

## 漱玉平民 (301017.SZ) 夯实山东省内龙头地位，着眼布局全国市场

2024年04月11日

——公司首次覆盖报告

投资评级：买入（首次）

余汝意（分析师）

yuruyi@kysec.cn

证书编号：S0790523070002

日期	2024/4/10
当前股价(元)	12.82
一年最高最低(元)	23.90/10.01
总市值(亿元)	51.96
流通市值(亿元)	14.01
总股本(亿股)	4.05
流通股本(亿股)	1.09
近3个月换手率(%)	201.87

### ● 立足山东，稳健布局全国的区域医药零售龙头

公司前身创立于1999年，2015年改为股份制，后于2021年在深圳证券交易所创业板上市。公司自山东起家，坚持直营连锁为主的营销模式，通过“自建+并购+加盟”的发展战略，不断拓展空白区域和市场，已成为综合实力较强的知名区域医药连锁零售企业。我们看好公司省内市场下沉布局及持续性的省外扩张，预计公司2023-2025年归母净利润分别为1.94/2.49/3.47亿元，EPS为0.48/0.61/0.86元，当前股价对应PE为26.9/20.9/15.0倍，首次覆盖给予“买入”评级。

### ● 政策加速处方外流，行业内“集中度+连锁化率”提升为大趋势

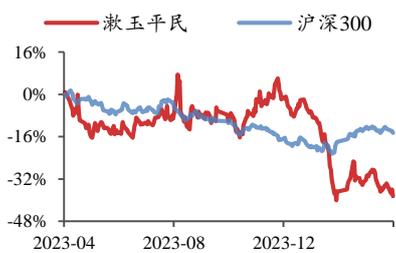
处方外流是中国医疗改革发展的大趋势，2009年3月国务院发布的《中共中央国务院关于深化医药卫生体制改革的意见》指出要推进医药分开，为后续我国医药卫生领域改革明确了发展目标。随着国家接连推进药品零加成、分级诊疗、带量采购、“双通道”、门诊统筹等一系列政策，将会促进处方持续、加速外流，零售药店将受益于处方外流带来的市场流量。此外，行业内连锁化率及集中度未来都将逐渐提高，龙头企业在此基础上将持续提高话语权，把握处方外流的基本盘。

### ● 全渠道立体布局，省内省外同步推进，多元化业务布局深化竞争优势

公司通过布局“线下+线上”营销渠道，全方位把控多区域、多年龄客户群体。在线下直营门店拓展方面，公司在销售额、市场占有率方面均位列省内第一，在竞争格局较零散的山东省内仍具有较大的市场份额提升空间；重点以并购方式开拓连锁化率较低的辽宁省和福建省市场，具备良好的切入角度及较大的拓展空间。此外，公司积极优化数智化运营体系，以B2C、O2O和私域方式驱动新零售业务发展。同时多元化提升品牌影响力，一方面打造独家IP，围绕IP持续推出系列生活商品，并以公益活动打造品牌影响力；另一方面发展自有品牌业务，并创新开发年轻化中药养生商品、个人美护商品等，把握年轻消费群体，打造营收第二增长曲线。

● **风险提示：**政策变化风险，处方外流速度不及预期，门店拓展及增速不及预期。

### 股价走势图



数据来源：聚源

### 财务摘要和估值指标

指标	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	5,322	7,823	9,313	12,041	15,158
YOY(%)	14.7	47.0	19.0	29.3	25.9
归母净利润(百万元)	115	229	194	249	347
YOY(%)	-46.9	99.6	-15.7	28.5	39.4
毛利率(%)	28.5	28.6	28.8	29.3	29.8
净利率(%)	2.2	2.9	2.1	2.1	2.3
ROE(%)	6.0	10.3	8.0	9.5	11.8
EPS(摊薄/元)	0.28	0.57	0.48	0.61	0.86
P/E(倍)	45.2	22.6	26.9	20.9	15.0
P/B(倍)	2.8	2.5	2.3	2.1	1.9

数据来源：聚源、开源证券研究所

## 目 录

1、 漱玉平民：立足山东，稳健布局全国的区域医药零售龙头.....	4
1.1、 股权结构稳定，实控人经验丰富，员工激励、人才培养机制完善.....	4
1.2、 营收利润稳健增长，费用管控能力良好.....	6
2、 政策支持处方外流，药品零售市场前景广阔.....	8
2.1、 政策助力处方外流，长期趋势不改，利好零售药店行业发展.....	8
2.2、 提高连锁化率和集中度，建立规模优势，承接外流处方.....	10
2.2.1、 零售药店增速迅猛，连锁化率稳步提升.....	10
2.2.2、 零售药店行业龙头集中度较低，规模壁垒需不断提升.....	12
2.3、 专业服务能力为核心竞争力，布局特色业务带来差异化优势.....	12
2.4、 政策利好+行业连锁集中+专业实力，促进零售药店行业向好发展.....	13
3、 线下渠道：“自营+加盟”立体布局，加速业务版图扩张.....	15
3.1、 直营业务：主要的门店拓展方式，加盟业务快速启航.....	15
3.1.1、 省内：市场份额第一，连锁化率高，具备较高的提升潜力.....	16
3.1.2、 省外：并购为主要抓手，着眼全国.....	17
3.2、 加盟业务：厚积薄发，快速启航.....	18
4、 线上渠道：数智运营持续优化，赋能新零售业务不断发展.....	19
5、 塑造品牌影响力，建设多元化商品体系，打造差异化优势.....	20
6、 盈利预测与投资建议.....	22
6.1、 关键假设.....	22
6.2、 盈利预测与估值.....	23
7、 风险提示.....	23
附：财务预测摘要.....	24

## 图表目录

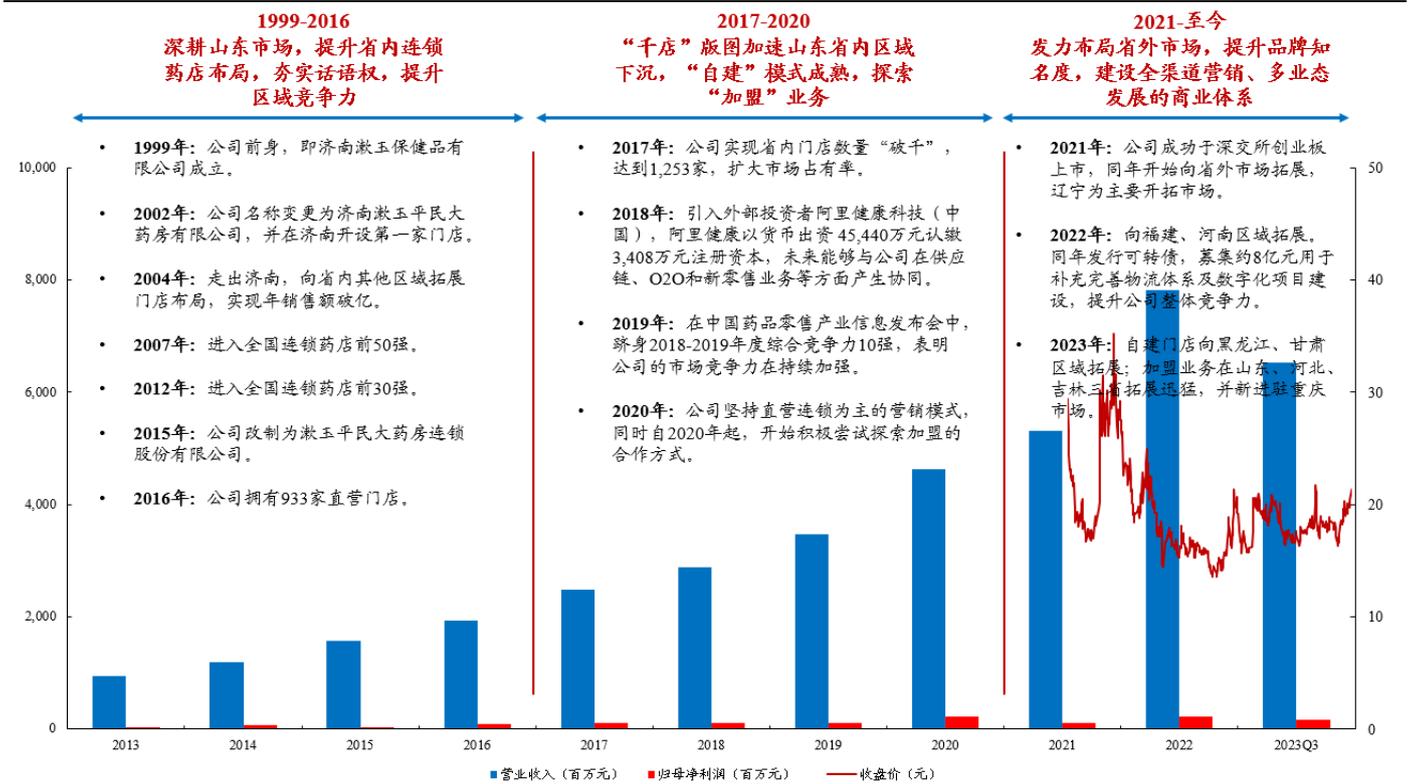
图 1： 公司立足山东，稳健向外扩张.....	4
图 2： 公司股权结构清晰，截至 2023Q3 实控人持有公司超 40% 股权.....	5
图 3： 公司完善的人才培养机制使得销售队伍完备、人员充足（单位：人）.....	6
图 4： 长期来看公司营收呈现稳健增长态势.....	6
图 5： 2021 年受疫情影响，归母净利润显著承压.....	6
图 6： 医药零售是公司的关键主营业务（单位：百万元）.....	7
图 7： 2022 年医药零售营收贡献占比超 85%.....	7
图 8： 公司已形成多元化、全家庭的商品体系（2022 年）.....	7
图 9： 2021-2023H1 中西成药毛利率维持较稳定水平.....	7
图 10： 公司盈利能力稳中向好，毛利呈改善趋势.....	8
图 11： 公司费用率水平自 2020 年起基本稳定.....	8
图 12： 药品零售企业数量增速 2020 年达到峰值.....	11
图 13： 2013-2022 年我国零售药店连锁率持续提升.....	11
图 14： 2022 年中国不同地区的零售药店连锁率存在显著差异.....	11
图 15： 中国零售连锁竞争力百强规模及集中度持续提升.....	12
图 16： 2022 年中国零售药店 CR3 仅为 12%.....	12
图 17： 零售药店业务需以基本盘业务为基础，再建设新增量.....	13
图 18： 中国零售渠道药品销售额基本呈逐年提升成长趋势.....	14

