医药生物

2020 年 09 月 06 日

零售药店：后浪奔涌之时，创新和专业仍是核心

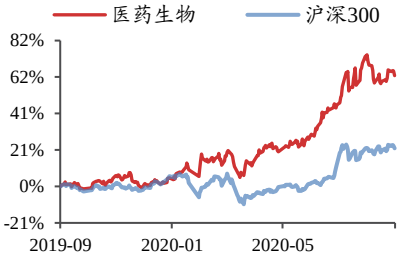
——行业深度报告

杜佐远（分析师）
duzuoyuan@kysec.cn
证书编号：S0790520050003

蔡明子（分析师）
caimingzi@kysec.cn
证书编号：S0790520070001

投资评级：看好（维持）

行业走势图



数据来源：贝格数据

相关研究报告

《行业深度报告-眼科赛道深度之一：坡长雪厚，百花齐放》-2020.8.21

《行业点评报告-大型医用设备规划配置量上调，利好设备和诊断用药生产企业》-2020.8.2

《行业深度报告-医药流通：从合纵药易购拟 IPO 看“互联网+医药电商”的确定性趋势》-2020.7.25

● **上市药房凭借专业化转型及线上布局将突出重围，行业维持高景气度**

药店行业核心逻辑在于处方外流、集中度提升、电商渠道布局，带量采购等政策因素加速了龙头药店从销售商品为重心向以客户需求为导向转变，为顾客建立健康管理方案，回归服务本质；同时，行业合规门槛提升，助力 DTP 药房、门特门慢等特色专业药房快速发展，能更好地承接处方外流，未来药店之间比拼的将是专业化服务能力，头部效应凸显。

● **区域连锁业务各有侧重，有望保持经营特色，上市后对其经营能力有更高要求**

近期，区域连锁/批发龙头健之佳、养天和、达嘉维康向主板及创业板递交招股书，众友健康也从拟通过重大资产重组成为美尔雅子公司，药店行业“后浪”来袭。通过分析招股书，我们得出结论：1）以上拟上市药房各有优势业务，形成差异化竞争，例如达嘉维康在 DTP 药房布局领先，健之佳积极发展电商平台，养天和以加盟模式为主，特品业务占比高带来高毛利率，未来区域药房有望保持经营特色，维持经营优势。2）产业链延伸、电商平台、布局 DTP 药房是未来发展趋势。3）适当缩减商品品规能够聚焦优势品种，能够提升上游议价能力，从而提升产品毛利率。4）目前拟上市药房收入规模及盈利指标与上市药房有一定差距，对各拟上市药房的省外拓展能力、精细化管理能力提出了较高要求。

● **零售药店盈利模式应从高毛利向专业服务转型，积极布局电商平台**

拓展慢病品类重要性突显，零售药店盈利模式逐渐从高毛利向提供专业化慢病管理服务转型，例如加强慢病管理服务，加大院边店、DTP 药房建设。此外，上市及拟上市药房均在积极布局线上业务，在医药咨询、远程诊疗、在线购药、健康管理等 4 大场景中挖掘更多商业机会，拓宽业务领域，利用线上流量为线下导流，最终形成线上+线下闭环发展。

● **区域连锁依据自身情况、发展期望选择独立上市或出售，IPO 可助力药店内生外延双向增长**

在行业集中度不断提升的大趋势下，医药零售企业面临较大生存困难，面临着独立上市或出售给上市公司的选择，各医药零售企业应基于自身经营情况、未来发展期望做出恰当选择。IPO 通过拓宽企业融资渠道，增强资本实力，不仅为外延并购提供充足发展动力，而且通过门店数量扩张，提升上游议价能力，提升毛利率，充足资金还可完善其精细化管理，从而降低成本、提高运营效率，内生增长更稳健。此外，IPO 能够规范行业经营，有利于行业进一步回归良性竞争。

● **受益标的推荐**

从规模优势、承接处方外流能力、电商平台建设等角度，推荐标的：老百姓。受益标的：益丰药房、大参林、一心堂。上市药房全国布局，自建、并购、加盟快速推进，店龄结构持续优化，进入到议价能力提升、盈利能力提升的正向循环阶段；此外，上市药房布局 O2O 成效明显，共享互联网+医药电商红利。

● **风险提示：**门店并购后业绩不及预期；集采扩面短期对药品零售价有影响。

目 录

1、 医药零售行业集中度提升、处方外流加速、拥抱互联网为未来趋势 5
1.1、 医药零售行业增速放缓，集中度加速提升 5
1.2、 集采助推处方外流加速，专业服务成为核心竞争力 9
1.3、 互联网医药趋势明朗，主流零售药房积极布局医药电商 10
2、 拟上市药房与上市药房多维度对比：各有优势，有望形成差异化竞争 13
2.1、 各拟上市药房在加盟业务、DTP 布局、电商布局各有所长 13
2.1.1、 各拟上市药房经营业务各有所长 13
2.1.2、 拟上市药房营业收入、净利润规模随着门店扩张有较大提升空间 17
2.2、 拟上市药房产品结构以中西成药为主且逐年增加其占比 19
2.2.1、 2019-2020 年中西成药客单价提升明显 19
2.2.2、 拟上市药房产品以中西成药为主且逐年增加其占比 19
2.3、 拟上市药房门店数量、分布区域有较大提升空间 21
2.3.1、 除众友健康外，3 家区域连锁药店门店数量、覆盖区域具有较大提升空间 21
2.3.2、 单店营业收入：达嘉维康最高，养天和、健之佳低于上市药房平均 22
2.3.3、 单店运营效率：达嘉维康最高，养天和、健之佳低于百强平均 22
2.4、 拟上市药房盈利能力低于上市药房，营运能力各有优势 23
2.4.1、 行业毛利率持续下滑，由于规模效应，拟上市药房毛利率普遍低于上市药房平均 23
2.4.2、 拟上市药房期间费用率低于上市药房平均 24
2.4.3、 存货管理能力高于上市药房平均，应收账款管理能力随着规模扩张将提高 25
2.5、 处方外流承接能力：达嘉维康 DTP 药房布局领先，健之佳医保店占比更高 26
2.5.1、 达嘉维康在 DTP 药房布局领先 26
2.5.2、 健之佳医保门店占比领先 27
2.6、 健之佳布局电商平台领先于其他拟上市药房 28
3、 IPO 助力拟上市连锁内生外延齐发力 29
3.1、 区域连锁药房独立上市或出售应综合考量自身情况、发展期望 29
3.2、 IPO 后上市连锁并购资金充足，门店数量增加，外延增速快 30
3.3、 门店数量增加提升上游议价能力，店均利润增加，内生稳健增长 31
3.4、 拟上市药房募集资金项目以外延扩张、内生增长为主 32
3.5、 从拟上市药房发展现状看未来零售药房发展方向 33
4、 受益标的推荐 33
5、 风险提示 33

图表目录

图 1： 中国零售市场药品销售额（亿元）增速逐年放缓，2020 上半年出现回升 5
图 2： 2020 年 Q1 样本药店销售额增长率两级分化严重 5
图 3： 我国药店连锁化率逐年提升 6
图 4： 国内药品零售店均服务人次逐年下降（单位：人次/店） 6
图 5： 目前每万人口执业药师数仍小于 4 7
图 6： 每万人口执业药师数大于 4 的省市数量较少 7
图 7： 零售药店行业毛利率、净利率皆呈现下降趋势 8
图 8： 2017-2020 店均订单数(千单)呈现下降趋势 8

图 9: 2017-2020 平均客单价（元/件）呈现上升趋势 8
图 10: 瑞舒伐他汀钙片-可定-药店销售片数逐渐增多 10
图 11: 氯吡格雷-波立维-药店销售片数逐渐增多 10
图 12: 网上药店（含药品+非药品）销售额占零售药店销售额比逐年增加 11
图 13: 线上业务 4 大场景中蕴含广阔商业机会 11
图 14: 全国网上药店（含药品+非药品）销售额快速增长 12
图 15: 美团外卖 TOP 商品类目感冒药占比最高 12
图 16: 饿了么 TOP 商品类目感冒用药占比最高 12
图 17: 养天和采用直营、加盟、品牌合作、特品业务的特色经营模式 14
图 18: 健之佳以药品销售为主，直营零售为核心，联合多类电商工具 15
图 19: 达嘉维康以分销业务为主，批零一体化发展 16
图 20: 拟上市药房营业收入规模有较大提升空间 18
图 21: 拟上市药房归母净利润规模及增速稍低于上市药房平均 19
图 22: 拟上市药房皆以中西成药为主且占比持续增加 20
图 23: 拟上市药房中西成药毛利率稳定，养天和中药毛利率远低于其他公司 20
图 24: 达嘉维康店均收入最高，养天和、健之佳低于上市药房平均 22
图 25: 拟上市药房整体毛利率普遍低于上市药房平均 24
图 26: 养天和、达嘉维康销售费用率较低 25
图 27: 拟上市药房管理费用率较上市药房平均低 25
图 28: 应收账款周转天数普遍高于上市药房平均 26
图 29: 存货周转天数皆低于上市药房平均 26
图 30: 百强连锁逐渐重视院边店 26
图 31: 超过一半的百强连锁布局 DTP 药房 26
图 32: 达嘉维康 DTP 药房发展成熟 27
图 33: 百强连锁普遍医保门店占比 80%以上 27
图 34: 百强连锁普遍医保刷卡额占比约为 40% 27
图 35: 健之佳电商业务主要由自有平台、第三方平台、合作平台 3 部分组成 28
图 36: 科创板每月上市企业数量较多 29
图 37: 创业板每月上市企业数量较多 29
图 38: 独立上市或出售给上市公司各有优劣势 29
图 39: 拟上市药房期末现金及现金等价物余额（亿元）远小于上市药房平均 30
图 40: 拟上市药房经营活动产生的现金流量净额（亿元）远小于上市药房平均 30
图 41: IPO 后上市药店并购门店数量快速上升 31
图 42: 主要产品毛利率：老百姓皆高于养天和 31
图 43: 健之佳店均收入高于一心堂，毛利率低于一心堂 32
图 44: 主要产品中西成药毛利率：一心堂高于健之佳 32

表 1: 上市连锁并购药店速度加快，行业整合持续 9
表 2: 带量采购历程：试点-扩围-扩品种-进口药外流 9
表 3: 线下门店客流量减少 11
表 4: 4 大上市药房皆积极布局电商平台 13
表 5: 养天和、众友健康、健之佳业务集中于医药零售业务，达嘉维康业务集中于医药批发业务 13
表 6: 养天和加盟业务为主，特品业务发展快 14
表 7: 健之佳医药门店零售收入占比稳中有进，网络平台占比逐年提升 16
表 8: 达嘉维康以纯销业务为主，零售业务因 DTP 业务快速增长 17

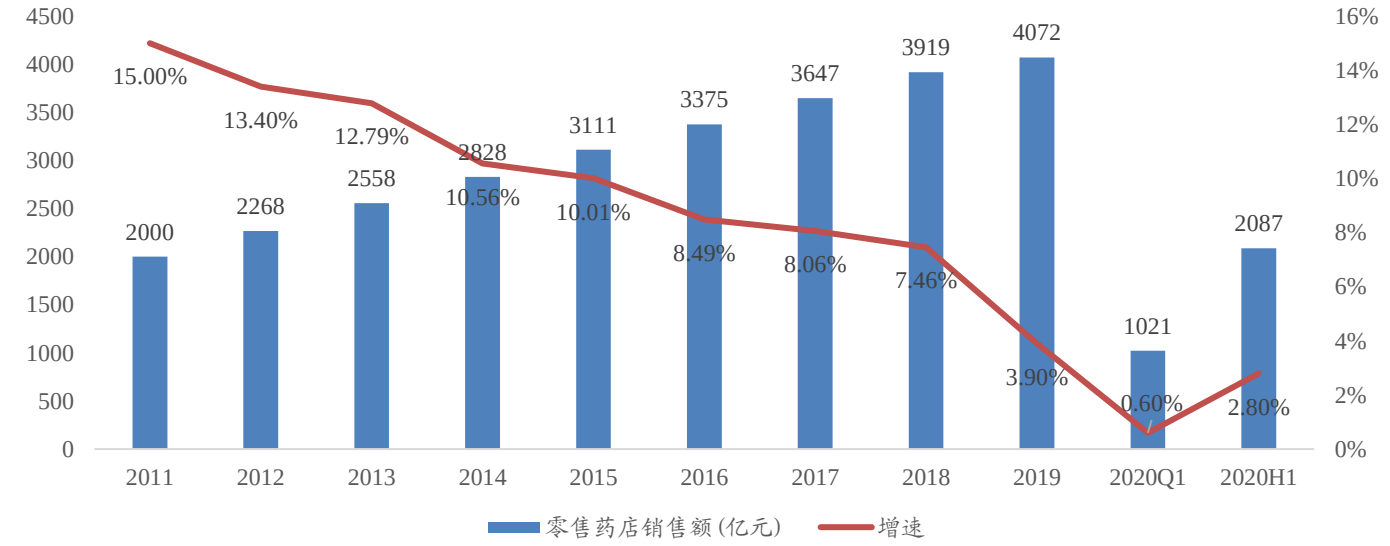
表 9: 中西成药客单价明显提升 19
表 10: 湖南省百强企业数量最多 21
表 11: 除众友健康外的 3 家拟上市药房零售门店分布偏区域性 22
表 12: 达嘉维康日均坪效最高，养天和、健之佳低于百强平均 23
表 13: 养天和业务结构导致整体毛利率较低 24
表 14: 健之佳医保门店占比在行业位于前列 28
表 15: 募集资金项目以门店扩张、物流建设、信息服务建设为主 32
表 16: 受益标的盈利预测与估值 33

1、 医药零售行业集中度提升、处方外流加速、拥抱互联网为未来趋势

1.1、 医药零售行业增速放缓，集中度加速提升

药店份额仍在加速向头部集中：2019 年，药品零售市场销售额增速 3.9%，2020 年初受疫情影响，Q1 同比增速仅为 0.6%，Q2 随着防疫物资供应逐步恢复正常及复工复产的需求增加，增速升温至 2.8%。相比于 4 家上市药房 Q1 平均 23%的收入增速，Q2 平均 25%的收入增速，药店份额仍在加速向头部集中。

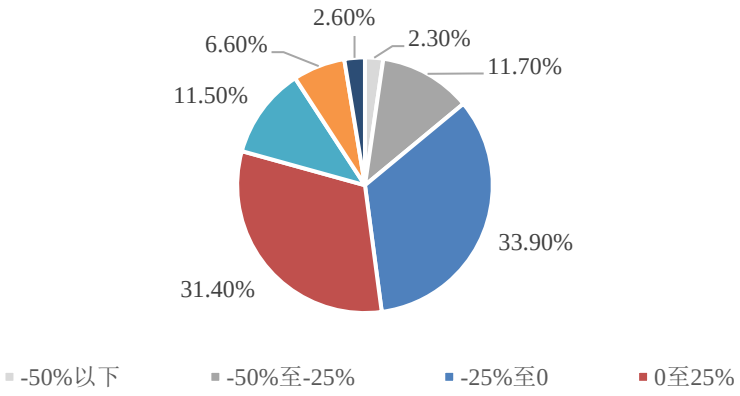
图1：中国零售市场药品销售额（亿元）增速逐年放缓，2020 上半年出现回升



数据来源：2020 年全国药店周、开源证券研究所

根据米内网的数据，样本药店在疫情期间业绩两极分化，虽然整体一季度业绩负增长的药店数量占比近 48%，但总样本中有 9.2%的药店销售额增加了 50%以上，14%的药店销售额下降 25%以上。

