西南证券
SOUTHWEST SECURITIES

药店行业专题报告：

集中度提升 & 处方外流促进强者恒强

www.swsc.com.cn

西南证券研究发展中心

2020年8月

分析师：杜向阳
执业证号：S1250520030002
电话：021-68416017
邮箱：duxy@swsc.com.cn

分析师：张熙
执业证号：S1250517100002
电话：021-68416017
邮箱：zhangxi@swsc.com.cn

零售药店板块：核心观点

- **零售药店市场持续扩容，行业护城河促进强者恒强。**近年来，我国零售药店市场规模整体持续扩大，增长较为稳定。中国零售药店药品销售额由2268亿元增长到4196亿元，平均年复合增速为9.2%。随着处方外流逐渐增加，零售渠道在药品销售的重要性日益突出。我国药品零售行业集中度尚不高，不过行业格局逐渐显现，行业壁垒进一步提高。其护城河主要体现在三大壁垒：经营管理能力，品牌影响力，规模体量及成长能力。我们分别从这几个维度分析四家上市公司，以展现成功“走出来”的公司的特征。

- **我国有望借鉴日本零售药店发展成功经验，实现零售药店集中度提升与行业转型升级。**美国零售药房主要通过商品销售和提供PBM服务、健康管理服务多渠道实现盈利；日本的零售药店经营模式则在医药分离改革之后，实现了调剂药房与药妆店并行的方式进行销售的新模式。与美国和日本相比，我国零售连锁药店行业集中度较低，龙头企业的市场占有率较低，2018年CR5、CR10、CR50集中度分别为12.1%、23.8%和29.8%。这主要是由于医疗体制与医疗系统信息化不同造成的。未来，随着我国医改和处方外流政策逐步推行，我国零售药店可借鉴日本药店的发展路径，以着力打造专业药房为依托，完善并优化处方药、非处方药及非药品的销售结构，拓宽销售品类，通过药品与非药品结合销售的方式吸引更多客源，实现销售规模和市占率的进一步提升。

- **破局医药分离，处方外流成为长期趋势，或带来千亿市场增长空间。**近年来，国家不断出台推动处方外流的政策，各地区也积极推行电子处方服务并加速处方流转平台建设，医院端处方外流或将在政策的大力推动下成为长期趋势。在此背景下，零售药店将作为承接处方外流的终端之一有望获得持续利好。我国2019年公立医院药品市场规模为11951亿元（+3.6%），以2019年为基数，假设2020-2025年保持2%增速，到2025年其规模将有望达到13458.8亿元。以此假设为基础，处方外流预计会给医药零售市场带来千亿的市场增长空间。

零售药店板块：核心观点

➢ **投资建议**

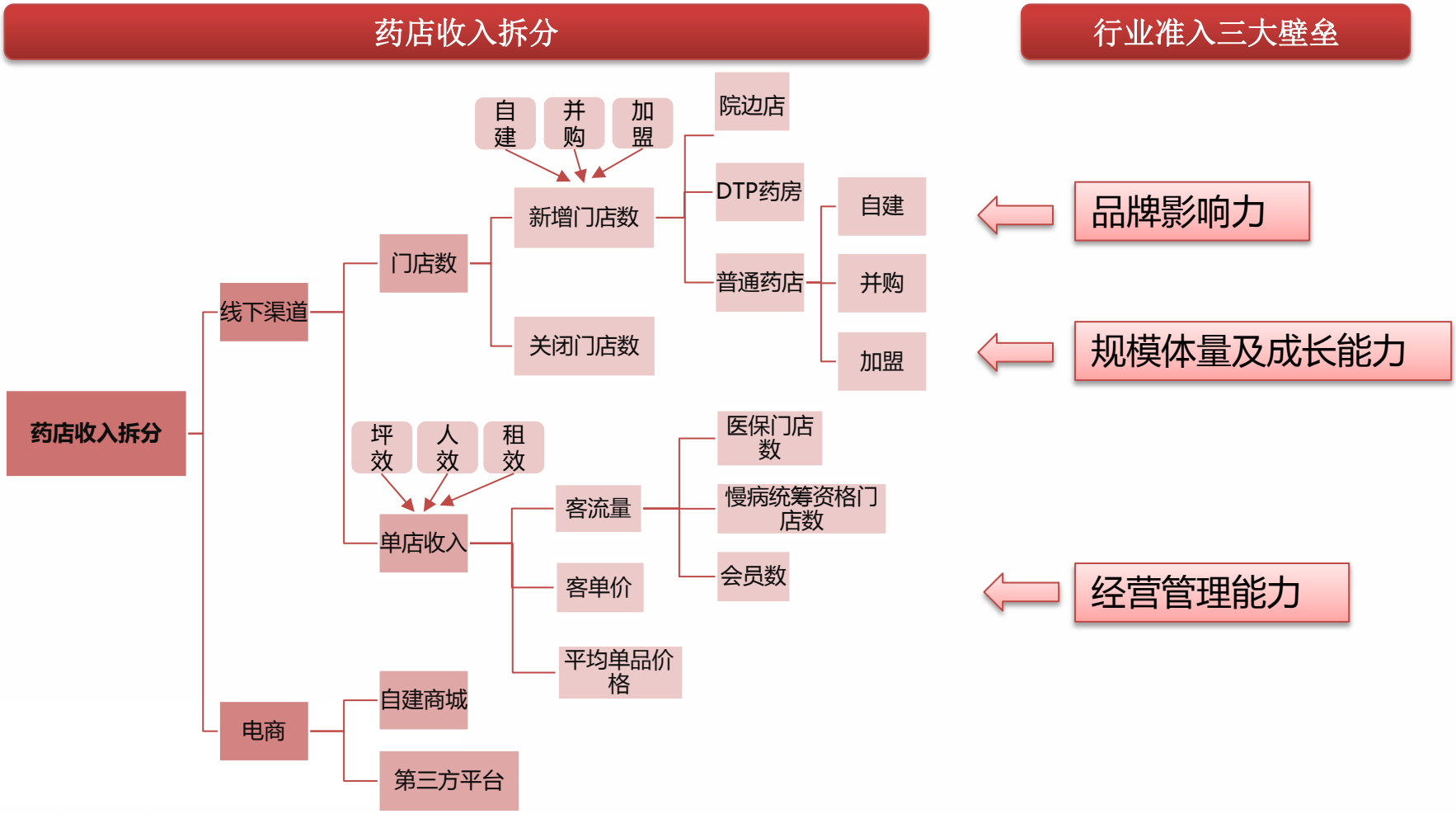
- **大参林**：公司营销网络集中于华南地区，并由此向外持续扩张。公司在短期内门店结构将改善，利润将会迎来高速增长；中长期将受益于处方外流带来的行业市场规模增加，叠加公司互联网医疗布局打开公司成长空间。
- **一心堂**：慢病业务收入高、市场潜力大，公司已有慢病门店基础，未来成长空间大；公司电商业务发展态势良好，线上线下协同增厚公司业绩；限制性股票激励计划调动核心员工积极性，刺激公司业绩稳健增长。
- **老百姓**：公司线下门店及线上电商业务发展势头强劲，多渠道齐发力为公司业绩增长注能；公司积极发展DTP药房业务及慢性病业务，承接处方外流利润增长空间较大；公司全产业经营发挥协同效应，核心竞争力持续提升。
- **益丰药房**：公司门店持续高速扩张，账上资金充裕，市占率进一步提升可期；公司电商业务发展态势向好，此次新冠肺炎疫情进一步推动了医药电商的发展，电商业务有望进一步扩张；公司于2019年发布了股权激励计划，有望提升核心员工积极性，促进未来发展。

证券代码	证券名称	股价	EPS			PE		
			2019	2020E	2021E	2019	2020E	2021E
603233.SH	大参林	76.50	1.07	1.47	1.86	71.46	51.89	41.18
002727.SZ	一心堂	35.57	1.05	1.28	1.53	33.74	27.89	23.29
603883.SH	老百姓	106.20	1.24	1.57	1.94	85.33	67.82	54.64
603939.SH	益丰药房	91.80	1.02	1.37	1.78	89.66	66.97	51.46

➢ 风险提示：门店业务增长不及预期的风险；并购整合效果不达预期；行业政策变动风险；行业竞争加剧风险。

药店核心变量有限，成长路径清晰

- 药店板块相对其他行业来说，收入拆分路径较为清晰，下图对影响收入的核心变量进行了列示，同时这些变量因素也反应出行业准入三大壁垒。



目 录

一、零售药店市场持续扩容，行业护城河促进强者恒强

1.1 药店行业概况

1.2 护城河之-经营管理能力

1.3 护城河之-品牌影响力

1.4 护城河之-规模体量及成长能力

二、有望借鉴日本成功经验，实现零售药店集中度提升

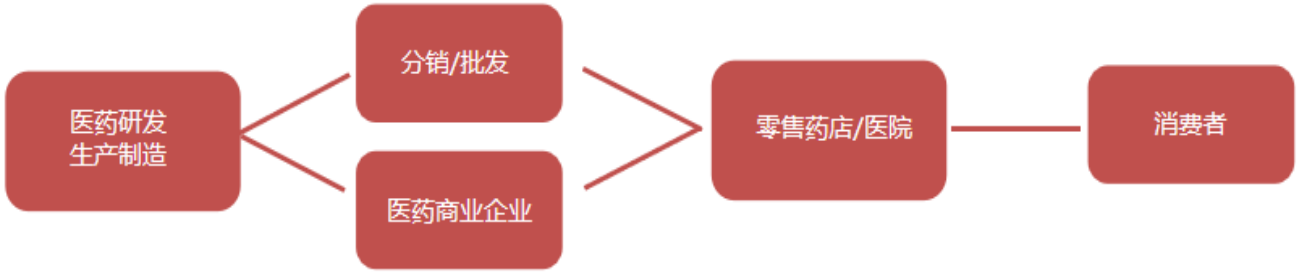
三、破局医药分离，处方外流成为长期趋势

四、投资标的

1.1 药店行业概况

- **零售药店：医药流通链条中不可或缺的重要环节。**零售药店位于医药流通链条的中游，承接医药研发、生产制造环节及药品分销与批发环节，通过直销、医药电商及智慧药房等方式，向消费者销售药品及提供其他医药相关服务。
- **处方药引流，积累客源带动非处方药销售额及整体客单价提升。**消费者对于非慢病药品的等待容忍度较低及药品销售信息不对称，使得零售药店具有不可替代的价值。零售药店通过销售处方药及提供相关服务，在吸引客户并将客户转化为固定客源后，抓住客户需求并转化为可持续的购买力，带动非处方药销售额及整体客单价提升，为零售药店业绩持续注入动能。
- **零售药店具有不可替代性。**由于我国线下医保壁垒，医保属地化限制较难打通。此外，患者购药具有时效性，经调研有15%的患者是等候忍耐度较高，会选择在网上B2C平台进行囤货。另外85%的客户则需要及时用药，等待容忍度较低。因此零售终端药店具有较大的不可替代性。

零售药店上下游商业模式



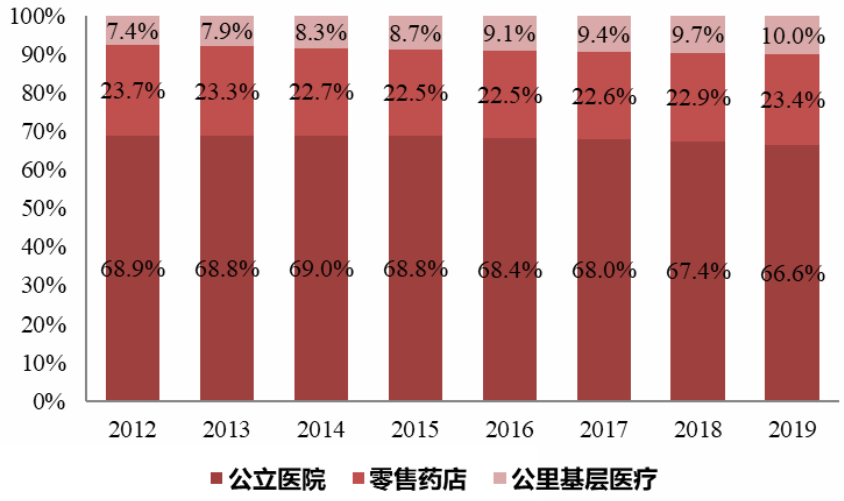
数据来源：西南证券整理

1.1 药店行业概况

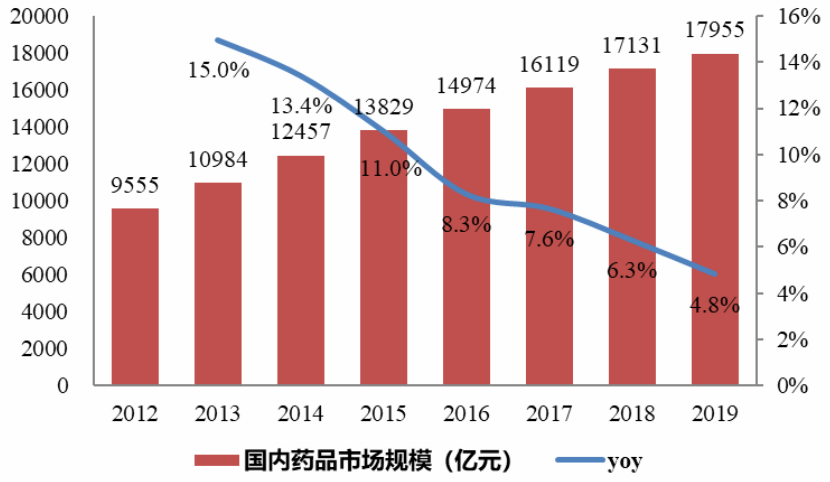
➢ **目前国内药品销售渠道以公立医院为主**

- **公立医院渠道消化绝大多数药品需求。**我国药品销售历来都是以公立医院为主，2014年随着新医改的推进，医院药品销售逐渐下滑。但截至2019年公立医院销售占比仍然占据了66.6%的绝对地位，7年来仅下降2.3pp。
- **零售药店药品占比逐年提升。**零售药店销售收入占比从2016年开始缓慢增加，随着两票制、带量采购、医保支付方式改革等医改新政的持续落地，预计流出院外的处方量将持续增加，零售药店终端收入占比将持续上升。

2012-2019年三大药品零售终端收入占比



2012-2019年国内药品总规模情况



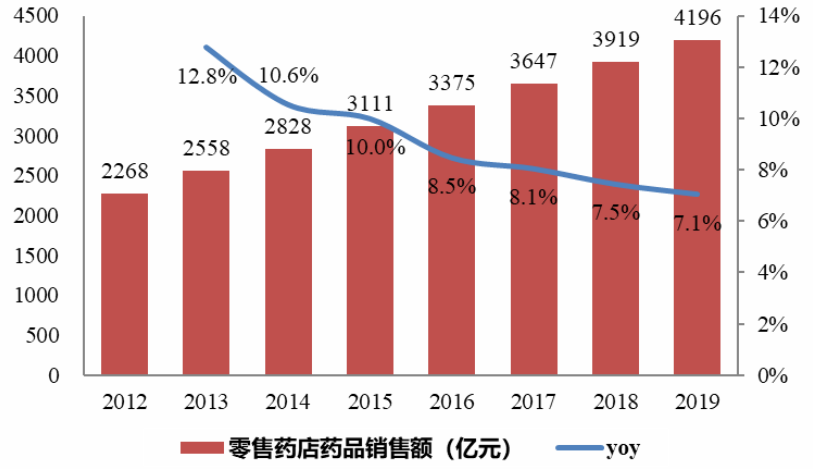
数据来源：米内网，西南证券整理

1.1 药店行业概况

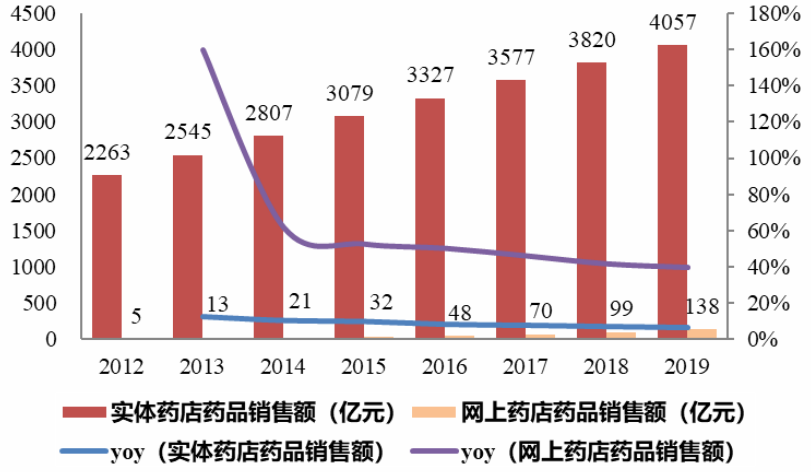
- **零售药店市场规模保持增长。**2012-2019年，中国零售药店药品销售额由2268亿元增长到4196亿元，平均年复合增速为9.2%，市场规模整体持续扩大，增长较为稳定。

- 实体药店端：每年收入占比超过95%，是零售药店药品销售额的主要承接方。
- 网上药店端：发展势头非常迅猛，增长率远超实体药店。随着网络对生活渗透的加深，叠加政府对互联网医药的利好政策，“互联网+”药店模式预计给零售行业带来新的利润增长点。

2012-2019年零售药店药品销售额情况



2012-2019年零售药店两大细分市场规模情况



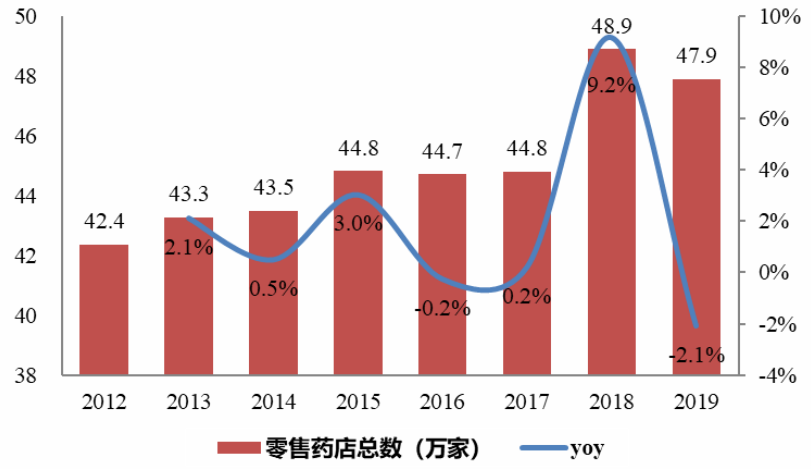
数据来源：米内网，西南证券整理

1.1 药店行业概况

- **政策利好下预计未来药店数量将继续较高速增长。**我国零售药店总数在7年间从42.4万家增长到了47.9万家，与此同时店均服务人数呈现下滑趋势，市场竞争白热化。

- 2018年4月，国家进一步推进“多证合一”和削减工商登记前置审批，5月要求部分城市率先将企业开办时间压缩到8.5个工作日以内，当年我国零售药店数量增幅迎来近7年最高点。
- 目前该政策已在全国范围内实现，在政策推动下预计未来零售药店数也将继续保持高增长。

2012-2019零售药店数量情况



2012-2019年店均服务人数情况

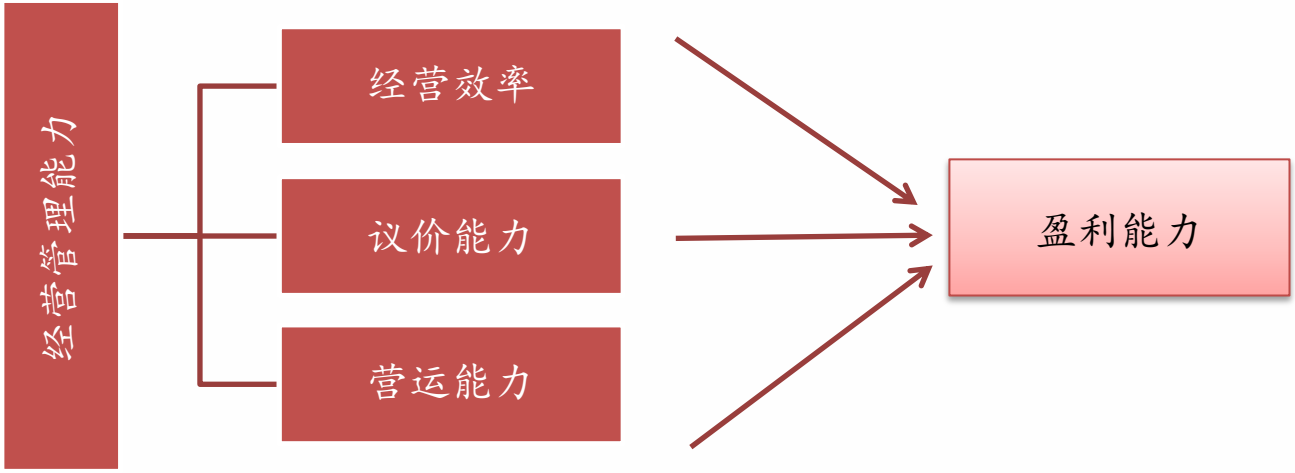


数据来源：中国药店、国家统计局，西南证券整理

1.2 护城河之-经营管理能力

- **药店板块的核心壁垒在于管理层的经营管理能力**，我们认为经营效率（单店收入、坪效、人效、租效）、 议价能力（前5名供应商采购额占比、毛利率）、营运能力（存货周转率、资金周转率）、可以量化其经营管理能力，从而影响其盈利能力（净利率）。

药店板块经营管理能力量化指标

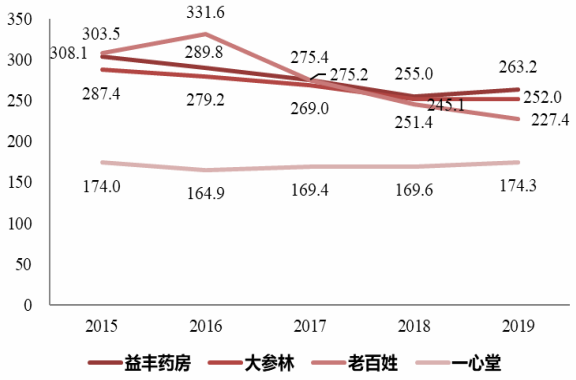


数据来源：西南证券整理

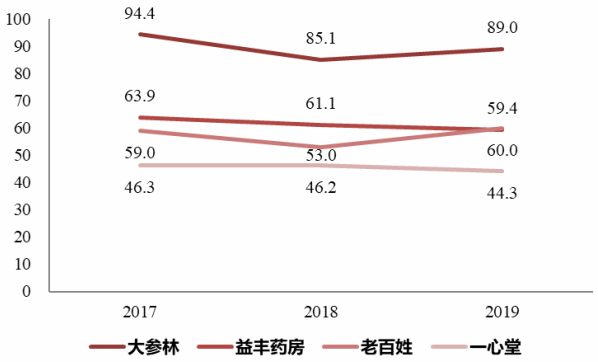
1.2 护城河之-经营管理能力

- **过硬的营销能力、专业的服务团队是提升经营效率的关键，难在短时间内被复制。**通过不断增强营销能力和优化门店结构，不断提升服务团队的专业性，四家龙头药企的坪效、人效不断提升。四家龙头药企中，**2019年，益丰药房的单店收入最高，大参林的日均坪效最高，老百姓的日均人效最高，大参林的租效最高。**

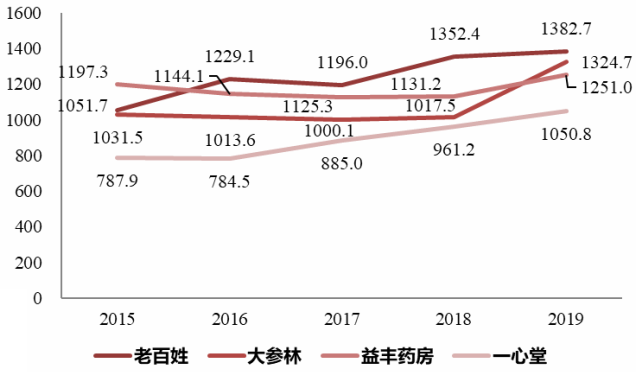
四大药店单店收入（万元）



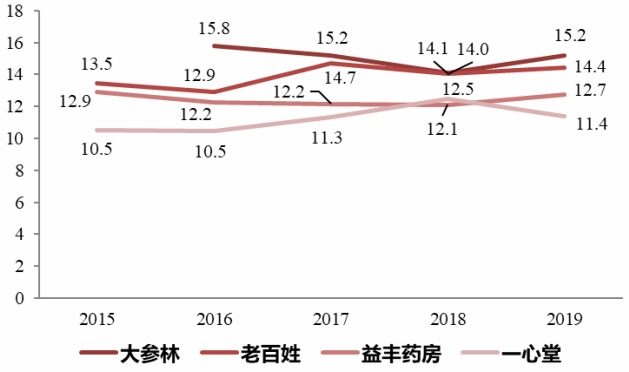
四大药店日均坪效（元/m²）



四大药店日均人效（元/人）



四大药店租效（收入/租费）

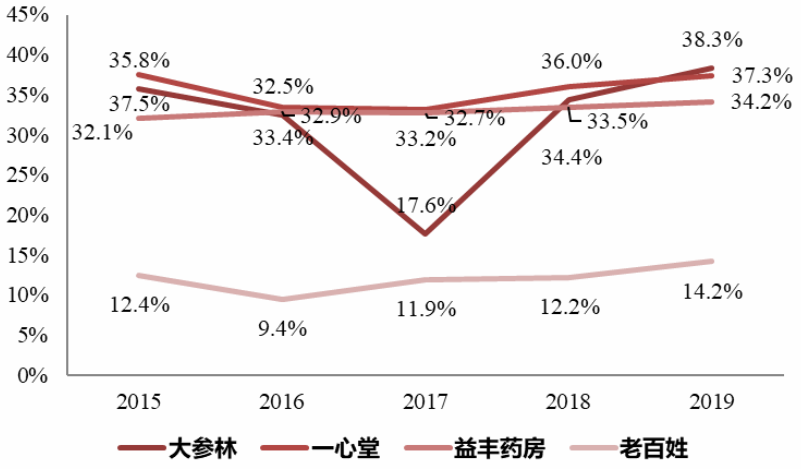


数据来源：各公司年报，西南证券整理

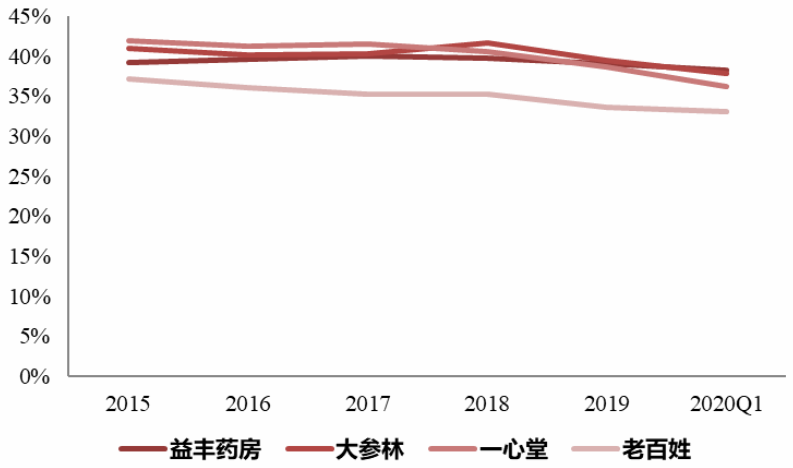
1.2 护城河之-经营管理能力

- **龙头药企议价能力强，成本优势明显**
- **前5名供应商采购额占年度采购总额比例高，议价能力强，成本优势明显。**2015-2019年，四家龙头药企中的前5名供应商采购额占比总体均有所提升，与供应商关系稳定，议价能力强。**2019年，大参林的前5名供应商采购额占比最高。**
- 毛利率略下降，主要是低毛利率的处方药等产品占比提升，以及降药价等原因所致。

前5名供应商采购额占年度采购总额比例



2015-2020Q1四大药店毛利率情况

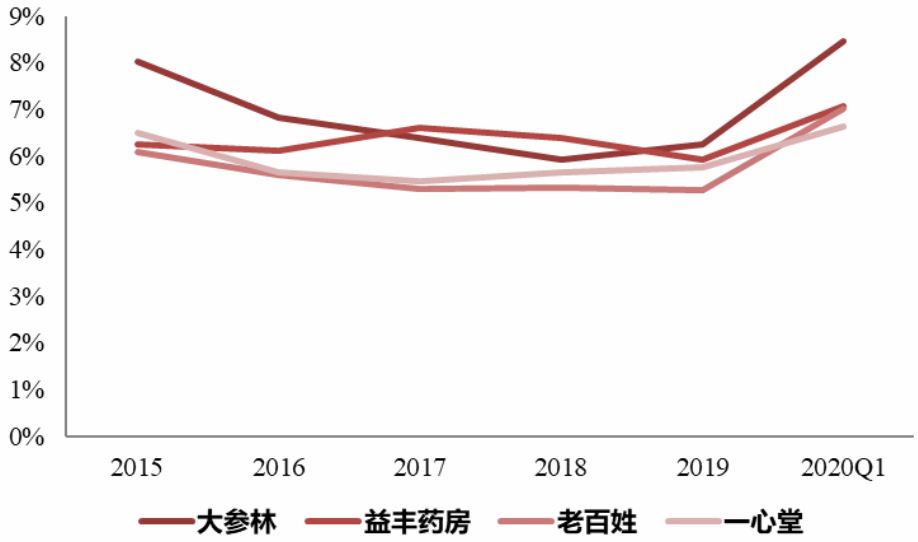


数据来源：各公司年报、招股书，西南证券整理

1.2 护城河之-经营管理能力

- **四大药店净利润水平整体稳定，盈利能力较好。**近五年是四大药店的高速扩张时期，在门店规模持续扩大的同时，他们均能维持稳定的净利润率，反应了各家公司良好的规划和经营能力。**2020Q1，益丰药房的毛利率最高（为38.2%），大参林的净利率最高（为8.5%）。**

