

# N 华人 (301408.SZ)

安徽省内综合排名第一的医药流通企业

## 核心观点

**公司主要从事医药流通领域中的零售、代理、终端集采三大业务。**母公司华人健康从事医药代理业务，即与上游医药生产厂商开展合作，取得其部分产品代理权，向下游医药零售企业推广销售。公司合作供应商数量从2019年初的97家增长到22年6月末的229家，代理的商品品规从2019年初的229个增至22年6月末的545个，并逐步向医疗器械、保健品等非药品种延伸。全资子公司安徽国胜、江苏国胜、河南国胜、国胜医疗主营医药零售业务，以直营方式销售药品、保健食品、医疗器械。零售门店数由2018年末的541家增至2022年6月的938家（含门诊）。全资子公司汇达药业负责开展医药终端集采业务，依托多年来积累的医药零售与代理业务上游供应链渠道资源，为单体药店、小型连锁等零售终端提供一站式配送服务，是公司增长最快的业务。合作门店数量已由2019年末的127家快速增至2022年6月末的817家。

**零售终端网络快速扩张，逐渐实现稳定盈利。**公司2019-1H22分别实现收入15.2/19.3/23.4/14.1亿元，年复合增速约28%，1H22收入增速37%；实现归母净利润0.52/0.89/0.7/0.42亿元，其中21年受新租赁准则、省外子公司亏损等因素影响，同比下降21.52%，1H22净利润同比增长54%。毛利率目前为32.2%。各主营业务中，零售业务收入占比超70%。

**医药线下零售竞争加剧，行业集中度将进一步提升。**医药流通市场保持稳定增长，2021年全国七大类医药商品销售总额26064亿元（含税），同比增长8.5%，安徽省销售总额占比4.68%。医药零售行业市场规模持续扩大，2021年我国药品零售市场销售额5449亿元，同比增长7.4%；零售药店达59万家，连锁化率57.2%。截至2022年6月末，安徽省零售药店连锁率为57.5%，仍有较大提升空间。结合当前的竞争格局，与《商务部关于“十四五”时期促进药品流通行业高质量发展的指导意见》中提出的目标，预计行业集中度（百强企业市占率、药品零售连锁率等）将进一步提升。

**公司在安徽省内综合排名第一，整体表现略好于同类公司。**2021年药品流通行业共有28家已上市公司，主营收入总和15956亿元，同比增长12.4%。其中零售业务1453.3亿元，占比9.1%。以零售为主的上市公司平均毛利率为35.9%，较去年高0.8pct；销售、管理、财务费用率之和为29.2%，较去年高2.2pct；平均净利率为5.3%。从省内市占率与竞争格局看，华人健康与漱玉平民最为相近。华人健康零售业务21年毛利率33.7%，整体毛利率34.9%，三项费用之和为30.5%，净利率为3%。2021年漱玉平民零售业务毛利率28.5%，整体毛利率28.5%，三项费用率25.5%，归母净利率2.16%。

**可比公司情况：**公司在医药流通行业的主要竞争对手包括一品红、易明医药、百洋医药、老百姓、一心堂、益丰药房、大参林、健之佳、漱玉平民、达嘉维康、药易购。

**风险提示：**政策上，带量采购使终端零售药品价格大幅下滑风险、医保定点管理办法调整风险；经营上，代理与零售药品质量风险、门店管理不善风险、省外业务拓展不力风险、代理业务贴牌合作风险。

## 公司研究 · 新股研究

证券分析师：黄盈

021-60893313

huangying4@guosen.com.cn

S0980521010003

证券分析师：姜明

021-60933128

jiangming2@guosen.com.cn

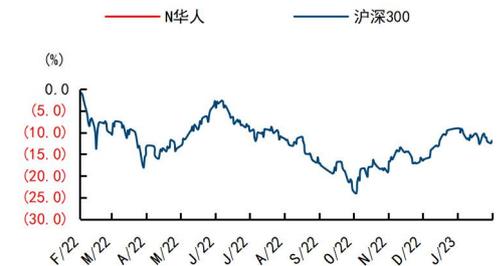
S0980521010004

### 基础数据

发行前股本	34000.00 万股
发行股本	6001.00 万股
发行后股本	40001.00 万股
公司第一大股东	何家乐
第一大股东持股比例	50.12%

注：数据更新日期为2023年02月28日

### 市场走势



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

## 内容目录

公司概况 .....	4
股东结构 .....	4
华人健康：安徽省内最大的医药流通企业 .....	4
公司业务： .....	5
零售终端网络快速扩张，逐渐实现稳定盈利 .....	5
公司与上游药企长期合作，下游客户结构分散 .....	6
行业简析 .....	7
医药线下零售竞争加剧，行业集中度将进一步提升 .....	7
“互联网+医疗健康”快速发展，相关政策逐步完善 .....	9
公司在安徽省内综合排名第一，整体表现略好于同类公司 .....	10
募投项目 .....	12
可比公司情况 .....	12
风险提示 .....	13