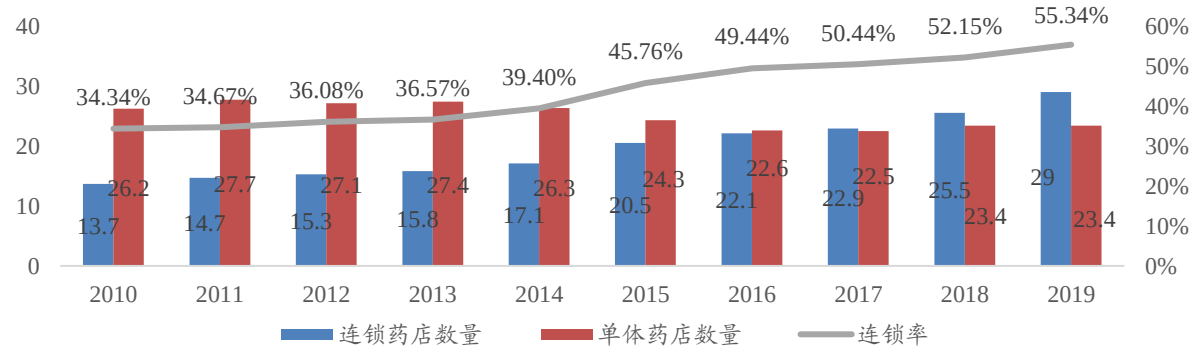
图2：2020 年 Q1 样本药店销售额增长率两级分化严重



数据来源：米内网、开源证券研究所

药店连锁率持续提高：2010 年，我国连锁药店数量占比仅为 34.34%，2019 年增长到 55.34%，逐年提升的原因在于：1）从政府监管来看，监管会继续趋严，惩罚会增加中小药店成本；带量采购等政策影响下，中小药店议价能力弱，同店增速甚至为负。2）连锁零售企业一般具备资本实力强、精细化管理和议价能力强的竞争优势，在执业药师、资金、厂家资源、供应链能力方面领先于其他中小药店。相比美国的药店连锁率 2018 年已经达到 62%，我国药店连锁率在 2019 年为 55.34%，我国药店连锁率的提升仍然有较长的路要走。

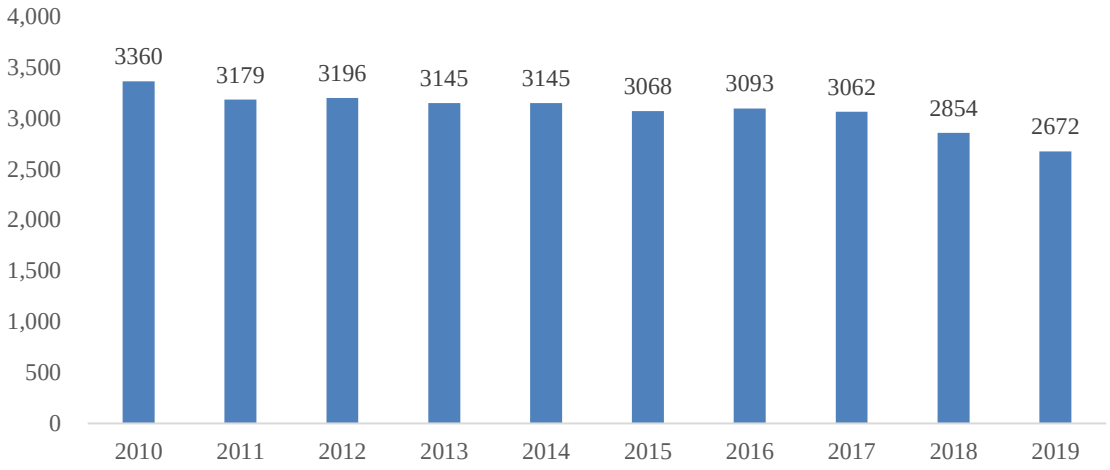
图3：我国药店连锁化率逐年提升



数据来源：2020 年全国药店周、开源证券研究所

现状一：竞争区域激烈，同店服务人次下降。最近几年，由于药品零售行业的快速发展，药店设立门槛较低，药店门店数量迅猛增长，导致单店服务人数出现了一定程度的下降，市场竞争进入相对白热化的阶段，单店服务人次总体呈现下降趋势，2018-2019 年店均服务人口同比分别下降 6.79%、6.38%。

图4：国内药品零售店均服务人次逐年下降（单位：人次/店）

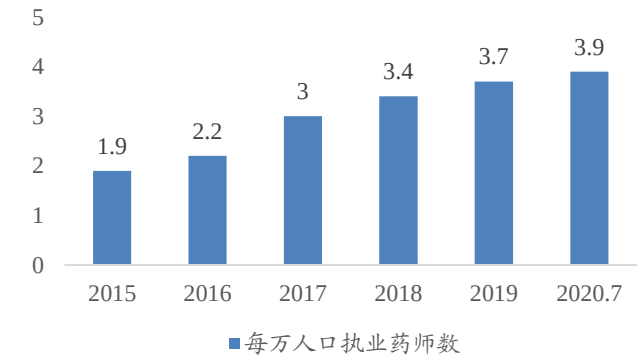


数据来源：2020 年全国药店周、开源证券研究所

现状二：执业药师供给不足，县及县以下地区短缺。截至 2020 年 7 月，我国注册于药品零售企业的执业药师达到 50 万人，每万人口执业药师数仅为 3.9 人，仍处

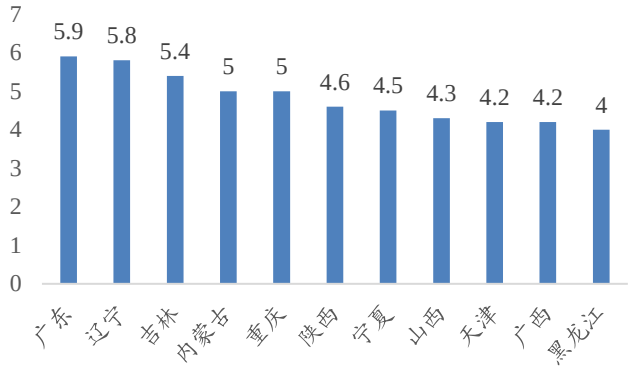
于较低水平，实际执业药师配备率不足 75%，存在注册人数不足、县及县以下地区人才缺乏、学历资质参差不齐的问题。从各省市来看，由于各省配备政策不一，各省市执业药师数量差距较大，其中，广东每万人口执业药师数为 5.9 人，位列第一，除广东外还有辽宁、吉林、内蒙古等 10 个省市每万人口执业药师数超过 4 人，其他较多省市则处于较低水平。

图5：目前每万人口执业药师数仍小于 4



数据来源：2020 年全国药店周、开源证券研究所

图6：每万人口执业药师数大于 4 的省市数量较少

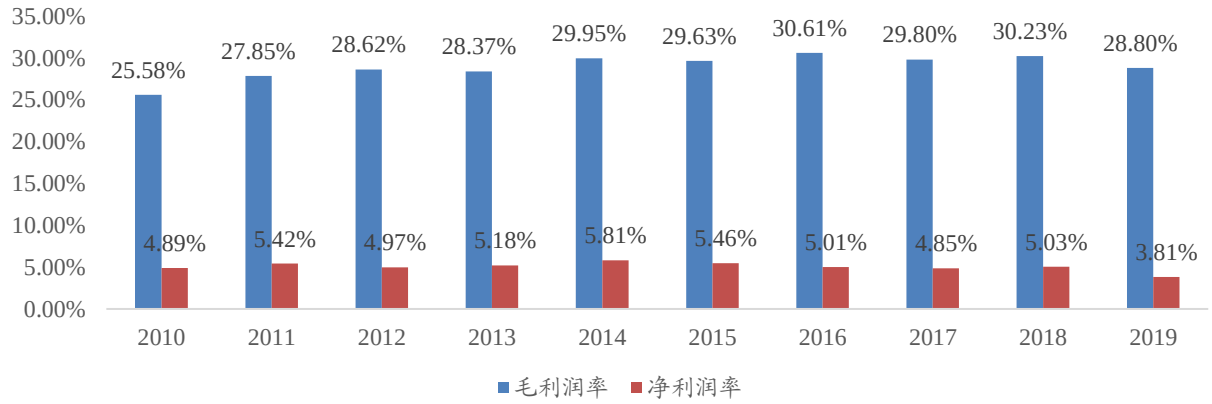


数据来源：2020 年全国药店周、开源证券研究所

执业药师在慢病管理、社区安全合理用药宣教、突发公共卫生事件应急保障等方面发挥着积极作用，基于此，2020 年 8 月，国家药监局发布《关于规范药品零售企业配备使用执业药师的通知（征求意见稿）》，在过渡期内，对于执业药师存在明显缺口的地区，允许药品零售企业配备使用其他药学技术人员承担执业药师职责。药店配备执业药师门槛降低，一方面有利于上市药房加快门店扩张进度，另一方面行业并购价格预计将下降。中西部及基层地区药店率先受益。

现状三：毛利率呈现波动下滑趋势、净利率 2019 年下滑幅度大。行业平均毛利率自 2010 年至 2016 年稳健提升，但在 2016 年后呈现波动下滑趋势，主要原因为近几年带量采购、处方加速外流，导致毛利率较低的处方药占比提升，拉低行业整体毛利率，2019 年下滑到 28.80%。作为行业标杆企业的 4 大上市药房也因此经历了毛利率持续下降的时期，但毛利率高于行业平均。行业净利率随着人力资源成本上涨（如执业药师门槛提升）、房屋租金等成本的上升，自 2014 年呈现下降趋势，在 2019 年达到了近 10 年最低点，但是上市药房平均净利率仍高于行业。**可以说明：**1. 上市药房毛利率、净利率皆高于行业，零售药店行业具有规模效应；2. 传统高毛利导向经营模式不适合未来发展，向专业服务转型迫在眉睫；3. 预计未来行业净利率水平随着药店加强专业服务、带量采购下药店上游议价能力提升、疫情后部分房屋租金出现减租、免租，有望逐渐上升。

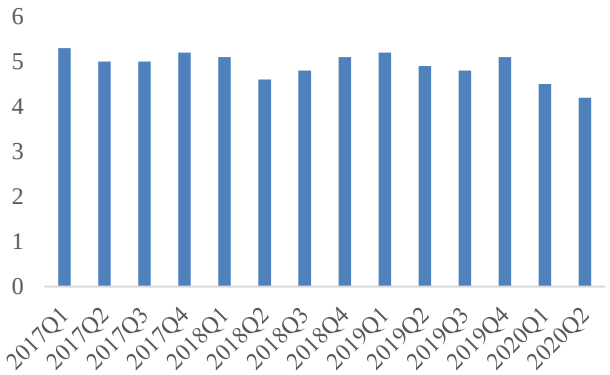
图7：零售药店行业毛利率、净利率皆呈现下降趋势



数据来源：2020 年全国药店周、开源证券研究所

现状四：线下客流减少，客单价提升为长期趋势：店均订单数自 2017Q1 的 5300 单下降到 2020Q2 的 4200 单，呈现波动下降趋势，平均客单价则从 2017Q1 的 18.3 元/件上升至 2020Q2 的 23.3 元/件，由此，零售药店面临客流增长减少的挑战，其主要增长则由客单价驱动。

图8：2017-2020 店均订单数(千单)呈现下降趋势



数据来源：2020 年西普会、开源证券研究所

图9：2017-2020 平均客单价（元/件）呈现上升趋势



数据来源：2020 年西普会、开源证券研究所

集中度有较大提升空间，行业整合持续，推动行业规范化发展：扩张成本上升促进头部企业优势集中，中小连锁及单体药店发展天花板明显，行业将迎来集中度的快速提升，从上市零售药店整体保持着 20%以上的增长来看，集中度的提升是零售药店行业增长的核心因素。对比美国、日本，我国医药零售行业集中度较低，2019 年美国 TOP 3 连锁药房拥有的药店数量超过 30%，贡献超过 80%的销售额，日本 TOP 10 连锁药房销售额占行业市场份额 70%，我国 TOP 10 连锁药房药店数量仅占总药店数量 9.3%，销售额占比仅为 22%，由此，我国医药零售行业集中度仍有巨大提升空间。随着税收、药监局管理越来越规范，行业集中度提升，中小连锁药房被标准化运营的连锁头部企业整合，医药零售行业会更加规范化运行，促进行业的良性发展。

表1：上市连锁并购药店速度加快，行业整合持续

收购方	目标公司	公告时间	收购店数	交易金额（百万元）	PS
国药一致	成大方圆	2020 年 7 月	1507	1860	0.6
国药一致	吉林天河	2019 年 10 月	438	934	0.6
美尔雅	甘肃众友	2020 年 7 月	＞3000	1500	0.7
益丰药房	湘阴千金	2019 年 10 月	10	11	-
益丰药房	湖北济阳堂	2019 年 9 月	18	13	-
益丰药房	益康药房	2019 年 9 月	8	10	-
益丰药房	泗洪时代	2019 年 9 月	54	42	-
益丰药房	浙江至心	2019 年 7 月	31	21	-
益丰药房	武汉爱尔康	2019 年 6 月	44	32	-
益丰药房	江苏健康人	2019 年 1 月	60	69	-
益丰药房	淮安济生	2019 年 1 月	49	44	-

资料来源：公司公告、开源证券研究所

1.2、 集采助推处方外流加速，专业服务成为核心竞争力

带量采购历程：试点-扩围-扩品种，处方药加速外流。2018 年 12 月，第一批带量采购（4+7）中选结果公布，中标品种 25 个，中选价平均降幅 52%。2019 年 10 月，带量采购扩围至 25 个省市，中选价平均降幅 59%。2019 年 12 月，第二批带量采购中选结果公布，在 25 个通用名品种的基础上增至 32 个，中选价平均降幅 53%。2020 年 8 月，第三批带量采购中选结果公布，除拉米夫定流标外，其余 55 个通用名品种成功中标，平均降价幅度超 70%。

表2：带量采购历程：试点-扩围-扩品种-进口药外流

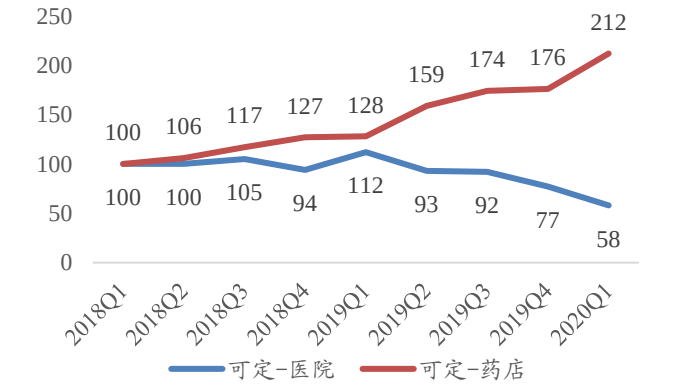
时间	带量采购	涉及品种数量	采购区域数量	采购金额（亿元）	平均降幅
2018.12	第一批	25	11	19	52%
2019.10	第一批扩围	25	25	35	59%
2019.12	第二批	32	25	88	53%
2020.08	第三批	55	25	226.5	＞70%

数据来源：国家医保局、开源证券研究所

第三批带量采购较第二批除了纳入药品品种数量从 32 个增加到 55 个外，最大不同在于外资原研药企业大多数弃选或报价远超有效申报价，最终仅有 3 个品种中选。具体来看，百时美施贵宝的阿哌沙班片、卡托普利片，勃林格殷格翰的盐酸氨溴索片，拜耳的盐酸环丙沙星片等 6 个品种直接放弃投标机会；市场份额 87.13%的阿斯利康的阿那曲唑（1mg），每片报价 29.929 元，高出最高限价 8.8571 元超过两倍；市场份额 40.01%的雅培的克拉霉素报价 6.909 元/片，较最高申报价高 1163.7%。

