

健之佳 (605266)

医药商业/医药生物

发布时间: 2023-03-31

证券研究报告 / 公司深度报告

向北开拓新边界，多元业态发展新篇章

买入

上次评级: 增持

--健之佳(605266)深度报告

## 报告摘要:

**市场空间:**公司“拓展优势省份”，打开百亿市场空间。公司坚持“中心城市为核心向下渗透”，通过以自建为主、并购为辅的扩张方式，深耕西南地区，一方面重点夯实云南利润中心，另一方面加强川渝地区拓展，着重聚焦细分市场的细分领域，如云南重点布局“昆明、红河、曲靖、大理、文山”等地级市（超过100家药房），重庆集中布局“渝北区、沙坪坝区、南岸区、江北区”等主城区，河北聚焦于“唐山、秦皇岛”两大地级市，单一击破，逐步加密。地级市聚焦的拓张策略可以让公司更易聚集资源，更快实现盈利。目前来看，两大“利润中心”：云南、河北已实现较好利润率，未来仍拥有较大拓展空间；两个“培育区域”：重庆、辽宁有望实现门店及营收高速增长。从市场空间来看，公司重点布局的4个市场规模达620亿（2021年），未来成长潜力不容小觑。

**外延方面:**门店高速拓张，业绩有望快速增长。上市后门店高速拓张（21年期末门店同比增速+45.3%，22Q3期末门店增速+34.4%）。截止22年3季度，公司拥有医药零售门店3691家，其中新店、次新店合计840家占比28.42%。2021年内门店增速45.34%，22Q2新店、次新店对收入增长的贡献逐步显现，我们认为公司依然处于快速扩张期（23年门店增速有望维持在30%左右），考虑到药房增长是营收及归母净利润的前瞻指标，公司新店、次新店转老店有望持续为公司带来的业绩增厚，公司有望在24年迎来较高的利润增速。

**内生方面:**多元业态助力持续发展，特色经营元素亮眼。公司积极开展线上业务，形成多元化全渠道业务模式，公司线上收入高于行业平均水平。出色的专业推广能力、品牌年轻化，是公司的增长亮点。公司向上游供应商提供专业服务，向顾客提供慢病管理用药、患者教育，通过服药顺从度提升来获得利润。公司是连续八届医药零售行业专业力冠军，拥有出色的专业推广服务能力，能通过药学专业服务以及与供应商合作推广新药来获得获取丰厚的服务费（非一般返利，计入其他业务收入）。其他收入占比（约7%）远高行业平均水平（约2%）。我们认为公司出众的上游服务、推广能力在其营业规模不断扩大的过程中将持续带来可观的利润增厚。同时目标客群方面除了中老年，公司将中年轻人、年轻妈妈定位为重要顾客，品牌药品及非药占比较高，品牌更为年轻化与高端化，在消费升级的大趋势中有望获得额外增量。

**盈利预测:**公司内生外延不断提速，正处于释放业绩的黄金期。预计公司2022-2024年实现收入73.66/104.44/134.94亿元，归母净利润3.38/4.11/5.61亿元，对应每股收益为3.41/4.14/5.66元/股，对应PE为24/20/14倍。参考同行业估值，公司处于低估水平，上调评级为“买入”评级。

风险提示: 行业政策风险、经济增长不及预期、业绩不及预期

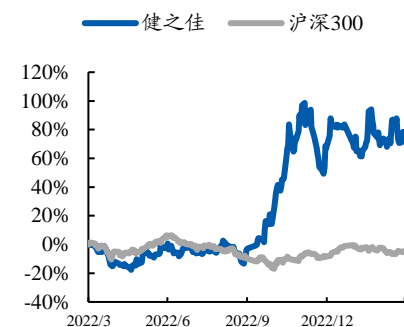
财务摘要 (百万元)	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	4,466	5,235	7,366	10,444	13,494
(+/-)%	26.58	17.21	40.70	41.80	29.20
归属母公司净利润	251	301	338	411	561
(+/-)%	49.39	19.66	12.39	21.69	36.58
每股收益 (元)	0.00	0.00	3.41	4.14	5.66
市盈率			24.90	20.46	14.98
市净率	3.43	2.79	3.32	2.86	2.40
净资产收益率 (%)	0.00	0.00	13.33	13.95	16.01
股息收益率 (%)	2.71	1.86	0.00	0.00	0.00
总股本 (百万股)	53	70	99	99	99

## 股票数据

2023/03/30

6个月目标价 (元)	--
收盘价 (元)	84.81
12个月股价区间 (元)	41.54-95.10
总市值 (百万元)	8,409.97
总股本 (百万股)	99
A股 (百万股)	99
B股/H股 (百万股)	0/0
日均成交量 (百万股)	0

## 历史收益率曲线



涨跌幅 (%)	1M	3M	12M
绝对收益	0%	6%	78%
相对收益	0%	2%	83%

## 相关报告

《健之佳 (605266): 外延稳健内生强劲，全渠道服务融合初显成效》

--20220905

《健之佳 (605266): 收购河北唐人，稳健布局全国市场》

--20220701

《行业集中度有望提升，养固贡献第二增长曲线》

--20230329

《创新药、疫苗、医疗服务板块周观点更新》

--20230329

证券分析师: 刘宇腾

执业证书编号: S0550521080003

010-63210890 liuyt@nesc.cn

## 目 录

<b>1.</b>	<b>公司概况：立足云南，深耕西南，多元业态融合发展.....</b>	<b>5</b>
1.1.	历史沿革：云南平地起家，传承海王星辰，布局多元化经营网络 .....	5
1.2.	公司治理：股权集中稳定，高管经验丰富，激励机制健全 .....	7
<b>2.</b>	<b>行业分析：资本力量助力行业发展，政策利好赋能零售药房.....</b>	<b>9</b>
2.1.	资本力量相伴行业发展，支撑并购加速药店扩张 .....	9
2.2.	行业连锁化率有待提升，市场竞争格局日益清晰 .....	10
2.2.1.	零售药店规模巨大，减量增效提升连锁化率 .....	10
2.2.2.	行业规模增速稳定，头部优势日益显著 .....	11
2.3.	防疫政策调整，零售药房迎来业绩增厚 .....	13
2.3.1.	政策背景：疫情管控不断优化，医药零售迎来政策利好 .....	13
2.3.2.	复盘美国发展规律，短期同店增速反弹迅速 .....	13
2.3.3.	疫情防控优化趋势明朗，零售药房后续业绩值得期待 .....	15
<b>3.</b>	<b>公司分析：医药零售扶摇直上，便利零售凸显差异化优势.....</b>	<b>16</b>
3.1.	业务模式：构建多元化全渠道业务模式，业务新增长点浮现 .....	16
3.1.1.	全渠道能力稳步提升，新零售收入快速增长 .....	16
3.1.2.	多元化业务相辅而行，打造健康服务生态圈 .....	20
3.1.2.1.	便利店、诊所等业务发挥协同效应 .....	20
3.1.2.2.	加大品牌塑造力度，OEM 占比稳步提升 .....	21
3.2.	医药零售板块：内生与外延双轮驱动，药房业绩欣欣向荣 .....	22
3.2.1.	员工团队专业化年轻化，聚焦用户需求 .....	22
3.2.1.1.	员工专业化能力持续提升，用户粘性提高 .....	22
3.2.1.2.	年轻化、差异化竞争战略 .....	24
3.2.2.	商品品类规划不断完善，专业服务收入行业领先 .....	25
3.2.3.	外延扩张持续推进，业绩有望持续增长 .....	27
3.2.3.1.	夯实云南利润中心，加强川渝地区拓展 .....	27
3.2.3.2.	拓店维持高增速，新店储备保障业绩持续增长 .....	28
3.2.3.3.	加强布局下沉市场，公司坪效稳步增长 .....	30
3.2.4.	鲸吞河北唐人医药，业务版图向北拓展 .....	31
3.2.5.	崭新的地缘格局诞生，省外市场蕴藏发展机遇 .....	34
3.3.	便利零售板块：“之佳便利”差异化定位显优势，开启业务新篇章 .....	36
<b>4.</b>	<b>盈利预测与投资建议 .....</b>	<b>38</b>

## 图表目录

图 1: 健之佳发展历程 .....	6
图 2: 医药零售及服务收入 (亿元) 及增长率 .....	7
图 3: 便利零售收入 (亿元) 及增长率 .....	7
图 4: 健之佳股权结构 .....	8
图 5: 资本深入渗透零售药店行业发展历史 .....	10
图 6: 2011-2021Q3 药店总数 (万) 及增速情况 .....	11
图 7: 2011-2021Q3 连锁企业门店数 (万) 及连锁率 .....	11
图 8: 中美日店均服务人口对比 .....	11
图 9: 药店市场销售额和同比增长 .....	12
图 10: 实体药店和网上药店销售额和同比 .....	12
图 11: 2016-2021 年销售额前 100 零售药店销售额 (亿元) 及增速, 总体增速 .....	12
图 12: 2019-2022Q3 美国零售药店龙头 CVS 同店增速情况 .....	14
图 13: 2020-2022Q3 CVS 营业收入 (亿美元) 及增速 .....	15
图 14: 2021-2022Q3 CVS 处方新冠检测产品销售额 (亿美元) .....	15
图 15: 2021-2022Q3 CVS 新冠疫苗销售额 (亿美元) .....	15
图 16: 公司全渠道业务布局情况 .....	16
图 17: 2019-2022H1 健之佳与一心堂线上收入占比情况 .....	19
图 18: 2019-2022Q3 自营平台与第三方平台营业收入 (亿元) 及增长率 .....	20
图 19: 2019-2022Q3 线上总收入 (亿元) 及收入占比情况 .....	20
图 20: 2019 年-2022Q3 开通各类慢病医保支付门店数量 (家) 及增长率 .....	21
图 21: 2020 - 2022Q3 OEM 业务营收 (亿元) 及占比 .....	21
图 22: 执业药师、咨询师、营养师数量变化情况 .....	22
图 23: 执业药师、咨询师、营养师离职数及期末数 .....	22
图 34: 2021 年健之佳与一心堂员工文化程度结构对比 .....	23
图 25: 2020H1-2021 年销售人员数量及占比 .....	24
图 26: 2017-2021 年会员消费收入 (亿元) 及占比 .....	24
图 27: 2020H1 员工年龄结构 .....	25
图 28: 2017-2020H1 不同规模会员分布情况 .....	25
图 49: 2017-2022Q3 零售终端品类营业收入 (亿元) .....	26
图 30: 2017-2022H1 为供应商提供专业服务收入占比情况 .....	27
图 31: 2019-2022Q3 医药零售门店扩张情况 .....	28
图 32: 行业新增门店数量 (家) 及增速对比 .....	29
图 33: 2020H1 不同年份药店年均利润 (万元) .....	30
图 34: 2022Q3 不同年份药店比例 .....	30
图 35: 2017-2022Q3 医药零售门店坪效及增速 .....	30
图 36: 2021-2022Q3 医药零售门店区域分布 .....	31
图 37: 2021-2022Q3 医药零售门店日均坪效 (不含税, 元/平方米) .....	31
图 38: 2016 年河北唐人医药营收各品类占比 .....	32
图 39: 2020-2022 年河北唐人医药营收与毛利率情况 .....	33
图 40: 2021 年全国各省市药房密度 .....	36
图 41: 2017-2022Q3 便利店门店数量 (家) 及增速 .....	38
图 42: 2017-2022Q3 便利店店均营业收入 (亿元) .....	38
图 43: 2022E - 2024E 营收拆分 (亿元) .....	40

表 1: 健之佳管理层基本情况 .....	8
表 2: 健之佳股权激励 .....	9
表 3: 药店密度呈下降趋势 .....	11
表 4: 公司全渠道业务发展历程 .....	17
表 5: 公司 IPO 募资项目计划 .....	18
表 6: 健之佳获得专业力单项冠军 .....	23
表 7: 2021 年河北唐人医药药店分布情况 .....	33
表 8: 河北唐人医药并购业绩情况 .....	34
表 9: 2018 - 2022Q3 健之佳与一心堂云南地区医药零售门店拓展情况 .....	34
表 10: 2021-2022 年各省消费购买力情况 .....	35
表 21: 2019-2021 年各省线下医药零售市场规模 .....	35
表 32: 2021 我国各省药店情况统计 .....	36
表 43: 公司主营业务盈利预测 .....	39

## 1. 公司概况：立足云南，深耕西南，多元业态融合发展

### 1.1. 历史沿革：云南平地起家，传承海王星辰，布局多元化经营网络

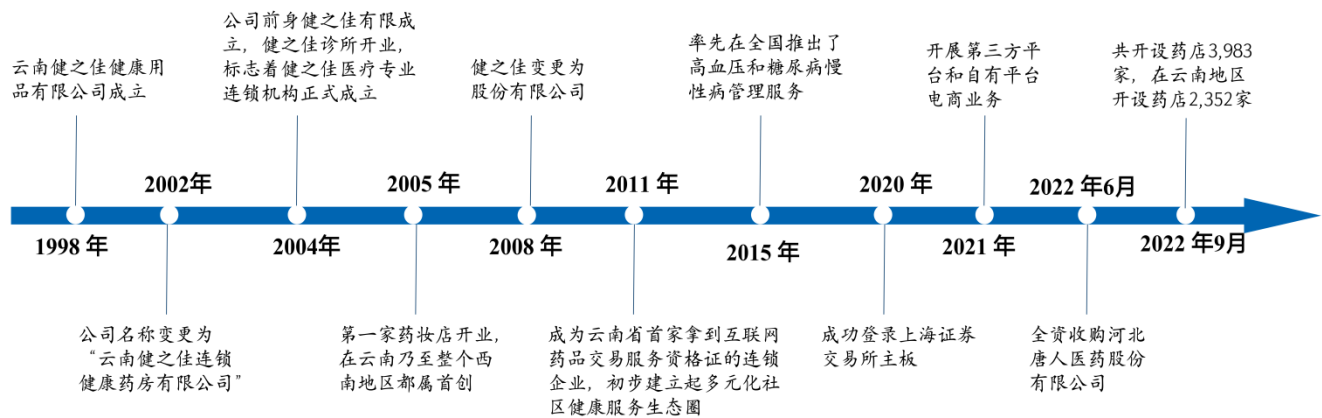
健之佳品牌创立于1998年，云南健之佳健康连锁店股份有限公司(以下简称“健之佳”或“公司”)成立于2004年9月。自成立以来，公司主要从事药品、保健食品、个人护理品、家庭健康用品、便利食品、日用消耗品等健康产品的连锁零售业务，并为客户提供相关专业服务；公司也积极发展创新零售服务模式，新建DTP专业药房，开展新型零售经营方式，比如药店+中医坐堂诊所、慢病管理中心。公司从昆明起步发展，立足云南，覆盖云南、四川、重庆、广西等区域，深耕西南地区，依托逐渐完善的连锁零售网络和专业的医药服务实力，坚持“集团化管理、多元化经营、全国性扩张”的战略方针，深化“基础管理、品牌塑造、商品营销、市场推广”四大经营策略，构筑核心竞争优势，形成走向全国的发展战略趋势。目前，公司加大贴牌商品的引进力度，加强贴牌产品的规划、选择，坚持全渠道线上业务的拓展，同时，积极布局药妆板块，拓宽与生产企业非药健康品类合作，聚焦消费者需求。

**传承于海王星辰，天生具备医药零售连锁基因。**海王星辰诞生于1995年，总部位于深圳。从1996年的第一家社区零售药店开始，海王星辰从无到有，从零星闪烁到星罗棋布，实现了从1家到3000多家连锁健康药房的布局。1998年，时任海王星辰全国销售副总的蓝波先生前往云南开拓市场。囿于当时的政策限制，加上对市场风险的考量，落户云南的“分部”不仅启用了“健之佳”作为新品牌，在股权结构上也搭建了多方合作的架构。最早设立的经营主体云南健之佳连锁健康药房有限公司(以下简称“连锁药房”)，海王星辰以40万元初始投资占股40%，群祥工贸有限公司和云南恒宇工贸有限公司各持30%股份。三方达成协议，群祥工贸将其投票权委托给海王星辰。海王星辰一方因此拥有70%的表决权。2007年，中国海王星辰连锁药店在纽约证券交易所成功上市，成为中国连锁药店行业首家境外上市公司。2012年，海王星辰将其持有的连锁药房40%股权以8148万元作价转给了健之佳。自此，健之佳与海王星辰不再有关联关系。海王星辰曾启动以PB战略为核心的商业模式创新，打破了医药零售行业的陈旧模式，是中国连锁药店行业的领路人。健之佳传承于海王星辰，商业模式在海王星辰的浸染下，天生具有医药零售连锁基因，这为健之佳布局医药零售市场奠定基础。

**历经多年发展，已成为具有较强区域竞争实力的全国性知名健康连锁零售企业。**公司经历了三个发展阶段，1998年创立品牌后，公司开启探索期，开展业务尝试和地区拓展；2009年后，公司站稳云南地区，并不断向外拓展，同时积极拓展多元化业务，建立健康服务生态圈；2011年，公司成为云南省首家拿到互联网药品交易服务资格证的连锁企业，初步建立起多元化社区健康服务生态圈；2020年，公司在上交所上市，进入了快速发展期，加速省外布局，并加快全渠道营销体系建设；2021年，健之佳子公司积极收购，将81家药店纳入旗下，进一步加强云南县级区域的密集布点，同时健之佳积极布局第三方平台和自有平台电商业务。2022年6月，健之佳完成对唐人医药连锁药房品牌及直营门店、各项经营资产、经营资源及其经营权益的并购，推进其在以京津冀为核心的环渤海地区业务拓展。截至2022年9月，健之佳共开设药店3,983家，在云南地区开设药店2,352家。目前，公司已经形成了药品销售为主、健康护理和便利品销售为辅，直营连锁药品门店实体零售为核心，与电商经营有机结合的商业模式和多元化社区健康服务生态圈，已经成为具有较强区域竞