## 图表目录

图 1: 公司的发展历程与现阶段业务架构 .....	4
图 2: 公司近期营收利润表现 (百万元, 左轴) 与增速 (右轴) .....	5
图 3: 公司近期销售毛利率、归母净利率、摊薄 ROE 水平 .....	5
图 4: 2019-1H22 公司主营收入拆分 (百万元) .....	6
图 5: 2019-1H22 公司代理业务药品、客户拓展情况 .....	6
图 6: 公司零售药店数、经营效率与电商销售额占比 (右轴) .....	6
图 7: 公司集采业务情况 .....	6
图 8: 2013-1Q22 我国医药流通市场销售总额与增长率 .....	8
图 9: 2013-1Q22 我国医药零售市场销售总额 .....	8
图 10: 我国医药零售行业经营模式 .....	8
图 11: 我国医药零售药店门店数量及连锁率变化情况 .....	9
图 12: 全国药品批发百大企业主营收入与市占率 .....	9
图 13: 我国实体药店和网上药店 (含药品和非药品) 销售情况 .....	10
图 14: 我国网上药店药品、非药品销售规模与药品销售规模增速 .....	10
图 15: 华人健康 2018-1H22 分业务毛利率 .....	10
图 16: 华人健康 2018-1H22 净利润率与三费合计费率 .....	10
表 1: 公司代理业务主要合作厂家 .....	7
表 2: 1H22 公司全部业务合并口径前五大客户 .....	7
表 3: 2020-2021 年中国实体零售药店单体店、百强连锁、非百强连锁门店数及销售额占比 .....	8
表 4: 反应医药流通行业增速与集中度的三个指标情况 .....	9
表 5: 公司及医药流通行业的主要竞争对手 .....	11
表 6: 公司与同等地位企业的门店情况 .....	11
表 7: 华人健康募投项目 .....	12
表 8: 可比公司财务数据与估值表现 (亿元, 截至 2023 年 2 月 28 日收盘数据) .....	12

## 公司概况

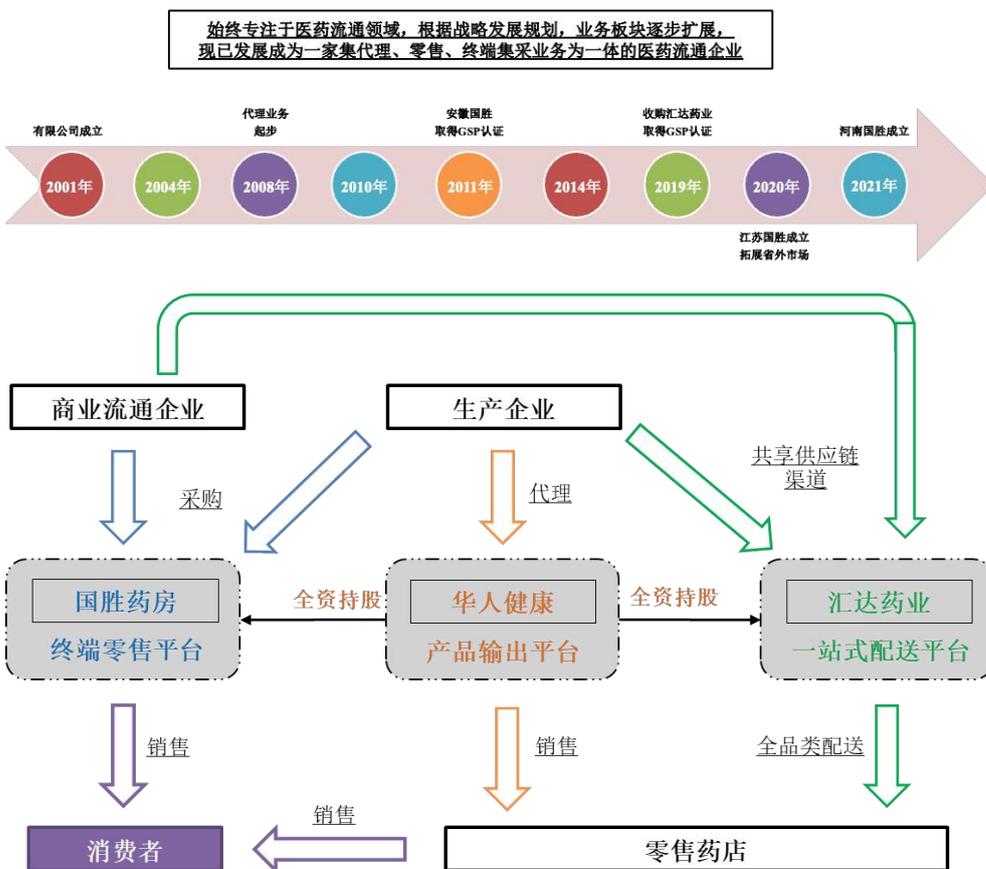
### 股东结构

公司的共同实控人为何家乐、何家伦兄弟，直接或间接合计控制公司发行前总股本的 73.78%。此外，阿里健康持有公司 8.84% 发行前股份，为公司第二大股东。公司第一大股东何家乐曾先后任合肥神鹿药业、合肥神鹿双鹤药业销售主管；合肥立方药业有限公司 OTC 部经理。现为公司董事长。