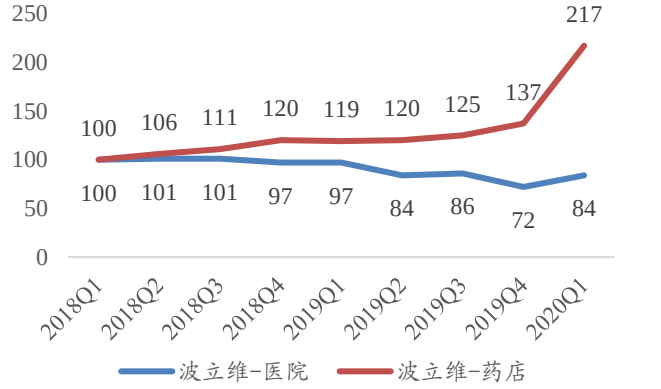
由于集采下药品价格下降成为趋势，可能导致部分外资原研药退出医院市场，流向零售市场。以瑞舒伐他汀钙片-可定、氯吡格雷-波立维为例，未中标原研药逐渐从医院流向药房，扩大医药零售销售规模。

图10：瑞舒伐他汀钙片-可定-药店销售片数逐渐增多



数据来源：2020 年西普会、开源证券研究所

图11：氯吡格雷-波立维-药店销售片数逐渐增多



数据来源：2020 年西普会、开源证券研究所

总的看来，带量采购对药店行业整体短期有一定影响，阶段性的药店价格倒挂可能导致药店客流量减少；但对于龙头连锁来说，其是上游厂家重点拓展对象，在供应链、价格、品种、厂家资源支持等方面领先中小药店；长期来看，随着处方外流规模扩大，客流量回升，整体毛利额增加，龙头药店将因此受益。

此外，未来处方药及慢病品类占比有望提升，在“常见病多发病+健康优化生活品类”中，慢病品类重要性突显。据米内网数据，在药店销售排名前 20 品类中，有 40%为慢病品类，且排名第一的从属于慢病的抗肿瘤药在 2015-2019 年 CAGR 达到 54.1%，远高于其他品类，其他品类 CAGR 最高为 12.68%。由此，在慢病品类重要性突显的趋势下，零售药店盈利模式逐渐从高毛利向提供专业化慢病管理服务转型。

1.3、 互联网医药趋势明朗，主流零售药房积极布局医药电商

近年来“互联网+医药流通”，“网订店取、网订店送”等政策逐步落地实施，消费者购药习惯开始发生变化，并且新冠肺炎疫情下医药电商平台迎来高峰，日活跃人数在 2020 年 1 月 23 日至 1 月 30 日从 114.73 万人增长至 148.21 万人，增长率为 29.18%，疫情期间公立医院不能开业，于是纷纷上线互联网医院，从疫情前的 170 家快速增长至超过 1000 家（截至 5 月份），不仅进行线上预约、问诊，还留用线上进行医疗普及，并培养消费者在线医疗习惯。诊疗服务也逐渐转移至线上，线上平台注册医生超过 50 万，其中 80%的医生为主治/副高，医生资源优质。可以发现，医药电商业务发展在政策和疫情的推动下进入了快速发展期。

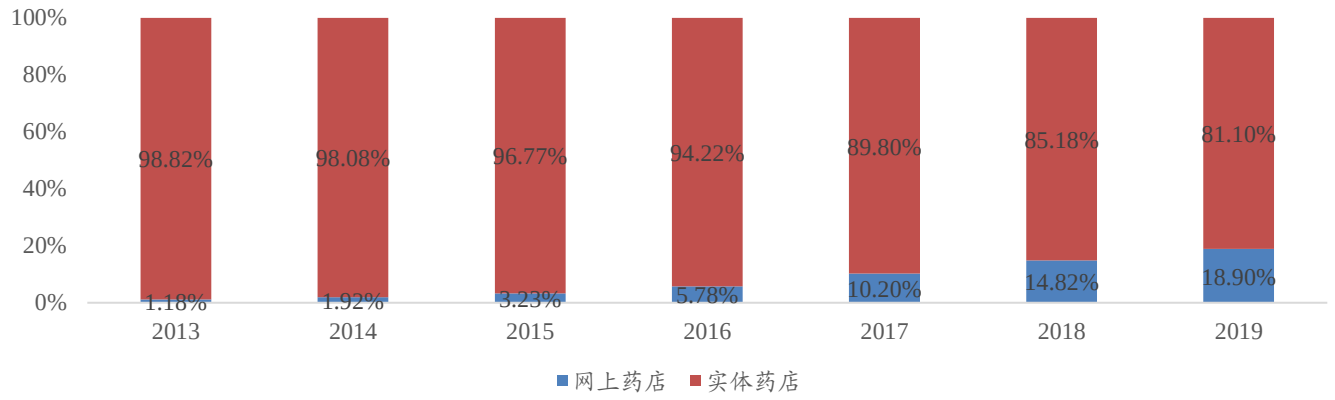
根据瑞商网数据，2020 年店均月销售额较 2019 年基本持平，但客流量下降，销售额基本持平主要依靠客单价提升。2018-2020 年客流量持续下降，2020 上半年较同期平均每个店每月减少 371 个客户。米内网数据显示，2019 年中国实体药店和网上药店（含药品+非药品）销售规模达到 6620 亿元，其中，实体药店销售规模占比逐年下降，2019 年增速为 3.23%；网上药店则发展迅猛，其销售规模占比从 2013 年的 1.18%增长至 2019 年的 18.90%，2013-2019 年年复合增长率为 75.37%，且在 2016、2017 年增长率皆超过 95%。可以看出，电商业务已经对线下门店销售产生一定冲击，且未来随着监管政策的推进、技术的进步、消费者消费习惯进一步改变，尚未布局医药电商的中小药店将受到更大的冲击。

表3：线下门店客流量减少

年份	店均销售额-月（元）	店均客流量-月（人）	进销毛利率-月	客单价-月（元）
2019 年 H1	323751	4025	30.2	79.1
2020 年 H1	328565	3654	29.5	88.6
变化率	1.49%	-9.23%	-2.34%	12.08%
差额	4814	-371	-0.7	9.5

数据来源：瑞商网、开源证券研究所

图12：网上药店（含药品+非药品）销售额占零售药店销售额比逐年增加



数据来源：米内网、开源证券研究所

在线下门店面临毛利率下降、客流量减少的形势下，各零售药店应当积极布局线上业务，在医药咨询、远程诊疗、在线购药、健康管理等 4 大场景中挖掘更多商业机会，拓宽业务领域，利用线上流量为线下导流，最终形成线上+线下闭环发展。

图13：线上业务 4 大场景中蕴含广阔商业机会

医药咨询

- **健康场景 内容营销**
  - 在泛娱乐内容中，建立产品与健康场景的关联，提升品牌认知
- **社交渠道 话题传播**
  - 与相关领域KOL合作，进行健康话题传播；
  - 通过社交分享、社群讨论，影响群体的产品选择
- **专业科普 疾病教育**
  - 与大众、健康资讯类平台合作，大流量扩散疾病科普内容，提升大众疾病诊疗意识

远程诊疗

- **专家直播 在线答疑**
  - 邀请名医专家，进行线上讲座式健康直播；在线与病患互动，有针对性回答疾病诊治典型问题
- **名医义诊 疾病问询**
  - 联合医疗服务平台，协助邀请名医开展专项疾病义诊，1V1进行患者在线问诊服务

在线购药

- **医药电商**
  - 参与电商促销节点，通过品牌日/品类日/健康日，集中拉动线上销售
- **传统药店**
  - 线下药店数字化转型，实现线上线下O2O售卖链路打通

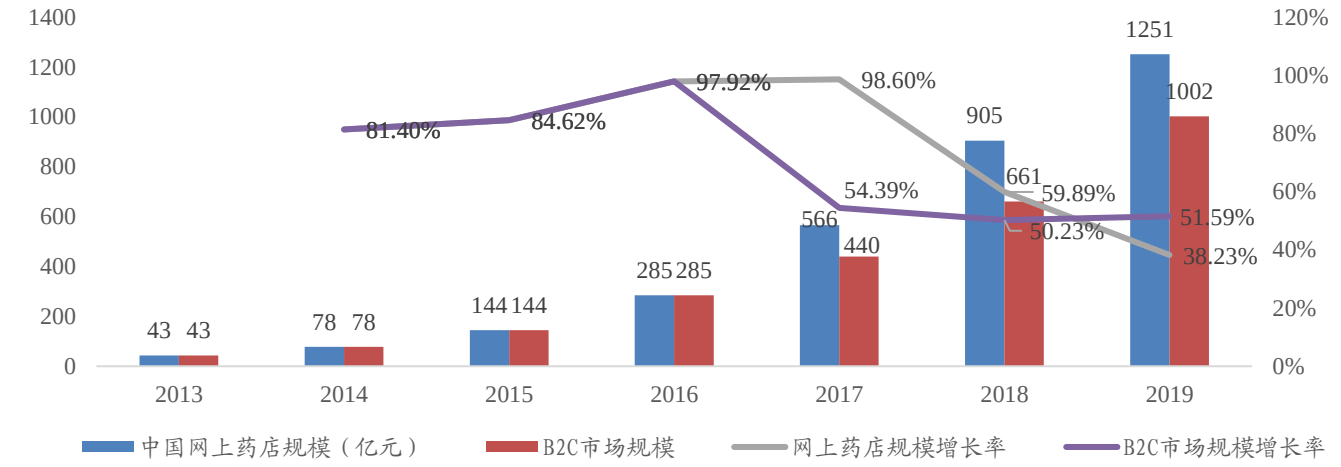
健康管理

- **慢病管理**
  - 与健康平台合作推广慢病长期管理、重疾术后管理，提示疾病风险，提升治疗依从性；
  - 提供医生客户端，帮助医生更好管理患者，追踪病患信息、提高复诊续方
- **健康助手**
  - 为母婴人群、疾病高风险人群、老年人群等提供健康监测工具；
  - 帮助细分人群上期预防、保健，增强对目标人群的管理和认知

资料来源：2020 年西普会、开源证券研究所

B2C 第三方平台目前仍是医药电商的主渠道，包括天猫医药馆、京东医药馆、拼多多、药房网商城等平台，4 个平台截止 2020 年分别拥有网上药店 578、602、1114、1382 家；B2C 平台产品品类以药品为主，其中，天猫医药馆药品占比 69.25%，京东商城药品占比 78.59%。

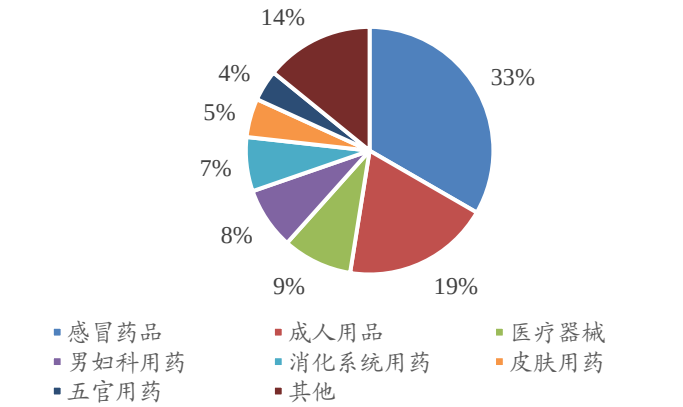
图14：全国网上药店（含药品+非药品）销售额快速增长



数据来源：2020 年全国药店周、开源证券研究所

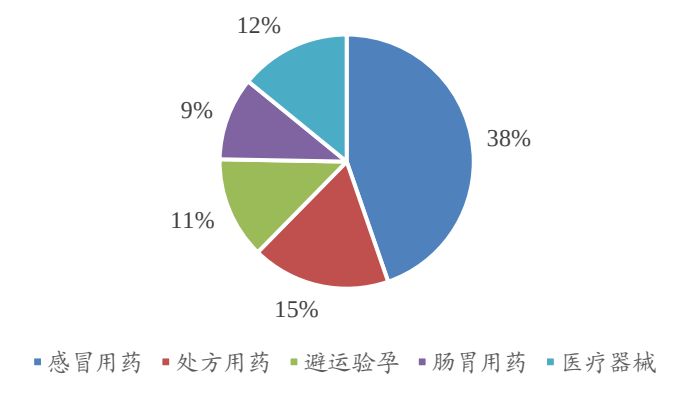
除了 B2C，O2O 也是连锁药店布局的一大重点。根据 2020 年西普会数据，截至 2020 年 7 月，已有 18%的连锁药店进驻 O2O 业务，广东省 O2O 药店数量为全国最高，接近 6000 家，福建省 O2O 连锁门店入住率为全国最高，达到 40%。从 O2O 品类来看，其商品属性主要为感冒用药、处方用药，美团外卖 TOP 商品类目中，感冒用药占比 33%，成人计生占比 19%，医疗器械占比 9%；饿了么平台 TOP 商品类目中，感冒用药占比 38%，处方用药占比 15%，医疗器械占比 12%。O2O 平台与线下药店品类有部分重合，线下药房借助 O2O 延伸了服务半径，拓展了服务场景。

图15：美团外卖 TOP 商品类目感冒药占比最高



数据来源：2020 年西普会、开源证券研究所

图16：饿了么 TOP 商品类目感冒用药占比最高



数据来源：2020 年西普会、开源证券研究所

上市药房均已提前布局医药电商。截至 2019 年底，益丰药房 O2O 线上门店已超过 3000 家；老百姓 O2O 线上门店超过 3500 家，且在 2019 年完成 500 万+的年订单需求，同比增长 166%；大参林 O2O 线上门店超过 3200 家；一心堂 2019 年实现

电商业务交易额 7343 万元，较 2018 年增长 222.3%。

表4：4 大上市药房皆积极布局电商平台

公司名称	电商布局情况
益丰药房	2019 年底 O2O 线上门店已超过 3000 家
老百姓	2019 年底 O2O 线上门店超过 3500 家，且在 2019 年完成 500 万+的年订单需求，同比增长 166%
大参林	2019 年底 O2O 线上门店超过 3200 家
一心堂	2019 年实现电商业务交易额 7343 万元，较 2018 年增长 222.3%

资料来源：公司公告、开源证券研究所

2、 拟上市药房与上市药房多维度对比：各有优势，有望形成差异化竞争

2.1、 各拟上市药房在加盟业务、DTP 布局、电商布局各有所长

2.1.1、 各拟上市药房经营业务各有所长

自 2020 年 7 月，有 3 家区域连锁龙头药房养天和、健之佳、达嘉维康（批发为主，零售业务占比 16.36%）陆续递交招股书，2020 年 7 月 11 日甘肃省龙头众友健康也拟通过被美尔雅收购，成为上市公司子公司。可以看出，药店行业集中度提升为大趋势，内生+外延仍然是未来发展主动力，需要充足资金支持，拓宽融资渠道为药店发展必经之路。为了便于区分，我们将养天和、众友健康、健之佳、达嘉维康统称为拟上市药房，将老百姓、益丰药房、大参林、一心堂统称为上市药房。

表5：养天和、众友健康、健之佳业务集中于医药零售业务，达嘉维康业务集中于医药批发业务

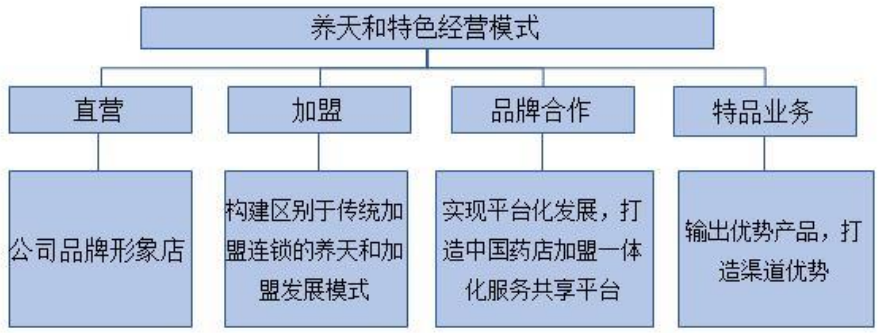
公司名称	业务简介	医药零售业务占比（2019 年）
养天和	主要从事中西成药、医疗器械、生物制剂、计生用品、保健食品等相关产品零售业务，同时向单体零售药店和中小连锁药店输出品牌、管理、信息化系统等赋能服务；通过直营、加盟、品牌合作等模式深耕于零售药店加盟市场，是一家零售药店加盟合作共享式服务企业。	69.54%
达嘉维康	主要从事药品、生物制品、医疗器械等产品的分销及零售业务。依托批零一体化，发挥供应链优势，发展专业药房新零售模式，并通过向供应链上下游延伸开展增值服务，逐步向医药服务商转型。	16.36%
众友股份	主要从事药品连锁零售业务。系大型医药连锁经营企业。经过多年发展，众友股份已成为行业内龙头企业，连续多年获得《中国药店》评选的中国药店价值榜 10 强企业、中国药店直营连锁 10 强企业。	100%
健之佳	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，并提供相关专业服务。	85.36%