争实力的全国性知名健康连锁零售企业。

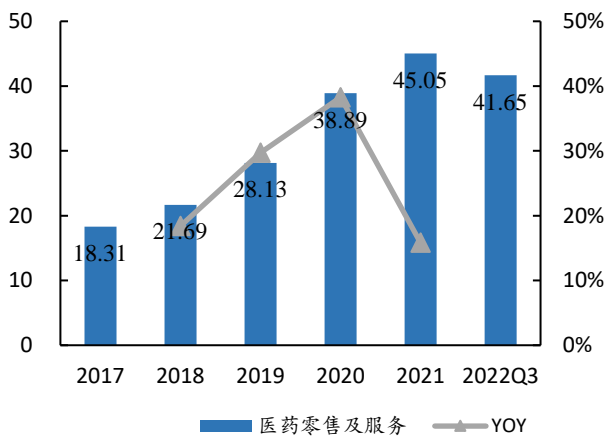
图 1：健之佳发展历程



数据来源：公司公告，东北证券

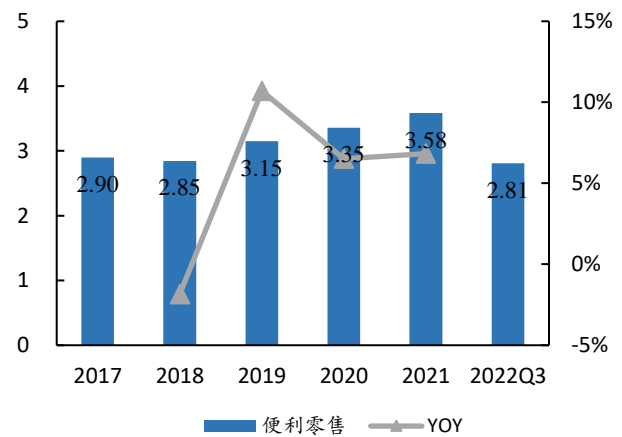
**多元业态助力可持续发展，收入增速总体呈提升态势。**健之佳坚持“店型多元化和服务专业化”，坚持以“健康、专业、便利”为经营定位，在以医药零售为主要业态的基础上，业态覆盖社区专业便利药房、便利店、中医门诊、社区门诊、体检中心等多种健康连锁店。公司主营业务为医药零售及服务及便利零售业务，主营业务收入呈现上升趋势。公司持续提升健康、专业、便利的会员服务能力，公司的医药零售门店主营业务收入保持上升趋势，2017-2021年间，公司医药零售门店及服务收入分别为18.31亿元、21.69亿元、28.13亿元、38.89亿元、45.05亿元，同比增长分别为18.42%、29.71%、38.27%、15.82%，同时，公司致力于打造多元化社区健康服务生态圈，以“之佳便利”为品牌的便利零售业务是重要组成部分，是公司强化“健康、专业、便利”的经营定位的重要举措，2017-2021年间，公司便利零售板块分别为2.90亿元、2.85亿元、3.15亿元、3.35亿元、3.58亿元，同比增长分别为-1.84%、10.7%、6.51%、6.82%，与公司医药零售及服务板块业务规模相比，占比较小，仍有很大的发展空间和潜力。多元业态助力健之佳可持续发展，在中国医药商业协会公布的“2020年销售总额前100位的药品零售企业排序”名单中，公司排名第10位，在《中国药店》杂志公布的“2020-2021年度中国药店价值榜100强”中，公司排名第13位，发展潜力巨大。

图 2: 医药零售及服务收入(亿元)及增长率



数据来源: 招股说明书, 东北证券

图 3: 便利零售收入(亿元)及增长率



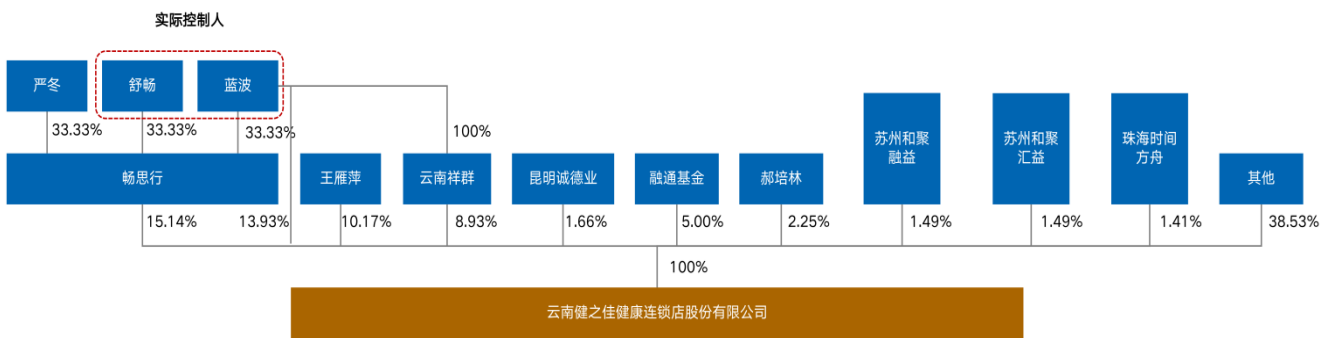
数据来源: 招股说明书, 东北证券

## 1.2. 公司治理: 股权集中稳定, 高管经验丰富, 激励机制健全

**公司股权集中, 结构稳定。**第一大股东深圳市畅思行实业发展有限公司由舒畅、严冬、蓝波三人共同持股 15.14%, 第三大股东王雁萍持有公司股票 10.17%。公司实控人为蓝波、舒畅夫妇, 两人共持有公司畅思行 2/3 的股权, 后者为公司最大的法人股东。同时, 蓝波、舒畅夫妇也直接持股健之佳股份, 同时通过云南祥群间接控制公司 8.93% 的股权。综合而言, 蓝波、舒畅夫妇作为公司实控人, 直接+间接持股总计 32.95%, 股权较为集中。

**高管从业经验丰富, 助力公司稳步发展。**公司董事长、总经理蓝波先生是两家医药连锁上市公司的核心创业高管和实控人, 拥有丰富的零售管理运营经验。2007 年中国首家大型医药连锁公司海王星辰在美国纽约证券交易所上市, 1995-2004 年, 蓝波先生自海王星辰筹建起历任财务经理、财务总监、营运副总经理、全国营运总监、常务副总经理。2020 年 12 月第 5 家 A 股医药连锁公司健之佳在上交所上市。2012 年公司独立后, 蓝波先生任健之佳董事长、总经理。蓝波先生拥有上海交通大学工业管理工程学士学位和上海交通大学 EMBA (高级工商管理硕士) 学位。总经理胡渝明曾在零售商贸公司就职, 1998-2003 年, 胡渝明先生在沃尔玛超市有限公司就职, 2003-2009 年, 在百安居建材超市有限公司就职, 先后担任总经理、中国区副总裁、华西区总经理、华北区总经理的职位。于 2010 年 8 月, 加入健之佳, 现任健之佳副总经理。公司其他高管也均有多年的零售经验, 董事会秘书李恒曾在会计师事务所就职, 拥有专业的财务素养, 曾任云南本色花卉股份有限公司董事长及总经理, 有丰富的管理经验, 副总经理江燕银、施艳春已在健之佳工作 20 余年, 积累了丰富的药品流通零售经验。公司主要高管在行业内积累的丰富的从业经验将帮助公司产品精准定位, 管理层战略眼光高远, 为公司长期稳健发展奠定基础。

图 4: 健之佳股权结构



数据来源: 公司公告, 东北证券

表 1: 健之佳管理层基本情况

姓名	职务	性别	年龄	简介
蓝波	董事长总经理	男	55	毕业于上海交通大学, 曾任海王星辰常务副总经理, 2004 年起任健之佳董事长、总经理
李恒	董事, 董事会秘书	男	45	毕业于重庆商学院税务专业。曾任云南本色花卉股份有限公司董事长、总经理, 2016 年加入健之佳
胡渝明	副总经理	男	56	毕业于安徽财经大学商品学专业。曾任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, 2016 年加入健之佳
江燕银	副总经理	女	52	1999 年加入健之佳, 历任店长、区域经理、营运总监
施艳春	副总经理	女	52	毕业于安徽合肥计算机学院计算机及其应用。1998 年加入健之佳, 历任电子商务总监, 电子商务事业部副总经理, 电商分部总经理, 电商事业部总经理

数据来源: 公司公告, 东北证券

**股权激励机制健全, 充分激发员工积极性。**公司曾于 2009 年、2014 年、2021 年三次推出股权激励计划, 累计积累 294 人次, 累计授予股份 311 万股。公司对股权激励计划的运作较为熟悉, 长期持续的激励计划有利于公司留住核心骨干员工, 提高公司凝聚力。2021 年 3 月, 公司推出员工持股计划 (ESOP), 进一步丰富了激励的形式。在 2021 年至 2023 年间, 以 41.15 元/股的授予价格向 171 名激励对象授予 625,820 股限制性股票, 员工持股计划总额上限为 7,000 万元。2021 年 7 月, 公司完成用于员工持股计划的股票购买, 累计通过二级市场买入股票 825,960 股, 成交金额约 6,980 万元, 成交均价 84.52 元/股。此外, 公司对个人层面还设置了绩效考核体系, 解锁业绩考核指标, 以 2020 年度业绩为基数, 2021 年至 2023 年, 净利润增长率分别不得低于 20%、40%、65%, 即分别达到 2.84 亿元、3.31 亿元、3.91 亿元。股权激励机制以对激励对象的工作绩效作出综合评价, 提升整体员工积极性, 进一步激发公司的经营活力。

表 2: 健之佳股权激励

年份	类型	授予人数 (人)	授予股票总数量 (万股)	授予价格 (元/股)	业绩考核指标
2009	股权激励	21	149.5	-	-
2014	股权激励	102	119	8.55	-
2021	股权激励	171	62.6	41.15	以 2020 年扣非归母净利润为基数，2021-2023 年净利润增长率分别不低于 20%、40% 和 65%，即分别不低于 2.84 亿元、3.31 亿元、3.91 亿元
2021	ESOP	总额上限为 7,000 万元（含），存续期限 36 个月。12 个月第一批解锁（40%），24 个月后第二批解锁（69%）			

数据来源：公司公告，东北证券

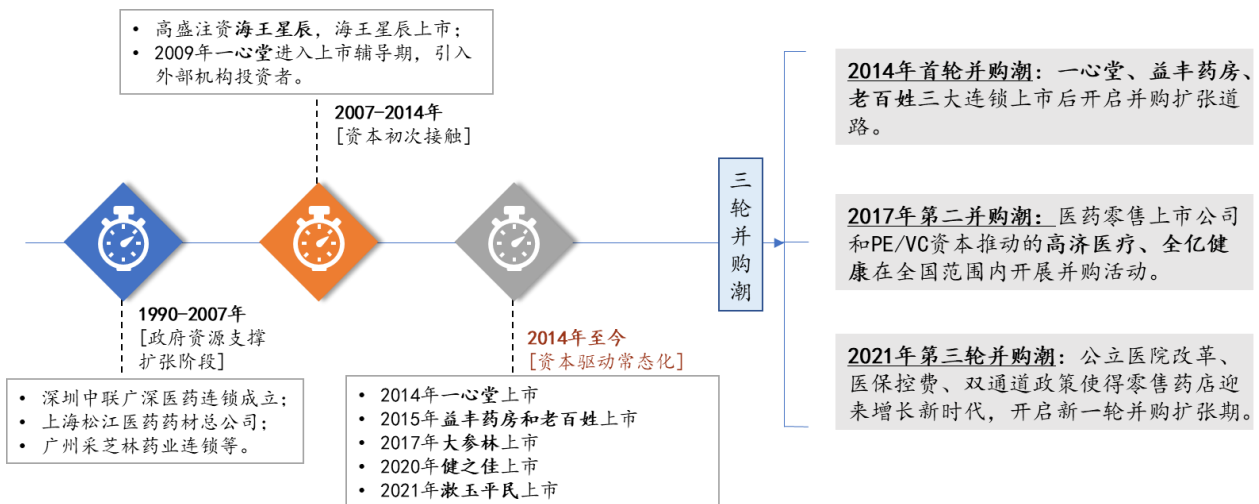
## 2. 行业分析：资本力量助力行业发展，政策利好赋能零售药房

### 2.1. 资本力量相伴行业发展，支撑并购加速药店扩张

**资本深度参与二十余年零售药店史**，资本力量是加速零售药店行业发展的重要因素。1990 年-2007 年中国零售药店市场尚未成型，资本更多是政府资源的体现，广深一代医药零售企业皆具有国资背景，如深圳中联广深医药连锁公司便隶属于国家医药局管理。在市场经济并不活跃的背景下，政府的资金支持奠定医药零售行业发展基础。2007 年起，深圳海王星辰最先试水医药零售行业的资本运作，在与高盛达成战略协议后迅速开启战略扩张之路，并成功赴美上市。2014 年至今，资本带来的巨大扩张苗力使得连锁药店企业纷纷开启资本运作之路，头部药品零售连锁企业一心堂、益丰药房、老百姓纷纷上市，标志着大型药品连锁企业借资本迈向扩张之道。

**并购成为连锁药店规模化竞争的重要手段**。连锁药店企业深谙“规模就是竞争力”之道，上市后纷纷开启收购扩张之路。第一轮并购浪潮在 2014 年，三大连锁药店企业为做大公司规模，增加上市成功筹码，开始布局全国版图。2017 年开启的第二轮并购潮，除连锁药店外，以 PE/VC 资本助力的高济医疗、全亿健康开启全国范围的收购浪潮，2017-2019 年高瓴资本旗下的高济医疗通过并购拿下超 1 万家实体药店。并购潮伴随着单店估值飙升，同时受药品零差率、国家集采等政策影响，行业精英发生萎缩，连锁药店由大规模并购扩张转向自建扩张，并购市场逐渐冷却。2021 年起随着公立医院改革、医保控费、药品集采和双通道等政策推进，零售药店在药品流通和销售环节地位日益突出，为迅速在新时期占据优势竞争地位，零售药店企业开启新一轮并购扩张期。

图 5：资本深入渗透零售药店行业发展历史



数据来源：公司公告，东北证券

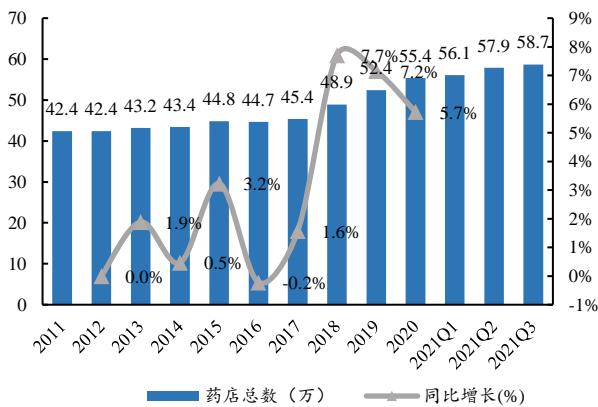
## 2.2. 行业连锁化率有待提升，市场竞争格局日益清晰

### 2.2.1. 零售药店规模巨大，减量增效提升连锁化率

**药店密度高于发达国家水准，行业竞争激烈，连锁药房优势日益显著。**根据国家药监局发布的《药品监督管理统计报告》，截至 2021 年 9 月底，全国共有《药品经营许可证》持证企业 60.65 万家。其中，批发企业 1.34 万家，零售连锁总部 6658 家，零售连锁门店 33.53 万家，单体药店 25.12 万家。从药店总数看，得益于政策推动，2018 年药店数量同比增长 7.7%，为增速最快的一年，2018 年以后药店增速呈现下降趋势，随人口总数的增长，药店密度下降到 2021Q3 年的 2328 人/店，和日本药店密度 2121 人/店持平，远高于美国（5022 人/店）。

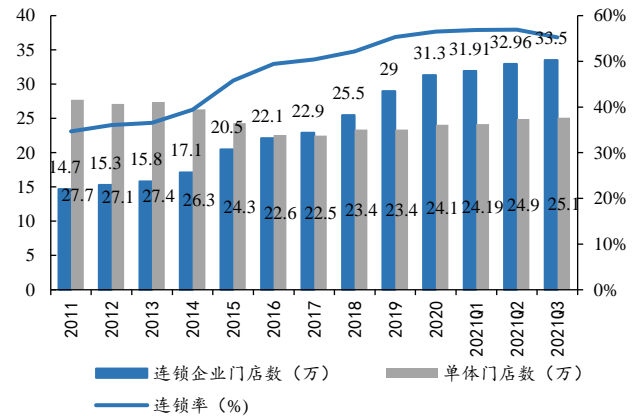
**单体药店加速退出，连锁药店迎来替换机会点。**我国药店连锁化率呈现稳步上升态势，2021 年 Q3 药店连锁化率已达 55.3%。连锁化率提升的背后是单体门店数量的显著下降和连锁企业门店数的稳步攀升，2017 年连锁企业门店数超过单体门店数，随后单体门店加速退出，连锁企业门店数稳步攀升。2020 年开始，由于新冠疫情爆发，单体药房依靠位置分布、人工及租赁费用低、稳定客流等优势条件，短期内数量呈现上升态势。但单体药店存在管理效率低、品牌力不足等先天“缺陷”，各大连锁企业将发力下沉各级市场，我们认为，在新冠疫情逐渐进入尾声的环境背景下，叠加日益严格的监管要求和药店服务的专业化需求，单体药店将加速出清，我国零售药店行业将向减量增效的方向发展，具体表现为药店行业连锁化率稳步提升和店均服务人数的稳定。

图 6: 2011-2021Q3 药店总数 (万) 及增速情况



数据来源: 国家药监局, 东北证券

图 7: 2011-2021Q3 连锁企业门店数 (万) 及连锁率



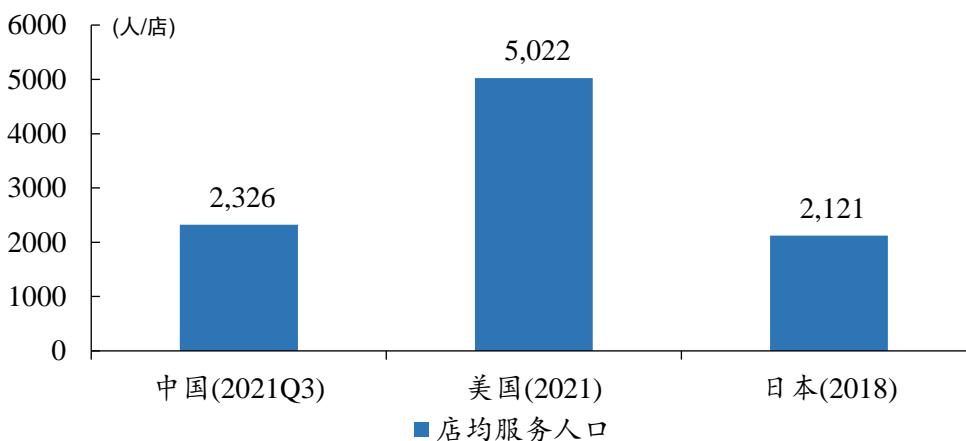
数据来源: 国家药监局, 东北证券

表 3: 药店密度呈下降趋势

近十年药店密度变化情况 (单位: 人/店)										
	2012 年	2013 年	2014 年	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年	2021Q3
总人口 (万人)	135,404	136,072	136,782	137,462	138,271	139,008	139,538	140,005	140,500	141,178
药店总数 (家)	423,723	432,659	434,920	448,057	447,034	454,000	489,000	524,000	554,000	586,500
药房密度 (人/店)	3,196	3,145	3,145	3,068	3,093	3,062	2,854	2,672	2,536	2,407

数据来源: 国家药监局, 东北证券

图 8: 中美日店均服务人口对比



数据来源: IQVIA, 东北证券

### 2.2.2. 行业规模增速稳定, 头部优势日益显著

医药零售行业规模增速稳定, 医药电商对实体药店影响有限。根据米内网数据 2013-2021 年我国实体药店和网上药店 (含药品和非药品) 销售稳步增长, 2021 年销售额

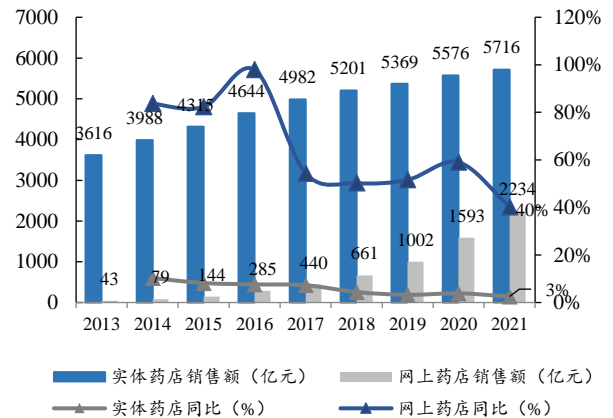
突破 7950 亿元，同比增长 11%。同时，2013-2021 年实体药店端的销售额保持 6% 的复合增速稳定增长，销售规模已经突破 5500 亿元。网上药店销售额自 2016 年开始提速，疫情期间受线下管制影响，2020 年增速提升，2021 年回落到 40% 的同比增速，规模达到 2234 亿元。我们认为，线上药店受药品销售特殊性影响，增速会逐渐放缓，维持较稳定的线上药品销售比例。

