

四问湘军老百姓，无边光景一时新

增持|维持

——老百姓深度报告

报告要点:

● 为何走加盟模式的老路?

零售药店在 21 世纪初曾经历过加盟模式的失败，主要原因是扩张速度过快标准化程度低。随着信息化技术的发展及药店经营水平的提高，如今的加盟模式存在成功可能。老百姓早期全国化布局，渠道下沉有一定阻碍，加盟模式可以帮助公司在二三线城市品牌力提升，加速扩张。老百姓拥有自己的“七统一”加盟模式，严选加盟商，轻资产运营，盈利能力强。

● 统采比例为何最低?

公司统采比例虽近两年有所提高达到 40%，仍较行业平均 70%统采比例有较大距离。全国化布局下为了激励地方积极性公司早期有意下放部分采购权，同时部分地区消费者有当地品牌偏好地采成本更低。但随着公司 SKU 数量不断增多，公司计划提高统采比例精简采购品类。公司正通过返还管理费、扩大股权激励范围等方式变相激励地方提升统采比例。

● 拆大店真的有效么?

分商圈化趋势降低了单一门店客流，房租及人力成本上涨增加大店经营压力。公司正尝试通过拆大店方式提高盈利能力，即做到“四处开花，净利增加。”粗略计算一家大店拆为四个小店可承接 90%收入并带来 160%利润，未来两年内有望全部完成。

● 公司有哪些前瞻性布局?

公司信息化投入大，打造线上销售、慢病管理、会员生态等体系。执业药师储备充足，受政策冲击较小。公司医保覆盖率高，最早布局 DTP 药房，药事专业服务能力强，有望在处方外流大趋势下优先承接政策红利

● 投资建议与盈利预测

公司加盟模式助力渠道下沉，拆大店提升同店增速，多项前瞻性布局有望逐渐收获成果。未来两到三年门店数量有望实现提速，随着扩张期门店陆续进入成熟期，利润将进入快速增长期。预计 2019-2021 年，将公司归母净利润微调至：5.24 (-0.16)、6.58 (-0.07) 和 8.27 (+0.05) 亿元，对应基本每股收益分别为：1.84 (-0.06)、2.31 (-0.02) 和 2.90 (+0.01) 元/股，对应当前股价 PE 分别为 40、32 和 26 倍。维持目标价 85.5 元/股，维持公司“增持”的投资评级。

● 风险提示

集采等政策影响、加盟店不及预期、异地扩张不达预期、门店整合不及预期等。

附表：盈利预测

财务数据和估值	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	7501	9471	11613	14804	19137
收入同比 (%)	23%	26%	23%	27%	29%
归母净利润(百万元)	371	435	524	658	827
归母净利润同比 (%)	25%	17%	21%	25%	26%
ROE (%)	12.7%	14.3%	15.3%	16.1%	16.8%
每股收益 (元)	1.30	1.53	1.84	2.31	2.90
市盈率(P/E)	57.18	48.74	40.44	32.23	25.62

资料来源：Wind,国元证券研究中心

当前价/目标价：74.41 元/85.5 元

目标期限：6 个月

基本数据

52 周最高/最低价 (元)：78.76 / 44.7

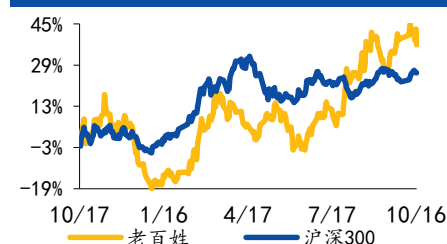
A 股流通股 (百万股)：267.00

A 股总股本 (百万股)：286.56

流通市值 (百万元)：20703.18

总市值 (百万元)：22219.58

过去一年股价走势



资料来源：Wind

相关研究报告

《国元证券行业研究-零售药店系列报告之政策篇：零售药店 2.0 时代政策梳理》2019.07.17

《国元证券公司研究-老百姓 (603883) 2018 年报 & 19Q1 季报点评：均衡布局稳健发展，DTP 药房快速增加》2019.04.29

《国元证券行业研究-解惑零售药店：脚踏实地，登高望远》2019.03.21

报告作者

分析师 黄卓

执业证书编号 S0020519080001

电话 021-51097188

邮箱 huangzhuo@gyzq.com.cn

联系人 刘慧敏

电话 021-51097188

邮箱 liuhuimin@gyzq.com.cn

目 录

1.为何要走加盟的“老路”？	4
1.1 加盟模式的难点在于标准化	4
1.1.1 中国药店曾经历过失败的加盟潮	4
1.1.2 成功的加盟模式离不开标准化流程	5
1.2 老百姓的加盟模式：“七统一”为核心，主打社区小店	6
1.2.1 为何要重启加盟模式？	6
1.2.2 如何避免失败的重演？	7
2.统采比例为何最低？	9
3.拆大店真的有效么？	10
4.公司有哪些前瞻性布局？	13
4.1 加强信息化建设，寻求多种线上服务	13
4.2 执业药师储备充足，受政策冲击较小	16
4.3 积极承接处方外流，高医保覆盖率+率先布局 DTP	18
4.3.1 处方外流趋势明显，高医保覆盖率享受政策红利	18
4.3.2 率先布局 DTP 药房，药事服务能力强	20
5.盈利预测与投资建议	21
6.风险提示	24

图表目录

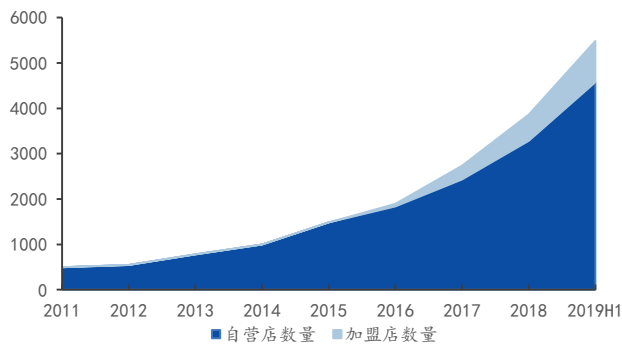
图 1: 老百姓直营店与加盟店占比变化.....	4
图 2: 老百姓加盟店数量为上市药房中最多	4
图 3: 我国零售药店加盟模式发展史	5
图 4: 老百姓率先实现全国布局.....	6
图 5: 老百姓新增门店速度较慢.....	6
图 6: 加盟模式 vs: 直营模式	7
图 7: 老百姓的加盟模式.....	8
图 8: 老百姓与麦当劳的“七统一”	8
图 9: 老百姓统采比例有所提高.....	9
图 10: 旗舰店及大店平效高	11
图 11: 老百姓单店收入下降较快.....	11
图 12: 老百姓旗舰店、大店比例下降	12
图 13: 老百姓中小型店营收占比提升	12
图 14: 2016-2026 年互联网医疗市场规模复合增速将达 33.6%.....	14
图 15: 慢病管理体系概览.....	16
图 16: 老百姓慢病管理“351”工程	16
图 17: 老百姓活跃会员人数	16
图 18: 老百姓会员消费占比提升.....	16
图 21: 各药房医保覆盖率情况	19
图 22: DTP 药店模式运行机制	20
表 1: 老百姓典型单店爬坡模型.....	10
表 2: 2018 年零售药店员工、房租成本情况.....	11
表 3: 各省“互联网+医疗健康”文件	14
表 4: 部分城市开始慢病药房试点.....	15
表 6: 处方外流相关促进政策	19
表 7: 流通企业与零售连锁药店纷纷布局 DTP 药房.....	20
表 8: 老百姓收入拆分表.....	22
表 8 (续): 老百姓收入拆分表.....	23
表 9: 可比公司估值比较.....	23

1. 为何要走加盟的“老路”？

1.1 加盟模式的难点在于标准化

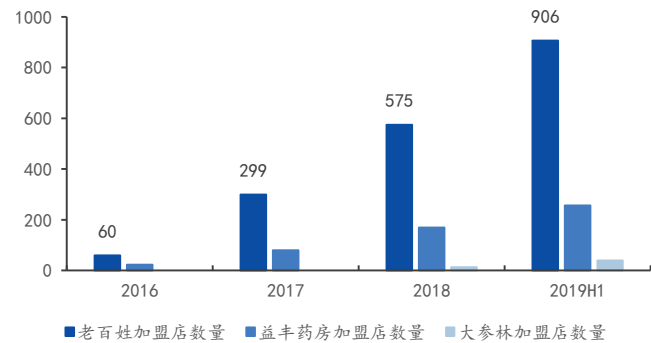
老百姓大力推行加盟模式，加盟店数量快速上升。2016年起，老百姓开始推行“健康药房”加盟店模式，推广速度逐渐加快。同2016年60家加盟店相比，2019年半年度公司已有906家加盟店，年复合增速达247%。截至19年半年报公司加盟店数量占比为16.52%，同样为历史新高。