资料来源：各公司招股书、开源证券研究所

养天和：直营、加盟、品牌合作、特品业务渐进发展。自成立之初，养天和在行业内首先提出了“统一品牌形象，统一运营模式，统一采购配送，统一资金管理，统一人事管理，统一商品价格”的加盟管理模式。通过多年深耕加盟连锁市场，结合行业发展趋势和规范性要求，形成了具有养天和特色的“七统一”、“1+3”民主管理机制等加盟管理体系，区别于传统药店以直营连锁为主的经营模式，养天和聚焦加盟

门店，引领行业加盟模式的升级换代。目前已形成**以直营为品牌基础、加盟和品牌合作为主体、特品业务为重要补充**的经营体系，致力打造中国药店加盟一体化共享服务平台。

图17：养天和采用直营、加盟、品牌合作、特品业务的特色经营模式



资料来源：养天和招股书

养天和**主营业务收入以加盟业务为主**，2017-2019 年占总营收比分别为 43.09%、40.46%、36.59%，呈现下降趋势；其直营业务收入占总营收比也逐渐下降，从 2017 年的 36.12%下降至 2019 年的 29.42%，加盟业务与直营业务虽然占总营收比下降，但其收入规模仍在持续增长，由于公司**助推批零一体化融合，大力发展特品业务**，该业务占总营收比从 2017 年的 17.86%上升至 2019 年的 25.95%，由此使得加盟、直营业务占比有所下降；其品牌合作业务于 2018 年开展，占总营收比从 2018 年的 1.66%上升至 2019 年的 3.52%。

特品业务为特色品种分销业务，是根据市场需求与药品生产厂家采用贴牌生产模式和代理销售模式，取得特色产品的经销权，直接销售给连锁药店或单体药店。其优势为：1）能满足连锁药店或单体药店急需商品，同时还能为连锁药店和单体药店提供人员培训、商品促销、业务经营咨询及建议等增值服务，增强客户对公司的粘性；2）帮助药品生产企业解决商品销售的问题。供应商可通过公司的分销平台去掉中间商环节，不仅有助于降低供应商组建销售团队成本，还可以帮助连锁药店和单体药店提高供货渠道的稳定性、享受更优惠的货源。

表6：养天和加盟业务为主，特品业务发展快

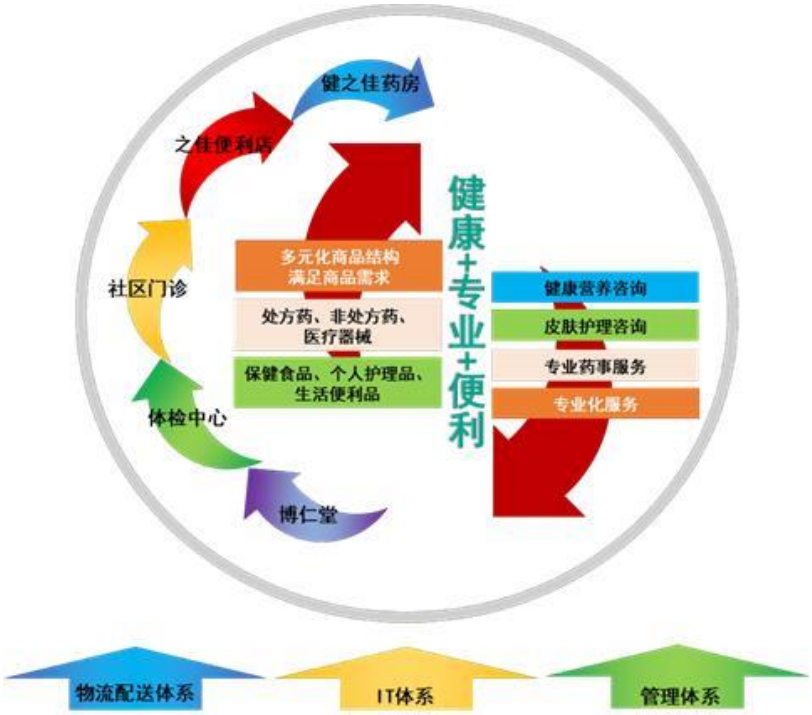
	2017		2018		2019	
	金额	比例	金额	比例	金额	比例
主营业务收入						
加盟业务	33,689.78	43.09%	38,296.59	40.46%	39,457.85	36.59%
直营业务	28,232.49	36.12%	29,819.02	31.50%	31,731.95	29.42%
特品业务	13,961.02	17.86%	21,366.40	22.57%	27,990.61	25.95%
品牌合作业务	-	-	1,574.90	1.66%	3,795.93	3.52%
小计	75,883.29	97.06%	91,056.91	96.19%	102,976.34	95.49%
其他业务收入						
促销服务收入	1,537.08	1.97%	2,584.04	2.73%	3,728.12	3.46%
加盟管理收入	550.47	0.70%	575.91	0.61%	670.96	0.62%
转租收入	148.71	0.19%	243.10	0.26%	231.56	0.21%
物料收入	62.66	0.08%	204.65	0.22%	221.11	0.20%
其他	0.10	0.00%	3.65	0.00%	14.91	0.01%

	2017		2018		2019	
	金额	比例	金额	比例	金额	比例
小计	2,299.03	2.94%	3,611.35	3.81%	4,866.66	4.51%
合计	78,182.31	100.00%	94,668.26	100.00%	107,842.99	100.00%

数据来源：养天和招股书、开源证券研究所

健之佳：直营零售为核心，联合多类电商工具打造多元化社区健康服务生态圈。健之佳从昆明起步发展，立足云南，涵盖云南、重庆、四川、广西等区域，专注扎根西南，依托较为完善的连锁零售网络和专业医药服务实力，形成稳步走向全国的发展战略趋势；构建了以药品销售为主、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，联合佳 e 购、APP、微商城、官网、第三方平台等电商工具，搭建以会员为核心的全渠道营销平台，打造集合了社区专业便利药房、中医诊所、社区诊所、体检中心和便利店等业态的多元化社区健康服务生态圈。

图18：健之佳以药品销售为主，直营零售为核心，联合多类电商工具



资料来源：健之佳招股说明书

健之佳主营业务收入中以药店零售为主，电商占比逐年提升，2017-2019 年占总营收比分别为 77.58%、77.97%、79.39%，呈现稳中有进的趋势；其便利门店零售收入占总营收比逐渐下降，从 2017 年的 12.36%下降至 2019 年的 8.93%；其网络平台业务不断增长，占总营收比从 2017 年的 3.14%上升至 2019 年的 5.64%。

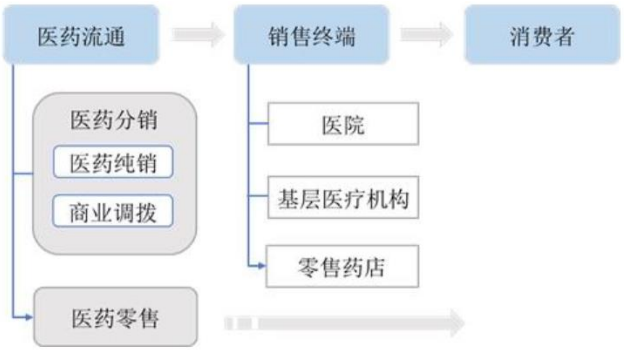
表7：健之佳医药门店零售收入占比稳中有进，网络平台占比逐年提升

	2017		2018		2019	
	金额	比例	金额	比例	金额	比例
主营业务收入						
医药门店零售	182,062.36	77.58%	215,629.24	77.97%	280,122.84	79.39%
体检服务	1,071.64	0.46%	1,236.32	0.44%	1,162.86	0.33%
医药门店零售及服务小计	183,134.01	78.03%	216,865.56	78.41%	281,285.70	79.72%
便利门店零售	28,989.76	12.36%	28,455.80	10.29%	31,499.21	8.93%
网络平台	7,373.45	3.14%	15,294.87	5.53%	19,911.73	5.64%
小计	219,497.21	93.53%	260,616.23	94.23%	332,696.64	94.29%
其他业务收入						
促销服务费	10,764.44	4.58%	12,267.16	4.43%	15,753.85	4.46%
市场推广费	1,836.75	0.78%	2,327.29	0.84%	3,336.87	0.95%
配送劳务费及其他	2,589.11	1.10%	1,374.47	0.50%	1,065.26	0.30%
小计	15,190.30	6.47%	15,968.92	5.77%	20,155.98	5.71%
合计	234,687.52	100.00%	276,585.15	100.00%	352,852.61	100.00%

数据来源：健之佳招股书、开源证券研究所

达嘉维康：分销为主，批零一体化，零售专注专业药房。达嘉维康以分销业务中的纯销模式为主营业务模式，销售终端主要为医疗机构，基本覆盖湖南省三级以上规模医院，并已与 1000 余家国内外优质供应商保持了长期稳定的合作关系，主要经营的药品、中药饮片、医疗器械等品种品规一万余种。在零售业务板块，重点发展专业药房业务，于 2002 年开设了湖南省首家政府核准的特殊病种门诊服务协议药店，提供的“特门服务”业务在湖南省内排名领先；近年来积极推进 DTP 药房建设，形成了以长沙市为中心，覆盖湖南全省 14 个地市州的 DTP 药房布局。公司于 2019 年涉足生殖医院领域，与省内综合性三甲医院以紧密型医联体方式开展合作，完善辅助生殖服务。

图19：达嘉维康以分销业务为主，批零一体化发展



资料来源：达嘉维康招股书

达嘉维康主营业务收入以医药分销为主，其中，纯销中来自医院的收入为主导，2017-2019 年占总营收的比例分别为 70.55%、67.66%、64.37%，呈现下降趋势；纯销中来自药房的收入则逐年增加，2017-2019 年占总营收的比例分别为 4.78%、8.21%、9.08%。其医药零售收入占总营收比逐渐上升，从 2017 年的 11.04%上升至 2019 年的 16.36%，其中 **DTP 业务在 2019 年大幅提升**，其占总营收比从 2018 年的 5.94%上

升至 2019 年的 10.80%。此外，公司于 2018 年取得原湖南省卫生和计划生育委员会同意设置长沙嘉辰生殖与遗传专科医院的批复，**2019 年开始涉足生殖医院领域**，并与省内综合性三甲医院以紧密型医联体方式开展合作，完善辅助生殖服务。

表8：达嘉维康以纯销业务为主，零售业务因 DTP 业务快速增长

	2017		2018		2019	
	金额	比例	金额	比例	金额	比例
主营业务收入						
医药分销						
纯销：	154,998.87	76.65%	170,103.74	77.72%	184,295.61	75.02%
其中：医院	142,660.11	70.55%	148,088.39	67.66%	158,141.34	64.37%
药房	9,673.86	4.78%	17,961.98	8.21%	22,309.44	9.08%
基层医疗机构	2,664.90	1.32%	4,053.37	1.85%	3,844.83	1.57%
调拨：	24,838.23	12.28%	21,007.98	9.60%	20,597.17	8.38%
小计	179,837.10	88.93%	191,111.71	87.31%	204,892.78	83.40%
医药零售						
DTP 业务	8,350.44	4.13%	12,995.79	5.94%	26,543.69	10.80%
特门服务业务	11,593.00	5.73%	11,554.10	5.28%	11,730.92	4.77%
药房传统业务	2,369.76	1.17%	3,144.04	1.44%	1,912.22	0.78%
小计	22,313.20	11.04%	27,693.94	12.66%	40,186.83	16.36%
生殖医院	-	-	-	-	200.26	0.08%
其他业务收入	60.57	0.03%	56.58	0.03%	372.96	0.15%
合计	202,210.86	100.00%	218,862.22	100.00%	245,652.83	100.00%

数据来源：达嘉维康招股书、开源证券研究所

众友健康：聚焦药品连锁零售业务。众友健康在甘肃、陕西、青海、宁夏、新疆、湖北、安徽、北京、浙江、福建等 10 个省、自治区、直辖市拥有超过 3000 家连锁药店，系大型医药连锁经营企业。经过多年发展，众友健康已成为行业内龙头企业之一，连续多年获得《中国药店》评选的中国药店价值榜 10 强企业、中国药店直营连锁 10 强企业。

从拟上市药房的业务结构可以看出，4 个拟上市药房的业务各有侧重，形成差异化竞争，例如达嘉维康在 DTP 药房布局领先，健之佳则积极发展电商平台，未来区域药房有望保持经营特色，维持经营优势。同时，加盟门店、电商平台、DTP 药房也符合未来药店发展趋势，一方面通过加盟、自建方式进行规模扩张，另一方面通过布局电商平台、DTP 药房加大内生增速。

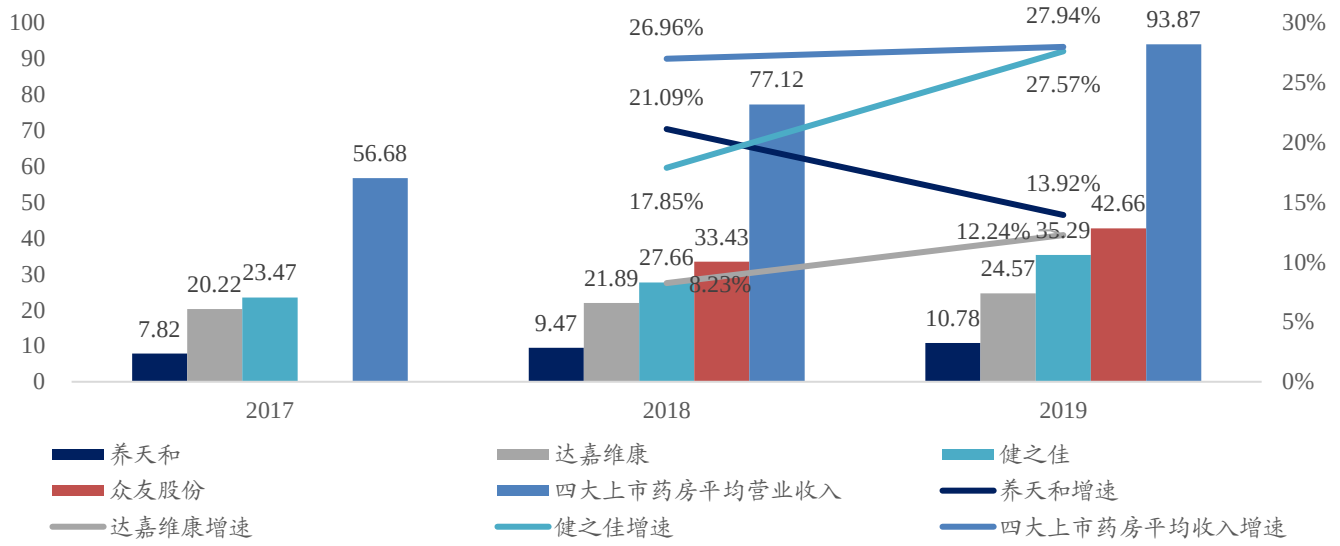
2.1.2、 拟上市药房营业收入、净利润规模随着门店扩张有较大提升空间

从营业收入规模来看，2019 年上市药房平均(93.87 亿)>众友健康(42.66 亿)>健之佳(35.29 亿)>达嘉维康(24.57 亿)>养天和(10.78 亿)。