### 华人健康：安徽省内最大的医药流通企业

公司主要从事医药流通领域中的零售、代理、终端集采三大业务。母公司华人健康从事医药代理业务，即与上游医药生产厂商开展合作，取得其部分产品代理权，向下游医药零售企业推广销售。全资子公司安徽国胜、江苏国胜、河南国胜、国胜医疗负责医药零售业务，以直营方式销售药品、保健食品、医疗器械。全资子公司汇达药业开展医药终端集采业务，依托多年来积累的医药零售与代理业务上游供应链渠道资源，为单体药店、小型连锁等零售终端提供一站式配送服务。公司为安徽省内最大的医药流通企业；收入占比最大的零售业务，在省内地位与省内竞争格局上同山东省医药流通企业漱玉平民最为相似。

图1: 公司的发展历程与现阶段业务架构



资料来源：公司招股意向书，国信证券经济研究所整理

代理业务自 2008 年起步，通过公司的营销中心，向各类医药零售连锁企业推销，另通过国胜药房体系下的零售终端网络销售（以中西成药为主）。已形成呼吸感冒、心脑血管、抗生素、补益、消化系统、妇儿六大产品系列。截至 2022 年 6 月末公司合作厂家 229 家，正在合作的 545 个代理品规中，539 个为独家代理，仅 6 个品规为非独家；其中贴牌代销产品 453 个，占代理营收约 60%。公司通过贴牌合作逐步推进自主品牌建设，形成“福曼医”、“正远”、“国津”、“国胜”等品牌。产品面向零售终端，减少流通环节。

零售业务上，公司深耕安徽省内市场，同时稳健扩张省外市场，布局了线下直营门店与 B2C 电商平台两种渠道。门店采用统一管理、集中采购、分散销售的模式，日常经营品规约一万个。

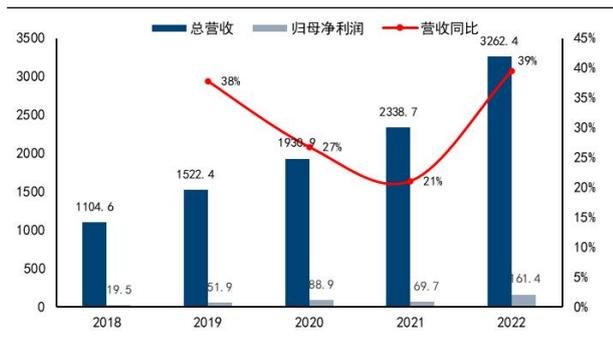
终端集采业务 2019 年下半年起步，主要服务于数量庞大的小微药店客户。客户向公司下达药品采购订单，公司借助与上游药厂的长期合作关系，代理客户向上游药厂集采药品；再通过区域内仓库与第三方物流公司，将药品配送至客户处，解决了小微药店货源不稳定、采购成本高、物流与仓储费用高的痛点。该业务的发展离不开公司自营医药零售门店的扩张与医药代理品类的积累。

## 公司业务：

### 零售终端网络快速扩张，逐渐实现稳定盈利

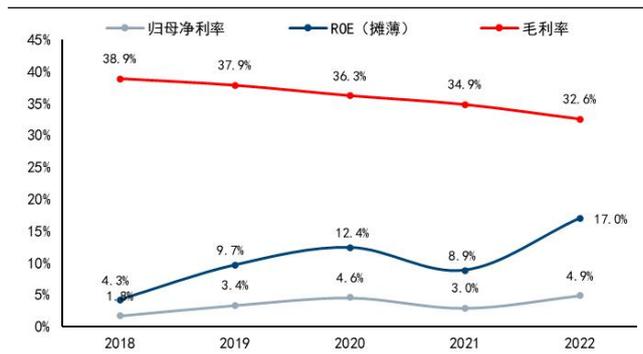
公司 2019-2022 年分别实现收入 15.2/19.3/23.4/32.6 亿元，年复合增速约 29%；实现归母净利润 0.52/0.89/0.7/1.61 亿元，年复合增速约 46%。其中 21 年受新租赁准则、省外子公司亏损等因素影响，同比下降 21.52%；22 年净利润受年末疫情管控放开影响，居民购药需求暴增且供不应求，利润与利润率双增。1H22 实现利润 0.42 亿，净利率 3%；22 年下半年实现净利润 1.19 亿，净利率 6.43%。2022 年毛利率为 32.6%。

图2：公司近期营收利润表现（百万元，左轴）与增速（右轴）



资料来源：公司招股意向书，国信证券经济研究所整理

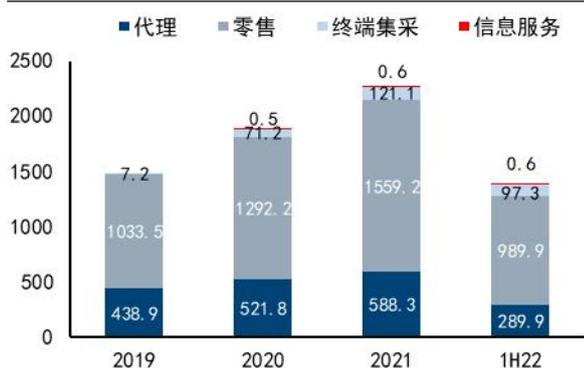
图3：公司近期销售毛利率、归母净利率、摊薄 ROE 水平



资料来源：公司招股意向书，国信证券经济研究所整理

代理业务上，公司合作供应商数量从 2019 年初的 97 家增长到 22 年 6 月末的 229 家，代理的商品品规从 2019 年初的 229 个增至 22 年 6 月末的 545 个，并逐步向医疗器械、保健品等非药品种延伸。