图 1：老百姓直营店与加盟店占比变化



资料来源：Wind, 国元证券研究中心

图 2：老百姓加盟店数量为上市药房中最多

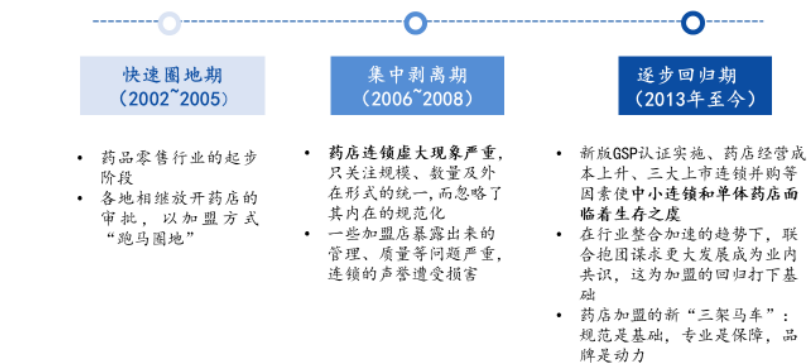


资料来源：Wind, 国元证券研究中心

1.1.1 中国药店曾经历过失败的加盟潮

零售药店加盟模式曾经历过失败。2000年起，在政策的鼓励下，不少零售药店开始采取加盟店的形式来扩张门店，抢占市场。如北京金象大药房医药连锁有限公司就抛出特许加盟的优厚条件，包括免收加盟费、送计算机软件、送5万元门店改造费、免费培训员工等。使金象大药房连锁公司从原先几十家门店很快发展到200多家。随后，许多连锁企业纷纷效仿，放宽加盟条件，进行“跑马圈地”。然而，随着加盟门店的大量增多，加盟连锁的管理难度明显加大。2005年4月，金象大药房终止了加盟连锁的诸多优厚条件，转而限制性收取加盟费每店8万元，其中加盟费5万元、保证金2万元以及每年收取的权益金1万元，并宣布将经营重点转向直营连锁。通过3年的加盟模式实践，众多连锁药店开始将扩张重点转移到发展直营店，加盟式拓展药店的方式开始放缓。

图 3：我国零售药店加盟模式发展史



资料来源：Wind，国元证券研究中心

1.1.2 成功的加盟模式离不开标准化流程

药店加盟失败原因主要是标准化程度不够。21 世纪初我国连锁药店加盟没有统一的质量管理，没有统一的配送，没有统一的信息系统。彼时信息化建设尚不完善，企业很难通过数字化渠道管理生产、配送和销售，各个环节均存在质量参差不齐的现象。此外，当时我国连锁药店政策刚刚放开，各家企业急于扩大版图，放松了对加盟者的筛选，后续监管缺失，形成了“连而不锁”的局面。

美国药店加盟主要集中在分销企业旗下，统一供货管理是优势。美国最大的零售药店公司 Walgreen、CVS 和 Rite Aid 均主要依靠自建与并购进行扩张，真正依靠加盟模式的是几家医药分销企业。美国的药品分销领域被高度垄断，三大公司控制了大约 80% 的市场，它们旗下的零售药店主要通过加盟形式运营。其中，Cardinal Health（康德乐）下属的 8000 多家门店，药品销售达到 176 亿美元；Health Mart 是美国三大药品批发公司之一麦卡森下属的药店；美源伯根下属的 Good Neighbor Pharmacy 加盟门店有 4800 多家，年销售额有 85 亿美元。相比于普通的零售药店企业，分销企业具备强大的物流配送能力，可以做到统一化供货管理。除此以外，分销企业还可以省去自己开店的成本，与已有业务产生良好的协同效应。

麦当劳是零售企业加盟模式的典范，其成功的秘诀可以总结为“一严格，七统一”。

➤ 严格挑选加盟商

- 一个商家要加盟麦当劳，首先必须向麦当劳总部提出申请，总部对其资信状况、经营管理能力、资金能力审查合格后，双方协商一致，才能签订加盟合同。
- 麦当劳每开一家分店，总部都要派员选择地址，组织建筑和内外装潢。麦当劳公司通常拥有加盟店房产的所有权或使用权，然后转租给加盟商，收取房产租金，房租在麦当劳的收入中占有很大比例。
- 在部分国家，申请人需要具备在麦当劳工作 10 年以上的经历，才有资格申请加盟。

➤ 七项统一管理原则

统一加盟条件：麦当劳规定,加盟商至少要拥有自有资金 10 万— 17.5 万美元,一旦与公司签订合同,必须先付首期特许费 4.5 万美元,此后每月交一笔特许使用费和房产租金,前者约为月销售额的 4%,后者约为 8.5%。

统一企业名称、标识

统一的广告宣传：把巨额的广告成本分摊到众多的商店和巨大的销售量上。1967 年,麦当劳的加盟商设立了全国广告基金,作为全国性广告宣传费用。

统一产品质量：麦当劳对食品质量要求极高,并且要求做到标准化。

统一服务规范：包括餐厅建筑的舒适感, ,营业时间的方便性和销售人员的服务态度等。

统一作业程序：“小到洗手有程序, 大到管理有手册”。

统一员工培训：麦当劳总部开办了“汉堡包大学”,专门培训各分店经理和专业技术人员。

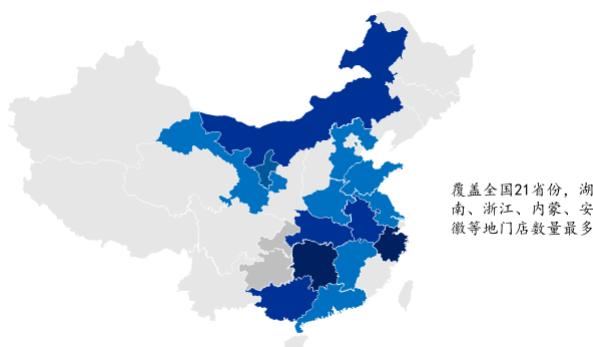
1.2 老百姓的加盟模式：“七统一”为核心，主打社区小店

老百姓重启加盟模式需要回答两个问题,即为何要重启加盟模式和怎样避免失败的重演?

1.2.1 为何要重启加盟模式?

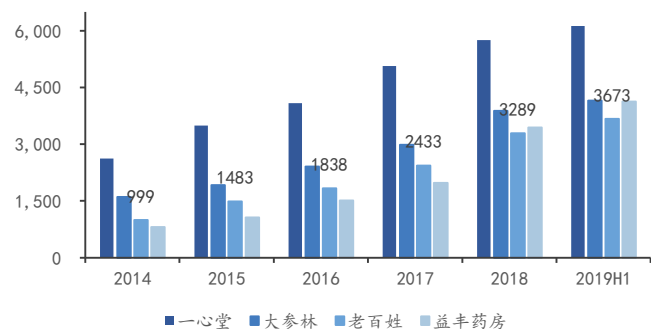
加盟店可帮助老百姓加速渠道下沉, 扩大营收规模, 符合当下公司发展诉求。加盟模式最大的优势就是扩张速度快, 可以迅速实现渠道下沉。老百姓早期门店扩张主要集中在省会城市, 率先实现了全国性布局, 覆盖全国 21 个省份。目前, 我国县级乡镇市场毛利率高增速快, 但跨区域渠道下沉很难全靠自建, 由于当地人脉资源有限, 人员本地化是更好选择。排除掉加盟店数量, 老百姓新增门店增速相对较慢, 公司希望通过推行加盟店的形式迅速在已有布局的区域扩大品牌效应, 实现渠道下沉。

图 4：老百姓率先实现全国布局



资料来源：Wind, 国元证券研究中心

图 5：老百姓新增门店速度较慢

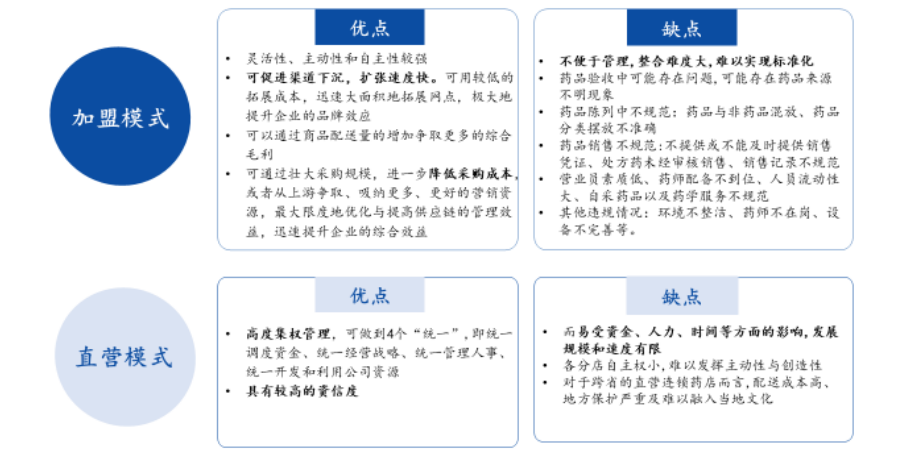


资料来源：Wind, 国元证券研究中心

加盟店模式有助于加盟商压低采购成本, 实现合规化转型, 长远看有助于提升行业集中度。对于加盟商而言, 选择加盟上市公司可以提升其对上游的议价能力, 降低

采购成本并且优化品类结构。就一个单体药房经营者而言，若采购相似品牌药品加盟老百姓之后的毛利率有望上升 5%-10%，而扣除掉加盟费、年费等费用后仍能保持约 15%的净利率。随着零售药店行业合规性越来越强，个体药房的利润空间遭到压缩，选择加盟上市公司成为一条平稳合理的出路，变相也将加速提升行业集中度。

