	大参林	23.91	272	1.15	1.45	1.79	20.79	16.49	13.36
603939.SH	益丰药房	39.39	398	1.44	1.79	2.21	27.35	22.01	17.82
可比公司平均							<b>20.59</b>	<b>16.47</b>	<b>13.24</b>
605266.SH	健之佳	51.51	66	3.17	3.78	4.65	15.82	13.25	10.78

资料来源：股价为 2024 年 1 月 29 日收盘价，健之佳来自太平洋研究院预测，其余数据来自 Wind 一致，太平洋研究院整理

## 六、 风险提示

- 1) **门诊统筹药店推进不及预期**：药店门诊统筹政策落地过程中存在各省推进速度不一，互联网处方受限和报销额度受限等不确定性风险。
- 2) **处方外流规模不及预期**：处方外流是医药分开大背景下的趋势，但在短期内会受到处方流转平台建设落地情况，医生配合程度等因素的影响，外流规模可能不及预期。
- 3) **药店扩张不及预期**：扩张作为连锁药店提升规模和市占率的重要手段，在自建和并购过程中可能遇到诸多不确定因素，导致扩张速度慢于预期或者并购标的表现不及预期带来的商誉减值风险，以及由此带来的营收和利润增速下滑。
- 4) **解禁及减持风险**：目前公司尚余 1,180 万股待解禁，占总股本的 9.16%，其中主要一笔解禁 1,151.5 万股来自定向增发的机构配售股份将在 25 年 4 月末迎来解禁。

**资产负债表 (百万)**

	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
货币资金	983	933	1,049	2,223	2,550
应收和预付款项	259	723	533	620	706
存货	1,121	2,166	2,161	2,447	2,688
其他流动资产	134	118	132	147	163
流动资产合计	2,497	3,939	3,875	5,436	6,107
长期股权投资	10	18	58	58	58
投资性房地产	0	0	0	0	0
固定资产	400	905	886	882	894
在建工程	74	181	201	211	221
无形资产开发支出	45	90	90	90	90
长期待摊费用	332	416	466	516	566
其他非流动资产	4,354	7,775	7,992	9,703	10,524
资产总计	5,214	9,385	9,693	11,461	12,353
短期借款	30	201	701	1,201	1,201
应付和预收款项	1,726	2,807	2,629	2,825	3,026
长期借款	25	1,192	1,012	1,512	1,512
其他负债	1,540	2,626	2,528	2,612	2,704
负债合计	3,321	6,826	6,870	8,151	8,443
股本	70	99	129	129	129
资本公积	1,009	1,391	1,363	1,363	1,363
留存收益	857	1,100	1,363	1,851	2,450
归母公司股东权益	1,910	2,576	2,839	3,327	3,926
少数股东权益	-17	-17	-17	-17	-17
股东权益合计	1,893	2,559	2,823	3,310	3,909
负债和股东权益	5,214	9,385	9,693	11,461	12,353

**现金流量表 (百万)**

	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
经营性现金流	744	1,191	630	765	960
投资性现金流	-724	-2,499	-509	-480	-500
融资性现金流	-666	1,156	-4	889	-134
现金增加额	-646	-152	116	1,174	327

**利润表 (百万)**

	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	5,235	7,514	9,445	11,540	13,850
营业成本	3,359	4,799	6,096	7,520	9,058
营业税金及附加	11	23	29	35	42
销售费用	1,340	1,911	2,484	3,001	3,559
管理费用	138	210	246	294	346
财务费用	48	102	73	101	124
资产减值损失	-14	-35	-40	-20	-20
投资收益	6	0	0	0	0
公允价值变动	0	0	0	0	0
营业利润	354	445	495	591	727
其他非经营损益	4	-5	0	0	0
利润总额	358	441	495	591	727
所得税	59	77	87	104	128
净利润	299	363	408	487	599
少数股东损益	-1	0	0	0	0
归母股东净利润	301	363	408	487	599

**预测指标**

	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
毛利率	35.83%	36.14%	35.46%	34.84%	34.60%
销售净利率	5.74%	4.84%	4.32%	4.22%	4.33%
销售收入增长率	17.21%	43.54%	25.69%	22.18%	20.01%
EBIT 增长率	31.48%	39.46%	3.04%	21.87%	22.82%
净利润增长率	19.66%	20.90%	12.30%	19.44%	22.92%
ROE	15.74%	14.11%	14.37%	14.65%	15.26%
ROA	5.76%	3.87%	4.21%	4.25%	4.85%
ROIC	10.40%	8.27%	7.86%	7.68%	8.74%
EPS (X)	3.54	3.77	3.17	3.78	4.65
PE (X)	12.24	16.05	15.82	13.25	10.78
PB (X)	1.58	2.33	2.27	1.94	1.64
PS (X)	0.58	0.80	0.68	0.56	0.47
EV/EBITDA (X)	3.51	6.33	9.11	8.65	7.11

资料来源: WIND, 太平洋证券

## 投资评级说明

---

### 1、行业评级

看好：预计未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上；

中性：预计未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间；

看淡：预计未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数 5%以下。

### 2、公司评级

买入：预计未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 15%以上；

增持：预计未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 5%与 15%之间；

持有：预计未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-5%与 5%之间；

减持：预计未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-5%与-15%之间；

卖出：预计未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅低于-15%以下。

## 公司地址

---

北京市西城区北展北街 9 号华远企业号 D 座二单元七号

上海市浦东南路 500 号国开行大厦 17 楼 太平洋证券

深圳市福田区商报东路与莲花路新世界文博中心 19 层 1904

广州大道中圣丰广场 988 号 102 太平洋证券



## 研究院

中国北京 100044

北京市西城区北展北街九号

华远·企业号 D 座

投诉电话： 95397

投诉邮箱： kefu@tpyzq.com

## 重要声明

太平洋证券股份有限公司具有经营证券期货业务许可证，公司统一社会信用代码为：91530000757165982D。

本报告信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。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。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。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归太平洋证券股份有限公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。任何人使用本报告，视为同意以上声明。