2015-2020Q1四大药店净利率情况



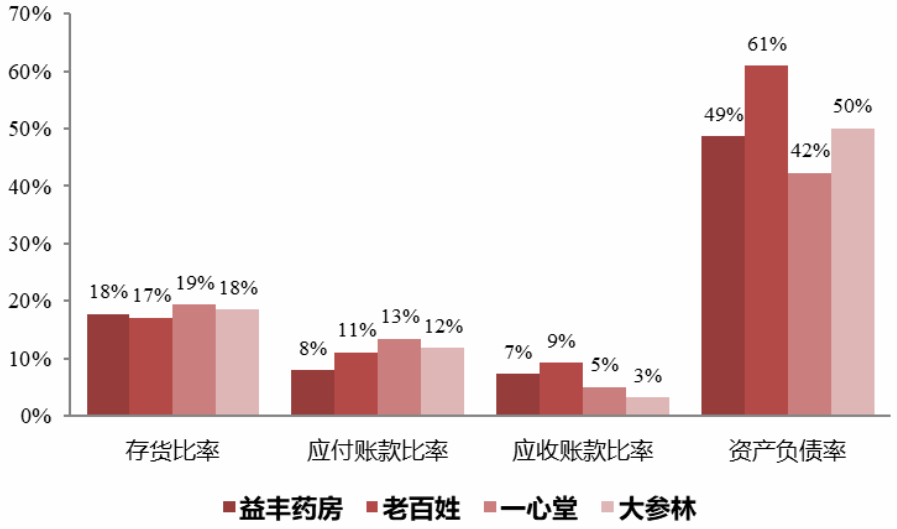
数据来源：各公司年报、一季报，西南证券整理

1.2 护城河之-经营管理能力

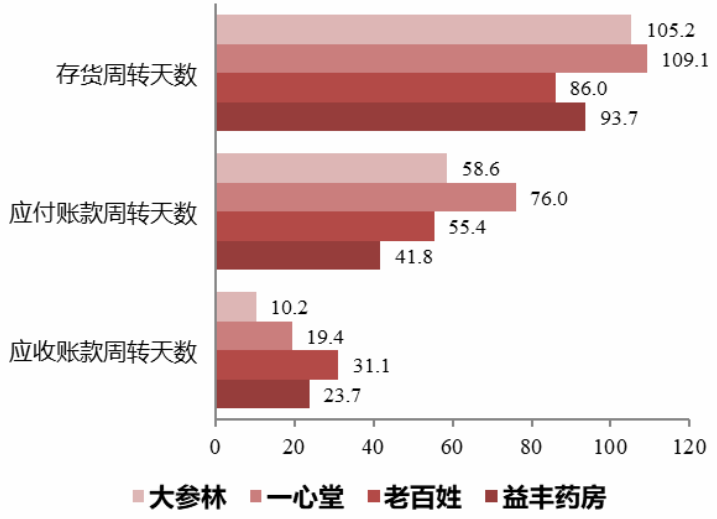
➢ **供应链管理能力强，新药企易被挤压出局**

- 总体看，四家连锁药店运营稳健，反映其较强的供应链管理能力。而新进入药店板块的公司业务相对不成熟，供应链管理能力不强，存货储存成本压力较大，容易被挤压出局。

国内四大药店运营参数对比



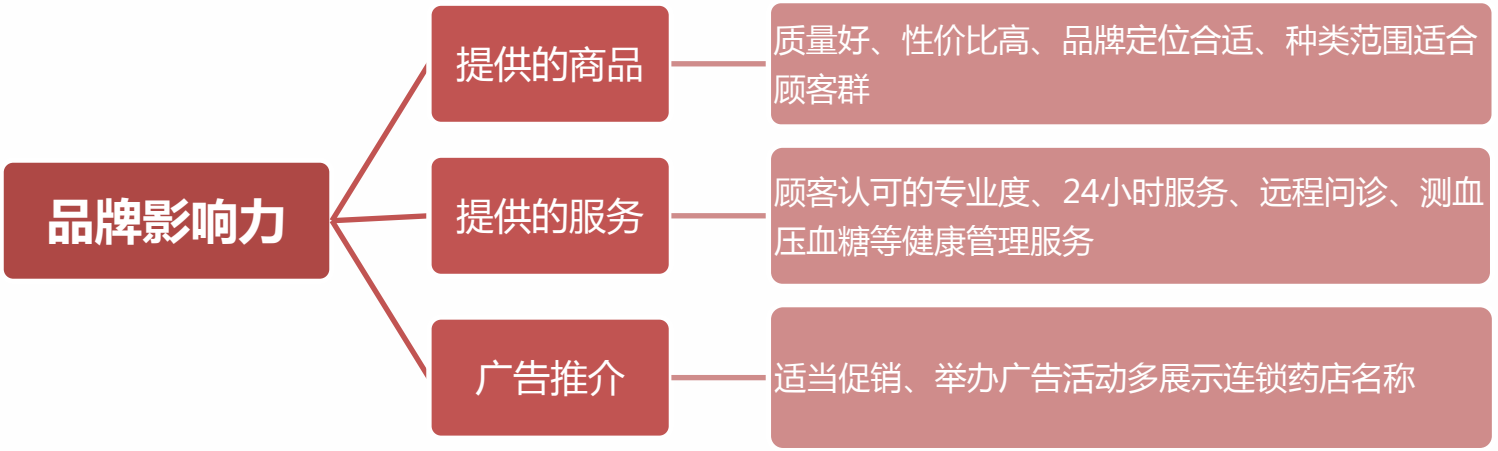
国内四大药店周转天数对比



数据来源：各公司年报、一季报，西南证券整理

1.3 护城河之-品牌影响力

- **品牌影响力是吸引客流的重要因素。**对于药店来讲，其影响力的构建包括提供的商品和服务两个方面。一是提供的药品质量可靠、价格比周围药店更低或持平、药品种类和品牌定位符合周围人群，二是服务上，提供用药指导是最基础的，此外最好能提供一些提高粘性的服务，比如远程问诊、测血液血糖等健康管理服务；三是需要适当的符合药店定位的广告推介。

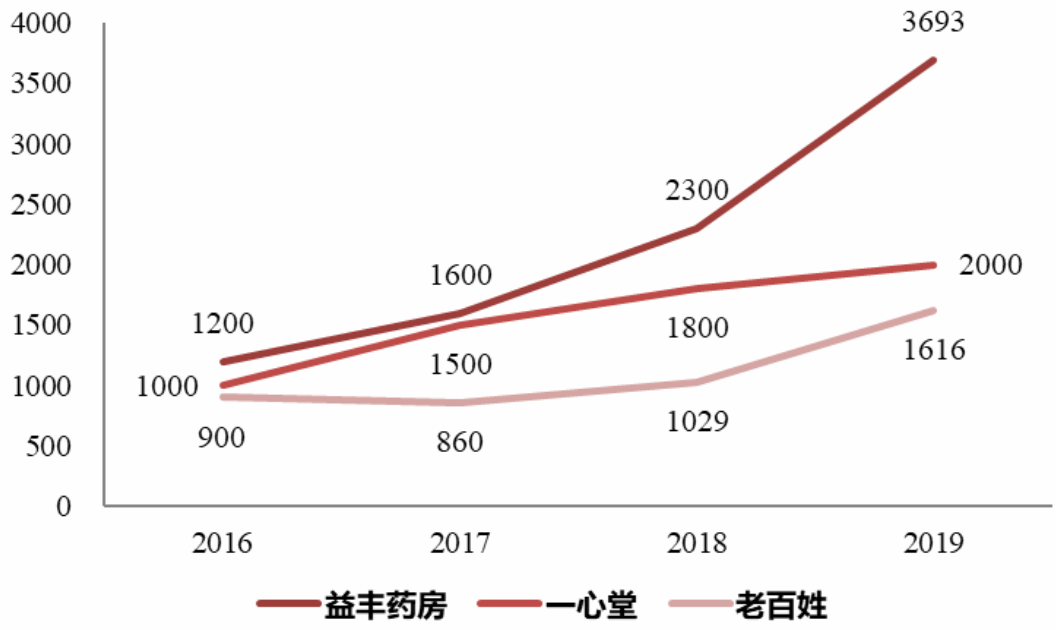


数据来源：各公司年报、一季报，西南证券整理

1.3 护城河之-品牌影响力

- **实行会员制，顾客粘性强。**四家龙头药企的客户维护能力强，均实行了会员制度，顾客忠诚度高。会员制下，后进入市场的药企分客流难度大。大参林未在年报中披露会员人数情况，剩余三家龙头药企中，**益丰药房的会员人数最高。**

2016-2019年三大药店会员人数（万人）



数据来源：各公司年报，西南证券整理

1.4 护城河之-规模体量及成长能力

- **规模体量可提高连锁药店的成本优势。**中大型规模的连锁药店对上游议价能力强，具有成本优势。中大型规模连锁药店的毛利率比小规模连锁药店的毛利率高5bp以上。四家上市连锁药店的收入规模在百亿元左右，该体量可以支撑起部分品种直接跟厂家议价，获得更低成本。
- 从净利率的角度来看，体量较大的的连锁药店，净利率更高，盈利能力更强。

不同体量的连锁药店财务指标对比

证券简称	营业总收入(亿元)	毛利率（%）	净利率（%）	销售费用率（%）	管理费用率（%）
康之家	6.1	12.4	3.5	6.2	1.4
神农药房	1.0	22.4	2.1	13.9	3.7
金瑞药房	0.4	31.5	-10.6	28.0	10.4
老百姓	116.6	33.6	5.3	21.6	4.8
健之佳	35.3	35.1	4.7	25.2	3.0
易心堂	2.0	35.2	-8.7	38.6	8.7
一心堂	104.8	38.7	5.8	27.0	4.1
益丰药房	102.8	39.0	5.9	26.1	4.3
大参林	111.4	39.5	6.3	26.0	4.7

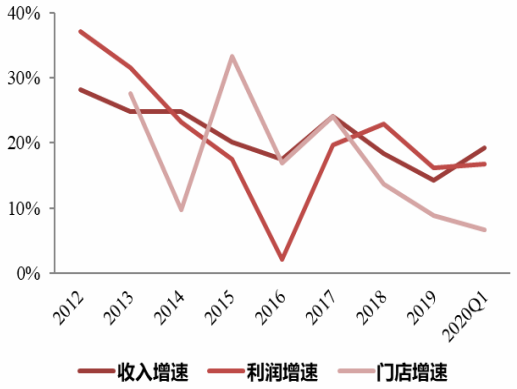
数据来源：各公司年报，西南证券整理

1.4 护城河之-规模体量及成长能力

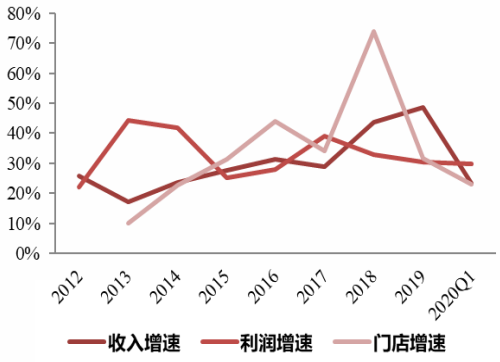
- **连续多年维持高速增长的能力是连锁企业最终胜出的关键因素。**门店增速是收入增长的前提指标，门店增长后，利润能同步维持较快增速反应了企业的持续扩张能力。
- 门店数量的增加对企业运营管理能力提出更高要求，截止到2019年一心堂的门店数量最多，为6266家，老百姓的门店数量最少，为5128家。

- 门店增速&收入增速&利润增速之间的关系
- 门店数量增速是收入和利润增长的先行指标
- 收入增速慢于门店数量增速：未成熟新开店的收入规模难以达到老店的平均水平
- 收入增速慢于利润增速：未成熟新开店的盈利能力不如老店

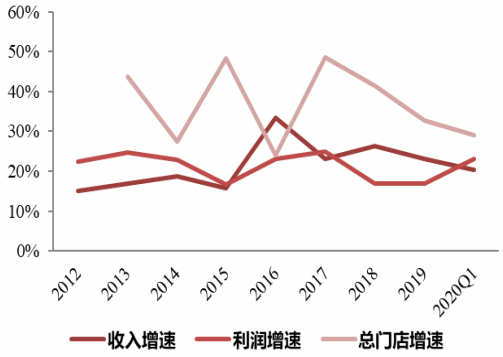
一心堂



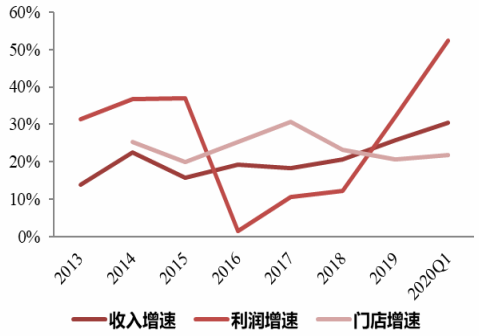
益丰药房



老百姓



大参林



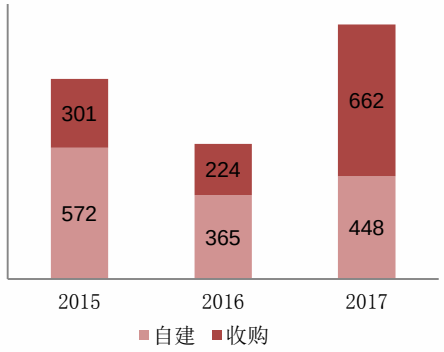
数据来源：各公司年报、一季报，西南证券整理

1.4 护城河之-规模体量及成长能力

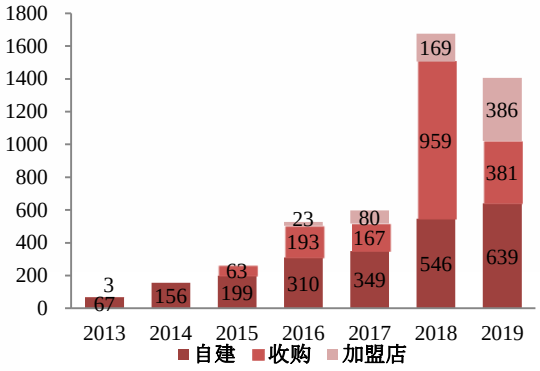
- **成长能力包括自建店能力和外购并购的能力。**自建门店是最基本也是最重要的扩张途径；外延收购由于受到整体市场环境的影响导致标的价格波动，在性价比较高的时期加大收购力度是可取之道。四家药店均是自建收购两条腿走路。
- 近几年，四家连锁药店开始探索加盟店模式，进展最快的是老百姓，其2019年加盟店数量达到1234家。

- 加盟店模式具有以下优点：
  - 扩大企业采购金额，提高向上游企业的议价能力；
  - 快速提高企业覆盖面，增加企业品牌知名度；
  - 延伸企业触角，为后续扩张做铺垫。

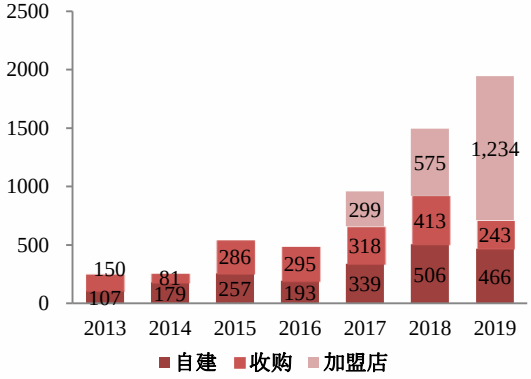
一心堂



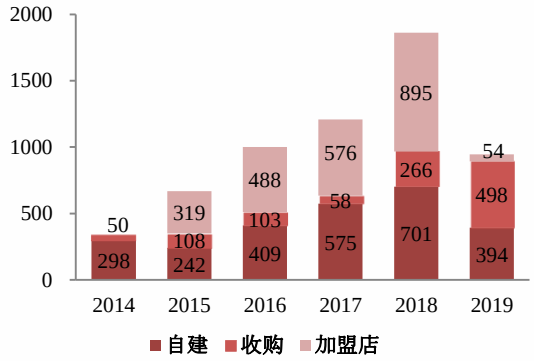
益丰药房



老百姓



大参林



数据来源：各公司年报、西南证券整理

目 录

一、药品零售市场持续扩容，经营管理能力加固行业护城河

二、有望借鉴日本成功经验，实现药品零售行业集中度提升

2.1 国内药品零售行业集中度持续提高

2.2 日本零售药店：便利性与专业性分家，开拓药店新模式

2.3 美国零售药店：实行医药分家，药店板块寡头垄断

三、破局医药分离，处方外流成为长期趋势

四、投资标的

2.1 国内药品零售行业集中度持续提高

➢ **当前国内零售药店市场竞争格局较为分散**

- **龙头企业市占率较低，且区域性特征明显。**2019年十大零售药店市场占有率约为20%，其中，国药控股位居榜首，占有率仅有2.9%。老百姓、大参林、一心堂、益丰药房等公司紧随其后，市占率也都为2.5%左右。
- 从四家上市公司布局上来看，老百姓率先进行全国布局，部分地区与其他三家有所重叠，主要竞争对手为益丰药房；益丰药房多布局于两湖地区与沿海经济发达地带；一心堂集中于西南地区，在云贵川渝处于龙头地位；而大参林在广东处于绝对优势。

2019-2020年度中国药店价值榜10强

名次	企业名称	销售额（亿元）	市场占有率
1	国药控股国大药房有限公司	140.3	2.9%
2	老百姓大药房连锁股份有限公司	128.1	2.6%
3	大参林医药集团股份有限公司	123.5	2.5%
4	云南鸿翔一心堂药业（集团）有限公司	115.3	2.4%
5	益丰大药房连锁股份有限公司	113	2.3%
6	重庆桐君阁大药房连锁有限责任公司	87	1.8%
7	北京同仁堂商业投资集团有限公司	84.4	1.7%
8	苏州全亿健康药房连锁有限公司	70.6	1.5%
9	甘肃众友健康医药股份有限公司	61	1.3%
10	上海华氏大药房有限公司	48.2	1.0%

四家上市公司主要区域分布



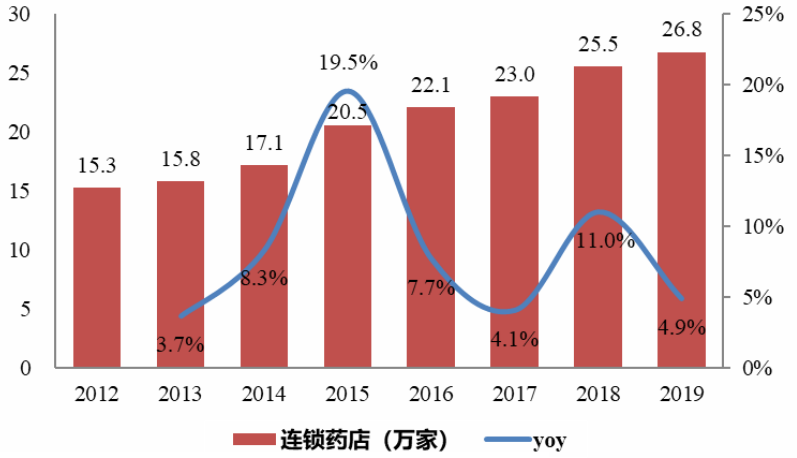
数据来源：中国药店，西南证券整理

2.1 国内药品零售行业集中度持续提高

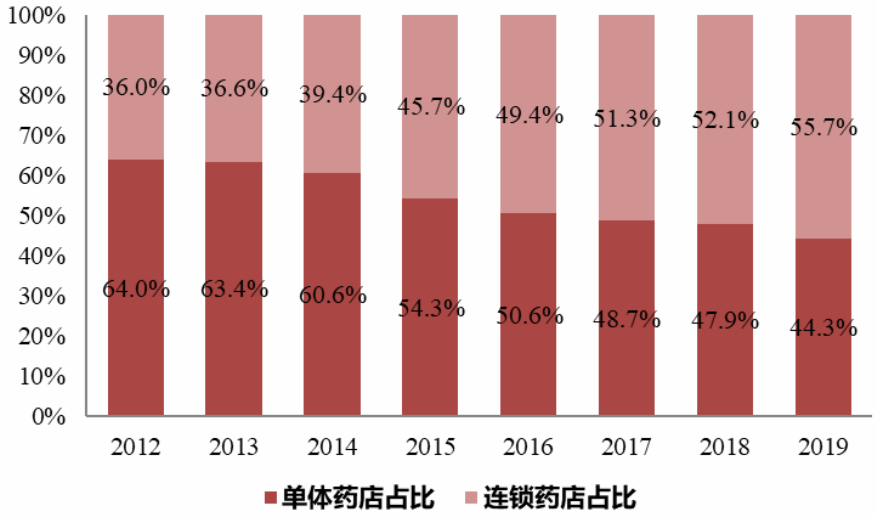
➢ **药店连锁化率逐年提高，压缩单体药店生存空间**

- **未来连锁企业或将主导市场。**近五年来，药店连锁成为医药零售行业销售模式的新趋势，药店连锁率逐年上升。
- 截止2019年，我国共有零售药店47.9万家，其中连锁门店为26.8万家，药店连锁率达55.7%。
- 2017年连锁药店数量首次超过单体药店数量。
- 2018年、2019年差距进一步扩大，预计未来连锁药店规模将会继续增加，连锁药店大企业或成为零售市场的主导力量。

2012-2019年连锁药店数量情况



2012-2019年单体药店数与连锁药店数占比情况



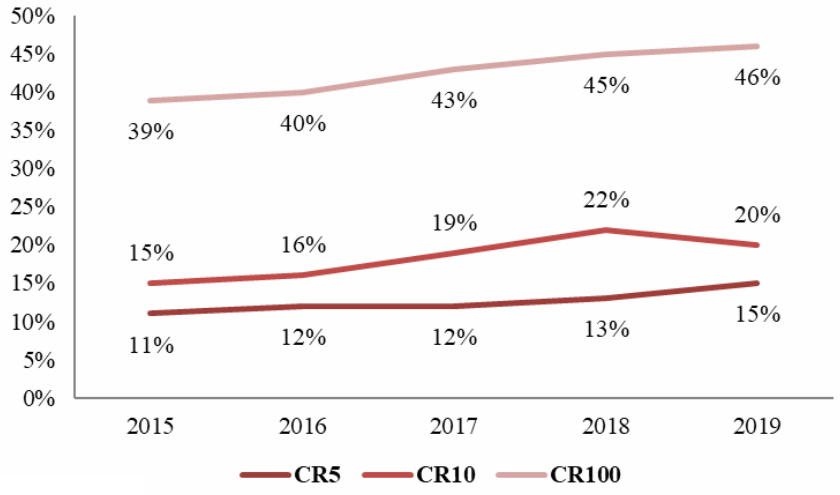
数据来源：中国药店、国家统计局，西南证券整理

2.1 国内药品零售行业集中度持续提高

➢ **行业集中化趋势明显，未来格局有望重塑**

- **集中度逐步提升。**近年来随着政策和资本的助力，连锁药店企业门店扩张加速，行业集中度逐渐上升。2015-2019年，CR5从11%上升至15%，但总体集中度仍然较低。
- 目前龙头企业重心主要在于开拓新的市场板块，抢占市场份额，挤压单体药店和地方连锁药店生存空间。各龙头企业之间市场占有率差距并不大，竞争格局远远没有决定。随着各家不同的布局和发展，未来零售药店行业的格局有望重塑。

2015-2019年行业集中度

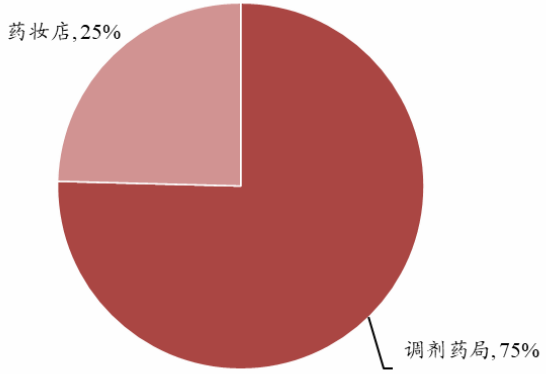


数据来源：中国药店，西南证券整理

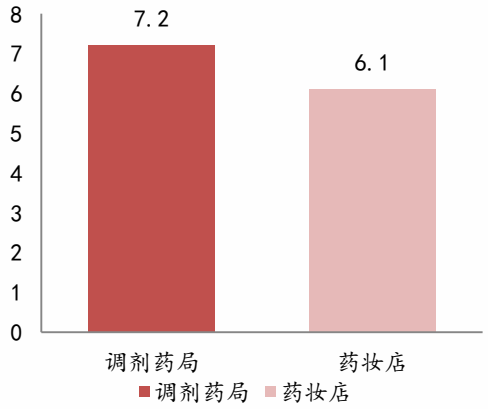
2.2 日本零售药店：便利性与专业性分家，开拓药店新模式

- **日本药店经营形式。**日本自1974年正式实行医药分家，发展至今形成了以**调剂药局**和**药妆店**并行的局面。日本大概有8万家药店，其中调剂药局的门店数量和市场规模均高于药妆店。
- 调剂药局：专营药品。由政府授予处方药销售资格，主要是院边店形式，配备专职注册药剂师，药师为患者配药，按处方单数量收取调剂费。调剂药局营业面积大多在数十平米之内。
- 药妆店：类似销售日常医药用品的百货店，药品销售不占主导地位，主要销售非处方药、化妆品和日用杂货等，药妆店的大部分非处方药品不需要执业药师，注册销售员即可销售。药妆店选址一般位于郊区（营业面积超过1000平米）或街区（营业面积400平米左右）。

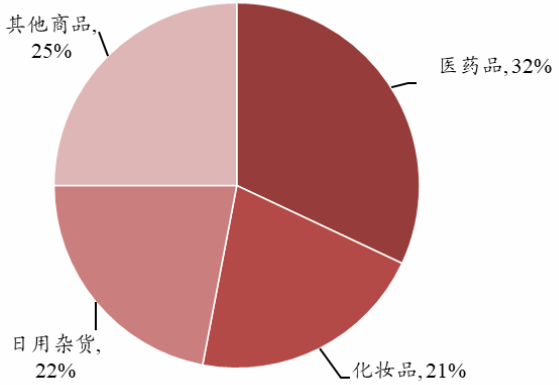
2017年调剂药店与药妆店数量占比



2017年销售额（兆日元）



2017年药妆店业务收入结构

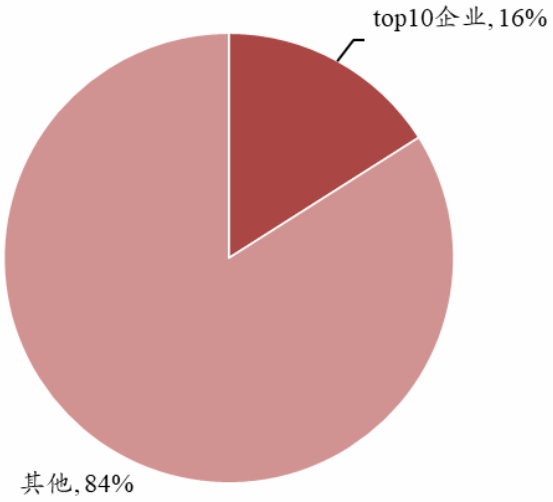


数据来源：IBIS World，西南证券整理

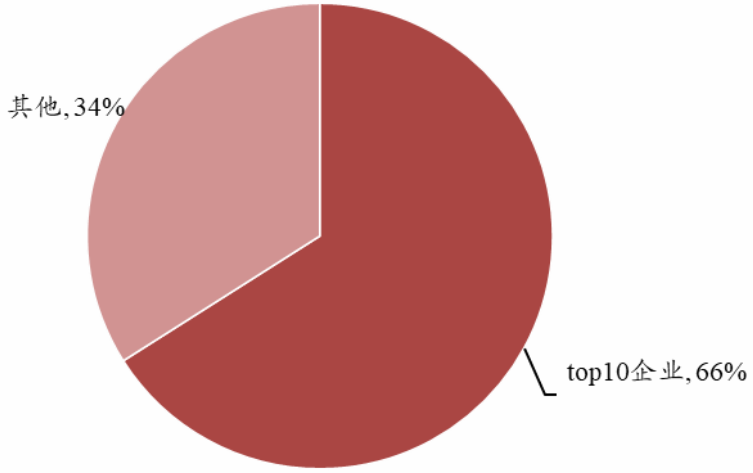
2.2 日本零售药店：便利性与专业性分家，开拓药店新模式

- **调剂药局竞争格局分散。**调剂药局基本分布于医疗机构旁边，具有位置稀缺性，且调剂药局与医疗机构之间关系密切，市场化竞争程度不高，导致调剂药局连锁率不高，从而整个市场集中度不高。2017年top10企业门店数量仅占整体10%；销售收入CR10为16%。
- **药妆店行业集中度较高。**与调剂药局不同，日本药妆店由于市场竞争非常充分，具有品牌和规模优势的药妆店通过迅速占领市场，取得了较高的市场占有率。2017年top10企业门店数量占整体68%，销售收入CR10 为67%。集中度非常高。