图 6：加盟模式 vs:直营模式



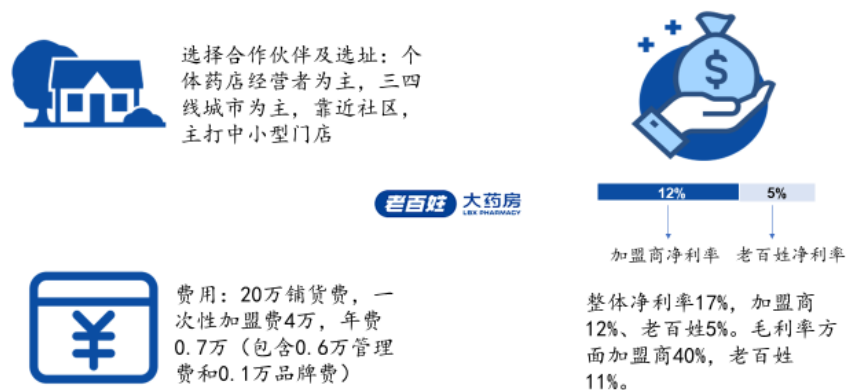
资料来源：Wind，国元证券研究中心

1.2.2 如何避免失败的重演？

信息化水平的提升令药店加盟模式的成功变成可能。上世纪初药店加盟模式的失败主要归咎于监管缺失、标准化水平低。主观上这与企业快速扩张忽视内部管理有关，客观上则缺乏足够的信息技术支持。经过近二十年的发展，如今的信息水平已经达到了较高的水平，大多数药店都配备了采购、物流、销售、人力等一整套信息化系统，可以做到全流程监管，最大程度规避了加盟商的不规范操作可能。

严选加盟商，重点布局中小城市社区店。对于老百姓而言，严格管理从选择加盟商开始。首先，公司更加倾向于已有一定经验的药店经营者，大多是个体药房或地方小型连锁药房的经营者，已经拥有成熟门店和稳定客流。此外，这些门店主要集中在老百姓已进入省份的三四线城市，一线城市老百姓目前仍然以自建为主。选址靠近社区规模多为中小型门店。加盟老百姓后，加盟商需要一次性缴纳 4 万元的加盟费，并花费 20 万元用于铺货。随后每年缴纳 0.7 万元年费（包含 0.6 万元的管理费和 0.1 万元的品牌费）。正常情况下，老百姓作为供货商和品牌管理者可获得 11% 的毛利率及接近 5% 的净利率，加盟商毛利率与净利率则分别达到 40% 和 12% 以上。这种轻资产的模式具备较强盈利能力。

图 7：老百姓的加盟模式



资料来源：Wind, 草根调研, 国元证券研究中心

老百姓也有自己的“七统一”，力争做到标准化管理。对比麦当劳，老百姓也有自己的一套“七统一”体系，即统一采购配送、统一票据管理、统一药学服务标准、统一品牌标识、统一管理制度、统一计算机系统、统一人员培训。通过统一赋能力争将加盟店做到和直营店相同的水平。

图 8：老百姓与麦当劳的“七统一”

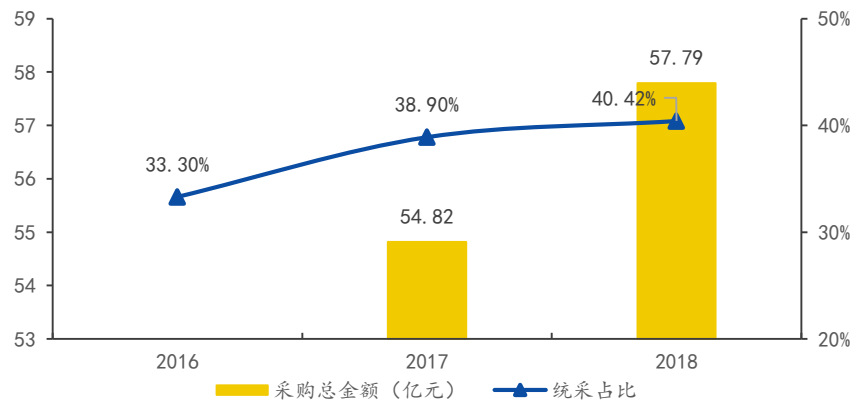
老百姓 大药房 Lao Bai Xing Pharmacy	麦当劳 McDonald's
<ul style="list-style-type: none"> 严格挑选加盟商： <ul style="list-style-type: none"> 选择二三线城市中小药店作为个体加盟商（有一定的管理经验及受众根基） 同时会考虑药店的选址情况。 	<ul style="list-style-type: none"> 严格挑选加盟商 <ul style="list-style-type: none"> 总部对加盟商资信状况、经营管理能力、资金能力审查合格后，双方协商一致，才能签订加盟合同。 总部派员监督及核查加盟店的选址、建筑和内外装潢等。 在部分国家，申请人需要具备在麦当劳工作10年以上的经历，才有资格申请加盟。
<ul style="list-style-type: none"> 通过统一管理和赋能，保证加盟店具备直营水准。做到“七大统一”： <ul style="list-style-type: none"> 统一采购配送、统一票据管理、统一药学服务标准、统一品牌标识、统一管理制度、统一计算机系统、统一人员培训。 	<ul style="list-style-type: none"> “七大统一”： <ul style="list-style-type: none"> 统一加盟条件；统一企业名称、标识；统一的广告宣传；统一产品质量；统一服务规范；统一作业程序；统一员工培训。
<ul style="list-style-type: none"> IT系统建设 <ul style="list-style-type: none"> 处于行业领先水平，信息化的发展使其对加盟店具有较强管控能力 	

资料来源：Wind, 国元证券研究中心

2. 统采比例为何最低？

老百姓统采比例约 40%，为上市零售药店中最低。根据草根调研数据和各家零售药店公司公告数据汇总，一心堂、益丰药房及大参林的统采比例均不低于 70%，而老百姓的统采比例虽较几年前有所上升但仍只有 40% 的水平，与同行的差值较大。较低的统采比例拉高了公司整体的采购成本，压制了公司利润率水平。

图 9：老百姓统采比例有所提高



资料来源：Wind, 国元证券研究中心

统采比例低和全国化布局相关，未来或将快速提升。老百姓早期进行全国化布局，为了激励地方积极性将部分采购权下放至地方。另一方面，许多省份都有当地独特的地方品牌，统一采购反而成本较高。但随着公司 SKU 数量不断上升，现已突破两万个，资源浪费的情况较为明显。因此，通过提高统采比例精简产品品类、提高经营效率成了公司当下的重要工作。公司目前已给各省公司下达了提升统采比例的指标，如按时按量完成可减免每年营业额 1% 的管理费用，由此鼓励地方缩减 SKU 数量，尽量采用统采模式。此外，为了配合提高统采比例公司已在湖南、浙江、陕西等地建立区域物流中心，并在 19 年下半年全面投产长沙物流枢纽与电商基地，将支撑 500 亿元以上主营业务销售。预计未来几年内，老百姓的统采比例有望逐步接近行业平均水平。

股权激励注重地方利益，坚持地方人办地方事。提高统采比例的同时公司依旧注重对地方的激励。公司于 2019 年 3 月 28 日及 9 月 30 日分别向公司 248 名高级管理及核心成员授予 174 万股公司股票，授予价格分别为 30.12/37.88 元/股。248 名激励成员中有 240 人为公司中层及普通员工，包含各地区公司领导。公司坚持地方人办地方事的原则，最大程度保护直营子公司的利益，有助于避免异地扩张水土不服的问题。

3.拆大店真的有效么？

老百姓早期重视旗舰店大店发展，呈现出高收入、高成本、高平效特征。老百姓早期主打旗舰店和大店，率先进入各大省会城市，这些门店呈现出高收入、高成本、高平效的特点。根据财报推算出的单一门店模型中可以看出，老百姓的成熟门店单店收入可以超过300万，公司整体坪效也达到了51元/天/平米，在行业内属领先地位。

表 1：老百姓典型单店爬坡模型

基础假设				
单店面积 (平米)	150	销售人员 (个)	4.40	其他成本 (万元)
成熟坪效 (元/平米)	21,000	人均薪酬 (万元)	6.50	
毛利率	38%	单位租金 (元/平米/日)	3.50	
爬坡情况 (单位: 万元)				
时间 (年)	第一年	第二年	第三年	第四年
爬坡速度	50%	70%	90%	95%
营业收入	158	221	284	299
毛利	59.85	83.79	107.73	113.72
房租成本	19.16	19.16	19.16	19.16
人工成本	28.60	28.60	28.60	28.60
其他成本	29.00	29.00	29.00	29.00
营业利润	-16.91	7.03	30.97	36.95
净利润	-12.68	5.27	23.23	27.71
净利率	-8.05%	2.39%	8.19%	9.26%