图 9: 药店市场销售额和同比增长



数据来源：米内网，东北证券

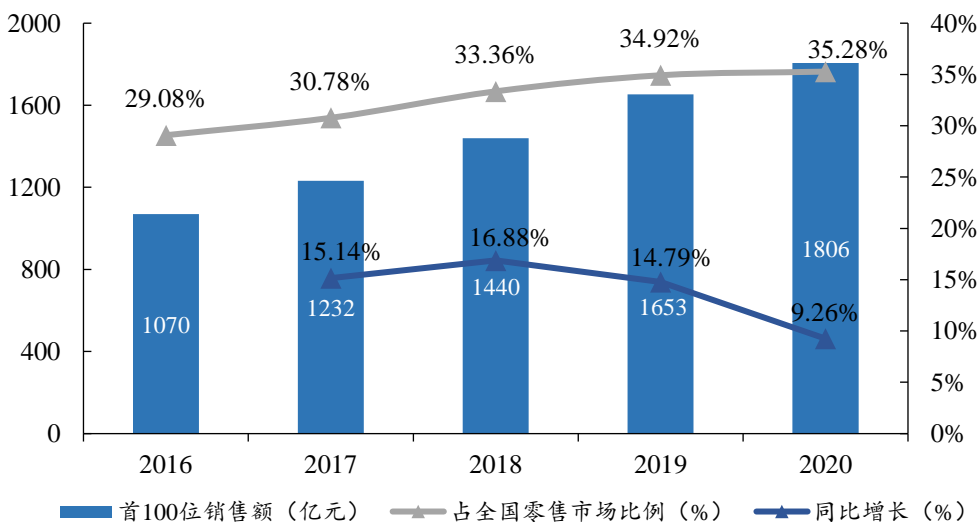
图 10: 实体药店和网上药店销售额和同比



数据来源：米内网，东北证券

大连锁药店领跑行业增长，头部优势日益显著。根据商务部分布的《药品流通行业运行统计分析报告》2016 年以来前 100 位零售药店销售额占比稳步增长，2020 年前 100 位零售药店销售额 1806 亿元，同比增长 9.26%，快于零售市场整体增速 8.16%，头部连锁药店销售额增速显著快于行业增速。大型连锁药店稳步领跑行业增长，CR100 销售市占率日益提升，2021 年前 100 位连锁药店销售额占比 35.28%，达到历年最高占比，连锁药店行业的头部集中优势逐渐显现。

图 11: 2016-2021 年销售额前 100 零售药店销售额 (亿元) 及增速，总体增速



数据来源：商务部，东北证券

## 2.3. 防疫政策调整，零售药房迎来业绩增厚

### 2.3.1. 政策背景：疫情管控不断优化，医药零售迎来政策利好

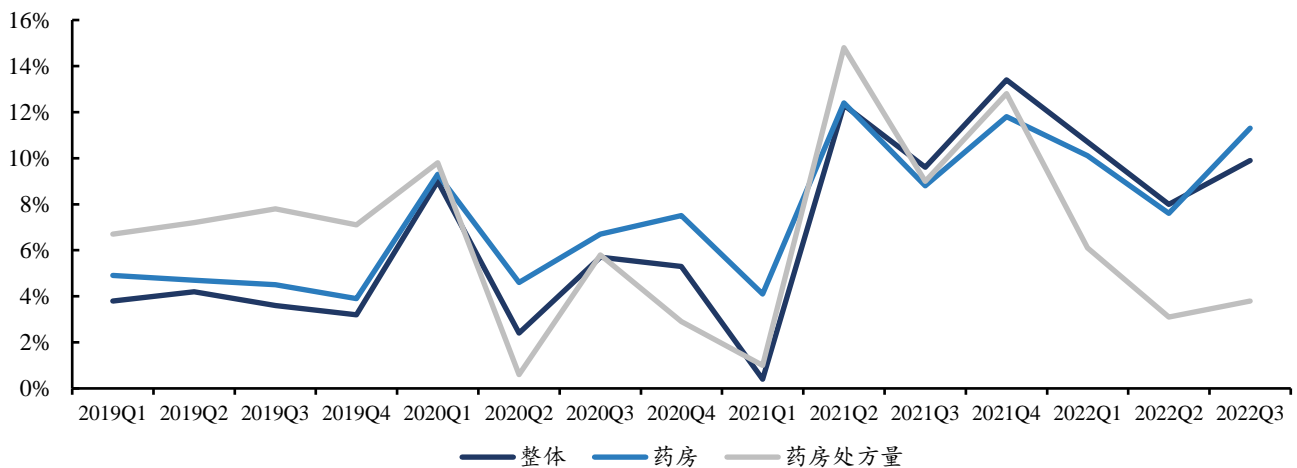
**国内防疫政策逐步优化，“四类药品”需求激增，零售药店价值加速回归。**2022年11月11日，国务院联防联控机制综合组发布《关于进一步优化新冠肺炎疫情防控措施科学精准做好防控工作的通知》，中国国家卫生健康委公布进一步优化疫情防控工作的二十条措施，其中包括对密切接触者管理措施的调整、风险区管理方案调整、核酸检测范围调整等系列优化措施。2022年12月7日，国务院联防联控机制召开新闻发布会，根据疫情形势和病毒变异情况，为了更加科学精准防控，发布《关于进一步优化落实新冠肺炎疫情防控措施的通知》，对风险区域划分、核酸检测、隔离方式等方面进行进一步优化调整，保障社会正常运转和基本医疗服务。2022年12月起，各地陆续发布调整疫情防控有关政策措施，国内防疫政策得到逐步优化。伴随着政策的优化，群众逐渐恢复正常生产生活水平，随着感染率的不断提高，“四类药品”需求激增，陷入“疯抢囤药潮”。

### 2.3.2. 复盘美国发展规律，短期同店增速反弹迅速

通过复盘美国疫情与零售药店龙头 CVS 间的发展规律，我们认为新冠对于零售药房的影响主要分为两种，新冠爆发期的强影响以及新冠爆发潮衰退后的弱影响。一方面，新冠爆发带动检测试剂、疫苗、相关药品的需求，进而给零售药房带来流量增量，同店销售大幅增长，零售药房营收同比增长显著提高。另一方面，随着疫情走向尾声，新冠带来的弱影响日益显现。通过对 CVS 的长期追踪，我们发现，当检测试剂、疫苗等相关防疫产品需求量大幅减少后，CVS 同店及营业收入仍然维持高增速，我们推测，新冠丰富了零售药房的消费群体类型，改变消费群体就医习惯，使其逐渐适应自我诊疗，同时培养消费群体对药房的信任度和熟悉度，零售药房未来仍有可观的发展空间。

**美国疫情管控优化后，同店销售增速强劲反弹。**2021年，随着疫苗接种率不断提升，疫情逐渐可控，美国开始尝试全面政策优化管控。2021年3月，美国疾病控制和预防中心提出已经接种疫苗的人群可以进行聚会活动，随后，各州政府开始逐步取消一系列实质性管控措施，如取消社交距离管控、人员聚集数量管控等。由于美国疫情管控的优化，冬季严重疫情后消费者被积压的需求得到释放，同时，药店承接新冠检测和疫苗接种，这给药房带来了流量增量，加上2020年同期疫情造成的低基数的影响，美国零售药店同店销售大幅回升。依据美国零售药店龙头 CVS 数据，在2021Q1，同店增速降至阶段性低点，整体同店增速为0.40%，药房同店增速以及药房处方量同店增速分别为4.10%、1.00%，在2021Q2整体同店增速大幅回升至12.30%，其中药房同店增速达到12.40%、药房处方量同店增速14.80%，达到阶段性高点。2021Q4~2022Q1进入Omicron爆发期，随着感染者数量的急速增加，消费者自我诊疗需求提高，如感冒退烧止痛药物、抗原检测试剂、维生素C等，这带动药店同店增速持续上升，2021Q4整体同店增速达到13.4%，增速再创新高。

图 12: 2019-2022Q3 美国零售药店龙头 CVS 同店增速情况

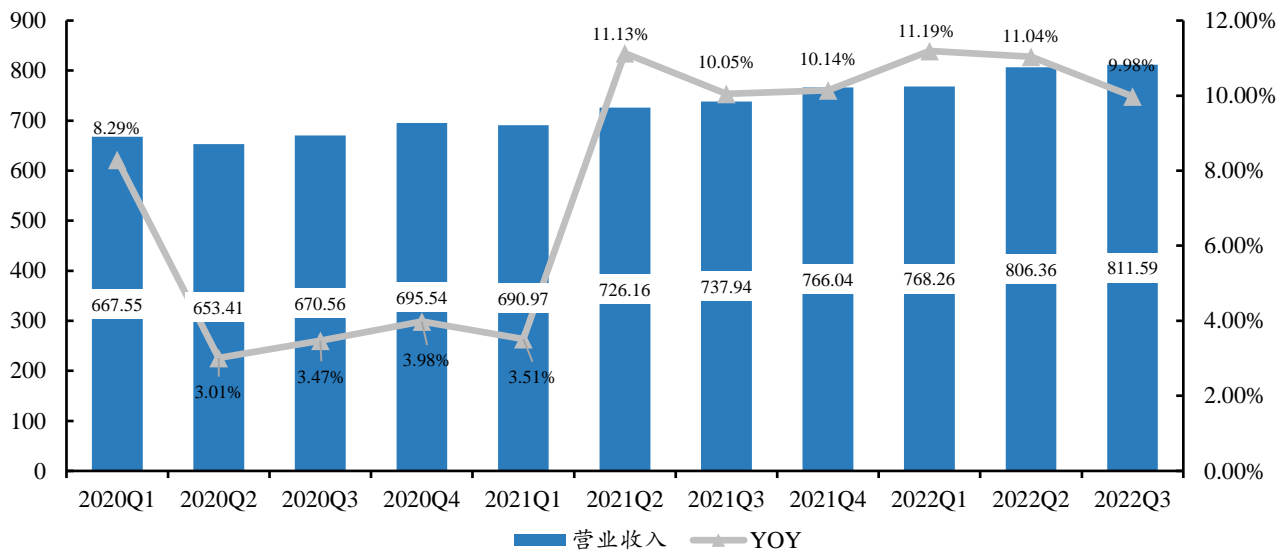


数据来源：公司年报，东北证券

**受益于疫苗接种和新冠检测的快速放量，CVS 营收快速增长。**由于 2021 年 3 月，美国放松防疫政策，新冠检测产品和新冠疫苗需求量增加，数据显示，从 2021Q2 开始 CVS 营收增长提速明显，在 2021Q1，CVS 营业收入为 690.97 亿美元，增速仅为 3.51%，在 2021Q2，CVS 营业收入达到 726.16 亿美元，增速上升至 11.13%，在 2021Q2-2022Q3 CVS 连续 6 个季度营收增长接近甚至超过 10%，零售药房在提供新冠相关药品方面发挥积极作用。通过分析 2021 年季度 CVS 新冠检测产品以及新冠疫苗销售额数据，可以发现 2021 年是新冠检测以及疫苗接种的高峰，助力药房营收增长。2021 年全年门店销售增长强劲，同比增长 8.4%，消费者对非处方新冠检测产品以及咳嗽和感冒、美容和个人护理产品的需求居公司产品首位，在 2021Q4，新冠疫苗销售额达到 0.2 亿美元，售出超过 2200 万份非处方新冠检测试剂盒，新冠类产品不仅为公司带来短期收益，更为公司带来了较大经济流量。

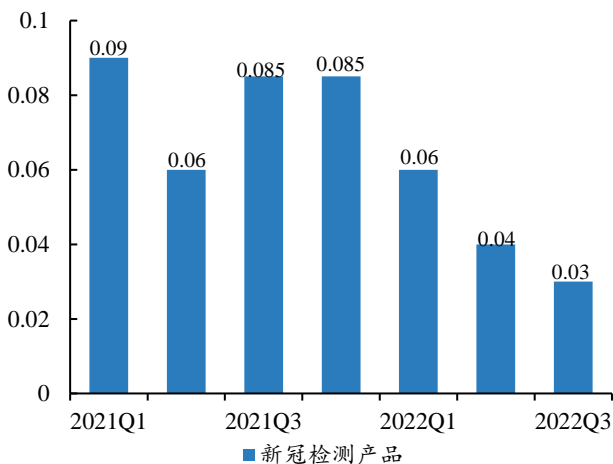
**后疫情时代，消费者自我诊疗需求增加，零售药房又迎发展机遇。**数据显示，2022 年 2 月起，美国逐渐度过 Omicron 感染高峰期，新病例比五周前创下的大流行记录下降了 90%，各地商场和商铺都逐步恢复正常营业，美国许多地区的州政府相继放松对疫情的管控，这预示着美国疫情全面爆发阶段走向尾声。后疫情时代，自我诊疗价值凸显，2022Q2 起，美国新冠感染人数逐渐恢复平稳，然而在 2021 年高基数背景之下，同店增长仍然明显高于疫情前，2022Q2 药房整体同店增速达到 7.60%，2022Q3 药房整体同店增速上升至 11.30%，对比 2019 年整体同店增速稳定在 3%~4%。但药房处方量同店增速相较疫情前仍有所降低，2019 年药房处方量同店增速稳定在 7%~8%之间，在 2022Q2、2022Q3 增速分别降至 3.10%、3.80%，疫情后公众前往医院就诊、开处方的整体意愿降低，医疗机构门诊诊疗人次仍未有理想的恢复，消费者转为大量自我诊疗，非处方药、抗原检测、医疗器械、保健品等需求增加，这一趋势有望给零售药房带来长期利好支撑，给零售药房带来新的发展机遇。

图 13: 2020-2022Q3 CVS 营业收入 (亿美元) 及增速



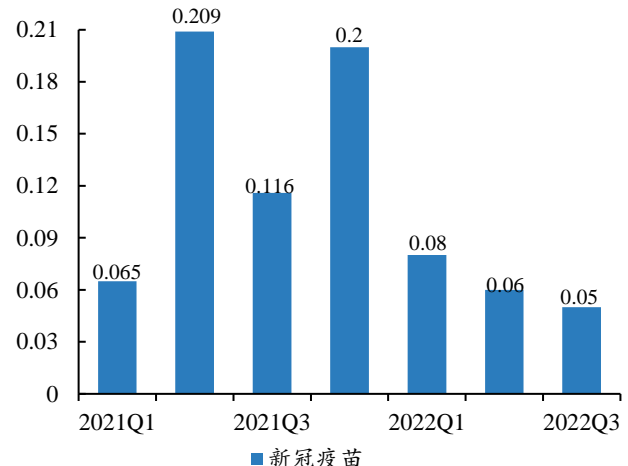
数据来源: 公司公告, 东北证券

图 14: 2021-2022Q3 CVS 处方新冠检测产品销售额 (亿美元)



数据来源: 公司公告, 东北证券

图 15: 2021-2022Q3 CVS 新冠疫苗销售额 (亿美元)



数据来源: 公司公告, 东北证券

### 2.3.3. 疫情防控优化趋势明朗, 零售药房后续业绩值得期待

**对标海外市场, 国内同店增速值得期待。**2022 年 11 月起, 国内疫情防控政策不断优化, 国内药房迎来“囤药潮”, 防疫需求有望为药房销售带来持续增量。国内药房 11 月底开始显著受益于囤药, 中康 CMH 小票监测数据显示, 从 2022 年 12 月 6 日起店均购药订单数激增, 增长持续一个月, 同时 12 月上旬全国四类药品销售额是去年同期的约三倍, 感冒清热、止咳祛痰、解热镇痛、抗原等防疫相关产品在 2022 年 12 月份均实现销售高增长。随着感染数量逐步达峰, 12-1 月同店增速有望达到新高点。中长期角度看, 通过复盘美国零售巨头 CVS 收入增长、盈利能力变化以及新冠类产品相关放量轨迹, 研究得知, 三者具有较高相关性, 新冠产品对 CVS 整体增长以及 ROE 具有较强提速效应, 尤其新冠产品增速转负之后, 公司同店依然维持在较高的增长水平。类比美国零售龙头 CVS, 考虑重复感染问题和持续囤药习惯, 我们

认为新冠增量仍有存在的可能。在国内新冠疫情防控政策边际趋缓背景下，叠加群体的消费习惯改变及对药房信任度提升，药房后续有望迎来较大业绩增厚。

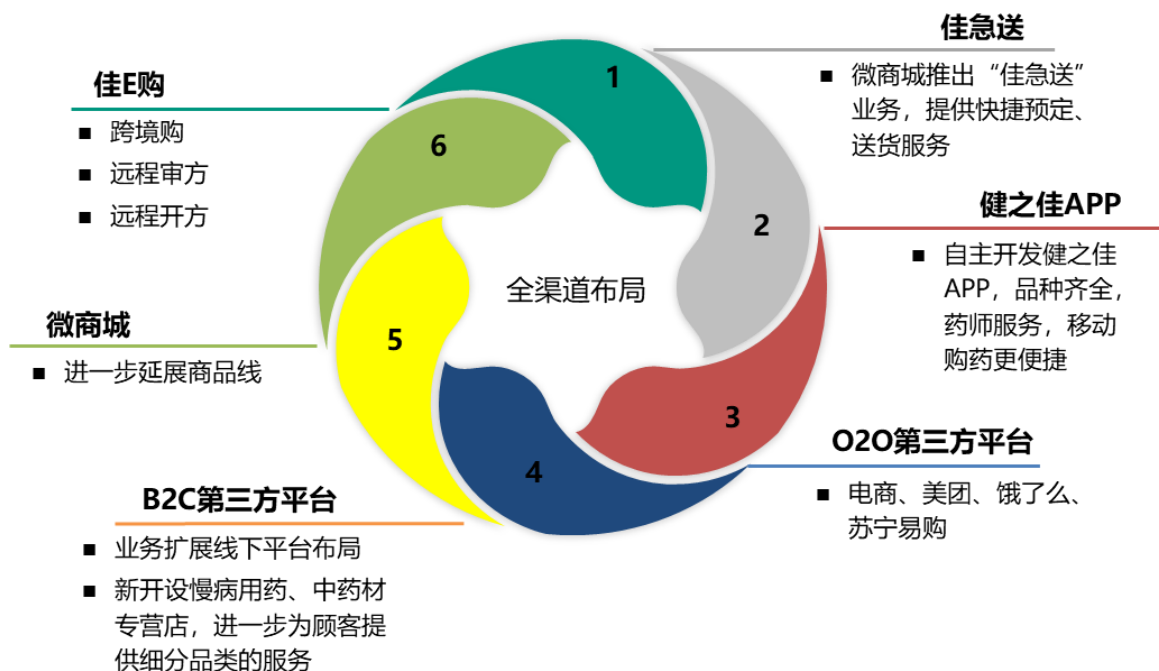
### 3. 公司分析：医药零售扶摇直上，便利零售凸显差异化优势

#### 3.1. 业务模式：构建多元化全渠道业务模式，业务新增长点浮现

##### 3.1.1. 全渠道能力稳步提升，新零售收入快速增长

积极开展线上业务，多元化全渠道业务模式助力可持续性增长。公司坚持从消费者需求出发，在不断巩固线下零售模式优势的同时，积极开展线上业务，布局线上销售渠道，构建以会员为核心的全渠道业务模式。公司线上业务包括传统电商 B2C 业务和 O2O 服务，其中既有自营部分也有和其他线上平台合作业务。

