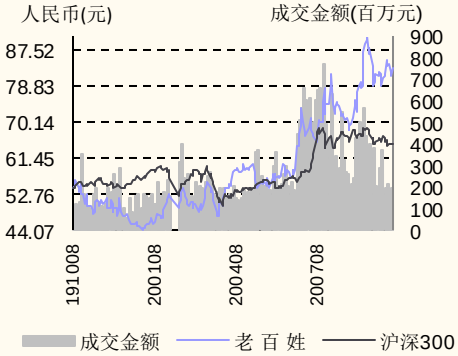
老百姓 (603883.SH) 增持（维持评级）

公司深度研究

市场价格（人民币）：82.98 元

市场数据(人民币)

总股本(亿股)	4.09
已上市流通 A 股(亿股)	3.82
总市值(亿元)	339.17
年内股价最高最低(元)	85.00/78.75
沪深 300 指数	4587
上证指数	3218



相关报告

1.《加盟带动批发业务增长，战投引入赋能新零售-老百姓 2020H1...》，2020.8.21

2.《立体化组合拳扩张，内部管理能力提升-老百姓点评》，2019.10.30

王麟 分析师 SAC 执业编号：S1130520030001
(8621)60230233
wang_lin@gjzq.com.cn

分级提升市占率，积极迎接处方外流

公司基本情况(人民币)

项目	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	9,471	11,663	14,371	17,871	22,124
营业收入增长率	26.26%	23.15%	23.21%	24.36%	23.80%
归母净利润(百万元)	435	509	639	796	988
归母净利润增长率	17.32%	16.94%	25.58%	24.55%	24.23%
摊薄每股收益(元)	1.527	1.774	1.563	1.947	2.418
每股经营性现金流净额	3.20	3.58	2.79	5.23	5.66
ROE(归属母公司)(摊薄)	14.28%	14.59%	16.52%	18.31%	20.02%
P/E	54.35	46.76	53.09	42.63	34.31
P/B	7.76	6.82	8.77	7.81	6.87

来源：公司年报、国金证券研究所

投资逻辑

- **连锁药店行业集中度提升，公司作为药店龙头受益。**随着药店上游产业链集中度的提升，小型单体药店承压变重，龙头药店将扩大市占率，CR4 有望从 20%升至 40%。公司作为药店龙头，有望持续受益，全国化扩张值得期待。
- **美国零售药店 CVS 通过并购扩张和多产业联合布局，逐步成长为美国最大药店。**CVS 通过并购+自建，快速扩大市场规模，随后实施医药零售+PBM+医药咨询+保险公司等全产业布局战略，形成顾客端、医保端和零售端的协同作用，积极向药店导流，提供处方药增量，逐步发展成为美国最大药店。
- **公司自建+并购+加盟+联盟多层次扩张，迅速提升国内市场占有率。**针对不同的市场及情况，公司采用自建、并购、加盟、联盟四种方式不断优化布局，带来业绩增量。并购快速扩大品牌效应明显的城市市场，加盟加速下沉基层渠道，提升县域市场占有率。目前公司经营网络覆盖 22 个省份，2019 年公司新增直营门店 709 家，加盟门店 676 家，带来业绩增速 23.15%，归母净利润增速 16.9%。
- **作为国内药店龙头，公司全产业扩展，引流零售药店;院边店、DTP 药房布局积极迎接处方外流。**公司业务全面覆盖医药零售、医药批发、医药制造、诊所、医药咨询、医药电商等方面，全产业链为零售药店引入更多客源并提高客户粘性。同时 DTP 药房和院边店扩大布局，处方药的销售和 DTP 的销售占比达到 45.1%，为承接处方外流占得先机。

投资建议与盈利预测

- 我们认为公司 1）通过外延并购和加盟联盟持续提升集中度，战略性分级布局大店和社区中小店，在稳扎稳打发展大型城市药店的同时逐步深耕县域乡村市场，全面建设门店网络，带来业绩稳定增长。2）考虑到未来处方药有望进一步外流，公司通过院边店和 DTP 药房占得先机，并通过产业上下游的协同作用保证客源和客户粘性，未来持续受益。
- 我们预计公司 20-22 年归母净利润 6.4/8.0/9.9 亿元，EPS 1.56/1.95/2.42 元，目前股价对应 PE 53.1/42.6/34.3 倍。维持“增持”评级。

风险

- 外延并购不确定性；处方外流不达预期；带量采购不确定性风险；互联网冲击风险；股东质押比例高风险；限售股解禁风险。

投资要件

- **关键假设**
  - 并购及加盟能持续稳定发展，提升公司市占率的同时不影响运营效率，保证公司稳扎稳打扩张。
  - 处方外流规模持续扩大，未来处方药的销售份额从医院端逐渐流向零售端，给零售端龙头药店带来 750 亿左右的处方药收入。

- **我们区别于市场的观点**
  - 市场一致的观点是老百姓在不断并购中扩大市场占有率，但未详细与美国龙头药店 CVS 对比其发展战略和路径，分期其未来空间及可能性。
  - 我们的观点：老百姓作为中国的 CVS，和 CVS 扩张策略类似，通过并购扩大市占率的同时，不断优化单店运营，选取最合适的扩张途径。并与产业内其他环节形成协同作用，为公司引流，提供新的业绩增量。

- **股价上涨的催化因素**
  - 上游一致性评价及带量采购的进一步实施提高上游集中度、公司收购效率提升、处方外流的规模扩大。

- **估值和目标价格**
  - 我们预计公司 20-22 年归母净利润 6.4/8.0/9.9 亿元，EPS 1.56/1.95/2.42 元，目前股价对应 PE 53.1/42.6/34.3 倍。维持“增持”评级。

- **投资风险**
  - 外延并购不确定性；处方外流不达预期；带量采购对药店品种价格负面影响；互联网冲击带来客流量减少的风险；大股东质押比例较高风险；2020 年 11 月限售股解禁风险。

内容目录

投资要件 2
零售药店龙头公司，受益行业集中度提升 5
平价药房口号，逐渐扩张至全国 5
股东管理经验丰富，引进战投带来新活力 5
业绩持续较快增长，收入和净利润 2015-2019 年 CAGR 26.5%、22% 6
行业集中度提升，处方外流带来增量，受益龙头药店 9
美国龙头药店 CVS 成长历程及竞争优势 10
外延并购扩张至美国龙头药店 10
CVS 不断优化现有药店布局 12
多业务布局，为药店引流 12
CVS 进入佛罗里达市场路径复盘：从四周扩张至中间，收购龙头迅速渗透 14
分级提升市占率，积极迎接处方外流 15
并购+高效运营使公司业绩稳健提升 15
深耕基层的加盟和联盟业务，带动批发业务增长 17
周转率逐年提升，毛利率有提升空间 18
全国多产业布局，积极迎接处方外流 19
老百姓江苏扩张路径复盘：并购为主，不看地域看标的质量 21
中国的药店龙头，未来可期 22
盈利预测 23
风险提示 24

图表目录

图表 1：公司发展历程 5
图表 2：公司实际控制人谢子龙和陈秀兰夫妇（截止至 20200630） 5
图表 3：公司营业收入 2015-2019 年 CAGR 达 26.5% 6
图表 4：公司净利润 2015-2019 年 CAGR 22% 6
图表 5：公司归母净利润 2015-2019 年 CAGR 20.6% 7
图表 6：公司毛利率有所降低 7
图表 7：2015-2019 年各类营业收入有所增加（百万元） 7
图表 8：2015-2019 年中西成药收入占比上升 7
图表 9：中药和非药品毛利率较高（%） 8
图表 10：2015-2019 年中西成药毛利占比上升 8
图表 11：华中地区占最大收入份额 8
图表 12：华中地区 2019 年收入增速 26.4% 8
图表 13：2019 年零售业务占总收入的 88% 9
图表 14：零售业务 2019 年收入增长 22.4% 9

图表 15：2015 日本药妆店市场竞争格局.....9
图表 16：2015-2019 国内药店市场竞争格局.....9
图表 17：2018 一致性评价受理新品种集中在龙头公司.....10
图表 18：国内医药流通行业集中度提升.....10
图表 19：2012 日本处方药连锁药店占比 53%.....10
图表 20：国内药店处方药营业额占比逐年提升.....10
图表 21：CVS 通过并购完成多产业全美国布局.....11
图表 22：1999-2019 CVS 每年重新选址门店数逐年递减（单位：个）.....12
图表 23：CVS 通过并购不断扩大市值.....13
图表 24：CVS 处方药销售额占比提升.....13
图表 25：CVS 处方量快速增长.....13
图表 26：CVS 从周围城市逐渐进入佛罗里达州.....15
图表 27：老百姓在并购扩张的同时布局多产业结构.....16
图表 28：老百姓门店数每年快速增长.....16
图表 29：公司持续并购扩张（单位：家）.....16
图表 30：并购门店并购后业绩提升.....17
图表 31：中小成店占比明显高于大店（单位：家）.....18
图表 32：2019 年新增加盟店数大于自营数（单位：家）.....18
图表 33：2020H1 批发业务收入占比 14.5%.....18
图表 34：2015-2020H1 批发业务增速较快.....18
图表 35：老百姓毛利率比其他药店略低（%）.....19
图表 36：老百姓存货周转率比其他药店略高（%）.....19
图表 37：2019 年公司品规数减少 36%（种）.....19
图表 38：老百姓在并购扩张带来市值不断提升.....20
图表 39：公司 O2O 业务快速发展.....20
图表 40：DTP 门店数和 DTP 品规数增长迅速.....21
图表 41：DTP 含税销售额两年增长 186%.....21
图表 42：老百姓大药房江苏省扩张发展历史.....22
图表 43：老百姓全面布局为零售引流.....22
图表 44：CVS 在收购保险公司前 ROE 为 17%（%）.....23
图表 45：老百姓 ROE 在 14%左右.....23
图表 46：2020 年公司营收预计增长 23.2%.....24

零售药店龙头公司，受益行业集中度提升

平价药房口号，逐渐扩张至全国

- 公司作为国内规模较大的药品零售连锁企业之一，主要通过构建营销网络从事药品及其他健康相关的销售。经营品类分为中西成药、中药、保健品三大类。除了药品零售外，公司还经营药品批发和制造业务。
- 公司 2001 年在长沙创立，以“售价低于国家核定零售价 45%”作为口号，成为国内平价药房的先锋。第二年开出湖南第二家店，确定连锁经营的发展战略。2005 年成立制药公司，形成完整的产业链。2008 年起，公司开始引入资金，次年开始了规模性收购。至 2015 年，公司上市，2017 年非公开发行股票、2019 年发行可转债进一步募集资金，加速收购和扩张步伐。如今已成功开发了湖南、湘西、浙江、江苏等 22 个省级市场，拥有 5438 家门店，总资产 107 亿元，员工 2 万余人，销售额 116.63 亿元。2020 年公司拟与腾讯开展全面业务合作，引进互联网技术，提高公司平台能力。

图表 1：公司发展历程

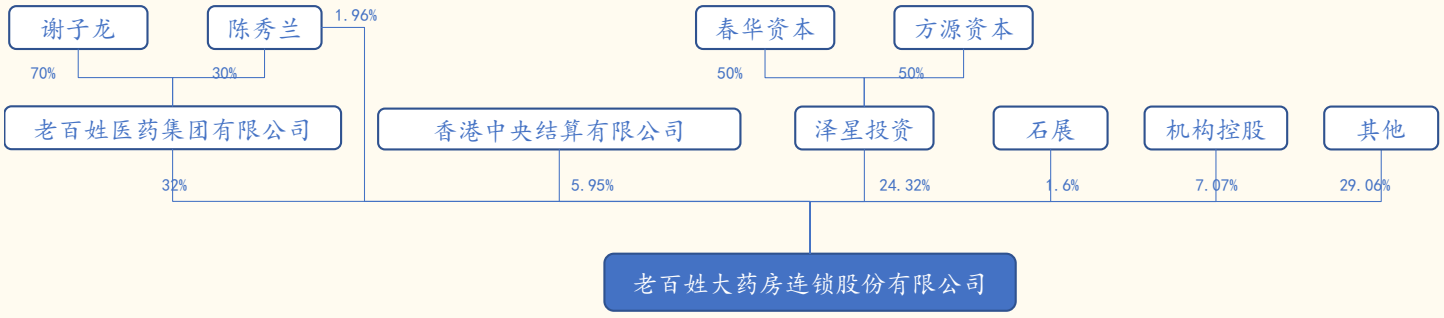
时间	事件
2001年10月27日	老百姓大药房以超市经营模式开出长沙湘雅店，举起药价“比国家核定零售价平均低45%”的降价大旗，成为中国平价药房的先锋。
2002年4月	第二家店湖南浏阳店开业，公司确立连锁经营的发展战略。
2002年12月	西安新城店、枋州国都店相继开业，公司走向省外，逐步打造全国性品牌。
2005年	丰沃达医药物（湖南）有限公司和药圣堂（湖南）制药有限公司相继成立，形成完整产业链。
2008年	老百姓大药房成功引入外资资金，翻开了上市倒计时的新篇章
2009年1月	成功收购湘潭海诚大药房32家门店，实现企业历史上第一次规模性收购。
2011年-2013年	相继收购乃仁大药房、宝庆大药房、安徽百姓缘大药房、民康药号，收购步伐加速。
2015年4月23日	上市
2015-2016年	继续收购安徽、湖南、江苏、河南、天津地区药房，收购兰州惠仁堂，进入甘肃市场
2016年	新增“健康药房”加盟业务
2016-2017年	继续收购安徽、湖南、江苏、河南、天津、甘肃地区药房，收购通辽泽强大药房，进入内蒙古市场
2017年	定增
2019年	发行可转债，进一步扩大资本
2020年	拟与腾讯开展全面业务合作，引进互联网技术，提高平台实力