图4：2019-1H22 公司主营收入拆分（百万元）



资料来源：公司招股意向书，国信证券经济研究所整理

图5：2019-1H22 公司代理业务药品、客户拓展情况



资料来源：公司招股意向书，国信证券经济研究所整理

零售业务收入占比超 70%，主要由线下门店销售贡献。公司以自建、收购相结合的方式快速扩张，零售门店数由 2018 年末的 541 家增至 2022 年 6 月的 938 家（包括 935 家直营药店与 3 家直营门诊），其中安徽省内 908 家、江苏省 26 家、河南省 4 家。公司开店、收购店面前会进行调研，保障经营效率，随着门店数量的持续扩张，坪效与人效并未下降。线下扩张的同时，公司也注重电商渠道发展，已入驻京东、天猫等电商平台并开设旗舰店，过去三年收入几乎每年翻倍增长，目前占零售业务收入的 18%。

终端集采是公司营收增长最快的业务，合作门店数量已由 2019 年末的 127 家快速增至 2022 年 6 月末的 817 家，1H22 营收同比增长 95%。

图6：公司零售药店数、经营效率与电商销售额占比（右轴）



资料来源：公司招股意向书，国信证券经济研究所整理

图7：公司集采业务情况



资料来源：公司招股意向书，国信证券经济研究所整理

### 公司与上游药企长期合作，下游客户结构分散

目前公司主要从事零售、代理与终端集采三大块业务，经营并销售中西成药、中药饮片、保健食品、医疗器械等产品。代理业务上，公司合作厂家包括上海医药集团、广州医药集团、丽珠医药集团、四川峨嵋山药业、辰欣药业等。公司与这些授权厂商通常一年至三年签订一次框架协议，获得销售权后，同一品规现在合作期间具有排他性，药厂不得自行组织销售或委托其他第三方销售。

表1: 公司代理业务主要合作厂家

序号	客户名	首次合作时间	合作时长
1	上海医药集团股份有限公司	2008年	14年
2	广州医药集团有限公司	2008年	14年
3	丽珠医药集团股份有限公司	2015年	7年
4	齐鲁制药集团有限公司	2010年	11年(1H22暂停合作)
5	四川峨眉山药业有限公司	2012年	10年
6	辰欣药业股份有限公司	2008年	14年
7	山东济水阿胶有限公司	2014年	8年

资料来源: 公司招股意向书, 国信证券经济研究所整理

代理业务的下游客户包括一心堂、益丰药房等医药零售连锁企业的药店, 覆盖国内多数省份, 客户数量多且分散。医药零售业务的客户主要为个人消费者, 随着门店数量增长, 销售收入前10大门店合计销售收入呈下降趋势, 1H22占比5.32%。

表2: 1H22公司全部业务合并口径前五大客户

排名	客户名	销售额(万元)	占公司主营收入比例
第一大	淮北市益寿堂医药有限公司	546.69	0.40%
第二大	安徽好之佳大药房连锁有限公司	445.94	0.32%
第三大	淮南市福之源大药房连锁有限公司	374.70	0.27%
第四大	安徽乐药医药有限公司	369.03	0.27%
第五大	阜阳市和家福药房零售连锁有限公司	362.34	0.26%
合计		2098.70	1.52%

资料来源: 公司招股意向书, 国信证券经济研究所整理

## 行业简析

### 医药线下零售竞争加剧, 行业集中度将进一步提升

我国医药产业链主要分为医药制造、医药流通、医药消费三个环节, 公司从事的医药零售、代理及终端集采业务, 属于医药流通环节。

医药流通市场保持稳定增长。据商务部统计, 2021年全国七大类医药商品销售总额26064亿元(含税), 扣除不可比因素同比增长8.5%; 其中安徽省销售总额1220.4亿元, 占比4.68%。1Q22全国七大类医药商品销售总额6818亿元(含税), 扣除不可比因素同比增长5.08%。流通产品中, 西药占比约71%, 中成药占14%-15%, 医疗器械占比7.8%, 其余为中药材、化学试剂、玻璃仪器等。

医药零售行业市场规模持续扩大。2021年我国药品零售市场销售额5449亿元, 同比增长7.4%, 2022年一季度药品零售市场销售额1491亿元, 同比增长8.91%。

据中康CMH发布的行业数据监测和模型预测, 截至2022年11月中国零售药店总销售额达4612亿元, 同比仅增长3.1%。从零售药店交易小票监测数据看, 12月6日起日均购药订单数出现激增, 并于12月16日左右达峰, 订单指数高达300, 是平时3倍的水平, 药品和防疫物资的购买高峰比各地公布的疫情感染高峰早了10天左右。药店订单指数的增长持续了约1个月, 到2023年1月12日, 全国药店的订单指数基本恢复到正常水平, 疫情对行业的影响基本结束。12月单月零售药店市场呈爆发性增长, 月销售规模突破800亿元, 同比增长82%。2022年全国零售药店市场销售额将达5421亿元, 同比增长10.2%, 是近5年来的最高涨幅。