资料来源：草根调研，公司年报，国元证券研究中心

同时，老百姓的门店成本也较高。通过对比上市四家零售药店的人工、成本结构可以发现，老百姓和大参林均在这两项成本投入较大。但有所区别的是，大参林高成本的原因是其集中布局在两广地区，广东地区经济发达成本较高且较难降低。老百姓则是全国性布局，其高成本可以通过渠道下沉、减少大店比例等方法解决。

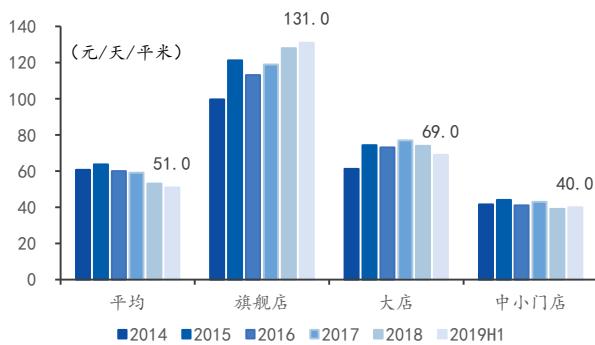
表 2：2018 年零售药店员工、房租成本情况

	一心堂	大参林	老百姓	益丰药房
成本占比				
销售毛利率	40.53%	41.65%	35.21%	39.73%
销售工资占比	14.75%	15.73%	11.17%	13.88%
房屋租金占比	8.03%	7.10%	7.13%	8.26%
员工				
单店人工支出 (万元)	23.51	35.91	32.18	27.87
单店人员 (名)	4.02	5.19	4.86	5.20
人均工资 (元)	58520	69152	66231	53572
房租				
单店房租 (万元)	12.79	16.21	20.53	16.60
单位租金 (元/天/平方米)	3.20	4.74	3.61	3.58

资料来源：Wind, 国元证券研究中心

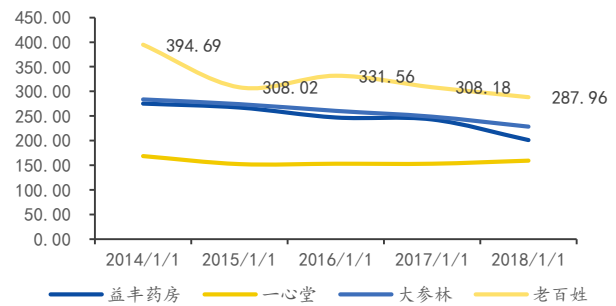
老百姓大店的边际效应略有下降。随着分商区化特征越来越明显，许多城市的原有核心商圈吸引力正在下降，新兴商圈分流作用明显。老百姓早期布局的旗舰店边际效用出现下降。根据统计，目前老百姓的同店增长率在 5%到 6%之间，但实际中小型门店同店增长率可接近 10%。另一项数据则显示老百姓单店收入呈现出较快的下降趋势，已由 2014 年 394.69 万元/年下降至 287.96 万元/年。事实上，各家零售药店均呈现出了单店收入下降的趋势，除了新开店收入体量较小的原因外，减少大店比例是另一个重要原因。

图 10：旗舰店及大店平效高



资料来源：Wind, 国元证券研究中心

图 11：老百姓单店收入下降较快

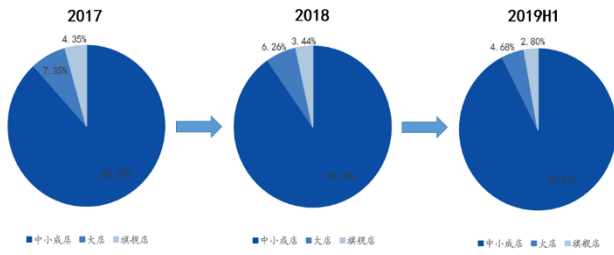


资料来源：Wind, 国元证券研究中心

拆大店有利于公司利润率提升。为了解决旗舰店及大店边际效用递减的问题，公司采取了“拆大店”的方式。老百姓的“拆大店”模式可以概括为“四处开花，净利增加”。所谓四处开花是指公司选取盈利能力下降的大店，在其周围新开三到四家中小型门店，原有门店关闭或缩小规模。这样可以在不流失原有客户群体的情况下扩展周边商圈、社区的市场。净利增加是指在进行完拆大店行动后，新开的三到四家新店可以承接原有门店 90%的收入，但由于各项成本下降，利润端会增加 60%。目前老百姓共有旗舰店及大店共 275 家，已经较 2018 年底减少 44 家，中小型门店比例则已经上升至 92.51%，营收占比也达到 63%。根据公司计划，拆大店行动今

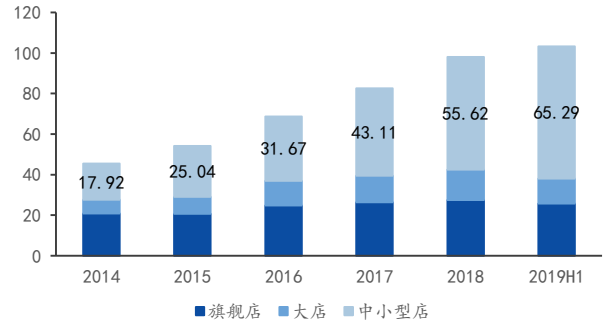
年预计将完成大部分,另有部分大店受到长期租约的影响,明后两年内将全部完成。假设每个大店拆除和新店开业需要6个月时间,新店盈亏周期约1.5年,短期费用影响将逐渐消退。

图 12: 老百姓旗舰店、大店比例下降



资料来源: Wind, 国元证券研究中心

图 13: 老百姓中小型店营收占比提升



资料来源: Wind, 国元证券研究中心

4. 公司有哪些前瞻性布局？

4.1 加强信息化建设，寻求多种线上服务

老百姓历来重视信息化建设，主要体现在供应商管理、房租管理、报表管理、物流管理、专业服务管理几个方面。

- **供应商管理**：通过开发 SRM（Supplier Relationship Management）供应商关系管理平台，使供应链资源更有效的整合，提升供应商合作效率。
- **房租管理**：开发 LMS（Lease Management System）房租管理系统，完善对各租赁合同、租赁附件及租赁物业押金条以及房屋租金支付的智能管理，做好提前预警。
- **报表管理**：新增一百余个 BI（Business Intelligence）报表模块，每日自动更新数据，提高工作效率、节省用工成本，逐步实现从人工数据分析到智能决策辅助的转移。
- **物流管理**：通过先进的 WMS（Warehouse Management System）仓储管理系统、WCS（Warehouse Control System）仓储控制系统、ASRS（Automatic Storage and Retrieval System）自动化仓储系统、DPS（Daily Production Schedule）每日生产排程系统、MCS（Material Controlling System）物料控制系统和 ERP（Enterprise Resource Planning）企业资源计划系统实现了物流配送中心商品出入库管理的自动化操作，有效提升物流配送效率和时效性。门店请货订单在全国范围内实现了门店 ERP 自动请货。**大型配送中心实现了 TMS（Transportation Management System）订单调配、车辆调度、运费结算的信息化、可视化管理。**
- **专业服务管理**：实现可追溯顾客全流程的信息，达到 DTP 药房药事服务能力的标准，为承接医院处方外流做好准备。推行微医问诊、顾客 APP、微信服务号用药咨询、疾病管理等专业服务项目，通过小程序打通线上线下，整合微信生态赋能门店，提高门店流量利用率，进一步释放门店生产力，线上线下商品库存相互满足。提高门店执业药师配备，利用员工 APP 对店员进行病症问诊和关联用药的培训，加入自动服务机辅助员工提高疾病和药品知识专业服务能力。

未来公司还将 IT 投入力度不断加大，积极开展线上运营，重点布局线上药品销售、慢病管理、会员及 C2M 模式开发。

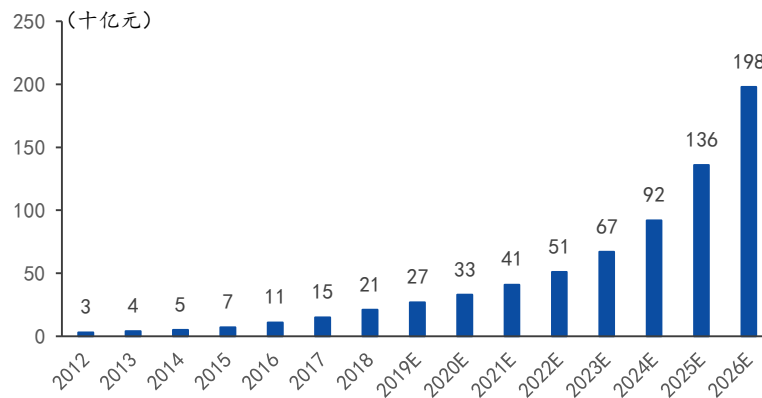
- **线上销售**：根据 Frost&Sullivan 数据，2016-2026 十年间中国互联网医疗市场规模复合增长率将达到 33.6%。随着互联网药品销售政策逐渐放开，向药品交易互联网化倾斜，网售药品的市场空间有望大幅扩大。尤其在老百姓布局较多的发达地区省会城市，线上药品销售对实体药房的冲击尤为明显。不过，目前我国处方药销售暂未放开，考虑到网售处方药存在较大监管风险，相关制度推进速度较慢，我国线上药品销售仍主要采取实体药店+O2O 第三方配送的方式。因此，公司正积极打造自营线上平台并与饿了么、京东等第三方平台合作，努力开拓线上药品销售市场。