来源：公司公告、国金证券研究所

股东管理经验丰富，引进战投带来新活力

- 公司第一大股东为医药集团，实际控制人为谢子龙和陈秀兰。第二大股东泽星投资，其最终控制人为春华资本和方源资本。本企业最终控制方是谢子龙和陈秀兰夫妇。

图表 2：公司实际控制人谢子龙和陈秀兰夫妇（截止至 20200630）



来源：公司公告，国金证券研究所

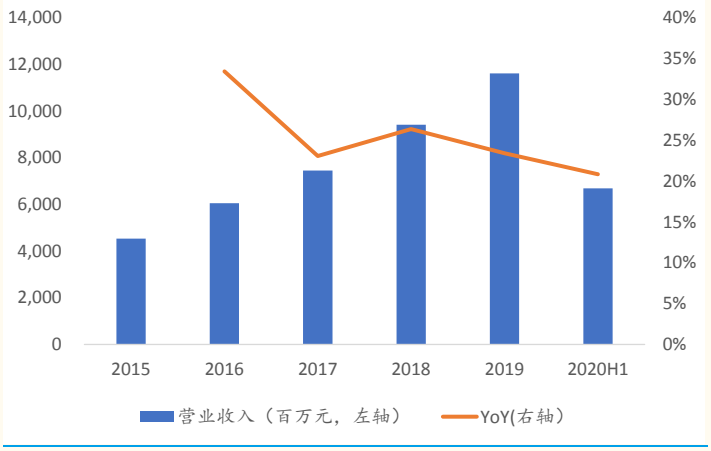
- 谢子龙和陈秀兰夫妇通过老百姓医药集团有限公司间接持有公司 32%的股份，陈秀兰直接持有公司 1.96%的股份；泽星投资持有公司 24.3%的股份，其最终控制人从 EQT 转移至春华资本和方源资本。春华资本合伙人较多数具有高盛集团合伙人、董事总经理等任职经历，拥有丰富的投资和管理经验。方源资本合伙人吕明方曾任胜海医药集团董事长，其董事长、总裁等高管均曾任淡马锡控股董事总经理，均拥有丰富的管理经验。
- 2020 年，公司拟定与腾讯开展全面业务合作。腾讯作为互联网国内巨头，在互联网领域拥有领先的技术和平台优势。可依托其丰富的产业资源和经营管理优势与公司开展智慧零售、云计算、云服务等领域的合作，并进行全方位赋能，完善双方业务布局，推动业务升级，助推公司提高核心竞争力，迎接新零售的市场发展。

业绩持续较快增长，收入和净利润 2015-2019 年 CAGR 26.5%、22%

■ 营业收入和净利润 2015-2019 年 CAGR 26.5%、22%

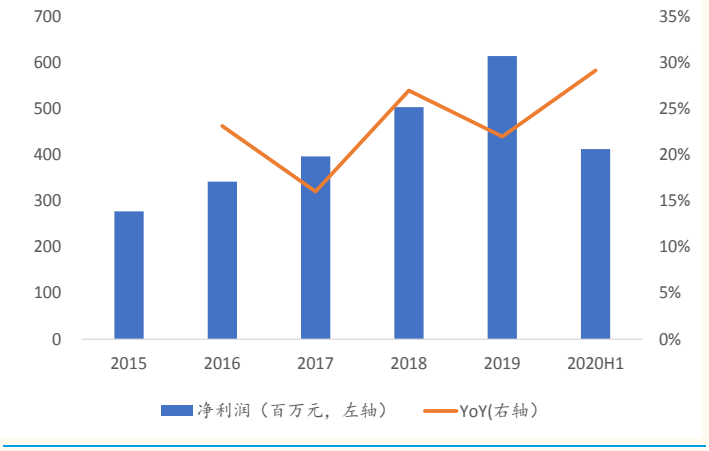
- 公司自 2015 年以来，营业收入和归母净利润均保持较高速度增长。公司 2019 年营业收入 116.15 亿元，同比增长 23.4%，2015-2019 五年 CAGR 26.5%。2019 年净利润 6.15 亿元，同比增长 22.0%；归母净利润 5.09 亿元，相比于 2018 年 4.35 亿元增长 16.9%，2015-2019 年公司归母净利润 CAGR 20.6%。业绩增长主要由于并购及新开门店带来的药店数增长和单店收入增长。

图表 3：公司营业收入 2015-2019 年 CAGR 达 26.5%



来源：公司公告，国金证券研究所

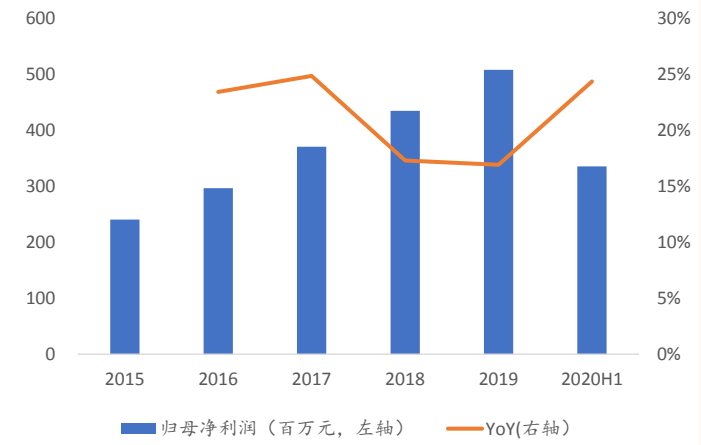
图表 4：公司净利润 2015-2019 年 CAGR 22%



来源：公司公告，国金证券研究所

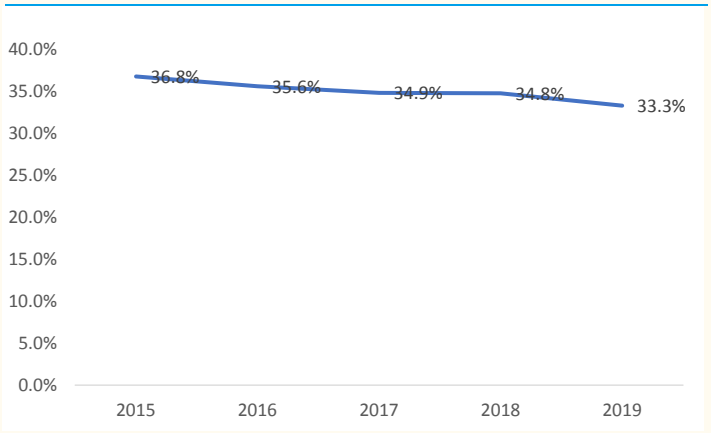
- 公司毛利率从 2015 年至今有所下降。2015 年公司毛利率为 36.8%，2019 年降低至 33.3%。主要原因是公司中西成药收入占比逐年上升，中西成药毛利率较低。

图表 5：公司归母净利润 2015-2019 年 CAGR 20.6%



来源：公司公告，国金证券研究所

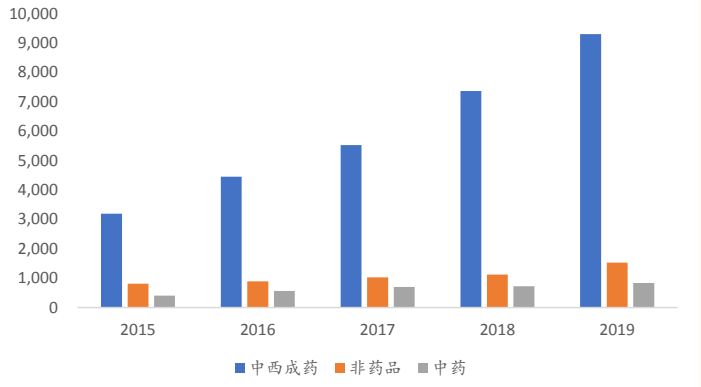
图表 6：公司毛利率有所降低



来源：公司公告，国金证券研究所

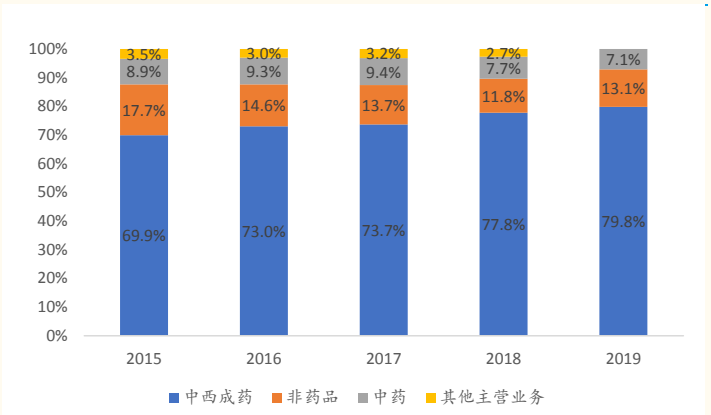
- 公司主要经营品类分为中西成药、中药、保健品三种。2019 年中西成药收入 93.02 亿元，占总收入的 79.8%，相比 2015 年占比 69.9%提升了 10%左右；非药品 2019 年公司营收 15.27 亿元，占总营收的 13.1%，相比 2018 年有所上升，在 2020 年上半年非药品收入 12.06 亿元，同比增长 63.15%；中药 2019 年收入 8.33 亿元，占总收入的 7.1%，近 5 年有所下降。
- 就毛利而言，2019 年中西成药毛利率 29.89%，非药品 45.63%，中药 52.86%，中药的毛利率相比其他产品相对较高。但 2015-2019 年中药占比逐年下降，由于处方药销售量的增长，使得相对毛利较低的中西成药收入占比逐年上升，使得公司整体毛利率有所下降。至 2019 年，公司中西成药毛利占比 71%，非药品 17.8%，中药 11.2%。

图表 7：2015-2019 年各类营业收入有所增加（百万元）



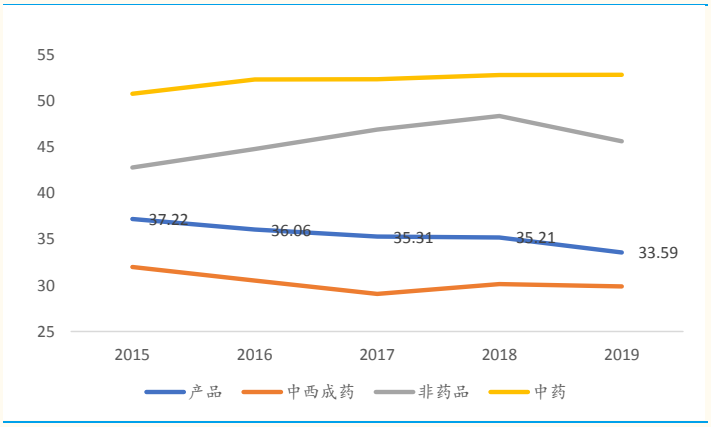
来源：公司公告，国金证券研究所

图表 8：2015-2019 年中西成药收入占比上升



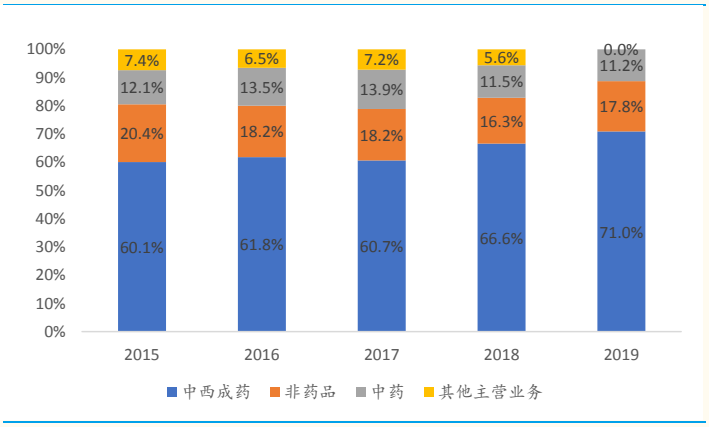
来源：公司公告，国金证券研究所

图表 9：中药和非药品毛利率较高（%）



来源：公司公告，国金证券研究所

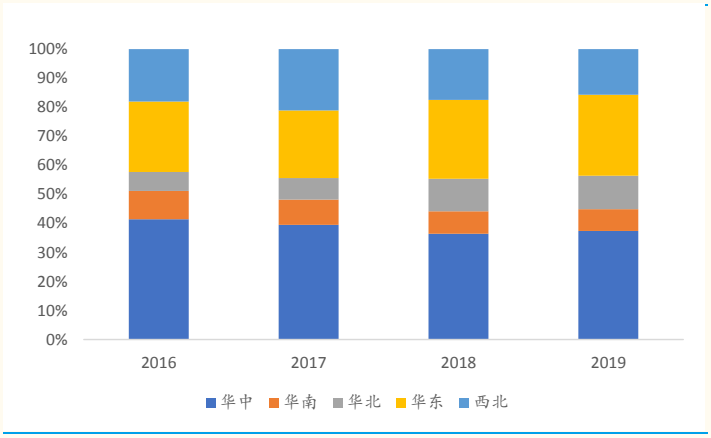
图表 10：2015-2019 年中西成药毛利占比上升



来源：公司公告，国金证券研究所

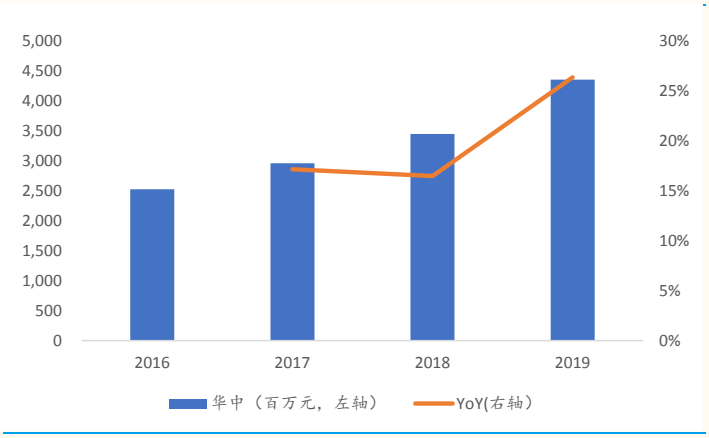
- 从地区拆分，公司目前在华中、华南、华北、华东及西北均有业务。2019 年华中地区收入 43.62 亿元，占总收入的 37.4%。公司自 2016 年进入华中地区后，华中地区一直作为重点发展区域发展，2017、2018、2019 年相比上一年增长率分别为 17.2%、16.5%、26.4%。考虑到扩张前期新开的店面平均 2 年盈利周期，2017-2018 年收入增速较慢，2019 年开始华中地区收入增速开始上升。未来预计还有提升空间。