图8：2013-1Q22 我国医药流通市场销售总额与增长率



资料来源：公司招股意向书，国信证券经济研究所整理

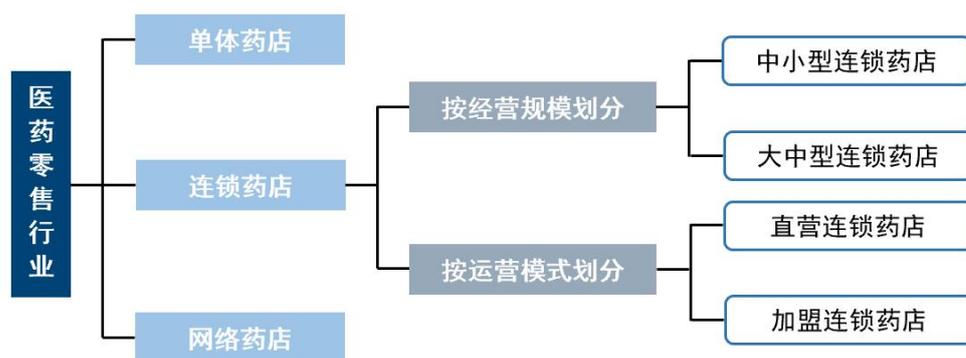
图9：2013-1Q22 我国医药零售市场销售总额



资料来源：公司招股意向书，国信证券经济研究所整理

我国医药零售行业主要分为医疗终端和零售药店两个市场，医药零售药店分为单体药店、连锁药店及网络药店三种经营模式。单体与连锁药店都属于线下实体店，连锁药店由总部集中管理并统一采购药品，平均采购单价与物流成本较低，具有规模效应且规范程度高。相比之下，单体药店无此类资源优势。

图10：我国医药零售行业经营模式



资料来源：公司招股意向书，国信证券经济研究所整理

随着医药行业的成熟度与规范度不断提升，实体零售药店数量、连锁率均呈显著上升趋势。2021 年我国零售药店已达 59 万家，连锁化率 57.2%。其中上海地区零售药店连锁率属全国首位，高达 92.07%。截至 2022 年 6 月末，安徽省零售药店连锁率为 57.48%，仍有提升空间。

零售药店数量的持续增长，使得行业竞争日趋激烈，降低运营成本的重要性凸显，许多小微药店被兼并重组，行业集中度逐步提升。从我国实体零售药店的类型看，百强连锁店数量与销售额占比持续增长，而其他类型占比持续减少。

表3：2020-2021 年中国实体零售药店单体店、百强连锁、非百强连锁门店数及销售额占比

	2020 年		2021 年		2020 年		2021 年	
	数量 (家)	占比 (%)	数量 (家)	占比 (%)	规模 (亿元)	占比 (%)	规模 (亿元)	占比 (%)
单体药店	240963	43.5%	252260	42.8%	1879	34%	1870	33%
百强连锁	100809	18.2%	119949	20.3%	2312	41%	2523	44%
非百强连锁	212120	38.3%	217439	36.9%	1385	25%	1323	23%
合计	553892	100%	589648	100%	5576	100%	5716	100%

资料来源：观研报告网《中国零售药店行业发展现状分析与投资前景研究报告（2022-2029）》，国信证券经济研究所整理

图11: 我国医药零售药店门店数量及连锁率变化情况



资料来源: 商务部《药品流通行业运行统计分析报告》, 前瞻产业研究院, 国信证券经济研究所整理

图12: 全国药品批发百大企业主营收入与市占率



资料来源: 商务部《药品流通行业运行统计分析报告》, 国信证券经济研究所整理

从销售增速看, 2021 年我国百大药品批发企业主营收入同比增长 9.1%, 其中 4 家全国龙头企业 (中国医药集团、上海医药集团、华润医药、九州通) 主营收入同比增 11.8%。药品批发企业主营业务收入前 100 位占同期全国医药市场总规模的 74.5%, 同比提高 0.8pct, 占同期全国药品批发市场总规模的 94.1%。

行业发展前景上, 《商务部关于“十四五”时期促进药品流通行业高质量发展的指导意见》提出“药品批发百强企业年销售额占药品批发市场总额 98%以上; 药品零售百强企业年销售额占药品零售市场总额 65%以上; 药品零售连锁率接近 70%”的发展目标。截至 2021 年, 以上三项数据分别为 94.1%、35.6%、57.2%, 预计未来行业集中度 (百强企业市占率、药品零售连锁率等) 将进一步提升。

表4: 反应医药流通行业增速与集中度的三个指标情况

	药品批发企业主营收入同比增速			药品批发企业主营收入占全国医药市场总规模			药品零售企业销售总额 (扣除不可比因素) 占全国零售市场总额		
	2021 年	2020 年	变动(21 减 20)	2021 年	2020 年	变动(21 减 20)	2021 年	2020 年	变动(21 减 20)
前 4 大企业	11.8%	6.0%	5.8pct	44.2%	42.6%	1.6pct	-	-	-
前 10 大企业	11.2%	8.4%	2.8pct	56.8%	55.2%	1.6pct	21.1%	21.1%	持平
前 20 大企业	9.8%	5.3%	4.5pct	64.6%	63.5%	1.1pct	25.5%	25.3%	0.2pct
前 50 大企业	9.4%	3.4%	6.0pct	70.9%	70.0%	0.9pct	31.7%	31.4%	0.3pct
前百大企业	9.1%	2.5%	6.6pct	74.5%	73.7%	0.8pct	35.6%	35.3%	0.3pct