图 16：公司全渠道业务布局情况



数据来源：公司公告，东北证券

表 4: 公司全渠道业务发展历程

业务	时间	发展历程
第三方 B2C	2011 年	开始探索电商领域。
	11-20 年	取得互联网服务资格证书后，陆续在药店领域开始与天猫、京东、拼多多、唯品会、苏宁等第三方平台合作。
	2020 年	在京东和拼多多开立了 <b>之佳便利店</b> 。
		探索官网、APP、微商城等自有平台。
	2021 年	继续与天猫、京东、拼多多、唯品会、苏宁易购等第三方平台合作开展 B2C 业务。
		推进微商城、官网、APP 等自有平台业务；开设 <b>慢病用药、中药材专营店</b> 等差异化店型。
		跨境购业务 <b>测试上线</b> ，进一步拓宽保健食品、个人护理品、母婴用品等商品线。
	2022 年	继续与第三方平台合作开展 B2C 业务。
推进微商城、官网、APP 等自有平台业务。		
电商事业部推行单平台多店铺运营模式，开设 <b>慢病用药、中药材专营店</b> 等差异化店型。		
<b>跨境购业务测试上线</b> ，进一步拓宽保健食品、个人护理品、母婴用品等商品线。		
		持续强化员工专业知识、强化类目管理、重视日常销售和积累、强抓电商大促节点的爆发、推动社群营销工作落地。
自营 O2O	2015 年	投入门店自营预定及自提、送货系统 <b>佳 E 购</b> 。
	2021-2022 年	实现药店全覆盖，之佳便利店逐步探索。
		针对微商城进行全新的系统升级和改版，在合规基础上推出“ <b>健之佳急送</b> ”业务，提供更及时的在线预订、送货上门便捷服务。
	佳 E 购通过加强专科长疗程用药解决方案的打造、差异化主题营销活动的规划和营销活动支持为顾客提供专业、长尾的商品品类，同时，在合规基础上及时响应和满足远程问诊、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顾客需求。	
第三方 O2O	2019 年	开始与美团、饿了么、京东到家等合作。
	2020 年	成立 <b>O2O 事业部门</b> 专责推进门店与美团、饿了么、京东到家等公域平台 O2O 业务的发展。
	2021 年	持续推进与美团、饿了么、京东到家等平台的合作， <b>初步搭建了全渠道的会员服务系统</b> 。
		通过制定并落实 <b>细分商圈品类和营销策略</b> ，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，为门店业绩提升赋能。
2022 年	O2O 业务充分借鉴线下门店经验， <b>线上营运团队对口帮扶区域、门店</b> ，到店指导、巡检，通过帮助门店加强店铺基础规范管理、商品规划，提升店铺服务履约率，制定 <b>细分商圈营销策略</b> ，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。	

数据来源：公司公告，东北证券

(1) 传统电商业务：自 2011 年开始电商领域的业务探索，取得互联网服务资格证书后，陆续在药店领域开始与天猫、京东、拼多多、唯品会、苏宁等第三方平台合作。在 2020 年，与京东和拼多多合作，开立了之佳便利店，实现了“药店+便利”的协同互补。2021 年，持续推进微商城、官网、APP 等自由平台业务，开设慢病用药、中药材专营店等一系列差异化店型，测试上线跨境购业务，进一步拓宽公司商品线。2022 年，公司持续推进与第三方平台的合作，开展 B2C 业务。

(2) 自营 O2O 平台：2015 年起公司募投项目持续投入门店自营预订及自提、送货 O2O 系统佳 E 购。2021 年，佳 e 购已实现药店全覆盖，同时公司推出“健之佳急

送”服务，针对微商城的用户，致力于提供更加及时的在线预订、送货上门便捷服务，不断完善佳E购功能，支持远程问诊、处方流转、远程审方等多样化功能。

(3) 第三方 O2O 平台：2019 年起，公司与美团、饿了么、京东到家等平台开展合作，增长迅速。2020 年，成立 O2O 事业部专责推进门店与美团、饿了么、京东到家等公域平台 O2O 业务的发展。2021 年，初步搭建了全渠道的会员服务系统，并且通过制定落实细分商圈品类和营销策略，提升送货效率，打造 O2O 业务的差异化竞争力及服务力，赋能门店业绩提升。2022 年，线上营运团队对口帮扶区域、门店，帮助门店加强店铺基础规范管理、商品规划，提升店铺服务履约率，2022 前三季度收入增速达 81%。公司对线上业务积极布局，对业务模式不断完善，为顾客提供全方位、专业、便利的健康服务。

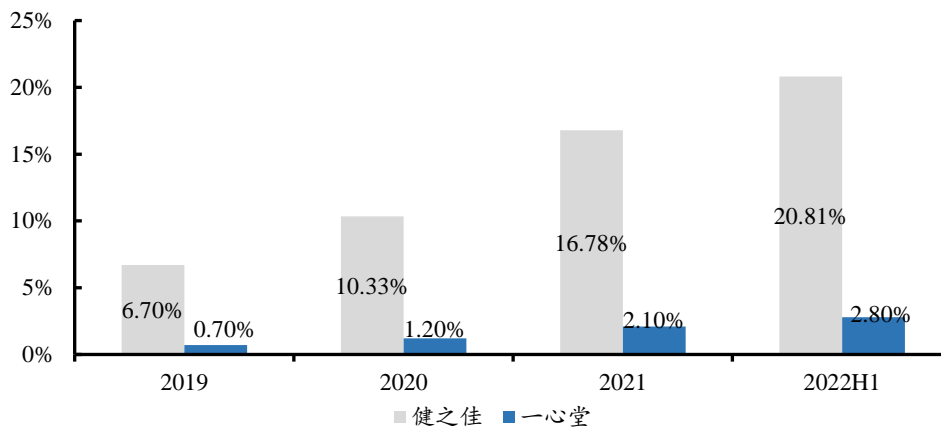
**公司全渠道业务起步较早，优势明显。**公司较早布局全渠道业务，2019 年，在 IPO 募资项目计划中，公司计划投入 0.3 亿元用于加强全渠道多业态营销平台项目建设，是云南省首家拿到互联网药品交易服务资格证的连锁企业，上市募资助力全渠道多业态营销平台发展。长远来看，传统药店与互联网的融合是大势所趋，全渠道多业态营销平台建设是公司应对市场竞争的需要，帮助公司缓冲互联网对传统医药零售行业的冲击，利用公司现有的门店资源，实现线上线下互相融合。经过多年耕耘发展，公司全渠道业务优势明显，目前已有 3,983 家自营 O2O 门店，做到门店全覆盖。2019 年-2022H1，健之佳线上收入占总营收比重分别为 6.70%、10.33%、16.78%、20.81%，一心堂线上收入占总营收比重分别为 0.70%、1.2%、2.1%、2.8%，健之佳线上收入占比可达到一心堂线上收入占比的 8~10 倍，参考公司在云南地区主要竞争对手一心堂的数据，公司全渠道业务优势明显，提高服务客户的能力，可以及时获取并满足消费者的需求。

**表 5：公司 IPO 募资项目计划**

	项目名称	投资总额	拟使用募集资金投资额
项目 1	新开门店建设项目	10.0	7.7
项目 2	医药连锁信息服务项目	1.2	0.8
项目 3	全渠道多业态营销平台建设项目	0.3	0.3
	<b>合计</b>	<b>11.5</b>	<b>8.8</b>

数据来源：公司公告，东北证券

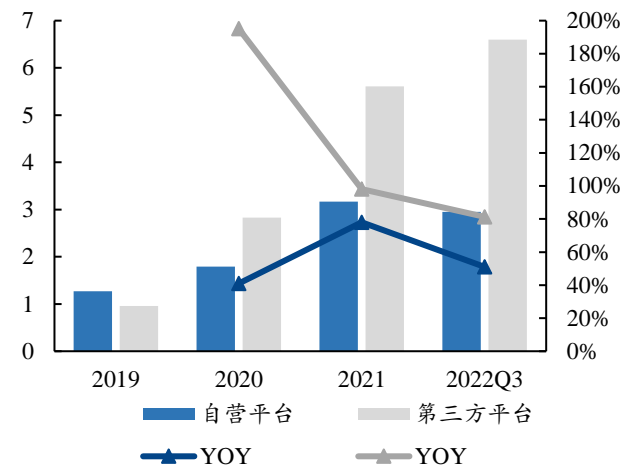
图 17: 2019-2022H1 健之佳与一心堂线上收入占比情况



数据来源：公司公告、东北证券

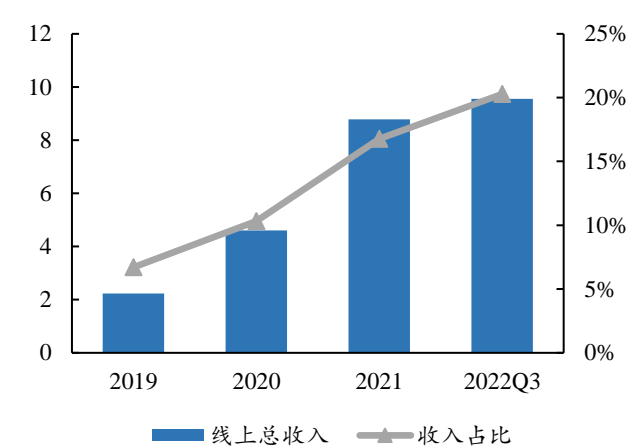
**全渠道业务占比不断提升，成为公司业务新增长点。**针对消费者对服务泛在性、便利性提出的更高要求，公司坚持全渠道线上业务的拓展。公司实现了佳急送、健之佳 APP、O2O 第三方平台、B2C 第三方平台、微商城和佳 E 购的全渠道服务体系。公司线下实体门店强大的商品力、服务力、专业力优势成为线上业务的有力后盾，佳 E 购、O2O 等线上渠道为门店服务赋能，线上线下协同互促，全渠道服务快速发展。在 2019 年-2021 年间，健之佳线上总收入为 2.23 亿元、4.61 亿元、8.78 亿元，同比增长分别为 107%、90%，公司线上收入占营业收入比重成长稳健快速，分别为 6.70%、10.33%、16.78%。其中，自营平台收入分别达到 1.27 亿元、1.79 亿元、3.17 亿元，增长率分别为 41%、78%，第三方平台（O2O+B2C）营业收入分别达到 0.96 亿元、2.83 亿元、5.61 亿元，增长率分别为 195%、98%，发展潜力巨大。截至 2022 年 Q3 末，公司的线上业务营业收入达到 9.55 亿元，线上收入占比已提升至 20.28%，相比于 2021 年末提高了 3.50%，自营平台营业收入达到 2.95 亿元，同比增长 51%，第三方平台收入达到 6.60 亿元，同比增长 81.30%，仍有很大增长空间。O2O 模式帮助公司利用已有的线下门店资源，将公司门店作为体验店、提货点和配送点，解决配送问题，同时利用互联网庞大的消费群体，在线上店铺进行宣传推广，为线下带来流量。建设全渠道多业态营销平台可以为用户提供更加便捷、专业的服务，提升用户的消费体验，是提升公司营收水平的必然需要。

图 18: 2019-2022Q3 自营平台与第三方平台营业收入 (亿元) 及增长率



数据来源: 公司公告, 东北证券

图 19: 2019-2022Q3 线上总收入 (亿元) 及收入占比情况



数据来源: 公司公告, 东北证券

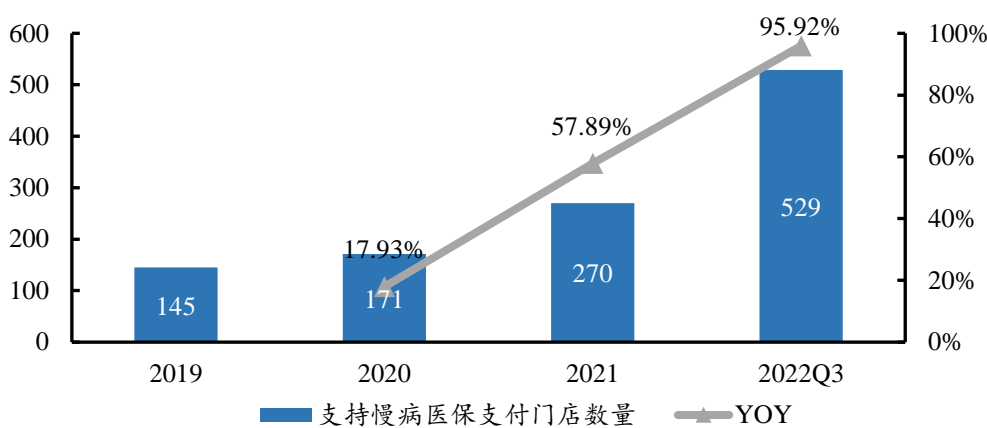
### 3.1.2. 多元化业务相辅而行，打造健康服务生态圈

#### 3.1.2.1. 便利店、诊所等业务发挥协同效应

**积极发展便利店业务，发挥协同效应，提升发展韧性。**公司云南地区较早开展便利店业务，之佳便利店自 2005 年成立以来，经营规模持续扩张，经营区域以昆明为中心，辐射到云南省内多个地州。目前，之佳便利店经营的商品有饮料乳品、烟酒、日用杂货、个人护理、保健品、热熟食等大类超 5,000 个 SKU，长期合作稳定渠道 700 余家以上。公司便利店与药房选址接近，以高频带动低频，同时提高品牌知名度，充分发挥协同效应，实现药房、便利业务互促发展。

**多元化业务结构，持续探索慢病管理新模式，打造健康服务的生态圈。**公司坚持“店型多元化和服务专业化”，积极拓展中医诊所、社区诊所、体检中心等新店型，逐步探索“药店+便利店”、“药店+诊所”的模式，打造集合了社区专业药房、便利店、中医诊所、社区诊所和体检中心等业态的多元化社区健康服务生态圈。截至 2021 年，公司已有 3 家中医诊所，3 家社区诊所和 1 家体检中心。同时，健之佳以慢性病管理体系作为公司药学服务的重要依托，公司积极探索从单一的药品销售向专业化的健康综合服务拓展，建立起专业的慢性病管理体系，自 2011 年起建立并逐步完善，经过 8 年的探索与实践，公司已建立了以药事管理信息系统为基础，结合专业药师、咨询师、营养师提供专业咨询的慢病管理体系。2021 年，电商事业部开设慢病用药、中药材专营店等差异化店型，慢病服务累计建档约 120 万人，通过药学管理系统、健康咨询等服务，增加慢病会员粘性，提高慢病会员的交易次数以及客单价。同时，公司开通各类慢病医保支付门店，2019 年-2021 年间，支持慢病医保支付门店数量分别为 145 家、171 家、270 家，同比增长分别为 17.93%、57.89%，截至 2022Q3 末，公司开通各类慢病医保支付门店 529 家，较 2021 年末净增加 259 家，同比增长 95.92%。公司在经营发展过程中，不断强化综合服务能力，不断塑造“健康+专业+便利”的企业形象，打造多元健康服务生态圈的方式。

图 20: 2019 年-2022Q3 开通各类慢病医保支付门店数量 (家) 及增长率

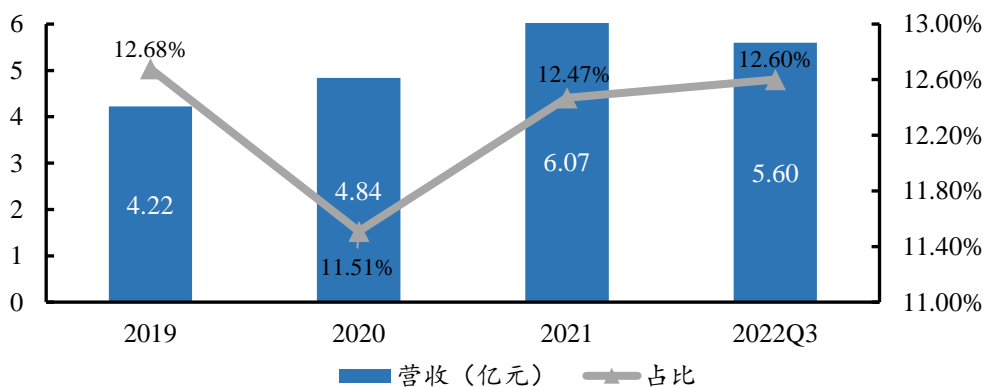


数据来源: 公司公告, 东北证券

### 3.1.2.2. 加大品牌塑造力度, OEM 占比稳步提升

**坚持 OEM 产品深度开发, 拓宽非药健康品类发展。**公司加大品牌塑造力度, 不断引进 OEM 贴牌商品, 加强贴牌产品的规划、选择, 通过为顾客提供质量可靠、疗效确切、性价比高且渠道可控的商品减缓毛利率下降。2019 年, 贴牌商品销售额为 4.22 亿元, 占营业收入的 12.68%。2020 年, 公司计划加大贴牌商品的引进, 坚持品牌塑造, 培养并提高贴牌商品的销售占比和贡献, 规划中主要考虑产品的销售增长前景及知名品牌的合作意愿, 产品主要包括常用药品、中药材、保健品、生活便利品等, 贴牌商品销售额达到 4.84 亿元, 占营业收入比例为 11.51%, 销售额同比增长 14.87%, 因 2020 年度整体营业额快速增长, 所以导致贴牌商品销售额占比较 2019 年度略有下降。2021 年, 公司进一步细化品类管理, 尤其是加强 OEM 产品品类管理, 重视、提升 OEM 商品及其他综合毛利较高商品销售占比, 公司贴牌商品的品质、品质得到顾客广泛认可, 贴牌商品销售额达到 6.07 亿元, 占营业收入比例为 12.47%, 销售额同比增长 25.21%。截至 2022Q3 末, 贴牌产品营业收入达到 5.6 亿元, 占主营业务收入的 12.60%, 较 2021 年底增长 13%, OEM 占比稳步提升。