表 3: 各省“互联网+医疗健康”文件

省份	要点	电子处方 共享平台	第三方 配送
甘肃、安徽、天津、 辽宁、河南、重庆、 贵州、湖南、宁夏、 青海、云南、陕西	对线上开具的常见病、慢性病处方，经药师审核后，医疗机构、药品经营企业可委托符合条件的第三方机构配送。探索医疗卫生机构处方信息与药品零售消费（第三方配送机构）信息互联互通、实时共享，促进药品网络销售和医疗物流配送等规范发展。	√	√
广东、广西、海南	推广处方流转平台，发展配送中心，支持医院、药品生产流通企业、药店、符合条件的第三方机构共同参与处方流转、药品物流配送。推广智慧药房，鼓励医院处方外配、信息共享，改造传统药品保障流程，为患者提供“一站式”药事服务。	√	√
山西	探索医疗机构处方信息和药品零售消费信息互联互通、实时共享，促进药品网络销售和医疗物流配送等规范发展。	√	
江西	开展处方流转信息平台建设，探索构建医疗机构医师电子开方、药师电子审方、药品流通企业配药、物流送药上门或患者就近便捷取药的药事服务新模式。	√	
四川	推动区域电子处方平台建设，联通符合条件的药品经营企业(含社会零售药店)，构建医师开方、药师审核、企业配药、物流配送或就近取药新型服务模式	√	
江苏	鼓励医疗机构依托实体医院建立互联网医院，在线提供部分常见病、慢性病复诊服务；允许医生在掌握患者病历资料后，为复诊患者在线开具处方		

资料来源：各省人民政府办公厅，国元证券研究中心

图 14: 2016-2026 年互联网医疗市场规模复合增速将达 33.6%



资料来源：Frost&Sullivan，国元证券研究中心

- **慢病管理：** 2019 年政府工作报告首次将慢病管理写入其中，要求提高慢性病报销比例、纳入医保统筹。国家医疗保障局、财政部于 2019 年 4 月 26 日印发《关于做好 2019 年城乡居民基本医疗保障工作的通知》，明确表示把高血压、

糖尿病等门诊用药纳入医保报销；政策范围内报销比例由 50%提高至 60%。这不仅仅是提高居民大病保险保障功能，更是利好慢病药房，增加了慢病药房的客流，有助于扩大药房的利润空间。但目前各省对慢病药房的审批还未完全放开，大多数只能接入慢病医保个人账户，纯粹的慢病药房数量较少。

表 4：部分城市开始慢病药房试点

地区	经营面积	人员配置	商品配置	药品价格	其他要求
昆明	200 平方米以上	2 名执业药师，4 名普通员工	仅经营和摆放药品	支付标准与医疗机构标准相同	原已为医保定点的申请门店，需以往两年内没有因违约被处以暂停或关闭医疗保险支付系统的情形
广州	营业面积 300 平方米以上（其中服务场所使用面积 200 平方米以上）	2 名以上执业药师	不得同时经营、陈列药品、医疗器械以外的商品	不得高于公立医院零售价	市医保定点零售药店（连锁）；近 3 年在医保、食药监、价格等方面无因违法违规受到处理；连锁总部注册资金达 5000 万元以上，自由药品物流配送中心等
乌鲁木齐	N/A	1 名以上执业药师	禁止摆放和经营非药品：9 种常见慢性病药品目录内药品备药率 90%以上	不得高于自治区网上药品集中采购价格	具备上门服务能力
台州	150 平方米以上，建立特药服务区域和患者接待区域 100 平方米以上	药学专业技术人员 4 名以上，其中执业药师 2 名以上	N/A	N/A	一定规模连锁药店的直营店 13 年来无行政处罚和医保违规记录等
淄博	N/A	N/A	仅经营特药，经营辅助用药的需到市医疗保险经办机构对经营药品进行备案，设立独立售药区域	国家谈判品种按过一年规定执行，省谈判品种执行省谈判价格	取得特药药品生产企业的经销权；所属企业在淄博行政辖区内三年药品年营业收入超过 1 亿元等

资料来源：各地药品监督局，国元证券研究中心

尽管慢病药房仍处于静待政策放开的阶段，但老百姓已经提前做好了多重准备，尤其是线上线下相结合的慢病管理系统的开发。公司利用信息化技术将慢病知识、慢病服务及慢病产品三模块内容有机结合，打造线上慢病管理入口。在整个慢病管理体系中，零售药店所能承担的主要有前期咨询、科普，购买信息记录及数据分析，慢病相关产品推介、销售等职责。除此以外，公司还将线上线下打通，在 2800 个门店配套慢病管理专家，真正做到引流、服务和维护的全流程管理。公司已全面开展慢病管理关爱日“351”工程，即 5 个慢病关爱日、5 个培训平台、5 种检测项目和一套管理考核体系。

图 15: 慢病管理体系概览

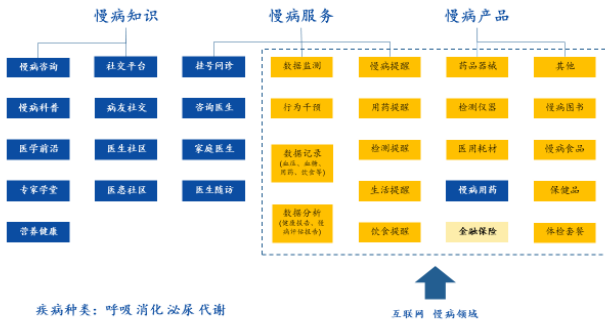


图 16: 老百姓慢病管理“351”工程

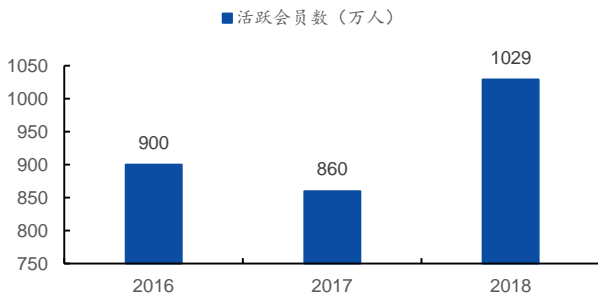


资料来源：康爱多，国元证券研究中心

资料来源：Wind，草根调研，国元证券研究中心

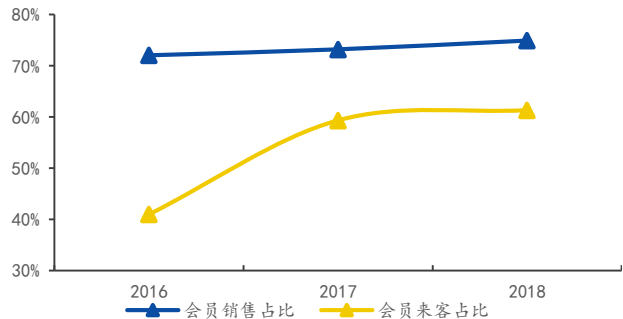
➤ **会员及 C2M 模式开发：**公司会员数量及销售占比均呈现出持续增长态势，活跃会员数量由 2016 年 900 万人增加至 2018 年 1029 万人，会员销售占比则从 72% 上升至 74.9%。公司利用多样化会员营销服务拉动会员消费的上升，充分利用微信等新媒体宣传媒介，深度绑定与消费者关系。公司尝试开发药店的 C2M 模式，即根据消费者需求反馈向上游厂商提出需求，为患者提供个性化服务和产品。此外，大量的客户信息经过处理反馈给生产厂商也是公司 2B 服务的体现，有望逐步转化实际价值。

图 17: 老百姓活跃会员人数



资料来源：Wind，国元证券研究中心

图 18: 老百姓会员消费占比提升



资料来源：Wind，国元证券研究中心

4.2 执业药师储备充足，受政策冲击较小

政策趋严，执业药师人才需求爆发式增长。为全面落实药品监管“四个最严”要求，严厉打击执业药师“挂证”行为，自 2019 年 5 月 1 日起，各省级局组织对行政区域内的药品零售企业开展监督检查，严厉处罚“挂证”行为。由于国家药品监督管理局对药品零售企业配备执业药师的要求逐渐规范化、标准化，市场对执业药师的需求量将达到新高。