资料来源: 商务部《药品流通行业运行统计分析报告》, 国信证券经济研究所整理

## “互联网+医疗健康”快速发展, 相关政策逐步完善

疫情加快培养了人们线上问诊、购药的习惯, 结合线上医保支付渠道的打通、医院处方外流逐步放开, 推动了“互联网+医疗健康”的快速发展。

药品流通行业通过线上线下融合, 不断提升全渠道、全场景服务能力。从医药流通领域各类参与者角度看: 实体药店不断深化线上布局, 通过入驻线上商城、第三方医药电商平台、O2O 服务平台扩大服务半径。互联网企业持续加深与实体药店的合作, 为患者提供更优质的服务体验。医药 B2B 企业通过微服务化, 向 C 端消费者服务延伸。大型药品流通企业联合医药工业、商业保险两大行业, 积极构建“互联网+医+药+险”生态链模式。

2021 年中国实体药店和网上药店 (含药品和非药品) 销售规模达 7950 亿元, 其中

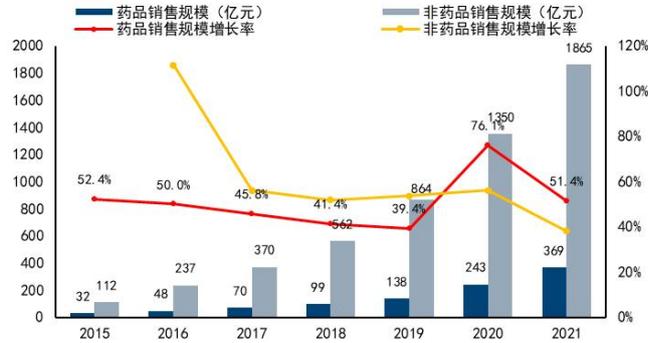
网上药店(含药品和非药品)销售额占比上涨至 28.1%，发展迅猛。22 年 12 月 1 日施行的《药品网络销售监督管理办法》，从多个方面对处方药的销售进行了规定。随着相关规定的进一步完善，网上药品销售规模增速有望持续领先非药品的增速。

图 13: 我国实体药店和网上药店(含药品和非药品)销售情况



资料来源：米内网 MENET，国信证券经济研究所整理

图 14: 我国网上药店药品、非药品销售规模与药品销售规模增速



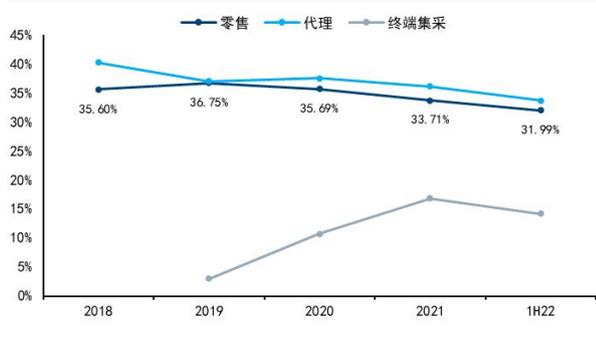
资料来源：米内网 MENET，国信证券经济研究所整理

### 公司在安徽省内综合排名第一，整体表现略好于同类公司

2021 年药品流通行业共有 28 家已上市公司，主营收入总和 15956 亿元，同比增长 12.4%。其中分销业务营收 12491 亿元，占比 78.3%，零售业务 1453.3 亿元，占比 9.1%。28 家上市公司主营业务收入占直报企业主营收入的 80.5%，增速较直报企业平均增速高 3.1pct。（注：直报企业是由地方主管部门推荐、经商务部确认的企业，确认后纳入定点统计药品流通直报企业之列，除此之外的为非直报企业。相对来说，直报企业的数量较少但规模较大）

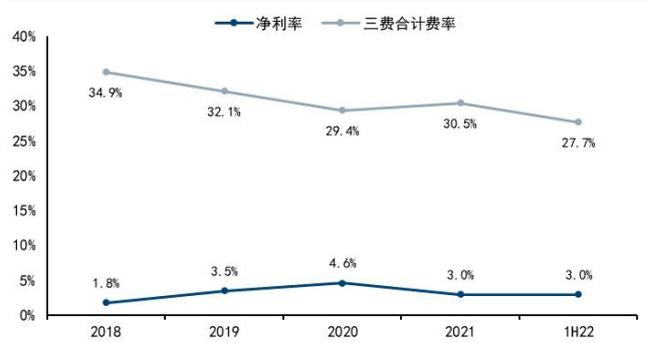
2021 年，以分销为主的上市公司平均毛利率为 10.9%，较去年高 0.8pct；三项费用率之和为 7.6%，较去年低 0.5pct；平均净利率为 2.6%。以零售为主的上市公司平均毛利率为 35.9%，较去年高 0.8pct；三项费用率（即销售、管理、财务费用率，该行业的研发费用占比极低）之和为 29.2%，较去年高 2.2pct；平均净利率为 5.3%。华人健康零售业务收入占比 70%，21 年该业务毛利率 33.7%，整体毛利率 34.9%，三项费用之和为 30.5%，净利率为 3.0%。