图 19: 2019 年起零售药店终端销售额增速领先.....	14
图 20: 零售药店终端市场销售占比稳健提高.....	14
图 21: 公司以“自建、并购、加盟”相结合的方式迅速拓展门店网络.....	15
图 22: 以山东为根据地, 探索长江以北地区并进入福建.....	15
图 23: 2019-2022 年山东省零售药店总量均排名第三、连锁化率超 70% (单位: 家).....	16
图 24: 2022 年公司销售总额位列山东省第一名.....	17
图 25: 2022 年公司山东省内分店占连锁药店总数的 9%.....	17
图 26: 山东省外的年新增自建门店数量较少 (单位: 家).....	17
图 27: 公司以并购方式进入辽宁和福建市场 (单位: 家).....	17
图 28: 2022 年东北三省及福建连锁化率均低于全国平均水平.....	18
图 29: 公司加盟门店数量快速提升 (单位: 家).....	19
图 30: 拓展中小型门店连锁网络, 实现合作共赢.....	19
图 31: 2018-2020 年公域业务营业收入快速提升.....	20
图 32: 线上“公域+私域”购药渠道布局完善.....	20
图 33: 公司围绕“漱小玉”品牌 IP 打造多种类商品.....	20
图 34: 公司自有商品累计开发 SKU 数量持续增长.....	21
图 35: 2023H1 自有品牌产品销售额同比增长率为 46%.....	21
表 1: 2023 年首次推出股权激励计划, 彰显业绩信心.....	5
表 2: 国家出台多项政策促进处方外流, 利好零售药店行业发展.....	9
表 3: 公司 2023Q1-Q3 积极向外扩张, 重点布局山东及辽宁 (单位: 家).....	18
表 4: 基于关键假设预计公司各板块收入增速保持稳健.....	22
表 5: 与可比公司相比公司估值略高.....	23

## 1、漱玉平民：立足山东，稳健布局全国的区域医药零售龙头

**扎根山东，稳健扩张。**漱玉平民前身创立于1999年，2015年改制为股份有限公司，后于2021年7月成功在深圳证券交易所创业板上市。公司自山东起家，医药零售为主营业务，销售范围涵盖中西成药、保健食品、中药饮片、健康器械等，坚持直营连锁为主的营销模式和区域深耕的稳健扩张策略，通过“自建+并购+加盟”的发展战略，依托专业的医药服务能力及较完善的连锁零售网络布局，不断拓展空白区域和市场，实现以山东为核心，逐步向辽宁、黑龙江、福建等区域拓展的发展格局。此外，公司紧跟行业发展趋势，同步拓展线上销售渠道，持续推进数字化转型赋能管理效率提升，已成为综合实力较强的知名区域医药连锁零售企业。

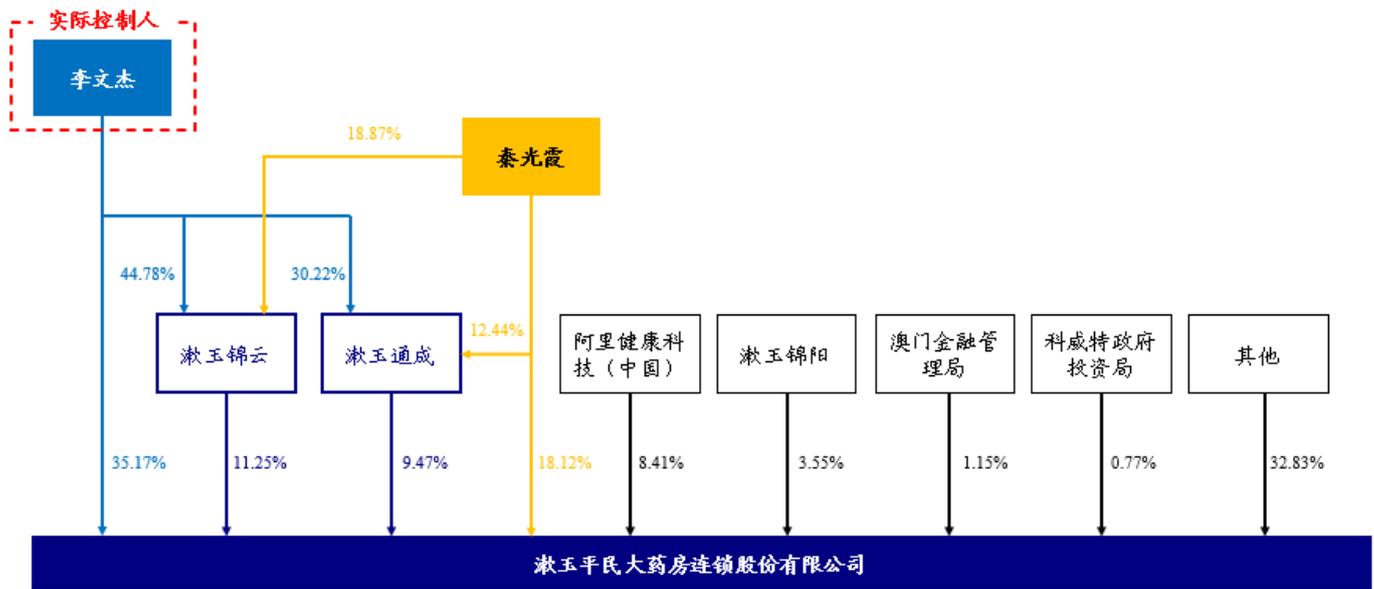
图1：公司立足山东，稳健向外扩张



资料来源：公司官网、公司公告、天眼查、Wind、开源证券研究所（注：左轴为财务数据，右轴为收盘价）

### 1.1、股权结构稳定，实控人经验丰富，员工激励、人才培养机制完善

**公司股权结构稳定，创始人行业经验丰富。**公司实控人为董事长李文杰，截至2023Q3通过直接和间接方式，合计持有公司43.07%的股权，与漱玉锦云和漱玉通成为一致行动人，公司股权集中。李文杰先生作为公司实控人兼董事长，拥有丰富的产业经营管理经验，1984年至1994年，任山东医药总公司医疗器械研究所副主任；1994年至1998年，任山东省医药开发公司副总经理；1999年创立公司前身济南漱玉保健品有限公司，此后在药品零售行业深耕二十余载。

**图2：公司股权结构清晰，截至 2023Q3 实控人持有公司超 40% 股权**


数据来源：Wind、开源证券研究所

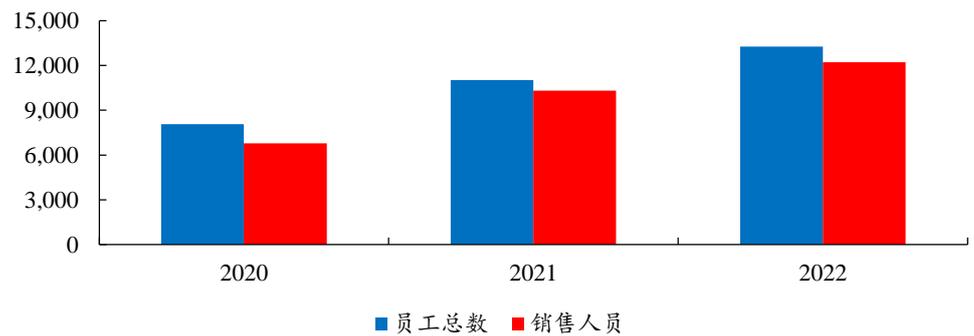
**2023 年首次推出股权激励计划，彰显公司信心，调动核心人才积极性。**公司 2023 年首次推出共 3 期考核的股权激励计划，以 8.79 元/股的价格授予 119 人共计 470 万股，截至 2023 年 12 月 15 日已完成授予首次和部分预留限制性股票共计 409.5 万股。此外，业绩考核目标以 2022 年净利润为基数，2023-2025 年的净利润增长率目标值分别为 25%、70% 和 110%，触发值分别为 20%、50% 和 80%。股权激励计划的设立有利于公司吸引和留住优秀管理人才和核心业务骨干，充分调动公司核心团队的积极性与创造性，提升团队凝聚力和企业核心竞争力，确保公司能够高效的实现发展战略和经营目标。

**表1：2023 年首次推出股权激励计划，彰显业绩信心**

归属期	考核年度	考核指标	净利润增长率		首次授予的激励对象人数	首次授予价格	首次授予限制性股票数量及日期	预留授予限制性股票数量及日期
			(以 2022 年净利润为基数) 目标值	触发值				
第一个归属期	2023 年	以 2022 年净利润为	25%	20%	119 人	8.79 元/股	376.5 万股 (2023/3/2)	33 万股 (2023/10/24)
第二个归属期	2024 年	基数，对应考核年度	70%	50%				
第三个归属期	2025 年	净利润增长率	110%	80%				

数据来源：公司公告、开源证券研究所

**人才选拔、教育、培养机制完善，提高市场竞争力。**随着公司经营规模的扩大，持续引进合格的药学技术人才、专业服务人才，成为公司持续高效运营的核心要素之一。公司于 2008 年成立漱玉平民商学院，建立特色的漱玉平民商学院人才培养体系，通过与山东省内外 40 多所医药相关大专院校药学等专业合作，搭建不同的校企合作培训体系，成立如订单班、店长班、师徒班及药师班等专业人才培养班级，以保证每年可持续、稳定的向公司输入相关专业人才，提升药品零售方面的专业化服务能力。同时，公司不断完善内部多层次培训体系，推进移动端学习平台建设，不断提升在职员工的胜任力；通过管培生计划、青年才俊班等项目吸引优质人才，搭建完备的人才成长体系，实现公司人才队伍的可持续发展。

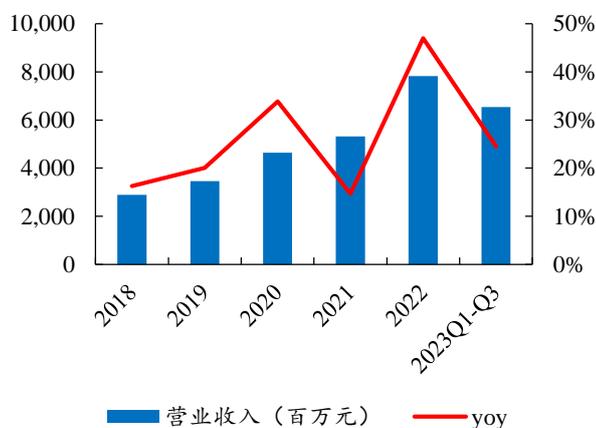
**图3：公司完善的人才培养机制使得销售队伍完备、人员充足（单位：人）**


数据来源：公司年报、开源证券研究所

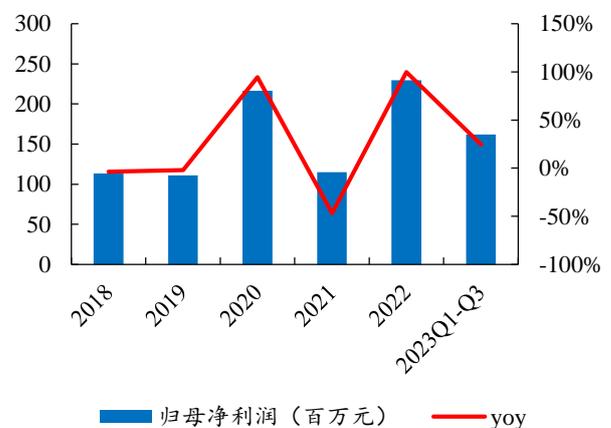
## 1.2、营收利润稳健增长，费用管控能力良好

**疫情影响叠加门店拓展成本开支，使公司业绩短期承压。**2021年药店板块整体受疫情影响较大，国内多地区为加强疫情防控，纷纷出台入店客流登记、四类药品暂停门店销售、门店暂时关闭等措施，对药品零售门店的客流以及销售额产生一定的影响，因此2021年公司营收增速呈现显著下滑。同时叠加2021年公司自建门店数量快速增长，全年新建直营门店数量同比增长175.6%，致使归母净利润显著承压。