从营业收入增速来看，2019 年上市药房平均(27.94%)>健之佳(27.57%)>养天和(13.92%)>达嘉维康(12.24%)。其中，达嘉维康与健之佳营收增速在近 2 年提升，健之佳在 2019 年营业收入增速与 4 大上市药房平均增速几乎持平，达到 27.57%，其增

速增加得益于健之佳医药门店零售业务、便利门店零售业务增速提升皆超过 10%。养天和营业收入增速则在近 2 年下降，从 2018 年的 21.09%下降到 2019 年的 13.92%，其主要原因是其加盟业务增速放缓，该业务增速从 2018 年的 13.67%下降到 2019 年的 3.03%；其次，其特品业务增速也从 2018 年的 53.04%下降到 2019 年的 31%。

图20：拟上市药房营业收入规模有较大提升空间



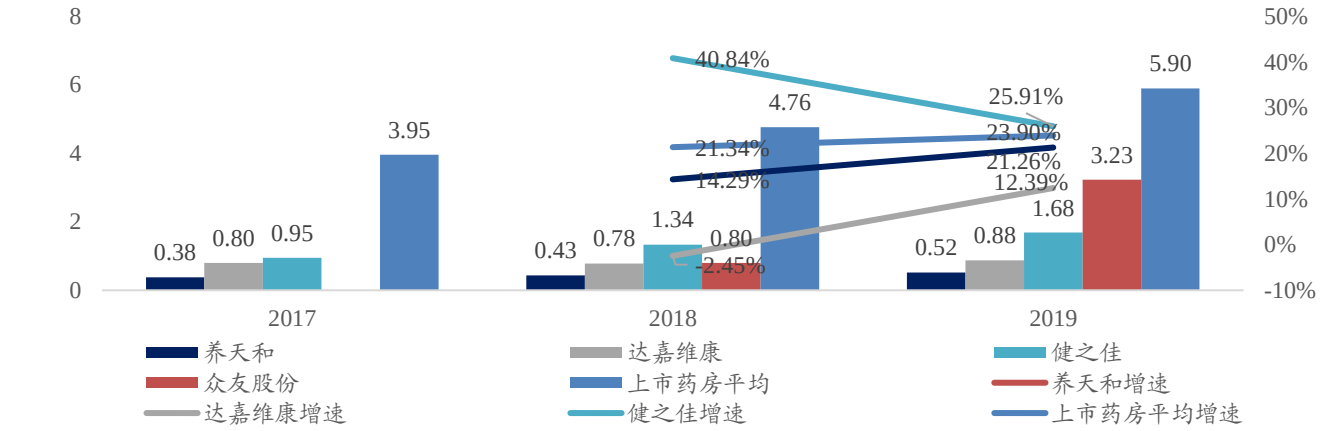
数据来源：各公司招股书、各公司公告、开源证券研究所

从归母净利润规模来看，2019 年上市药房平均(5.9 亿)>众友健康(3.23 亿)>健之佳(1.68 亿)>达嘉维康(0.88 亿)>养天和(0.52 亿)。

从归母净利润增速来看，健之佳(25.91%)>上市药房平均(23.90%)>养天和(21.26%)>达嘉维康(12.39%)。众友健康在 2019 年净利润增速为 301.72%，远高于其他公司，主要原因是众友健康 2019 年出售甘肃众友药业制药有限公司等公司股权、处置房屋。健之佳 2019 年有所下降，从 2018 年的 40.84%下降至 25.91%。养天和净利润增速逐渐接近 4 大药房平均增速，2019 年达到 21.26%。达嘉维康净利润增速也逐渐拉近与 4 大药房平均的差距，呈现逐渐上升的趋势，在 2019 年达到了 12.39%。

目前以拟上市药房为代表的区域连锁收入规模与上市药房平均有一定差距，随着未来成功上市，整体收入规模还有很大提升空间。

图21：拟上市药房归母净利润规模及增速稍低于上市药房平均



数据来源：各公司招股书、各公司公告、开源证券研究所

2.2、 拟上市药房产品结构以中西成药为主且逐年增加其占比

2.2.1、 2019-2020 年中西成药客单价提升明显

2020H1 相较 2019H1，各产品品类实收金额、客流量普遍下降，中西成药在客流量下降 16.39%的情况下，实收金额仅下降了 2.81%，表明其客单价较之前提升，根据瑞商网测算，2020H1 客单价较 2019H1 提升 16.91%，其中 10%是因为商品平均单价上升，6.91%是因为单次购买量加大。其他产品品类中，保健品客单价变化不明显，个人护理品、中药饮片客单价皆下降，但医疗器械与其他非药品则在客流量降低的情况下实现了实收金额的增长。

表9：中西成药客单价明显提升

产品分类	2019H1	2020H1	实收金额	客流量	进销毛利率
保健品	46.2	42.5	-29.61%	-30.05%	-3.7
中西成药	27.6	28.3	-2.81%	-16.39%	0.7
个人护理品	35.2	37.3	-17.19%	-14.89%	2.1
中药饮片	46.8	44.8	-21.71%	-11.11%	-2.0
医疗器械	43.3	37.1	16.60%	-7.70%	-6.2
其它非药品	39.2	35.4	0.15%	-6.83%	-3.8

数据来源：瑞商网、开源证券研究所

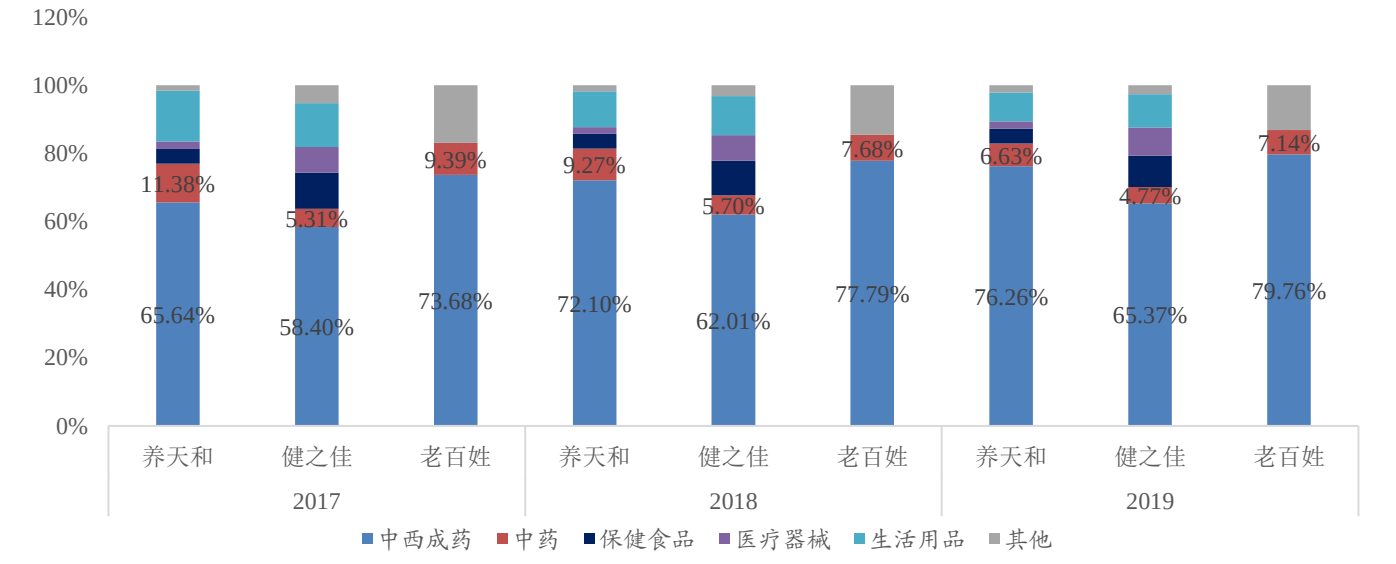
2.2.2、 拟上市药房产品以中西成药为主且逐年增加其占比

在拟上市药房中，众友健康、达嘉维康并未披露分产品的营业收入构成，所以选取养天和、健之佳，上市药房中选取老百姓进行对比分析。在养天和、健之佳、老百姓的医药零售收入结构中，药品为主要组成部分，2019 年各公司的药品占比分别为 82.89%、70.14%、86.9%，且在 2017-2020 年呈现逐渐上升趋势，原因在于“医药分开”、“处方外流”、“带量采购”、“医保控费严格”等相关医改政策逐步落地，药品市场拥有较大市场机遇，所以药品占比逐年提升。

药品分为中西成药与中药，高毛利的**中药占比呈现下降趋势**，主要原因是处方外流导致处方药占比提升，**其中养天和中药占比下降最多**，3 年内比例下降 4.75pct；**健之佳中药占比则呈现波动趋势**，2018 年较 2017 年占比提升 0.39pct，2019 年则下

降 0.93pct。养天和降低中药产品占比是市场供求与毛利率变化共同所致，可以看到，养天和中药产品毛利率较健之佳与老百姓低 30pct 左右，其原因是养天和拓展的品牌合作业务起步较晚，毛利率相对较低，从而拉低了相应产品毛利率。

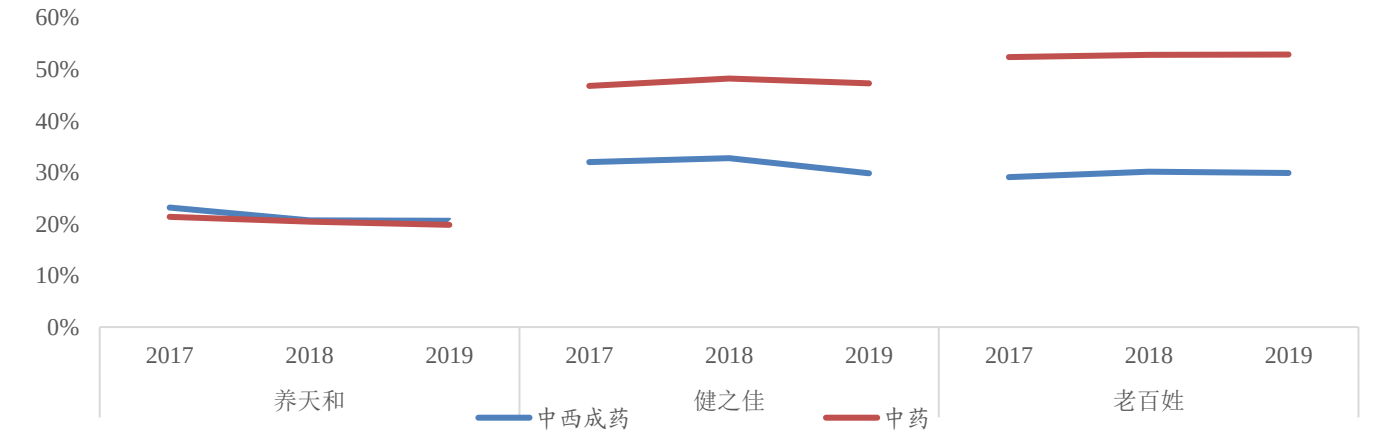
图22：拟上市药房皆以中西成药为主且占比持续增加



数据来源：养天和招股说明书、健之佳招股说明书、老百姓年报、开源证券研究所

从药品品类毛利率来看，3 家药房中，保健食品毛利率最高，中药毛利率略低于保健食品，中西成药毛利率趋于稳定状态，维持在 20%-30%范围内，但由于带量采购近年有小幅度下滑，医疗器械毛利率也处于稳定状态，维持在 30%-40%范围内；但各药房的保健品、中药毛利率差异较大，主要原因是业务所处阶段不同导致相应毛利率不同。

图23：拟上市药房中西成药毛利率稳定，养天和中药毛利率远低于其他公司



数据来源：养天和招股书、健之佳招股书、老百姓公告、开源证券研究所

此外，就商品品规而言，健之佳实施差异化的产品组合策略，提供包括处方药、非处方药、中药材、保健品、个人护理品、家庭健康用品、日用消耗品、便利食品及促销品等 9 类商品，根据不同产品的品牌定位及相应的目标顾客群开展差异化的市场营销，通过电视、网络贴片、公交、分众、电台等媒体渠道投放品牌形象广告片，提升了健之佳品牌在西南地区的认知度，并强化了顾客品牌忠诚度，截至 2019 年 12 月 31 日，健之佳在营商品品类达到 2.9 万余种。养天和则提供中西成药、中药、保

健食品、医疗器械、生物制剂、计生用品以及生活用品等 7 类商品，拥有 1.7 万余种商品品规。但商品品规并不是越多越好，**适当缩减商品品规能够聚焦优势品种，提升议价能力，从而提升产品毛利率**。

2.3、 拟上市药房门店数量、分布区域有较大提升空间

2.3.1、 除众友健康外，3 家区域连锁药店门店数量、覆盖区域具有较大提升空间

根据西普会发布的“2019-2020 年度中国药品零售企业综合竞争力排行榜”，2019-2020 年度百强榜企业分布在 28 个省、自治区级直辖市，其中湖南、广东并列第一，上榜企业达到 9 家；山东、江苏并列第三，上榜企业 8 家。由此，养天和、达嘉维康主要布局的湖南省竞争激烈，健之佳、众友健康分别主要覆盖的云南省、甘肃省竞争相对较小。

表10：湖南省百强企业数量最多

省份	数量	省份	数量
湖南	9	陕西	5
广东	9	重庆	5
山东	8	湖北	5
江苏	8	江西	4
浙江	6	河北	4

数据来源：2020 年西普会、开源证券研究所

养天和共有 927 家门店，其中 182 家为直营店，745 家为加盟店，是 4 家公司中唯一一家有加盟店的公司。养天和门店分布于湖南、海南两个省市，也因为湖南药品零售行业竞争激烈由此发展了其独特的加盟模式进行扩张。但由于其覆盖区域少于同行业可比企业，例如众友健康已经覆盖了 10 个省市，且湖南是全国拥有百强企业最多的企业，竞争激烈，其客单价、毛利会受到影响，未来需要进一步开拓省外市场。

达嘉维康由于主营业务是批发业务中的分销业务，医药零售业务仅占总营收的 16.38%（2019 年），其零售门店至 2020 年 8 月仅为 30 家，且全部分布于湖南地区，单一区域发展劣势在于若湖南市场需求增速放缓，将对公司医药零售业务产生较大不利影响，进而影响公司经营业绩和财务状况，由此达嘉维康规划未来于湖南增设 50 家直营门店；此外，发展零售业务可以进一步提升批零一体化，且批发业务毛利率（12%左右）远低于零售业务（37%左右），扩大零售业务可以提升整体毛利率。

健之佳截至 2020 年 8 月共有 1546 家医药零售门店，全为直营店，分布于 4 个区域：云南、重庆、四川、广西。健之佳发展起步于云南，经过二十余年发展，已在云南地区形成了较强的竞争优势。但与云南地区相较，健之佳在广西、四川和重庆等经营区域仍处于开发阶段，直营门店数量与市场份额均较低。由此，与西南地区龙头一心堂相比，健之佳经营区域覆盖范围与之存在一定差距。

众友健康截至 2020 年 8 月已拥有超过 3000 家门店，且全为直营店，分布于甘肃、陕西、青海、宁夏、新疆、湖北、安徽、北京、浙江、福建等 10 个省市，且在 2019 年新增了超过 500 家门店，其门店规模以及营业收入规模在 4 个拟上市药房中最接近上市药房。