图 15: 华人健康 2018-1H22 分业务毛利率



资料来源：WIND，国信证券经济研究所整理

图 16: 华人健康 2018-1H22 净利率与三费合计费率



资料来源：WIND，国信证券经济研究所整理

21 年末市值 200 亿元以上的医药零售企业共 9 家，分别为华东医药、上海医药、

国药控股、益丰药房、大参林、九州通、国药股份、一心堂和老百姓。年内 28 家药品流通行业上市公司披露的与药品流通业务相关的对外投资并购活动共 136 起，涉及金额 47.6 亿元。

表5: 公司及医药流通行业的主要竞争对手

公司名	成立时间	概况	主要竞争领域	主要市场	2021 年营收	市占率
一品红 (300723.SZ)	2002 年 2 月	主要从事医药研发、生产；兼营代理业务	代理	华南、华东等	21.99 亿元， 其中医药代理 1.85 亿元	0.07%
易明医药 (002826.SZ)	2007 年 12 月	主要从事医药研发、生产；兼营代理业务	代理	西南、华东、东北、 华北、西北	7.25 亿元， 其中代理业务 4.28 亿元	0.02%
百洋医药 (301015.SZ)	2005 年 3 月	主要从事医药批发及销售推广业务；兼营部分医药零售业务。	代理、终端集采、零售	华南、华东、华北、 西南、西北、东北	70.52 亿元， 其中批发配送 37.06 亿元， 品牌运营业务 29.05 亿元， 零售业务 4.19 亿元	0.24%
老百姓 (603883.SH)	2005 年 12 月	从事医药零售业务，兼营医药制造（主要为中成药及中药饮片制造）与少量医药批发业务。	终端集采零售	湖南、湖北、江西、 河南、广东、广西、 北京、天津、上海、 山东陕西、安徽、甘 肃等省及直辖市	156.96 亿元， 其中医药零售 137.91 亿， 加盟、联盟及分销收入 17.85 亿元	0.58%
一心堂 (002727.SZ)	2000 年 11 月	主要从事医药零售业务，同时兼营少量医药批发业务。	终端集采零售	云南、广西、贵州、 四川、山西、重庆、 上海、天津、海南、 河南等省及直辖市	145.87 亿元， 其中零售收入 123.51 亿	0.52%
益丰药房 (603939.SH)	2008 年 6 月	主要从事医药零售业务，并兼营少量医药批发业务	代理、终端集采、零售	湖南、湖北、上海、 江苏、江西、浙江、 广东、河北、北京等 省及直辖市	153.26 亿元， 其中批发收入 7.20 亿元， 零售收入 140.87 亿元	0.54%
大参林 (603233.SH)	1999 年 2 月	主要从事医药零售业务，并兼营少量医药批发业务。	代理、终端集采、零售	广东、广西、河南、 河北、江西、福建、 江苏、浙江、陕西、 黑龙江等省份	167.59 亿元， 其中零售 152.85 亿元， 批发收入 10.07 亿元	0.6%
健之佳 (605266.SH)	2004 年 9 月	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，并提供相关专业服务	零售	云南	52.35 亿元	0.16%
漱玉平民 (301017.SZ)	1999 年 1 月	医药零售连锁业务，同时兼营部分医药批发业务	代理、终端集采、零售	山东	53.22 亿元， 其中零售收入 47.53 亿元	0.19%
达嘉维康 (301126.SZ)	2002 年 10 月	事药品、生物制品、医疗器械等产品的分销及零售业务。	分销与零售	湖南	25.92 亿元， 其中零售收入 6.91 亿元	0.1%
药易购 (300937.SZ)	2007 年 4 月	以药品代理分销为主，业务涵盖医药电商、医药连锁、医药咨询、医药物流等领域。	代理终端集采	四川、河南	34.01 亿元	0.12%
华人健康 (本公司)	2001 年 6 月	医药零售、代理及终端集采		安徽、辽宁、湖南、 云南、江苏等省份	23.39 亿元， 代理业务 55.91 亿元， 零售业务 16.21 亿元， 终端集采业务 12.6 亿元	0.08%

资料来源：公司招股意向书，国信证券经济研究所整理。注：市场占有率 = 企业年度营业收入 / 2020 年我国药品流通销售总额

安徽省零售药店连锁率为 57.48%，仅处于全国平均水平；同时省内连锁药店的竞争格局较为分散，前五大省内连锁企业门店数量合计约占全省连锁门店 25%，与山东省较为相似。公司全国范围内拥有 938 家直营连锁门店，其中位于安徽省的门店共 908 家，占省内零售药店总数的 4.17%、占省内连锁门店的 7.26%。这一比例与山东的漱玉平民接近，低于云南的一心堂、广东的大参林以及湖南的老百姓。