图表 11：华中地区占最大收入份额



来源：公司公告，国金证券研究所

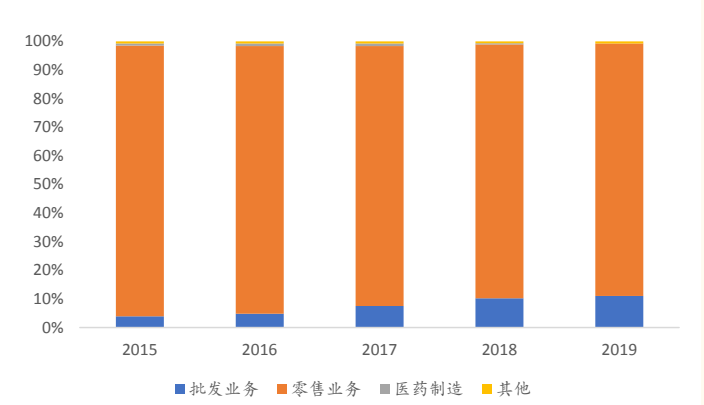
图表 12：华中地区 2019 年收入增速 26.4%



来源：公司公告，国金证券研究所

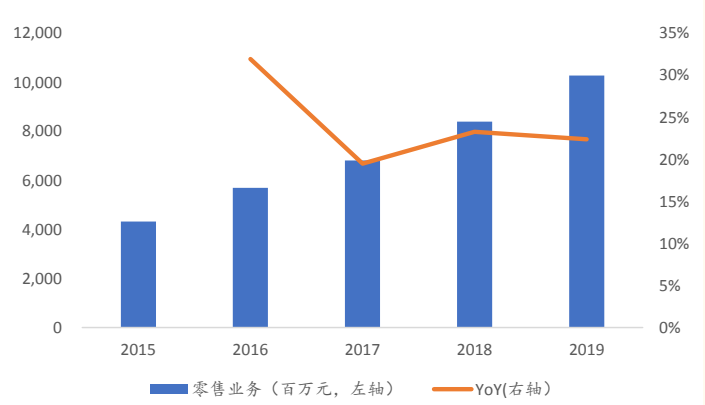
- 从行业来看，公司以零售业务为主，占总收入的 88%以上，批发业务随着公司扩张，由于加盟业务的增长带来对加盟门店的批发业务收入增长较快，2019 年占总收入比例超过 10%。零售业务 2019 年收入达到 103 亿元，同比增长 22.4%。

图表 13：2019 年零售业务占总收入的 88%



来源：公司公告，国金证券研究所

图表 14：零售业务 2019 年收入增长 22.4%

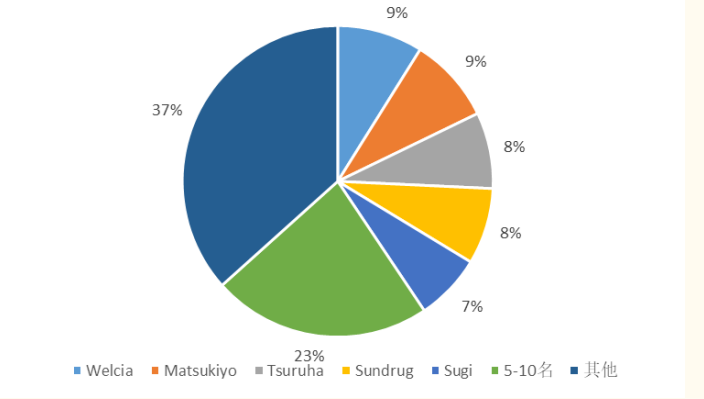


来源：公司公告，国金证券研究所

行业集中度提升，处方外流带来增量，受益龙头药店

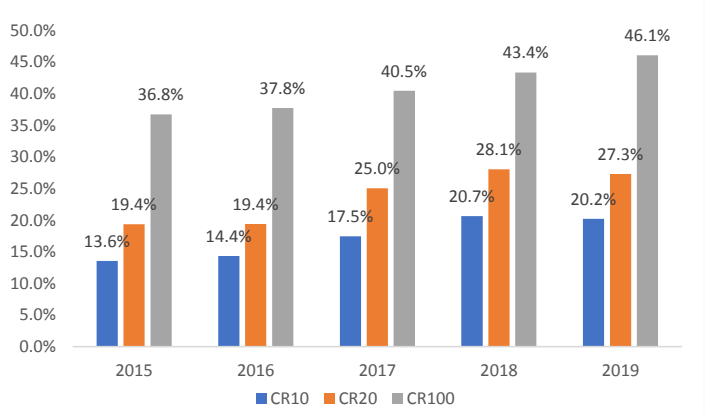
- 连锁药店作为行业的最终发展形态，美国 CR3 为 85%，日本 CR10 为 67%，国内 CR4 不到 20%，还有较大的提升空间。2019 年连锁药店增速 4.8%，行业增速-1.7%；小型药店销售额下降的比例 60%高于行业水平 44%，行业优胜劣汰加剧。

图表 15：2015 日本药妆店市场竞争格局



来源：JPWA，Bloomberg，国金证券研究所

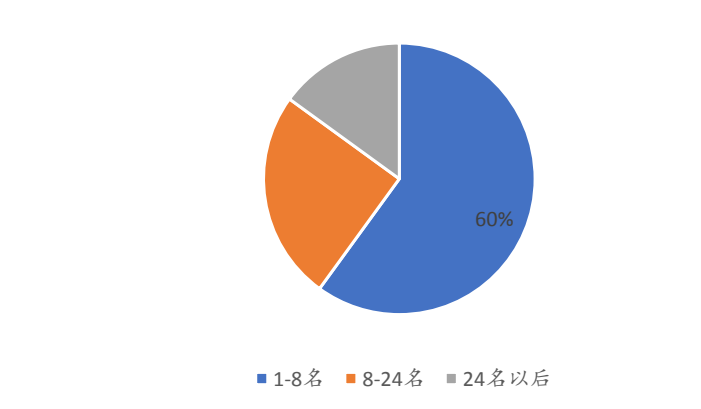
图表 16：2015-2019 国内药店市场竞争格局



来源：《中国药店》，公开数据整理，国金证券研究所

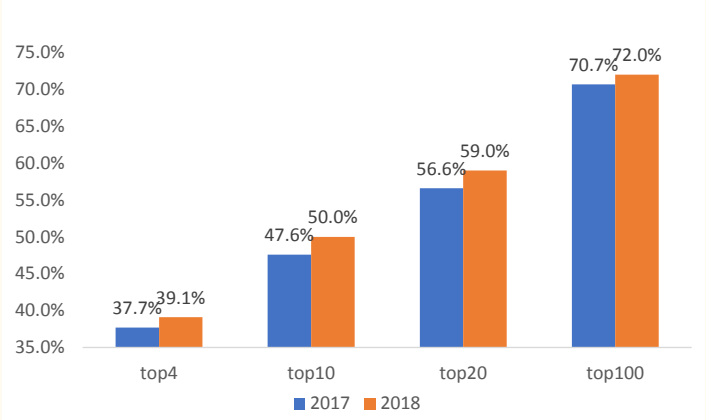
- 美国和日本在仿制药产业改革后仿制药企业数量大幅降低，我国药企随着仿制药一致性评价的实施，去年新品种有 60%集中在仿制药前 8 的公司，医药流通企业的集中度也从 CR10 = 47.6%上升至 50%。上游集中度的逐步提升将会使药店行业在产业链中议价能力受到挑战。大型连锁药店有更大的一家能力，能在药店行业的竞争中有更强的竞争力，这使得行业集中化成为未来的趋势，未来龙头将瓜分市场份额。CR4 有望从 20%不到上升至 40%。

图表 17：2018 一致性评价受理新品种集中在龙头公司



来源：wind 医药数据库，公开数据整理，国金证券研究所

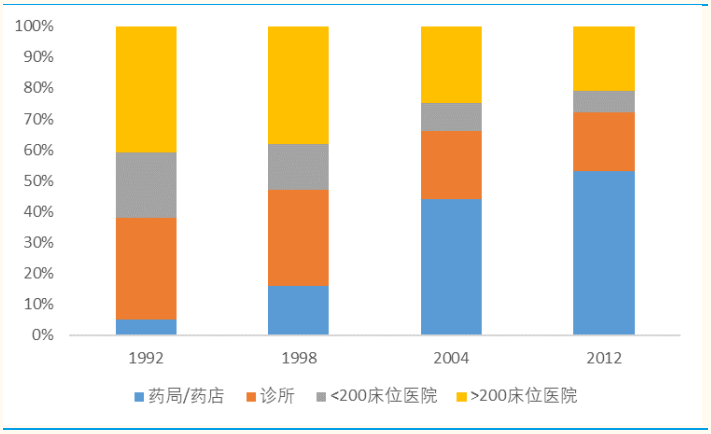
图表 18：国内医药流通行业集中度提升



来源：商务部，公开数据整理，国金证券研究所

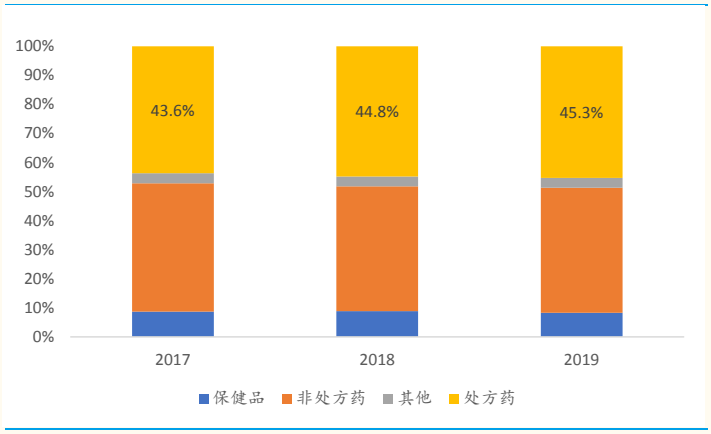
- 对于整个药店行业的体量而言，未来处方药的外流带来了增量的可能性。目前行业中 70%的处方药在医院端销售，而美日处方药医院销售占比分别为 10%、28%。近几年随着国内取消药品加成、控制药占比等相关政策的出现，药店中处方药的销售额占比有所提升。如果未来处方外流规模持续扩大，至 2030 年大约 5000 亿处方药会从医院端流出，3000 亿流入零售药店，预计 4 大龙头将平均增加 750 亿处方药收入。

图表 19：2012 日本处方药连锁药店占比 53%



来源：厚生省，公开资料整理，国金证券研究所

图表 20：国内药店处方药营业额占比逐年提升



来源：《中国药店》，公开资料整理，国金证券研究所

- 面对处方外流带来的行业增量以及集中提升的未来趋势，公司作为药店龙头，有较大的竞争优势，能在行业发展中持续受益。

美国龙头药店 CVS 成长历程及竞争优势

外延并购扩张至美国龙头药店

- CVS 公司是美国最大的药品零售商，在美国 36 个州和哥伦比亚特区运营超过 5400 家零售药店和专用药品店。CVS 主营业务主要涉及两大类：零售药店和药店利益管理业务。
- CVS 成立于 1963 年，在美国马塞诸塞州成立了第一家便利店，1967 年开始真正涉足药店。1972 年进入美国中西部地区。1977 年 CVS 收购了位于新泽西的 36 家药房后，公司收购扩张的道路从此开启。