表11：除众友健康外的 3 家拟上市药房零售门店分布偏区域性

公司名称	直营店	加盟店	覆盖地区
养天和	182	745	湖南/海南
达嘉维康	30	0	湖南
健之佳	1546	0	云南/重庆/四川/广西
众友健康	超过 3000	0	甘肃/陕西/青海/宁夏/新疆/湖北/安徽/北京/浙江/福建
益丰药房	4450	419	湖南/湖北/江西/上海/江苏/浙江/河北/北京/广东
大参林	4809	76	广东/江西/广西/河南/福建/浙江/河北/江苏/陕西/黑龙江
老百姓	4115	1323	湖南/湖北/江西/河南/广东/广西/北京/天津/河北/内蒙古/陕西/甘肃/宁夏/浙江/上海/安徽/江苏/山东/四川/福建/贵州
一心堂	6402	0	云南/广西/四川/山西/贵州/海南/重庆/上海/天津/河南

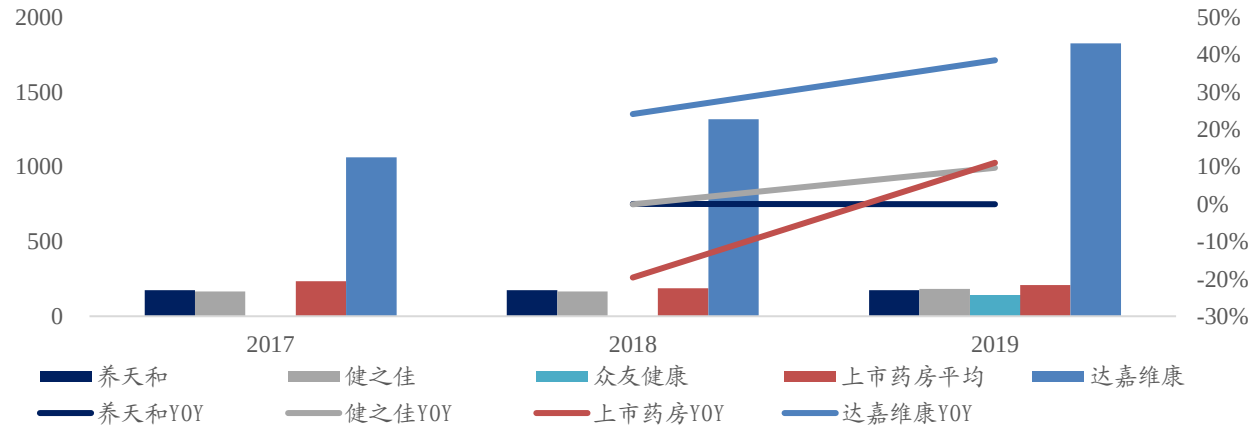
资料来源：各公司招股书、各公司公告、开源证券研究所

未来拟上市药房门店扩展空间较大，但要在省外与上市药房进行直接竞争，对各拟上市药房的省外拓展能力、精细化管理能力提出了较高要求。

2.3.2、 单店营业收入：达嘉维康最高，养天和、健之佳低于上市药房平均

单店营业收入会受到 2 个因素影响：当地经济发展水平影响、产品品类差异性。可以发现，经营集中于经济发展水平相对落后的西南地区的健之佳，单店盈利能力较低，且与处于同行业经营区域重合度较高的一心堂相当，一心堂在 2017-2019 年的单店盈利能力分别为 144.2、151.1、167.2 万元/年。在产品品类差异性方面，达嘉维康医药零售业务主要经营专业药房，以处方药品的销售为主，包括“特门服务”药房业务与 DTP 药房业务，特门服务针对恶性肿瘤、尿毒症、肝肾移植术后、高血压、冠心病等病情较重、病程较长、门诊治疗费用较大的特殊病种，DTP 药房经营品种以抗肿瘤、丙肝、HIV、自身免疫系统疾病等方面的新特药为主，该两类业务的药品价格高于传统药房经营药品，导致达嘉维康单店营业收入远高于其他公司。

图24：达嘉维康店均收入最高，养天和、健之佳低于上市药房平均



数据来源：各公司招股书、各公司公告、开源证券研究所

2.3.3、 单店运营效率：达嘉维康最高，养天和、健之佳低于百强平均

从 2019 年日均坪效来看，达嘉维康(204.44)>上市药房平均(62.44)>百强平均

(48.00)>养天和(38.53)>健之佳(30.42)。由于达嘉维康主要经营专业药房，销售的药品品类价格较传统药房经营品种高，导致达嘉维康日均坪效远高于行业水平。2019 年，健之佳、养天和的日均坪效分别为 30.42、38.53 元/平方米，不仅低于 4 大上市药房平均 62.44 元/平方米，更低于百强连锁平均日均坪效 48.00 元/平方米，主要因为医药零售行业具有明显规模优势，健之佳、养天和由于其规模、区域局限，导致日均坪效较低。随着未来门店扩张，门店经营效率会逐步提高。

表12：达嘉维康日均坪效最高，养天和、健之佳低于百强平均

省份	2017	2018	2019
养天和			38.53
健之佳	26.69	27.18	30.42
达嘉维康	118.46	140.88	204.44
上市药房平均	65.88	61.35	62.44
百强平均			48.00

数据来源：各公司招股书、各公司公告、开源证券研究所

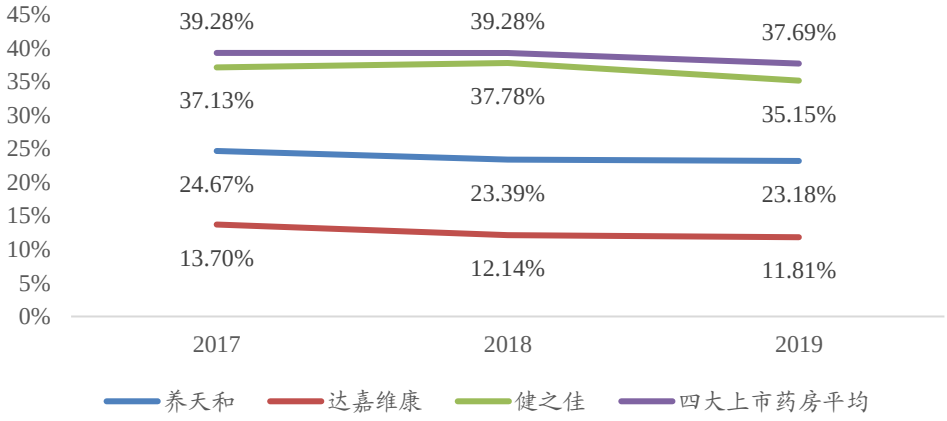
2.4、 拟上市药房盈利能力低于上市药房，营运能力各有优势

2.4.1、 行业毛利率持续下滑，由于规模效应，拟上市药房毛利率普遍低于上市药房平均

就整体毛利率而言，2019 年上市药房平均(37.69%)>健之佳(35.15%)>养天和(23.18%)>达嘉维康(11.81%)，其中**健之佳毛利率与上市药房平均差距很小**，**达嘉维康毛利率最低**，原因有两方面：1）其主营业务集中于医药批发业务，批发业务毛利率较零售业务小，批发行业上市公司毛利率为 12%左右，远低于零售行业（37%左右）；2）其零售业务主营专业药房，以处方药品销售为主，该部分业务毛利率较低，2019 年其 DTP 业务毛利率为 8.25%，特门服务业务毛利率为 20.74%，传统药房业务毛利率为 34.50%，传统药房业务毛利率水平与上市药房水平相当。

养天和整体毛利率较低（2019 年 23.18%）的原因有两方面：1）公司业务结构不同，养天和零售业务占比仅为 69.54%，较低的批发业务毛利率拉低了整体毛利率；2）公司零售业务中特殊门诊占比较高，特殊门诊用药费用按住院费用报销办法，由基本医疗保险基金按比例进行支付，所以其毛利率较低，2017-2020 年的毛利率分别为 18.41%、19.25%、21.86%，占直营业务收入的比重分别为 21.50%、22.14%、22.16%，**扣除特殊门诊影响后公司零售业务的毛利率为 39.78%、37.24%、36.67%，便与上市药房基本一致**。但是，**养天和批发业务毛利率（2019 年 20.51%）比上市药房批发业务平均毛利率（2019 年 12.27%）高**，主要原因为特品业务（分销）主要为代理品种和贴牌合作品种。代理品种和贴牌品种通过加强与医药生产企业的直接合作，整合采购渠道，减少产品流通中间环节，降低采购成本，毛利率高于市场上常规品种，常规品种由于市场供应充足，价格透明，竞争较为激烈，毛利率相对较低。

图25：拟上市药房整体毛利率普遍低于上市药房平均



数据来源：各公司招股书、各公司公告、开源证券研究所

表13：养天和业务结构导致整体毛利率较低

	2017		2018		2019	
	收入占比	毛利率	收入占比	毛利率	收入占比	毛利率
医药零售						
加盟业务	44.40%	10.96%	42.06%	10.76%	38.32%	9.58%
直营业务	37.21%	35.18%	32.75%	33.26%	30.81%	33.38%
品牌合作业务	-	-	1.73%	9.30%	3.69%	6.29%
医药批发						
特品业务	18.40%	24.41%	23.46%	21.34%	27.18%	20.51%

数据来源：养天和招股书、开源证券研究所

2.4.2、 拟上市药房期间费用率低于上市药房平均

就销售费用率而言，健之佳>上市药房平均>养天和>达嘉维康≥上市批发公司平均。达嘉维康销售费用率最低，且从 2017 年的 4.3%下降到 2019 年的 3.12%，原因有两方面：1）业务结构不同，其主营的批发业务销售费用远低于零售业务，批发行业 4 家可比上市公司（柳药股份、鹭燕医药、人民同泰、华通医药）在 2017-2019 平均销售费用率分别为 3.07%、3.58%、4.09%，与达嘉维康相当。2）**达嘉维康**零售业务主要为专业药房，相较传统药房，其单店收入额更高，销售费用率低。

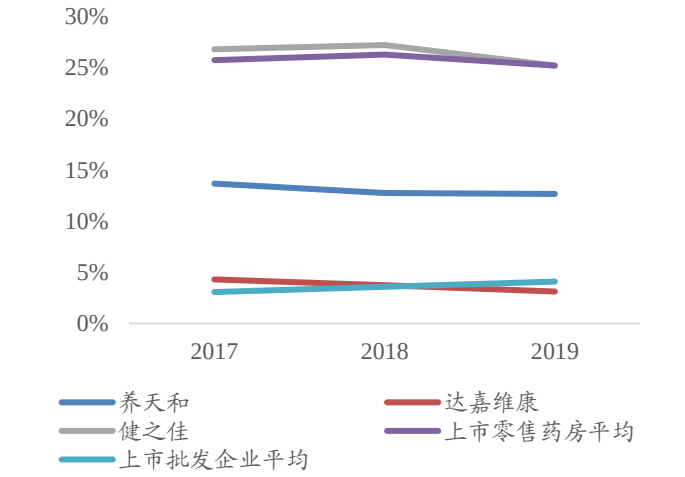
养天和销售费用率自 2017 年逐渐下降，从 13.66%下降到 12.65%，主要原因系其业务模式，养天和门店布局以加盟店为主，加盟店均为独立的经营实体，自负盈亏，而其他公司门店类型以直营门店为主，其销售人员薪酬、房租物业等费用支出均高于养天和。

就管理费用率而言，上市零售药房平均>养天和>健之佳>上市批发公司平均>达嘉维康。达嘉维康管理费用率同医药流通中批发行业的上市公司不存在显著差异，但低于连锁药房的管理费用率。健之佳 2019 年管理费用较 2018 年上升，主要因为职工薪酬上升，管理人员数量随着公司规模的扩张不断增加，2017-2019 年计入管理费用的员工数量分别为 601 人、668 人和 762 人，计入管理费用的职工人均薪酬不断上升，分别为 6.33 万元、7.16 万元和 7.73 万元，拉高了整体管理费用率。由于养天和主营业务是为单体药店和中小连锁药店提供商品和服务，而其曾经子公司和盛长

风的客户主要为县级及以下医院和医疗机构，为聚焦主业、提升对主要客户的服务能力，养天和于 2019 年 9 月将和盛长风进行转让。由此，养天和管理费用率在 2019 年下降，转让和盛长风后管理人员减少，职工薪酬降低，其次，房租及物业费也因此下降，从而整体管理费用率下降。

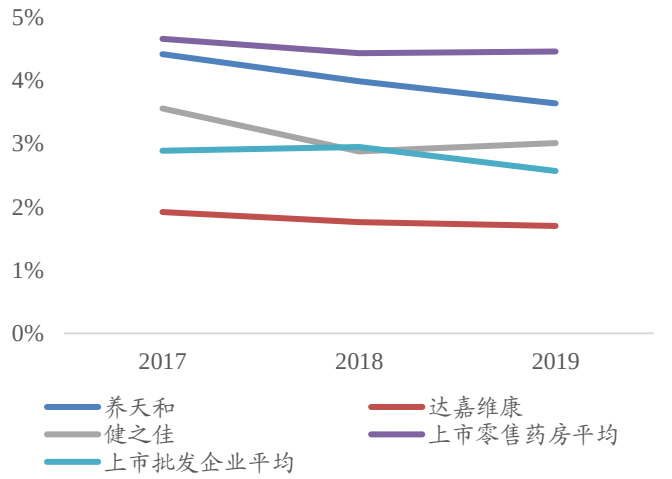
拟上市药房在快速扩张过程中，由于门店数量、职工人数快速增长，其房租、职工薪酬增长较快，导致销售费用率、管理费用率提升，但在精细化管理能力的不断加强下，期间费用率会呈现下降趋势。

图26：养天和、达嘉维康销售费用率较低



数据来源：各公司招股书、各公司公告、开源证券研究所

图27：拟上市药房管理费用率较上市药房平均低



数据来源：各公司招股书、各公司公告、开源证券研究所

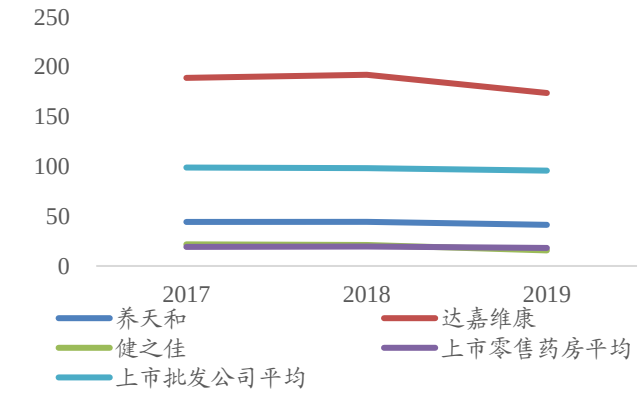
2.4.3、存货管理能力高于上市药房平均，应收账款管理能力随着规模扩张将提高

就应收账款周转天数而言，医药批发公司应收账款周转天数较医药零售公司高。**达嘉维康的业务以批发业务为主，其应收账款周转天数（2019 年 174 天）高于批发行业上市公司平均（96 天）**，根据其招股书披露，主要因为湖南省内分销业务医院客户账期较其他省市更长。在以零售药房业务为主的公司里，**养天和应收账款周转天数较高（2019 年 41 天）**，有 3 方面原因：1）由于加盟店应收账款要通过先入门店再归集至公司指定账户，其应收账款余额较直营店更高，以加盟店为主的养天和应收账款余额更高；2）公司给予加盟店 40%贷款授信，也产生了一定应收账款；3）公司的特色品种分销和品牌合作均会给予客户一定额度授信，且二者合计的收入占营业收入比例高于同行业上市公司。**健之佳拥有较好的应收账款管理能力**，应收账款周转天数与上市药房平均近乎持平。

就存货周转天数而言，首先，医药零售公司存货周转天数较医药批发公司高；其次，具体销售模式会产生一定影响，例如养天和存货周转天数低于上市药房平均的原因就在于其销售模式，养天和直营门店占比较低，由于直营门店面向消费者进行零售，从产品入库到销售完毕周期较长，导致存货周转天数相对较高。而加盟店模式、特色产品分销和品牌合作业务在商品签收后即确认收入，存货周转快。**健之佳**在 2017-2019 年扩大经营规模，增加门店数量，导致仓库及门店商品随之增长，从而公司存货周转天数上升，但总体接近上市药房平均水平。