表6: 公司与同等地位企业的门店情况

	云南省	广东省	湖南省	山东省	安徽省
各省综合实力排名第一的企业	一心堂	大参林	老百姓	漱玉平民	华人健康
综合实力排名第一企业省内直营门店数量(家)	4939	5156	1879	2552	908
各省连锁门店总数(家)	12142	22839	15796	33040	12512
综合实力排名第一的企业门店数量占比	40.68%	22.58%	11.90%	7.72%	7.26%

资料来源：公司招股意向书，国信证券经济研究所整理

从各省内的医药零售行业发展情况与竞争格局看，公司与漱玉平民最为相近。2021年漱玉平民零售收入占比约90%，该业务毛利率28.5%，公司整体毛利率28.5%，三项费用率25.5%，归母净利率2.16%。

## 募投项目

本次IPO，公司计划募集资金6.06亿元投入1个建设项目。

营销网络建设项目：计划投入募集资金5.56亿，3年内在安徽省、江苏省及河南省重点城市开设648家直营门店，投资回收期（所得税后且含建设期）为5.25年，运营期每年平均可增加营业收入138385.34万元，运营期每年平均可增加净利润5663.87万元。

表7：华人健康募投项目

序号	项目名称	总投资金额（万元）	拟投入募集资金（万元）	项目实施周期	实施主体
1	营销网络建设项目	55567.8	55567.8	36个月	安徽国胜等
2	补充流动资金	5000	5000	-	华人健康
<b>合计</b>		<b>60567.8</b>	<b>60567.8</b>	-	-

资料来源：公司招股意向书，国信证券经济研究所整理和预测

## 可比公司情况

公司主要从事医药零售、代理及终端集采业务，属于医药流通行业，所属证监会行业为“批发和零售业（F）”。其中，医药代理及终端集采业务板块属于批发业（F51）；医药零售板块属于细分行业“零售业”（F52）。

公司在医药流通行业的主要竞争对手包括一品红、易明医药、百洋医药、老百姓、一心堂、益丰药房、大参林、健之佳、漱玉平民、达嘉维康、药易购。截至2023年2月28日，可比公司2021年平均静态市盈率为41.8倍，2022年一致预期平均PE为32.8倍。

表8：可比公司财务数据与估值表现（亿元，截至2023年2月28日收盘数据）

股票代码	公司简称	2021年 营收	近三年营收 复合增速	2021年归 母净利润	近三年归母 复合增速	22年前三季度 营收	22年前三季度 归母净利润	静态 PE 2021（倍）	静态 PE 2022E（倍）	总市值 （亿元）	股价（元）
300723.SZ	一品红	21.99	15.4%	3.07	13.8%	16.15	2.66	45.77	45.22	140.46	48.69
002826.SZ	易明医药	7.25	14.1%	0.42	18.9%	5.92	0.21	52.93	-	22.48	11.79
301015.SZ	百洋医药	70.52	24.5%	4.23	17.9%	55.20	3.44	35.37	29.61	149.55	28.48
603883.SH	老百姓	156.96	18.3%	6.69	15.4%	137.76	6.10	35.18	29.96	235.42	40.25
002727.SZ	一心堂	145.87	16.7%	9.22	20.9%	120.25	6.77	22.58	21.19	208.13	34.92
603939.SH	益丰药房	153.26	30.4%	8.88	28.7%	133.48	8.24	49.18	39.48	436.63	60.50
603233.SH	大参林	167.59	23.7%	7.91	14.2%	148.18	9.23	46.30	35.00	366.36	38.60
605266.SH	健之佳	52.35	23.7%	3.01	31.0%	47.09	1.93	28.12	25.46	84.52	85.23
301017.SZ	漱玉平民	53.22	22.6%	1.15	0.5%	52.47	1.30	71.70	36.46	82.41	20.33
301126.SZ	达嘉维康	25.92	5.8%	0.68	-4.3%	22.40	0.53	50.83	-	34.69	16.80
300937.SZ	药易购	34.01	18.9%	0.06	-51.6%	26.83	0.17	504.79	-	32.31	33.77
<b>平均</b>								<b>41.78</b>	<b>32.80</b>		
301408.SZ	华人健康	23.39	28.4%	0.70	52.9%	22.37	0.68	40（发行 PE2022）	64.96（发 行市值）	16.24（发 行市价）	16.24

资料来源：WIND，公司招股意向书，国信证券经济研究所整理；注：PE2022E采用Wind一致预期，PE均值剔除了无PE2022E数据的三家公司

## 风险提示

风险提示 1：政策上，带量采购政策实施使得终端零售药品价格大幅下滑风险、医保定点管理办法调整风险；

风险提示 2：经营上，代理与零售药品质量问题引起的风险、门店管理不善风险、省外业务拓展不力风险、代理业务主要品种续签风险、代理业务贴牌合作风险。

## 免责声明

### 分析师声明

作者保证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理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

### 国信证券投资评级

类别	级别	说明
股票 投资评级	买入	股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	卖出	股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	超配	行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	行业指数表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	低配	行业指数表现弱于市场指数 10%以上

### 重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或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并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中所提及的意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

### 证券投资咨询业务的说明

本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，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布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。

## 国信证券经济研究所

### 深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层  
邮编：518046 总机：0755-82130833

### 上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层  
邮编：200135

### 北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层  
邮编：100032