2017年调剂药局市场销售额集中度



2017年药妆店市场销售额集中度



数据来源：IBIS World，西南证券整理

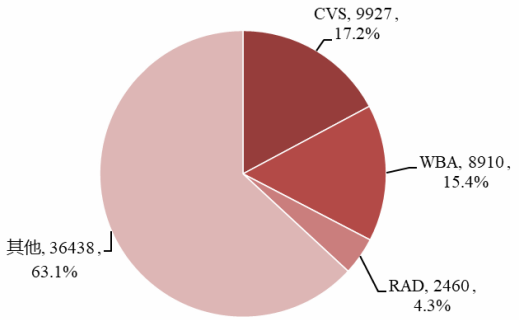
2.3 美国零售药店：实行医药分家，药店板块寡头垄断

- **美国药店成长路径：**美国药店萌芽于18世纪，最初药店主要销售草药；19世纪，药店开始销售食品、日用品、护肤、美妆、隐形眼镜等非药商品；20世纪，药店开始连锁化，同时，药店间不断收购、兼并，寡头格局形成；21世纪，药店开始开展PBM业务、提供健康管理服务。
- 美国实行**医药分家**，医院一般只有住院药房而没有门诊药房，医生负责开处方，取药要去药店，因此**药店为处方药的主要销售渠道。**
- **寡头垄断。**根据IBIS World，至2019年末，美国共有57735家药店，其中，前三大零售药店（CVS、WBA和RAD）的药店数量占比约36.9%。2019年，美国前三连锁寡头市占率约77.1%。

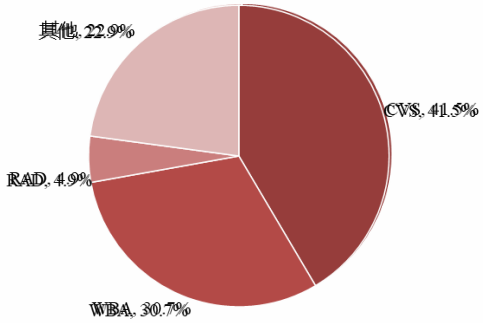
美国药店成长路径



2019年美国药店数量情况（家）



2019年美国前三药店市占率情况



数据来源：IBIS World，西南证券整理

2.3 美国零售药店：实行医药分家，药店板块寡头垄断

- **CVS：药店+服务共同发展，打造一体化医药企业**
- 西维斯健康（CVS）是美国最大的零售药店，主要从事药品零售业和医药福利管理。2017年12月，公司收购美国医疗保险企业Aetna，医疗保健业务也开始高速发展。

- **药品零售业。**除了正常的药品售卖以外，公司还出售日用品、文具、零食饮料、季节性商品和贺卡、照片整理服务，以及所有欧美药房都会出售的美容和化妆品。将药店拓展打造为了便利店形式，进一步提升了客户黏性。
- **医药福利管理。**通过与药品企业、医疗服务机构、保险公司或医院签订合同，以求在不降低医疗服务质量的前提下，协调各方利益，以达到控制药品费用增长的目的。主要盈利的方式是收取管理费。
- **医疗保健业务。**公司将医疗服务纳入零售药店销售内容中，通过在门店中开展常见医疗服务（如免费健康项目检测）以及不断增加的新项目（如上门为哮喘儿童做检查），打造医疗服务零售化，拓展了药店竞争力。

重要子公司梳理

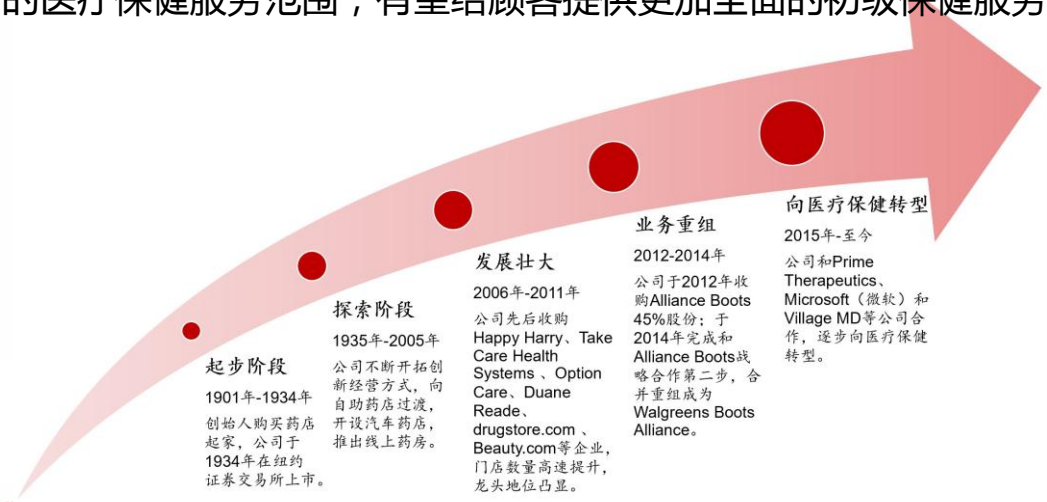
子公司名称	主要业务描述
CVS Pharmacy	全美最大零售连锁药店
MinuteClinic	零售诊所，只诊治几种普通疾病，效率快收费低
CVS Caremark	提供综合处方福利管理服务，包括邮寄药房服务、专业药房和输液服务、计划涉及和管理、处方处理和索赔
CVS Specialty	专门的药学部门，为需要复杂和昂贵的药物治疗的慢病、遗传病患者提供药学服务
Accordant	慢性病服务中心，为罕见病、慢病患者及其护理人员提供罕见疾病病例管理和护理管理服务
Coram	全美最大的输液服务中心，提供输液、临床服务和合规监测以及个人患者辅导和教育

数据来源：公司公告及官网，西南证券整理

2.3 美国零售药店：实行医药分家，药店板块寡头垄断

➢ WBA：全渠道发展连锁药店，向医疗保健转型

- 沃尔格林联合博姿（WBA）是美国零售药店三大巨头之一，其前身是美国连锁药店运营商沃尔格林，沃尔格林于2014年底与欧洲药品分销商联合博资完成业务重组，合并成立沃尔格林联合博姿。
- 连锁药店经营上，公司采用“omni-channel”（全渠道）发展战略。线下药店为全渠道发展战略的核心，截至2019年报告期末，公司线下零售药店数量达13882家。此外，公司采用“药店+诊所”特色经营模式，建立了PC网站并打造了多款移动端应用软件。线下门店、PC端和移动端互为补充，给顾客带来了立体化的购买体验，顾客忠诚度高。截至2019年报告期末，Balance® Rewards的活跃会员人数达9000万人；Boots Advantage Card的活跃会员人数达1500万人。
- 通过战略合作向医疗保健转型。2017年，公司和药房福利管理公司Prime Therapeutics战略联盟，合作成立了一家中央专业药房和邮件服务公司（AllianceRx Walgreens Prime）。2019年，公司与微软达成了战略合作，联手开发新的医疗保健交付模式、管理平台和提供个性化医疗保健服务。同年，公司与初级保健提供商Village MD开展了合作，将在店内建立初级保健医生办公室，进一步扩大公司的医疗保健服务范围，有望给顾客提供更加全面的初级保健服务。



WWW.SWSC.COM

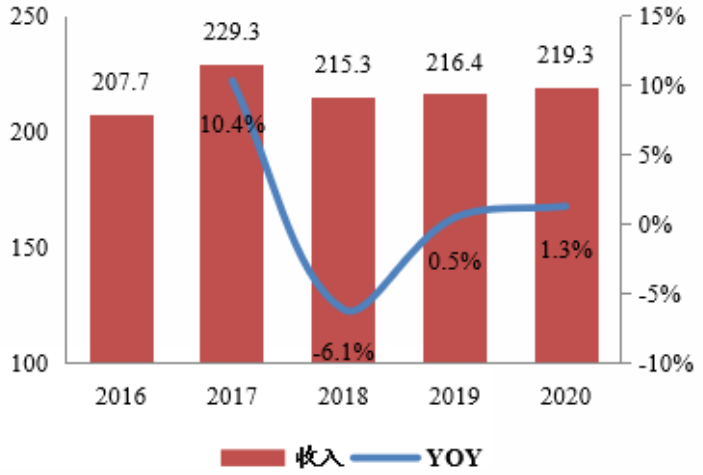
数据来源：公司公告及官网，西南证券整理

2.3 美国零售药店：实行医药分家，药店板块寡头垄断

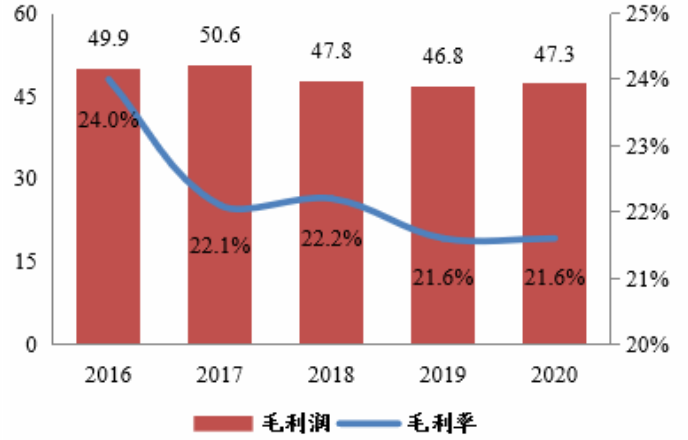
➢ **来德爱：长期战略计划启动，处方药及PBM业务引领业绩增长**

- 重组计划+整合精简门店业务，提高整体经营效率。来德爱是美国第三大连锁药店，主要从事零售药店服务业务和药学服务业务。2019年公司启动长期战略重组计划，通过精简业务、重组管理团队、打造未来战略和品牌、重塑零售药房和EnvisionRxOptions业务等方式，提升公司长期经营效率。
- 处方药引领零售药房板块业绩增长。公司的盈利模式主要依靠独立式药店中处方药、非处方药和个人护理品、百货品都等为主的药品销售和相关服务以及PBM业务。公司除主要经营处方药销售业务外，还提供药物治疗管理（MTM）咨询服务、依从服务与免疫接种服务，通过满足普通患者和慢性疾病患者的购药需求，增强消费者粘性并引流非处方药等的销售及其他附加服务。
- PBM业务增加药品收益。公司通过中心药房式供应体系，提供广泛的药房相关服务、传统PBM产品服务以及邮购和专业药房服务，并通过药房网络管理方式多渠道拓宽利润增长空间。

2016-2020财年公司营业收入（亿美元）



2016-2020财年公司毛利情况（亿美元）



数据来源：公司公告及官网，西南证券整理

我国零售药店有望借鉴日本模式

➢ **我国零售药店发展模式有望借鉴日本模式。**

- 我国现存的医药模式及零售药店发展现状和日本较为相近。我国目前正处于处方外流政策的推广期，可以借鉴同样成功进行医药政策改革和处方外流政策改革的日本。
- 我国可参考日本调剂药局和药妆店的成功经营模式。国内零售药店有望在以大力发展院边店、专业药房等门店进行处方药销售为依托的基础上，完善并优化非处方药及非药品的销售结构，拓宽销售品类，通过药品与非药品结合销售的方式吸引更多客源，实现销售规模和市占率的进一步提升。

➢ **医疗体制与医疗系统信息化不同造成与国外的经营模式和集中度差异。**

- 我国零售药店集中度仍无法在短期内达到国外水平。与国外相比，我国并没有严格的“医药分家”的政策，因此负责审核和修改替换处方、促进药品费用合理化的PBM机构在国内建立并形成完善的系统需要较长的实践时间和较为复杂的政策适配过程。以PBM服务为重要环节的美国零售药店行业具有较高的独立性和集中度，而中国现行国家医保为主的医疗体制下医疗机构、医生和药品收入的利益较为复杂，很短期内实现零售药店集中度迅速提升。
- 因为我国医保信息化程度与国外存在较大差距，零售药店处方药和慢病管理服务的经验和数据仍有待提升。处方药政策改革阶段的国内零售药店，仍旧需要建立相关信息管理系统并建档大量患者和处方数据，来为零售药店承接处方外流和集中度提升做出充足准备和有效支撑。

目 录

一、零售药店市场持续扩容，经营管理能力加固行业护城河

二、有望借鉴日本成功经验，实现零售药店集中度提升

三、破局医药分离，处方外流成为长期趋势

3.1 多政策促进行业集中度提升，强者恒强趋势明显

3.2 破局医药分离，处方外流成为长期趋势

四、投资标的

3.1 多政策促进行业集中度提升，强者恒强趋势明显

- **多项政策推动行业转型升级及集中度提升。**近年来，随着国家医药卫生体制改革持续推进，医药行业新政频出。带量采购政策的启动推进，减税政策、药店分级政策和个人账户改革等政策的逐步实施将加大中小药店的获客压力，或将利好大型连锁企业，对零售行业洗牌和集中度持续提升有着重大推动作用。

促进零售药店集中度提升的相关政策

“4+7”带量采购政策	• 带量采购进一步推动药品价格下降，利好零售企业发展。
减税政策	• 减税政策频出，龙头企业充分受益
药店分级政策	• 药店分级政策倾向大型连锁药店，增加了中小药店获客压力。
个人账户改革政策	• 个人账户改革将给零售行业带来获客压力， • 对于大企业或是利好

数据来源：上海阳光采购网，药监局，国家税务局，西南证券整理

3.1 多政策促进行业集中度提升，强者恒强趋势明显

➢ **“4+7”带量采购进一步推动药品价格下降，未来利好零售企业**

- 2019年9月24日，第二批带量采购中标结果出炉，中标价格较之第一批再次大幅度下滑，部分药品降幅达80%，以价换量效果显著。
- 当前带量采购**参与者主要以医疗机构为主**，但国家多个省市都鼓励定点药店参与进来。该政策未来若在全国范围铺开，零售企业成本端将大幅改善。同时落标药企将开始寻找大量院外销售渠道，促使处方药外流，零售市场必定迎来发展机会。
- 2019年5月，山东省出台《关于民营医药机构试行网上药品集中采购的意见》，明确指出连锁零售药店可以通过山东省药品集中采购平台进行网上采购药品。
- 2020年1月，广东省正式启动药品零售集采。

将药店纳入带量采购的政策梳理

地区	时间	文件	相关内容
山东省	2019.5	《关于民营医药机构试行网上药品集中采购的意见》	连锁零售药店可以通过集中采购平台网上采购药品
浙江省	2019.5	《关于全省性医药连锁药店集团开通浙江省药械采购平台采购权限有关事项的通知》	英特怡年、华东大药房、国控大药房、欣益药房、云开亚美大药房、九洲大药房向医保局提交申请通过后，可开通药械采购平台网上药品采购权限
上海市	2019.6	《“限药店药品全面挂网公开议价”等有关事项的工作提示》	定点药店可通过集采系统与药品生产企业自行议价
全国	2019.9	《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》	自愿参加试点扩大区域范围的医保定点零售药店可以参加带量采购
广东	2020.1	广东省药品零售行业集采联盟首轮集采启动仪式在广州举行	标志广东省将药店纳入集采的工作，正式开启
云南	2020.5	第二批国家组织药品集中采购	医保定点零售药店自愿参加集采

数据来源：各省药监局，西南证券整理

3.1 多政策促进行业集中度提升，强者恒强趋势明显

- **减税政策频出，龙头企业充分受益**
- 自2019年以来，国家多次出台政策对医药零售企业进行减税，而龙头企业由于收入基数大，因此可以充分承接该政策红利。

- 2019年2月，国家财政部、海关总署、税务总局、药监局联合出台《关于罕见病药品增值税政策的通知》，指出部分药品税率可按3%计算。
- 2019年3月十三届全国人大二次会议召开，李克强总理在会议上指出未来将会继续深化增值税改革，医药零售行业税率降至13%。
- 2019年4月国务院常务会议决定农产品税率降低1%，因此参茸滋补药材板块税费将下降至9%。
- 2020年1月，为了促进复工复产，对增值税小规模纳税人的税收优惠政策实施期限延长到2020年12月31日。

减税政策梳理

时间	政策	内容
2019.02	《关于罕见病药品增值税政策的通知》	首批21个罕见病药品和4个原料药，国内环节可选择按简易办法3%征收率计算缴纳增值税，进口环节按3%增收增值税
2019.03	十三届全国人大二次会议政府工作报告	深化增值税改革，今年将制造业等行业现行16%的税率降至13%
2019.04	国务院常务会议	农产品税率从10%降至9%
2020.01	《财政部税务总局关于延长小规模纳税人减免增值税政策执行期限的公告》	对增值税小规模纳税人的税收优惠政策实施期限延长到2020年12月31日。

数据来源：西南证券整理

3.1 多政策促进行业集中度提升，强者恒强趋势明显

➢ **药店分级政策倾向大型连锁药店，增加了中小药店获客压力**

- 2018年11月，商务部发布《全国零售药店分类分级管理指导意见（征求意见稿）》，将药店划为一类、二类、三类。政策对于零售药店的药师人员配备、药品销售范围、医药服务等提出更高要求。
- 龙头企业一直以来鼓励员工进行执业药师资格考试，人才储备较为充足，影响不大，但中小药店将会面临更大压力，此举有助于推动医药零售行业转型升级，或将利好大型连锁药店。

药店分级政策梳理

药店类型	销售范围	药师配备
一类药店	乙类非处方药	至少 1 名药师及以上职称的药学技术人员。
二类药店	非处方药、处方药（除禁止类、限制类药品）、中药饮片	至少 1 名执业药师和 1 名药师及以上职称的药学技术人员；经营范围包括中药饮片的还应配备至少 1 名执业中药师。
三类药店	非处方药、处方药（除禁止类药品）、中药饮片	至少 2 名执业药师和 2 名药师及以上职称的药学技术人员；经营范围包括中药饮片的还应配备至少 1 名执业中药师。
配套政策	商务、卫生行政部门鼓励高评级药店做好与医疗机构的对接工作，提供承接医院门诊处方外配等服务；医保管理部门优先选择高评级药店签订医保服务协议，纳入定点药店范围；鼓励高评级药店提供门诊特殊病、门诊慢病用药的医保费用结算服务。	
分级标准	资质要求	
A 级	拥有基础的信息化设备，近 1 年内未发生严重失信行为，提供科普宣传和基本便民服务。	
AA 级	拥有药品可追溯及信息化管理系统，近 2 年内未发生严重失信行为，具备 24 小时服务能力，提供科普宣传和日常便民服务。	
AAA 级	拥有成熟的药品可追溯及信息化管理系统，近 3 年内未发生严重失信行为，具备 24 小时服务能力，持续提供科普宣传、24 小时供药和咨询便民服务。	

数据来源：《全国零售药店分类分级管理指导意见（征求意见稿）》，西南证券整理

3.1 多政策促进行业集中度提升，强者恒强趋势明显

- **个人账户改革将给零售行业带来获客压力，但对于大企业或是利好**
- 2019年6月国家医保局发布《关于做好2019年城乡居民基本医疗保障工作的通知》，明确指出个人账户应于2020年底前取消，向门诊统筹平稳过渡。目前，各地区已出台关于使用统筹账户的相关政策，长期来看，有取消个人账户的可能性。

- 这将使得资金流向统筹账户，对企业的专业度有了更高要求，行业将迎来再一次优胜劣汰。
- 个人账户取消后，患者可能会从药店端移动到基层医疗机构端。对于龙头企业来说，其药师专业程度高、客户粘性大，因此影响可控，然而对于中小药店来说，获客压力将会剧增。

过去个人医保账户可报销比例情况梳理

住院待遇支付政策	
起付标准	职工医保起付原则上不高于统筹地区年职工平均工资的 10%，大病保险原则上不高于统筹地区居民年人均可支配收入的 50%。
支付比例	对于可报销区间的费用，职工医保支付比例不低于 80%，居民医保总体支付比例不低于 70%，大病保险支付比例不低于 60%。
基金最高支付限额	最高支付限额原则上不低于当地职工年平均工资或的统筹地区居民人均可支配收入 6 倍。
门诊待遇支付政策	
支付比例	对于可报销区间的费用，支付比例不低于 50%。
门诊慢特病等特殊支付政策	高血压、糖尿病等门诊用药纳入医保报销。恶性肿瘤门诊放化疗、尿毒症透析、器官移植术后抗排异治疗、日间手术等参照住院制定相应的管理和支付办法。

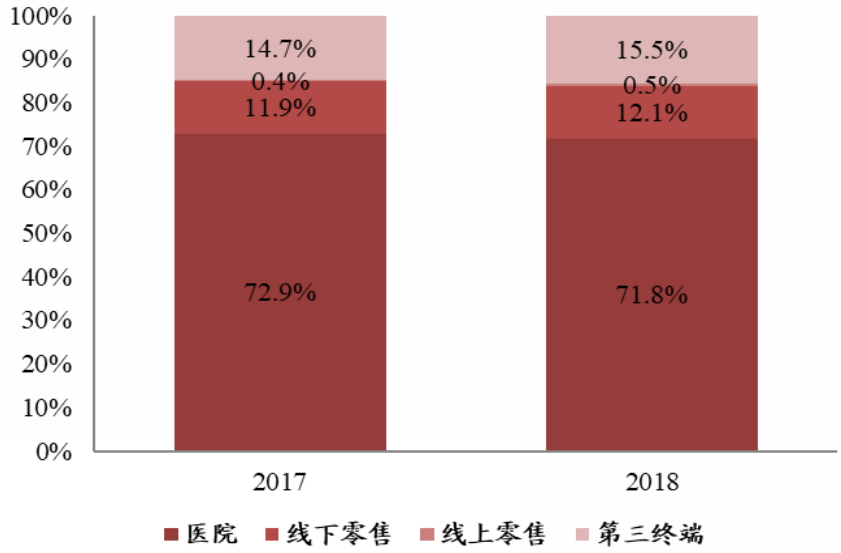
数据来源：国家医保局，西南证券整理

3.2 破局医药分离，处方外流成为长期趋势

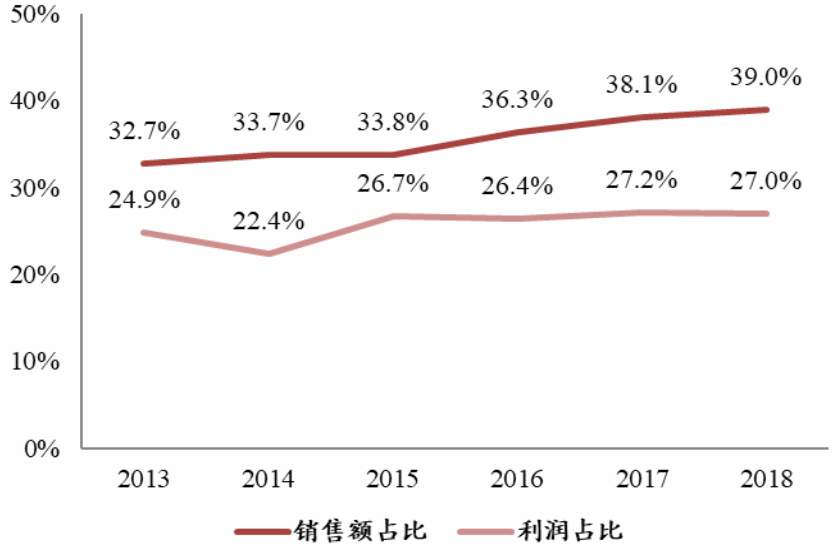
- 我国公立医院药品销售主要以处方药为主，药品收入成为医疗机构的主要收入来源，逐渐形成了“以药养医”，“看病难、看病贵”的问题。随着新医改政策的实施，医药分开成了改革的核心内容之一，处方外流也成了破局的重要手段。
- 2014年以来，国家不断出台推动处方外流的政策。随着药品零加成政策的全面实施，院内药房利润逐步降低，处方外流或将在政策的大力推动下成为长期趋势。而零售药店将作为承接处方外流的终端之一获得巨大的利好。

- 北京明确指出患者可自主选择在医院门诊药房或凭处方到零售药店购药的途径。
- 西安、天津、重庆等地可凭处方（包括电子处方）销售处方药。

我国处方药市场销售渠道分布情况



我国药店处方药销售额和利润占比



数据来源：中国药店，IQVIA，西南证券整理

3.2 破局医药分离，处方外流成为长期趋势

➢ **各地区推行电子处方服务，强化处方外流主逻辑**

- 2017年，国家七部委联合发布《关于全面推开公立医院综合改革工作的通知》，要求公立医院药占比控制在30%以内。2018年，国家卫健委禁止公立医疗机构承包、出租药房，禁止公立医院向企业托管药房或开展类似合作。**随着上述政策的出台，各地区积极推进电子处方服务、启用电子处方试点，为后续处方外流奠定了坚实基础。**

各地区推进电子处方服务相关政策

地区	时间	文件	相关政策
陕西西安	2017/5/17	《西安市药品零售企业推行电子处方服务工作方案（试行）》	在药品零售连锁企业和有条件的零售单体药店推行电子处方服务工作
	2017/6/13	《西安市食品药品监督管理局关于推广互联网医院开展慢性病随诊电子处方共享工作的意见》	推广互联网医院，开展慢性病随诊电子处方共享工作
天津市	2018/3/29	《市市场监管委关于零售药店试行凭电子处方销售处方药的通知》	在本市零售药店试行凭电子处方销售处方药
重庆市	2018/3/8	《重庆市食品药品监督管理局关于零售药店试行凭电子处方销售处方药的通知》	零售药店根据自身药品经营需要，可以依托信息化条件试行凭电子处方销售处方药。
成都市	2017/10/17	《成都市局在全市药品零售环节扩大执业药师远程药学服务和电子处方试点工作》	开展执业药师远程药学服务，开展远程电子处方。
山西省	2019/8/14	《关于在药品零售企业开展电子处方服务试点工作的通知》	远程医师开具的电子处方等同于普通处方，保存期限同普通处方，并保存在企业门店备查。
吉林省	2019/7/22	《吉林省药品监督管理局关于加强药品零售企业执业药师和处方药销售管理的通知》	积极探索医疗机构“电子处方”在药品零售环节的应用。
黑龙江省	2019/9/30	《关于进一步加强药品零售企业处方药销售管理有关规定（试行）》	零售企业 处方和处方药登记销售记录应当保存 5 年备查。
浙江宁波	2018/5/22	《关于支持和鼓励药品零售连锁创新发展的意见》	积极推进零售药店电子处方服务，鼓励药品零售连锁发展。
安徽省	2019/12/2	《安徽省药品监督管理局关于印发促进药品零售（连锁）企业健康发展具体举措的通知 》	积极探索医疗机构“电子处方”在药品零售环节的应用。
山东省	2019/11/8	《山东省药品零售连锁企业管理办法》	平台应当建立相应的管理制度，确保电子处方的合法性和真实性。
湖北荆州	2017/11/20	《荆州市局召开全市处方药销售专项整治工作推进会》	实施电子处方与远程审方，通过创新监管方式，促进药品企业规范化运营。

数据来源：西南证券整理

3.2 破局医药分离，处方外流成为长期趋势

➢ 处方流转平台助力处方互联互通

- 目前，未来医院、微信智慧医院、益药、卫宁健康、微医、微问诊、易复诊、山大SmartMH智慧医疗、东华医为智慧门诊等处方流转平台已有多家医疗机构上线，**医院开出的电子处方可依托处方流转平台流通至药店，从而打通处方外流渠道。**

第三方处方流转平台情况

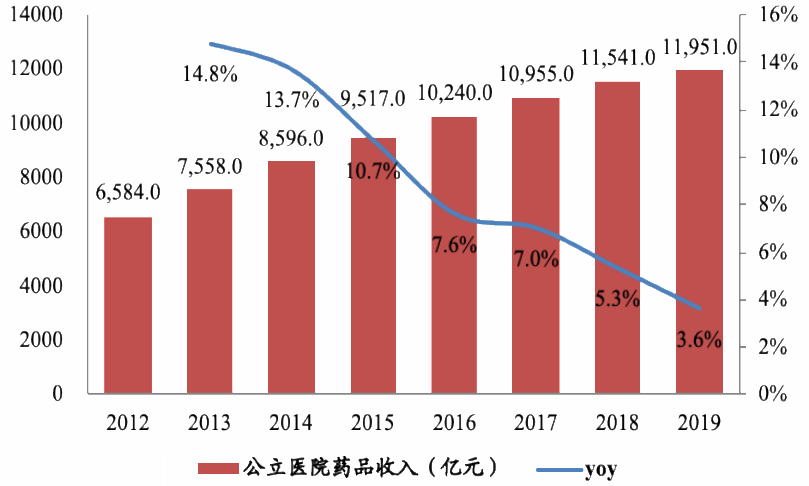
处方流转平台	发起方	提供服务	上线医疗机构
未来医院	武汉市中心医院宣布联合阿里健康、支付宝	预约挂号，报告查询，医保支付，远程视频复诊、送药上门等	超 1000 家公立医院
微信智慧医院	腾讯	微信挂号、缴费，电子报告，电子药单，医保支付等	超 100 家公立医院
益药	上海云健康	电子处方，药品配送，药师问诊等	对接医疗机构超 340 家
卫宁健康	新疆卫宁软件有限公司联手上海钥世圈云健康科技发展有限公司	药品电商、电子处方、处方审核、送药上门等	超 500 多家医院，多为三级医院
微医	廖杰远	专家问诊、挂号、药师咨询、送药到家等	3200 家重点医院
微问诊	四川骏逸富顿科技有限公司	用药咨询、电子处方审核、周边药店、药品助手等	合作医院数量近千家，上线药店 18000 家
易复诊	青岛易复诊网络科技有限公司	处方审核、处方实时查询、网订店取、网订店送、用药指导等	300 余家医院
山大 SmartMH 智慧医疗	山大地纬	诊间结算、融合支付、信息传输、大数据分析	覆盖六万家医疗机构
东华医为智慧门诊	东华医为科技有限公司	远程门诊、协同门诊、电子病历、电子健康档案等	全国数百家医院