**营业收入稳健增长，疫情影响逐步消退。**拉长时间维度来看，公司营收及净利润整体增速稳健，2018-2022年公司营业收入由28.88亿元增长至78.23亿元，CAGR达28.29%；归母净利润由1.13亿元增长至2.29亿元，CAGR达19.28%。2023年前三季度公司实现营收65.34亿元，同比增长24.53%，归母净利润达1.62亿元，同比增长24.52%，扣非归母净利润1.6亿元，同比增长30.17%。值得注意的是，2022年公共卫生事件后，四类药品限制陆续放松，居民需求得到释放，为公司营收带来一定的积极贡献。相对应的，2022年增加的四类药品家庭库存以及居民购买产生的高基数营收存在“双刃剑”效应，但此影响在2023年开始逐步消退，虽在一定程度上使2023年业绩表现相对疲软，但不改长期向好趋势。

**图4：长期来看公司营收呈现稳健增长态势**


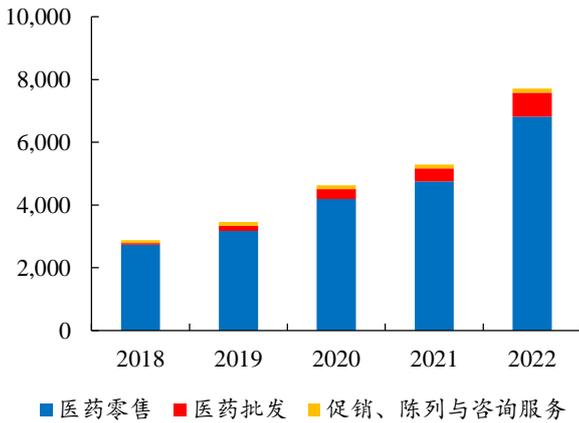
数据来源：Wind、开源证券研究所

**图5：2021年受疫情影响，归母净利润显著承压**


数据来源：Wind、开源证券研究所

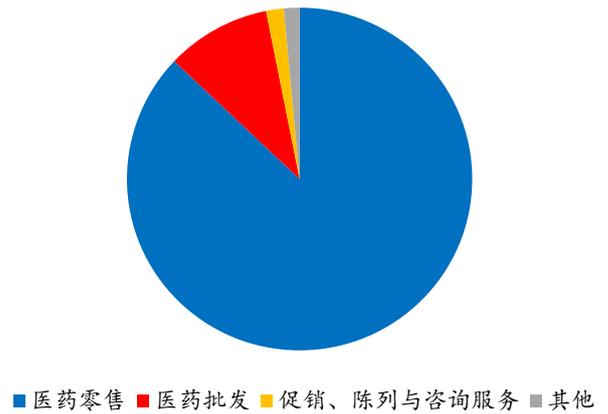
分行业来看，零售业务为主要营收来源。公司主营业务包括医药零售、医药批发和促销、陈列与咨询服务。2022年公司医药零售营收达68.11亿元，同比增长43.32%，占总营收的87.07%；批发业务营收达7.68亿元，同比增长85.05%，占总营收的9.81%；促销、陈列与咨询服务营收达1.3亿元，同比增长9.06%，占总营收的1.66%。其中，批发业务受益于公司战略布局，自2020年起大力拓展加盟业务以来，2022年营收规模已实现翻倍增长。

图6：医药零售是公司的关键主营业务（单位：百万元）



数据来源：Wind、开源证券研究所

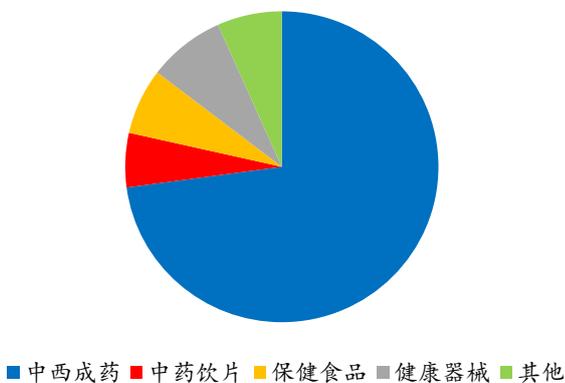
图7：2022年医药零售营收贡献占比超85%



数据来源：Wind、开源证券研究所

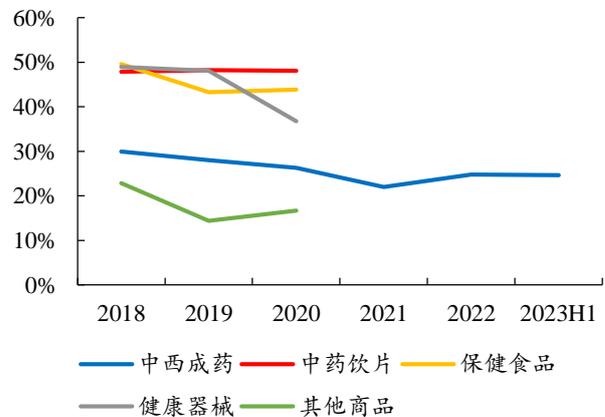
分产品来看，中西成药为主要营收来源。公司已布局中西成药、中药饮片、保健食品和健康器械等产品在内的多元化、全家庭的商品体系。2022年公司中西成药营收达57.01亿元，同比增长47.16%，占总营收的72.87%；中药饮片营收达4.42亿元，同比增长26.19%，占总营收的5.65%；保健食品营收达5.37亿元，同比增长13.25%，占总营收的6.86%；医疗器械营收达6.21亿元，同比增长55.29%，占总营收的7.93%。从收入占比来看，中西成药的收入占比最高，2018-2022年，中西成药收入从19.42亿元增长到57.01亿元，CAGR达30.9%，2023H1中西成药收入为31.54亿元，同比增长29.34%。此外，在多元化经营的发展策略下，不同类型产品的毛利率差异较大。其中，公司营收占比最高的中西成药产品2023H1毛利率为24.63%，同比增长1.4pct。

图8：公司已形成多元化、全家庭的商品体系（2022年）



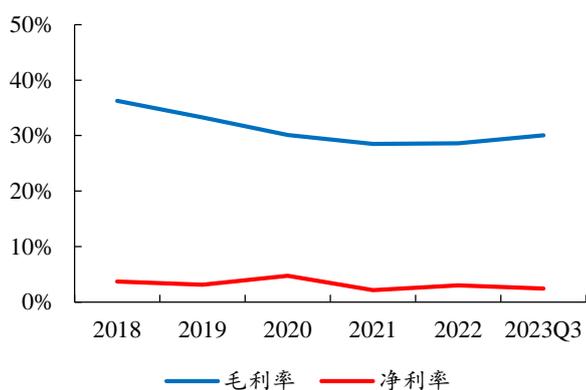
数据来源：Wind、开源证券研究所

图9：2021-2023H1中西成药毛利率维持较稳定水平

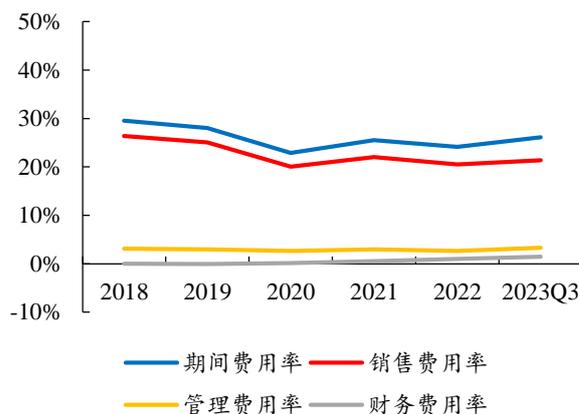


数据来源：Wind、开源证券研究所

盈利能力稳中向好，费用管控相对稳健。从整体盈利能力来看，公司毛利率自2018年起逐年下滑，从2018年的36.25%下降至2021年的28.51%，并自2021年起基本维持平稳，2023年前三季度公司毛利率达30.07%，呈小幅上扬态势。净利率2020年小幅上涨至4.73%，但整体基本维持在3%上下波动，2023年前三季度净利率达2.44%。从费用端来看，期间费用率从2018年的29.52%下降至2020年的22.87%，2020年后呈现增长态势，2023年前三季度期间费用率达26.14%，其中销售费用为21.36%。销售费用自2020年小幅回升主要由于：（1）新增门店和渠道拓展导致的营运支出增加；（2）为满足消费者对于专业服务能力的需要，需要全面补充员工和职业药师，为后续快速发展储备人才，因此人工费用支出增加。

**图10：公司盈利能力稳中向好，毛利呈改善趋势**


数据来源：Wind、开源证券研究所

**图11：公司费用率水平自2020年起基本稳定**


数据来源：Wind、开源证券研究所

## 2、政策支持处方外流，药品零售市场前景广阔

### 2.1、政策助力处方外流，长期趋势不改，利好零售药店行业发展

处方外流为长期发展趋势，为零售药店行业发展打开新局面。处方外流是中国医疗改革发展的大趋势，2009年3月，国务院发布的《中共中央国务院关于深化医药卫生体制改革的意见》指出要推进医药分开，为后续我国医药卫生领域改革明确了发展目标。目前，随着国家接连推进药品零加成、分级诊疗、带量采购、“双通道”、门诊统筹等一系列政策，将会促进处方持续、加速外流，零售药店将受益于处方外流带来的市场流量。

**表2：国家出台多项政策促进处方外流，利好零售药店行业发展**

发布时间	发布机构	文件	重点内容
2009/03/17	国务院	《中共中央国务院关于深化医药卫生体制改革的意见》	推进医药分开，探索多种有效方式逐步改革以药补医机制，通过实行药品购销差别加价、设立药事服务费等多种方式逐步改革药品加成政策。
2014/05/13	国务院办公厅	《深化医药卫生体制改革2014年重点工作任务》	采取多种形式推进医药分开，取消药品加成、医保支付能力、群众就医负担以及当地经济社会发展水平等因素调整医疗服务价格；鼓励零售药店发展和连锁经营，增强基层和边远地区的药品供应保障能力。
2015/05/17	国务院办公厅	《关于城市公立医院综合改革试点的指导意见》	试点城市所有公立医院推进医药分开，积极探索多种有效方式改革以药补医机制，取消药品加成（中药饮片除外）。将公立医院补偿由服务收费、药品加成收入和政府补助三个渠道改为服务收费和政府补助两个渠道。力争到2017年试点城市公立医院药占比(不含中药饮片)总体降到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。
2016/12/26	国务院医改办会同国家卫计委、食品药品监督总局、国家发改委等部委	《关于在公立医疗机构药品采购中推行“两票制”的实施意见（试行）的通知》	提出公立医疗机构在采购中逐步推行“两票制”，鼓励其他医疗机构药品采购中推行“两票制”。综合医改试点省（区、市）和公立医院改革试点城市要率先推行“两票制”，鼓励其他地区执行“两票制”，争取到2018年在全国推开。
2017/01/24	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。
2017/04/29	国家七部委	《关于全面推开公立医院综合改革工作的通知》	2017年9月30日前，全面推开公立医院综合改革，所有公立医院全部取消药品加成（中药饮片除外）。同时巩固取消药品加成成果，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。
2018/11/14	国务院办公厅	《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。
2019/01/01	国务院办公厅	《国家组织药品集中采购试点方案》	完善药品价格形成机制，开展国家组织药品集中采购和使用试点。在试点地区公立医疗机构报送的采购量基础上，按照试点地区所有公立医疗机构年度药品总用量的60%-70%估算采购总量，进行带量采购，量价挂钩、以量换价，形成药品集中采购价格；通过招标、议价、谈判等不同形式确定的集中采购品种，试点地区公立医疗机构应优先使用，确保1年内完成合同用量，实现“招采合一，保证使用”。
2019/09/01	联合采购办公室	《联盟地区药品集中采购文件》	扩大药品集中采购政策至全国25个省份，要求医疗机构优先使用本省（区）集中采购中选品种，并确保完成约定采购量。
2019/09/25	国家医疗保障局、财政部和卫计委等九部门	《关于国家组织药品集中采购和使用试点扩大区域范围的实施意见》	在全国范围内推广“4+7”试点集中带量采购模式。
2019/11/26	国家医疗保障局	《关于做好当前药品价格管理工作的意见》	推进形成合理的药品差价比价关系，依法管理麻醉药品和第一类精神药品价格；建立健全药品价格常态化监管机制，做好短缺药品保供稳价相关的价格招采工作。