1990s 年代后逐步开拓了中部大西洋市场、南部墨西哥湾地区、东部华盛顿等地区，成为了全国性的连锁药店。

图表 21：CVS 通过并购完成多产业全美国布局

1963-1995	并购+自建，快速扩大规模
1963年	在美国马塞诸塞州成立第一家便利店
1967年	真正涉足药店
1969年	CVS被出售给美国零售巨头梅尔维尔公司（MelvilleCorporation），成为其旗下一家子公司。
1972年	从Clinton Drug and Discount Store手中收购84家门店
1977年	CVS便收购了位于新泽西的Mack Drug的36家药房。
1978年	创建店中店模式，在大型购物中心开小型健康和美容护理用品店。
1988年	门店数750家，销售额达到16亿美元。
1990年	购买了Peoples Drug旗下的500家药房，成功开拓了中部大西洋市场。
1994年	CVS已经看到了PBM业务的广阔前景，成立了Pharmacare子公司，提供药品福利管理业务，服务于医疗保险机构、医院、保险单位等，但该公司在业界内话语权一直不是很强。
1996-2006	从母公司独立利用资本市场加速并购，处方药占比从44%提高到70%（CVS采取“建设-销售-回租”的战略，在每个门店上节省4-6万美元维持经营性现金流和资产负债率的稳定）
1996年	CVS母公司Melville Corporation剥离零售业务的鞋、玩具、服装等板块，只留下CVS的药店连锁业务，将上市公司的名称从Melville Corporation改成CVS Corporation。
1997年	已经拥有1440家药房的CVS年通过购买远超过自己规模的Revco药房，从而获得了2600家新店铺，使其现有规模翻了一倍，这也是美国药品零售连锁业历史上规模最大的一次收购，使得CVS从地区性的连锁药店一跃成为全国性的连锁药店
1998年	CVS收购了Arbor药房，获得其旗下的207家店铺，将市场范围扩张到密西西比河以东的所有州。至此，在全美24个州，CVS共拥有4100家药房。
1999年	CVS抓住了医药电商的发展机遇，成立了CVS.COM，致力于打通线上线下的药品购物环节，成为美国第一家网上药店。
2000年	VS又以1.24亿美元现金和承担其全部债务的交换条件收购了Bergen Brunswig公司的Stadtlander药房，这使得CVS拥有了当时全美最多的特殊药房。
2001年	CVS引入额外健康护理卡，成为第一个开展客户忠诚计划的全国级药店
2004年	CVS购买了属于美国第四大医药商业巨头Eckerd的1269家药房及其健康服务业务和PBM业务，连锁店达到5375家，超过Walgreens，成为美国连锁店最多的医药商业巨头。
2006年	从Albertsons手中收购了700家药店。
2006年	CVS不再满足于同类药店的并购。宣布将在夏季收购美国最大的零售健康连锁诊所公司MinuteClinic——这家药店在美国10大州拥有83个网点，170家门店，专为患者诊治咽耳感染、感冒、皮肤病、疫苗注射等常见病，开启了药店内快捷诊所的业务。
2006年	CVS看到了医药福利管理PBM的未来发展优势，认为网上购药和邮购等方式在未来的发展中会对传统的实体药店产生强大的冲击，大家会希望在家里等药物快递过来，而PBM是大众省钱的好途径，于是大举收购了Caremark等与PBM相关的公司。扩大处方量，以10亿张的处方量一举打败Walgreen年处方量5万张的数量。
2007-现在	实施医药零售+PBM的“双线战略”，净利润复合增长率远高于行业平均水平
2007年	CVS收购了当时第二大的PBM机构Caremark，正式实施医药零售+PBM的“双线战略”。用PBM业务为零售业务引流，在顾客端、医保端和零售端三者之间形成了强大的协同效应。PBM的高速发展带动了零售板块处方药的销售增长，12-15年四年间，处方药在零售所有品类中保持了最高的增速，占零售收入的比重逐年提高。处方药占比的增加也直接带动了公司毛利率的提升，在收购Caremark后，毛利率常年保持在30%左右的高位。
2008年	又收购了位于加利福尼亚的Longs Drugs Stores旗下521家门店，成功进入夏威夷市场。
2009年	收购Accendo保险公司
2014年9月8日	CVS收购美国最大的西班牙裔社区连锁店纳瓦罗折扣药店33家零售门店以及服务药房，加强在美国西班牙语地区的零售药店市场占有份额。
2015年6月15日	CVS完成了对折扣零售巨头Target药房与诊所的所有业务的整合，当年销售收入超过1500亿美金。
2015年	收购专门提供慢性病长期护理的公司Omnicare。

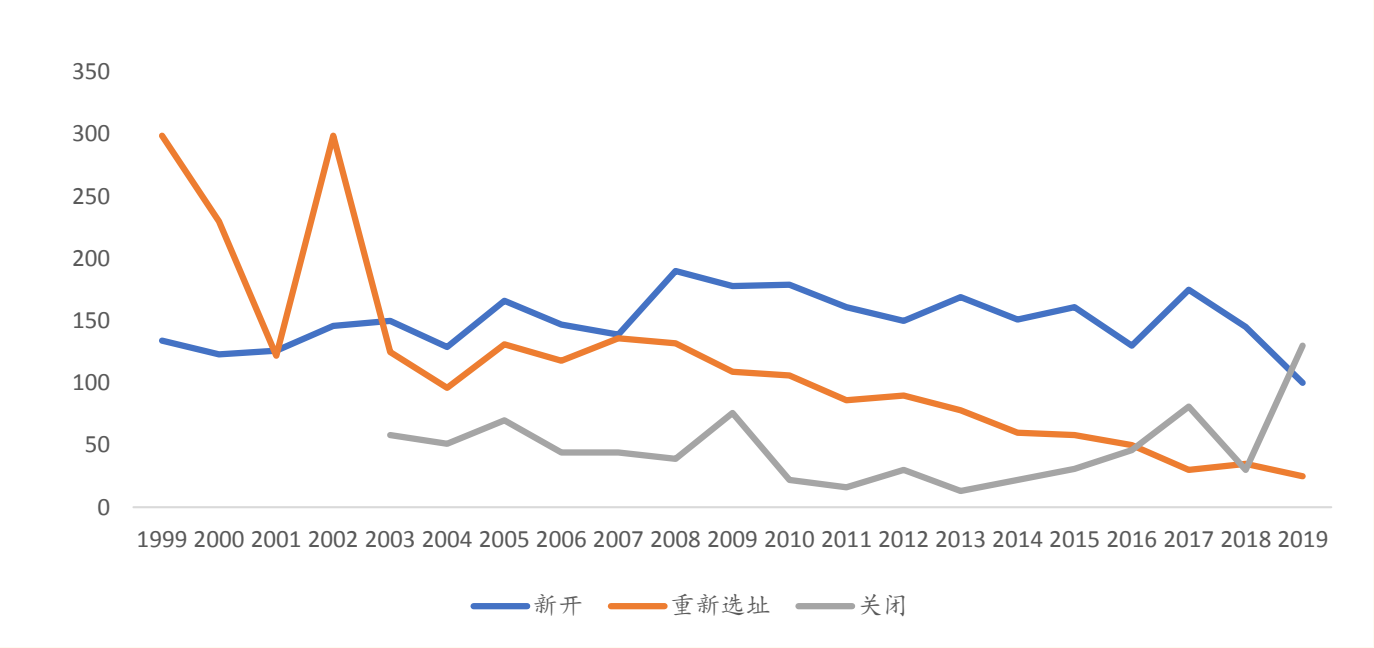
来源：CVS 年报，国金证券研究所

- 从 CVS 的成长历史中不难看出，公司通过收购的模式，凭借自己较强的整合能力，不断将并购门店逐步内化成为 CVS 药店，扩大自己版图的同时提升收购门店的经营效率，达到快速扩张的效果，逐渐成为美国最大的零售药店。

CVS 不断优化现有药店布局

- CVS 的药店发展策略除了进入全新市场开店、在现有市场加大开店数量以外，还有优化组合现有的药店布局。CVS 以让客户更加便利的理念为经营方向，时刻都在研究客户的购买行为和需求，希望让药店的地理位置更加合理和有利于客户购买药品或其他商品。
- 1978 年 CVS 首创购物商场店中店的模式，使 CVS 能够吸引大量的新老客户群，同时保持高度的忠诚度。每年为了保证门店位置最合理，CVS 在开设新门店的同时会不断重复选址，关闭地理位置不好的门店。从 1999 至今，CVS 平均每年新开门店 150 家，重新选址 115 家，关闭地址或经营不佳的门店 48 家。而随着 20 年来对客户购买行为的研究和门店选址能力的不断精进，CVS 每年重新选址的数量逐渐减少，如今每年重新选址的门店数大约在 50 个左右。

图表 22：1999-2019 CVS 每年重新选址门店数逐年递减（单位：个）



来源：CVS 年报，国金证券研究所

多业务布局，为药店引流

- 回溯美国零售药店发展历史，在 19 世纪末开始医药分家，药店成为处方药销售的主要渠道后，20 世纪药店开启了连锁化时代。而随着连锁化推动行业的整合后，PMB 新业态兴起，整个美国医药零售业逐步进入以慢病和医疗控费需求推动的时代，零售药店开始向服务化转型。此后，零售诊所、专业药房、医药电商、慢病管理等业态逐渐出现，与零售药店多产业联合布局，为零售药店引流，最终使得药店行业集中度不断提升，达到 CR3 约占 50%的行业格局。
- 在 CVS 并购扩大市值的过程中，不断的有新的业务加入到 CVS 的经营范围内，并带来市值和 PE 的增长。

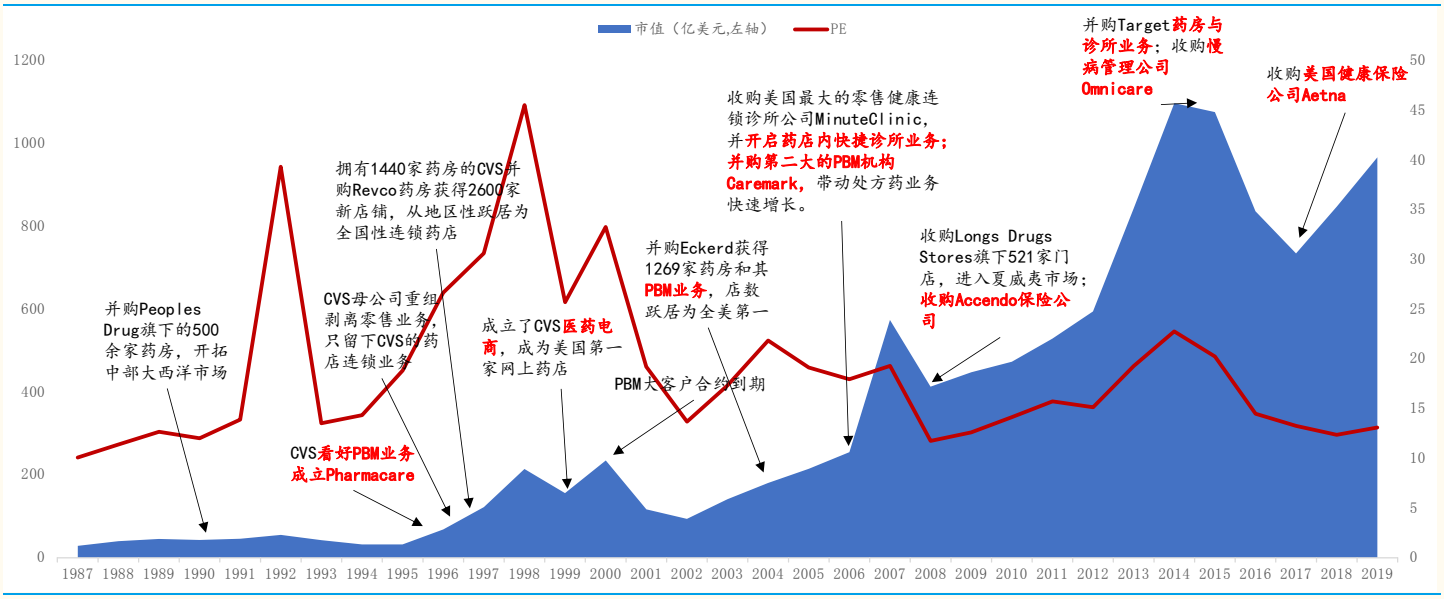
■ PBM 的高速发展带动了零售板块处方药的销售增长

- PBM 指药品服务管理。是介于保险机构、制药商、医院和药房间的管理协调组织，通过与药品企业、医疗服务机构、保险公司签订合同，

以求在不降低医疗服务质量的前提下，影响医生或药师的处方行为，达到控制药品费用增长。

- 1996 年，CVS 看好 PBM 业务给零售药店带来的业务增量，成立了 Pharmacare；2004 年，CVS 并购 Eckerd 获得其 PBM 业务；2006 年，并购美国第二大的 PMB 机构 Caremark，以此带动处方药业务的快速增长，成为全美国处方量最多的零售药店。在 2000 年 CVS 与 PMB 大客户合约到期的当年，公司市值和 PE 明显下降。

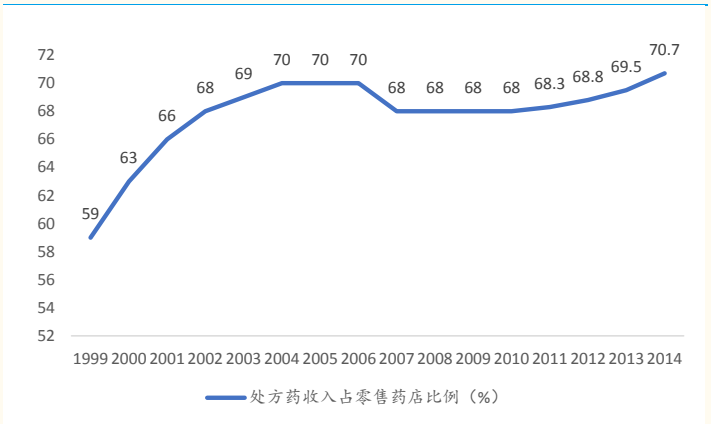
图表 23：CVS 通过并购不断扩大市值



来源：CVS 公司年报，国金证券研究所

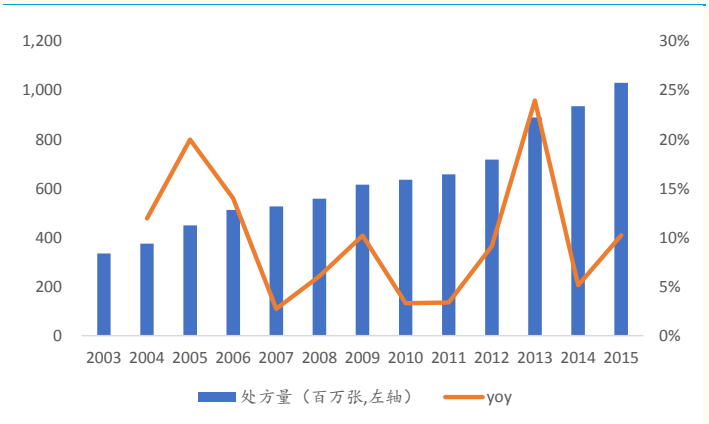
- PBM 的高速发展带动了零售板块处方药的销售增长。使公司在五年内处方药的增速在零售所有品类中保持了最高的增速，也占零售收入的比重逐年提高。处方量上，公司每年以 10%以上的速度增长，至 2009 年达到 6.16 亿张，成为美国处方量最大的零售药店。