数据来源：各平台客户端、各平台官网，西南证券整理

3.2 破局医药分离，处方外流成为长期趋势

- **处方外流进入实质推动期，提供巨大增量市场空间**
- 根据米内网数据，预计我国2019年公立医院药品市场规模为11951亿元（+3.6%）。
- 预计未来公立医院药品市场以2%的增速增长，给予1%-5%的外流比例，处方外流合计将有望给医药零售市场带来千亿的市场增长空间。

2012-2019公立医院药品收入情况



处方外流预计带来的零售市场增量情况

处方外流比例	处方外流预计增加的市场规模（亿元）						
	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025
1%	119.5	121.9	124.3	126.8	129.4	131.9	134.6
2%	239.0	243.8	248.7	253.6	258.7	263.9	269.2
3%	358.5	365.7	373.0	380.5	388.1	395.8	403.8
4%	478.0	487.6	497.4	507.3	517.4	527.8	538.4
5%	597.6	609.5	621.7	634.1	646.8	659.7	672.9

数据来源：米内网，西南证券整理

目 录

一、零售药店市场持续扩容，经营管理能力加固行业护城河

二、有望借鉴日本成功经验，实现零售药店集中度提升

三、破局医药分离，处方外流成为长期趋势

四、投资标的

4.1 大参林：门店扩张加速，慢病统筹打开成长空间

4.2 一心堂：慢病&“互联网+”业务打开成长空间，股权激励激发经营活力

4.3 老百姓：多元渠道发展，快速打开市场空间

4.4 益丰药房：电商辅助业绩增长，股权激励促进稳健发展

4.1 大参林：门店扩张加速，慢病统筹打开成长空间

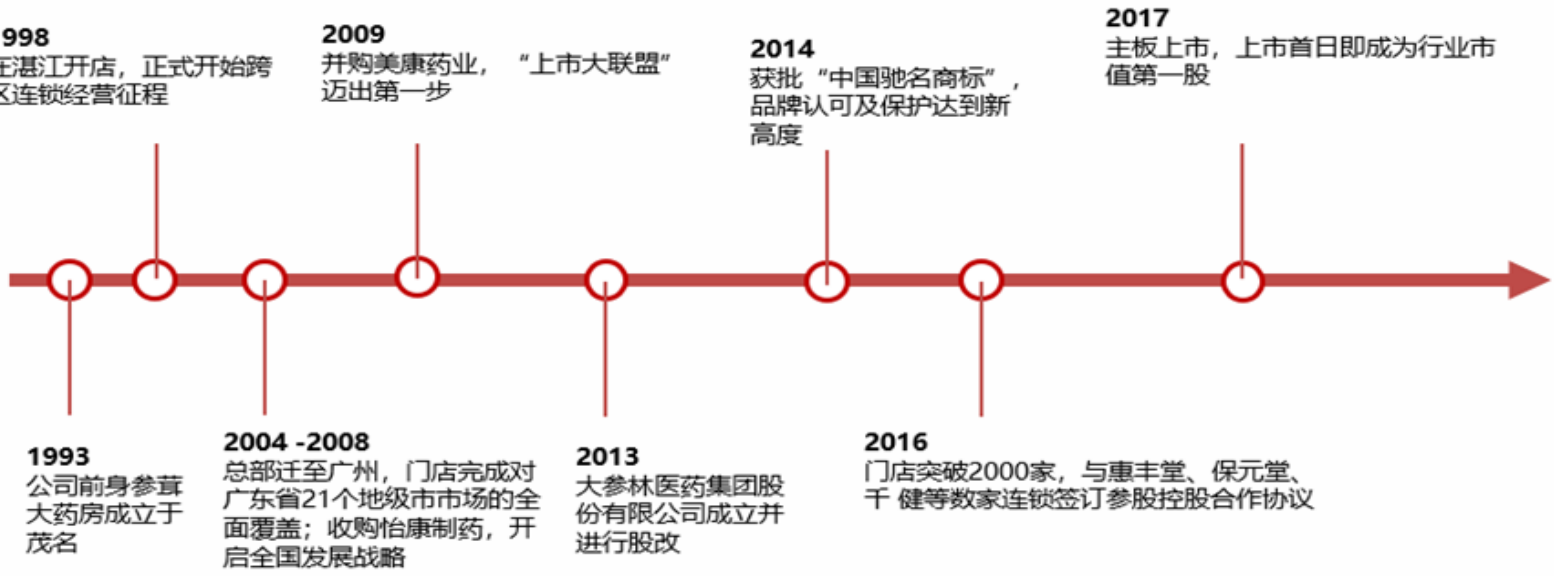
核心观点

- **全国规模领先的大型医药零售企业。**公司专门从事中西成药、参茸滋补药材及中药饮片等连锁零售业务，2013-2019年收入复合增速为20.1%。公司营销网络集中于华南地区，并由此向外扩张。我们认为，公司在短期内门店结构将改善，利润将会迎来高速增长；中长期将受益于处方外流带来的行业市场规模增加，叠加公司互联网医疗布局打开公司成长空间。
- **以华南地区为核心，加速全国扩张战略。**截至2020Q1，公司拥有门店4885家，加盟店76家，2019全年门店新增946家。其中广东省、广西省门店数量占比超过80%，华中、华东地区门店分别为432、339家，此外公司新进入河北、黑龙江和陕西省，开设门店170家，预计未来公司将在继续巩固华南地区优势的基础上进一步加快扩张。
- **门店经营效率高，过去几年门店布局进入收获期。**公司上市以来利用募资加大开店速度，2016-2019年共新增门店2986家。新店通常在当年有效经营期不足12个月，且月均销售额约为老店的50%，贡献收入较低。但公司门店经营效率比较高，2019年日均坪效为89元/平方米，远高于同行业其他公司。因此在经过几年的市场培育后，新店基本达到成熟，叠加高质量经营，未来有望贡献利润增量。
- **多线布局承接处方外流，慢病统筹+O2O打开公司成长空间。**目前公司关于慢病统筹药店的分布主要集中在广东省，其他省份资格申请也在逐步推进中，随着医保统筹的逐步开放，慢病业务或将成为公司新的利润驱动点。公司积极参与推动重点城市的处方共享平台建设，目前已经在广西、广东、河南等省份完成了多家处方共享平台的接入。截至2019年底，公司已经筹建完成了56家DTP专业药房，处方药收入同比增长28.7%，其中大部分来自慢病业务。公司自2015年开始布局O2O，至此已经取得明显成效。随着处方外流进程加快，慢病统筹+O2O预计将成为中长期增长点。

4.1.1 大参林：全国规模领先的大型医药零售企业

- 大参林是全国规模领先的大型医药零售企业，目前在各省都有布局，2019年累计门店数4756家，主要分布在华南地区（广东省、广西省）、华东地区（江西省、浙江省、福建省）、华中地区（河南省）和东北华北及西北地区（河北省、黑龙江省、陕西省）。
- **公司业务**涵盖中西成药、参茸滋补药材及中药饮片、保健品、医疗器械及其他商品。参茸滋补药材领域形成了自主品牌为主、覆盖高中低各档次产品、满足不同消费人群需求的业务特色。

公司发展历程

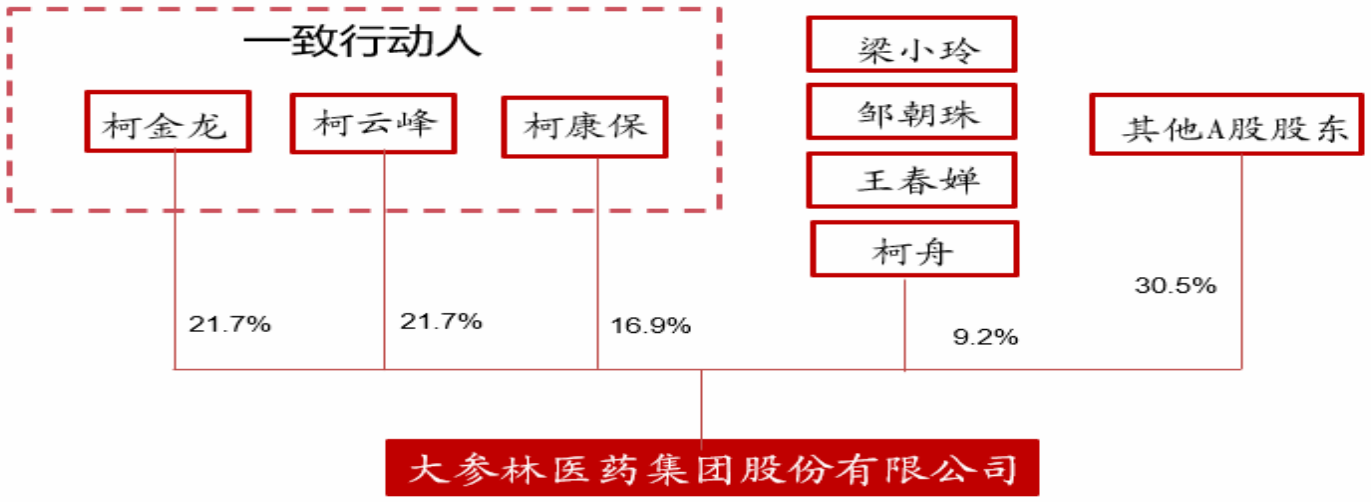


数据来源：公司官网，西南证券整理

4.1.1 大参林：全国规模领先的大型医药零售企业

- **公司股权高度集中。**根据2019年年报，柯云峰、柯金龙和柯康保三兄弟共持有股权60.3%，其亲属及配偶梁小玲、邹朝珠、王春禅、柯舟等人共持有9.2%股权。
- 一致行动人具有对公司的绝对控制权，有利于管理者执行公司战略，提升决策的效率性。

公司股权结构情况（截至2019年）

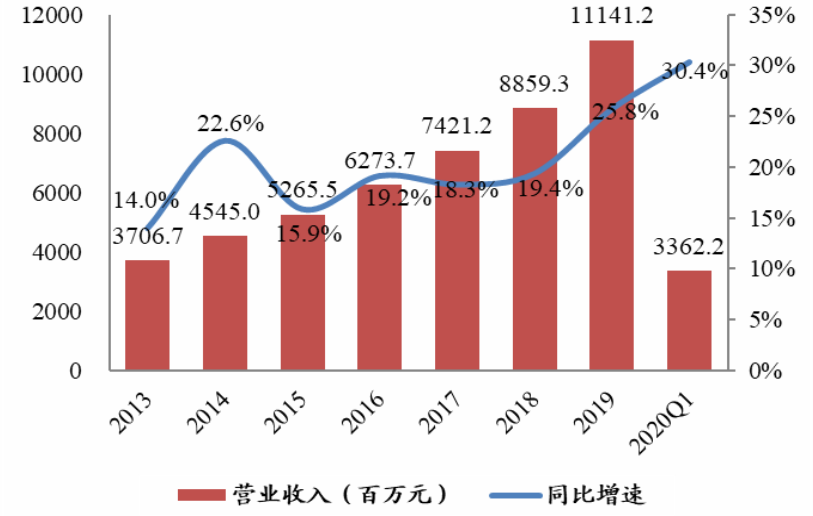


数据来源：公司年报，西南证券整理

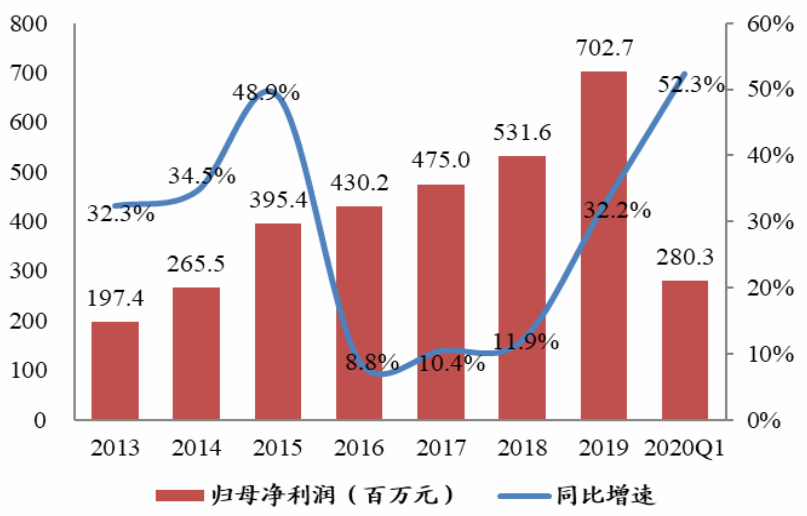
4.1.1 大参林：全国规模领先的大型医药零售企业

- **营收总体延续较快增长，预计未来保持高增速。**2013-2019年，公司收入从37.1亿元增长至111.4亿元，年平均复合增长率为20.1%；截至2020Q1，营业收入达到33.62亿元，同比增长30.4%。
- 归母净利润高速增长，2016-2018年增速降低主要是因为公司全国门店快速扩张开支较大拖累当年利润导致；2019年公司净利润增速再次出现拐点，同比增长32.2%，随着公司新一轮门店进入成熟期，预计未来业绩将会保持较好增速。

2013-2020Q1公司营业总收入情况



2013-2020Q1年公司归母净利润情况



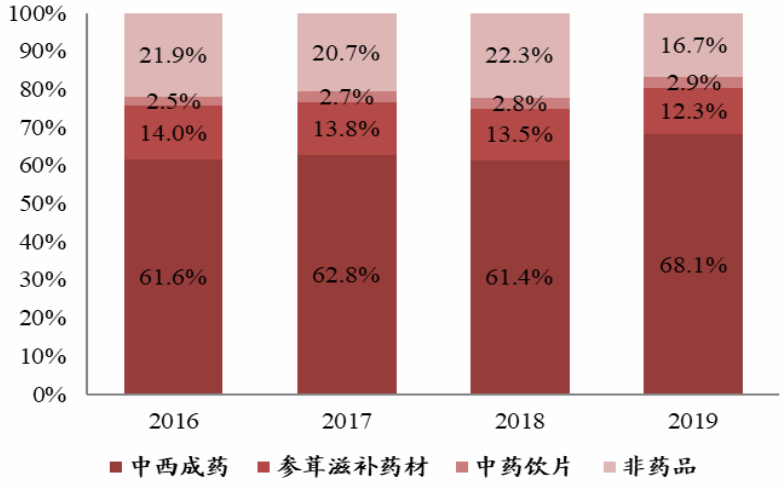
数据来源：公司年报，西南证券整理

4.1.1 大参林：全国规模领先的大型医药零售企业

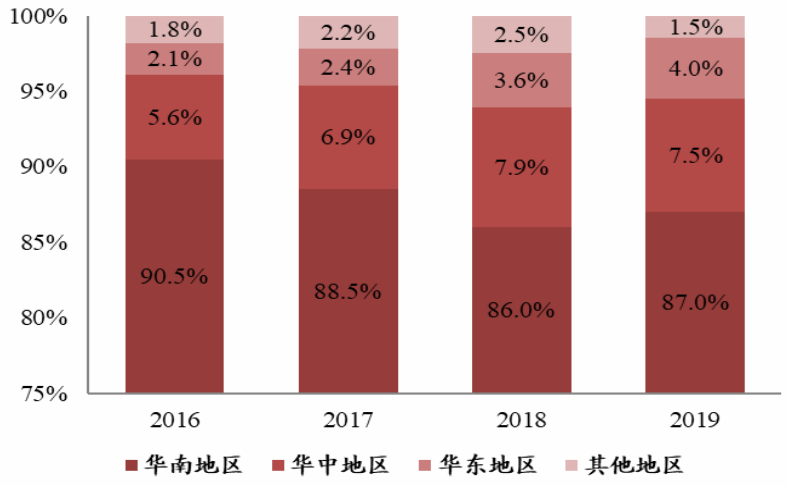
➢ **中西成药为核心业务，华中地区收入占比不断提高。**

- 从**业务**来看，公司收入结构稳定，中西成药和参茸滋补药材常年占据公司收入75%左右；中药饮片收入有缓慢增长趋势，2015年占比2.3%，2018年占比2.8%；非药品主要包括保健品、医疗器械等其他业务，收入占比为20%-24%。
- 从**地区**来看，公司从广东发家，业务最初集中于华南地区，随着全国发展战略的深入，公司逐步推进对其他各省市的布局，华中地区收入占比不断增长，2019年达到7.5%。同年，公司开拓黑龙江省、河北省和山西省版图，收入占比为2.5%。

2016-2019公司主营业务构成（分业务）



2016-2019公司收入结构（分地区）

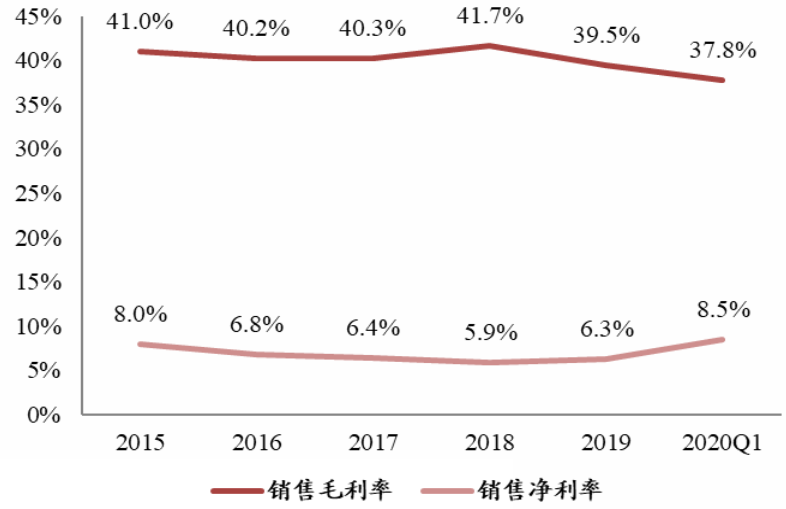


数据来源：公司年报，西南证券整理

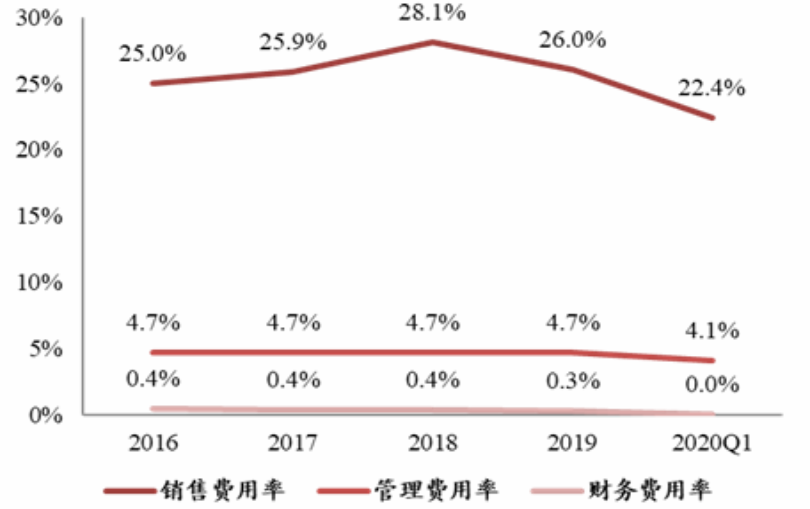
4.1.1 大参林：全国规模领先的大型医药零售企业

- **毛利率和净利率基本保持平稳，高于同比公司。**公司近几年毛利率比较稳定，净利率有小幅下降，2020Q1再次回到增长状态。医药零售企业利润率不高，相较于同类公司，2019年大参林的销售净利率处于较高水平，高于一心堂（5.8%）、老百姓（5.3%），益丰药房（5.9%）。
- **实行精细化运营管理，费用率控制较好。**公司三项费用中，销售费用占比最高，但近几年有明显的下降趋势。2018年销售费用率为28.1%，相较前两年上升的原因是由于长期资产摊销导致。截至2020Q1，销售费用率为22.4%。管理费用率和财务费用率基本保持缓慢下降状态。公司整体费用在同行业都处于下游水平，控制较好。

2015-2020Q1公司毛利率、净利率情况



2015-2020Q1公司三费情况

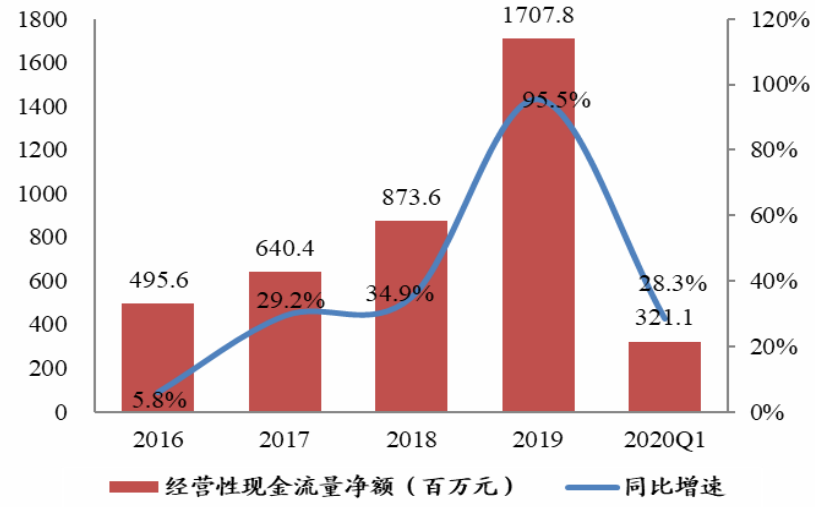


数据来源：公司年报，西南证券整理

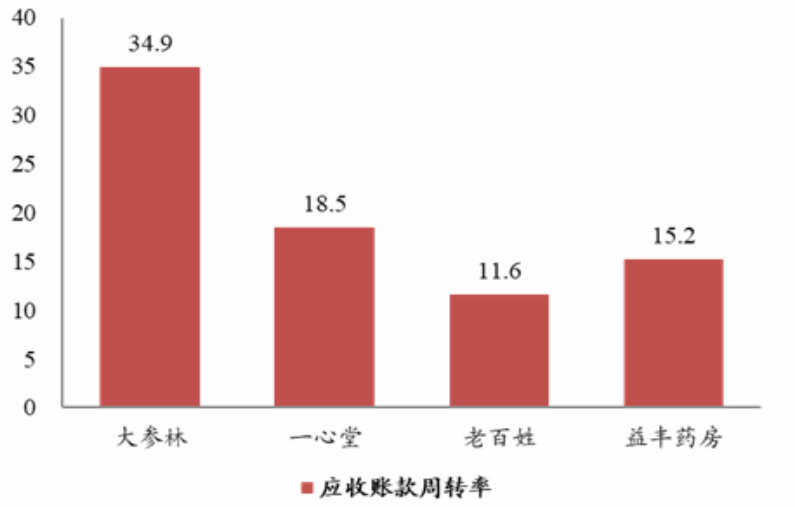
4.1.1 大参林：全国规模领先的大型医药零售企业

- **经营质量良好，经营性现金流充裕。**公司2016年经营性现金流为5亿，2019年达到17.1亿，年均复合增长率为50.7%，2019Q1同比增长28.3%，增速较快。
- 2019年应收账款占比大参林（4.1%）、一心堂（6.6%）、老百姓（10.8%）、益丰药房（8.2%）；应收账款周转率大参林（31.3）、一心堂（20）、老百姓（10.9）、益丰药房（13.7），公司应收账款质量优于可比公司，回款速度快。

2016-2020Q1公司经营性现金流情况



2019年可比公司应收账款周转率情况



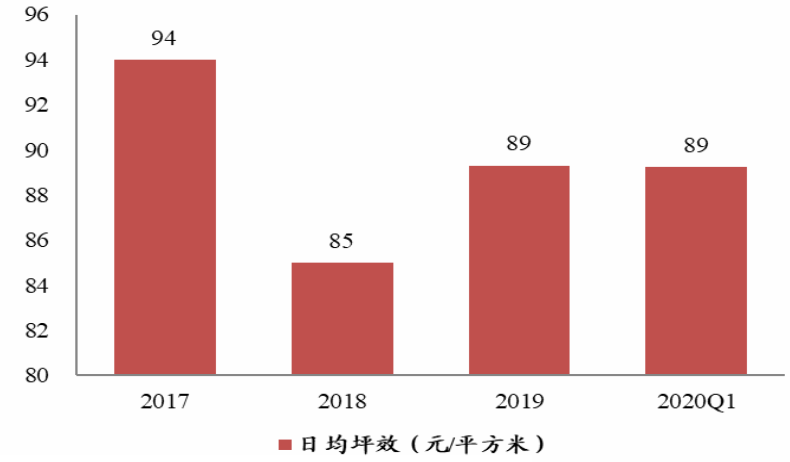
数据来源：公司年报，西南证券整理

4.1.1 大参林：全国规模领先的大型医药零售企业

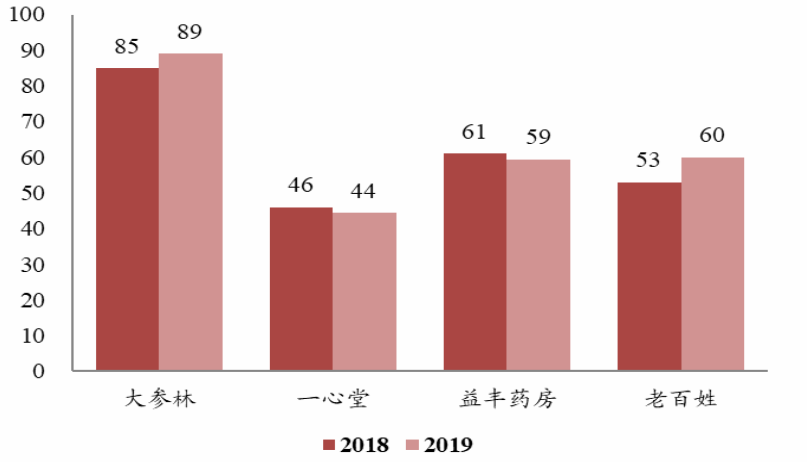
➢ **门店经营效率良好**

- **公司坪效高于可比公司。**2018年公司坪效为85元每平米，2019年略有回升，为89元每平米，是四家公司里最高的。公司两年坪效都接近一心堂的两倍。2020Q1为89元每平米，预计整年数据会继续提升。
- **供货集中度上升，采购成本将进一步控制。**公司主要采取“从供应商集中采购产品，向子公司与第三方批发”的模式。2017年公司前五名供应商采购额占总额17.6%，2018年为34.4%，2019年为38.3%。采购端集中度显著上升，这意味着公司对于上游的议价能力也同时增长，单个药品成本将进一步下降。

公司2017-2020Q1坪效情况



2018-2019四家公司日均坪效对比（元/平方米）



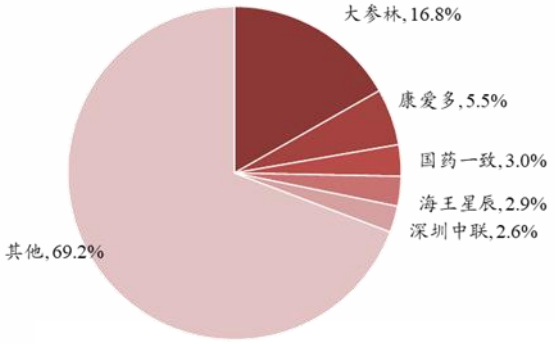
数据来源：公司年报，西南证券整理

4.1.2 大参林：深耕华南布局全国，对外扩张战略加速推进

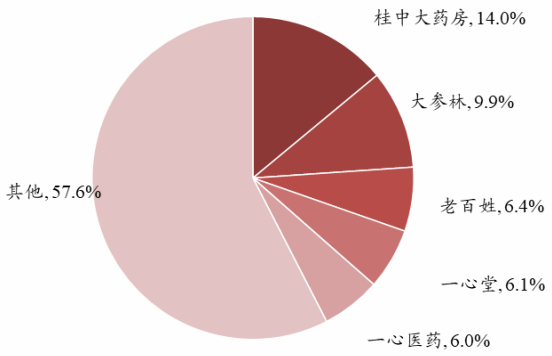
- **跨区发展布局全国。**公司历年来坚持以直营连锁门店为核心的经营战略，积累了较成熟的门店拓展和管理经验。在这基础上，公司不断从广东省向周边省市扩张，目前已进军广西、江西、浙江、福建、河南、江苏、河北等省市，实现跨区域发展。

- **广东省**市占率第一，龙头地位显著。截至2019年，公司在广东省拥有门店数接近3000家，覆盖广东各地级市，并深入渗透到乡镇市场。
- **广西省**市占率排名靠前，未来有望继续提升。截至2019年，公司在广西省拥有门店数超过1000家，覆盖广西省桂林、玉林、梧州、柳州、北海等地级市，并不断向周边城市辐射。
- **河南省**市场仍处开发阶段，门店扩张速度加快。截至2019年，公司在河南省拥有门店超过400家。
- 除上述省份外，公司在**华东地区**布局也稳步推进，2014年门店数仅有41家，截至2019年增加至339家；2019年公司正式进军河北省，开设门店超50家，同时在黑龙江省和山西省也各有布局，对外扩张再下一城。