发布时间	发布机构	文件	重点内容
2020/01/16	国家医保局等	《关于开展第二批国家组织药品集中采购和使用工作的通知》	为进一步惠及更多患者，形成社会和产业界对改革的稳定预期，仍以带量采购为核心，继续推进药品集中采购工作，并扩大集中采购和使用药品品种范围。
2020/02/21	国家卫生健康委等	《关于加强医疗机构药事管理促进合理用药的意见》	推动“1+X”用药模式，“1”为国家基药目录，“X”为非基药。并鼓励医疗联合体探索药品统一采购。
2020/02/25	国务院	《关于深化医疗保障制度改革的意见》	旨在深化药品、医用耗材集中带量采购制度改革。坚持招采合一、量价挂钩，全面实行集中带量采购。推进医保基金与医药企业直接结算，完善医保支付标准与集中采购价格协同机制。
2021/01/18	国务院办公厅	《关于推动药品集中带量采购工作常态化制度化开展的意见》	药品集中带量采购是协同推进医药服务供给侧改革的重要举措，未来推动药品集中带量采购工作常态化制度化开展。
2021/04/22	国家医疗保障局	《关于建立完善国家医保谈判药品“双通道”管理机制的指导意见》	全面实施医疗保障定点医疗机构、医疗保障定点零售药店管理办法。优化定点管理流程，扩大定点覆盖面，将更多符合条件的基层医疗机构纳入医保定点范围。鼓励社会办医疗机构、定点零售药店参与集中带量采购。
2021/09/29	国务院	《“十四五”全民医疗保障规划》	全面实施医疗保障定点医疗机构，医疗保障定点零售药店管理办法。优化定点管理流程。扩大定点覆盖面。将更多符合条件的基层医疗机构纳入医保定点范围。鼓励社会办医疗机构、定点零售药店参与集中带量采购。
2022/09/01	国家市场监督管理总局	《药品网络销售监督管理办法》	从事药品网络销售、提供药品网络交易平台服务，应当遵守药品法律、法规、规章、标准和规范，依法诚信经营，保障药品质量安全等。
2022/11/30	国家药监局	《药品网络销售禁止清单（第一版）》	公布了明确禁止销售的药品：疫苗、血液制品、麻醉药品、精神药品、医疗用毒性药品、放射性药品、药品类易制毒化学品；医疗机构制剂、中药配方颗粒，以及其他禁止通过网络销售的药品名单。
2023/02/15	国家医疗保障局	《关于进一步做好定点零售药店纳入门诊统筹管理的通知》	各级医保部门要采取有效措施，鼓励符合条件的定点零售药店自愿申请开通门诊统筹服务，为参保人员提供门诊统筹用药保障。依托全国统一的医保信息平台，加快医保电子处方中心落地应用，实现定点医疗机构电子处方顺畅流转至定点零售药店。定点医药机构可为符合条件的患者开其长期处方，最长可开具12周。

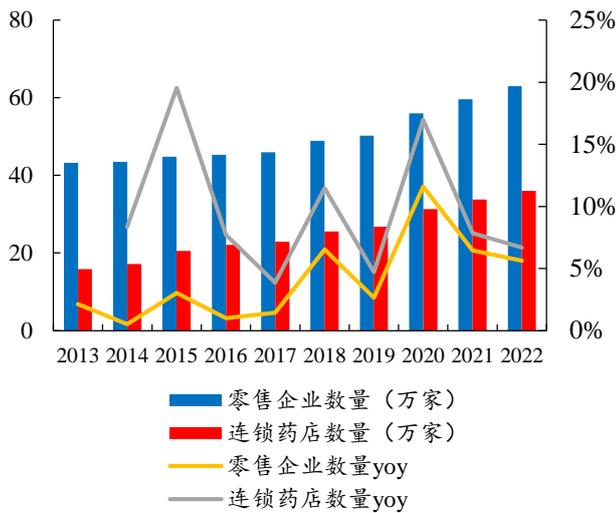
资料来源：中国政府网、国家医保局等、开源证券研究所

## 2.2、提高连锁化率和集中度，建立规模优势，承接外流处方

### 2.2.1、零售药店增速迅猛，连锁化率稳步提升

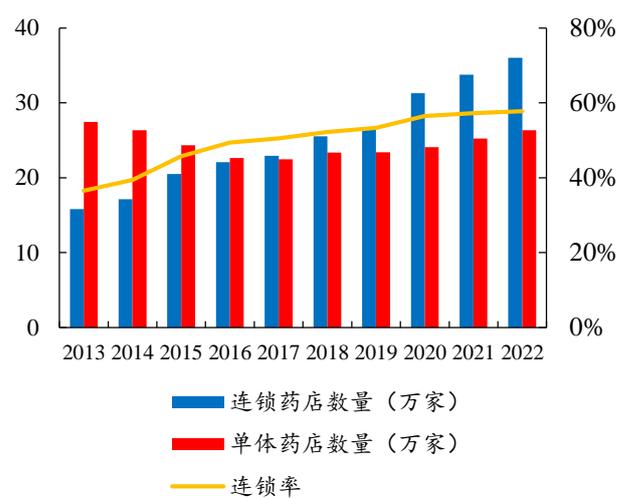
**药品零售企业数量持续增长，零售药店连锁化率稳步提升。**据商务部《2022年药品流通行业运行统计分析报告》统计，2022年全国共有药品零售企业约63万家，其中零售连锁企业6,650家、下辖连锁门店36万家，零售单体药店26.33万家，零售药店连锁化率约57.8%。2013-2022年，我国零售药店向连锁化经营模式方向稳步发展，连锁化率稳步提升。但与此同时，2021年美国零售药店连锁率达71.1%，相比于发达国家，中国零售药店连锁率仍处于较低水平。

图12: 药品零售企业数量增速 2020 年达到峰值



数据来源: 商务部 2013-2022 年《药品流通行业运行统计分析报告》、开源证券研究所

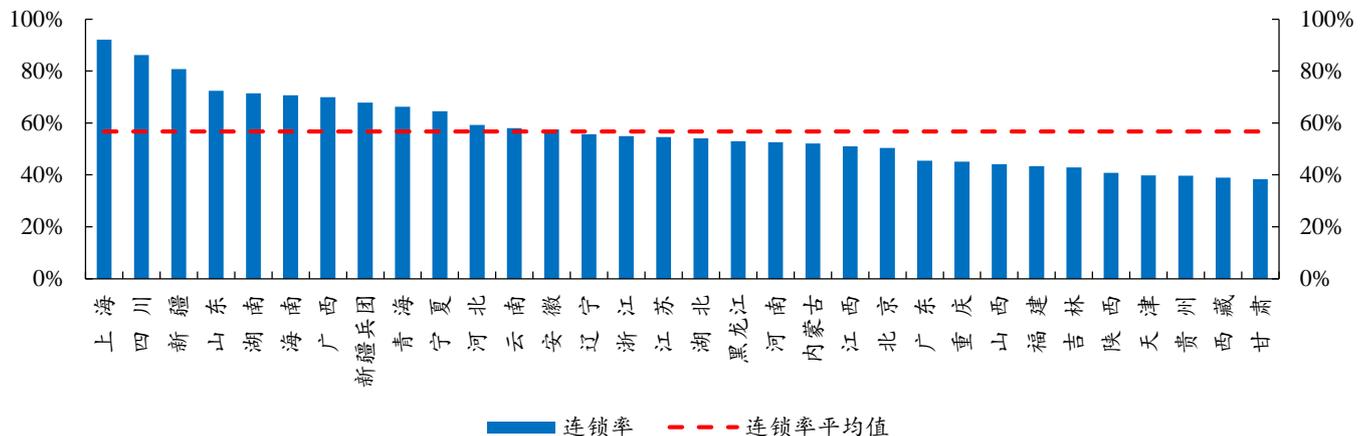
图13: 2013-2022 年我国零售药店连锁率持续提升



数据来源: 商务部 2013-2022 年《药品流通行业运行统计分析报告》、开源证券研究所

中国不同地区的零售药店连锁率存在显著差异，上海连锁率最高。根据《2022年药品监督管理局统计年度数据》计算，国内各地区零售药房连锁率存在较大差异。上海地区连锁化率最高，达92.09%，而全国平均水平仅为57.76%。由此可见，全国范围内零售药店市场发展并不均衡，各区域内的竞争程度也存在较大差异，呈现一定的区域竞争特征，因此竞争实力较强的零售药店企业在医疗资源相对不丰富、零售药店市场发展程度较低、区域竞争程度较弱的地区内仍有进一步深入开发的空間。

图14: 2022 年中国不同地区的零售药店连锁率存在显著差异



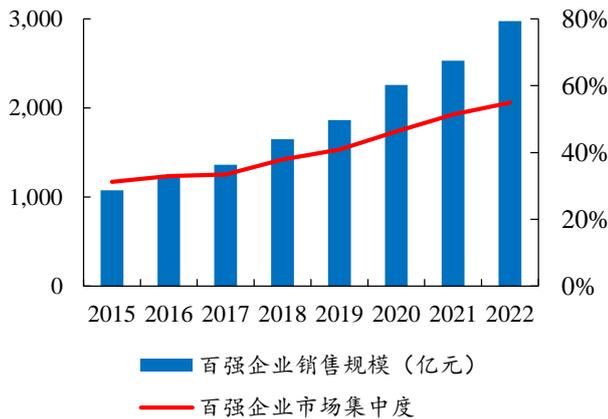
数据来源: 国家药品监督管理局《2022年药品监督管理局统计年度数据》、开源证券研究所