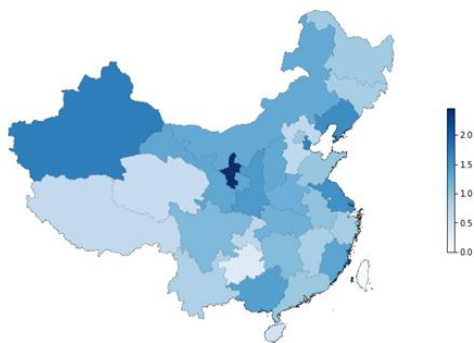
表 5：国家层面有关执业药师政策汇总

时间	发行部门	法规名称	核心内容
2007.05.01	国家药品监督管理局	《药品流通监督管理办法》 《药品经营质量管理规范》	开办药品零售企业，应符合省、自治区、直辖市药品零售企业合理布局的要求，并具有与经营规模相适应的一定数量的执业药师。 质量管理负责人具有大专以上学历，且必须是执业药师。
2018.11.23	商务部	《全国零售药店分类分级管理指导意见(征求意见稿)》	2020 年全国大部分省市零售药店分类分级管理制度基本建立；到 2025 年，在全国范围内统一的零售药店分类分级管理法规政策体系基本建立。 根据零售药店的分级分类，配备对应要求的执业药师数量。
2019.03.19	国家药品监督管理局	关于开展药品零售企业执业药师“挂证”行为整治工作的通知	自查阶段： 所有注册执业在药品零售企业的执业药师亦须一并开展自查。凡是存在“挂证”行为、不能在岗服务的执业药师，应立即改正或于 2019 年 4 月 30 日前主动申请注销《执业药师注册证》。 检查阶段： 凡是存在“挂证”行为，药店撤销其《药品经营质量管理规范认证证书》和执业药师撤销其《执业药师注册证》等都体现了严厉的手段。

资料来源：国家药品监督管理局，商务部，国元证券研究中心

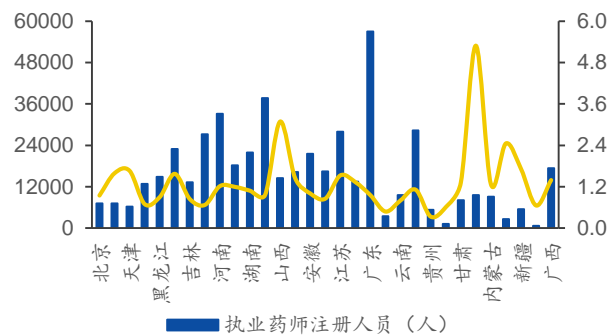
执业药师资源分配不均衡，多个省市缺口较大。截至 19 年 6 月，我国已有约 48 万家药品零售企业，全国执业药师注册人数超过 49 万人，注册于药品零售企业的执业药师超过 44 万人，理论上平均每家零售药店最多可配有 1.02 名注册执业药师。但执业药师资源在我国分配并不均衡，西南、西北等多省市执业药师配备率均小于 1，最低的贵州仅有 0.33。这与当地教育水平较低、监管不够严格关系较大。

图 19：全国执业药师仍有较大缺口



资料来源：国家药品监督管理局执业药师注册平台,国元证券研究中心

图 20：各省市单店执业药师数量仍存在缺口



资料来源：NMPA, 国元证券研究中心

老百姓执业药师配比率高，处方药销售未受较大影响。公司目前执业药师配备率为 1.1: 1，若加上药师可以达到 6000 多人，整体执业药师储备充足，是四家药房里执业药师配比率最高的。首先，老百姓门店布局主要集中在湖南、陕西、内蒙、安徽等地的省会城市，这类地区本身执业药师密度较高。其次，公司注重药事服务能力提高，较早布局 DTP 药房等专业化药房，提前储备执业药师。此外，在公司重点

布局的 11 个省中，有 9 个省已开展远程审方政策，进一步缓解了执业药师压力。因此，虽然老百姓处方药销售占比较高且今年全国严查执业药师挂证现象，但公司处方药销售并未受到较大影响。

4.3 积极承接处方外流，高医保覆盖率+率先布局 DTP

4.3.1 处方外流趋势明显，高医保覆盖率享受政策红利

处方外流是核心趋势，新政倾斜医保零售药店。近年来，有关处方外流的政策陆续出台。2012 年 3 月，国务院首次提及破除“以药补医”，同年即在县级公立医院进行改革试点。2015 年 5 月，国务院办公厅颁布《关于公立医院综合改革试点的指导意见》，正式将医药分离作为医药体制改革的关键。随后，发改委、商务部、卫健委等多部门先后出台相关政策，将处方外流作为医药分离改革的重要组成部分。除此之外，带量采购逐步推向全国，医院药房逐渐成为医院成本端，加速推动处方外流。2019 年 9 月 30 日，国家医疗保障局等九部门发布《关于国家组织药品集中采购和使用试点扩大区域范围实施意见》。相较于“4+7”带量采购中仅有公立医疗结构作为采购主体，本次集采扩面中纳入的机构范围扩大，医保定点零售药店首次参与其中。带量采购在提高群众用药水平、降低群众用药负担的同时也是挤出行业中不合理的“水分”，切断药品与医生之间的利益链条，处方外流的大方向不可逆转。未来药店若想顺利承接处方外流的红利，需具备管理质量高、服务能力强、规模优势大等特点，药店龙头有望脱颖而出。

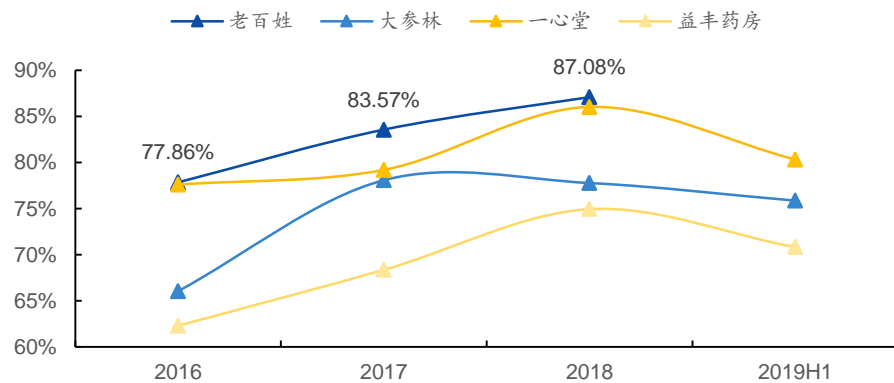
表 6：处方外流相关促进政策

时间	发布机构	文件	要点
2012. 03. 14	国务院	《“十二五”期间深化医药卫生体制改革规划暨实施方案的通知》	坚持公立医院公益性质，按照“四个分开”的要求， 以破除“以药补医”机制为关键环节 ，以县级医院为重点，统筹推进管理体制、补偿机制、人事分配、药品供应、价格机制等方面的综合改革
2015. 05. 17	国务院办公厅	《关于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）。
2016. 07. 25	发改委	《关于促进医药产业健康发展的指导意见重点工作部门分工方案》	明确医疗机构应当按照药品通用名开具处方，并主动向患者提供处方，保障患者的购药选择权， 不得限制处方外流 。
2017. 05. 05	国务院办公厅	《印发深化医药卫生体制改革2017年重点工作任务的通知》	2017年9月底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）。
2018. 04. 28	国务院办公厅	《关于促进“互联网+医疗健康”发展的意见》	探索医疗卫生机构处方信息与药品零售消费信息互联互通、实时共享 ，促进药品网络销售和医疗物流配送等规范发展。
2019. 01. 17	国务院办公厅	《国家组织药品集中采购和使用试点方案的通知》	选择11个城市，从通过一致性评价的仿制药对应的通用名药品中遴选试点品种，各有关部门和医疗机构不得以费用控制、药占比、医疗机构用药品规格数量要求等为影响中选药品的合理使用与供应保障。
2019. 09. 30	国家医疗保障局等9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实施意见》	本次集中采购主体包括所有公立医疗机构、参加试点扩大区域范围的军队医疗机构和自愿参加试点扩大区域范围的医保定点社会办医疗机构、医保定点零售药店。 医保定点零售药店首次参与其中 。

资料来源：国务院，发改委，国元证券研究中心

老百姓医保覆盖率高，享受政策利好。在龙头零售药店大参林、益丰药房、老百姓、一心堂中，老百姓医保覆盖率最高并逐年上升，并在2018年达到87.08%。老百姓的高医保覆盖率有利于积极承接处方外流，再加上在政策上药店纳入带量采购范围，可以增强药店的竞争力，吸引客源，进一步提高其盈利能力。