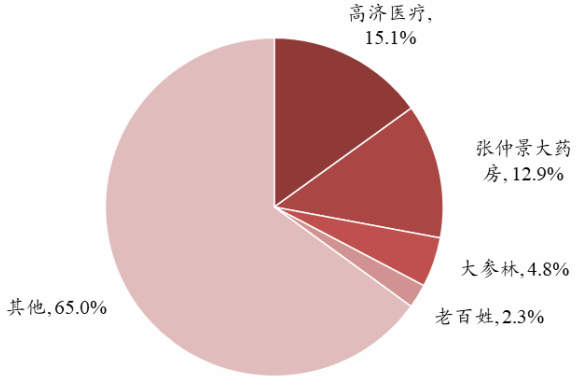
2018年广东省市占率情况



2018年广西省市占率情况



2018年河南省市占率情况



数据来源：中国药店，西南证券整理

4.1.2 大参林：深耕华南布局全国，对外扩张战略加速推进

- **自建与并购齐发展，对外扩张稳步进行。**为了加快业务的发展，公司于2016年开始不断新建门店，并且陆续开展了一系列的股权、资产收购。这些自建与收购有利于提高公司在全国的营销网点数量和覆盖面，推进业务布局和市场拓展。

- 2017年公司发生全资或控股收购项目8起，涉及门店231家，全年新增门店633家
- 2018年发生收购项目8起，涉及门店146家；自建门店629家，全年新增门店895家
- 2019年发生收购项目13起，涉及门店560家；自建门店394家，全年新增门店946家

2019年公司并购门店总体情况

并购公司所在省份	时间	涉及门店数	收购股权	并购标的
广东省	2019.2	-	100%	广东康益百医药
广东省	2019.2	45	51%	广州柏和药店
河南省	2019.3	-	46%	盛世华兴医药（增资后占总股本65%）
黑龙江省	2019.9	35	51%	鸡西市灵峰药房
陕西省	2019.9	-	32%	西安欣康大药房（增资后占总股本51%）
广东省、广西省	2019.10	36	100%	温迪拥有的位于广东省和广西省门店
江苏省	2019.11	123	51%	南通江海大药房
广东省	2019.11	109	100%	湛江天马大药房
河南省	2019.12	52	51%	信阳百姓福医药
河北省	2020.1	23	51%	保定益民大药房
广东省	2020.1	50	19%	广东金康药房

数据来源：公司年报，西南证券整理

4.1.2 大参林：深耕华南布局全国，对外扩张战略加速推进

- **自有资金支持扩张计划。**公司2019年经营性现金流净额为17.1亿元，同时于2020年发行可转债14.1亿元（其中8.4亿元用于新店建设，2亿元用于补充流动资金），故目前公司可用资金约为25.5亿元。
- 假设公司自建门店成本为100万，收购门店成本为130万元。
- 则公司目前现金流预计可新建门店1000家，同时并购门店1000家。

2017-2019公司收购门店价格情况

药店	收购总成本（万元）	收购门店数	平均单店收购价格（万元）
泰林大药房	770	10	77
信诚医药	750	9	83
春秋堂	350	6	58
国晟医药	7500	51	147
连心大药房	867	20	43
健康人连锁药店	3600	33	109
豫辉大药房	1930	45	43
鸿中药店	1949	15	130
泓璐药业	6788	38	179
正方大药房	2050	12	171
济世健民大药房	1746	9	194
八方大药房	6416	20	321
仁信医药	2580	28	92
灵峰药房	4475	35	128
江海大药房	12700	123	103
合计	-	-	130

数据来源：公司年报，西南证券整理

4.1.2 大参林：深耕华南布局全国，对外扩张战略加速推进

- **物流体系完善成熟，为业务快速发展保驾护航。**目前公司已在全国各地建立2 个省级物流中心和 15 个地市级物流中心，能够有效满足覆盖地区门店配送需求。
- 2019年上半年漯河、玉林两个现代化物流园已竣工并投入使用，河南及福建的仓库也修建完毕，在提升物流周转效率的同时，进一步降低采购成本和营运成本。

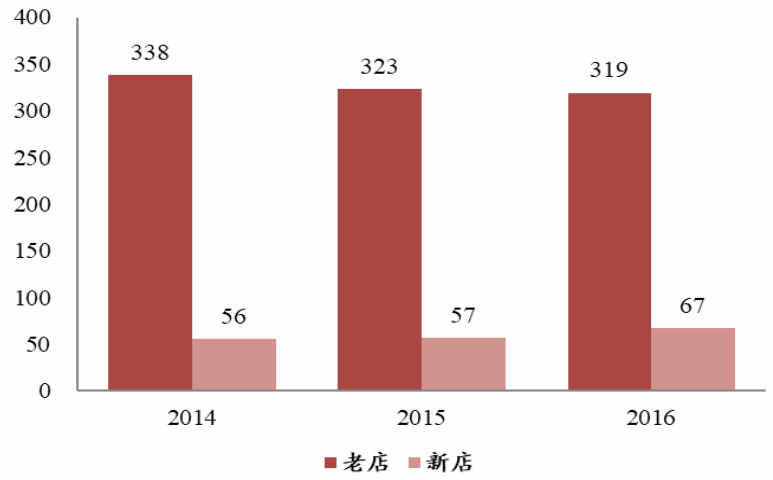
公司各地仓库情况

地点	占地面积（平方米）	覆盖区域
广州市荔湾区	34857	广州、佛山、肇庆、番禺、韶关、清远、花都、梅州、汕头、汕尾、潮州
佛山市顺德区	7272	广州、佛山、中山、珠海、东莞、顺德、番禺
东莞市石排镇	16337	广州、花都、深圳、东莞、河源、惠州、汕尾、番禺
江门市蓬江区	11398	广州、番禺、江门、中山、珠海、中山、珠海、肇庆
茂名市	12820	茂名、湛江、阳江、江门、肇庆
梧州市	3010	梧州、贺州、桂林、贵港、南宁、北海
玉林市	5024	贵港、南宁、北海、玉林
漯河市汇源区	1400	漯河地区
郑州市惠济区	5232	郑州、新密、巩义、濮阳
许昌市	1080	许昌市
河南省安泰医药公司院内	600	安阳
温州市龙湾区	1130	浙江
福州市仓山区	2380	福建

数据来源：招股书，西南证券整理

4.1.2 大参林：深耕华南布局全国，对外扩张战略加速推进

2014-2016公司在广东省单店收入（万元）



- **随着近千家新店进入成熟期，公司利润将迎来新一轮增长**
- 公司从2016年起加速门店数量扩张，16-19年共新增门店2986家。
- 公司新开门店通常在当年有效经营期不足12个月，贡献收入较低。在经过几年的市场培育后，这些新店基本都达到成熟。一般来说门店经营达到3年期为老店，老店年收入远高于新店。
- 因此过去3年新增门店店龄结构的改善预计共给公司增加大幅收入。

公司门店发展情况

	全国门店	新增门店	华南门店	新增门店	华东门店	新增门店	华中门店	新增门店
2014 年	1602	348	1464	287	41	17	97	44
2015 年	1921	350	1763	322	52	12	106	16
2016 年	2409	512	2113	367	91	39	205	106
2017 年	2985	633	2600	535	50	15	335	83
2018 年	3880	895	3265	707	221	123	394	137
2019 年	4756	946	3815	596	339	127	432	53

数据来源：公司年报，西南证券整理

4.1.3 大参林：多线布局承接处方外流

- 公司积极参与医改政策，建立DTP/DTC专业药房、筹建中医坐堂+药房、申请慢病定点，开展医药电商布局），同时大力拓展院边店，2019年累计拥有558家，为其承接医改成果夯实坚实的基础。2019年公司处方流转平台共计28家，渠道价值显现，处方药收入同比增长28.7%。

- 目前公司已经筹建完成了56家**DTP专业药房**，2019年销售同比增长251.2%。公司拥有一套完整的DTP专业药房管理体系和一支专业的DTP管理团队，同时与业内领先的处方药厂家进行紧密合作，通过资源置换、整合，实现了DTP业绩的飞速发展。
- 公司对**医药电商**布局较早，2015年建立官方商城，并与天猫、京东和1号店等电商平台达成合作。另外，公司自主研发了百科APP、大参林健康购扫码购、线上订购、自动收款等多项行业先进水平的实用程序，为医药电商业务发展提供保障。近年来公司O2O增量较快，2019年线上门店超过3200家，覆盖了线下所有主要城市。线上销售收入同比增长151.9%，预计公司未来医药电商业务发展将会更将迅速。

公司部分医药电商布局情况

交易渠道	销售范围	结算方式
天猫	医药产品、保健品、计生用品、个人护理、食品	支付宝
京东	医药产品、保健品、计生用品、个人护理、食品	京东商城电汇转账
1 号店	食品、计生用品	一号店商城电汇转账
淘宝店	食品	支付宝
官方商城	医药产品、保健品、计生用品、个人护理、食品	支付宝

数据来源：招股书，西南证券整理

4.1.3 大参林：多线布局承接处方外流

➢ **特慢病业务助力公司新发展**

- 目前公司具有慢病统筹资格药店的分布主要集中在广东省，已经有4个地区约30家药店纳入统筹，分别是广州、佛山、韶关和珠海；河南省有6家门店具有统筹资格。预计到年底会有接近20个地级市能够对接慢病统筹系统。
- 截至2019年公司上报医保局172家店，2020年Q1有8家门店新获得统筹资格，预计今年慢病统筹门店增长有望加快。
- 慢病药销售占据公司处方药销售大头，因此随着定点资质门店的增加，慢病业务将成为公司新的利润增长点。

公司在广东省特慢病门店分布



www.swsc.com.

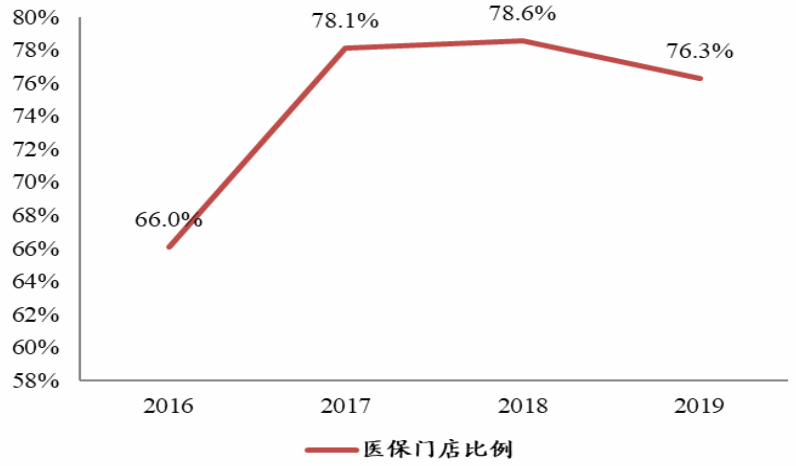
数据来源：公司年报，西南证券整理

4.1.3 大参林：多线布局承接处方外流

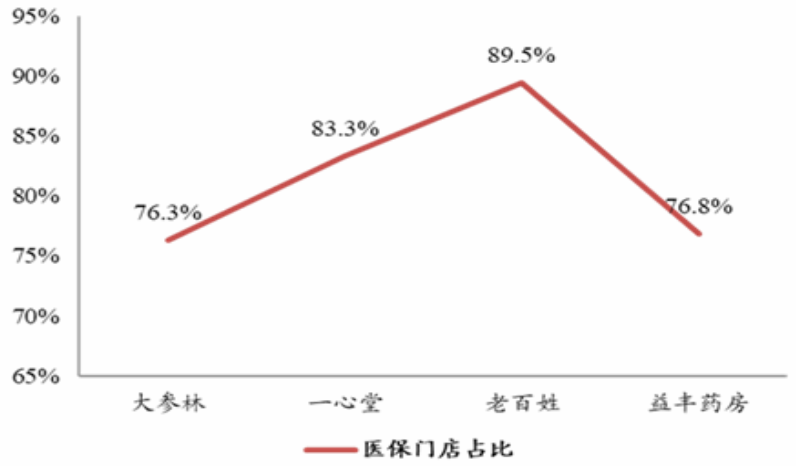
- **定点医保门店数量逐年上升**

- 公司近年来医保门店比例不断提高，2016年仅为66%，2018年增长到78.6%，2019年同比略微下降原因是新增门店数较高，导致医保门店比例下降，就增长数量来说，2019年公司医保门店增加540家。
- 对比四家公司，2019年老百姓医保店占比最高，基本能够全门店覆盖；大参林稍微低一些，为76.3%。随着医保局审批的加快，预计公司获得医保资格的门店增速也会加快。

2016-2019年公司医保门店比例情况



2019年四家上市公司医保门店对比



数据来源：公司年报，西南证券整理

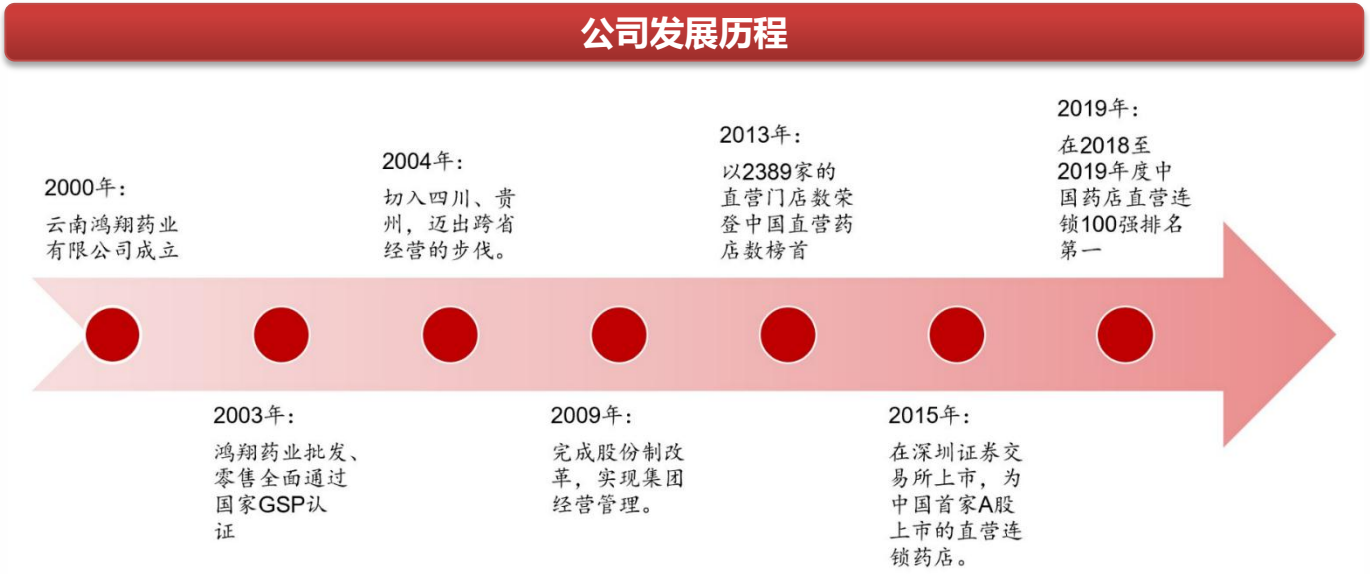
4.2 一心堂：慢病&“互联网+”业务打开成长空间，股权激励激发经营活力

核心观点

- **推荐逻辑**：1）处方外流将给我国零售药店终端市场注入强劲增长点，行业景气度高。2）慢病业务收入高、市场潜力大，公司已有慢病门店基础，未来成长空间大；公司电商业务发展态势良好，线上线下协同增厚公司业绩。3）限制性股票激励计划调动核心员工积极性，刺激公司业绩稳健增长。
- **处方外流想象空间大，行业前景向好。**随着国家推行两票制、药店分级，要求公立医院药占比控制在30%以内，禁止公立医疗机构承包、出租药房，各地积极推进电子处方服务、启用电子处方试点，各大处方流转平台陆续建成，处方外流已成大势所趋。经初步估算，若处方外流50%，零售药店终端市场规模或将翻番，行业景气度高。
- **慢病、“互联网+”业务打开成长空间。**2019年，慢病医保门店客单价约为296元，是非慢病顾客消费客单价的4.2倍；国内慢病患者群体庞大，慢病业务发展空间广阔。截至2019年末，公司开通各类慢病医保支付门店达477家，含3家专业慢病药房，覆盖云南、山西、四川、广西、重庆。此外，公司有门店覆盖的十个省市自治区陆续出台了针对带量采购的实施文件，通过带量采购，公司可拓展处方药品种、降低采购成本，利好慢病业务。另一方面，2017-2019年，公司电商交易额由6538.9万元增至7343万元，年复合增长率达6%，发展势头良好。
- **股权激励促进公司增长。**继公司管理层换届，公司发布了《2020年限制性股票激励计划（草案）》。该激励计划有望留住关键人才、充分调动核心员工提升公司业绩的积极性、使股东与管理层利益趋于一致，有利于公司可持续发展。而公司账上资金充裕，截至2020年第一季度末，其流动性最强的货币资金达12.9亿元，充裕的资金储备可以让管理层放开拳脚开展各类投资项目；叠加公司一省一配的物流中心保障持续扩张，节约租赁成本、物流成本，降低公司跨区域经营风险，市占率进一步提升可期。

4.2.1 一心堂：稳扎稳打，运营良好

- **以零售连锁为核心，进驻十省市自治区。**一心堂主要从事医药零售连锁和医药批发业务，其**核心产业为零售药店连锁经营。**公司自2000成立以来，在2009年完成股份制改革，于2015年在深圳证券交易所成功上市，在2018至2019年度中国药店直营连锁100强排名第一。截至2020年第一季度末，鸿翔一心堂及其全资子公司共拥有直营连锁门店6402家，直营门店网络覆盖10个省市自治区。

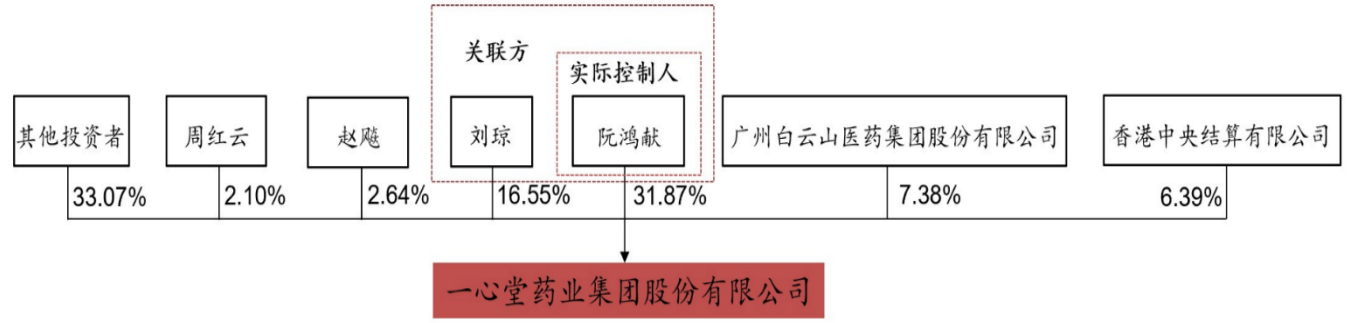


数据来源：公司官网，西南证券整理

4.2.1 一心堂：稳扎稳打，运营良好

- **股权结构稳定。**至2020年第一季度末，公司的**第一大股东为阮鸿献，持股31.9%**；第二大股东为刘琼，持股16.6%；香港中央结算有限公司及广州白云山医药集团股份有限公司分别持股6.4%、7.4%；赵飚、周红云各持股2.6%、2.1%；其他投资者持股33.1%。阮鸿献先生、刘琼女士已解除婚姻关系，但公司出于审慎角度，仍将其划为关联方。

公司股权结构

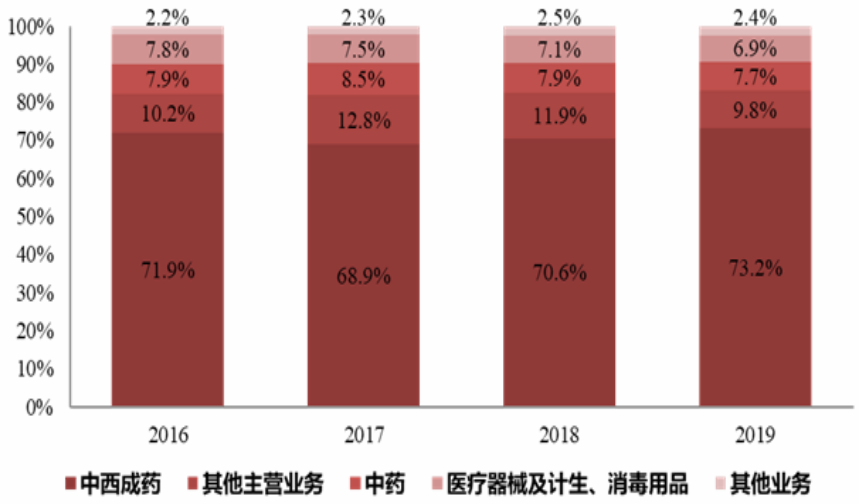


数据来源：公司一季报，西南证券整理

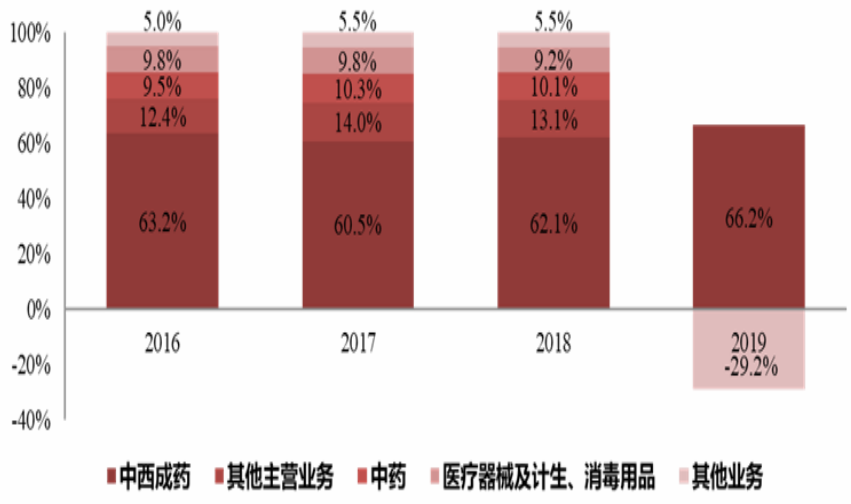
4.2.1 一心堂：稳扎稳打，运营良好

- **主营业务以药品销售为主。**从各类产品收入占比来看，中西成药所占比重最大，是公司收入的主要来源；从各类产品毛利占比来看，中西成药是公司毛利占比最高的产品。
- 2019年，公司收入主要来自药品，占比80.9%，其中中西成药占比73.2%，中药占比7.7%；公司毛利主要来自中西成药，占比66.2%。

2016-2019年公司各类产品收入占比情况



2016-2019年公司各类产品毛利占比情况

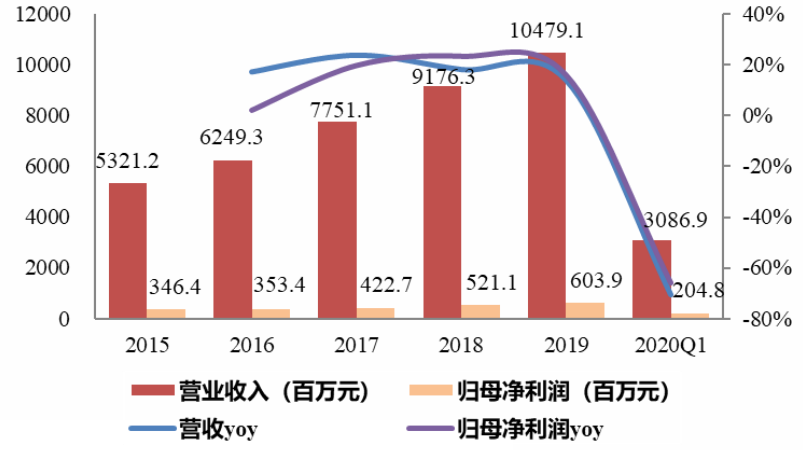


数据来源：公司年报，西南证券整理

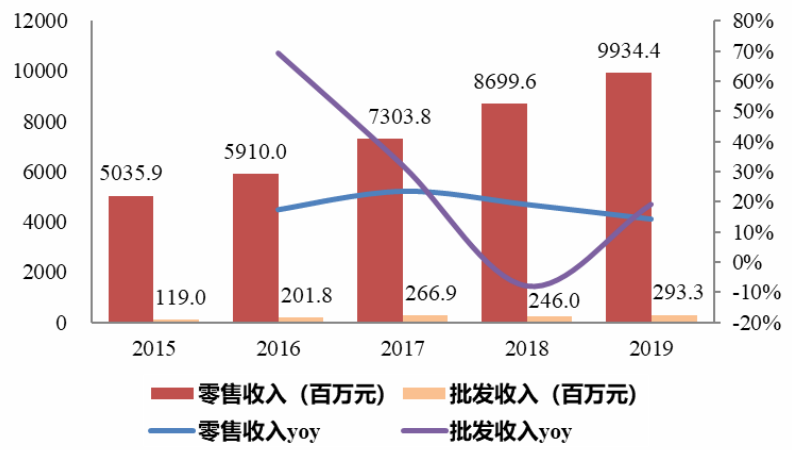
4.2.1 一心堂：稳扎稳打，运营良好

- **营收与净利润保持稳健增长。**2019年公司营业总收入达104.8亿元，同比增长14.2%；归母净利润为6亿元，同比增长15.9%。2020年第一季度，公司实现营业收入30.9亿元，同比增长19.3%；实现归母净利润2亿元，同比增长16.8%。
- **分板块来看**，2019年，公司**零售板块**收入达99.3亿元，同比增长14.1%，主要系以前年度所开门店在当地知名度提升拉动消费所致；毛利率为38%，同比下滑1.8pp，主要系国家调控药品价格，对药品价格上限实施限制导致。**批发板块**收入为2.9亿元，同比增长16%，主要由于下游经销商订单量提高，进而提升了批发板块整体收入；毛利率为16.9%，同比下降6.2pp，主要由于订单量加大，下游经销商议价能力增强，导致药品批发价格有所下降，拉低了批发板块毛利率。

2015-2020Q1公司营收及归母净利润情况



2015-2019年公司各板块收入情况

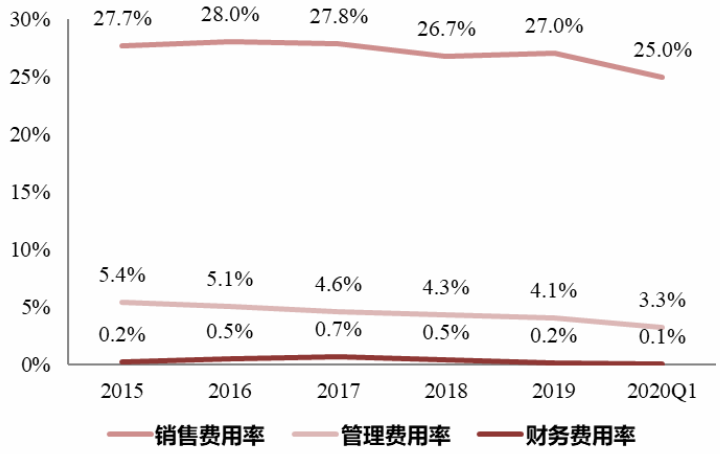


数据来源：公司年报，一季报，西南证券整理

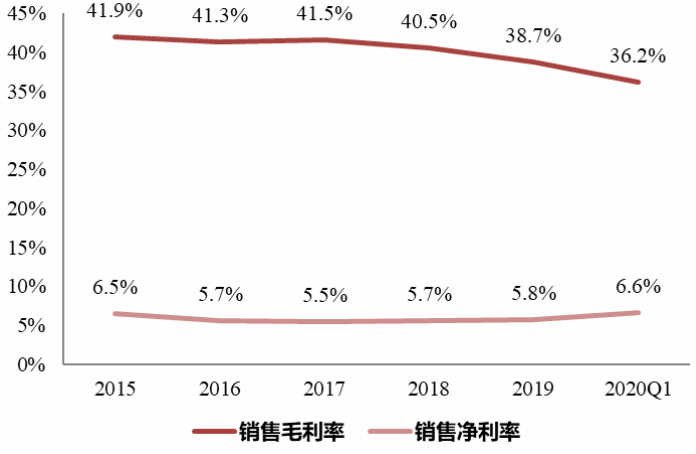
4.2.1 一心堂：稳扎稳打，运营良好

- **三费控制较好。**2015-2020Q1，公司三项费用率控制较好，总体呈下降趋势。随着"互联网+药学服务"等远程专业化服务、无人售药柜的逐步推行，公司的销售人员、管理人员有望收缩，销售成本、管理成本进一步缓解可期。
- **利润水平有望进一步提升。**2015-2020Q1，公司净利率逐步上升，系公司三费控制较好导致；而公司毛利率有所下滑，系小规模纳税人税务核算口径差异，以及国家近年来多次调控药品价格，对药品价格上限实施限制所致。相信随着带量采购政策逐步深化，公司采购成本有望降低，利润水平提升可期。