政策引领行业发展方向，中国零售药店市场大有可为。2021年10月商务部发布《关于“十四五”时期促进药品流通行业高质量发展的指导意见》，明确指出到2025年，要培育形成5-10家超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%的总体发展目标。我们认为随着政策引导支持，大型连锁药店将会持续扩张全国范围门店布局，以“内生增长+外延并购”实现内外兼修，重点突破根基较弱城市，打破区域实力不平衡现状，中国零售药店连锁率未来仍具有较大的提升空间。

## 2.2.2、零售药店行业龙头集中度较低，规模壁垒需不断提升

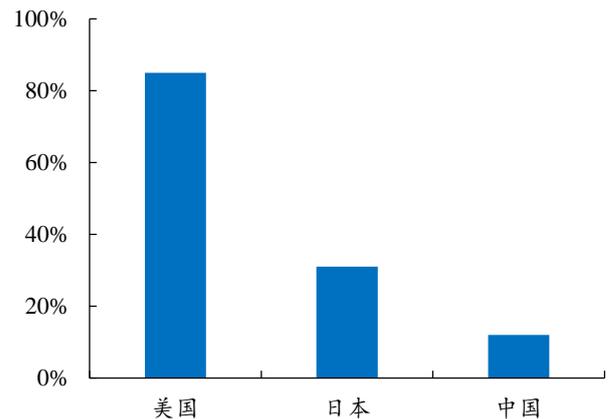
连锁药店集中度快速提升，存在较大发展潜力。2015-2022年，中国连锁零售药店的CR100从31.2%提升至54.9%，年均增幅为3.4%。此外，2022年美国零售药店CR3为85%，日本为31%，中国为12%，相比美国、日本等成熟市场，中国行业龙头的市场集中度仍有较大的提升空间。我们认为集中度较高的企业更有利于发挥自身的规模优势，进而拥有较强的采购议价权，有利于降低采购成本，提升盈利能力。

图15：中国零售连锁竞争力百强规模及集中度持续提升



数据来源：中康 CMH、老百姓公告、开源证券研究所

图16：2022年中国零售药店 CR3 仅为 12%



数据来源：运联智库公众号、开源证券研究所

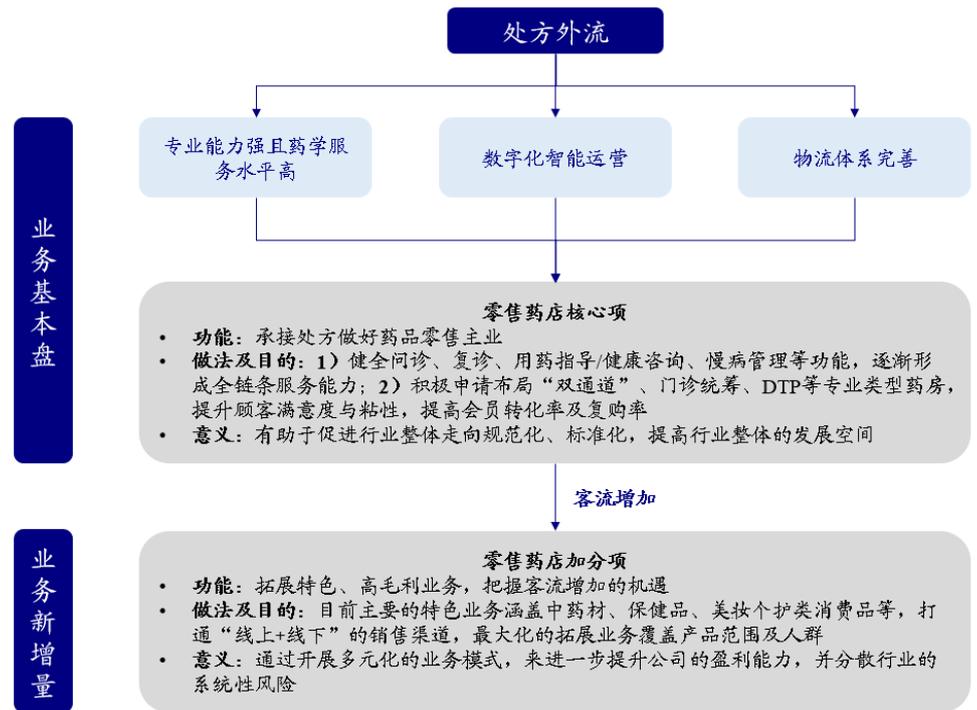
## 2.3、专业服务能力为核心竞争力，布局特色业务带来差异化优势

我们认为，在政策支持并促进行业集中度和连锁化率提升的大背景下，处方外流趋势不可逆，并将持续性的进行。因此，医药零售企业需要拥有过硬的专业实力，才能建立核心竞争力，把握处方外流机遇。此外，在医药零售企业承接外流处方的同时，需要紧跟发展潮流、同步布局特色业务板块，打造差异化竞争优势，才能够脱颖而出。因此，我们认为医药零售企业需要：

**(1) 执业药师规范化，提升药学服务水平，加深顾客信任度，增强客户粘性。**零售药店应加大药学服务团队的培训力度，提高团队的专业知识和服务技能，逐渐形成全链条服务能力，同时各企业积极申请“双通道”、门诊统筹等专业资格。

**(2) 积极拥抱新技术，赋能产业发展。**当下科技发达，各企业应积极布局数字化、智能化运营体系，对各门店实行精细化运营管理，提升单店营收。此外，“互联网+”概念已为医药零售企业打开想象空间，通过布局公域和私域，可以加速引流，为公司带来更多的顾客群体。同时也需完善物流配送体系建设，保证货品在零售端和批发端送达的及时性。

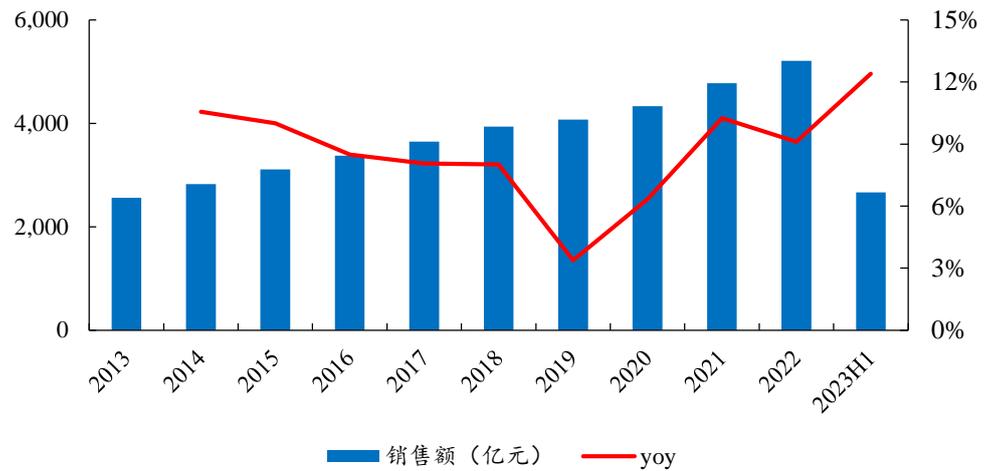
**(3) 因地制宜，打造特色产业。**零售药店承接医院外流处方，可以获取更多来自医院的客源。虽然在“零加成”、带量采购等政策下，处方药销售的毛利率较低，但各大零售药房可以通过开展多元化的业务模式，提升盈利能力，分散风险。

**图17：零售药店业务需以基本盘业务为基础，再建设新增量**


资料来源：公司公告、BCG《处方药零售业发展趋势 2021 年度洞察报告》、开源证券研究所

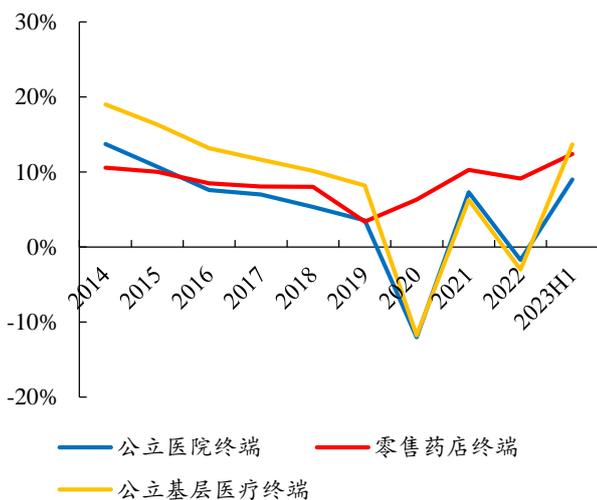
## 2.4、政策利好+行业连锁集中+专业实力，促进零售药店行业向好发展

**零售渠道药品销售额逐年稳定提升，市场规模持续扩大。**2013-2022 年，零售渠道药品销售额从 2,558 亿元增长至 5,209 亿元，CAGR 达 8.2%，市场整体规模稳定增长。2019 年零售渠道药品销售额同比增速显著放缓，主要由于医保控费趋严以及“神药”风波造成部分地区药店下架非药品等影响。而自 2019 年起，零售渠道药品销售额增速逐渐提升，2023H1 同比增速增长至 12.4%，虽然存在新冠疫情拉动药品需求增长的部分原因，但我们认为随着国家药品注册监管政策持续完善，带动消费者信心逐步恢复，且基于前述分析，在“医疗改革等多项政策利好、行业连锁化率和集中度持续提升、零售药店专业实力增强”三项“自上而下、从面到点”的利好因素作用下，未来零售药店行业仍具有较为乐观的增长空间。

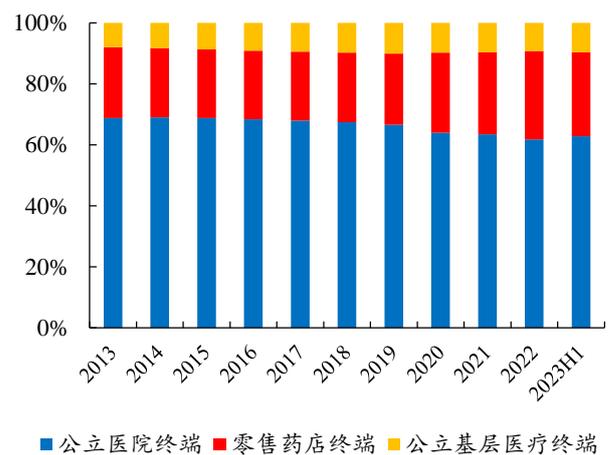
**图18：中国零售渠道药品销售额基本呈逐年提升成长趋势**


数据来源：米内网、头豹研究院、开源证券研究所

**零售药店增长极具韧性，终端占比稳健提高。**2023H1 全国药品销售额为 9,655 亿元，行业整体增速为 10.4%。**分渠道看**，公立医院终端销售额为 6,062 亿元，同比增长 9.0%；零售药店终端销售额为 2,668 亿人民币，同比增长 12.4%；公立基层医疗终端销售额为 925 亿元，同比增长 13.7%。**从市场销售占比来看**，2013-2022 年间，药品零售终端市场销售占比不断提高，2023H1 公立医院、药品零售和立基层医疗终端占比分别为 62.8%、27.6%和 9.6%。同时，零售药店终端的增长极具韧性，对比三大药品终端的销售额增速，在 2020 年疫情影响下三大终端增速都呈现急速下滑态势，而零售药店终端仍旧保持正增长状态。未来在处方药外流加速推进的趋势下，药品零售渠道占比有望持续提升，有利于零售药店行业整体向好发展。