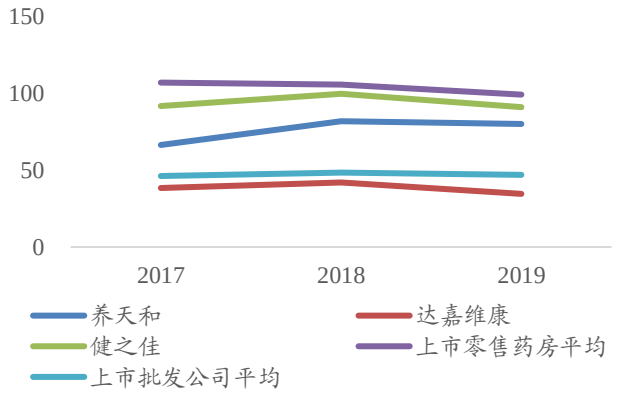
总的来看，应收账款周转能力随着门店规模扩大，上游议价能力提高而增强；存货周转效率可以通过开展加盟模式提升。

图28：应收账款周转天数普遍高于上市药房平均



数据来源：各公司招股书、各公司公告、开源证券研究所

图29：存货周转天数皆低于上市药房平均



数据来源：各公司招股书、各公司公告、开源证券研究所

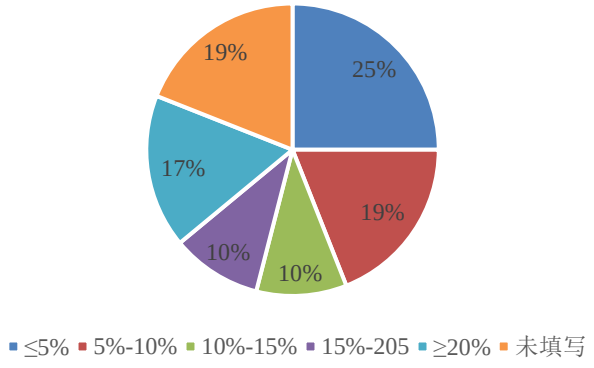
2.5、 处方外流承接能力：达嘉维康 DTP 药房布局领先，健之佳医保店占比更高

2.5.1、 达嘉维康在 DTP 药房布局领先

随着医改多项政策的推动， DTP 药店作为药企、医院及患者的链接平台已经成为主流药品流通企业向医药零售新模式转型的重要发展方向。另外，在大健康战略背景下，药店的多元化服务也使 DTP 药店的经营模式获得广阔发展空间。

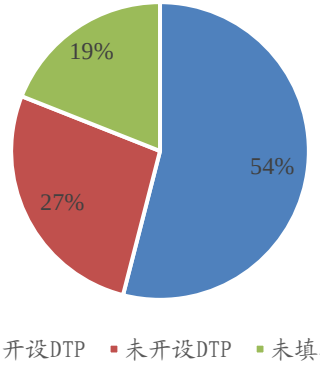
根据中康资讯，百强连锁逐渐重视院边店建设，目前院边店占比大多在 10%以下，但通过调查发现院边店占比 20%以上的连锁 DTP 药房业务发展更好，未来院边店占比呈现上升趋势。截至 2020 年，超过一半的百强连锁开设了 DTP 药房或 DTP 业务，且百强连锁 DTP 药房平均单店营业额达到 2337 万元/店。

图30：百强连锁逐渐重视院边店



数据来源：2020 西普会、开源证券研究所

图31：超过一半的百强连锁布局 DTP 药房

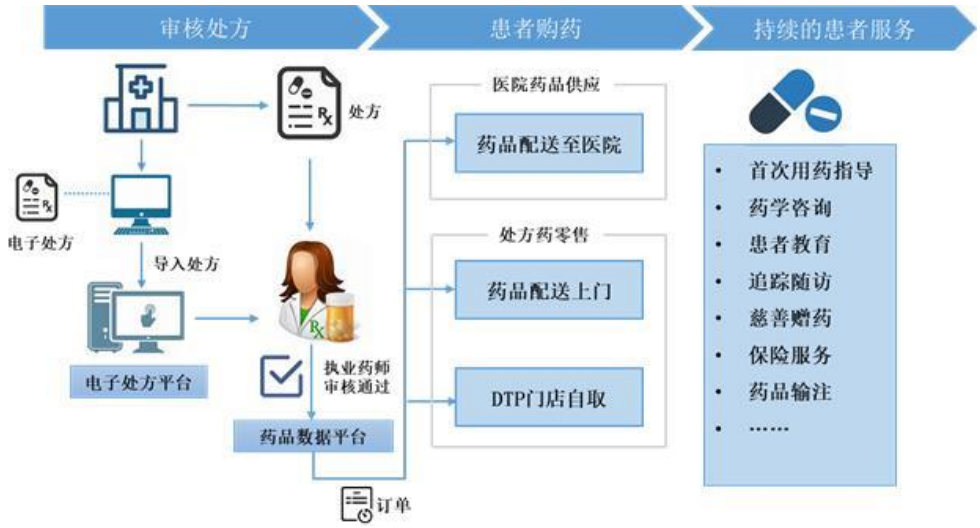


数据来源：2020 西普会、开源证券研究所

在布局 DTP 药房的进程中，达嘉维康位于 4 家拟上市药房最前列。截至 2020 年

7 月，达嘉维康已经开设 19 家 DTP 专业药房，形成了以长沙市为中心，覆盖湖南全省 14 个地市州的 DTP 药房布局，经营新特药品种品规 194 个，凭借专业药房的规范化管理，2019 年通过《零售药店经营特殊疾病药品服务规范》(“特药药房标准”)，成为全国第一批达标药店，并荣获“2019 年度十大 DTP 药房”。

图32：达嘉维康 DTP 药房发展成熟



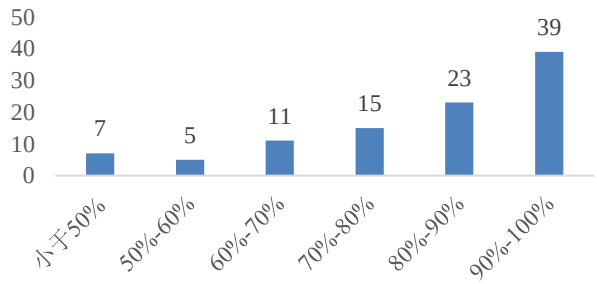
资料来源：达嘉维康招股说明书

其他拟上市药房，例如养天和，在招股说明书里提到未来也会积极开拓和发展 DTP 联盟体系，通过建设 DTP 联盟体系，借助布局在医院周边的 DTP 药房，承接处方外流，收集特殊患者用药信息并反馈给 DTP 制药企业，向顾客匹配和输送合适的新特药等产品。

2.5.2、 健之佳医保门店占比领先

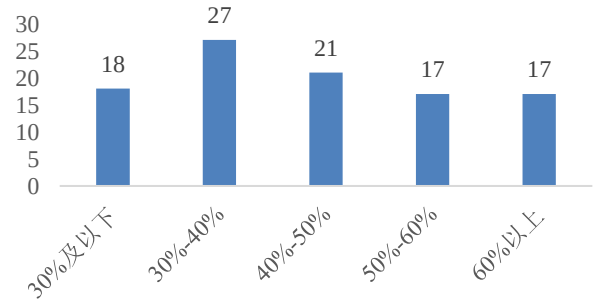
从医药零售行业来看，百强连锁在医保门店布局较为重视，普遍医保门店占比达到 80%以上，超过 1/3 百强连锁的医保门店占比在 90%以上。健之佳医保门店占比较高，其在 2017-2019 年的医保门店占比分别为 89.78%、86.62%、93.03%，整体处于上升趋势，且在 2019 年医保门店占比超过 90%，位于百强前列（有 39 家百强连锁医保门店占比超过 90%）。

图33：百强连锁普遍医保门店占比 80%以上



数据来源：2020 西普会、开源证券研究所

图34：百强连锁普遍医保刷卡额占比约为 40%



数据来源：2020 西普会、开源证券研究所

表14：健之佳医保门店占比在行业位于前列

地区	2017		2018		2019	
	医保门店数量	占比	医保门店数量	占比	医保门店数量	占比
云南省	1,126	88.59%	899	84.89%	814	92.29%
广西自治区	72	92.31%	71	100.00%	61	93.85%
四川省	80	96.39%	68	89.47%	67	98.53%
重庆市	110	96.49%	95	93.14%	85	95.51%
合计	1,388	89.78%	1,133	86.62%	1,027	93.03%

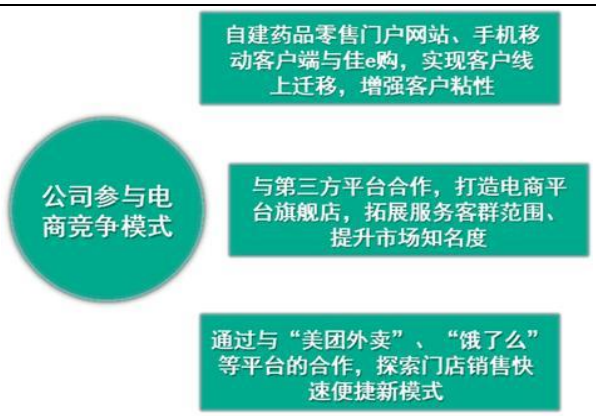
数据来源：健之佳招股说明书、开源证券研究所

2.6、 健之佳布局电商平台领先于其他拟上市药房

健之佳2017-2019年电商收入占主营业务收入比例持续增加，占比分别为3.36%、5.87%、5.98%，同比增长率（2019年27.66%，2018年18.73%）略高于公司整体收入增长率（2019年27.57%，2018年17.85%）。

健之佳开展“网订店取、网订店送”及委托第三方物流配送的多种电商业务，主要方式有以下3种：一是自有电商平台销售，包括PC端平台（健之佳网上药店）、移动端购物平台（健之佳APP）、微信平台（健之佳公众号）以及佳e购电子货架开展销售；二是通过第三方网络平台如天猫、京东商城、苏宁易购、拼多多等渠道开展电商业务；三是通过与“美团外卖”、“饿了么”等平台的合作，探索门店销售快速便捷新模式。

图35：健之佳电商业务主要由自有平台、第三方平台、合作平台3部分组成



资料来源：健之佳招股说明书

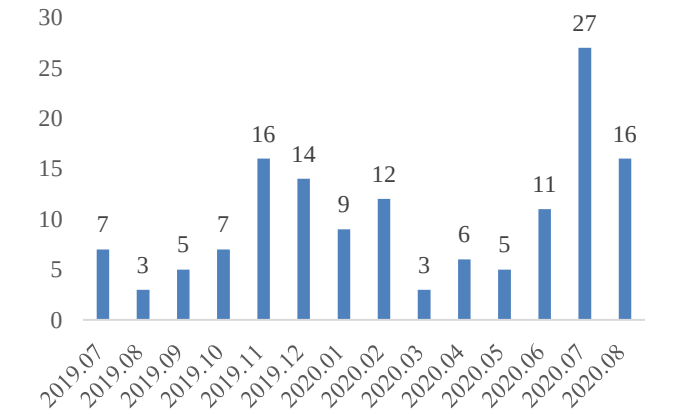
养天和在招股说明书也提到其电商平台规划，并已初步推出“养天和优选”微信商城小程序作为赋能门店的工具服务顾客。“养天和优选”让消费者通过线上平台下单，自主选择去邻近线下门店提货，或选择合作平台直接配送上门，既分流了线下巨大的会员流量，又能锁定优势顾客，还能够通过提供便捷、迅速、专业的服务提高公司品牌知名度。养天和未来将基于药店已有会员基础，利用线下门店分布优势，与大型线上销售平台饿了么、百度、美团等合作，开展线上线下融合运营模式。

3、 IPO 助力拟上市连锁内生外延齐发力

3.1、 区域连锁药房独立上市或出售应综合考量自身情况、发展期望

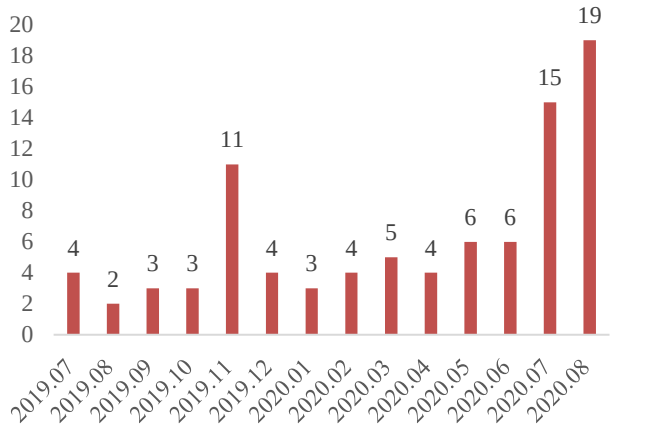
在行业集中度不断提升的大趋势下，中小零售药店面临较大生存困难，对于规模处于行业中上等水平的区域连锁，则面临着独立上市或出售给上市公司的选择。根据摩根士丹利的总结，药店独立上市考量因素主要有 5 点：1）合规成本及时间；2）自身规模大小及上市不确定性；3）行业竞争格局变化带来的业绩波动；4）结合自身区域分布广度和深度衡量独立上市后的发展空间及竞争优势以及上市后潜在的估值水平；5）可能错过当前医药零售市场并购整合较为活跃的良机。其中，就上市时间而言，零售药房独立上市仍需等待较长时间，例如创业板排队企业数量高达 351 家，按正常发行速度预计需要 1-2 年时间才能完全消化现有排队企业。

图36：科创板每月上市企业数量较多



数据来源：2020 年全国药店周、开源证券研究所

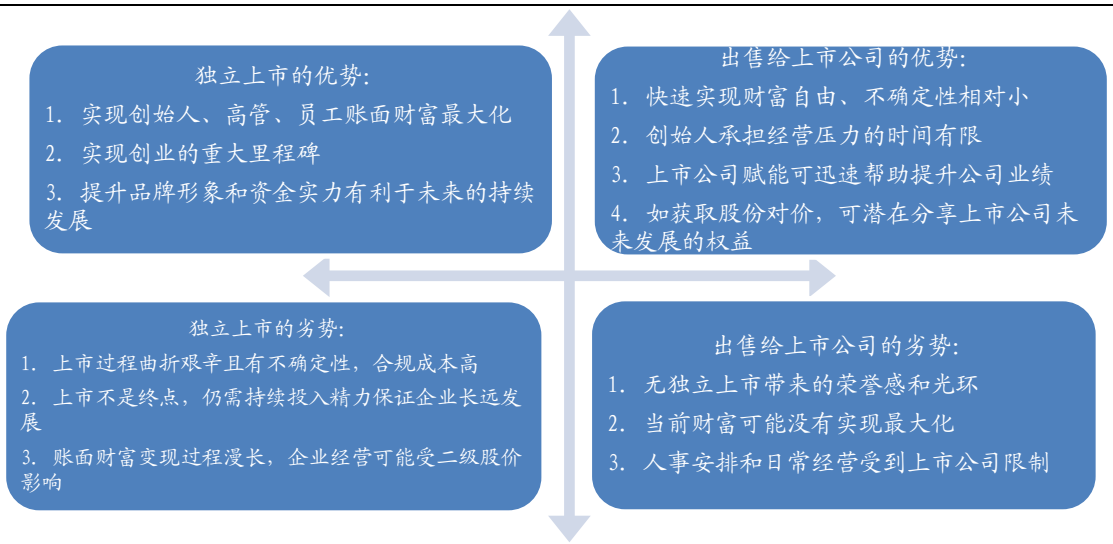
图37：创业板每月上市企业数量较多



数据来源：2020 年全国药店周、开源证券研究所

综合独立上市和出售给上市公司的考量因素，可以发现独立上市和出售给上市公司各有优劣，其结果取决于其自身企业经营情况以及创始人对企业未来发展的期望。

图38：独立上市或出售给上市公司各有优劣势



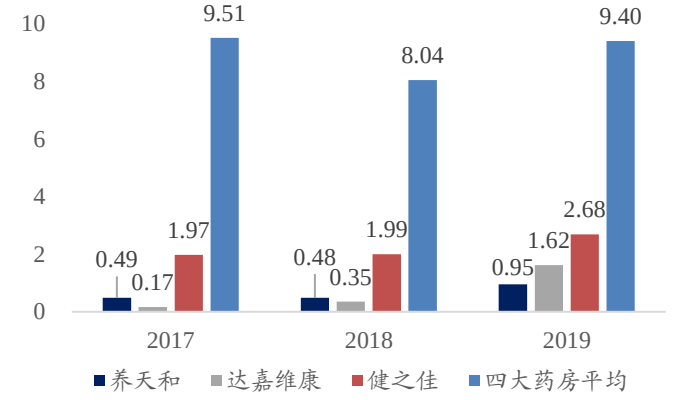
资料来源：2020 年全国药店周、摩根士丹利、开源证券研究所

3.2、 IPO 后上市连锁并购资金充足，门店数量增加，外延增速快

医药零售连锁企业具有明显的规模化效应和资金密集型特征，推动业务区域扩张需要投入大量资金，用于连锁药品零售网络建设。同时，随着医药零售行业兼并重组持续深化的趋势，公司的资本实力至关重要。目前各区域连锁药房皆处在快速发展的阶段，仅凭自有资金已不足以支撑未来发展的战略目标。通过比较各区域连锁药房以及上市连锁药房的现金余额、经营活动产生的现金流可以发现，区域连锁药房与上市连锁药房有较大差距，众友健康门店已经超过了 3000 家，与上市连锁药房差距较小，但经营活动产生的现金流量净额仅为不到上市连锁平均的 1/4，在自有资金缺乏的情况下，其扩张能力有限。