2015-2020Q1公司三费情况



2015-2020Q1公司毛利率、净利率情况

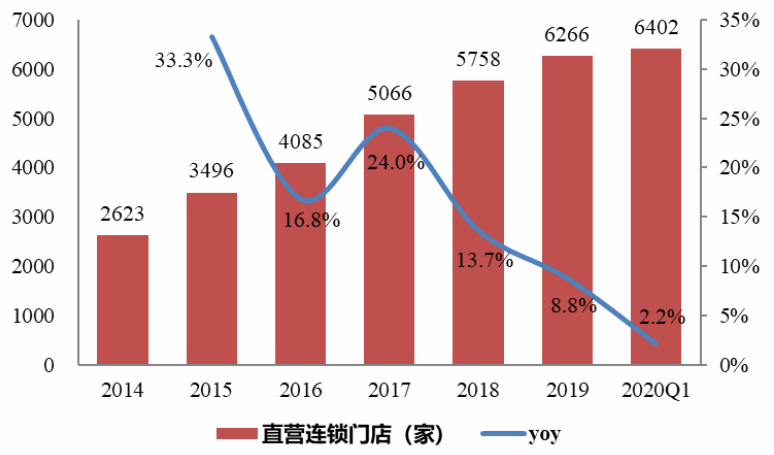


数据来源：公司年报，一季报，西南证券整理

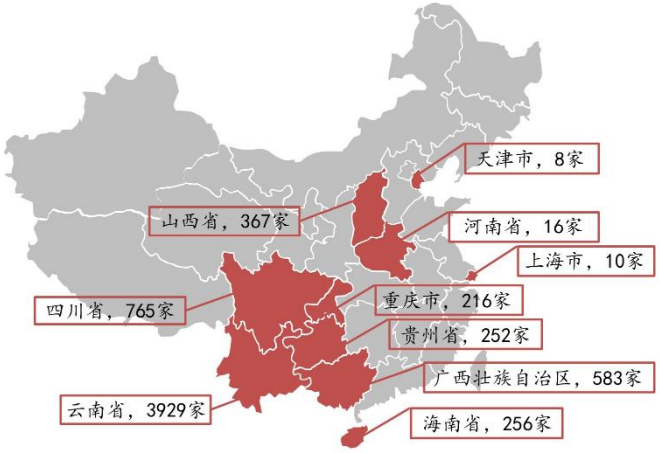
4.2.2 一心堂：十省市内精耕细作，门店数量持续增长

- **2020年第一季度**，公司持续在现有门店网络内加密门店，至报告期末，**公司直营连锁门店达6402家**，环比2019年末直营门店数增加2.2%。公司直营门店网络覆盖10个省市自治区，其中云南省门店数量达3929家，占公司门店总数的61.4%；川渝地区门店数量为981家，占公司门店总数的15.3%。

2014-2020Q1公司门店数量情况



2020Q1公司门店分布情况



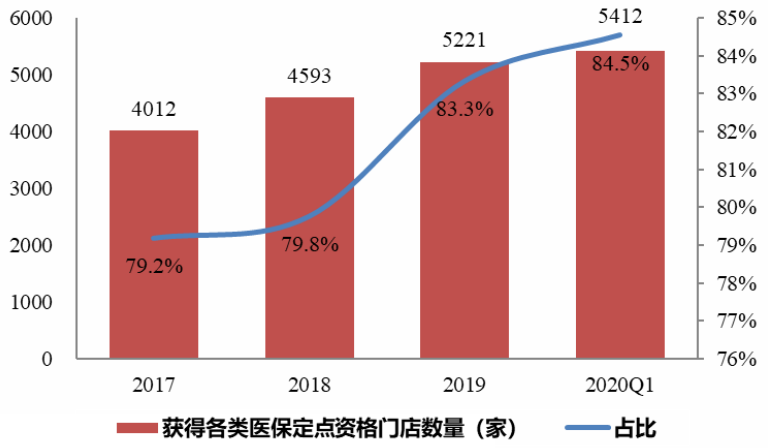
数据来源：公司年报，一季报，西南证券整理

4.2.2 一心堂：十省市内精耕细作，门店数量持续增长

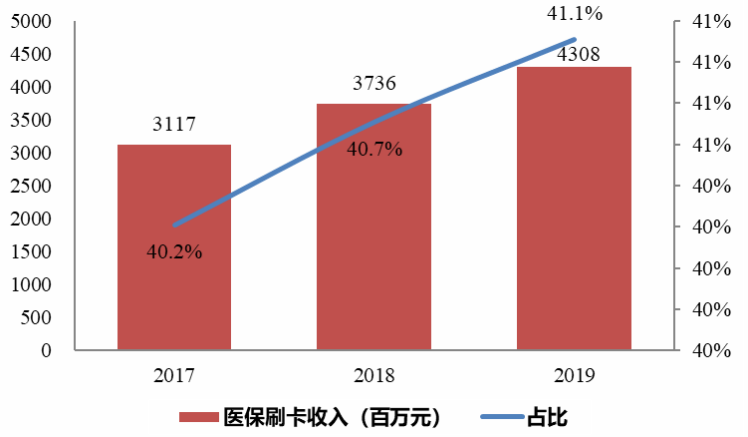
- **医保门店覆盖率高**
- 为减轻患者就医费用负担，中共中央、国务院于2009年发布了关于深化医药卫生体制改革的意见。在此背景下，公司积极推进基本医疗保险定点零售药店的建成。

- **医保门店数量**上：2017-2019年，公司取得各类“医疗保险定点零售药店”资格的药店数量从4012家增至5221家，年复合增长率为14.1%；医保店占比由79.2%提升至83.3%。**至2020年第一季度末，公司医保店达5412家，占比为84.5%。**
- **医保门店收入**上：2017-2019年，公司医保刷卡取得的营业收入持续增长，且其增速均高于公司整体营业收入增速；**2019年度，公司医保刷卡营业收入为43.1亿元，占营业总收入的41.1%。**

2017-2020Q1公司医保门店数量及占比情况



2017-2019年公司医保门店收入及占比情况



数据来源：公司年报，一季报，西南证券整理

4.2.2 一心堂：十省市内精耕细作，门店数量持续增长

- **资金、物流保障进一步扩张**

- **公司的流动资产高达60.5亿元，其中，流动性最强的货币资金达12.9亿元。**充裕的资金储备可以让管理层放开拳脚开展各类投资项目，如自建、并购门店，公司规模有望进一步扩张。

2020Q1公司流动资产情况

流动资产项目	金额（百万元）
货币资金	1289
应收账款	690
应收款项融资	4.1
预付款项	476.7
其他应收款	144
存货	2078.1
其他流动资产	1369.3
流动资产合计	6051.2

数据来源：公司一季报，西南证券整理

4.2.2 一心堂：十省市内精耕细作，门店数量持续增长

➢ **资金、物流保障进一步扩张**

- **至2019年末，公司共有11个物流配送中心**可用于商品的储存及流转，总建筑面积达10.8万m2。其中，四川大物流中心正在建造中，其余10个配送中心分别分布在公司有门店覆盖的10个省市自治区。
- **一省一配物流中心凸显成本优势。**11个物流配送中心可保障公司所有省市自治区门店的商品配送，可完成中药外部销售跨度29个省的100多家客户、60家药厂的配送。一省一配物流基地的建成节约了租赁成本、物流成本，大幅**降低了商品流通的整体成本**，能够让顾客以更低的价格取得商品，实现了社会效益与企业效益最大化。此外，一省一配物流中心形成了跨区域、跨省级的物流网络，**降低了公司跨区域经营的风险**，为公司持续深耕扩张现有区域提供了有力的物流保障。

2019年公司物流配送中心分布情况

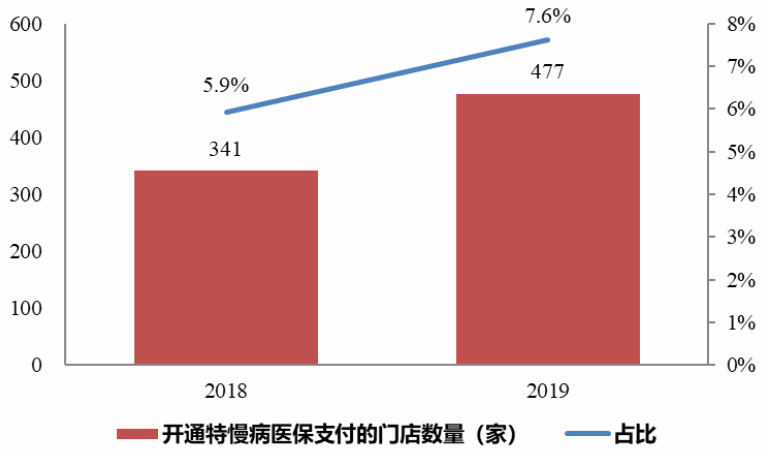


数据来源：公司年报，西南证券整理

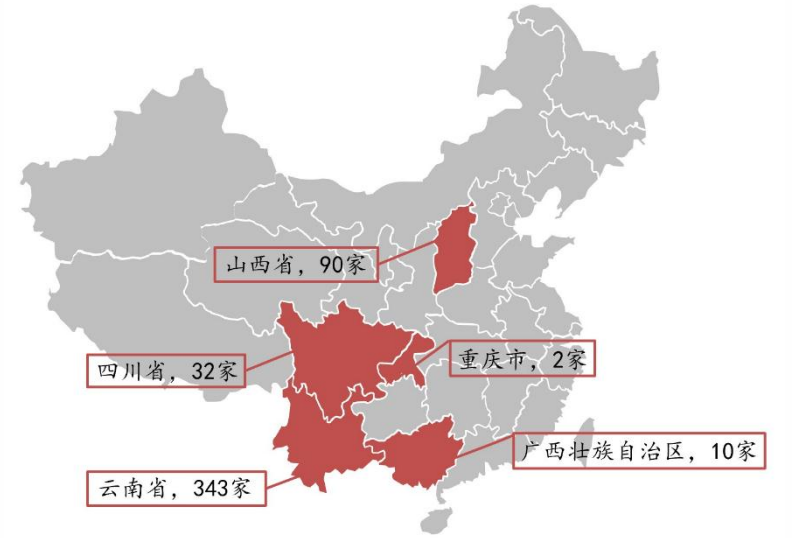
4.2.3 一心堂：慢病、“互联网+”业务打开成长空间

- **慢病业务市场潜力大。**根据国家心血管病中心披露的数据，2018年，我国心血管病、高血压病患者各为2.9亿人、2.5亿人。根据中华人民共和国国家卫生健康委员会发布的数据，2015年，我国糖尿病患者超5000万。因此，慢病业务潜在目标顾客群体庞大，有较大市场发展空间。
- **公司正在积极布局慢病业务。**至2019年底，公司开通各类慢病医保支付门店达**477家**（含3家专业慢病药房），同比增长39.9%，占公司门店总数的7.6%，覆盖云南省、山西省、四川省、广西壮族自治区和重庆市。

2018-2019年公司慢病医保门店数量及占比情况



2019年公司开通慢病医保支付门店的分布情况

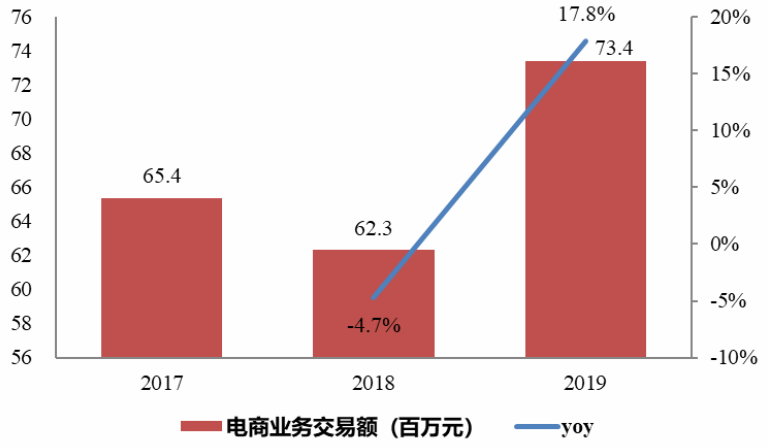


数据来源：公司年报，西南证券整理

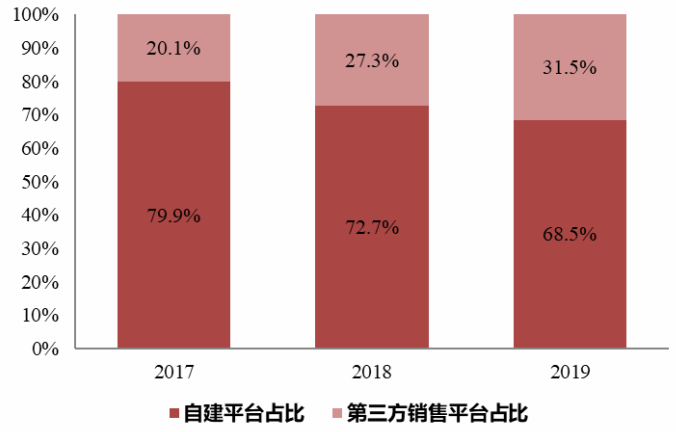
4.2.3 一心堂：慢病、“互联网+”业务打开成长空间

- **“互联网+一心堂”经营模式正稳步推进。**公司自2013年起陆续推行一心堂APP、O2O业务、一心到家B2C业务等电商模式。2017-2019年，公司**电商交易额呈总体上升趋势**，由6538.9万元增至7343万元，年复合增长率为6%。其中，公司自建平台涵盖中西药品、儿科用药、补益安神、中药养生、营养保健、情趣计生、医疗器械、母婴用品和个护美妆九大栏目，已有500家品牌商入驻；**公司在第三方平台（如天猫一心堂大药房）的交易额逐年上升**，2017-2019年分别贡献交易额1311.2万元、1701.5万元、2313.9万元，占比分别为20.1%、27.3%、31.5%，发展势头良好。

2017-2019年公司电商业务情况



2017-2019年公司电商业务明细情况



数据来源：公司年报，西南证券整理

4.2.3 一心堂：慢病、“互联网+”业务打开成长空间

- **电商模式中，O2O业务增长显著。**公司积极建设互联网线上资源，在线上宣传企业品牌、分享医药行业信息、提供健康资讯，这提升了顾客忠诚度、降低了营销成本、促进了线下门店销售。截至2019年，公司已建设超4500个微信社群，其设立的微信公众号有950多万粉丝、官方微博有249多万粉丝。**2019年，公司O2O业务交易次数高于100万次，销售额达3700万元，比2018年交易次数、销售额增长396.5%、222.3%。**

2019年公司O2O业务情况

交易次数	交易次数 yoy	销售额	销售额 yoy
超 100 万次	396.5%	3700 万元	222.3%

数据来源：公司年报，西南证券整理

4.2.4 一心堂：股权激励计划调动核心员工积极性，促进业绩稳健增长

- 2019年11月25日，公司第五届管理层经选举产生，公司总裁、副总裁、董秘、财务负责人均有所变更，给公司注入了新鲜血液。
- **继2019年管理层换届，公司于2020年3月19日发布了《2020年限制性股票激励计划（草案）》。**公司于2020年5月12日首次向91名激励对象授予512.2万股限制性股票，授予价格为10.42元/股，2020-2022年的业绩考核指标分别为按2019年归母净利润（不含本次及其他激励计划股份支付费用）为基数，归母净利润增长率不低于20%、40%和65%。
- 在管理层大换血背景下，该激励计划**有望激发新一届管理层提升公司业绩的动力，留住关键人才。**此外，该计划**有望使股东与管理层利益趋于一致**，降低管理层一味追求短期利益、不顾公司长期发展的风险，**有利于公司的可持续发展。**因此，在股票激励下，新一届管理层对公司的治理有望改善，驱动公司未来业绩增长。

公司管理层人员变动情况

届级	董事长	总裁	副总裁	董事会秘书	财务负责人	内部审计机构负责人
第四届管理层	阮鸿献	赵飚	田俊、罗永斌	田俊	田俊	邓志坚
第五届管理层	阮鸿献	阮鸿献	阮国伟、张勇、李正红	李正红	代四顺	邓志坚

数据来源：公司年报，西南证券整理

4.3 老百姓：多元渠道发展，快速打开市场空间

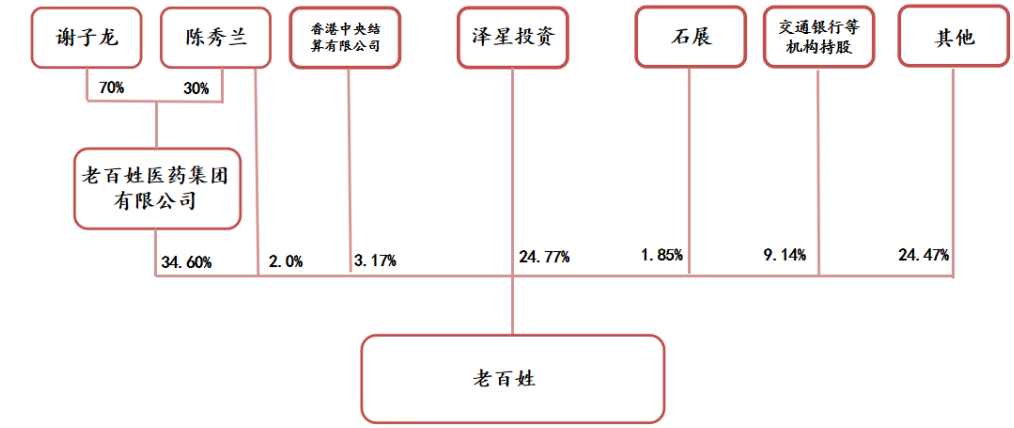
- **推荐逻辑：**1）医改政策及处方外流为零售药店提供利润增长新机遇，行业前景广阔；2）公司线下门店及线上电商业务发展势头强劲，多渠道齐发力为公司业绩增长注能；3）公司积极发展DTP药房业务及慢性病业务，承接处方外流利润增长空间较大；4）公司全产业经营发挥协同效应，核心竞争力持续提升。
- **医改政策新红利利好公司线上线下业务同步发展。**公司在零售终端市场具有较突出的渠道优势。“带量采购”、药品加速审批等政策加速处方药外流和药店零售端销售趋势，有利于公司门店业务发展。网售处方药放开销售标准及产品品类，为公司利润增长持续注能。
- **并购扩张趋势加速，主营产品销量提升有望带动营收及盈利水平增长。**公司实行积极的门店扩张策略，2019年门店数比上年末增长32.7%，快速拓宽市场，维持区域增长的同时提高市场渗透率。主营产品中西成药2019年销售额同比增长26.3%，毛利率基本维持稳定的基础上，销量有望进一步提升，带动收入及净利润持续增长。
- **行业领先智能化物流配送体系助力零售战略转型，信息化平台为提高经营效率保驾护航。**2019年公司借助自有物流体系继续拓展全国性销售网络布局，目前公司已有4个区域物流中心，22个分级配送中心，仓储面积达到19万平方米，自有仓储占比超过40%。同时，公司通过BI系统、大数据平台、云数据平台、互联网APP等IT技术和大健康智慧服务平台建设项目等平台项目运营，提升经营管理效率。
- **全产业多元化经营打造业态优势。**公司着重于战略规划、策略研究、品牌建设，通过集群化组织开发创新业务。公司在致力于发展连锁药店业务的同时，积极发展DTP专业药房业务、中医诊所连锁业务，发展中药产业园等建设项目，向生产研发、分销渠道、零售终端、医疗服务领域进行全产业链扩张，“产、研、销”有机结合，提高公司核心竞争力。

4.3.1 老百姓：行业领先药品零售老品牌

- **稳固连锁零售业务，布局全产业链经营。**公司成立于2001年，总部位于湖南省长沙市，旗下有1家中药饮片厂、4家物流公司、4家创新公司、14家直营公司、14家星火公司药房，是国内经营规模最大，覆盖区域最多的大型医药连锁企业之一。公司主营业务有中药材、中药饮片、中成药、化学药制剂、抗生素制剂、生化药品、生物制品的零售连锁和批发，中医诊所服务、I类、II类医疗器械，兼营药品批发与制造。目前，公司注重自主品牌建设，大力发展药店加盟、院边店建设以及DTP药房、中医诊所等相关业态，积极开展疾病管理等多项专项服务业务，积极探索并改善经营管理模式。

- **公司股权较为集中。**公司法定代表人为谢子龙，谢子龙、陈秀兰夫妇为本公司共同实际控制人。其中，谢子龙、陈秀兰夫妇通过医药集团间接持有公司股份，陈秀兰另直接持有公司股份。

老百姓股权结构

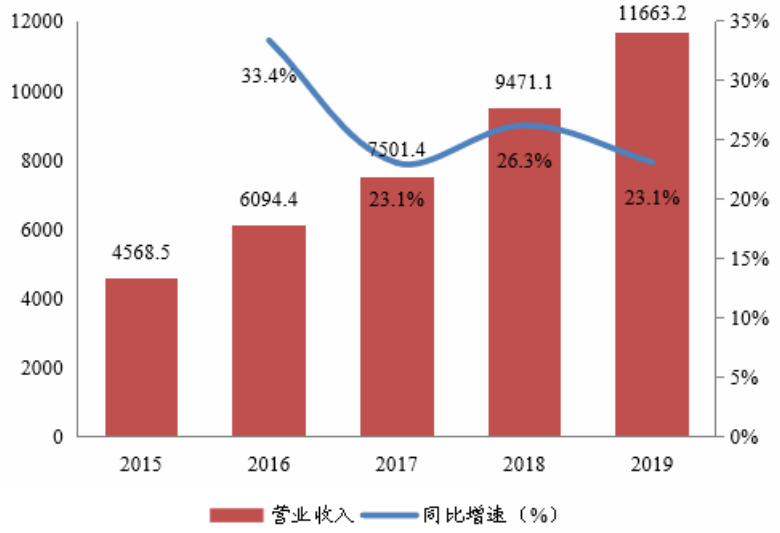


数据来源：公司年报，西南证券整理

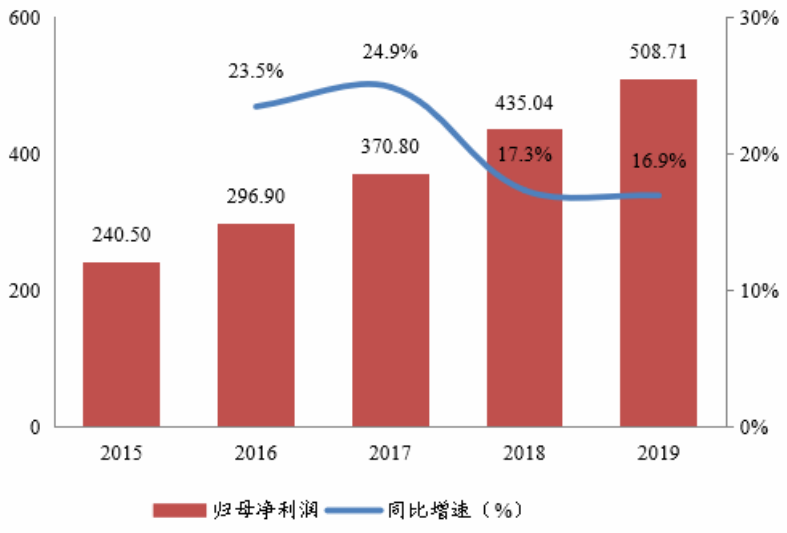
4.3.1 老百姓：行业领先药品零售老品牌

- **营收与净利润总体持续较快增长。**2015年以来，公司营业收入与净利润持续较快增长，主要原因是兼并收购以及门店业务收入增长。2019年公司营业收入为116.6亿元，比去年同期增长23.1%，增速有所放缓。从分类型收入贡献来看，内生门店业务贡献10%-12%之间，其中可比店贡献增长6%-7%；新店贡献4%-5%；并购门店并表贡献4%左右，加盟店贡献3%，小规模降税等政策导致收入增长贡献4%
- **公司归母净利润再创新高。**2019年公司归母净利润为5.1亿元，同比增长16.9%。公司现金流状况持续改善，2019年经营活动现金流为10.3亿元，比去年同期增长13.1%。

2015-2019年营业收入及增速（百万元）



2015-2019年公司归母净利润及增速（百万元）

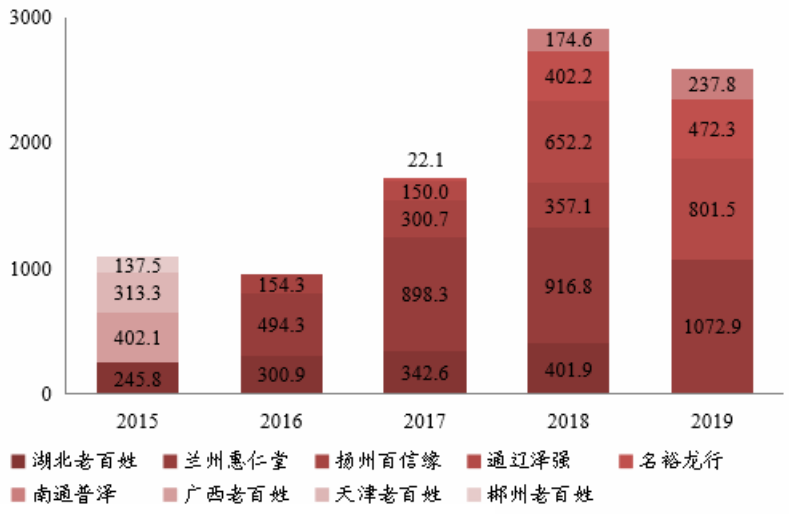


数据来源：公司年报，西南证券整理

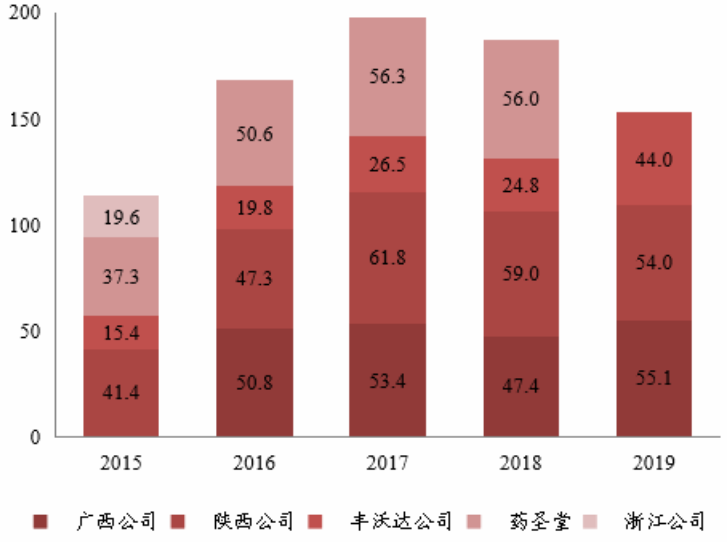
4.3.1 老百姓：行业领先药品零售老品牌

- **子公司收入及净利润快速增长，整体业绩情况向好。**自2015年以来，公司参股控股的全资子公司和重要非全资子公司收入增长迅速，支持公司业绩持续整体向好。其中，丰沃达医药物流（湖南）有限公司等相关物流电商子公司、药圣堂（湖南）制药有限公司等中药公司、以及其他非重要全资子公司业绩增长较快，在为公司贡献营收的同时，从全产业链多维支持公司长远战略性发展。非全资子公司中，兰州惠仁堂贡献的营业收入较多，且逐年稳定增长；全资子公司中广西公司、陕西公司及药圣堂的净利润占比较高，且始终维持稳定水平。

重要非全资子公司营业收入情况（百万元）



主要全资子公司净利润情况（百万元）

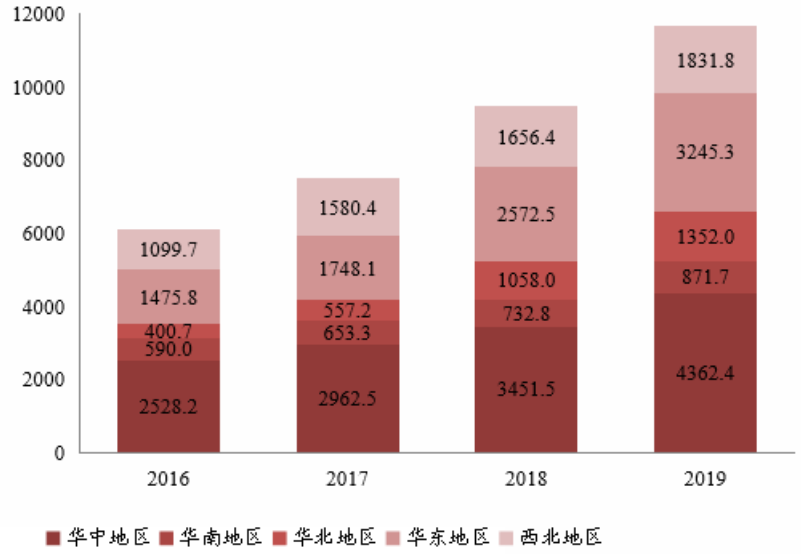


数据来源：公司年报，西南证券整理

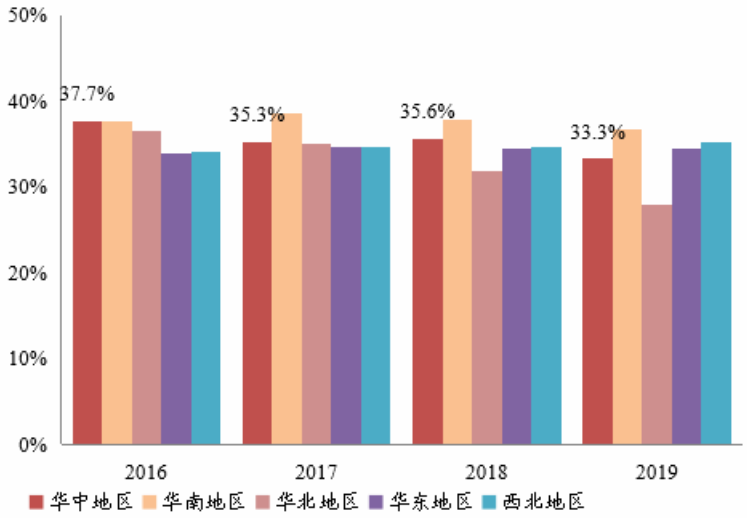
4.3.1 老百姓：行业领先药品零售老品牌

- **分地区营收和毛利率有望持续增长。**公司实行积极的门店扩张策略。从主营业务收入分区情况来看，公司在华东及华中地区的业务更具有区域优势，且增长速度快速稳定上升。2019年，华中地区营业收入43.6亿元，比上年增加26.4%；华东地区营业收入为32.5亿元，比上年增加26.2%。随着医改政策进一步落实，医药零售行业集中度将进一步提高，因而连锁药企将会持续快速进行新门店以及院边店的建设。公司位于各区域的门店毛利率相差不大且基本处于稳定水平。我们预计，随着公司门店数量及自建店数量扩宽，收入有望持续增长。