**图19：2019 年起零售药店终端销售额增速领先**


数据来源：米内网、开源证券研究所

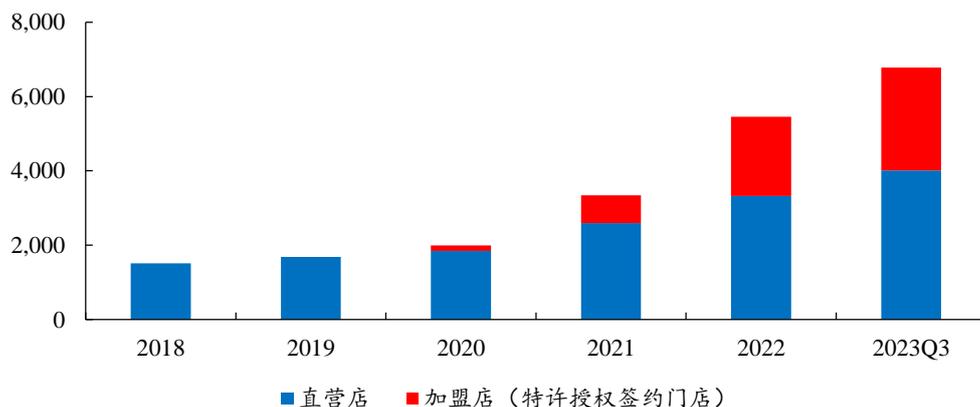
**图20：零售药店终端市场销售占比稳健提高**


数据来源：米内网、头豹研究院、开源证券研究所

### 3、线下渠道：“自营+加盟”立体布局，加速业务版图扩张

直营为主、加盟为辅，深耕优势区域、向全国稳健扩张。截至 2023Q3，公司门店总数达到 6,778 家（加盟 2,763 家），直营门店 4,015 家，其中有 3,544 家门店位于山东省，占总直营门店数量的 88.3%。公司通过“自建、并购、加盟”相结合的方式，快速拓展空白市场。

图21：公司以“自建、并购、加盟”相结合的方式迅速拓展门店网络



数据来源：公司年报、公司公告、开源证券研究所

#### 3.1、直营业务：主要的门店拓展方式，加盟业务快速启航

深耕山东市场，布局全国。公司不断夯实优势市场的网络布局及品牌优势，将覆盖城市消费需求的城市中心店做为核心，针对性的分析城市商圈特征，打造包括商业中心店、社区店、医院店等店群集的终端网络布局。

图22：以山东为根据地，探索长江以北地区并进入福建



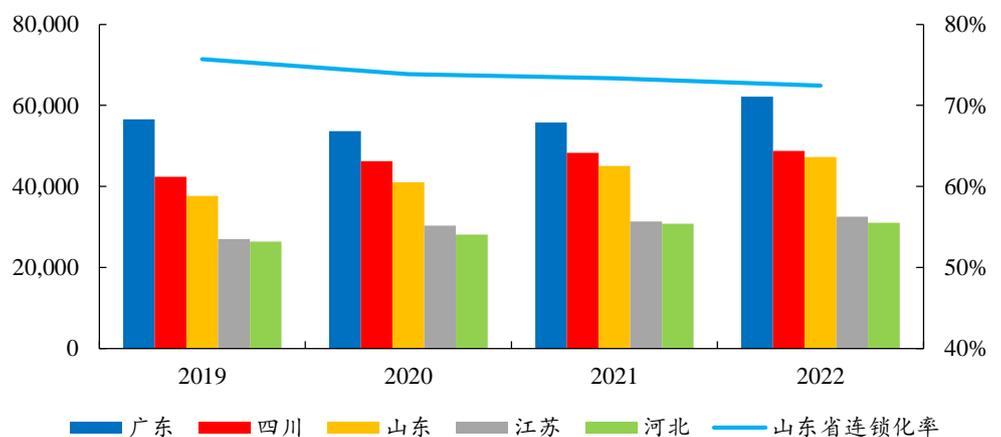
资料来源：公司公告、自然资源部标准地图服务系统、开源证券研究所

### 3.1.1、省内：市场份额第一，连锁化率高，具备较高的提升潜力

山东省是经济强省，地区经济稳定增长带动零售药店市场发展活跃。2023 年，山东省 GDP 同比增长 6.0%，达 92,068.7 亿元，位列全国第三；居民人均可支配收入 39,890 元，同比增长 6.2%。同时社会保障体系更加健全，居民基本养老保险和医疗保险参保人数分别为 4,566.3 万人和 9,654.7 万人，居民基本养老保险基础养老金最低标准提高到每人 168 元/月，居民医保人均财政补助标准和个人缴费最低标准分别提高到 640 元和 380 元。

居民收入提升、医保政策完善带动区域零售药店行业积极发展。据国家药监局数据统计，2022 年山东省零售药店连锁企业 745 家，药店总数达 47,240 家，同比增长 4.8%，药店总数排名仅次于广东和四川，位列全国第三。其中，连锁药店 34,218 家，同比增长 3.5%；单体药店 13,022 家，同比增长 8.3%，由此推算 2022 年山东省零售药店连锁化率约 72.4%，远高于全国药店连锁率 57.8%，区域龙头效应明显。

**图23：2019-2022 年山东省零售药店总量均排名第三、连锁化率超 70%（单位：家）**



数据来源：国家药监局、第一药店财智公众号、开源证券研究所

漱玉平民在销售额、市场占有率方面均位列省内第一，仍具有较大的市场份额提升空间。据商务部发布的《2022 年药品流通行业运行统计分析报告》统计，2022 年药品零售企业销售总额前 100 名中，山东省有四家企业上榜，分别是漱玉平民、临沂市仁和堂、燕喜堂和山东立健，且漱玉平民的销售总额是其他三家公司总营收的 1.5 倍。此外，根据《中国药店》发布的《2022-2023 年度中国药店价值榜（山东省）》来看，截至 2022 年底，漱玉平民以 3,116 家省内分店位列第一，占山东省连锁零售药店总数的 9.1%，Top8 企业合计门店占比约 30%，市场竞争格局仍较为零散，给予公司较广阔的发展空间。

图24：2022年公司销售总额位列山东省第一名

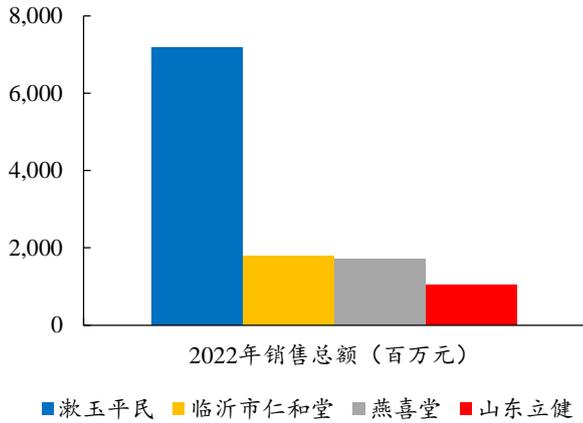
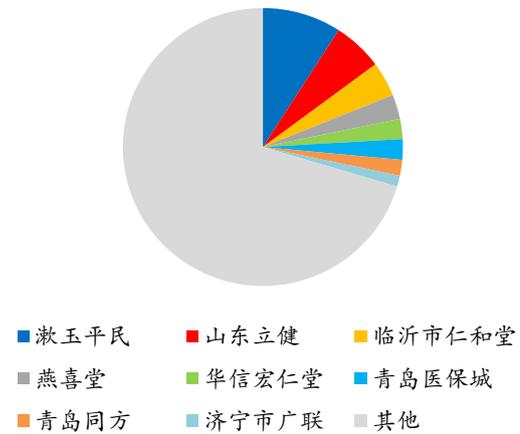


图25：2022年公司山东省内分店占连锁药店总数的9%



数据来源：《2022年药品流通行业运行统计分析报告》、开源证券研究所

数据来源：《2022-2023年度中国药店价值榜（山东省）》、国家药监局、开源证券研究所

**发挥龙头优势“扬长补短”，继往开来平衡省内各区域下沉速度。**我们认为公司当下已占据先发优势，应利用省内较零散的竞争格局，加快门店布局及下沉速度，“扬长补短”式加速覆盖门店基础较薄弱地区，持续渗透省内各地级市县域市场。

### 3.1.2、省外：并购为主要抓手，着眼全国

**“阶梯式”拓展省外市场，重点布局辽宁及福建两省。**公司在直营店拓展方面，主要以并购方式进入省外连锁化率较低市场，其中位于第一拓展梯队的是辽宁省和福建省，2021年至2023Q3期间总计并购201家和152家门店。由于被并购门店一般经营较为成熟，因此可以在较短时间内为公司贡献营收及利润，同时考虑到监管政策方面逐渐趋严，逐步要求互联网售药必须要有线下药店经营实体，因此我们认为并购成熟中小连锁可以帮助公司较快切入陌生市场，打开新局面。

图26：山东省外的年新增自建门店数量较少（单位：家）

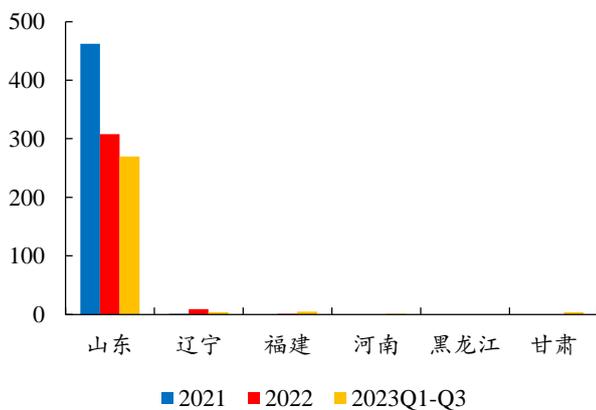
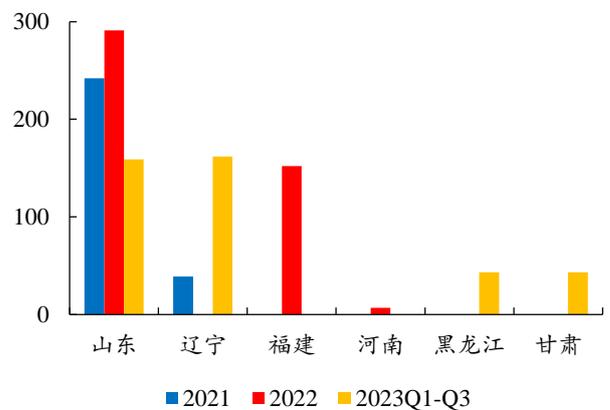