图 21: 2020 - 2022Q3 OEM 业务营收 (亿元) 及占比



数据来源: 公司公告, 东北证券

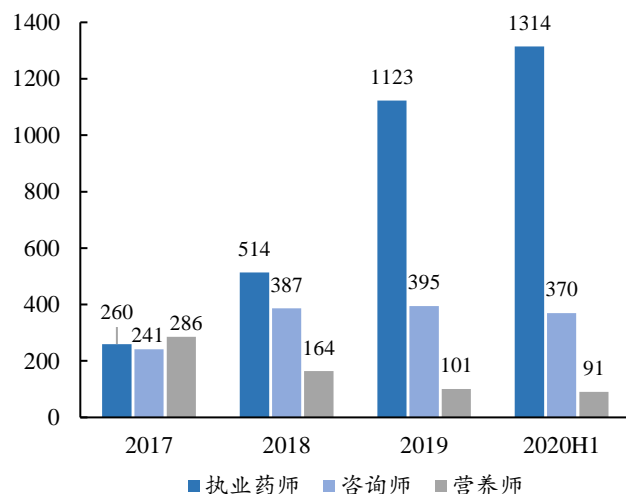
### 3.2. 医药零售板块：内生与外延双轮驱动，药房业绩欣欣向荣

#### 3.2.1. 员工团队专业化年轻化，聚焦用户需求

##### 3.2.1.1. 员工专业化能力持续提升，用户粘性提高

公司采用多种举措，不断提高员工专业化能力，服务质量与效率并进。公司运用专科化解决方案与门店体系建设，提供会员服务、慢病管理及药学服务。通过执业药师、门店专业店员及公司的会员服务体系、药师专业服务体系、辅助的信息系统及延伸的医药服务能力为会员服务，提供专业、专科化的解决方案。公司还搭建了执业药师、咨询师、营养师分层级管理体系，并组织专业化培训，使员工掌握基本医药知识，通过建立示范店、培训、考试等方式，持续提升公司上下的专业化能力。2017年-2020H1，公司及子公司执业药师、咨询师、营养师人数占比持续提升，合计人数分别为787人、1,065人、1,619人、1,775人，占总员工人数比例分别13.36%、15.99%、21.44%、21.54%，公司专业化员工占比逐年提升，医药服务专业化能力不断增强。近年来，执业药师的重要性和不可替代性开始显现，远程审方药店以及药品批发质量管理必须配备执业药师，因此公司重视对执业药师的引进与培养，2017年-2019年，执业药师人数分别为260人、514人、1,123人，同比增长率分别为97.69%、118.48%，截至2020H1，执业药师数量达到1,314人。同时，公司努力维护执业药师、咨询师和营养师等相关专业服务人员的稳定性，建立具有市场竞争力的薪酬体系，降低员工离职率，2017年-2020H1，专业服务人员离职率呈现下降趋势，分别为28.59%、11.64%、11.86%、8.85%。公司采取多种举措，专业服务人员数量不断提升，离职率逐渐下降，公司专业服务能力逐步提高。

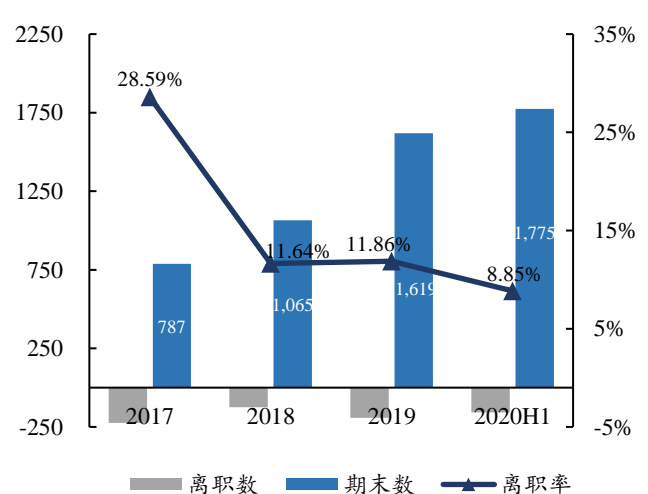
图 22：执业药师、咨询师、营养师数量变化情况



数据来源：招股说明书，东北证券

专业能力稳步提升且稳居药品零售企业前列，彰显公司卓越竞争力。公司重视人才培养，员工团队中高学历员工占比领先。截至2021年末，健之佳员工团队中学历为本科及本科以上的员工占比为11.26%，一心堂拥有本科及本科以上学历的员工比例为7.89%，健之佳大专学历员工占比39.13%，一心堂大专学历员工占比28.60%。公司通过招聘更多高学历员工，不断优化专业团队组成，专业能力稳步提升。同时，公司通过自建平台、与互联网医院及第三方平台合作等方式，为顾客对症、合理用

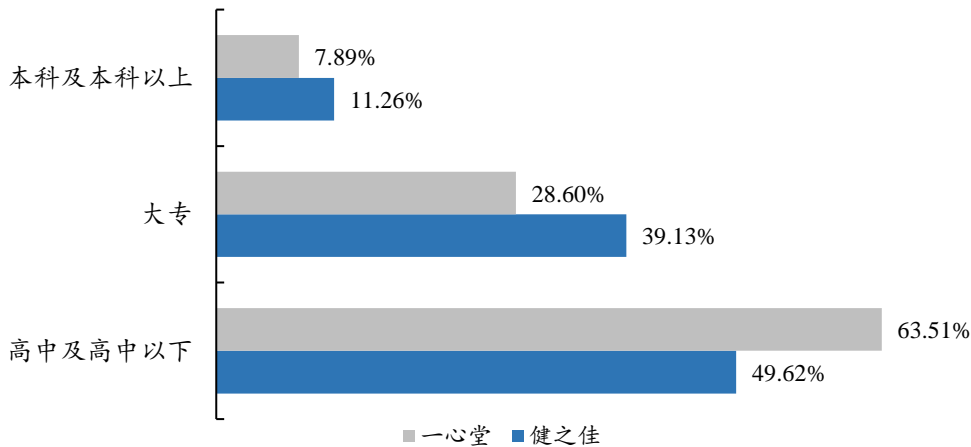
图 23：执业药师、咨询师、营养师离职数及期末数



数据来源：招股说明书，东北证券

药提供规范的远程问诊、远程审方服务。在中康科技主办的西普会上，公司连续七年蝉联“中国药品零售企业综合竞争力排行榜”专业力标杆企业单项冠军，在“2019-2020 年度中国药品零售企业综合竞争力排行榜”中，公司排名跨区域连锁第三名，在“2020-2021 年药品零售企业综合竞争力指数 TOP100 企业”中排列第九位，显示了健之佳长期坚持专业服务的营运模式在行业内的领先竞争力。

图 34：2021 年健之佳与一心堂员工文化程度结构对比



数据来源：东北证券

表 6：健之佳获得专业力单项冠军

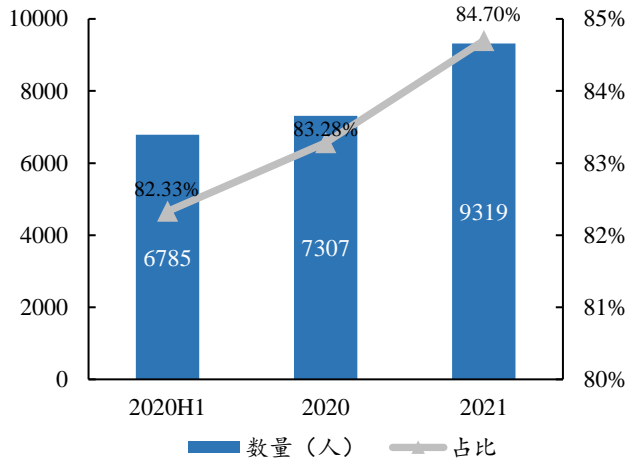
奖项	公司
品牌力冠军	老百姓
运营力冠军	一心堂
成长力冠军	益丰药房
规模力冠军	国药控股
专业力冠军	健之佳
盈利率冠军	大参林
创新力冠军	海王星辰

数据来源：西普会，东北证券

会员体系稳定且优质，顾客强黏性保障门店绩效稳定。公司建立起良好的品牌形象，“家庭医生、健康顾问、社区好邻居”深入顾客之心，逐步形成了与公司品牌定位吻合的稳定的会员顾客群体。公司不断完善会员管理体系，定制会员专享体验，推出会员权益，将专业的基础药学服务和健康管理服务相结合，提升会员的满意度和回购率。基层员工主要为门店销售人员，公司注重对销售人员的培养，为顾客提供专业化服务，不断提升门店服务人员的专业和职业素养。2020H1-2021 年，销售人员数量分别为 6,785 人、7,307 人、9,319 人，占公司总员工数量比重分别为 82.33%、83.28%、84.70%，全国性连锁龙头药店企业一心堂的销售人员所占比例为 86%~87%，健之佳销售人员比例接近一心堂数据，随着公司经营规模的扩大，销售人员数量会稳定增加，占比不断提高。随着销售人员专业程度不断提升，以及企业微信添加顾客为其提供专属健康顾问服务的运用，全渠道会员信息共享，顾客画像标签、量身定制营销方案、购药追踪提醒、营销信息自动化识别推送、店员服务助手等功能的逐步上线，公司会员体系逐渐稳定，为会员提供个性化商品和服务，进一步提升会

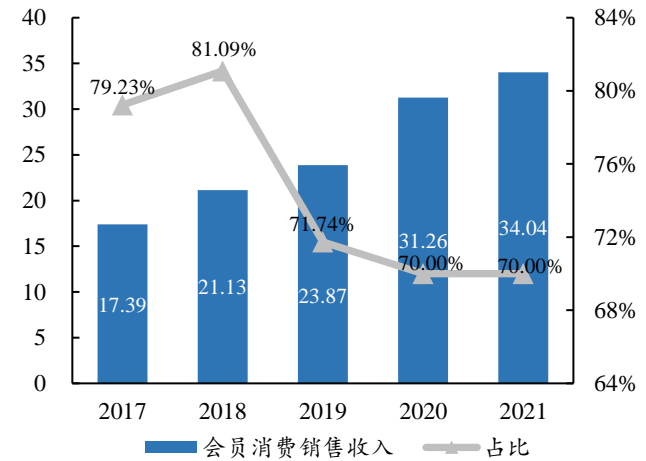
员黏性与满意度。2017年-2021年，会员消费收入分别为17.39亿元、21.13亿元、23.87亿元、31.26亿元、34.04亿元，占主营业务收入比例分别为79.23%、81.09%、71.74%、70%、70%。客户黏性得到提升，实现交易次数和销售额的持续增长。

图 25: 2020H1-2021 年销售人员数量及占比



数据来源：招股说明书，东北证券

图 26: 2017-2021 年会员消费收入 (亿元) 及占比



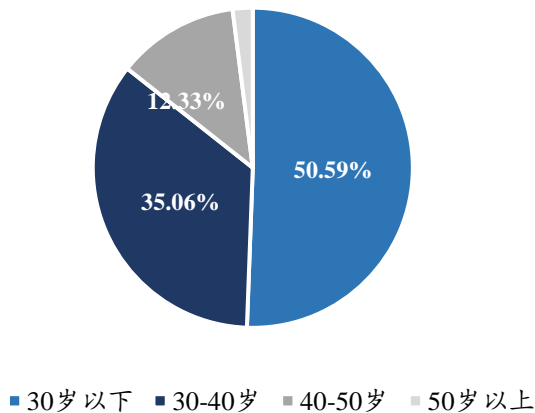
数据来源：招股说明书，东北证券

### 3.2.1.2. 年轻化、差异化竞争战略

**员工团队年轻化，把握年轻客群新需求，发掘潜藏消费市场。**公司药店除吻合中老年顾客需求外，针对年轻女性顾客做差异化定位，之佳便利以年轻、城市化的客群为特点，通过长期聚焦店型设计、商品品类规划、顾客服务，依托营运管理技术、物流体系及信息化系统，提供亲切、稳重、专业和值得信赖的服务。为更好地服务年轻客群，公司员工团队年轻化，截至2020H1，30岁以下员工占比50.59%，30~40岁员工占比35.06%，40~50岁员工占比12.33%，超过50岁的员工占比2.03%。依据年轻顾客的兴趣爱好以及消费习惯，公司深度挖掘年轻顾客群体对于健康美丽的需求，个人护理品及医疗器械品类中，综合毛利较高的功效性护肤产品的销售收入持续增长，截至2022年Q3末，占比达到5.15%。年轻化的员工团队可以更好地把握住年轻群体的需求，定位护肤产品，拓展年轻客群。

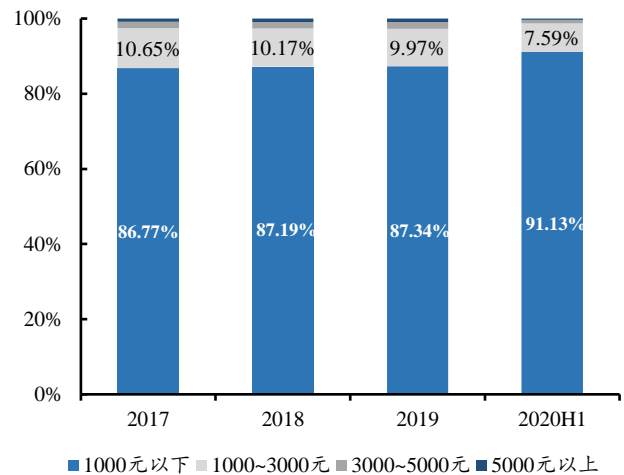
**定位会员消费特点，差异化策略获取存量市场优势。**2017年-2020H1，消费金额在1,000元以内的会员人数占比大，分别占比86.77%、87.19%、87.34%、91.13%，消费金额在1000~3000元的会员占比分别为10.65%、10.17%、9.97%、7.59%。依据不同消费规模的会员分布情况，公司会员群体年度消费金额1,000元以下的占比较大，消费处于1000~3000元的客群占比次之，符合零售连锁药店的行业特性。依据客群客群分散、客单价低的特点，公司为更好地服务不同客群需求，采取差异化产品组合策略，持续满足顾客需求。除处方药、非处方药、中药材、保健品之外，顺应消费者生活品质要求的提高和治未病意识增强，大力加强与健康品质生活相关的品类拓展，加强滋补类药品、中药养生产品、个人护理品、母婴产品、功能性食品、家庭保健型医疗器械的引进和销售，以差异化的商品支撑其多元化的经营业态。公司结合每家门店所处区域消费者年龄结构、生活习惯、健康状况等因素，从在营商品品类中构建适宜区域客群需求的供应商品组合，努力打造“千店千面”的门店差异化陈列布局。

图 27: 2020H1 员工年龄结构



数据来源：招股说明书，东北证券

图 28: 2017-2020H1 不同规模会员分布情况

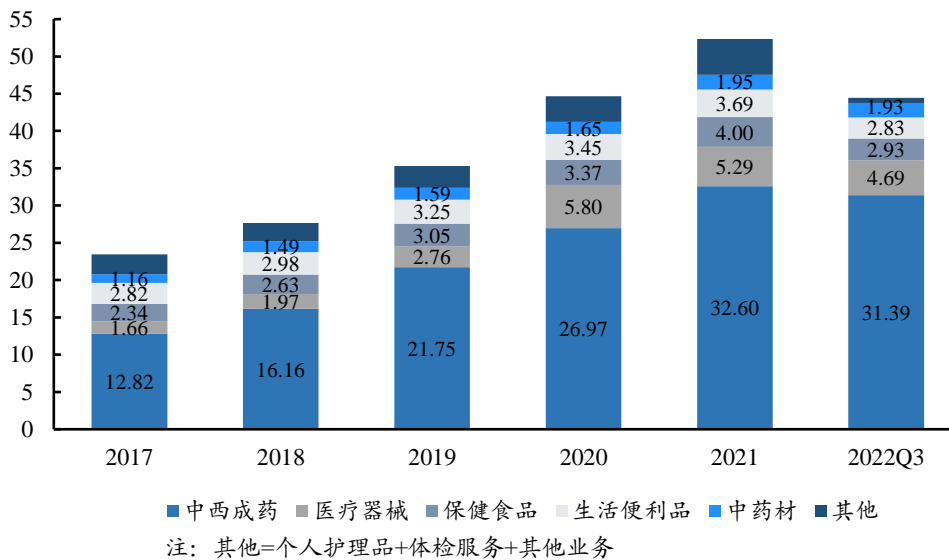


数据来源：招股说明书，东北证券

### 3.2.2. 商品品类规划不断完善，专业服务收入行业领先

**采购方式多样化，品类规划日益完善，主营业务稳健增长。**公司采购主要分为三种，第一种为常规产品采购，是公司向一般供货商进行采购；第二种为贴牌产品订购，公司向被委托贴牌厂商进行采购，相关采购签订的合同对多方面合作内容进行约定，比如贴牌期限、结算方式、交货办法等内容；第三种采购为独家代理产品采购，在指定地区采购由公司独家销售的产品或特定规格的产品。公司对品类规划不断进行调整，利用医药改革的机会，加强医院品种的引进。销售收入以中西成药为主，辅之以医疗器械、保健食品、生活便利品与中药材等。公司中西成药收入占比越来越大，从2017年的54.62%提升至2021年62.27%，公司积极承接院内顾客外流长期趋势带来的增量业务，处方药和非处方药的销售迅速较快，销售占比进一步提升，截至2022Q3末，中西成药收入占比达到70.60%。此外，公司的医疗器械销售收入增长迅猛，从2017年的1.66亿元增长至2021年的5.29亿元，四年CAGR近34%，截至2022Q3末，医疗器械收入达到4.69亿元，占比达到10.55%。2022年4月，云南地区保健品不再纳入医保个人账户结算范围，消费者短期不适应导致公司保健食品收入占比降低，由2021年的7.63%下降至2022Q3的6.59%。此外，生活便利品、中药材、个人护理用品等产品收入稳定。公司通过不断调整商品品类规划，把握医药改革机会，2022年1-9月营业收入较2021年同期增长24.67%，实现主营业务持续、稳健增长。

图 49：2017-2022Q3 零售终端品类营业收入（亿元）

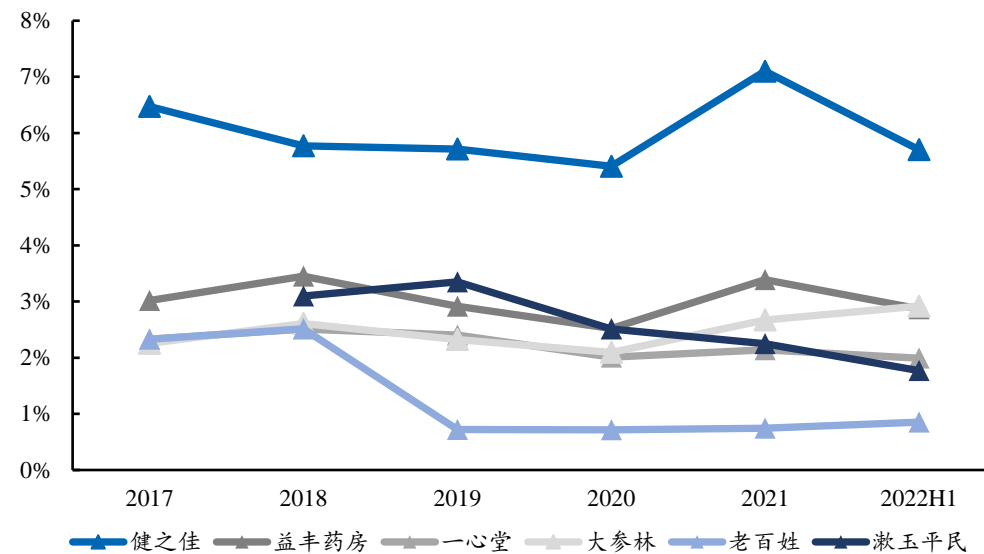


数据来源：公司公告，东北证券

**集中采购与地方采购结合，兼顾门店个性化需求，提高公司盈利能力。**对于商品的采购，公司采取集中采购与地方采购相结合的方式。集中采购模式是由公司统一集中负责供应商管理与评估、管理采购价格、负责采购招投标的管理，汇集各分子公司的采购申请并且进行调整，最终形成集团采购计划，可以避免重复采购和重复库存，降低采购作业成本，提高效率。这一采购模式可以强化公司整体的购买力，帮助公司获得采购规模效益，降低进货成本和物流成本。地方采购则更加关注区域性消费者的需求，公司及下属子公司会根据当地的消费环境、竞争情况、地方性特色等情况与供应商进行谈判，进行分别采购。集中采购有助于公司和供应商之间建立良好稳定的合作关系，帮助公司得到供应商在技术开发、售后服务、货款结算等多方面的支持和合作，同时地方采购模式会对集中采购进行完善和补充，充分利用当地市场资源，有利于满足消费者的差异化需求，兼顾不同地区门店个性化需求。