图表 24：CVS 处方药销售额占比提升



来源：Bloomberg，国金证券研究所

图表 25：CVS 处方量快速增长



来源：CVS 年报，国金证券研究所

- 2017 年，CVS 收购美国健康保险公司 Aetna，从医药零售+PBM 的“双线战略”提升至医药零售+PBM+保险的“三线战略”。在支付端（保险）、定价端（PBM）和零售端三者之期间形成了强大的协同作用。可能会减少顾客买药时面临的价格和支付问题，进一步带动零售板块的销售增长。在收购保险公司后，公司的毛利率从 2017 年的 15.5%上升至 2018 年 19.6%，2019 年 38%。

- **其他业务为药店引流**

- 除了 PBM 业务以外，CVS 1999 年形成医药电商公司，成立美国第一家网上药店，打通了线上线下的药品购物环节。随后 CVS 还收购诊所、慢病长期护理公司等。诊所和慢病长期护理公司联通了医院端和药店端，使得部分专病患者在诊治耳鼻喉感染、感冒、皮肤病、疫苗注射和等常见病或者在治疗慢病等需要长期护理的疾病时会直接进入药店诊所，避免了先去医院诊疗，再到药店取药的冗杂过程。这样的协同业务既节省了医院的医疗资源，也便利了客户（患者），还能为药店引流部分客户，为药店带来业务增量。

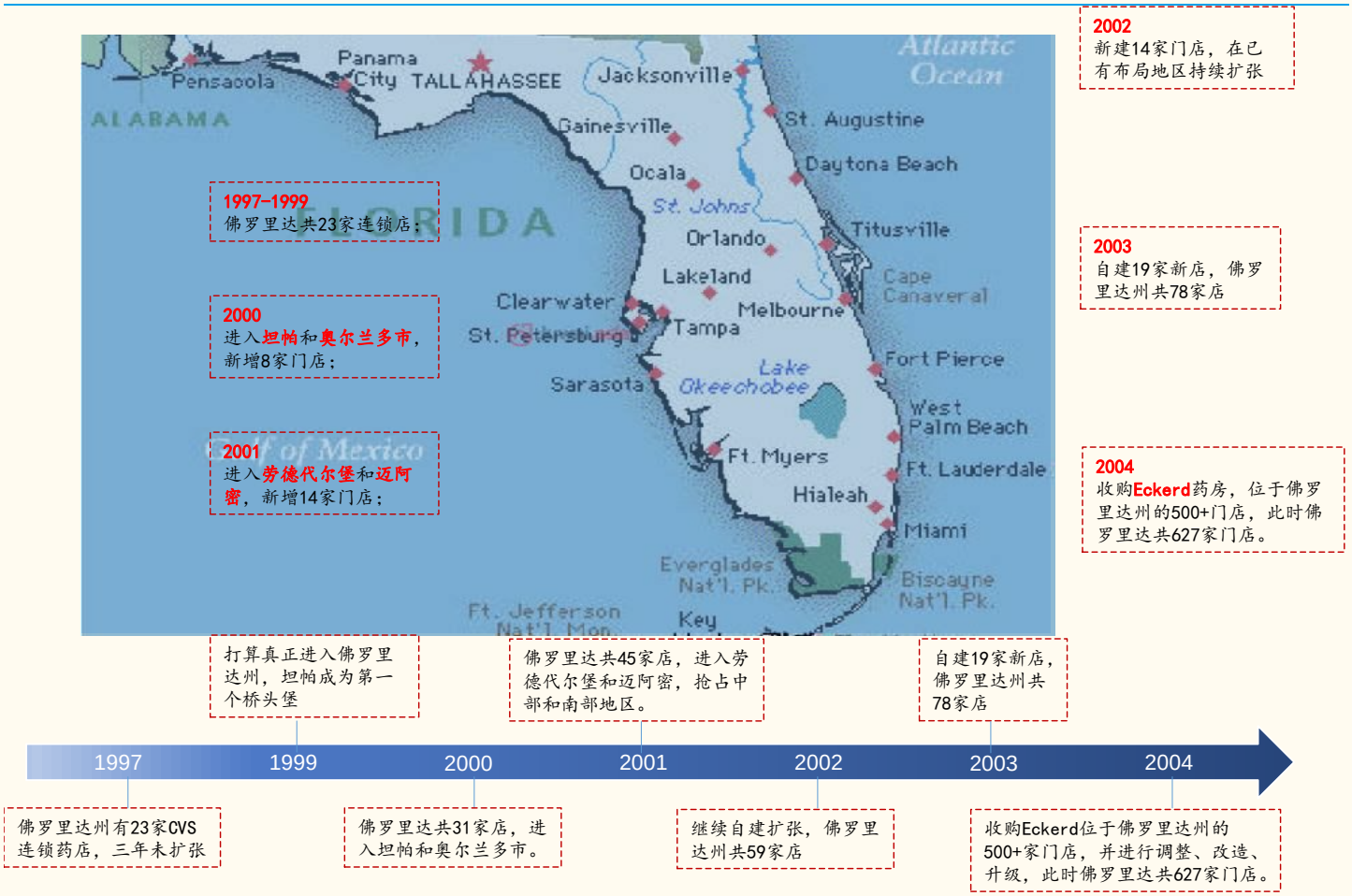
- 综上所述，CVS 通过并购扩大业务范围，不断优化现有药店格局以及多产业布局产生协同作用使得其不断做大做强。

CVS 进入佛罗里达市场路径复盘：从四周扩张至中间，收购龙头迅速渗透

- 佛罗里达是美国零售药店市场较为成熟的区域，2008 年药店覆盖人数在 5000-6000 人/店。各大药房在佛罗里达州布局均较早，沃尔格林在 1934 年就在佛罗里达开张了第一家连锁药店；CVS 在 2006 年，已经在佛罗里达州布局了 668 家连锁药店。

- CVS 佛罗里达州扩张特点：
  - 进入佛罗里达州较晚，1999 年开始打算进入佛罗利达州
  - 从佛罗里达州周围进入市场，逐渐向中部和南部扩张
  - 2004 年前以自建为主，2004 年后收购以标的资产质量和收购价格作为并购筛选主要标准，例如跨区域当地大型药店 Eckerd，一举进入佛罗里达市场

图表 26：CVS 从周围城市逐渐进入佛罗里达州



来源：CVS 公司年报，国金证券研究所

分级提升市占率，积极迎接处方外流

并购+高效运营使公司业绩稳健提升

- 观察老百姓的发展历史，公司不断通过并购来扩张地图板块，先从湖南迈向江苏、河南、安徽、天津等地方，在上市及定增扩大资本容量后，业务扩张至甘肃、内蒙古地区。不断完善中国版图，成为在全国范围内经营的零售药店。

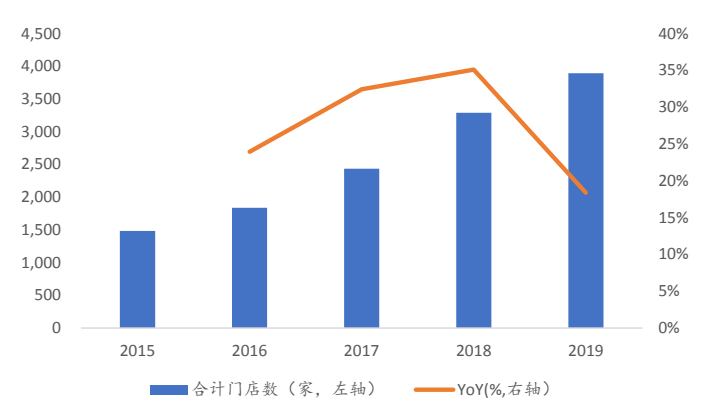
图表 27：老百姓在并购扩张的同时布局多产业结构

时间	事件
2001年10月27日	老百姓大药房以超市经营模式开出长沙湘雅店。
2002年4月	第二家店湖南浏阳店开业，公司确立连锁经营的发展战略。
2002年12月	西安新城店、枋州国都店相继开业，公司走向省外，逐步打造全国性品牌。
2005年	丰沃达医药物（湖南）有限公司和药圣堂（湖南）制药有限公司相继成立，形成完整产业链。
2009年1月	成功收购湘潭海诚大药房32家门店，实现企业历史上第一次规模性收购。
2011年-2013年	相继收购乃仁大药房、宝庆大药房、安徽百姓缘大药房、民康药号，收购步伐加速。
2015-2016年	继续收购安徽、湖南、江苏、河南、天津地区药房，收购兰州惠仁堂，进入甘肃市场
2016年	新增“健康药房”加盟业务
2016年4月	成立中医馆连锁“百杏堂”
2016年6月	老百姓“互联网+智能药房”在杭州开业
2016-2017	继续收购安徽、湖南、江苏、河南、天津、甘肃地区药房。
2017年	收购通辽泽强大药房，进入内蒙古市场。成立中医诊所。
2018年	公开发行可转债，成立健康药房管理公司，开启医药咨询业务。
2018年8月	收购无锡三品堂、广西参芝林药业、安徽药膳堂大药房
2019年	收购衡阳医药咨询服务有限公司、西安华佗医药等公司。

来源：公司公告、国金证券研究所

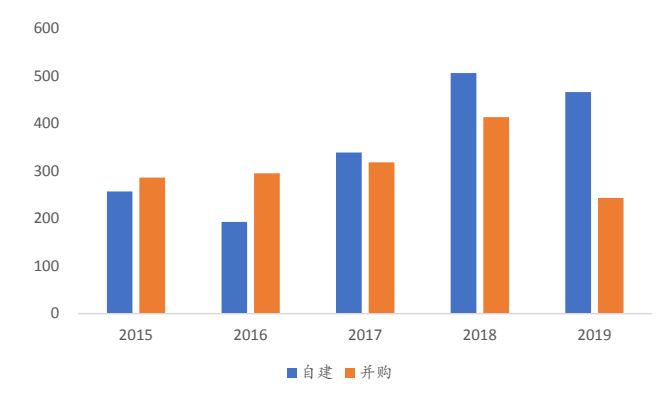
- 2019年老百姓新增直营门店709家，其中并购门店243家，自建直营门店466家。因发展规划及经营策略调整关闭门店104家，净增加门店数605家。新增门店数同比增长14.6%。

图表 28：老百姓门店数每年快速增长



来源：公司公告，国金证券研究所

图表 29：公司持续并购扩张（单位：家）



来源：公司公告，国金证券研究所

- 并购作为公司经营规模扩大和盈利提升的重要途径之一，公司在收购后必须保证收购后门店的经营效率稳定，才能有复制性的不断扩张业务版图，保证持续的盈利能力。

- 2011 年公司并购门店在 2013 年和 2014 年度主营业务收入较前一年得到了提升，分别增长了 7.41 和 4.36%、利润总额较前一年分别增长了 23.31%和 10.68%。而同期公司开业 24 个月以上（经营稳定）的门店在 2013、2014 年度主营业务收入较前一年只增长了 4.58%和 2.44%、利润总额较前一年分别增长了 8.54%和 7.51%。并购门店的收入和利润在刚并购时期增速比自营门店的增速高，说明业绩提升不仅是由于公司整体门店业绩提升，更因为公司对收购门店经营效率的提升。这也是公司盈利水平增长的主要驱动之一。

图表 30：并购门店并购后业绩提升

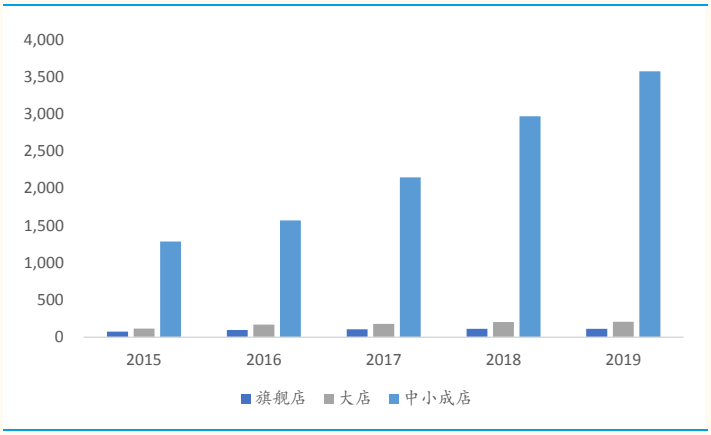
门店	项目	2012	2013	2014
2011年底已开业门店	主营业务收入（元）	271410	283841	290760
	主营业务收入增速		*4.58%*	*2.44%*
	利润总额（元）	37961	41202	44297
	利润总额增速		*8.54%*	*7.51%*
2011年团购门店	主营业务收入（元）	19549	20998	21913
	主营业务收入增速		*7.41%*	*4.36%*
	利润总额（元）	1695	2090	2313
	利润总额增速		*23.30%*	*10.67%*