图 21：各药房医保覆盖率情况

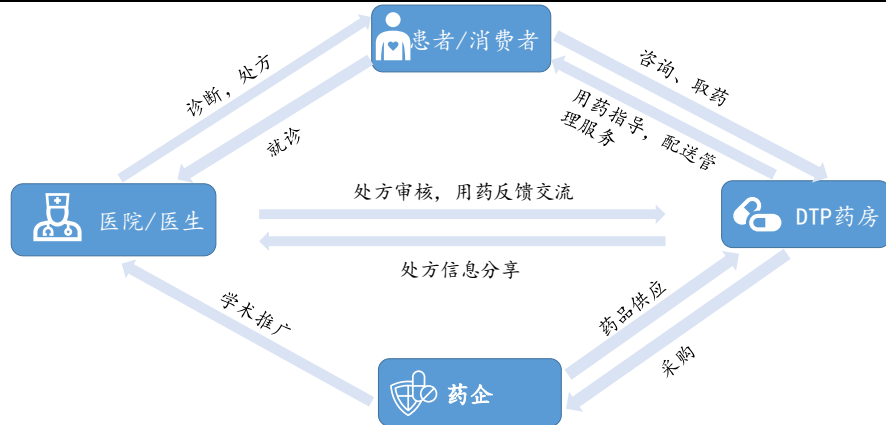


资料来源：公司年报，wind，国元证券研究中心

4.3.2 率先布局 DTP 药房，药事服务能力强

DTP 药房可承接处方外流，具有专业化、体量大等优势。DTP (Direct to Patient) 药房起源于美国，是一种专业化的药品销售模式。这种模式下，制药企业将产品直接授权给药店代理，患者拿着医生开具的处方直接去药店购药，并能够获得专业的用药指导。区别与普通销售 OTC、普药的传统零售药房，DTP 药房主要面向肿瘤、自身免疫疾病等的新特药，以及需要长期服用的慢病用药，用量大价格高。目前，从单月销售规模来看，DTP 药房大约是相似面积的社区医保药房的 3 到 4 倍。

图 22: DTP 药店模式运行机制



资料来源：国元证券研究中心

流通企业与零售药店纷纷布局 DTP 药房，老百姓为代表的零售药店竞争优势明显。药品流通企业和零售药店都在布局 DTP 药房，华润医药旗下的医保全新大药房是流通企业中的佼佼者，零售药店中老百姓 DTP 药房数量最多。早期流通企业更有优势，因为流通企业与医院以及上游生产厂商联系更紧密更容易获得处方和品种。但现在大型连锁零售药店也基本具备药品批发资质，同样可以和药品生产企业建立深度合作。随着流出的处方越来越多，反倒是借助其连锁化优势提早获得了终端市场品牌认可及地理便利的零售药店企业更有竞争力。老百姓是最先布局 DTP 药房的零售药店龙头企业，截至 2018 年已经布局了 80 家 DTP 药房，承接了 343 个处方药品种，并不断加快其 DTP 药房布局速度，积极承接处方外流，在行业中处于领先地位。

表 7: 流通企业与零售连锁药店纷纷布局 DTP 药房

分类	药方名称	所属上市公司	DTP 药房数量			DTP 品种
			2016	2017	2018	2018
流通企业	国大药房	国药一致	17	24	29	
	上海众协	上海医药	30	70+	/	
	医保全新大药房	华润医药	64	88	140	
零售连锁药店	老百姓大药房	老百姓	12	36	80	343
	一心堂大药房	一心堂	/	/	较少	103
	益丰大药房	益丰药房	/	/	20+	42

资料来源：公司年报，国元证券研究中心

5. 盈利预测与投资建议

基本假设：

- 1、将老百姓业务分为医药零售、医药批发和医药制造及其他业务。
- 2、**医药零售业务：**将老百姓门店分为新开店（1 年以内）、次新门店（1-2 年）以及成熟门店（2 年以上），模型中单店收入、净利率等指标均基于老百姓典型门店爬坡模型数据，数据截止到 2018 年年报。门店增速在过去三年复合增速 36% 的基础上略有提速，达到 37%。考虑拆大店计划及行业趋势，新建门店的自建率略有上升，每年增加 2%。异常值方面，由于公司在 16 年并入了一些发达地区的高收入门店，因此对应的并购新店与次新店店均收入相应升高，但整体单店收入呈下降趋势。
- 3、**医药批发业务：**将老百姓批发业务拆分成加盟店配送业务及其他批发业务。加盟店增速根据公司战略稍快于自营店，加盟店占比以每年 1% 的速度增加。假设加盟店以中小门店为主，年收入小于公司整体水平，大约为 70 万/年，净利率为 4%。其他批发业务增速保持稳定，给予 19-21 年 43%/42%/41% 的收入增速，净利率参考九州通等流通企业约为 2%。
- 4、**医药制造及其他业务：**此块业务占比低，增速稳定。给予 19-21 年 14% 的收入年增速，净利率 5% 左右。
- 5、**毛利率**方面考虑到公司批发业务占比上升、带量采购拉低处方药毛利等因素整体呈下滑趋势但幅度有限，预计将维持在 33%-35% 之间。

表 8：老百姓收入拆分表

医药零售	2016	2017	2018	2019	2020	2021
新开店（1年以内）	488	657	919	1,259	1,725	2,354
自建新店	193	339	506	705	1,000	1,436
并购新店	295	318	413	554	724	918
新建自建率	39.55%	51.60%	55.06%	56.00%	58.00%	61.00%
新开门店占比	26.55%	26.99%	27.94%	28.28%	28.23%	28.15%
店均收入（万）						
自建新店	180.00	170.00	160.00	145.00	130.00	120.00
并购新店	300.00	190.00	180.00	168.00	156.00	140.00
新开门店收入（百万）	1,232.40	1,180.50	1,553.00	1,953.01	2,430.69	3,008.99
净利率						
自建新店	-8.00%	-8.50%	-8.50%	-8.50%	-8.50%	-8.50%
并购新店	-4.00%	-4.50%	-4.50%	-4.50%	-4.50%	-4.50%
净利润（百万）	-63.19	-76.17	-102.27	-128.78	-161.40	-204.34
次新门店（1-2年）	543	488	657	919	1,259	1,725
自建次新店	257	193	339	506	705	1,000
并购次新店	286	295	318	413	554	724
次新门店占比	29.54%	20.05%	19.98%	20.64%	20.61%	20.62%
店均收入（万）						
自建次新店	240.00	230.00	220.00	205.00	180.00	165.00
并购次新店	250.00	310.00	240.00	225.00	214.00	203.00
次新门店收入（百万）	1,331.80	1,358.40	1,509.00	1,966.55	2,454.60	3,121.33
净利率						
自建次新店	2.50%	2.00%	2.00%	1.90%	1.80%	1.80%
并购次新店	3.00%	2.50%	2.30%	2.30%	2.30%	2.10%
净利润（百万）	36.87	31.74	32.47	41.08	50.11	60.60
成熟门店（2年以上）	807	1,289	1,713	2,275	3,125	4,284
成熟门店占比	43.91%	52.96%	52.08%	51.08%	51.16%	51.23%
店均收入（万）	380.00	332.00	312.00	275.00	252.00	236.00
成熟门店收入（百万）	3,066.60	4,279.48	5,344.56	6,255.20	7,875.96	10,111.18
净利率	10.10%	9.20%	9.00%	9.40%	9.40%	9.40%
净利润（百万）	309.73	393.71	481.01	587.99	740.34	945.40
合计门店数量	1,838	2,434	3,289	4,453	6,109	8,364
门店增长率	23.94%	32.43%	35.13%	35.38%	37.21%	36.90%
关闭门店	133	61	64	95	68	100
关店率	9.00%	3.30%	2.60%	2.90%	3.00%	3.20%

资料来源：公司年报，国元证券研究中心

表 8 (续): 老百姓收入拆分表

医药批发	2016	2017	2018	2019	2020	2021
加盟店配送业务						
加盟店数量	60	299	575	848	1,251	1,836
加盟店占比	3.20%	10.90%	14.90%	16.00%	17.00%	18.00%
店均收入 (万)	70.00	71.00	79.00	70.00	70.00	70.00
加盟店配送业务营收 (百万)	42.00	212.29	454.25	593.69	875.91	1,285.16
净利润 (百万)	1.68	8.49	18.17	23.75	35.04	51.41
净利率	4.00%	4.00%	4.00%	4.00%	4.00%	4.00%
其他批发业务						
其他批发业务营收 (百万)	249.62	351.96	510.35	729.80	1,036.31	1,461.20
增速	41.00%	41.00%	45.00%	43.00%	42.00%	41.00%
净利润 (百万)	4.99	7.04	10.21	14.60	20.73	29.22
	2.00%	2.00%	2.00%	2.00%	2.00%	2.00%
医药制造及其他						
营业收入 (百万)	98.52	121.28	100.53	114.60	130.65	148.94
净利润 (百万)	4.93	6.06	5.03	5.73	6.53	7.45
净利润率	5.00%	5.00%	5.00%	5.00%	5.00%	5.00%
公司合计利润						
合计净利润(模型值/百万)	295.00	370.87	444.61	544.37	691.34	889.73
合计净利润(报告值/百万)	296.90	370.80	435.04			
净利润增速	23.45%	24.89%	17.32%	22.44%	27.00%	28.70%