**强化“营采一体化”，提升供应商服务效能。**公司借鉴快销零售企业的营销模式，构建了“以采购为核心驱动”的“营采合一”营销体系，采购前对商品进行规划是后续经营活动的开展的基础，是实现公司盈利目标的第一步。公司依托自身门店较大的规模、强大的执行力、健康时尚的门店形象和标准化的管理，充分整合内外部资源，形成较强的获客能力。公司长期坚持专业服务所建立的体系，切合医药企业的需求，门店在公司的组织下，开展主题明确和高效统一的促销活动，活动效果良好，保证了门店执行效果的一致性、高效性和可复制性。同时，公司也为供应商提供拥有较大流量的营销平台，有效提升商品促销与品牌推广效率，服务的价值被医药企业持续认可，公司为医药、便利供应商提供专业服务的收入占比呈现上升趋势，在行业内领先。自2015年起连续6年占比稳定在5%~6%，2021年占比达到7.1%，截至2022年H1末，服务收入占比5.7%。对比同行业公司，五家连锁药店的专业服务收入占比均低于健之佳，2017年-2022H1，益丰药房、一心堂、大参林、漱玉平民占比稳定在2%~3.5%。同时，为供应商提供服务系高毛利业务，2021年毛利率达到76%，截至2022Q3末，毛利率达到74%，公司重视供应商服务效能和差异化专业服务能力，有望拉动公司业绩的增长。

图 30: 2017-2022H1 为供应商提供专业服务收入占比情况



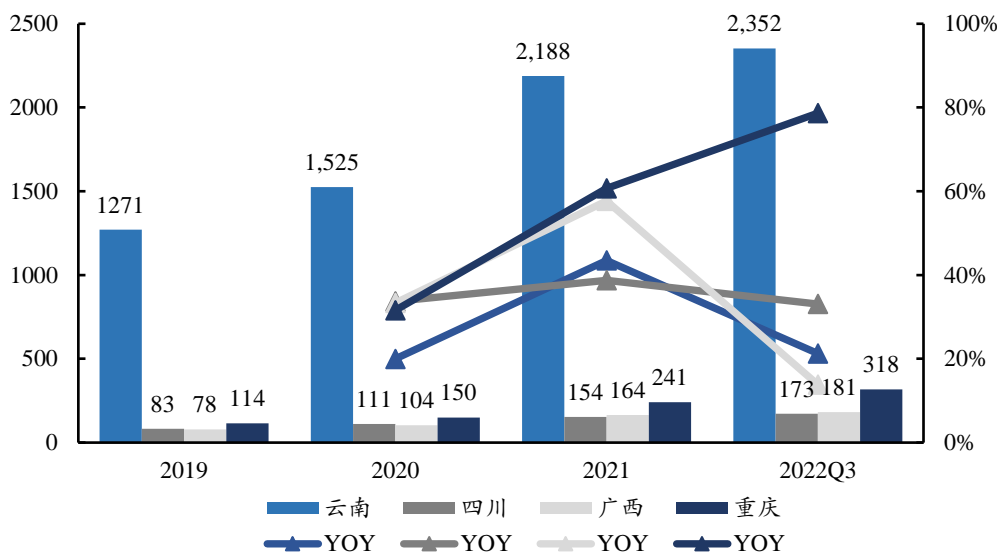
数据来源：公司公告，东北证券

### 3.2.3. 外延扩张持续推进，业绩有望持续增长

#### 3.2.3.1. 夯实云南利润中心，加强川渝地区拓展

**扎根云南，加速拓展川渝。**公司坚持“集团化管理、多元化经营、全国性扩展”的战略方针，坚持以“中心城市为核心向下渗透”的策略，通过以自建为主、并购为辅的扩张方式，深耕西南地区，一方面重点夯实云南利润中心，另一方面加强川渝地区拓展，采取自建、收购双轮驱动的门店扩张策略拓展门店规模。2019年-2022Q3，公司扎根云南，云南地区的医药零售门店数量分别达到 1,271 家、1,525 家、2,188 家、2,350 家，门店数量增长分别为 254 家、663 家、164 家，同比增长率分别为 19.98%、43.48%、21.24%。同时公司加强对川渝地区的拓展，2019年-2022Q3，四川地区的医药零售门店数量分别达到 83 家、111 家、154 家、173 家，门店数量增长分别为 28 家、43 家、19 家，同比增长率分别为 33.73%、38.74%、33.08%；重庆地区医药零售门店数量分别达到 114 家、150 家、241 家、318 家，门店数量增长分别为 36 家、91 家、77 家，同比增长率分别为 31.58%、60.67%、78.65%，医药零售门店增速加快。云南品牌影响及规模优势持续提升，进一步加大川渝地区市场渗透率。

图 31: 2019-2022Q3 医药零售门店扩张情况

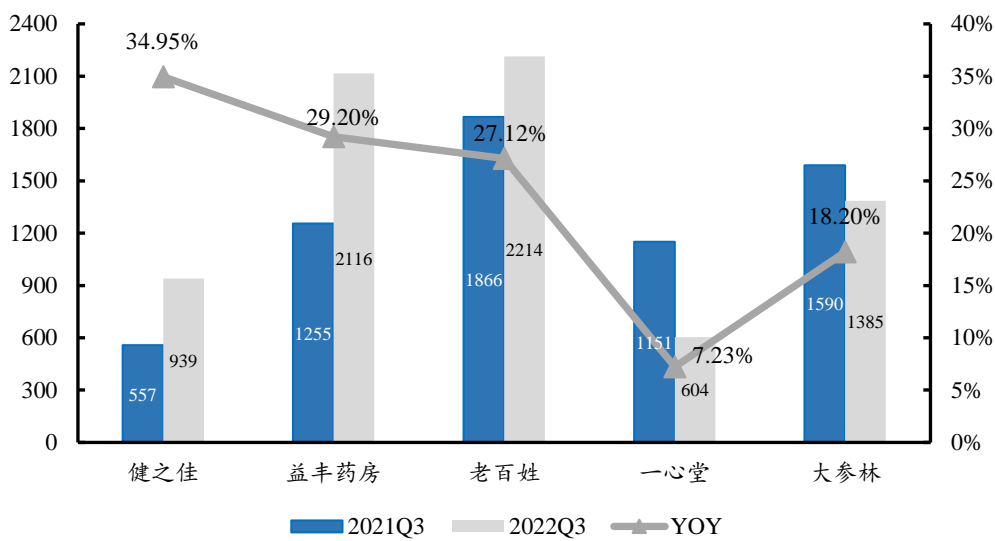


数据来源：公司公告，东北证券

### 3.2.3.2. 拓店维持高增速，新店储备保障业绩持续增长

**门店增速行业领先，为公司未来发展注入活力。**公司主要依靠内生增长方式推动公司经营规模的扩展，依靠自建、并购方式不断扩大覆盖面积，长期深耕云南市场，并逐渐向周边省市拓展，完善营销网络。零售药店由于其经济性、便利性及专业性，成为公司药品销售的主要渠道之一，公司零售药店门店数量增长迅速。公司目前门店数量已从 2019 年的 1,752 家增加至 2022 年 Q3 末的 3,982 家，增长超过一倍，CAGR 超过 30%。2021 年，公司净增加 914 家门店，较前一年增长 141.8%，2022 年前三季度，公司净增加门店 939 家，较前一年增长 64.5%。在长期开店实践中，公司形成较为成熟的新店、次新店管理模式和运营体系，截至 2022Q3 末，公司门店总数达到 3,983 家，净增门店数量为 939 家，门店增长率为 34.95%，益丰药房、老百姓、一心堂、大参林门店增长率分别为 29.20%、27.12%、7.23%、18.20%。对比行业中上市医药零售企业，公司门店增长率排名第一。

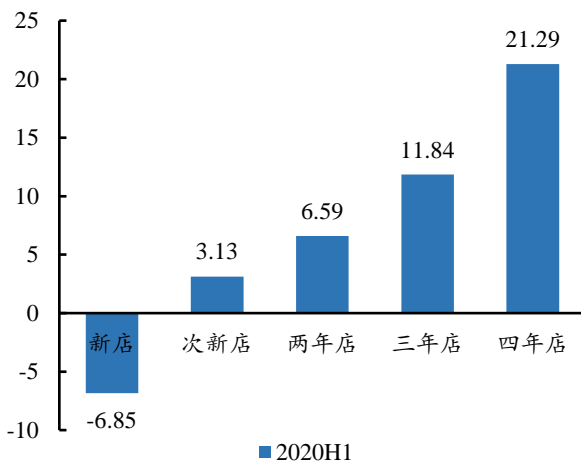
图 32: 行业新增门店数量(家)及增速对比



数据来源: 公司公告, 东北证券

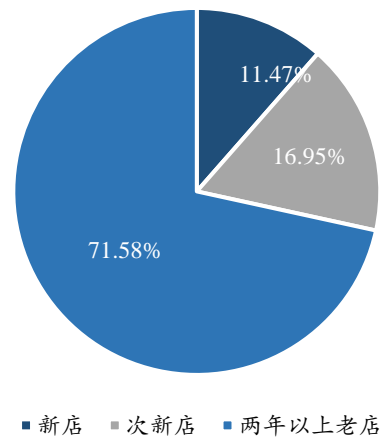
**新店储备充足, 保障未来业绩可持续增长。**受到医保政策、人流量及商圈的影响, 公司新开门店成为成熟盈利门店需要经历一段培育期, 平均需要2-3年。截至2020H1末, 新店年均亏损6.85万元, 次新店实现盈利3.13万元, 两年以上老店盈利能力随经营年份的增长而稳步增加, 两年店、三年店、四年店实现年均利润分别为6.59万元、11.84万元、21.29万元, 利润增长率分别可达到145.7%、110.5%、79.7%、79.8%, 利润保持高增速。因此公司重点工作是使新店、次新店尽快实现增长和盈利, 新店、次新店体现公司未来发展潜力。截至2022年Q3, 公司有新店457家, 次新店675家, 合计占比28.42%, 两年以上老店2,851家, 占比71.58%。新店、次新店的高占比反映了公司快速自建扩张的特点, 是公司上市后快速发展的自主选择。公司通过一系列举措努力提升新店、次新店的产出及收益, 比如配置成熟的店长和员工、调整单店商品结构、提升新开门店促销活动力度等手段。依据连锁零售行业的盈利规律, 新开门店在培育期通常会亏损, 但随着培育期结束、店铺运营能力和客户流量提高, 店铺将逐渐实现盈利, 可以迅速为公司创造营收及利润。因此, 高比例的新店、次新店为未来业绩打下基础, 业绩存在持续改善的空间, 未来随着门店的逐步成熟, 为公司后续业绩增长奠定基础, 是公司未来发展的重要驱动力。

图 33: 2020H1 不同年份药店年均利润 (万元)



数据来源: 公司公告, 东北证券

图 34: 2022Q3 不同年份药店比例

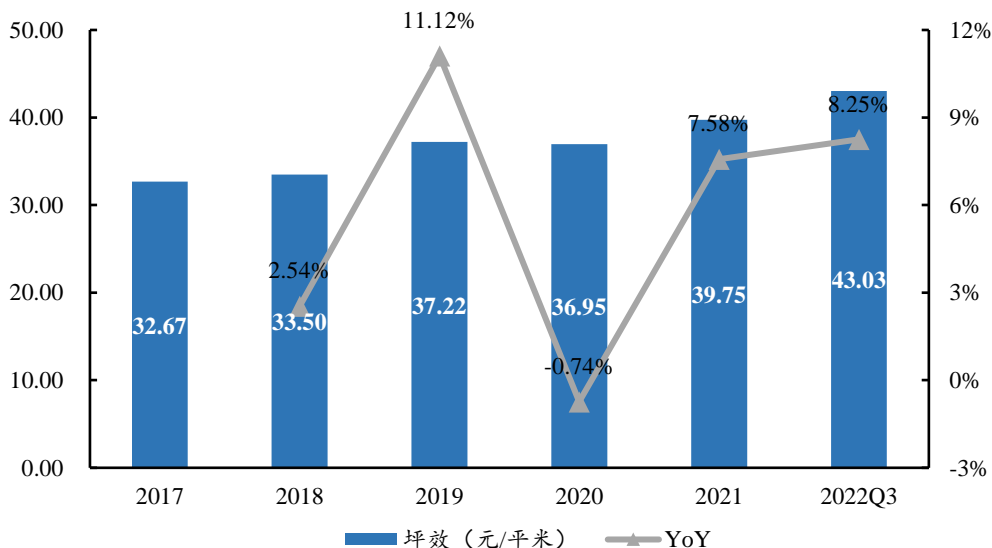


数据来源: 公司公告, 东北证券

### 3.2.3.3. 加强布局下沉市场, 公司坪效稳步增长

**经营效率持续提升, 坪效稳步增长。**公司依托标准化连锁经营管理体系和精细化营运体系的不断完善与创新, 选择有竞争优势的地段, 构建时尚人性化的环境, 并针对店铺所在地区选取适合产品, 力求“千店千面”, 实现门店跨区域快速扩张与店效提升, 保障整体效益的稳步提升。2017-2021 年公司医药零售药店坪效分别为 32.67 元/平方米、33.50 元/平方米、37.22 元/平方米、36.95 元/平方米、39.57 元/平方米, 最终提升至 2022 年 Q3 的 43.03 元/平方米, 2021 年同比增长 7.58%, 2022Q3 增长 8.25%, 增长效率持续提升。

图 35: 2017-2022Q3 医药零售门店坪效及增速

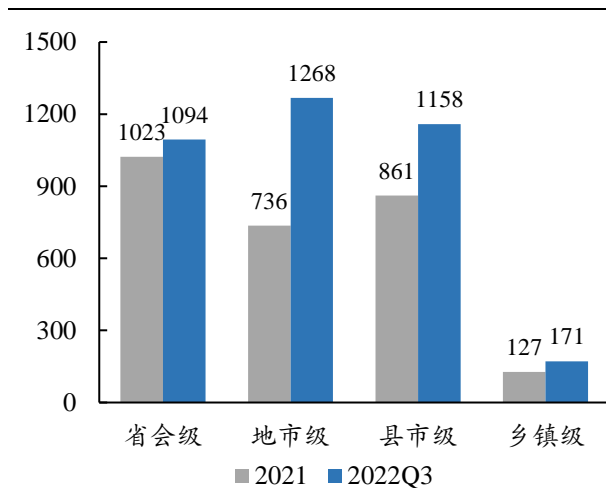


数据来源: 公司招股说明书, 东北证券

**采取向下渗透的扩张策略, 县乡级别坪效明显提高。**公司持续推进以“中心城市为核心向下渗透”的门店扩张策略, 经营门店主要集于省会、地州及部分县级城市。2021 年, 公司门店规模快速增长, 公司由省会城市向地级、县级城市渗透的门店布

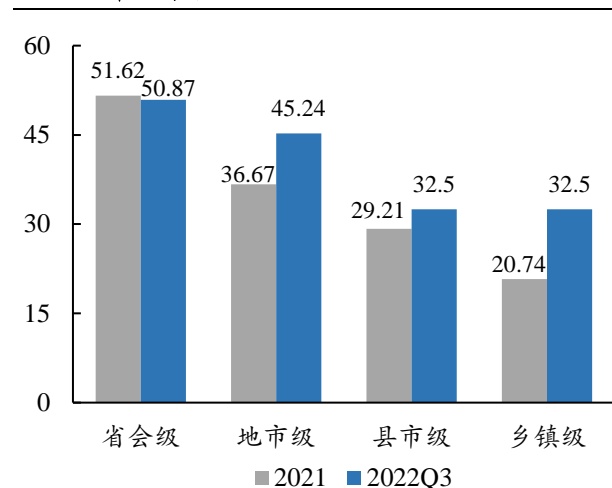
局已形成一定的规模，进一步提升区域门店密度。省会级门店数量为 1,023 家，占比 37.24%，地市级门店数量为 736 家，占比 26.79%，县级门店数量为 861 家，占比 31.34%，乡镇级门店数量为 127 家，占比 4.62%，县级以上区域门店占比 95.38%，公司差异化经营特色凸显。2022 年，公司重点加强地级、县级城市渗透力度，新增门店主要分布于下沉市场，公司由省会城市向地、县级城市渗透的门店布局已形成一定规模，区域门店密度进一步提升。截至 2022Q3 末，省会级公司医药零售门店数为 1,094 家，占比 29.64%，地市级门店数为 1,268 家，占比 34.35%，与 2021 年门店数量相比，增长幅度达到 72.28%，县级门店数为 1,158 家，占比 31.37%，县级及以上区域药店占比 95.36%，公司差异化经营特色进一步凸显。同时，门店日均坪效提升，尤其是乡镇级别门店坪效从 2021 年从 20.74 元/平方米提高到 2022Q3 的 32.5 元/平方米，提高幅度达 56.7%，下沉市场门店效率提升明显。

图 36: 2021-2022Q3 医药零售门店区域分布



数据来源：公司公告，东北证券

图 37: 2021-2022Q3 医药零售门店日均坪效（不含税，元/平方米）

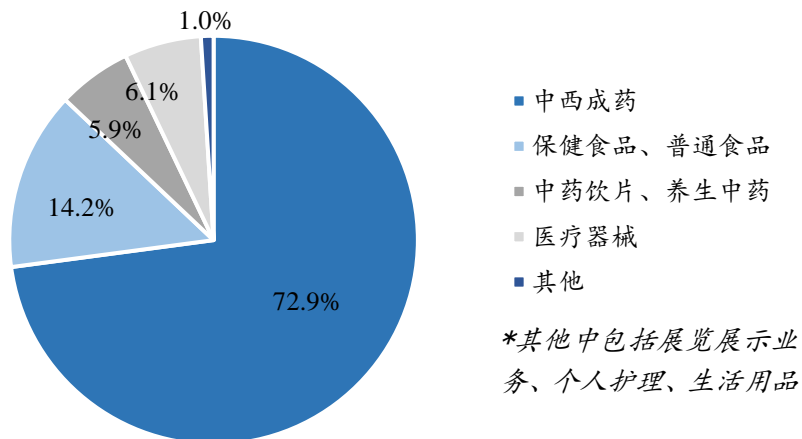


数据来源：公司公告，东北证券

### 3.2.4. 鲸吞河北唐人医药，业务版图向北拓展

**唐人医药区域强者，深耕零售连锁业务。**唐人医药自设立以来，专注对医药商品采用自有直营连锁零售门店经营的方式进行销售，主要包括中西成药、保健食品、普通食品、中药饮片、养生中药、医疗器械、个人护理、生活用品等商品。2016 年，中西成药收入在总营收占比达到 72.9%，保健食品、普通食品在总营收中占比达到 14.2%，中药饮片、养生中药占比达到 5.9%，医疗器械占比达到 6.1%。唐人医药始终坚持发展直营连锁门店的策略，所有门店均为直营连锁门店，有助于控制采购、配送、销售等各个环节，拥有一整套标准业务流程。同时，唐人医药的销售模式主要采用传统线下实体店销售，依托强大的门店基础，开展多样化促销活动。除此之外，品牌是医药零售企业的核心资源，经过多年经营，唐人医药在当地市场已经具备良好的口碑和信誉，被消费者熟知，拥有稳定的顾客群体。