来源：公司公告，国金证券研究所

深耕基层的加盟和联盟业务，带动批发业务增长

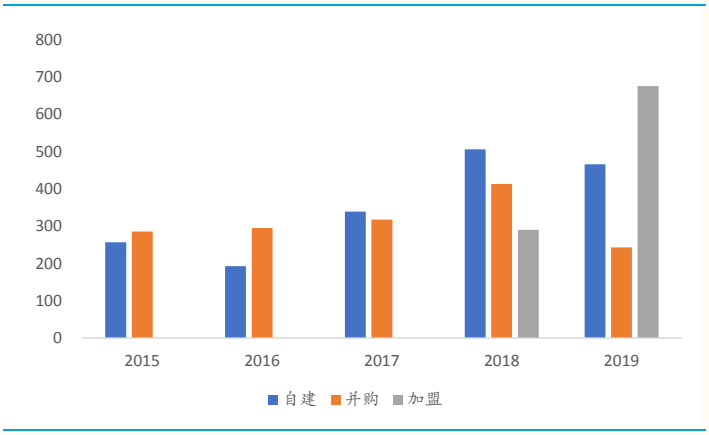
- 针对国内不同城市的市场特征，公司构筑“自建+并购+加盟+联盟”立体深耕模式，不断优化城市布局。并购和精细化高效自建能力不断提升优质市场的占有率；加盟+联盟旨在瞄准县域乡镇市场，精准提升基层市场占有率。
- 加盟和自营购销是两种销售模式，均由物流配送中心统一采购商品并进行统一配送。自营购销模式下，待购销商品进入门后，作为零售药店的库存，与商品所有权相关的风险和收益均由自营门店承担，商品的购销差价也作为公司的利润来源；加盟模式的利润来源只在配送购销差价、加盟费、管理费和软件使用费，无需承担商品相关的风险。
- 由于某些县域市场已存在当地的中小连锁药店占据最佳的药店位置，且在当地品牌在当地已有较高的认可程度。大型连锁药店跨省市下沉基层时，文化融合和团队本地化运营的成本较高，轻资产、净资产收益率高、抗风险能力强的加盟业务更适合公司发展。
- 公司从 2006 年起开启加盟店模式，截至 2020 年 6 月，加盟业务已遍及 17 个省级市场。2019 年公司新增加盟门店 676 家，同比增长 133%，大于同期自建门店和并购门店，截至 2020H1，公司加盟门店数达到 1436 家。

图表 31：中小成店占比明显高于大店（单位：家）



来源：公司公告，国金证券研究所

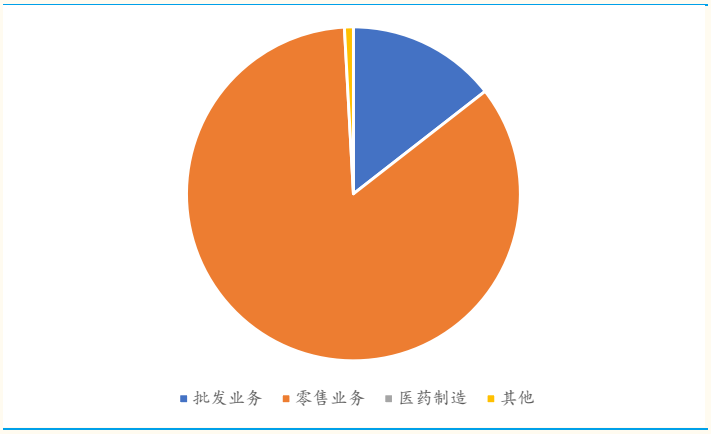
图表 32：2019 年新增加盟店数大于自营数（单位：家）



来源：公司公告，国金证券研究所

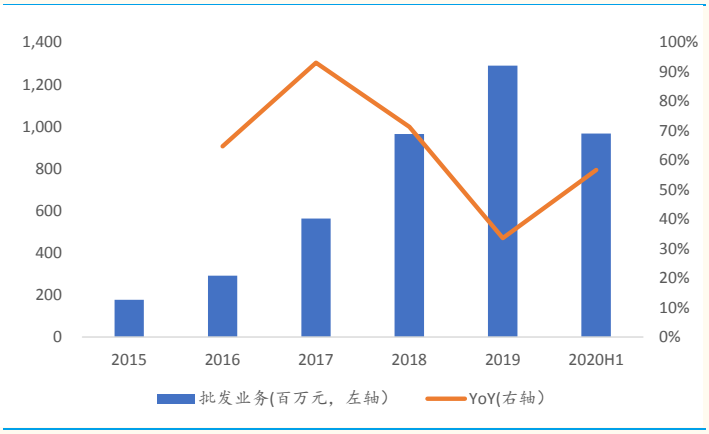
- 加盟门店增多，公司逐渐整合县域门店的供应链，形成先进的现代化物流体系，也带动公司批发业务的业绩增长。公司 2020H1 医药批发营业收入 9.68 亿元，同比增长 56.75%，主要是对加盟商及中小连锁的配送增长较快。

图表 33：2020H1 批发业务收入占比 14.5%



来源：公司公告，国金证券研究所

图表 34：2015-2020H1 批发业务增速较快



来源：公司公告，国金证券研究所

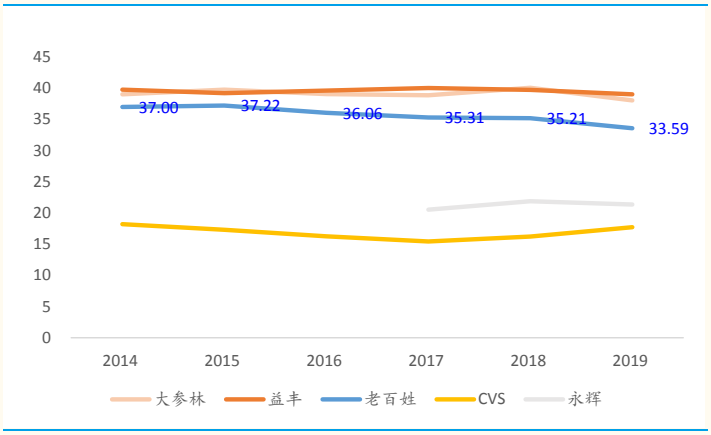
周转率逐年提升，毛利率有提升空间

- 公司作为医药零售公司，与商业零售行业有相似性。毛利率*周转率=利润。总利润由毛利率和周转率两个指标决定，与毛利率很高、周转率很低或者毛利率很低、周转率很高相比，毛利率和周转率维持在较为平均的水平，能让公司利润最大化。

- 由于老百姓加盟店和联盟店较多，形成的分销体系使其在毛利率上略低于其他零售药店，周转率达到较高的水平。毛利由于其批发业务占更大的销售比例，批发业务相比零售的毛利更低，且处方药、DTP 药房（Direct to Patient，直接面向患者提供专业服务的零售药房，会销售更多专业药物、创新药物等）销售等毛利率较低的业务占比较高，使其毛利率保持在 30%-35%的范围内，相比国内其他零售药店大参林 38%，益丰 39%，毛利相对较低。存货周转率老百姓从 2015 年的 3.49 上升至 2019 年 4.19，相比益丰和大参林较高，存货周转速率更快，更频繁。但相比于美国零售药店龙头 CVS，CVS 2019 年毛利率为 17.73%，存货周转率 12.44，公司毛利较高，存货周转速度较慢。与公司相比，CVS 会经营更多日用品和其他商品，商品结构不同带来最终的差异。

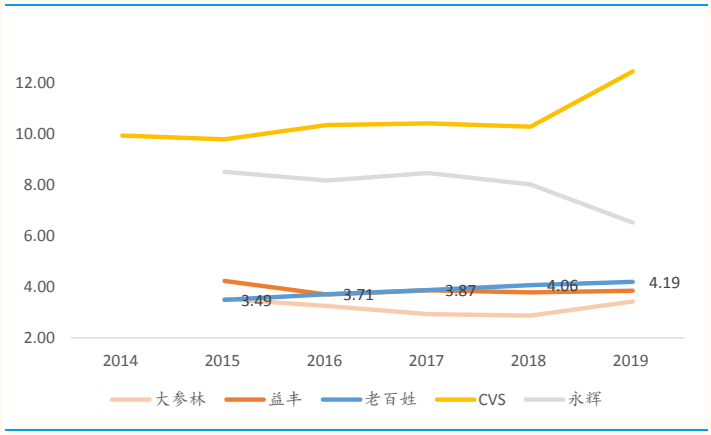
- 总的来说，公司相比国内其他药店而言，有相对低的毛利，更高的周转率；相比国外龙头药店来比，周转率还有进一步提升空间。

图表 35：老百姓毛利率比其他药店略低（%）



来源：公司年报，国金证券研究所

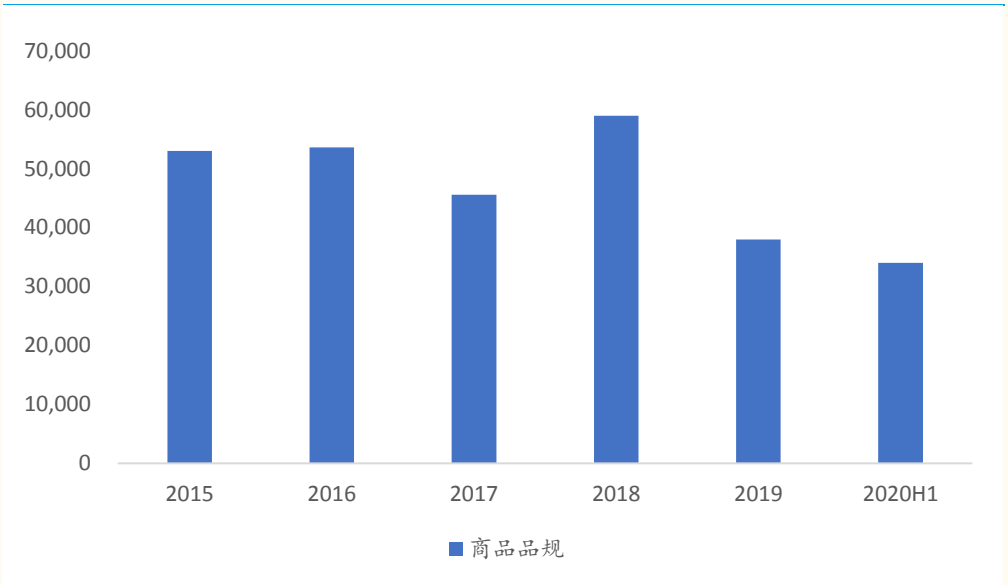
图表 36：老百姓存货周转率比其他药店略高（%）



来源：公司年报，国金证券研究所

- 毛利的提升也随着公司议价能力的提升在未来成为可能。2019 年，公司经营商品品规数 38000 余种，同比下降 36%，统采销售占比提升 4 个百分点；2020 年上半年品规 3.4 余万种，同比下降 50%，统采销售占比提升 3.05 个百分点。统采占比的提升反映出公司与上游厂家议价能力提升，未来毛利率有上涨的可能。

图表 37：2019 年公司品规数减少 36%（种）

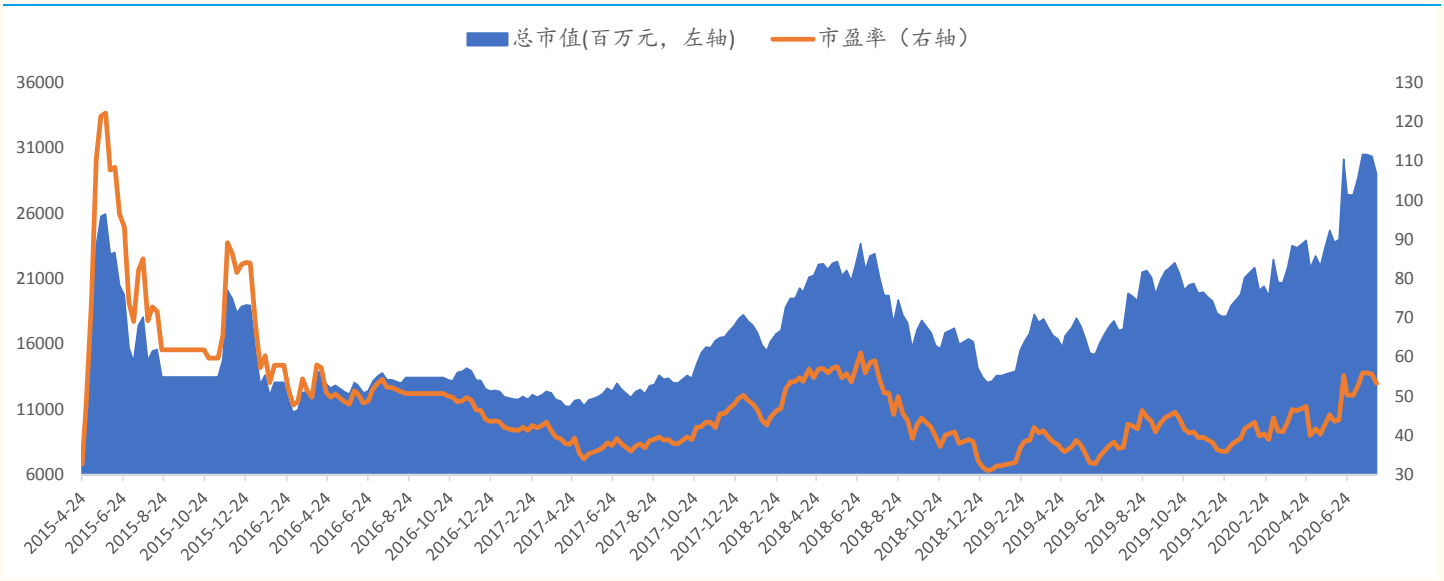


来源：公司年报，国金证券研究所

全国多产业布局，积极迎接处方外流

- 2015 年后在全国性范围内扩张的过程中，公司从原本的药物制造、药物批发、药物零售业务中加入了新的产业布局。2016 年成立中医馆“百杏堂”连锁医馆；2017 年成立中医诊所，开展线上业务；2018 年开启医药咨询业务，成立健康药房管理公司。