图27：公司以并购方式进入辽宁和福建市场（单位：家）



数据来源：公司年报、公司公告、开源证券研究所

数据来源：公司年报、公司公告、开源证券研究所

**东北三省本土企业发展缓慢，为公司提供进入及发展空间。**截至2023Q3，公司在辽宁省和黑龙江省共拥有门店215家和43家，其中2023年前三季度分别并购门店162家和43家。我们认为此举彰显了公司想要大力发展东北区域的战略举措，即

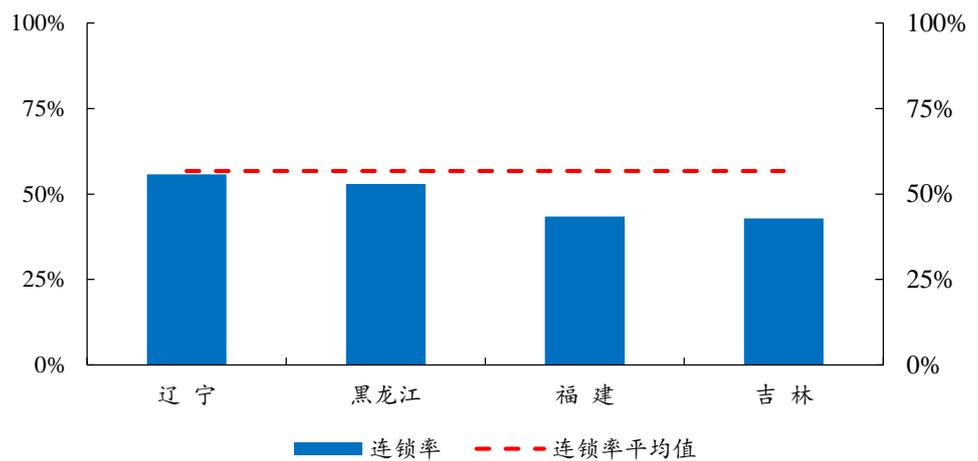
以辽宁为重点突破口，辅以黑龙江，进入东北市场，逐渐拓展形成规模性优势。此外，国家药品监督管理局发布的《药品监督管理统计年度数据（2022年）》显示，东北三省零售药店连锁化率低于全国平均水平，公司有望凭借专业经营管理能力持续提升盈利能力，赋能业绩提升。

**表3：公司 2023Q1-Q3 积极向外扩张，重点布局山东及辽宁（单位：家）**

省份	期初门店数量	新建门店数量	并购门店数量	关闭门店数量	期末门店数量
山东省	3,116	270	159	1	3,544
辽宁省	49	4	162	-	215
福建省	153	5	-	-	158
河南省	7	1	-	-	8
黑龙江省	-	-	43	-	43
甘肃省	-	4	43	-	47
<b>合计</b>	<b>3,325</b>	<b>284</b>	<b>407</b>	<b>1</b>	<b>4,015</b>

数据来源：公司公告、开源证券研究所

**图28：2022年东北三省及福建连锁化率均低于全国平均水平**

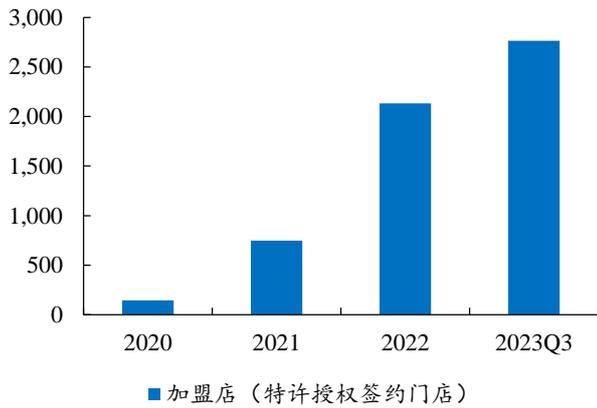


数据来源：《2022年药品监督管理统计年度数据》、开源证券研究所

### 3.2、加盟业务：厚积薄发，快速启航

**起步较晚，但发展迅猛。**公司加盟业务于2019年底起步，加盟门店数量从2020年的146家，在2021年进入了快速发展时期后增长至2023Q3的2,763家。在品牌特许经营的模式下，公司积极组织招商会、参加行业会议，以多种方式联络意向客户，洽谈加盟合作业务。同时公司采用直营式管理与品牌授权相结合的业务模式，制订标准化的加盟手册，加强对合作企业的商品质量管控力，全面提升加盟店的经营能力和业绩。

图29：公司加盟门店数量快速提升（单位：家）



数据来源：公司年报、公司招股书、开源证券研究所

图30：拓展中小型门店连锁网络，实现合作共赢



资料来源：公司官网、开源证券研究所

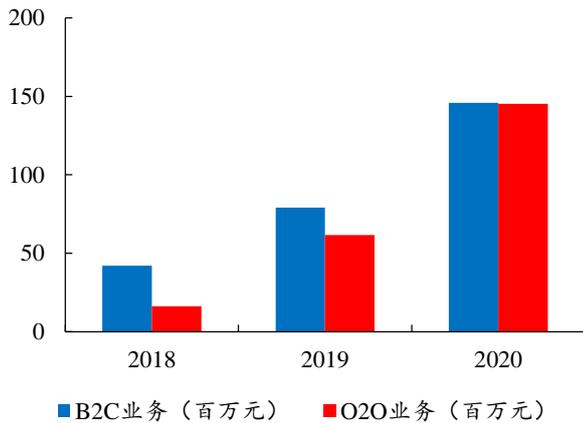
在零售药店行业加速发展的大背景下，中小连锁和单体药店的经营上升空间已经逐渐被挤压，通过加盟可以得到专业管理模式的培训赋能，专业的数字化运营系统可以使经营便捷化、智能化，同时公司也可以为加盟店提供强有力的产品体系支持和及时的物流服务，因此我们认为加盟的业务模式将在省内省外同步加速拓展，为公司营收带来较大的跳跃式增长空间。

#### 4、线上渠道：数智运营持续优化，赋能新零售业务不断发展

“互联网+”助推数智化运营平台优化，线上营业收入快速提升。自2013年公司设立电商事业部以来，新零售业务已发展近十年，目前已经构建一套成熟的、以自主研发为核心的全域营销平台，并且在精细化运营、组织体系及内控流程方面予以支持，持续提升全渠道服务能力。此外，公司坚持在数字化管理运营方面持续优化，以大数据模型洞察市场趋势，优化库存管理、价格策略、营销活动及物流管控，快速响应客户问题及需求并提供个性化的健康建议和推荐，提升线上客户粘性 & 转化率。截至2023H1，公司线上业务实现收入5.8亿元，同比增长61%，约占公司总营收的13.6%，业务发展增速迅猛，仍具有较大的提升空间。

**B2C、O2O与私域运营三驾马车，驱动新零售业务快速发展。**公司深挖客户需求：(1) **公域方面提出“公域做精”的战略方向。**针对第三方B2C平台，通过多主体店铺群管理、平台方深度合作、精细化运营等方式提升销售额，2018-2020年公司B2C业务营收从0.42亿元增长至1.46亿元，CAGR达85.98%；针对第三方O2O平台，通过调整组织结构、多级门店管控、深耕线上商圈等方式提升销售额，2018-2020年公司O2O业务营收从0.16亿元增长至1.45亿元，CAGR达199.08%，同时也有助于进一步提高区域市占率。随后公司持续深化公域优势，加强精细化运营能力，2022年B2C和O2O业务净利润均有提升，且B2C业务净利润同比增长超100%。(2) **私域方面积极打造流量池。**依托微信公众号、视频号 and 小程序等载体进行精细化生态管理，其中“漱玉平民+”微信小程序集成药品配送与各类会员服务，可实现线上线下融合营销。截至2023H1累计私域用户量达970余万，自有平台销售同比提升50%。

图31：2018-2020年公域业务营业收入快速提升



数据来源：公司公告、开源证券研究所

图32：线上“公域+私域”购药渠道布局完善



资料来源：公司官网

## 5、塑造品牌影响力，建设多元化商品体系，打造差异化优势

**塑造品牌 IP、践行公益精神，赋能品牌影响力。**公司秉承“以客户价值为中心”的经营理念，为使“漱玉平民”品牌打破圈层走向全民化，公司在经过“具象化、内涵、延展力”三位一体的 IP 课题研究后，于 2022 年推出全新“漱小玉”自有 IP，持续推出系列生活商品。此外，公司在此基础上推出“漱小玉在行动”的公益品牌，以品牌力量构筑公益精神，向需要帮助的群体捐资捐物，新冠疫情期间坚持助力疫情防控工作，极大提升漱玉整体企业形象。同时公司会联合知名药企进行公益活动，例如 2018 年携手神威药业、太极藿香关爱高温户外工作者，带动双方品牌的人民认知度快速增长。

图33：公司围绕“漱小玉”品牌 IP 打造多种类商品

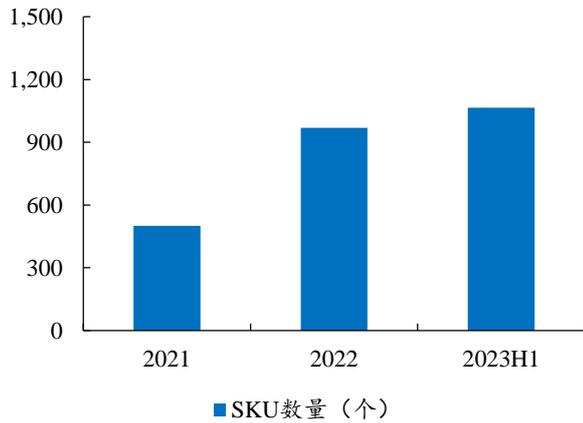


资料来源：漱玉平民微信公众号

**发展自有商品品牌、引进高需求产品，建设多元化商品体系，拓展品牌价值。**我们认为多年龄客户群体可及化是目前零售药店的主要布局方向，目前公司大力发展自有“鹤华中药”品牌，为打造道地原产中药系列，积极与各中药原产地主管政府部门合作，目前已经合作的产品包括中宁枸杞、文登西洋参、黄山贡菊等，从源头

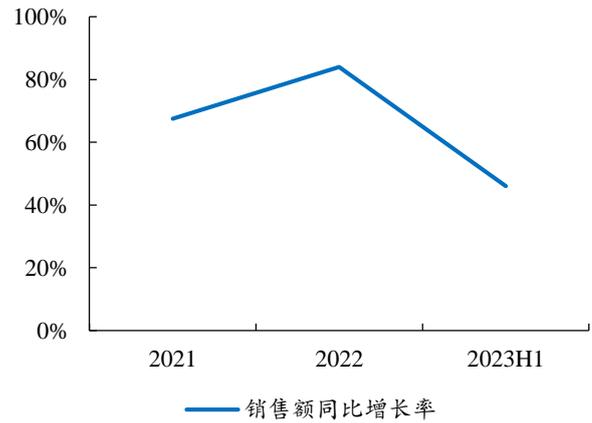
上把控药品质量。商品类型已拓展养生饮品、养生零食，同时创新开发年轻化中药养生商品，如儿童零食、冻干果茶类等商品，有利于在年轻人群中塑造品牌影响力。截至 2023H1 自有商品累计开发 1,065 个 SKU，销售额同比增长 46%，约占零售业务总销售额的 13%。此外，公司积极引进功能性护肤品类，布局美肤、护肤交流平台，大力发展美肤社群，为消费者提供更加精准及时的护肤指导，有利于公司实现“男性女性+多年龄阶层”客户群体的全面覆盖。