图 38：2016 年河北唐人医药营收各品类占比



数据来源：公司公告，东北证券

**两阶段收购唐人医药，树立公司发展新里程碑。**2021 年末，公司开始接触唐人医药，在 2022 年深入了解后进行洽谈以及项目尽调工作，在 2022 年 6 月 29 日公司完成对唐人医药的股权收购协议以及补充协议的签署。公司将通过现金支付方式，分两个阶段完成此宗并购：第一阶段公司购买唐人医药 3 位股东持有的 80% 股权，交易作价 16.6 亿元，唐人医药成为公司的控股子公司；第二阶段，若唐人医药达成承诺业绩，公司按照协议约定条件以 4.1 亿元的价格购买剩余 20% 股权。2022 年 8 月 31 日，公司完成对唐人医药的重大资产购买，实现对唐人医药及各子公司及其门店的并购、控制。2022 年 9 月 1 日起，对唐人医药并表。公司以“立足云南、深耕西南、向全国拓展”为战略目标，通过收购唐人医药可以快速进入经济发展迅速且人口持续积聚的京津冀区域。

**公司门店实现跨越式增长，并购帮助公司扩大全国影响力。**唐人医药历经多年发展，在河北唐秦地区品牌、门店数、规模、专业服务能力均处于优势地位，拥有良好的品牌、服务口碑，2017-2018 年通过收购的方式布局了辽宁省的 6 个城市，发展至今业务、人员已相对稳定。同时，唐人医药的门店区位和布与健之佳的发展、扩张战略契合，采取以城市中心为主，周边郊县为辅，坚持从中心城市布局向下渗透的战略方针。截至 2021 年底，唐人医药在河北及辽宁省拥有 659 家直营连锁药店，其中唐山 204 家、秦皇岛 167 家，辽宁省 288 家，在唐山和秦皇岛地区市占率处于领先地位。唐人医药重大资产购买项目于 2022 年 8 月 31 日完成交割，公司自该日起实现对唐人医药 667 家门店的并购和控制，公司布局由 4 个省市增加至 6 个。截至 2022 年 Q3 末，公司门店总数达到 3,983 家，其中因并购唐人医药新增的门店数量为 667 家，贡献达到 16.7%。通过并购唐人医药，公司可以一举跨入高速发展的京津冀地区，帮助公司实现由南到北的战略布局，在门店数量、覆盖区域、市场渗透率上实现大幅提升。

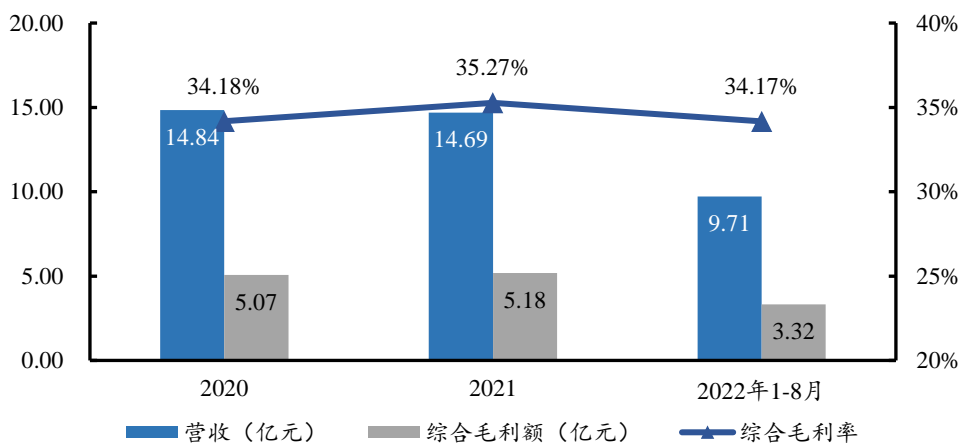
表 7: 2021 年河北唐人医药药店分布情况

地区	门店数量
唐山	204
秦皇岛	167
丹东	68
锦州	55
本溪	52
营口	50
葫芦岛	44
沈阳	19
<b>总计</b>	<b>659</b>

数据来源：公司公告，东北证券

唐人医药业绩增长强劲，有望为公司带来业绩增厚。据中康资讯发布的 2020-2021 年度中国连锁药店直营力百强榜，唐人医药位列第 34 名，经营状况良好。2020 年，唐人医药营业收入达到 14.84 亿元，毛利率为 34.18%；2021 年，营业收入达到 14.69 亿元，毛利率为 35.27%；在 2022 年 1-8 月期间，营业收入为 9.71 亿元，毛利率为 34.17%。公司收购唐人医药有望为公司带来业绩增厚，在 2022 年 9 月，实现并表，公司第三季度业绩强劲增长，营收同比增长 32.29%，较第一季度提升 8.01%，归母净利润同比增长 41.95%。根据预测，2022 年唐人医药营业收入将达到 15.12 亿元，在 2023 年营业收入达到 16.33 亿元，同比增长近 8%，净利润率超过 5%，并购唐人对公司营收、利润提高有较大帮助。我们认为，在完成本次并购后，有利于提升公司对上游的议价能力和专业服务能力，实现规模效应，从而进一步降低采购成本、提升盈利能力。

图 39: 2020-2022 年河北唐人医药营收与毛利率情况



数据来源：公司公告，东北证券

后续发展规划清晰，逐步导入品牌运营体系。在完成对唐人医药并表后，公司有序推进对项目的整合，稳妥推进项目的整合，实现健之佳派出的管理团队与唐人医药原经营管理团队的顺利融合。目前公司已经完成对唐人医药管理干部的任命，加强对员工专业化的培训，保持唐人医药业务相对自主，在营采结合、全渠道、人员培训、贴牌商品推广方面赋能唐人医药，从而实现过渡期业绩稳定，使唐人医药整合

工作平稳、顺利进行。同时，公司提出对唐人医药的发展目标，即在两年之内，将唐人医药综合毛利率提升 1% 左右，将门店的专业化服务与其产生的效能、奖励、提成等工作形成闭环，注重过程化管理。公司将唐山和秦皇岛定位为唐人医药利润大本营，将结合当地市场情况，从部分地区逐步导入公司的品牌、运营、管理体系，整合成功后逐步推广，发展规划十分清晰。

表 8: 河北唐人医药并购业绩情况

	2021A	2022E	2023E
门店数	659	692	727
营收 (亿元)	14.69	15.12	16.33
净利润 (亿元)	0.8551	0.8576	0.863
净利润率	5.82%	5.67%	5.28%

数据来源：公司公告，东北证券

### 3.2.5. 崭新的地缘格局诞生，省外市场蕴藏发展机遇

**两大连锁品牌主导云南地区，市场占有率显优势。**经过多年发展，云南省医药零售行业已经形成一心堂与公司两大连锁品牌为主导、众多医药零售企业完全竞争的市场竞争格局。截至 2018 年末，公司在云南地区拥有医药零售门店 1,052 家，市场占有率为 5.40%，一心堂在云南地区拥有医药零售门店 3,559 家，市场占有率为 18.28%。公司加速对云南地区布局，医药零售门店拓展维持高增速，2019 年-2022Q3 门店数量增速分别达到 20.82%、19.98%、43.48%、21.24%，截至 2022Q3 末，公司已拥有 2,352 家门店。同时公司在云南地区渗透率持续提高，在 2021 年，公司实现 16 个地州的全覆盖，新进县级市场 22 个，云南省 129 个县区公司已覆盖 105 个，覆盖率由 2020 年的 64% 提升至 2021 年的 81%，品牌及规模优势持续提升。截至 2022H1 末，云南 129 个县区中公司已覆盖 109 个，整体覆盖率达 84.50%，剩余 20 个未覆盖的县区，为公司持续扩张及向下渗透提供了市场空间。

表 9: 2018 - 2022Q3 健之佳与一心堂云南地区医药零售门店拓展情况

	2018	2019	2020	2021	2022Q3
健之佳	1,052	1,271	1,525	2,188	2,352
YOY	-	20.82%	19.98%	43.48%	21.24%
一心堂	3,559	3,820	4,284	4,939	5,220
YOY	-	7.33%	12.15%	15.29%	7.92%

数据来源：公司公告，东北证券

**云南省行业集中度和连锁化率仍有待提升，消费市场基础良好。**云南省线下医药零售市场规模在国内属于中游偏上水平，2019-2021 年，云南省线下医药零售市场规模分别达到 118.2 亿元、124 亿元、128 亿元，年均增幅 4.06%。截至 2021 年末，云南省共有医药零售门店 9,646 家，连锁率达到 56.51%，略低于全国平均连锁率（57.22%），连锁门店数量占比 3.72%，在全国各省市中排名第 10 位，云南省医药零售行业市场的集中度、连锁率仍有较大的空间。同时，医药消费市场基础较好，2021-2022 年，云南省人均可支配收入分别达到 25,666 元、26,937 元，同比保持增长。我们认为，云南省未来仍有较强消费空间，公司在云南医药零售连锁业务有良

好的市场基础。

表 10: 2021-2022 年各省消费购买力情况

省份	2021 年人均 GDP	2021 年人均可支配 收入	2022 年人均 GDP	2022 年人均可支 配收入	占比
云南	57,717	25,666	61,716	26,937	43.65%
河北	54,181	29,383	56,995	30,867	54.16%
广西	50,137	26,727	52,164	27,981	53.64%
重庆	87,450	33,803	90,663	35,666	39.34%
<b>全国</b>	<b>81,370</b>	<b>35,128</b>	<b>85,698</b>	<b>36,883</b>	<b>43.04%</b>

数据来源：各省统计局，东北证券

**逐鹿河北，具备较好的扩展基础。**目前公司已形成云南、河北两个利润核心，重庆、广西、辽宁快速发展、突破的格局。在 2022 年 6 月收购唐人医药是公司逐鹿河北市场的重要举措，唐人医药河北省的门店分布于唐山和秦皇岛，系两个地区营业规模第一的连锁药店，在品牌、门店数、规模、专业服务能力方面均处于优势地位。截止 2021 年底，唐人医药在河北及辽宁拥有 659 家直营连锁药店，其中唐山 204 家、秦皇岛 167 家，2022Q3，由于收购唐人医药，公司在河北省新增 377 家门店，提高了对目标市场覆盖范围以及市场渗透率。河北省医药零售市场规模不断扩大、增速稳定，2021 年达到 203 亿元，在全国范围内处于上游水平，药房密度达到 2417 人/店，在全国处于中等水平，连锁药房未来仍有较大的发展空间。

表 21: 2019-2021 年各省线下医药零售市场规模

省份	2019 年规模	2020 年规模	2021 年规模	同比增幅	年均增幅
云南	118.2	124	128	3.23%	4.06%
河北	191.75	198	203	2.53%	2.89%
广西	129.77	135	139	2.96%	3.50%
重庆	112.96	116.3	120	3.18%	3.07%
<b>全国</b>	<b>4,258</b>	<b>4,550</b>	<b>4,696</b>	<b>3.21%</b>	<b>5.02%</b>

数据来源：中国药店，东北证券

**次级利润中心远期扩店速度稳定，区域竞争力进一步提升，后续业绩有望提升。**重庆、广西作为公司发展战略的次级利润中心，未来市场空间较为广阔，具有发展潜力。重庆通过自建、收购加密主城区门店的布局，同时向地区、县级市场下沉，门店数量由 2020 年末的 150 家增加至 2022Q3 末的 318 家，规模实现翻倍增长，快速形成规模和品牌优势，进一步提升区域竞争力。截至 2021 年末，重庆的零售药店数量为 9336 家，连锁率仅为 47.36%，低于全国平均水平，连锁门店占比 2.49%，全国排名第 17 位，2022 年人均可支配收入为 35,666 元，接近全国平均水平，重庆市有较强的消费空间。广西省 2021 年末拥有门店 164 家，截至 2022Q3 末，门店数量达到 181 家，增长率为 10.37%，门店扩张计划在稳步进行。同时，公司在广西购置厂房、设置广西物流中心，支持门店业务快速发展。重庆、广西正在进一步加快新店建设，新开门店已逐步实现盈利，不断强化和复制云南成功模式，未来将不断

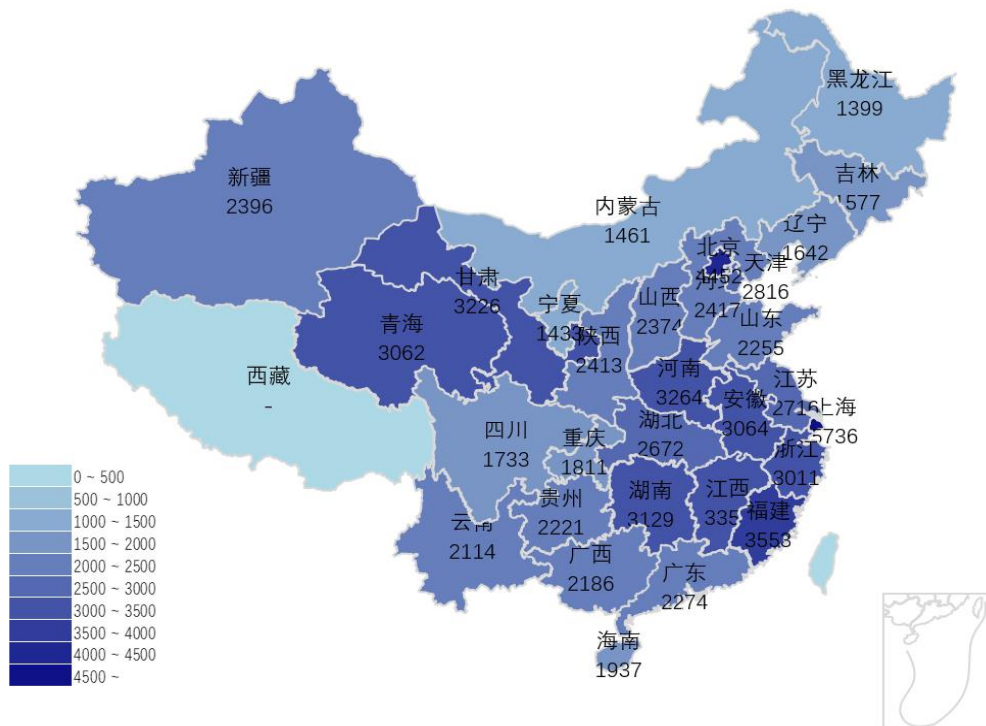
完善在次级利润中心的连锁零售网络建设。

表 32: 2021 我国各省药店情况统计

省份	连锁企业数量	连锁企业门店数	零售药店数	药店数量 (不含连锁)	连锁率	连锁门店占比	连锁占比排名
云南	127	12,536	9,646	22,182	57%	4%	10
河北	427	18,281	12,537	30,818	59%	5%	4
广西	234	16,099	6,942	23,041	70%	5%	7
重庆	109	8,400	9,336	17,736	47%	2%	17
<b>全国</b>	<b>6,596</b>	<b>337,388</b>	<b>252,260</b>	<b>589,648</b>	<b>57%</b>	<b>100%</b>	

数据来源：政府官网，东北证券

图 40: 2021 年全国各省市药房密度



数据来源：iFinD，东北证券

### 3.3. 便利零售板块：“之佳便利”差异化定位显优势，开启业务新篇章

“之佳便利”开启公司便利零售业务经营，协同药店业务发展。公司经营定位“健康+专业+便利”，在以医药零售为主要业态的基础上，以“之佳便利”为品牌的便利零售业务是公司打造多元化社区健康服务生态圈的重要组成部分，也是公司区别于同行业其他上市医药零售连锁企业的一个重要经营特点，之佳便利长期聚焦店型设计、商品品类规划、顾客服务，不断促进管理技术、物流体系及信息化系统的发展，致力于提供更加专业的服务。公司便利零售收入主要为销售便利食品和生活便利品等商品带来的收入。之佳便利自 2005 年成立以来，经过十余年的发展，经营规模和门店数量持续扩张，目前已经形成了以昆明为中心，辐射云南多个地州的门店经营

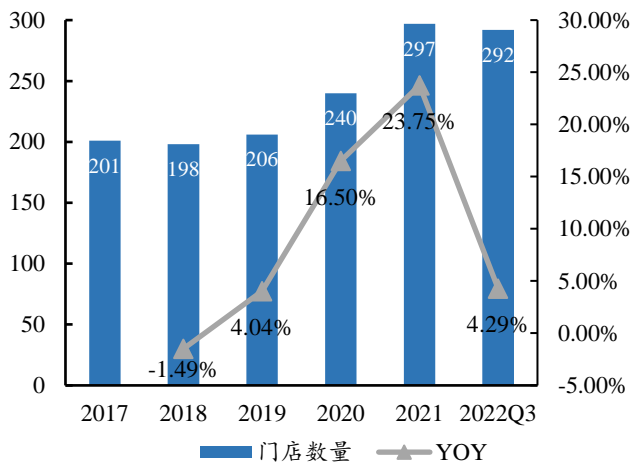
体系，在云南省地区已初具规模。

**定位年轻、城市化客群，差异化定位显优势。**公司药房主要针对中老年顾客、年轻女性顾客，之佳便利则聚焦年轻、城市化客群，将自身定位为“品质、时尚、快捷”，之佳便利长期关注学习美日同行模式、区别于大多数医药同业。之佳便利根据年轻、城市化客群的特点，发现年轻顾客的需求，为了填补消费者在社区与夜间消费的空白，更好地服务消费者，部分便利店实现 24 小时营业，门店面积多在 80 平方米左右，主要分布于社区、交通干道和商业区等地。同时之佳便利提供配送服务，平均每周配送 4 次，其中 20%便利店每周配送 6 次，配送范围遍布整个云南省的县域地区，配送半径达到 600 公里，为消费者提供极大的便利。2022 年，之佳便利与公司药店的会员体系不断整合，截至 2022H1 末，公司有效会员人数超过 1,900 万人，药店会员有机会被引流至便利店，这一举措将帮助之佳便利店拓展客群，拉动便利零售板块收入。

**在健康赛道具备先天优势，品类规划不断完善。**关注到顾客健康意识的不断提升，之佳便利正在陆续引进“大健康”类商品，依托健之佳在药品、健康用品上的资源，之佳便利在健康赛道发展具有先天的优势。为强化品牌与健康的联系，之佳便利开展社区健康宣导活动，通过主题营销、商品试用等活动对商品进行专业推广，这类活动可以拉动门店单品销售。之佳便利不断学习借鉴商超便利零售同行的成熟经验，以品类管理作为核心驱动力，不断完善商品的品类规划，打造多元化、高品质的商品结构，与店长、店员的“助力”结合，实现可持续、高效能驱动销售增长。