2016-2019年公司分地区营业收入情况（百万元）



2016-2019年公司分地区毛利率情况

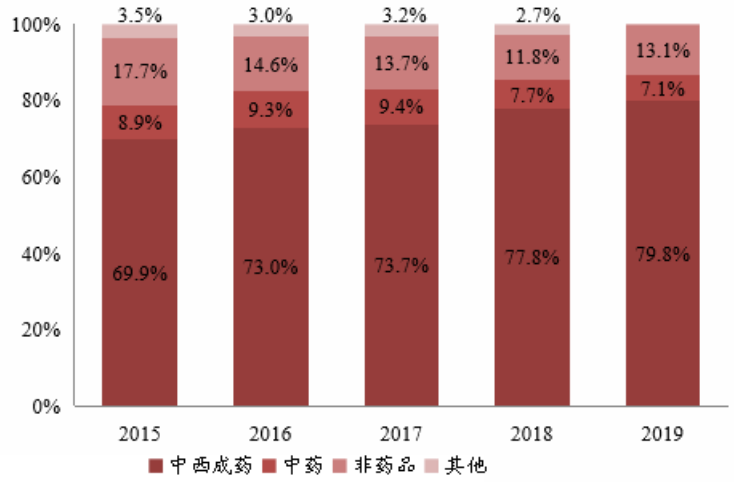


数据来源：公司年报，西南证券整理

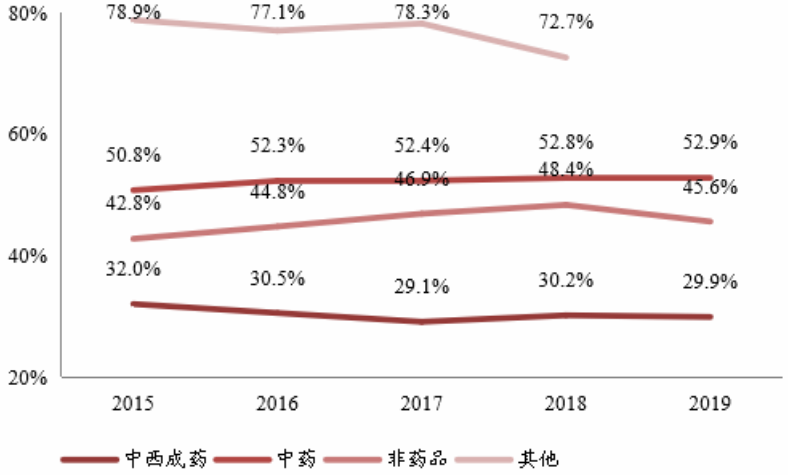
4.3.1 老百姓：行业领先药品零售老品牌

- **中西成药为核心产品，引领公司业绩增长，毛利率稳定且有望提升。**公司中西成药销售占比较大，且逐年稳定快速增长。从销售产品类别来看，中西成药所占比重最大，2019年的销售收入为93亿元，占比约为79.8%；中药销售收入占比为7.1%，比去年占比下降0.6个百分点；非药品销售收入占比和去年同期相比上升1.3个百分点。
- 公司毛利率总体维持稳定。2019年，中西成药的毛利率为29.9%，中药和非药品的毛利率较高。

2015-2019年公司各类产品收入占比情况



2015-2019年各类产品毛利率情况

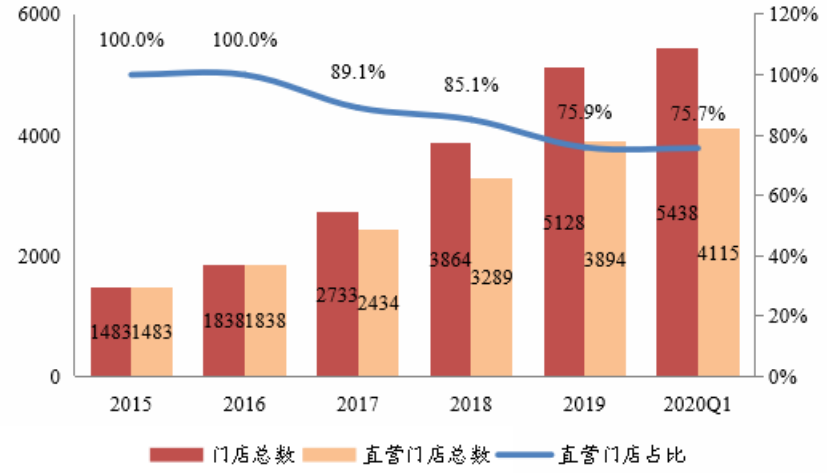


数据来源：公司年报，西南证券整理

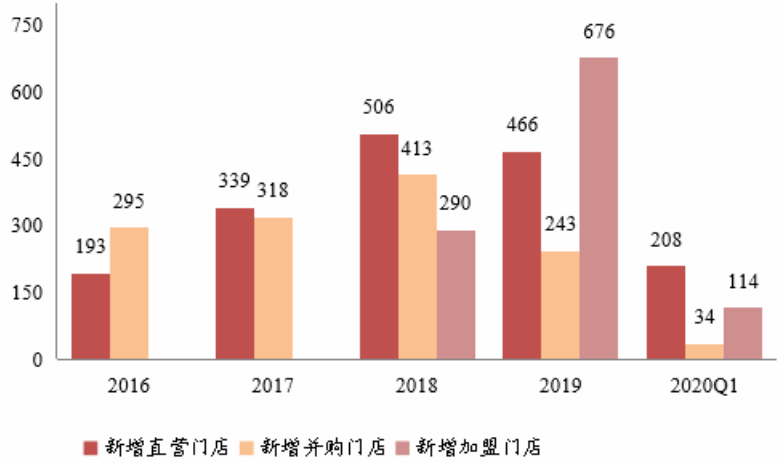
4.3.2 老百姓：门店稳健扩张，布局全国性经营网络

- **“四驾马车”分级连锁模式驱动业绩增长。**公司针对不同城市实施“直营+星火（并购）+加盟+联盟”的形式，不断优化市场布局，同时还通过内生增长和外延并购相结合的扩张策略，加强对终端市场的占有率。2020Q1公司共有门店5438家，其中直营门店4115家，加盟门店114家。
- **并购业务推动营销网络快速扩张。**2019年公司共完成13笔并购业务，并购门店为243家。
- **公司实施持续开拓县域市场的战略。**正值加盟店下沉窗口期，公司依托行业领先的良好口碑和品牌效应打造高质量加盟店，迅速抢占市场份额，拿到下沉市场红利。公司的加盟店总数和增量均明显高于可比公司，加盟趋势在行业内处于领先水平。截止2020Q1，公司共有加盟店数量为1323家。

2015-2020Q1公司门店数量情况



2016-2020Q1公司新增门店分类情况（个）



数据来源：公司年报，西南证券整理

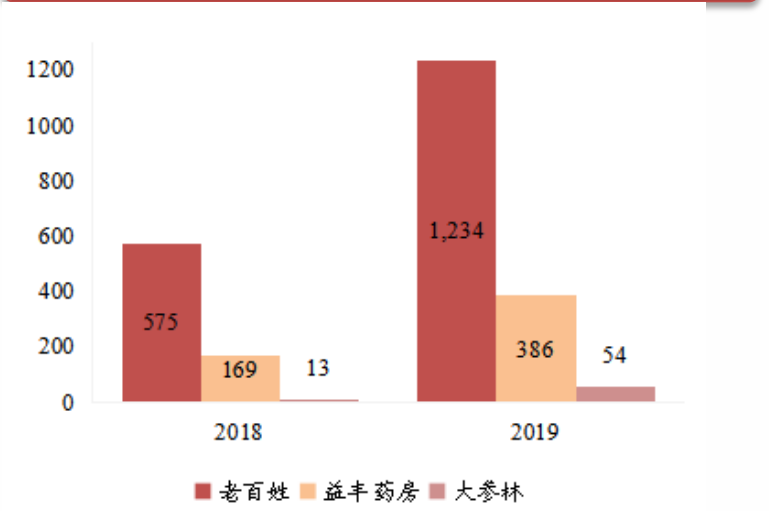
4.3.2 老百姓：门店稳健扩张，布局全国性经营网络

- **并购业务推动营销网络快速扩张。**2019年公司共完成13笔并购业务，并购门店为243家，并购区域包括广西、西安、衡阳、长沙、临沂、安徽等地。
- **跳出大城市业务扩张思路，连锁药企瞄准三四线城市市场，拓宽市场空间。**近年来公司大力扩展加盟店，旨在通过较优惠的加盟费用可以实现在三四线城市线下店面的快速扩张，或通过并购业务收购当地药店或中小型药企，以行业整合的方式快速开拓新市场。县域地区少受带量采购影响，且消费者对药品品牌效应要求较低。因此公司实施持续开拓县域市场的战略，迅速抢占市场份额，拿到下沉市场红利。

2019年公司并购业务情况

时间	收购公司及业务	收购成本
2 月	收购广西广普医药有限责任公司收购其控制的 21 家门店的业务及相关资产	3696 万元
3 月	收购西安十三朝老药铺医药有限公司控制的 10 家门店的业务及相关资产	1153 万元
3 月	收购甘谷县健康老百姓医药有限公司、徽县仁爱老百姓大药房的 10 家门店的业务及相关资产	1952.2 万元
3 月	收购衡阳千禧一心堂药房连锁有限责任公司 46 家门店 51%的股权（现已更名为老百姓大药房连锁（衡阳）有限公司）	2594.4 万元
4 月	收购自然人李奕、杜红霞控制的长沙区域 11 家福音药号门店的业务及相关资产	1836 万元
6 月	收购西安市锦绣华佗医药有限责任公司控制的 17 家门店的业务及相关资产	1724 万元
6 月	收购临沂仁德医药大药房 4 家门店	380 万元
8 月	收购衡阳仁心堂大药房连锁有限公司 14 家门店的业务及相关资产	506 万元
9 月	收购山西华强百汇医药连锁有限公司所属零售药店（共 65 家门店）51%的股权	11092.5 万元
9 月	收购安徽行天下大药房连锁有限公司 8 家门店	1285.4 万元
10 月	收购南通百年大药房连锁有限公司 19 家门店	1232 万元
11 月	收购宁夏同盛祥同济堂医药有限公司（共 34 家门店）72.1%的股权	4315.9 万元
11 月	收购湖南怀仁大健康产业发展有限公司 111 家门店	15000 万元

可比公司加盟店数量情况（家）



数据来源：公司年报，西南证券整理

4.3.2 老百姓：门店稳健扩张，布局全国性经营网络

➢ 自有物流平台助力公司铺展全国销售网络

- **行业领先智能化物流配送体系，供应链高效管理提高经营效率。**公司拥有在行业领先的现代化智能物流配送体系，物流网络以区域为中心向周边区域网状辐射，形成了高效的物流布局体系。目前，公司有天津、长沙、杭州、西安4个区域物流中心，22个分级配送中心，兰州、浙江等区域配送中心自动化拆零分拣系统建设正规划加快推进，安徽、江苏、陕西、天津等物流中心自动化分拣设备建设已逐步达到全国物流中心智慧化。公司物流仓储面积达到19万平方米，自有仓储占比超过40%。

公司物流网络布局



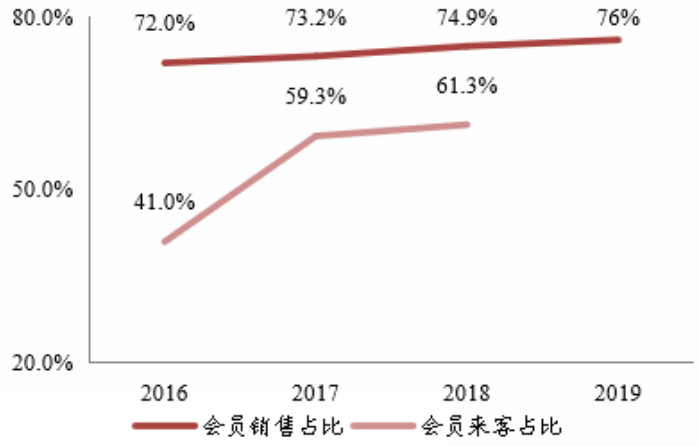
数据来源：公司官网，西南证券整理

4.3.2 老百姓：门店稳健扩张，布局全国性经营网络

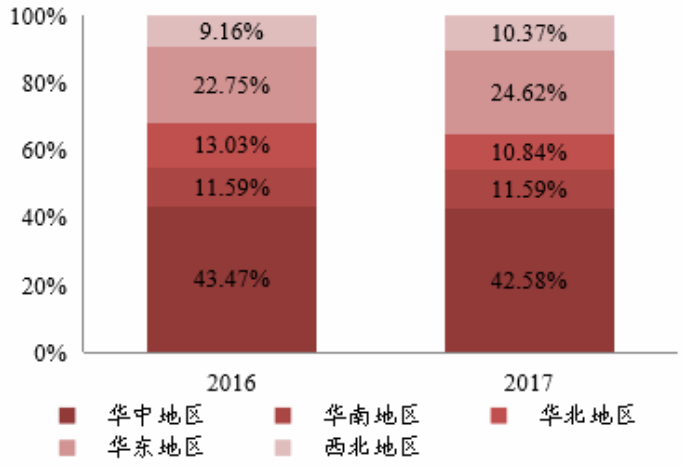
➢ **会员制度或拉动坪效进一步上升**

- **“会员制度”提升客户群体消费黏性，为坪效增长提供动力。**公司采取会员制度，提高消费者黏性。2019年公司整体会员数4148万，其中活跃会员数1616万，同比增长57%；会员销售占比为76%，同比上升1.1个百分点。分地区来看，各地区的会员活跃度变化较为稳定，但占比有较大差异。其中，华中地区与华东地区的门店会员较为活跃，2017年占比分别为42.6%与24.6%。我们预计随着公司规模扩张，客户会员转化率会有所突破，带动销售收入和门店坪效同步上升。
- 根据调研，2019年公司实施“大店拆零”计划，已于2020年4月左右实施完毕，实现大店优化60家，优化后的大店坪效显著上升，带动公司门店业绩整体上升。

门店会员来客及销售情况



门店活跃会员分地区占比情况



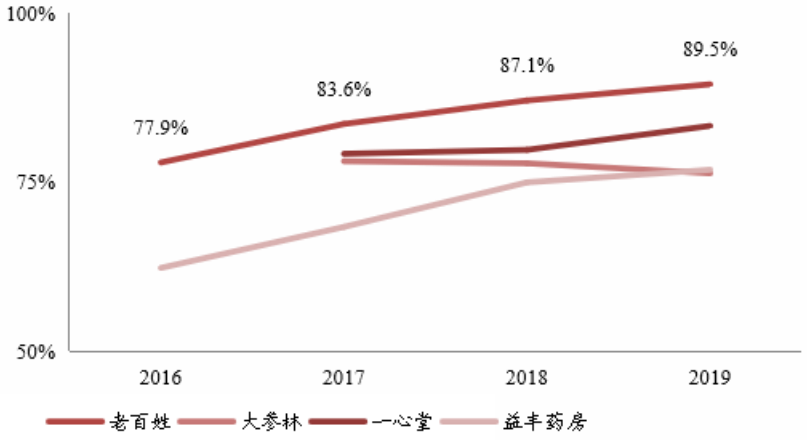
数据来源：公司年报，西南证券整理

4.3.2 老百姓：门店稳健扩张，布局全国性经营网络

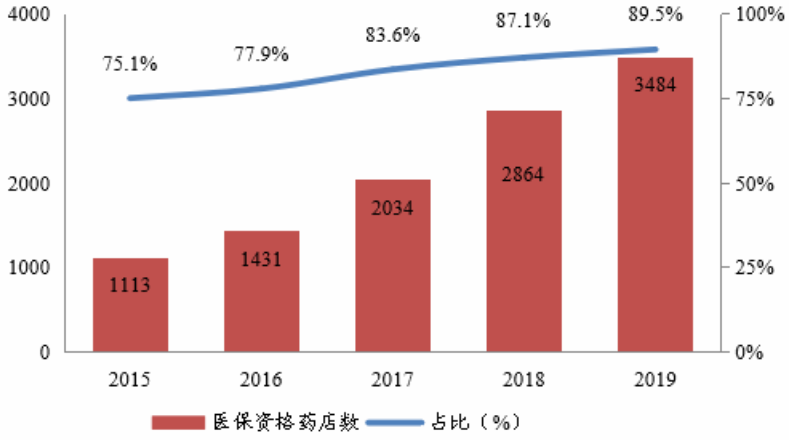
➢ **医保门店比例快速上升，DTP药房提供零售新动能**

- **公司积极响应医保政策改革，医保门店比例快速上升。**2015年以来公司获得各类医保资格的门店数量快速增长，医保门店数量占比与增速在同类可比公司中均处于领先水平。截止2020年一季度，公司共有特殊门诊313个，直营门店中医保占比90.4%，比2019年年末增加0.9个百分点。
- **DTP药房提供零售新动能。**近年来，公司DTP门店数量增长迅速，药品品种逐步丰富，2019年实现含税销售额8.1亿元，同比增长55.7%；截止2020年一季度，公司共有DTP药房132家，比2019年末新增7家。根据调研，公司处方药承接带来客流增长明显，顾客数量有50%以上增长。从2019年全年来看，DTP销售占比约为8.5%，毛利率约为8%。

可比公司门店获得医保资格情况



公司直营门店获得医保资格占比情况



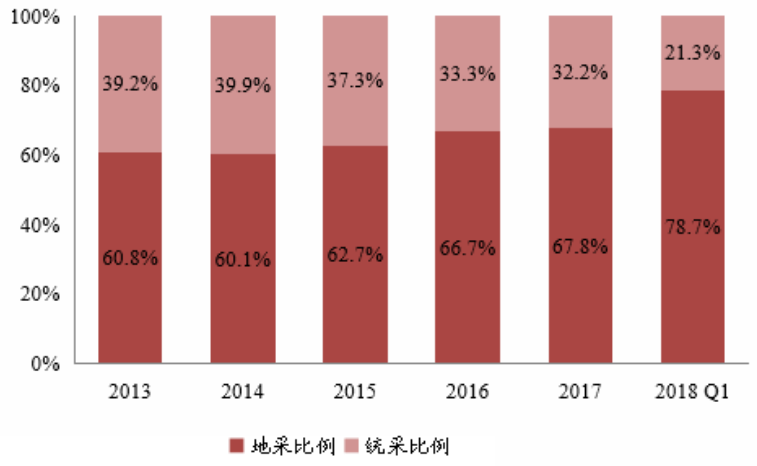
数据来源：公司年报，西南证券整理

4.3.2 老百姓：门店稳健扩张，布局全国性经营网络

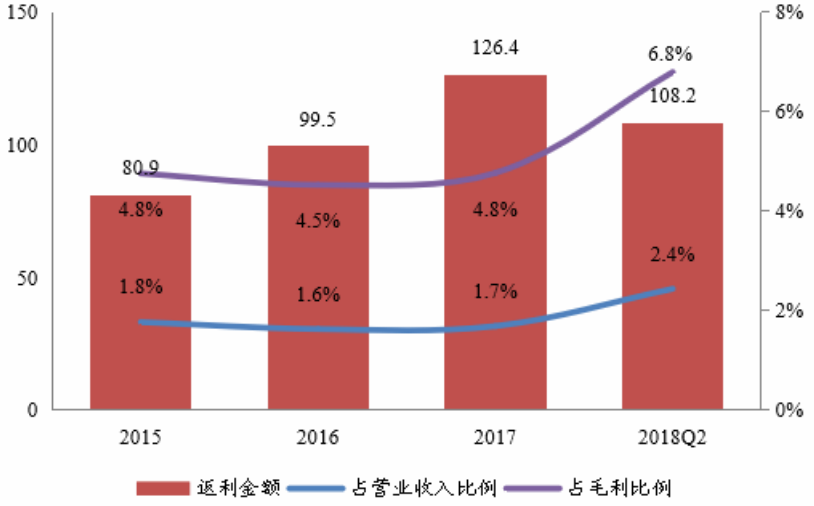
➢ **统采模式为公司创利做贡献**

- **统采+地采模式并举，销售成本降低+供应商返利共同扩大公司利润空间。**2013-2018Q1公司商品统采比例逐步下降，由2013年39.2%下降至2017年32.2%。根据调研，2019年公司直营门店统采比例约为50%，占比提升4个百分点，统采占比提升有利于进一步拉升毛利率水平。
- 经调研，公司统采比例每上升1个百分点，可以带动毛利率上升0.2个百分点，公司初步计划2020年统采比例达到53%-54%，预计将对毛利率增长有积极影响。

2013-2018Q1公司商品统采与地采比例



2015-2018Q2供应商返利情况（百万元）



数据来源：公司年报，西南证券整理

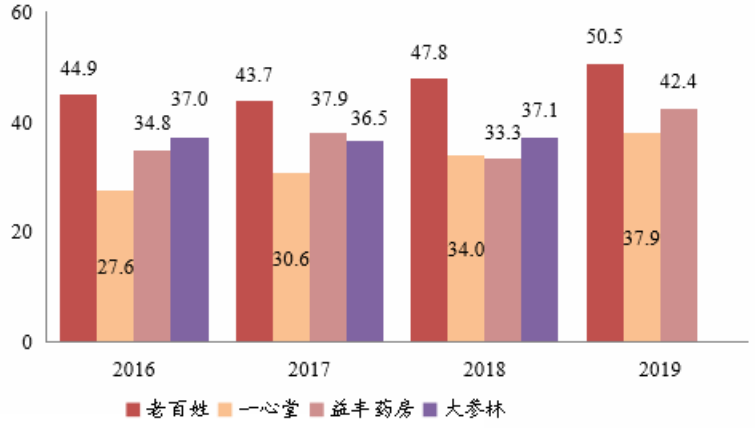
4.3.3 老百姓：O2O+特慢病业务发展势头强劲

- **“药+医”背景下O2O平台发展电商新业务。**公司自2017年以来逐渐突破传统零售模式，通过网上商城、电商旗舰店、微信公众号及手机客户端等多渠道发展电商探索O2O业务。2019年公司O2O线上门店超过3500家，累计完成订单超过500万单，O2O线上订单数量同比增长166%。电商新业务的蓬勃发展有助于公司发挥成本优势，实现营收和利润同步增长。
- **特慢病业务开展如火如荼，积极承接处方外流。**目前公司共有包括护肝、高血压、高血脂、糖尿病、痛风、胃肠等品类的慢病管理业务，共有慢病管理专家3000多名。截止2019年底，慢病管理累计建档115.1万人，累计服务会员人数达到88.7万人。2020Q1慢病品种种类日均销售额同比增长27%；已有病友群5000个，比2019年底增长86%，人数增长21万人，客户粘性和复购率持续提升，慢病品种病种日销售额同比增长达27%，为下一步承接处方外流打造竞争优势。
- **O2O+特慢病，智慧药房建设项目持续满足患者需求。**公司建设的智慧药房项目借助CRM慢病管理模块，通过互联网与消费者建立全渠道、全天候互动，为消费者提供持续专业的慢病服务，满足消费者在线健康咨询、慢病管理等多方面需求。近年来，公司已逐步形成了糖尿病、心脑血管、风湿骨病等多个专业病种的服务体系，并先后在多个区域建立慢病服务门店，为相应病种顾客群提供用药指导、健康检测等服务。

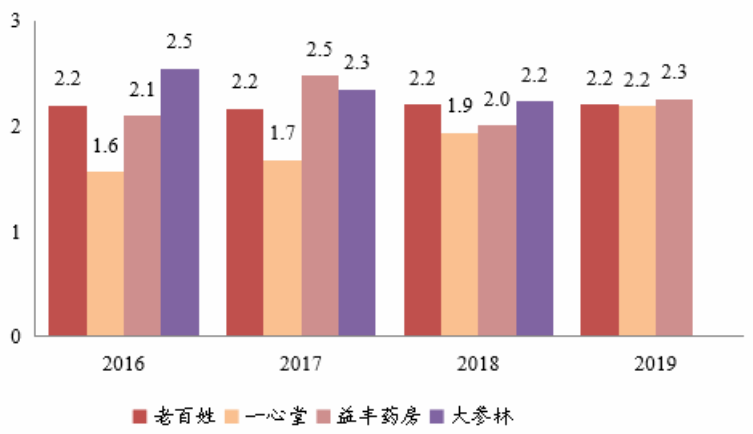
4.3.4 老百姓：股权激励提高经营效率

- **股权激励计划调动员工积极性。**2019年3月28日，公司确定首次授予限制性股票的激励对象人数为207名，激励对象为公司高级管理人员、及其他核心技术(业务)人员，限制性股票数量调整为161.1万股，授予价格为30.12元/股。2019年11月22日公司限制性股票激励计划共计向 40 名激励对象授予限制性股票 12.9万股，授予价格 37.88 元/股。
- **可转债资金投入研发及补充流动资金，为公司战略发展提供支持。**公司于2019 年3月29日发行可转换公司债券募集资金总额人民币 3.27亿元。可转债发行资金用于投资老百姓医药健康产业园建设项目与老百姓大健康智慧服务平台建设项目，为公司长期发展提供支持。

可比公司人均创收情况（万元/年）



可比公司人均创利情况（万元/年）



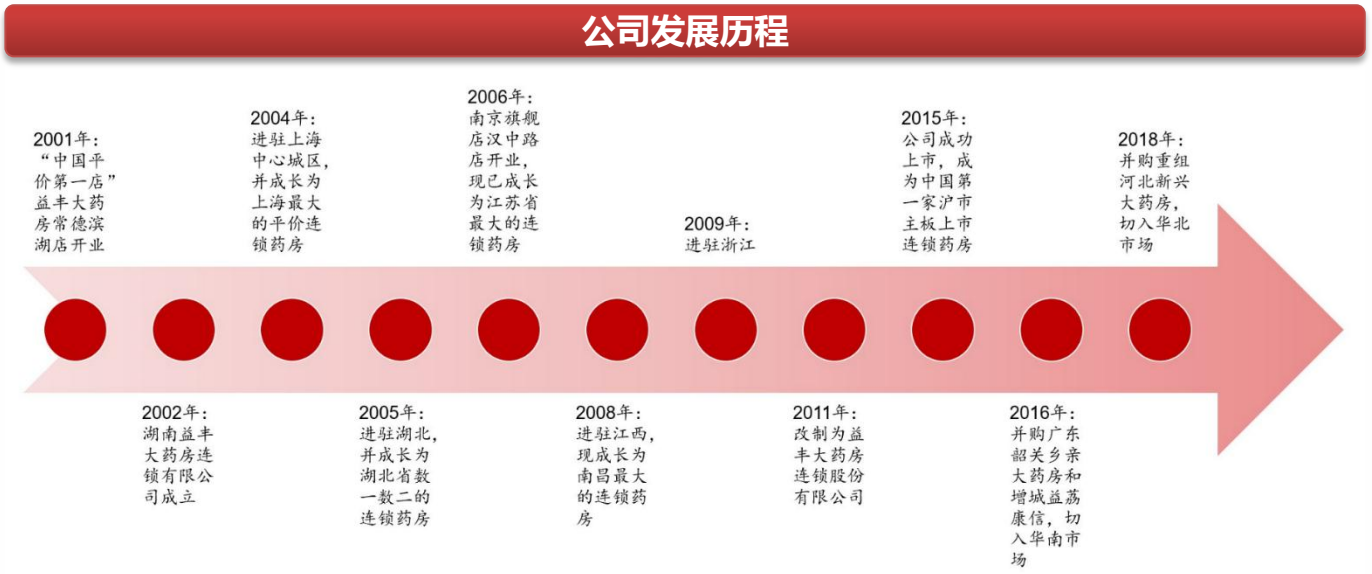
数据来源：公司年报，西南证券整理

4.4 益丰药房：电商辅助业绩增长，股权激励促进稳健发展

- **推荐逻辑**：1）公司门店持续高速扩张，账上资金充裕，市占率进一步提升可期；2）公司电商业务发展态势向好，此次新冠肺炎疫情进一步推动了医药电商的发展，电商业务有望进一步扩张；3）公司于2019年发布了股权激励计划，有望提高核心员工积极性，未来发展有望可持续。
- **直营加盟并重，门店稳健扩张。**公司以自建为主，并购为辅，并逐步拓展加盟业务，门店数量呈高速增长。2012-2019年，公司累计门店数（含加盟店）从599家增至4752家，年复合增长率达34.4%；至2020年第一季度末，公司门店总数达4869家。从店均服务人数及门店数量占比两个维度分析来看，公司深耕的中南、华东、华北地区仍有广阔的成长空间；而公司账上资金充裕，叠加其拥有的1个全国性物流配送中心、6个区域性物流配送中心，市占率有望进一步提升。
- **“B2C+O2O”双轮驱动电商业绩增长。**得益于B2C业务，2014-2019年，公司日均人效由1043.4元/人提升至1251元/人，年复合增长率达3.7%，发展势头良好。O2O业务为电商业务重点，公司在O2O健康云服务平台建设项目上累计投入约90.3百万元。O2O健康云服务平台以公司会员为核心，借助大数据分析，为会员提供在线咨询、在线问诊、慢病管理、病友交流、健康管理等服务，提高了线下门店服务半径，为线下门店带来客流量。此次新冠肺炎疫情拉动了互联网医疗的需求，公司的电商业务实现新的增长点可期。
- **股权激励促进可持续发展。**公司于2019年4月18日发布了《2019年限制性股票激励计划（草案）（修订版）》，健全了公司长效激励机制，有望充分调动核心管理人员提升公司经营业绩的积极性，保障公司经营目标和发展战略的实现，实现稳步健康发展。