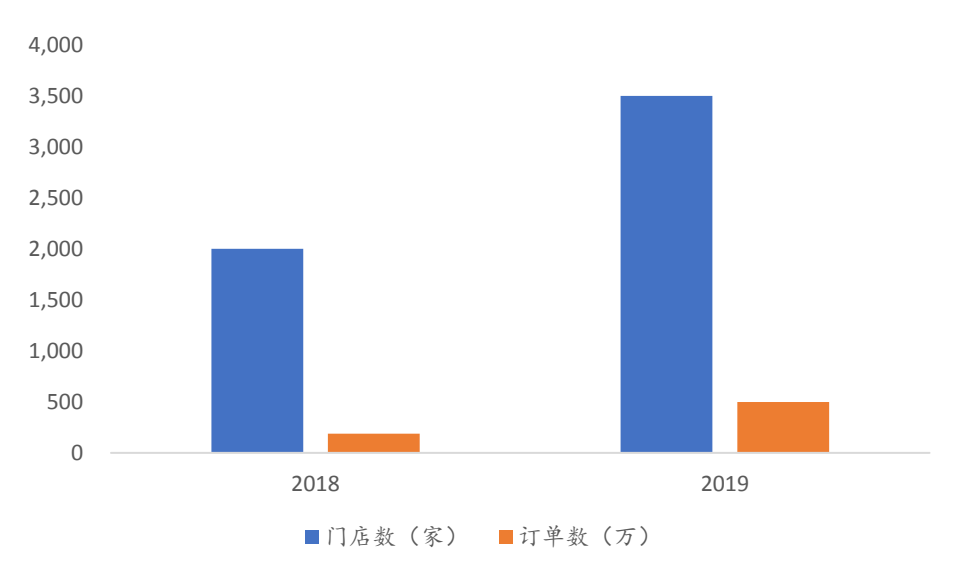
图表 38：老百姓在并购扩张带来市值不断提升



来源：国金证券研究所

- 公司自 2017 年开始发展线上业务，在数字化方面已上线全渠道销售平台，开发大数据选址平台和门店数字化运营项目。2019 年，公司 O2O 线上门店超过 3500 家，累计完成订单超过 500 万单，同比增长 166%。随着网上诊疗业务的发展，公司承接线上订单也将带来业绩增量。

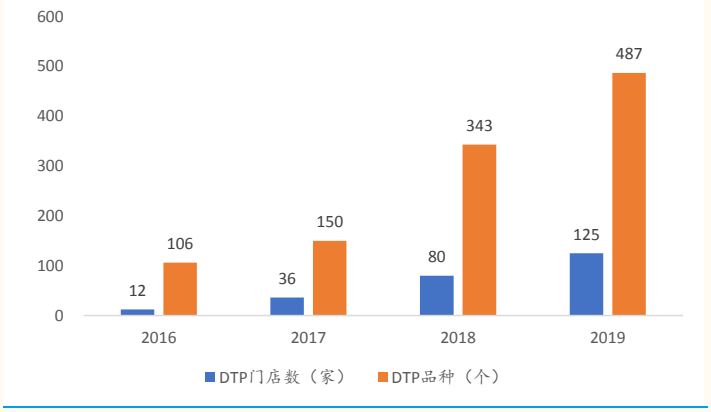
图表 39：公司 O2O 业务快速发展



来源：公司年报，国金证券研究所

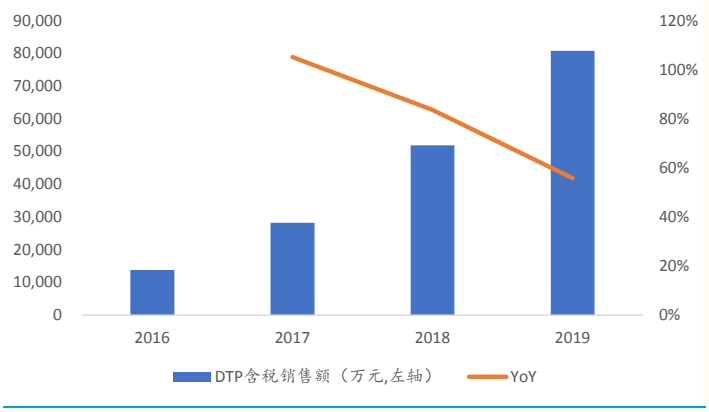
- 同时，公司院边店和 DTP 药房的建设也一直处于行业前列。2019 年，公司院边店占比 11%，DTP 药房已达 125 家，相比两年前门店数 36 家扩大了 3.47 倍。DTP 品种达到 487 家，相比两年前扩大了 3.24 倍。
- 院边店和 DTP 药房为公司迎接处方外流占得了先机，2019 年处方药的销售和 DTP 的销售占比达到 45.1%，处方药在成药中的销售占比逐年提升。2019 年，DTP 药房含税销售额为 8.08 亿元，同比增长 55.7%。

图表 40：DTP 门店数和DTP 品规数增长迅速



来源：公司年报，国金证券研究所

图表 41：DTP 含税销售额两年增长 186%



来源：公司年报，国金证券研究所

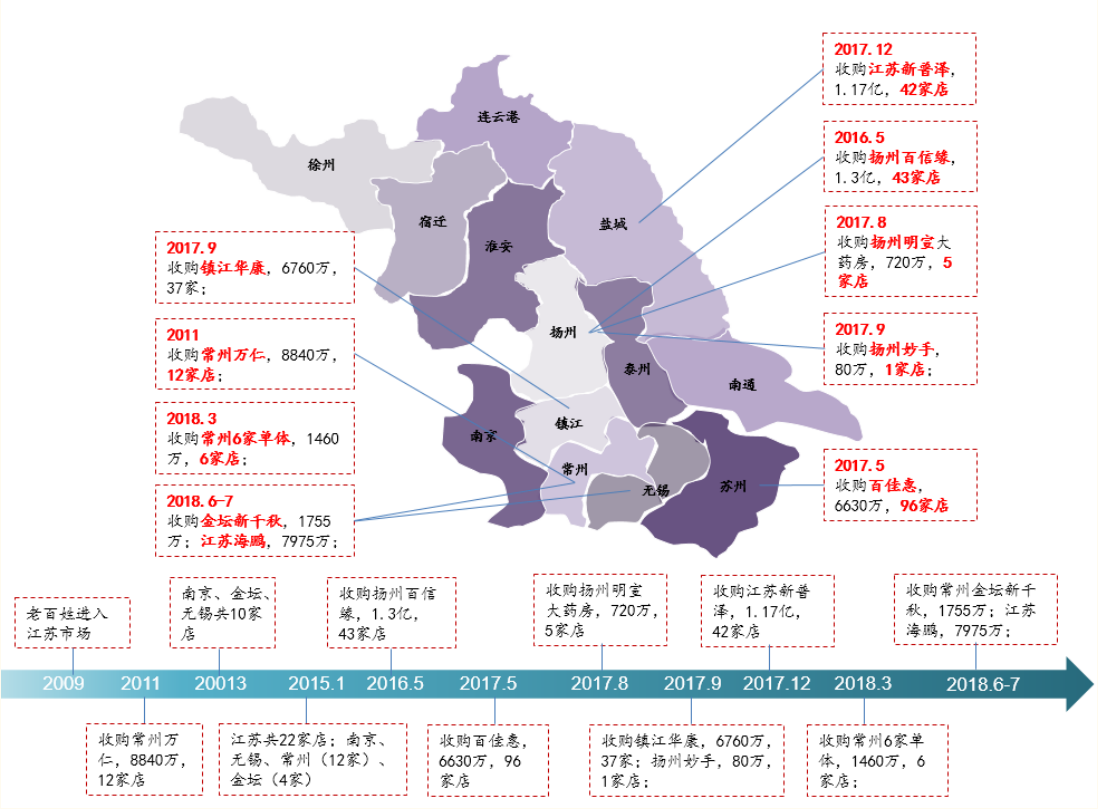
- 医药分家是国家一直在探索中的发展方向。取消药品加成、限制药占比等政策是探索过程中配套实施的医改政策。但目前国内实施的效果有限，并未完全达到药品流出医院的地步，所以如今处方外流的体量还相对较小。
- 未来国家发展方向不变，还望达到医药分家的目的，处方外流会是必将经历的一个过程，也将是未来趋势。据我们测算，假设国内与发达国家路径相似，处方外流后零售药店会占处方药销售渠道中较大的销售份额，未来两年从医院流出的处方药将会占总体处方药的 5%左右，至 2030 年，四大龙头零售药店公司将会有 3000 亿元的处方外流增量。外流的处方药份额将以 DTP 药房及现存的院边店为主。
- 今年 3 月，国家医保局出台《国家卫生健康委关于推进新冠肺炎疫情防控期间开展“互联网+”医保服务的指导意见》，其中提出凭定点医疗结构在线开具的处方，可以在定点零售药店配药。受疫情持续影响，国家政策加速落地，网上诊疗业务也得到发展，可以为零售药店引流更多新的客源和处方药增量。

- 老百姓凭借其全面的业务布局和逐渐提升的 DTP 药方门店数和更多的院边店，将在迎接互联网新零售、承接处方外流中占得先机，稳定获得业绩增量。

老百姓江苏扩张路径复盘：并购为主，不看地域看标的质量

- 江苏省是国内连锁药店市场排名前三的市场，也是各个龙头连锁药店企业的必争之地。益丰药房在 2006 年进入江苏省，前期以自建药房为主要扩张途径；2009 年，老百姓进入江苏省，逐渐扩大市占率，在江苏省站稳脚跟。
- 老百姓大药房在江苏省扩张特点：
  - 进入江苏省时间晚于益丰，2009 年进入江苏省；
  - 风格以并购为主，2011 年就以 8840 万收购常州万仁；之后又进行多笔外延并购，且经常并购店数较多，例如百佳惠的 96 家门店，新普泽的 42 家门店等；
  - 收购不以地域相邻作为下一个并购标的筛选方式，以标的资产质量和收购价格作为并购筛选主要标准，例如跨区域省级龙头百佳惠和新普泽。

图表 42：老百姓大药房江苏省扩张发展历史



来源：公司公告，国金证券研究所

中国的药店龙头，未来可期

- 对比可以发现，公司的扩张路径和美国龙头药店 CVS 类似，奉行“全国布局，根据地域市为主题密集扩张”的发展策略，通过较强的并购整合能力在多个省份广泛布局，且在并购的同时不断通过各种方法提高运营效率，形成适合各地区的扩张法则。
- 产业布局上，公司也广泛布局全产业链，CVS 目前涉及医药零售、医药批发、医药制造、诊所、医药咨询、医药电商、PBM 业务、保险公司、慢病管理相关业务，其中只有 PBM 业务和保险公司业务老百姓暂未涉及。而 PBM 给 CVS 带来的处方药增量又类似国内处方外流给老百姓带来的增量趋势。

图表 43：老百姓全面布局为零售引流

	CVS	老百姓	备注
医药零售	√	√	
医药批发	√	√	
医药制造	√	√	
诊所	√	√	
医药咨询	√	√	
医药电商	√	√	
PBM业务	√		为零售业务引流绝大部分处方药
保险公司	√	○	连接药品支付方（老百姓预计处于布局中）
慢病管理服务	√	√	

来源：国金证券研究所

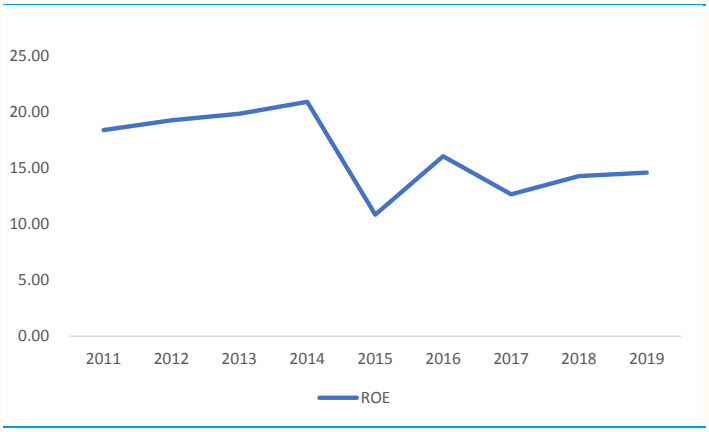
- 对比 CVS 在佛罗里达州和老百姓在江苏省的扩张历程来看，两者在市场已经存在其他大型连锁药店布局的情况下，选择从周围（其他城市）切入市场，再通过收购当地最大的药店来迅速占领市占率的方法，成功站稳脚跟。
- 老百姓作为中国的药店龙头，在发展战略上已经与 CVS 靠近。但由于目前扩张较为迅速，新增门店较多，新增门店的收入回报暂时未达到稳定水平，老百姓的净资产回报率还有提升空间。
- CVS 2017 年 ROE 为 17.77%，由于 2018 年收购了保险公司 Aetna，使 2018-2019 年的 ROE 有所下降。在此之前的稳定扩张并购中，公司的 ROE 水平在 17%左右。老百姓 ROE 还持续保持在 14%左右。
- 待公司扩张至更大，更稳定的时期，ROE 有望进一步提升，成为国际上的药店龙头。