资料来源: 公司年报, 国元证券研究中心

可比公司估值:

A 股共有四家上市零售药店, 19 年平均 PE 水平约为 39 倍, 老百姓为 40 倍。考虑到公司未来几年仍可以保持接近 30% 的利润增速, 在行业中处在较快水平, 其估值水平仍有一定上升空间。

表 9: 可比公司估值比较

公司代码	公司名称	总市值 (亿元)	收盘价	EPS			PE			PEG
				19	20	21	19	20	21	
603883.SH	老百姓	213.23	74.41	1.84	2.31	2.90	40.44	32.23	25.62	1.92
603939.SH	益丰药房	337.13	88.97	1.54	2.05	2.73	57.94	43.44	32.64	1.49
603233.SH	大参林	312.58	60.11	1.76	2.23	2.78	34.21	26.95	21.63	1.07
002727.SZ	一心堂	140.81	24.80	1.10	1.40	1.77	22.52	17.65	14.04	1.13
	平均						38.78	30.07	23.48	

资料来源: Wind, 国元证券研究中心 注: 均采用国元证券研究中心预测数据, 收盘价为 10 月 17 日数据

投资建议：

公司加盟模式助力渠道下沉，拆大店提升同店增速，多项前瞻性布局有望逐渐收获成果。未来两到三年门店数量有望实现提速，随着扩张期门店陆续进入成熟期，利润将进入快速增长期。预计 2019-2021 年，将公司归母净利润微调至：5.24(-0.16)、6.58 (-0.07) 和 8.27 (+0.05) 亿元，对应基本每股收益分别为：1.84 (-0.06)、2.31 (-0.02) 和 2.90 (+0.01) 元/股，对应当前股价 PE 分别为 40、32 和 26 倍。维持目标价 85.5 元/股，维持公司“增持”的投资评级。

6.风险提示

集采等政策影响、加盟店不及预期、异地扩张不达预期、门店整合不及预期等。

*国元持仓披露：

财务预测表

资产负债表					
单位:百万元					
会计年度	2017	2018	2019E	2020E	2021E
流动资产	3979	4311	4378	5931	7818
现金	1355	1118	541	881	1133
应收账款	799	940	1027	1316	1701
其他应收款	45	66	95	161	208
预付账款	377	364	530	682	892
存货	1311	1711	2043	2727	3690
其他流动资产	92	112	143	164	194
非流动资产	2719	4174	3686	4164	4559
长期投资	0	2	0	0	0
固定资产	260	464	414	364	314
无形资产	289	340	340	340	340
其他非流动资产	2170	3368	2931	3459	3905
资产总计	6699	8485	8064	10095	12377
流动负债	2651	4946	4472	6103	7691
短期借款	174	816	546	805	689
应付账款	1717	1097	2698	3569	4791
其他流动负债	760	3032	1228	1729	2210
非流动负债	947	170	953	1019	1081
长期借款	95	84	84	84	84
其他非流动负债	852	86	870	935	998
负债合计	3598	5115	5426	7123	8772
少数股东权益	170	323	408	503	608
股本	285	285	285	285	285
资本公积	1333	1298	1298	1298	1298
留存收益	1313	1463	1845	2502	3330
归属母公司股东权益	2931	3046	3428	4086	4913
负债和股东权益	6699	8485	9262	11711	14293

现金流量表					
单位:百万元					
会计年度	2017	2018	2019E	2020E	2021E
经营活动现金流	498	913	959	946	1036
净利润	397	504	609	752	932
折旧摊销	166	226	69	72	76
财务费用	58	43	34	9	10
投资损失	0	-0	0	0	0
营运资金变动	-119	134	-137	131	20
其他经营现金流	-5	7	384	-18	-2
投资活动现金流	-635	-1413	102	-511	-435
资本支出	305	873	70	102	125
长期投资	0	75	-68	0	0
其他投资现金流	-330	-465	104	-409	-310
筹资活动现金流	524	218	-440	324	-49
短期借款	-306	642	-270	259	-116
长期借款	95	-11	0	0	0
普通股增加	18	0	0	0	0
资本公积增加	772	-35	0	0	0
其他筹资现金流	-54	-378	-170	65	67
现金净增加额	387	-282	621	759	552

利润表					
单位:百万元					
会计年度	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入	7501	9471	11613	14804	19137
营业成本	4853	6137	7575	9748	12737
营业税金及附加	52	58	70	89	115
营业费用	1668	2157	2622	3338	4298
管理费用	393	451	557	703	876
研发费用	1	6	0	0	0
财务费用	58	43	34	9	10
资产减值损失	15	10	17	11	5
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资净收益	0	0	0	0	0
营业利润	488	629	760	930	1134
营业外收入	16	14	15	24	41
营业外支出	11	7	6	8	10
利润总额	493	636	769	946	1165
所得税	96	132	160	194	233
净利润	397	504	609	752	932
少数股东损益	26	69	85	95	105
归属母公司净利润	371	435	524	658	827
EBITDA	713	897	863	1012	1220
EPS (元)	1.30	1.53	1.84	2.31	2.90

主要财务比率					
会计年度	2017	2018	2019E	2020E	2021E
成长能力					
营业收入(%)	23.1%	26.3%	22.6%	27.5%	29.3%
营业利润(%)	20.2%	28.8%	20.9%	22.4%	21.9%
归属母公司净利润(%)	24.9%	17.3%	20.5%	25.5%	25.8%
获利能力					
毛利率(%)	35.3%	35.2%	34.8%	34.2%	33.4%
净利率(%)	4.9%	4.6%	4.5%	4.4%	4.3%
ROE(%)	12.7%	14.3%	15.3%	16.1%	16.8%
ROIC(%)	14.4%	13.4%	16.1%	17.8%	20.4%
偿债能力					
资产负债率(%)	53.7%	60.3%	58.6%	60.8%	61.4%
净负债比率(%)	7.81%	33.37%	11.83%	12.83%	9.27%
流动比率	1.50	0.87	0.98	0.97	1.02
速动比率	1.01	0.53	0.52	0.52	0.54
营运能力					
总资产周转率	1.29	1.25	1.40	1.63	1.70
应收账款周转率	11	11	11	12	12
应付账款周转率	3.81	4.36	3.99	3.11	3.05
每股指标(元)					
每股收益(最新摊薄)	1.30	1.53	1.84	2.31	2.90
每股经营现金流(最新摊薄)	1.75	3.20	3.37	3.32	3.64
每股净资产(最新摊薄)	10.29	10.69	12.03	14.34	17.24
估值比率					
P/E	57.18	48.74	40.44	32.23	25.62
P/B	7.23	6.96	6.19	5.19	4.32
EV/EBITDA	31	24	25	21	18

投资评级说明

(1) 公司评级定义		(2) 行业评级定义	
买入	预计未来 6 个月内，股价涨跌幅优于上证指数 20% 以上	推荐	预计未来 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10% 以上
增持	预计未来 6 个月内，股价涨跌幅优于上证指数 5-20% 之间	中性	预计未来 6 个月内，行业指数表现介于市场指数±10% 之间
持有	预计未来 6 个月内，股价涨跌幅介于上证指数±5% 之间	回避	预计未来 6 个月内，行业指数表现劣于市场指数 10% 以上
卖出	预计未来 6 个月内，股价涨跌幅劣于上证指数 5% 以上		

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或相当的专业胜任能力，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本人承诺报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业操守和专业能力，本报告清晰准确地反映了本人的研究观点并通过合理判断得出结论，结论不受任何第三方的授意、影响。

证券投资咨询业务的说明

根据中国证监会颁发的《经营证券业务许可证》(Z23834000),国元证券股份有限公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

一般性声明

本报告仅供国元证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。若国元证券以外的金融机构或任何第三方机构发送本报告，则由该金融机构或第三方机构独自为此发送行为负责。本报告不构成国元证券向发送本报告的金融机构或第三方机构之客户提供的投资建议，国元证券及其员工亦不为上述金融机构或第三方机构之客户因使用本报告或报告载述的内容引起的直接或间接损失承担任何责任。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。本报告所载的信息、资料、分析工具、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告或购买证券或其他投资标的的投资建议或要约邀请。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。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。在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取投资银行业务服务或其他服务。

免责条款

本报告是为特定客户和其他专业人士提供的参考资料。文中所有内容均代表个人观点。本公司力求报告内容的准确可靠，但并不对报告内容及所引用资料的准确性和完整性作出任何承诺和保证。本公司不会承担因使用本报告而产生的法律责任。本报告版权归国元证券所有，未经授权不得复印、转发或向特定读者群以外的人士传阅，如需引用或转载本报告，务必与本公司研究中心联系。网址：

www.gyzq.com.cn

国元证券研究中心

合肥	上海
地址：安徽省合肥市梅山路 18 号安徽国际金融中心 A 座国元证券	地址：上海市浦东新区民生路 1199 号证大五道口广场 16 楼国元证券
邮编：230000	邮编：200135
传真：(0551) 62207952	传真：(021) 68869125
	电话：(021) 51097188