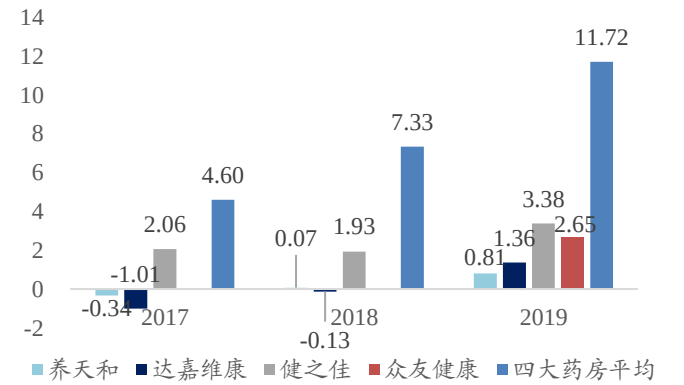
由此，各公司皆需拓宽融资渠道，增加资金投入以保证流动资金足以覆盖日常经营所需，以及未来的快速发展。

图39：拟上市药房期末现金及现金等价物余额（亿元）远小于上市药房平均



数据来源：各公司招股书、各公司公告、开源证券研究所

图40：拟上市药房经营活动产生的现金流量净额（亿元）远小于上市药房平均

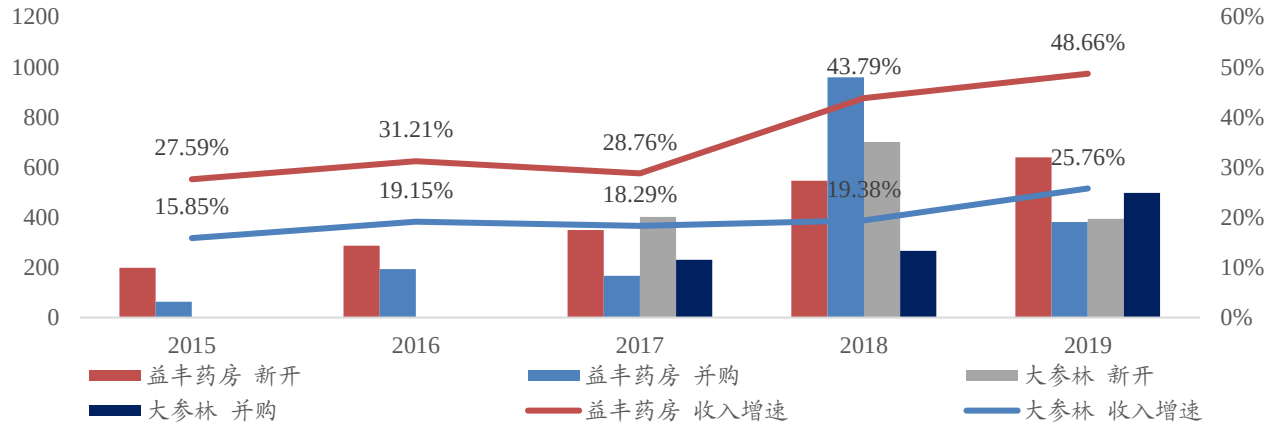


数据来源：各公司招股书、各公司公告、开源证券研究所

由于资金实力不断增强，各上市连锁药房自 2015 年逐渐加大了并购的步伐，益丰药房在 2015 年当年新开门店为当年并购门店数量 3 倍多，而后持续新增并购门店，在 2017 年新增并购 167 家，在 2018 年大幅增加并购门店数量，并购了 959 家，可以看到，益丰药房 2018 年收入增速从 2017 年的 28.76%大幅提升至 43.79%，并在 2019 年继续上升达到 48.66%；大参林自 2017 年开始并购，其新增并购门店数量从 231 家增至 2019 年的 498 家，收入增速也从 18.29%增至 25.76%。

老百姓在 2015-2018 年新增并购门店数量从 286 家增至 413 家；一心堂在 2017 年新增并购门店 448 家后暂缓并购步伐，但在 2019 年继续新增并购 243 家；由此，各上市连锁药房利用外延增长不仅可以不断扩大覆盖区域，还可以加深区域渗透率，快速提升市占率。

图41：IPO 后上市药店并购门店数量快速上升



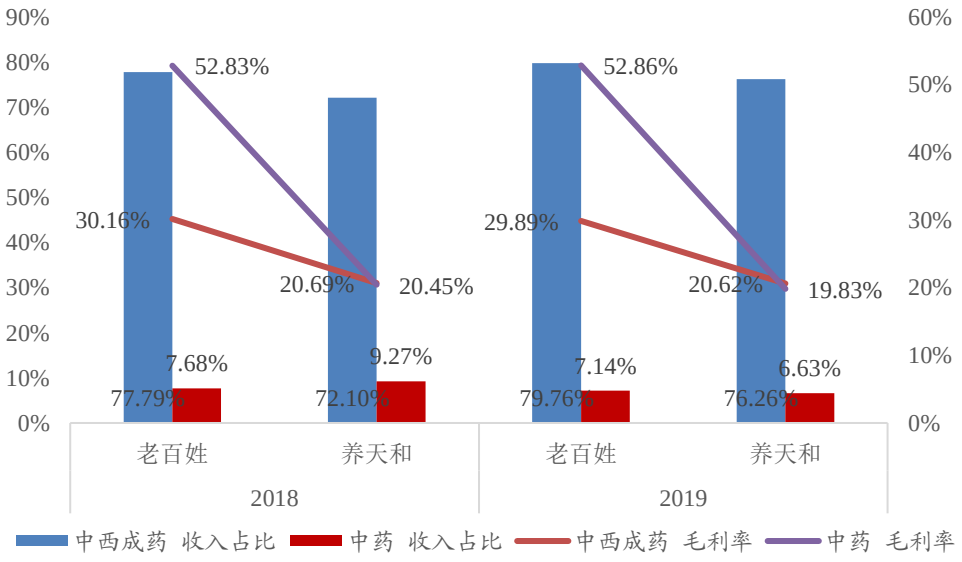
数据来源：各公司公告、开源证券研究所

此外，由于公开发行股票对公司各方面都有严格的要求，借助 IPO，各区域连锁药房可以进一步完善公司治理结构和内部控制制度，进一步提升管理水平；并通过建立更加科学的人力资源管理体系与绩效考核体系，不断优化人才培训体系，吸纳连锁经营、兼并收购等领域高素质人才加入，助力提升并购门店数量、扩大公司经营规模。此外，IPO 能够规范行业经营，有利于行业进一步回归良性竞争。

3.3、 门店数量增加提升上游议价能力，店均利润增加，内生稳健增长

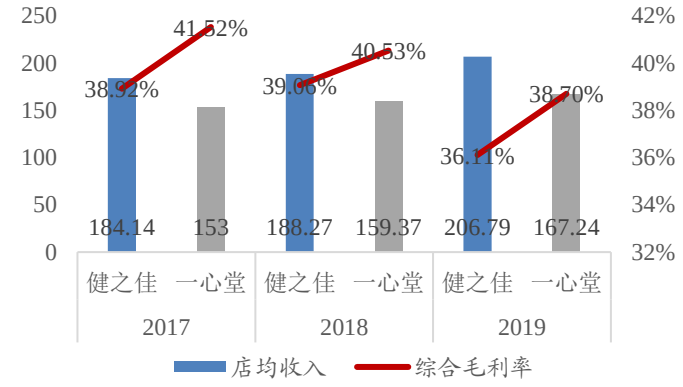
由于健之佳主要经营区域为云南，2019 年云南省营业收入占比为 84.53%，同在西南地区深耕的上市连锁药房一心堂与之可比性更强；养天和零售药房主要分布于湖南省，老百姓与之可比性更强。通过比较区域连锁药房以及当地龙头上市连锁药房的店均收入、主要产品毛利率可以发现，老百姓主要产品毛利率高于养天和，健之佳虽然店均收入高于一心堂，但整体毛利率仍相对较低，其主要产品中西成药毛利率也低于一心堂。由此，拥有大量门店的上市药房在上游议价能力高于拟上市药房，内生增长更加稳健。

图42：主要产品毛利率：老百姓皆高于养天和



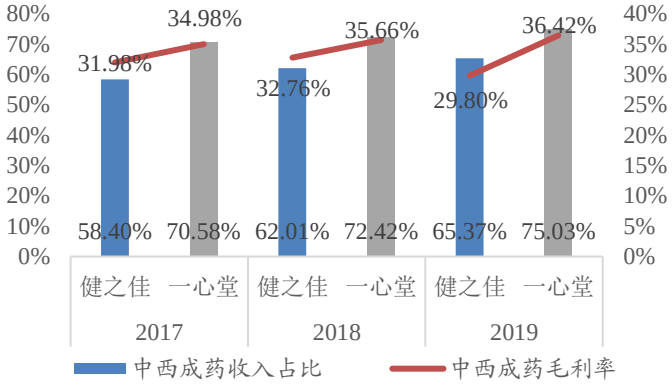
数据来源：各公司公告、开源证券研究所

图43：健之佳店均收入高于一心堂，毛利率低于一心堂



数据来源：各公司公告、开源证券研究所

图44：主要产品中西成药毛利率：一心堂高于健之佳



数据来源：各公司公告、开源证券研究所

3.4、 拟上市药房募集资金项目以外延扩张、内生增长为主

从各拟上市药房招股书中的募集资金运用可以发现，拟上市药房募集资金项目以外延扩张、内生增长为主。

门店扩张带来的优势为：1）迅速扩大公司规模及其影响力，增强公司在区域范围内的知名度；2）门店扩张不仅让销售渠道越来越广、企业规模越来越大，对上游药品生产企业和药品批发企业的议价能力越发明显，有利于降低企业的采购成本。

内生增长表现在完善物流系统、信息系统，提升门店经营效率。

完善物流系统带来的优势：可以大大提升物流仓储管理信息化与智能化水平，进一步提升公司物流配送能力与配送效率，降低物流配送成本、人力成本，也降低整体库存周转率。

完善信息系统带来的优势：提升信息系统与公司业务运营的粘合度，从而显著提升公司整体决策水平与运营管理效率，进一步加强对各终端门店的管理能力与服务支持，增强各门店销售能力，优化门店产品结构，提升公司核心竞争力。

表15：募集资金项目以门店扩张、物流建设、信息服务建设为主

公司名称	募集资金项目
养天和	物流配送中心建设
	营销渠道网络建设
	管理信息系统升级建设
达嘉维康	连锁药房拓展
	智能物流中心
	偿还银行贷款
健之佳	新开门店建设
	医药连锁信息服务
	全渠道多业态营销平台建设

资料来源：各公司招股书、开源证券研究所

3.5、 从拟上市药房发展现状看未来零售药房发展方向

上文提到，目前医药零售行业出现整体毛利率下降的趋势，且毛利率下降趋势在带量采购常态化的形势下将延续至未来，目前网上药店规模快速扩大，线下门店受到一定冲击，在这样的行业现状下，传统药店转型迫在眉睫。直接影响药店收入的 3 个基本指标是：客单价、客流量、复购率。在客流量下降的现状下，提高客单价与回购率是未来聚焦发展方向。通过上文各公司业务及财务对比，可以发现达嘉维康领先于其他公司，其单店营业收入、单店运营效率均远高于同行业公司。达嘉维康医药零售业务主要经营专业药房，专业药房的特点是具有高客单价、长期服用、需要专业指导，由此客户粘性较高，由此，专业药房可以双重提升客单价、复购率。

除了专业药房，各公司还可在其他渠道进行布局，例如布局自身电商业务，进行线上线下一体化建设，打造新零售智慧化药店。以健之佳为例，采用多样化电商工具，利用自有平台、第三方平台、合作平台全方面发展电商业务，实现线上线下业务融合扩张。

但是，发展专业药房、布局电商平台对资金有较高的要求，就建立专业药房来看，以达嘉维康的发展历程为例：1. 批零一体化有利发展专业药房，通过与上游供应商建立合作关系，可以扩大经营品规、降低采购单位成本，但需要资金支持才能建立良好合作关系；2. 专业药房能为患者提供专业的用药服务及慢病管理，更好承接处方外流、提高客户粘性，该方面建设也需要足够资本进行支持。由此，在行业逐渐从“销售导向”向“服务导向”转型的趋势下，提升融资能力是拟上市药房能在行业继续发展下去的必经之路。

4、 受益标的推荐

从规模优势、承接处方外流能力、电商平台建设等角度，推荐标的：老百姓。受益标的：益丰药房、大参林、一心堂。上市药房全国布局，自建、并购、加盟快速推进，店龄结构持续优化，进入到议价能力提升、盈利能力提升的正向循环阶段；此外，上市药房布局 O2O 成效明显，共享互联网+医药电商红利。

表16：受益标的盈利预测与估值

证券代码	证券简称	收盘价（元）	EPS			P/E			评级
			2020E	2021E	2022E	2020E	2021E	2022E	
603939.SH	益丰药房	104.00	1.36	1.79	2.30	76	58	45	未评级
603233.SH	大参林	84.18	1.49	1.90	2.39	57	44	35	未评级
002727.SZ	一心堂	41.90	1.27	1.51	1.80	33	28	23	未评级
603883.SH	老百姓	87.94	1.55	1.88	2.33	57	47	38	买入

数据来源：Wind、开源证券研究所。

注：益丰药房、一心堂、大参林 2020-2022 年 EPS、P/E 为 Wind 一致预期；收盘价对应 2020 年 9 月 4 日。

5、 风险提示

门店并购后业绩不及预期；集采扩面短期对药品零售价有影响。

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。
因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师承诺

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

股票投资评级说明

证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20%以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5%～20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在－5%～＋5%之间波动；
	减持	预计相对弱于市场表现 5%以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡	预计行业弱于整体市场表现。
备注：评级标准为以报告日后的 6~12 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中 A 股基准指数为沪深 300 指数、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普 500 或纳斯达克综合指数。我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。		

分析、估值方法的局限性说明

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

法律声明

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

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

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

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

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

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

开源证券研究所

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

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

北京
地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座16层
邮编：100044
邮箱：research@kysec.cn

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