图表 44：CVS 在收购保险公司前ROE 为 17%（%）



来源：Bloomberg，国金证券研究所

图表 45：老百姓 ROE 在 14%左右



来源：wind，国金证券研究所

盈利预测

- 我们将从不同产品来预测公司未来总收入和总盈利的情况。2019 年公司营业收入增长 23.2%。我们预计，中西成药作为公司重点发展，2019 年增长来源主要是处方外流带来的处方药业务增长，随着处方外流的进一步扩大，医院的处方药份额将流出部分到零售药店，但 2020 年受疫情部分影响，公司在 2020 年中西成药增速将在 20%，毛利保持在 29.9%。非药品部分由于 2020 年新冠疫情的爆发，使得非药品的需求量有所增长，我们预计 2020 年非药部分增长速度达到 50%。中药部分受疫情影响，增速预计为 10%，在 2021 年将恢复至 14%。总营业收入增长率预计 2020 年达到 23.2%，2021 年达到 24.4%。

图表 46：2020 年公司营收预计增长 23.2%

	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业总收入（百万元）	3,942.87	4,568.48	6,094.43	7,501.43	9,471.09	11,663.18	14,370.67	17,870.71	22,123.77
yoy		*15.9%*	*33.4%*	*23.1%*	*26.3%*	*23.1%*	*23.2%*	*24.4%*	*23.8%*
营业总成本（百万元）		2867.91	3896.35	4852.69	6136.68	7745.33	9649.12	11938.23	14835.06
毛利率		*37.2%*	*36.1%*	*35.3%*	*35.2%*	*33.6%*	*32.9%*	*33.2%*	*32.9%*
中西成药（百万元）	2,665.98	3,194.15	4,451.05	5,526.95	7,367.33	9,302.96	11,163.55	14,010.26	17,652.92
yoy		*19.8%*	*39.4%*	*24.2%*	*33.3%*	*26.3%*	*20.0%*	*25.5%*	*26.0%*
中西成药成本（百万元）		2171.38	3091.70	3919.16	5145.34	6522.31	7825.65	9821.19	12392.35
毛利率		*32.0%*	*30.5%*	*29.1%*	*30.2%*	*29.9%*	*29.9%*	*29.9%*	*29.8%*
非药品（百万元）	803.88	810.24	891.94	1,027.44	1,120.40	1,527.19	2,290.79	2,817.67	3,296.67
yoy		*0.8%*	*10.1%*	*15.2%*	*9.0%*	*36.3%*	*50.0%*	*23.0%*	*17.0%*
非药品成本（百万元）		463.54	492.26	545.37	578.35	830.33	1374.47	1606.07	1879.10
毛利率		*42.8%*	*44.8%*	*46.9%*	*48.4%*	*45.6%*	*40.0%*	*43.0%*	*43.0%*
中药（百万元）	373.56	405.44	566.81	704.43	727.24	833.03	916.33	1,042.79	1,174.18
yoy		*8.5%*	*39.8%*	*24.3%*	*3.2%*	*14.5%*	*10.0%*	*13.8%*	*12.6%*
中药成本（百万元）		199.48	270.14	335.52	343.04	392.69	449.00	510.97	563.61
毛利率		*50.8%*	*52.3%*	*52.4%*	*52.8%*	*52.9%*	*51.0%*	*51.0%*	*52.0%*
其他主营业务（百万元）	99.45	158.66	184.63	242.61	256.12				
yoy		*59.5%*	*16.4%*	*31.4%*	*5.6%*				

来源：公司年报，国金证券研究所

- 作为药店龙头，公司通过外延并购持续提升集中度，考虑到未来处方药有望进一步外流，公司持续受益，我们预计公司 20-22 年归母净利润 6.4/8.0/9.9 亿元，EPS 1.56/1.95/2.42 元，目前股价对应 PE 53.1/42.6/34.3 倍。维持“增持”评级。

风险提示

- 处方外流规模低于预期风险：由于处方外流需要医院的配合、处方外流平台的配套以及国家医保局对医保账户的统筹管理，目前虽已有部分地区持续推进处方外流，但实际推进进度或低于预期，因此导致实际处方外流规模低于报告预期。
- 外延并购不确定性风险：药店的扩张进程中，并购是主要渠道，若资金不及预期，或并购后整合不及预期，将对公司扩张有不利影响。
- 互联网冲击风险：若未来网售处方药放开或线上药店持续推广，将对实体药店客流产生负面影响。
- 带量采购对药店品种价格存在负面影响：若带量采购导致部分药品售价大幅度降低，将影响药品在药店零售的价格，导致药店品种价格降低，影响药店毛利率。
- 大股东质押比例较高风险：前两大股东质押比例高，作为财务投资者的泽兴投资质押比例 100%，若公司股价波动较大将可能影响公司的实际控股权。
- 限售股解禁风险：2020 年 11 月禁售股接近，存在一定风险。

附录：三张报表预测摘要

损益表（人民币百万元）

	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
主营业务收入	**7,501**	**9,471**	**11,663**	**14,371**	**17,871**	**22,124**
增长率		26.3%	23.1%	23.2%	24.4%	23.8%
主营业务成本	-4,853	-6,137	-7,746	-9,643	-11,942	-14,845
%销售收入	64.7%	64.8%	66.4%	67.1%	66.8%	67.1%
毛利	2,649	3,335	3,918	4,728	5,930	7,279
%销售收入	35.3%	35.2%	33.6%	32.9%	33.2%	32.9%
营业税金及附加	-52	-58	-48	-57	-80	-100
%销售收入	0.7%	0.6%	0.4%	0.4%	0.5%	0.5%
销售费用	-1,668	-2,157	-2,514	-2,960	-3,717	-4,602
%销售收入	22.2%	22.8%	21.6%	20.6%	20.8%	20.8%
管理费用	-394	-451	-555	-690	-894	-1,106
%销售收入	5.2%	4.8%	4.8%	4.8%	5.0%	5.0%
研发费用	0	-6	-1	0	-2	-2
%销售收入	0.0%	0.1%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
息税前利润（EBIT）	535	661	799	1,020	1,237	1,469
%销售收入	7.1%	7.0%	6.9%	7.1%	6.9%	6.6%
财务费用	-58	-43	-67	-85	-78	-53
%销售收入	0.8%	0.4%	0.6%	0.6%	0.4%	0.2%
资产减值损失	-15	-10	-11	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0
投资收益	0	0	5	0	0	0
%税前利润	0.0%	0.0%	0.6%	0.0%	0.0%	0.0%
营业利润	488	629	765	935	1,159	1,416
营业利润率	6.5%	6.6%	6.6%	6.5%	6.5%	6.4%
营业外收支	5	7	5	0	0	0
税前利润	493	636	770	935	1,159	1,416
利润率	6.6%	6.7%	6.6%	6.5%	6.5%	6.4%
所得税	-96	-132	-155	-196	-243	-297
所得税率	19.5%	20.8%	20.2%	21.0%	21.0%	21.0%
净利润	397	504	615	739	916	1,118
少数股东损益	26	69	106	100	120	130
归属于母公司的净利润	**371**	**435**	**509**	**639**	**796**	**988**
净利率	4.9%	4.6%	4.4%	4.4%	4.5%	4.5%

现金流量表（人民币百万元）

	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
净利润	397	504	615	739	916	1,118
少数股东损益	26	69	106	100	120	130
非现金支出	181	235	203	240	255	270
非经营收益	38	39	59	112	109	92
营运资金变动	-125	134	150	-291	220	142
经营活动现金净流	**492**	**913**	**1,027**	**800**	**1,499**	**1,622**
资本开支	-301	-873	-425	-367	-380	-380
投资	-266	-539	-390	-90	-100	-100
其他	-62	-2	-23	-5	0	0
投资活动现金净流	**-629**	**-1,413**	**-838**	**-462**	**-480**	**-480**
股权募资	802	12	63	-3	0	0
债权募资	-202	628	160	-21	-260	-249
其他	-75	-422	-319	-369	-427	-487
筹资活动现金净流	**524**	**218**	**-96**	**-393**	**-689**	**-762**
现金净流量	**387**	**-282**	**94**	**-55**	**341**	**395**

资产负债表（人民币百万元）

	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
货币资金	1,355	1,118	1,386	1,331	1,662	2,068
应收款项	851	1,013	1,145	1,302	1,616	2,000
存货	1,311	1,711	1,988	2,285	2,846	3,538
其他流动资产	462	469	556	905	722	870
流动资产	3,979	4,311	5,076	5,823	6,847	8,477
%总资产	59.4%	50.8%	51.1%	53.5%	56.4%	60.7%
长期投资	49	124	487	582	682	782
固定资产	434	807	993	1,060	1,113	1,151
%总资产	6.5%	9.5%	10.0%	9.7%	9.2%	8.2%
无形资产	2,124	2,793	3,298	3,420	3,492	3,564
非流动资产	2,719	4,174	4,848	5,062	5,287	5,497
%总资产	40.6%	49.2%	48.9%	46.5%	43.6%	39.3%
资产总计	**6,699**	**8,485**	**9,924**	**10,885**	**12,133**	**13,974**
短期借款	186	1,623	1,200	1,198	938	690
应付款项	2,171	2,986	3,772	4,235	5,114	6,356
其他流动负债	294	337	376	448	480	605
流动负债	2,651	4,946	5,348	5,881	6,532	7,650
长期贷款	95	84	380	380	380	380
其他长期负债	852	86	322	269	269	269
负债	3,598	5,115	6,050	6,530	7,181	8,299
普通股股东权益	2,931	3,046	3,487	3,867	4,345	4,938
其中：股本	285	285	287	409	409	409
未分配利润	1,218	1,359	1,682	2,065	2,542	3,135
少数股东权益	170	323	388	488	608	738
负债股东权益合计	**6,699**	**8,485**	**9,924**	**10,885**	**12,133**	**13,974**

比率分析

	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
每股指标						
每股收益	1.301	1.527	1.774	1.563	1.947	2.418
每股净资产	10.286	10.690	12.164	9.462	10.630	12.081
每股经营现金净流	1.727	3.204	3.584	2.792	5.228	5.657
每股股利	0.000	0.000	0.000	0.891	1.110	1.379
回报率						
净资产收益率	12.65%	14.28%	14.59%	16.52%	18.31%	20.02%
总资产收益率	5.54%	5.13%	5.13%	5.87%	6.56%	7.07%
投入资本收益率	10.26%	10.25%	11.08%	13.00%	14.94%	16.55%
增长率						
主营业务收入增长率	23.09%	26.26%	23.15%	23.21%	24.36%	23.80%
EBIT 增长率	17.61%	23.64%	20.84%	27.68%	21.21%	18.79%
净利润增长率	24.89%	17.32%	16.94%	25.58%	24.55%	24.23%
总资产增长率	36.44%	26.66%	16.97%	9.68%	11.47%	15.17%
资产管理能力						
应收账款周转天数	33.5	33.5	31.5	31.0	31.0	31.0
存货周转天数	94.3	89.9	87.2	86.5	87.0	87.0
应付账款周转天数	64.3	58.8	56.1	61.0	58.0	58.0
固定资产周转天数	12.7	17.9	28.2	22.1	16.8	12.5
偿债能力						
净负债/股东权益	-9.03%	17.48%	11.61%	11.56%	-1.79%	-13.09%
EBIT 利息保障倍数	9.2	15.5	12.0	12.0	16.1	28.3
资产负债率	53.71%	60.29%	60.96%	59.99%	59.26%	59.27%

来源：公司年报、国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	0	0	0	0	0
增持	0	0	0	0	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	**0.00**	**0.00**	**0.00**	**0.00**	**0.00**

来源：朝阳永续

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得 1 分，为“增持”得 2 分，为“中性”得 3 分，为“减持”得 4 分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

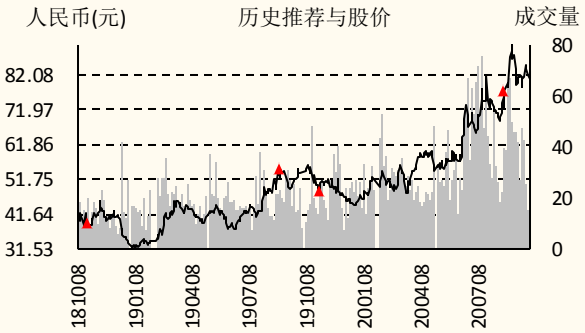
最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =买入； 1.01~2.0=增持 ； 2.01~3.0=中性
3.01~4.0=减持

历史推荐和目标定价(人民币)

序号	日期	评级	市价	目标价
1	2018-10-25	增持	54.20	N/A
2	2019-05-11	增持	60.16	N/A
3	2019-08-29	增持	73.23	N/A
4	2019-10-30	增持	69.06	N/A
5	2020-08-21	增持	102.30	N/A

来源：国金证券研究所



投资评级的说明：

买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 15%以上；
增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—15%；
中性：预期未来 6—12 个月内变动幅度在 -5%—5%；
减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以上。

特别声明：

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

本报告中的信息、意见等均仅供参考，不作为或被视为出售及购买证券或其他投资标的邀请或要约。客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员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。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于 C3 级（含 C3 级）的投资者使用；非国金证券 C3 级以上（含 C3 级）的投资者擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

此报告仅限于中国大陆使用。

上海

电话：021-60753903

传真：021-61038200

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：201204

地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号紫竹国际大厦 7 楼

北京

电话：010-66216979

传真：010-66216793

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100053

地址：中国北京西城区长椿街 3 号 4 层

深圳

电话：0755-83831378

传真：0755-83830558

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：中国深圳福田区深南大道 4001 号时代金融中心 7GH