4.4.1 益丰药房：平价药店起步，精细化管理下各项指标优质

- 益丰药房为**国内首家沪市主板上市的连锁药房**，主要从事药品、保健品、医疗器械及健康相关日用便利品等的连锁零售。2001年6月，益丰大药房常德滨湖店开业，为“中国平价第一店”。2004年，公司门店入驻上海，成功切入华东市场。2018年，公司通过并购河北新兴大药房进军华北市场。**截至2020年一季度末，公司连锁药店遍布湖南、湖北、上海、江苏、江西、浙江、广东、河北、北京，门店总数达4869家**（含419家加盟店）。

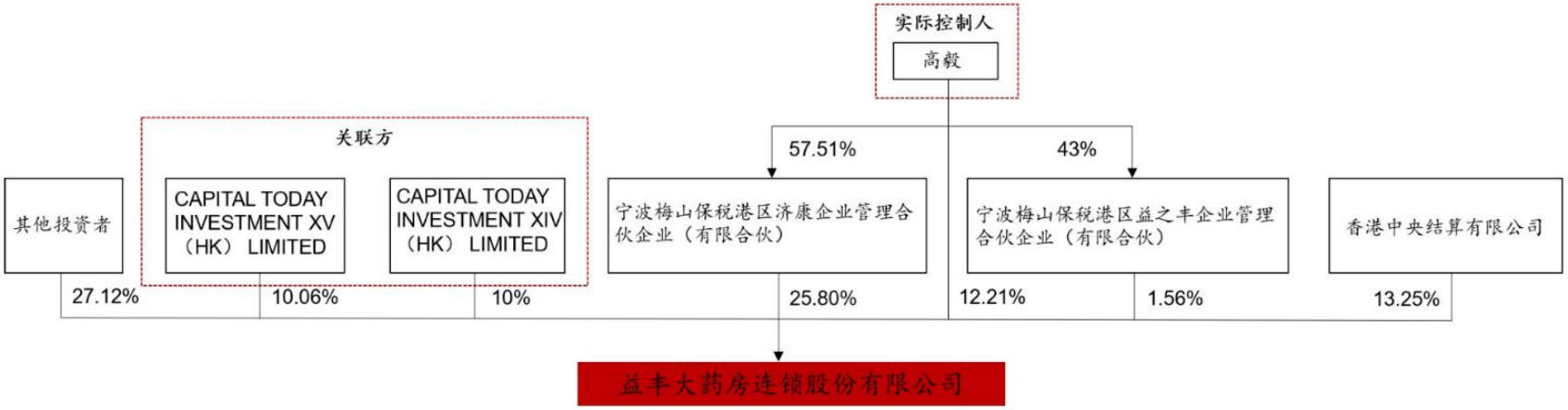


数据来源：公司官网，西南证券整理

4.4.1 益丰药房：平价药店起步，精细化管理下各项指标优质

- **股权较为集中。**根据2020年一季报，宁波梅山保税港区济康企业管理合伙企业（有限合伙）为公司第一大股东，持股比例为25.8%。宁波梅山保税港区益之丰企业管理合伙企业（有限合伙）持股1.6%。**高毅先生控股济康、益之丰，为公司实际控制人**，直接持股比例达12.2%。CAPITAL TODAY INVESTMENT XV (HK) LIMITED、CAPITAL TODAY INVESTMENT XIV (HK) LIMITED均受Capital Today China Growth Fund, L.P.所控制，存在关联关系，其持股比例各为10.1%、10%；香港中央结算有限公司及其他投资者各持股13.3%、27.1%。

公司股权结构

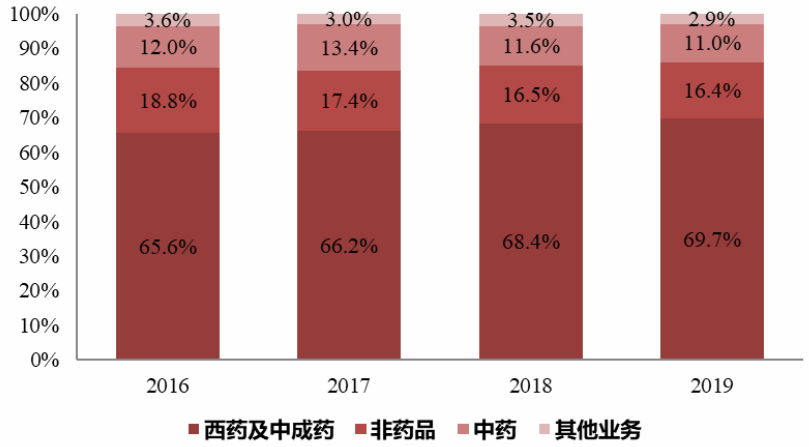


数据来源：公司一季报，wind，西南证券整理

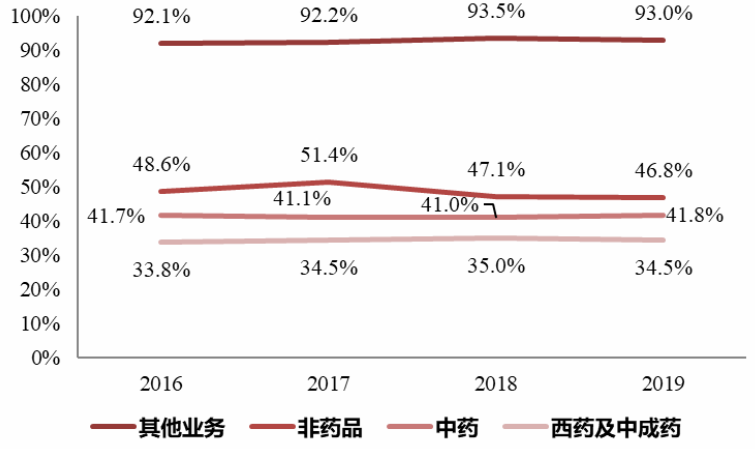
4.4.1 益丰药房：平价药店起步，精细化管理下各项指标优质

- **主营业务以药品销售为主。**2016-2019年，从各类业务收入占比来看，西药及中成药占比最大，且逐年上升，为公司收入主要来源。
- 2019年度，公司收入主要来自药品销售，占比80.7%，其中西药及中成药占比69.7%，中药占比11%；药品销售贡献73.4%毛利，其中西药及中成药占比61.6%，中药占比11.8%。收入占比与毛利占比不匹配是由于西药及中成药毛利率（34.5%）和中药毛利率（41.8%）较非药品毛利率（46.8%）和其他业务毛利率（93%）相比较低导致。

2016-2019年公司各类业务收入占比情况



2016-2019年公司各类业务毛利率情况

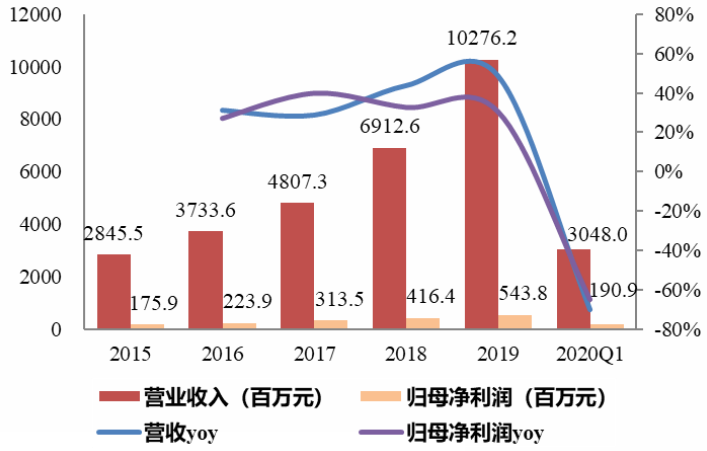


数据来源：公司年报，西南证券整理

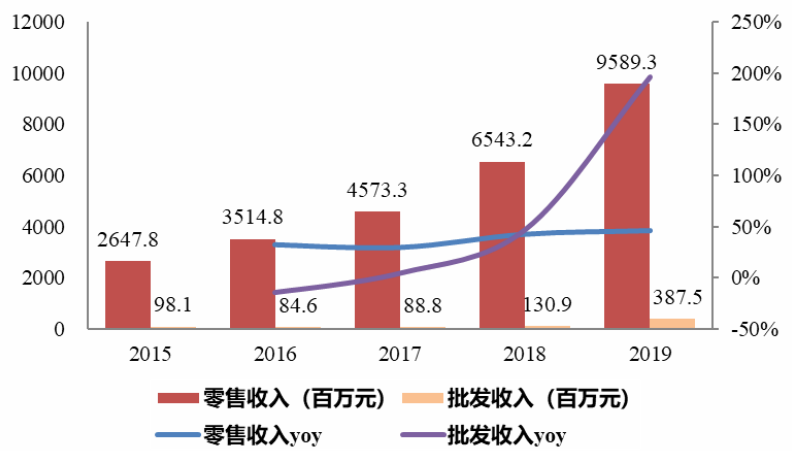
4.4.1 益丰药房：平价药店起步，精细化管理下各项指标优质

- **营收及净利润保持高速增长。**2019年，公司实现营业收入102.8亿元，同比增长48.7%；实现归母净利润5.4亿元，同比增长30.6%。2020年第一季度，公司营业收入、归母净利润分别达30.5亿元、1.9亿元，同比增长23.4%、29.7%。
- **分板块来看**，2019年，公司**零售板块**收入为95.9亿元，同比增长46.6%，主要由于公司积极拓展全国市场，门店数量高速增长导致；毛利率为38.6%，同比提升0.3pp，主要系公司采购量加大，议价能力增强，采购成本降低所致。**批发**收入为3.9亿元，同比增长200%，主要由于公司代理品种增多，吸引更多下游经销商导致；毛利率为8.8%，同比下降7.8pp，主要系公司让利给下游经销商，压缩了批发价格所致。

2015-2020Q1公司营收及归母净利润情况



2015-2019年公司各板块收入情况

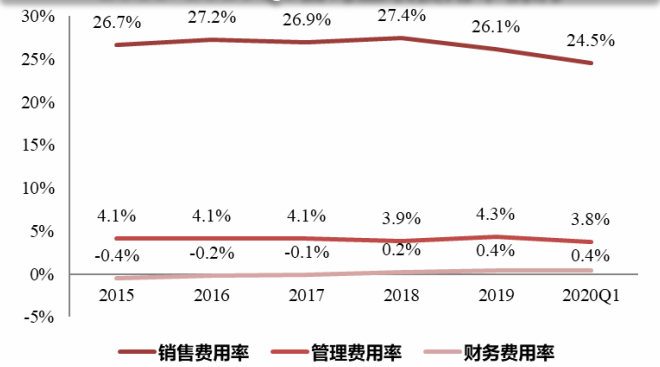


数据来源：公司年报，一季报，西南证券整理

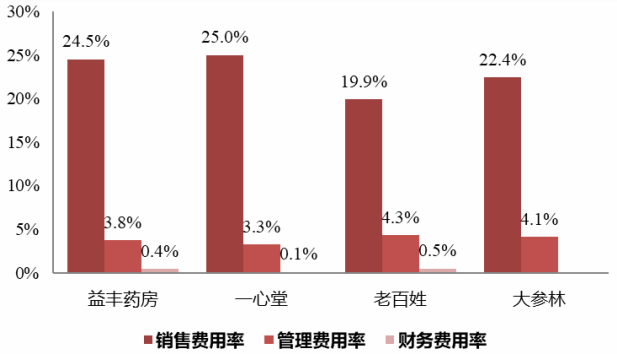
4.4.1 益丰药房：平价药店起步，精细化管理下各项指标优质

- **三项费用率总体较平稳。**2019年，公司销售费用率为26.1%，同比下降1.3pp；管理费用率为4.3%，同比提升0.4pp，系管理部门员工薪酬增加、并购合并范围扩大、并购产生中介咨询服务费增加导致；财务费用率为0.4%，同比提升0.2pp，主要由公司借款利息费用增加造成。相较于同类业务可比公司，**益丰药房的三项费用率处于居中水平。**
- **利润水平位居可比公司前列。**2019年，公司毛利率、净利率各为39%、5.9%，同比下降0.7pp、0.5pp，主要系公司新增大量门店，新开门店尚处在整合期，由此对公司整体毛利率、净利率造成了阶段性影响。**相较于同类业务可比公司，公司的利润水平较高。**随着新开门店业务成熟，公司毛利率、净利率水平有望进一步提升。

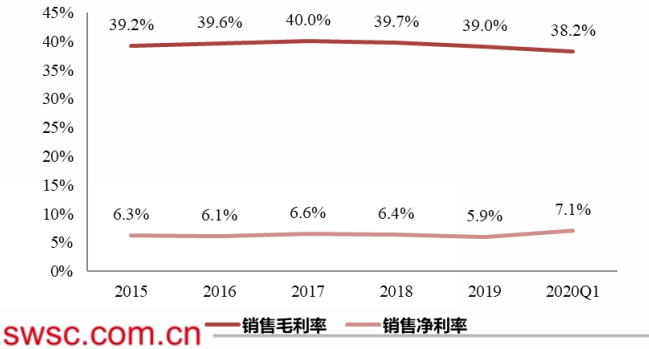
2015-2020Q1公司三项费用率情况



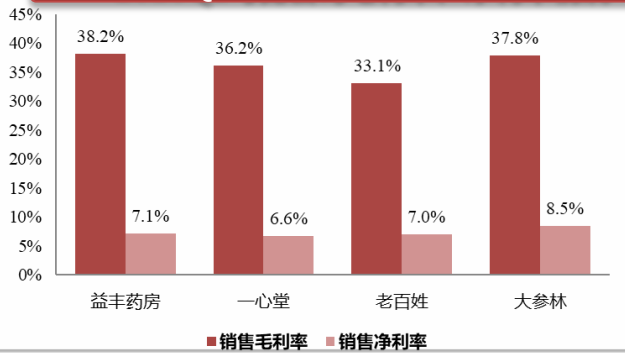
2020Q1可比公司三项费用率情况



2015-2020Q1公司毛利率、净利率情况



2020Q1可比公司毛利率、净利率情况

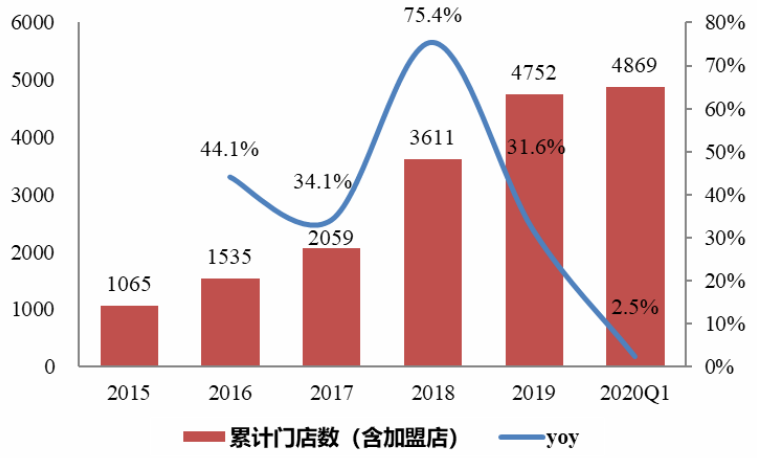


数据来源：公司年报，一季报，西南证券整理

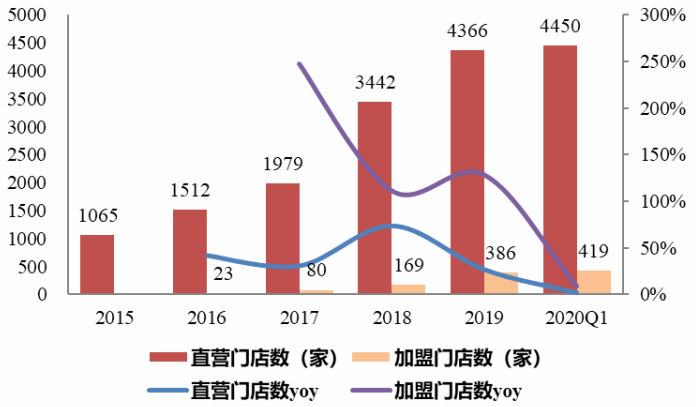
4.4.2 益丰药房：直营加盟并重，门店稳健扩张

- **直营加盟并重，门店数量快速上升。**2019年，公司累计门店数（含加盟店）达4752家，同比增长31.6%。其中，直营门店数为4366家，同比增长26.8%；加盟门店数为386家，同比增长128.4%。**2020年第一季度，公司累计门店数为4869家**，环比2019年末门店数增加2.5%。其中，直营门店数达4450家，环比增长1.9%；加盟门店数为419家，环比增长8.5%。

2015-2020Q1公司累计门店数情况（家）



2015-2020Q1公司累计门店明细情况

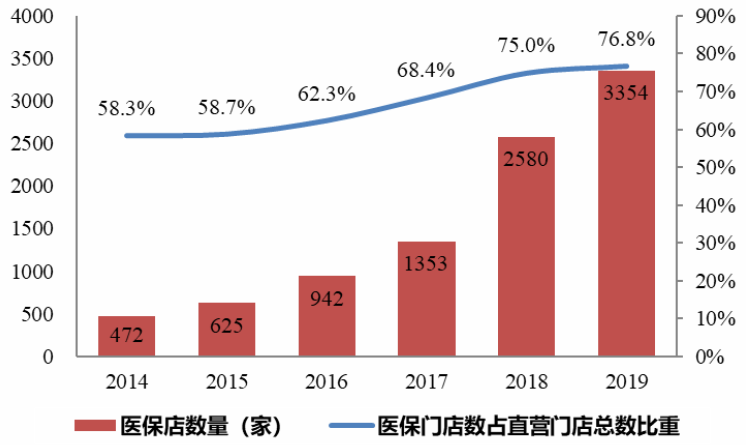


数据来源：公司年报，一季报，西南证券整理

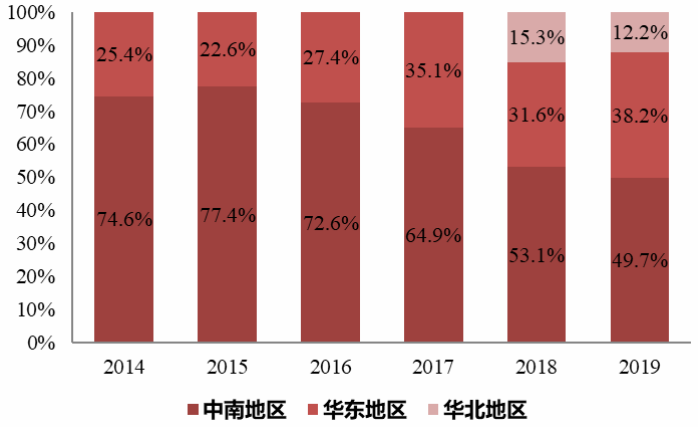
4.4.2 益丰药房：直营加盟并重，门店稳健扩张

- **拥抱改革，加速建成医保门店。**医改背景下，公司持续推进门店进入医保。2014-2019年，公司获各类“医疗保险定点零售药店”资格的药店数从472家增至3354家，年复合增长率高达48%。**至2019年底，公司医保店数量占比达76.8%。医保门店大多分布在中南地区**，其次为华东地区，近两年华北地区也有小部分医保店建成。

2014-2019年公司医保店数量及占比情况



2014-2019年公司各地区医保店数量占比情况



数据来源：公司年报，招股书，西南证券整理

4.4.2 益丰药房：直营加盟并重，门店稳健扩张

- **账上资金充裕，七大物流中心协同扩张**

- 充裕的资金储备可以让管理层放开拳脚开展各类投资项目，进一步扩张门店布局；叠加公司七大物流中心保障持续扩张，节约租赁成本、物流成本，降低公司跨区域经营风险，市占率进一步提升可期。
- **至2020年第一季度末，公司流动资产高达55.9亿元，其中，货币资金达19.6亿元。**此外，2020年4月8日，中国证监会核准公司公开发行6年期可转换债券，发行面值为15.8亿元，将用于新建连锁药店、老店升级改造、数字化智能管理平台建设等项目。

2020Q1公司流动资产情况

流动资产项目	金额（百万元）
货币资金	1959
交易性金融资产	209.3
应收账款	747.6
应收款项融资	0.6
预付款项	193.4
其他应收款	219.4
存货	1955.6
其他流动资产	307.8
流动资产合计	5592.7

数据来源：公司一季报，西南证券整理

www.swsc.cor

4.4.2 益丰药房：直营加盟并重，门店稳健扩张

- **账上资金充裕，七大物流中心协同扩张**

- **截至2019年底，公司共设有七个现代化物流配送中心**，分布在湖南、上海、江苏、江西、广东、河北和湖北，可满足现有门店覆盖区域的物流配送。其中长沙配送中心为全国性配送中心，剩余六个物流中心为区域性配送中心。
- **公司物流中心配备的现代化系统能够实现自动订货、自动补货。**这两大优势极大**提升了物流配送效率，降低了物流配送成本及管控成本**，提高了从上游供应商到门店的供应效率及存货周转率。

公司配送中心情况

配送中心	所在地	面积（m^2）	配送区域
长沙配送中心	湖南长沙	23024	全国范围
上海配送中心	上海	3898.3	上海、浙江、苏州
江苏配送中心	江苏南京	2290	江苏（不含苏州）
江西配送中心	江西南昌	1540.9	江西
广东配送中心	广东	—	广东
河北配送中心	河北	—	河北、北京
湖北配送中心	湖北	—	湖北

数据来源：公司年报，招股书，西南证券整理

4.4.3 益丰药房：多渠道承接处方外流

- **慢病业务上，公司建立了慢病管理药房，也设有慢病专柜、专区，配有慢病管理专员**，对慢病患者进行专业药事管理，给慢病顾客提供面对面诊疗、用药指导等服务。同时，公司借助其打造的SCRM会员管理系统，对顾客进行研究分析，针对性地提供用药提醒等服务。
- 面对处方外流可能带来的巨大增量市场，一方面，公司**积极推进DTP专业药房的建立**。至2019年底，公司已建成超30家DTP专业药房，与约100家供应商达成了DTP/DTC战略合作，销售70个国家谈判指定医保报销品种、约250个医院处方品种。此外，公司与90余家集中采购品种供应商达成了深度合作，降低了处方药采购成本。另一方面，门店的选址上，公司**正逐步加密院边店布局，其长期目标为实现二甲以上医院全覆盖**。未来，随着处方外流量加大，公司的业绩有望迎来新的增长。

2018-2019年公司DTP药房情况

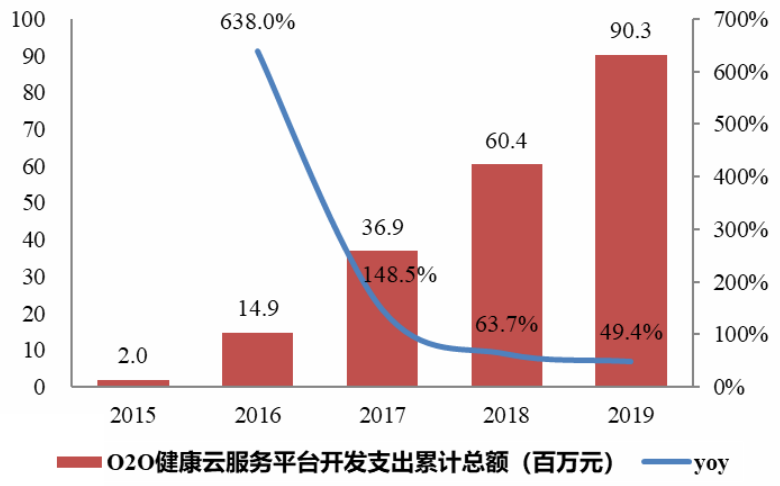
年份	DTP 专业药房	国家谈判指定医保报销品种	医院处方品种	DTP/DTC 战略合作伙伴	集采品种供应商
2018	超 20 家	42 个	近 200 个	近 80 家供应商	—
2019	超 30 家	70 个	近 250 个	近 100 家供应商	超 90 家

数据来源：公司年报，西南证券整理

4.4.3 益丰药房：多渠道承接处方外流

- **至2019年末，公司在O2O健康云服务平台建设项目共投入约90.3百万元。**O2O健康云服务平台以公司会员为核心，借助大数据分析，为会员提供在线咨询、在线问诊、慢病管理、病友交流、健康管理等服务，提高了线下门店服务半径，为线下门店带来客流量。
- 公司技术团队与国际软件公司**合作研发了益丰健康APP**，为线上顾客提供上万种药品，由专业药师提供用药咨询服务，并依托线下门店或第三方物流进行送药上门。**截至2019年底，公司O2O上线门店超3000家。**
- 公司微信公众号、官方微博等平台也在同步进行品牌宣传、健康知识普及等，将线上顾客引流至线下门店消费。其中，**公司官方微博已拥有超55万粉丝。**

2015-2019年公司O2O健康云服务平台开发支出情况



数据来源：公司年报，西南证券整理

4.4.4 益丰药房：股权激励激发经营活力，奠定稳健发展基础

- **继2018年限制性股票激励计划终止实施，公司于2019年4月18日发布了《2019年限制性股票激励计划（草案）（修订版）》。**该激励计划授予激励对象限制性股票共271.3万股，占公司已发行股本总额（3.8亿股）的0.7%。其中，首次授予股票数为211.65万股，预留股票数为54.2万股。首次授予价格为28.9元，授予对象为公司部分中高级管理人员、核心管理人员及核心业务（技术）人员共122人。预留部分授予3位高管和51位核心管理人员。2019-2022年的业绩考核指标分别为按2018年归属母公司所有者的净利润为基数，归母净利润增长率不低于25%、40%、65%。同时，该激励计划对个人年度绩效也进行考核，年度考核完成率不低于80%的考核结果方为合格。
- 实施限制性股票激励计划**健全了公司长效激励机制**，有望将管理层的个人业绩目标与公司的经营目标相结合，使管理人员的个人回报与公司经营情况建立正向联系，**有望充分调动核心管理人员提升公司经营业绩的积极性**，保障公司经营目标和发展战略的实现，**有望留住关键人才，促进公司稳步健康发展。**此外，激励计划给了管理层成为公司股东的机会，能在一定程度上调动管理层提升公司长期盈利能力的积极性。

数据来源：公司公告，西南证券整理

西南证券投资评级说明

公司评级	买入：未来6个月内，个股相对沪深300指数涨幅在20%以上
	持有：未来6个月内，个股相对沪深300指数涨幅介于10%与20%之间
	中性：未来6个月内，个股相对沪深300指数涨幅介于-10%与10%之间
	回避：未来6个月内，个股相对沪深300指数涨幅介于-20%与-10%之间
	卖出：未来6个月内，个股相对沪深300指数涨幅在-20%以下
行业评级	强于大市：未来6个月内，行业整体回报高于沪深300指数5%以上
	跟随大市：未来6个月内，行业整体回报介于沪深300指数-5%与5%之间
	弱于大市：未来6个月内，行业整体回报低于沪深300指数-5%以下

分析师承诺

报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接获取任何形式的补偿。

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于2017年7月1日起正式实施，本报告仅供本公司客户中的专业投资者使用，若您并非本公司客户中的专业投资者，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或关联机构可能会持有报告中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或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。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、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。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，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

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。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，本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。

本报告及附录版权为西南证券所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告及附录进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告及附录的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

西南证券 SOUTHWEST SECURITIES

西南证券研究发展中心

西南证券研究发展中心

上海
地址：上海市浦东新区陆家嘴东路166号中国保险大厦20楼
邮编：200120

北京
地址：北京市西城区南礼士路66号建威大厦1501-1502
邮编：100045

重庆
地址：重庆市江北区桥北苑8号西南证券大厦3楼
邮编：400023

深圳
地址：深圳市福田区深南大道6023号创建大厦4楼
邮编：518040

西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	张方毅	高级销售经理	021-68413959	15821376156	zfyi@swsc.com.cn
	杨博睿	销售经理	021-68415861	13166156063	ybz@swsc.com.cn
	吴菲阳	销售经理	021-68415020	16621045018	wfy@swsc.com.cn
	付禹	销售经理	021-68415523	13761585788	fuyu@swsc.com.cn
	黄滢	销售经理	18818215593	18818215593	hying@swsc.com.cn
	蒋俊洲	销售经理	18516516105	18516516105	jiangjz@swsc.com.cn
	刘琦	销售经理	18612751192	18612751192	liuqi@swsc.com.cn
北京	张岚	高级销售经理	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	高妍琳	销售经理	15810809511	15810809511	gyl@swsc.com.cn
广深	王湘杰	地区销售副总监	0755-26671517	13480920685	wxj@swsc.com.cn
	林芷豌	高级销售经理	15012585122	15012585122	linzw@swsc.com.cn
	陈慧玲	高级销售经理	18500709330	18500709330	chl@swsc.com.cn
	谭凌岚	销售经理	13642362601	13642362601	tll@swsc.com.cn
	郑龑	销售经理	18825189744	18825189744	zhengyan@swsc.com.cn