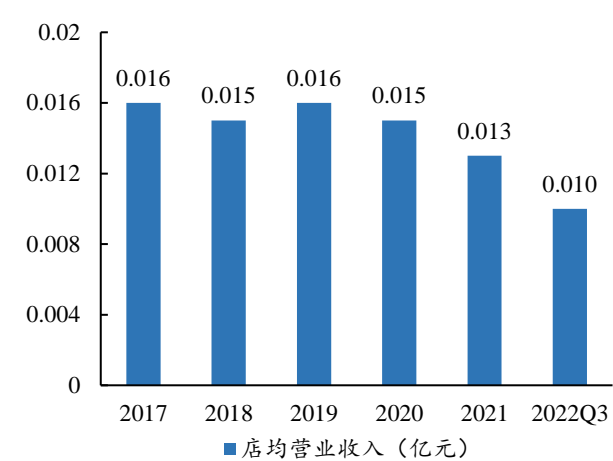
**便利门店数量不断扩张，店均营业收入稳定。**在 2017 年-2021 年间，公司便利店数量分别为 201 家、198 家、206 家、240 家、297 家，在 2022 年，由于新冠疫情呈现多点散发、局部地区扩散态势，全国较多省区加强管控，公司部分门店根据疫情管控要求落实暂时关店的政策要求，截至 2022Q3，公司在云南地区已拥有 292 家门店，已成为云南最大的连锁便利店之一。按门店数量排名，在中国连锁经营协会（CCFA）发布的“2020 年中国便利店 TOP100”榜单中，之佳便利排名全国第 68 位，在“2021 年中国便利店 TOP100”榜单中，之佳便利排名全国第 67 位。2017 年-2021 年，公司便利零售门店店均营业收入稳定于 0.013 亿元-0.016 亿元，截至 2022Q3 末，便利零售门店店均收入达到 0.01 亿元，同比增长达到 3.3%。

图 41: 2017-2022Q3 便利店门店数量 (家) 及增速



数据来源: 公司公告, 东北证券

图 42: 2017-2022Q3 便利店店均营业收入 (亿元)



数据来源: 公司公告, 东北证券

#### 4. 盈利预测与投资建议

**医药零售及服务(行业)板块预测:** 鉴于 2022 年唐人医药顺利并表以及疫情带来业绩增厚的影响, 叠加公司未来零售门店扩张计划及经营目标, 我们预测公司 2022E-2024E 医药零售及服务(行业)板块营业收入分别达到 65.68 亿元、94.89 亿元、123.42 亿元, 同比增长分别达到 45.8%、44.5%、30.1%, 毛利率基本维持在 35.5%。

**便利零售板块预测:** 公司依托定位于“品质+时尚+快捷”的之佳便利店, 聚焦商品品类规划、顾客服务、店型设计等方面, 重视物流体系和信息化系统的打造。我们保守预测便利零售板块将维持稳定的 5% 增速, 公司 2022E-2024E 便利零售板块收入分别达到 3.76 亿元、3.95 亿元、4.15 亿元, 毛利率维持在 35.5%。

**为医药、便利供应商提供专业服务(行业)板块:** 公司通过向供应商提供促销、市场推广、仓储配送等服务并收取相关服务费。我们预测, 2022E-2024E 收入分别达到 4.21 亿元、5.63 亿元、7.41 亿元, 同比增长 13.3%、33.6%、31.7%。为供应商提供服务系高毛利业务, 我们预测 2022E-2024E 该板块成本分别为 1.09 亿元、1.46 亿元、1.92 亿元, 毛利率为 74.0%。

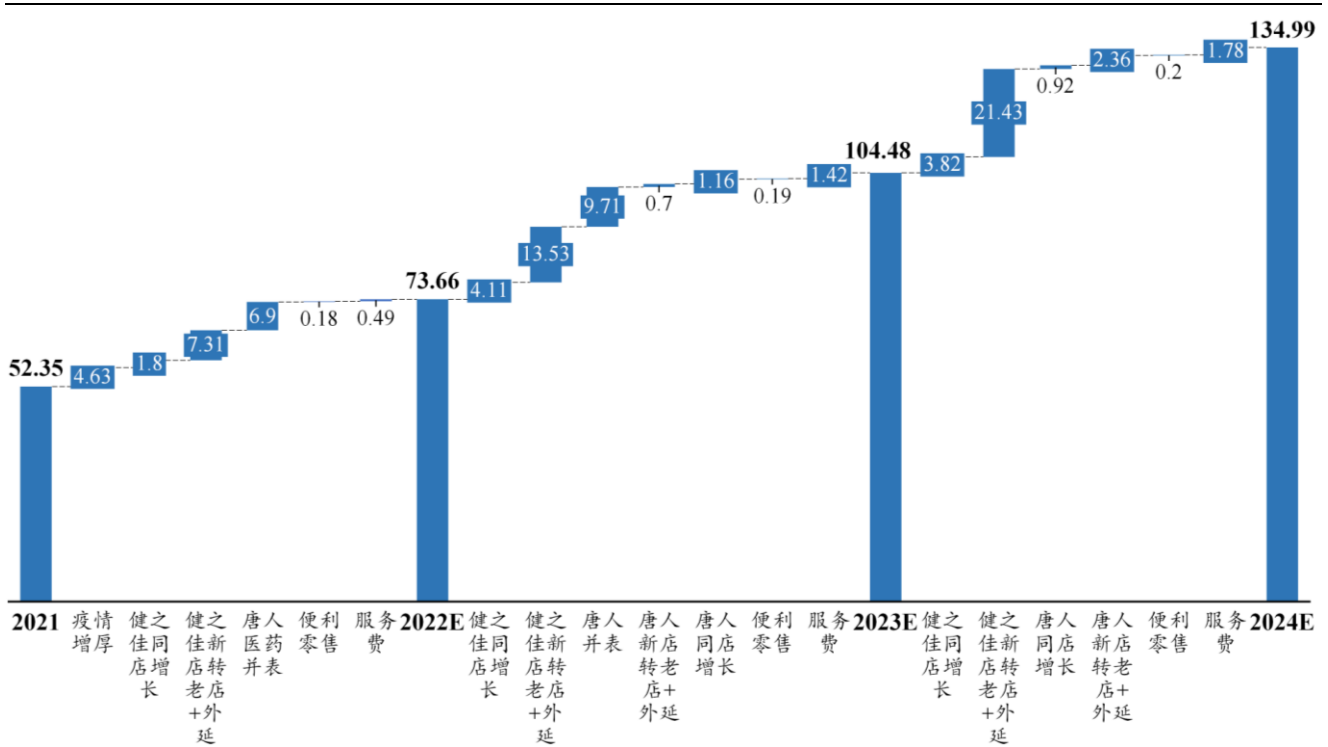
表 43：公司主营业务盈利预测

单位：亿元	2017A	2018A	2019A	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
<b>营业总收入</b>	<b>23.47</b>	<b>27.66</b>	<b>35.29</b>	<b>44.66</b>	<b>52.35</b>	<b>73.66</b>	<b>104.47</b>	<b>134.98</b>
YOY	14.3%	17.9%	27.6%	26.6%	17.2%	40.7%	41.8%	29.2%
<b>医药零售及服务(行业)</b>	<b>19.05</b>	<b>23.22</b>	<b>30.12</b>	<b>38.89</b>	<b>45.05</b>	<b>65.68</b>	<b>94.89</b>	<b>123.42</b>
YOY	15.0%	21.9%	29.7%	29.1%	15.8%	45.8%	44.5%	30.1%
占比	81.2%	83.9%	85.4%	87.1%	86.1%	89.2%	90.8%	91.4%
<b>便利零售</b>	<b>2.90</b>	<b>2.85</b>	<b>3.15</b>	<b>3.35</b>	<b>3.58</b>	<b>3.76</b>	<b>3.95</b>	<b>4.15</b>
YOY	5.4%	-1.8%	10.7%	6.5%	6.8%	5%	5%	5%
占比	12.4%	10.3%	8.9%	7.5%	6.8%	5.1%	3.8%	3.1%
<b>为医药、便利供应商提供专业服务(行业)</b>	<b>1.52</b>	<b>1.60</b>	<b>2.02</b>	<b>2.42</b>	<b>3.72</b>	<b>4.21</b>	<b>5.63</b>	<b>7.41</b>
YOY	24.3%	5.1%	26.2%	19.8%	53.9%	13.3%	33.6%	31.7%
占比	6.5%	5.8%	5.7%	5.4%	7.1%	7%	7%	7%
<b>营业成本</b>	<b>14.75</b>	<b>17.21</b>	<b>22.88</b>	<b>29.61</b>	<b>33.59</b>	<b>46.41</b>	<b>65.83</b>	<b>84.88</b>
毛利额	8.72	10.45	12.40	15.05	18.76	27.25	38.64	50.10
毛利率	37.1%	37.8%	35.1%	33.7%	35.8%	37.0%	37.0%	37.1%
<b>医药零售及服务(行业)</b>	<b>12.12</b>	<b>14.56</b>	<b>19.91</b>	<b>26.33</b>	<b>29.87</b>	<b>42.37</b>	<b>61.28</b>	<b>79.71</b>
毛利额	6.93	8.66	10.21	12.56	15.18	23.31	33.61	43.72
毛利率	36.4%	37.3%	33.9%	32.3%	33.7%	35.5%	35.4%	35.4%
<b>便利零售</b>	<b>2.32</b>	<b>2.19</b>	<b>2.45</b>	<b>2.65</b>	<b>2.83</b>	<b>2.94</b>	<b>3.09</b>	<b>3.25</b>
毛利额	0.58	0.66	0.71	0.71	0.75	0.82	0.86	0.90
毛利率	20.0%	23.1%	22.4%	21.2%	21.1%	21.8%	21.8%	21.8%
<b>为医药、便利供应商提供专业服务(行业)</b>	<b>0.31</b>	<b>0.46</b>	<b>0.53</b>	<b>0.64</b>	<b>0.89</b>	<b>1.09</b>	<b>1.46</b>	<b>1.92</b>
毛利额	1.21	1.14	1.49	1.77	2.83	3.12	4.17	5.48
毛利率	79.4%	71.1%	73.9%	73.5%	76.0%	74.0%	74.0%	74.0%

数据来源：东北证券

**主要营业收入拆分：**2022年12月起，各地陆续发布调整疫情防控有关政策措施，国内防疫政策得到逐步优化，“四类药品”需求激增，药房有望迎来较大业绩增厚，我们预计2022E疫情增厚业绩4.63亿元。2022年9月，唐人医药顺利并表，预计2022E营收增加6.90亿元，唐人医药门店逐步发展，2023E-2024E营收分别达到0.70亿元、2.36亿元，同店增长分别达到1.16亿元、0.92亿元。同时，随着健之佳新店、次新店、成熟门店逐步提升，实现增长和盈利模型的复制和提升，我们预计2022E-2024E营收分别达到7.31亿元、13.53亿元、21.43亿元，同店增长分别达到1.80亿元、4.11亿元、3.82亿元。便利零售以及提供服务业务发展稳定，我们预计，2022E-2024E，便利零售板块营收分别可达到0.18亿元、0.19亿元、0.20亿元，服务费收入分别为0.49亿元、1.42亿元、1.78亿元，总营收分别为73.66亿元、104.47亿元、134.98亿元。

图 43: 2022E - 2024E 营收拆分 (亿元)



数据来源：公司公告、东北证券

预计公司 2022-2024 年实现收入 73.66/104.44/134.94 亿元，归母净利润 3.38/4.11/5.61 亿元，对应每股收益为 3.41/4.14/5.66 元/股，对应 PE 为 24/20/14 倍。参考同行业估值，公司处于低估水平，上调评级为“买入”评级。

**风险提示：**医药行业受政策变动影响较大，投资者需要关注行业政策风险；直播平台售药、线上药店等多种购药模式的兴起，会在一定程度上分摊传统药店的客流，投资者需关注互联网医疗对线下药店冲击风险；同时行业竞争激烈，各大药房以及各地龙头企业加速布局市场，企业盈利能力存在不及预期风险，投资者需关注行业竞争加剧风险。

附表：财务报表预测摘要及指标

资产负债表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
货币资金	983	2,221	3,020	4,153
交易性金融资产	0	0	0	0
应收款项	228	318	448	550
存货	1,121	1,235	2,147	2,256
其他流动资产	165	303	405	434
<b>流动资产合计</b>	<b>2,497</b>	<b>4,077</b>	<b>6,020</b>	<b>7,393</b>
可供出售金融资产				
长期投资净额	10	15	20	27
固定资产	400	479	522	567
无形资产	45	57	67	78
商誉	415	604	817	1,046
<b>非流动资产合计</b>	<b>2,717</b>	<b>2,812</b>	<b>2,863</b>	<b>2,918</b>
<b>资产总计</b>	<b>5,214</b>	<b>6,890</b>	<b>8,883</b>	<b>10,311</b>
短期借款	30	26	18	6
应付款项	1,724	2,574	3,547	4,375
预收款项	2	5	5	7
一年内到期的非流动负债	384	532	900	800
<b>流动负债合计</b>	<b>2,421</b>	<b>3,473</b>	<b>5,057</b>	<b>5,926</b>
长期借款	25	25	25	25
其他长期负债	875	875	875	875
<b>长期负债合计</b>	<b>900</b>	<b>900</b>	<b>900</b>	<b>900</b>
<b>负债合计</b>	<b>3,321</b>	<b>4,373</b>	<b>5,957</b>	<b>6,826</b>
归属于母公司股东权益合计	1,910	2,535	2,946	3,507
少数股东权益	-17	-18	-20	-22
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>5,214</b>	<b>6,890</b>	<b>8,883</b>	<b>10,311</b>

利润表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
<b>营业收入</b>	<b>5,235</b>	<b>7,366</b>	<b>10,444</b>	<b>13,494</b>
营业成本	3,359	4,626	6,580	8,488
营业税金及附加	11	11	23	38
资产减值损失	-14	0	0	0
销售费用	1,340	2,080	2,949	3,811
管理费用	138	260	421	545
财务费用	48	4	4	4
公允价值变动净收益	0	0	0	0
投资净收益	6	8	12	15
<b>营业利润</b>	<b>354</b>	<b>394</b>	<b>480</b>	<b>626</b>
营业外收支净额	4	5	5	5
<b>利润总额</b>	<b>358</b>	<b>398</b>	<b>485</b>	<b>631</b>
所得税	59	62	75	72
净利润	299	336	409	559
<b>归属于母公司净利润</b>	<b>301</b>	<b>338</b>	<b>411</b>	<b>561</b>
少数股东损益	-1	-1	-2	-2

现金流量表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
<b>净利润</b>	<b>299</b>	<b>336</b>	<b>409</b>	<b>559</b>
资产减值准备	15	0	0	0
折旧及摊销	547	261	300	323
公允价值变动损失	0	0	0	0
财务费用	52	4	4	4
投资损失	-6	-8	-12	-15
运营资本变动	-162	565	80	741
其他	-1	-6	-6	-7
<b>经营活动净现金流量</b>	<b>744</b>	<b>1,152</b>	<b>775</b>	<b>1,605</b>
<b>投资活动净现金流量</b>	<b>-724</b>	<b>-342</b>	<b>-333</b>	<b>-356</b>
<b>融资活动净现金流量</b>	<b>-666</b>	<b>427</b>	<b>357</b>	<b>-116</b>
<b>企业自由现金流</b>	<b>896</b>	<b>957</b>	<b>807</b>	<b>1,142</b>

财务与估值指标	2021A	2022E	2023E	2024E
<b>每股指标</b>				
每股收益 (元)	0.00	3.41	4.14	5.66
每股净资产 (元)	27.47	25.56	29.70	35.37
每股经营性现金流量 (元)	10.71	11.62	7.82	16.18
<b>成长性指标</b>				
营业收入增长率	17.2%	40.7%	41.8%	29.2%
净利润增长率	19.7%	12.4%	21.7%	36.6%
<b>盈利能力指标</b>				
毛利率	35.8%	37.2%	37.0%	37.1%
净利润率	5.7%	4.6%	3.9%	4.2%
<b>运营效率指标</b>				
应收账款周转天数	13.57	13.35	13.21	13.31
存货周转天数	99.27	91.71	92.52	93.38
<b>偿债能力指标</b>				
资产负债率	63.7%	63.5%	67.1%	66.2%
流动比率	1.03	1.17	1.19	1.25
速动比率	0.52	0.74	0.71	0.81
<b>费用率指标</b>				
销售费用率	25.6%	28.2%	28.2%	28.2%
管理费用率	2.6%	3.5%	4.0%	4.0%
财务费用率	0.9%	0.1%	0.0%	0.0%
<b>分红指标</b>				
股息收益率	1.9%	0.0%	0.0%	0.0%
<b>估值指标</b>				
P/E (倍)		24.90	20.46	14.98
P/B (倍)	2.79	3.32	2.86	2.40
P/S (倍)	1.02	1.14	0.81	0.62
净资产收益率	0.0%	13.3%	14.0%	16.0%

资料来源：东北证券

**研究团队简介:**

刘宇腾：中国人民大学经济学硕士。曾任职于华创证券研究所。2021 年加入东北证券。

**分析师声明**

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师。本报告遵循合规、客观、专业、审慎的制作原则，所采用数据、资料的来源合法合规，文字阐述反映了作者的真实观点，报告结论未受任何第三方的授意或影响，特此声明。

**投资评级说明**

股票 投资 评级 说明	买入	未来 6 个月内，股价涨幅超越市场基准 15%以上。	投资评级中所涉及的市场基准：  A 股市场以沪深 300 指数为市场基准，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）为市场基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为市场基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为市场基准。
	增持	未来 6 个月内，股价涨幅超越市场基准 5%至 15%之间。	
	中性	未来 6 个月内，股价涨幅介于市场基准-5%至 5%之间。	
	减持	未来 6 个月内，股价涨幅落后市场基准 5%至 15%之间。	
	卖出	未来 6 个月内，股价涨幅落后市场基准 15%以上。	
行业 投资 评级 说明	优于大势	未来 6 个月内，行业指数的收益超越市场基准。	
	同步大势	未来 6 个月内，行业指数的收益与市场基准持平。	
	落后大势	未来 6 个月内，行业指数的收益落后于市场基准。	

**重要声明**

本报告由东北证券股份有限公司（以下称“本公司”）制作并仅向本公司客户发布，本公司不会因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。

本公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。报告中的内容和意见仅反映本公司于发布本报告当日的判断，不保证所包含的内容和意见不发生变化。

本报告仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或征价。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证券买卖建议。本公司及其雇员不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，在任何情况下，我公司及其雇员对任何人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。

本公司或其关联机构可能会持有本报告中涉及到的公司所发行的证券头寸并进行交易，并在法律许可的情况下不进行披露；可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务、财务顾问等相关服务。

本报告版权归本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，须在本公司允许的范围内使用，并注明本报告的发布人和发布日期，提示使用本报告的风险。

若本公司客户（以下称“该客户”）向第三方发送本报告，则由该客户独自为此发送行为负责。提醒通过此途径获得本报告的投资者注意，本公司不对通过此种途径获得本报告所引起的任何损失承担任何责任。

**东北证券股份有限公司**

网址：<http://www.nesc.cn> 电话：95360,400-600-0686 研究所公众号：dbzqyanjisu0

地址	邮编
中国吉林省长春市生态大街 6666 号	130119
中国北京市西城区锦什坊街 28 号恒奥中心 D 座	100033
中国上海市浦东新区杨高南路 799 号陆家嘴世纪金融广场 3 号楼 10 层	200127
中国深圳市福田区福中三路 1006 号诺德中心 34D	518038
中国广东省广州市天河区冼村街道黄埔大道西 122 号之二星辉中心 15 楼	510630