图34：公司自有商品累计开发 SKU 数量持续增长



数据来源：公司公告、开源证券研究所

图35：2023H1 自有品牌产品销售额同比增长率为 46%



数据来源：公司公告、开源证券研究所

## 6、盈利预测与投资建议

### 6.1、关键假设

公司坚持直营连锁为主的营销模式和区域深耕的稳健扩张策略，通过“自建+并购+加盟”的发展战略持续向下扎根、向外拓展，我们假设：

(1) 零售业务：以直营门店为主，涵盖自建门店和并购门店，是公司业务的基本盘，预计维持稳定增长。我们预计 2023-2025 年公司零售业务收入增速分别为 17.60%/29.21%/25.12%，毛利率分别为 31.00%/31.00%/31.00%。

(2) 批发业务：以加盟为主，业务拓展迅速，未来有望加速发展。我们预计 2023-2025 年公司批发业务收入增速分别为 35.00%/35.00%/35.00%，毛利率分别为 16.00%/16.50%/16.50%。

(3) 促销、陈列与咨询服务业务：我们预计 2023-2025 年公司促销、陈列与咨询服务业务收入增速分别为 9.00%/9.00%/9.00%，毛利率分别为 32.00%/32.50%/33.00%。

(4) 其他业务：我们预计 2023-2025 年公司其他业务收入增速分别为 10.00%/10.00%/10.00%，毛利率分别为 45.00%/45.00%/45.00%。

**表4：基于关键假设预计公司各板块收入增速保持稳健**

漱玉平民 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入	7,823	9,313	12,041	15,158
yoy	47.0%	19.0%	29.3%	25.9%
毛利率 (%)	28.6%	28.8%	29.3%	29.8%
归属母公司股东的净利润	229	194	249	347
yoy	99.6%	-15.7%	28.5%	39.4%
主营业务收入拆分				
1. 零售业务				
收入	6,811.47	8,010.00	10,350.00	12,950.00
yoy	43.32%	17.60%	29.21%	25.12%
毛利率 (%)	29.72%	31.00%	31.00%	31.00%
业务收入比例 (%)	87.07%	86.01%	85.96%	85.43%
2. 批发业务				
收入	767.54	1,036.18	1,398.84	1,888.44
yoy	85.05%	35.00%	35.00%	35.00%
毛利率 (%)	15.68%	16.00%	16.50%	16.50%
业务收入比例 (%)	9.81%	11.13%	11.62%	12.46%
3. 促销、陈列与咨询服务				
收入	129.80	141.48	154.21	168.09
yoy	9.06%	9.00%	9.00%	9.00%
毛利率 (%)	32.13%	32.00%	32.50%	33.00%
业务收入比例 (%)	1.66%	1.52%	1.28%	1.11%
4. 其他业务				
收入	114.13	125.54	138.09	151.90

漱玉平民 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
yoy	223.76%	10.00%	10.00%	10.00%
毛利率 (%)	-	45.00%	45.00%	45.00%
业务收入比例 (%)	1.46%	1.35%	1.15%	1.00%

数据来源：Wind、开源证券研究所

## 6.2、盈利预测与估值

漱玉平民立足山东，向全国范围稳健扩张，随着公司股权激励计划的颁布以及对直营及加盟门店网络的大力扩张，公司的盈利能力会随之不断增强，零售及批发业务有望迎来快速增长，将带来公司整体估值的提升。基于公司行业属性，选取益丰药房、老百姓及大参林作为可比公司。与可比公司的平均估值相比，漱玉平民估值略高。我们看好公司省内市场下沉布局及持续性的省外扩张带来的成长空间，预计公司 2023-2025 年归母净利润为 1.94/2.49/3.47 亿元，同比增长 -15.65%/28.55%/39.41%，EPS 为 0.48/0.61/0.86 元，当前股价对应 PE 为 26.9/20.9/15.0 倍，首次覆盖给予“买入”评级。

表5：与可比公司相比公司估值略高

证券代码	证券简称	收盘价 (元)	EPS				PE(倍)			
			2022A	2023E	2024E	2025E	2022A	2023E	2024E	2025E
603939	益丰药房	41.71	1.25	1.50	1.81	2.18	33.4	27.8	23.0	19.1
603883	老百姓	30.80	1.34	1.58	1.90	2.28	23.0	19.5	16.2	13.5
603233	大参林	21.56	1.09	1.16	1.44	1.79	36.3	18.7	14.9	12.1
	平均值		1.23	1.41	1.72	2.08	30.9	22.0	18.1	14.9
301017	漱玉平民	12.82	0.57	0.48	0.61	0.86	22.6	26.9	20.9	15.0

数据来源：Wind、开源证券研究所（收盘价日期为 2024.04.10，漱玉平民、益丰药房、老百姓为开源证券研究所预测数据，其他使用 Wind 一致预期预测数据）

## 7、风险提示

**政策变化风险：**公司全国范围内进行门店布局，易受不同区域相关政策影响药品销售或资质申请等，需关注政策变化带来的风险。

**处方外流速度不及预期：**公司受益于处方外流带来的客流增长和处方药等产品销售规模的提升，如处方外流速度不及预期，处方药等产品销售增长速度可能不及预期。

**门店拓展及增速不及预期：**公司重点以门店拓展来提升自身的销售规模，如开店速度不及预期，可能会影响未来潜在的销售体量。

**附：财务预测摘要**

资产负债表(百万元)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
<b>流动资产</b>	2730	4972	5135	6605	7579
现金	622	1860	2041	1892	2691
应收票据及应收账款	462	896	881	1264	1277
其他应收款	44	34	59	61	90
预付账款	207	336	311	525	527
存货	1226	1794	1790	2811	2941
其他流动资产	168	52	52	52	52
<b>非流动资产</b>	2272	2891	2999	3232	3467
长期投资	92	142	190	237	285
固定资产	372	403	489	650	818
无形资产	69	112	113	116	117
其他非流动资产	1739	2235	2207	2229	2247
<b>资产总计</b>	5003	7863	8134	9837	11045
<b>流动负债</b>	2623	4206	4500	6105	7143
短期借款	551	1210	1710	2363	3051
应付票据及应付账款	1021	1777	1764	2624	2954
其他流动负债	1051	1219	1026	1118	1138
<b>非流动负债</b>	466	1390	1219	1098	958
长期借款	162	988	818	697	556
其他非流动负债	303	401	401	401	401
<b>负债合计</b>	3089	5596	5720	7203	8101
少数股东权益	24	36	36	37	39
股本	405	405	405	405	405
资本公积	857	857	857	857	857
留存收益	627	827	989	1189	1466
<b>归属母公司股东权益</b>	1890	2231	2378	2597	2906
<b>负债和股东权益</b>	5003	7863	8134	9837	11045

现金流量表(百万元)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
<b>经营活动现金流</b>	238	148	379	-258	725
净利润	114	233	194	250	348
折旧摊销	85	99	99	61	82
财务费用	29	76	98	130	150
投资损失	-3	-1	-1	-1	-2
营运资金变动	-179	-583	-28	-729	101
其他经营现金流	191	325	18	31	44
<b>投资活动现金流</b>	-766	-285	-199	-285	-305
资本支出	137	110	159	246	269
长期投资	-118	100	-48	-48	-48
其他投资现金流	-511	-275	8	9	12
<b>筹资活动现金流</b>	578	1322	1	363	410
短期借款	443	659	500	653	688
长期借款	162	826	-171	-121	-141
普通股增加	41	0	0	0	0
资本公积增加	259	-0	0	0	0
其他筹资现金流	-327	-163	-329	-170	-137
<b>现金净增加额</b>	49	1185	180	-180	830

利润表(百万元)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
<b>营业收入</b>	5322	7823	9313	12041	15158
营业成本	3804	5586	6629	8511	10639
营业税金及附加	21	29	44	51	63
营业费用	1172	1605	1984	2589	3289
管理费用	158	207	298	409	515
研发费用	0	0	0	0	0
财务费用	29	76	98	130	150
资产减值损失	-2	-6	-7	-7	-9
其他收益	20	23	23	23	23
公允价值变动收益	25	0	6	8	10
投资净收益	3	1	1	1	2
资产处置收益	-1	2	0	0	1
<b>营业利润</b>	174	324	260	338	473
营业外收入	0	10	8	8	7
营业外支出	24	14	10	12	15
<b>利润总额</b>	150	321	258	334	464
所得税	36	87	65	83	116
<b>净利润</b>	114	233	194	250	348
少数股东损益	-1	4	0	2	2
<b>归属母公司净利润</b>	115	229	194	249	347
EBITDA	261	502	443	511	688
EPS(元)	0.28	0.57	0.48	0.61	0.86

主要财务比率	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
<b>成长能力</b>					
营业收入(%)	14.7	47.0	19.0	29.3	25.9
营业利润(%)	-38.0	86.5	-19.7	29.9	39.8
归属于母公司净利润(%)	-46.9	99.6	-15.7	28.5	39.4
<b>获利能力</b>					
毛利率(%)	28.5	28.6	28.8	29.3	29.8
净利率(%)	2.2	2.9	2.1	2.1	2.3
ROE(%)	6.0	10.3	8.0	9.5	11.8
ROIC(%)	4.7	6.1	5.0	5.7	6.7
<b>偿债能力</b>					
资产负债率(%)	61.7	71.2	70.3	73.2	73.3
净负债比率(%)	18.7	32.7	29.2	53.4	39.9
流动比率	1.0	1.2	1.1	1.1	1.1
速动比率	0.5	0.7	0.7	0.5	0.6
<b>营运能力</b>					
总资产周转率	1.3	1.2	1.2	1.3	1.5
应收账款周转率	18.7	14.5	17.9	17.8	17.7
应付账款周转率	5.6	5.5	5.6	5.6	5.6
<b>每股指标(元)</b>					
每股收益(最新摊薄)	0.28	0.57	0.48	0.61	0.86
每股经营现金流(最新摊薄)	0.59	0.37	0.93	-0.64	1.79
每股净资产(最新摊薄)	4.66	5.15	5.52	6.06	6.82
<b>估值比率</b>					
P/E	45.2	22.6	26.9	20.9	15.0
P/B	2.8	2.5	2.3	2.1	1.9
EV/EBITDA	20.9	11.9	13.4	13.0	9.3

数据来源：聚源、开源证券研究所

请务必参阅正文后面的信息披露和法律声明

## 特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R4（中高风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

## 分析师承诺

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。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

## 股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20%以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5%~20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
	减持（underperform）	预计相对弱于市场表现 5%以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡（underperform）	预计行业弱于整体市场表现。

备注：评级标准为以报告日后的6~12个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中A股基准指数为沪深300指数、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普500或纳斯达克综合指数。我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

## 分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

## 法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于商业秘密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他金融工具的邀请或向人做出邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司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。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

开源证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本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。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

## 开源证券研究所

### 上海

地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼10层  
邮编：200120  
邮箱：research@kysec.cn

### 深圳

地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层  
邮编：518000  
邮箱：research@kysec.cn

### 北京

地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座9层  
邮编：100044  
邮箱：research@kysec.cn

### 西安

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层  
邮编：710065  
邮箱：research@kysec.cn