

推荐 (维持)

如何看益丰收购新兴药房？兼论河北零售药店市场

2018年07月17日

零售连锁药店行业定期报告

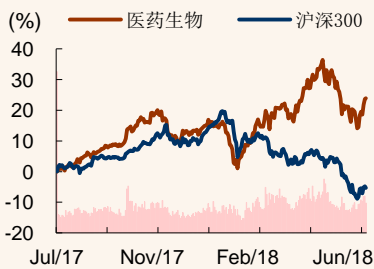
上证指数 2814

行业规模

		占比%
股票家数 (只)	269	7.6
总市值 (亿元)	40470	8.2
流通市值 (亿元)	30804	7.8

行业指数

%	1m	6m	12m
绝对表现	-1.7	8.0	19.1
相对表现	5.8	26.4	25.3



资料来源: 贝格数据、招商证券

相关报告

- 1、《医药生物行业周报 (7.16-7.20) — 继续强烈推荐 OTC 板块》2018-07-15
- 2、《口腔种植牙行业深度报告—不可“豁”缺的千亿市场》2018-07-13
- 3、《医药生物行业 2018 年中报业绩前瞻—重点覆盖公司中报业绩前瞻: 关注 2 季度增速加快个股》2018-07-09

李勇剑

0755-83271617

liyj10@cmschina.com.cn

S1090515080002

我们持续看好国内连锁药店行业的投资机会, 继续推出零售连锁药店行业定期报告。本期我们重点分析益丰药房收购新兴药房案例, 并深入分析河北省医药零售市场格局。我们认为新兴药房资质优秀, 从表观估值看益丰收购价格似乎并不便宜, 但结合未来益丰在河北市场经营战略, 我们看好新兴给益丰带来的长期发展价值。河北市场早期受政策约束较多, 各地级市几乎形成各自区域龙头, 很难出现全省乃至跨省巨头, 但近年政策逐步放开, 未来发展空间较大。投资建议: 我们继续推荐零售药店板块, 相关标的: 益丰药房、老百姓、一心堂、大参林。

- **如何看益丰收购新兴药房?** 我们从 (1) 新兴药房的资质; (2) 收购价格; (3) 收购对益丰的影响三个角度进行分析。
 - **新兴药房的资质如何?** 我们认为新兴药房的资质非常优秀, 原因在于: 1、**规模:** (1) **门店数量:** 新兴药房在河北省 453 家门店位于全省第 2; (2) **销售额:** 2017 年收入 9 亿, 位于全省前列。(3) **布局区域:** 新兴药房的门店布局在河北省最为广泛, 覆盖了河北省 8 个地级市, 仅秦皇岛、保定和承德 3 个地级市未布局。2、**盈利能力:** (1) **毛利率有提升空间:** 2017 年毛利率仅 32.89%, 与益丰药房相差 7.15%, 但益丰进入后有望通过供应链和产品结构调整快速提升毛利率。(2) **经营管理能力突出:** 新兴药房在坪效、费用率控制、薪酬效率和租金效率等各项指标都不弱于已上市连锁药房甚至优于部分企业。3、**成长性:** (1) 对赌业绩 19-20 年增速为 44%、30%、18%, 增长较快; (2) 省内门店占比仅 2%, 扩展空间很大。
 - **怎么看益丰的收购价格?** 我们认为: 单看估值水平, 益丰收购新兴药房的价格并不便宜。但综合考虑 (1) **益丰未来在河北的发展战略;** (2) **新兴药房的资质及未来成长空间;** (3) **当前一二级市场对药店尤其是优质门店的追逐。** 我们认为益丰收购新兴药房价格合理。我们统计分析了近年代表性收购和投资案例, 优质药店资产一直享有估值溢价。
 - **收购新兴药房给益丰带来什么?** (1) **短期业绩增厚:** 我们测算 2019 年和 2020 年分别增厚 EPS 0.1 元、0.14 元。(2) **以新兴药房平台大力扩张河北市场。**
- **药店区域谈: 河北。** 河北市场早期受政策约束 (特别是“限距令”) 较多, 各地级市几乎形成各自区域龙头, 很难出现全省乃至跨省巨头, 但近年政策逐步放开, 河北市场药店密度低于全国平均水平, 未来发展空间较大。**神威药房和新兴药房**目前在河北省布局地级市最广, 门店数量也处于领先地位, 未来有潜力成为河北省省级连锁龙头。我们分析了河北 11 个地级市门店格局, 综合考量当地政策环境、经济发展状况、药店密度及竞争情况, **我们更看好石家庄、沧州、邯郸等地级市的未来发展空间。**
- **投资建议:** 继续推荐药店板块, 相关标的: 益丰药房、老百姓、一心堂、大参林。**风险提示:** 整合风险, 产品降价风险。

正文目录

一、如何看待益丰收购新兴药房？	4
1、新兴药房资质如何？	4
1.1 规模：新兴药房在河北省门店数量和销售规模排行第 2，布局区域最广。	4
1.2 盈利能力：毛利率提升空间较大，经营管理能力突出	5
1.3 成长性：对赌业绩增速较高，省内拓展空间大	7
2、怎么看益丰收购新兴药房的价格？	8
3、收购新兴药房给益丰带来什么？	9
二、药店区域谈：河北	10
1、河北市场：政策约束逐步放开，发展潜力较大	10
2、竞争格局：神威与新兴稍稍领先，区域龙头各自割据，整合空间大	12
2.1 石家庄：神威、新兴药房市场领先，解除限距令后发展空间较大	13
2.2 沧州：门店密度低，发展空间大，狮城百姓和神农百草堂区域领先	14
2.3 张家口：价格战激烈，华佗和德仁堂龙头割据	15
2.4 唐山：经济发达，唐人医药区域龙头并加速区域整合，神威收购做大	15
2.5 秦皇岛：唐人医药积极布局，区域领先	16
2.6 邯郸：门店密度低，连锁率高，仁泰医药区域优势突出	16
2.7 廊坊：全亿收购百和一笑堂	17
2.8 保定、衡水：崇德大药房与龙马医药当地各自领先	17
2.9 邢台、承德：市场分散	18
3、河北零售药店市场的资本动作	19

图表目录

图 1 新兴药房门店分布情况	4
图 2 新兴药房近年经营情况	5
图 3 新兴药房业绩承诺增速较快	7
图 4 河北省各地级市药店分布情况（2016 年）	10
图 5 2016 年河北省在全国 25 省市零售药店市场增速中位列前茅	11
图 6 河北省零售连锁药店竞争版图	13
表 1: 新兴药房门店数量全省位列第 2，分布区域最广	5
表 2: 新兴药房 2017 年全国医药零售销售额排名第 23 位，省内仅次于华佗药房	5
表 3: 新兴药房与上市药店产品结构比较	6
表 4: 经营指标对比，新兴药房 VS 上市药店	6
表 5: 新兴药房门店增长情况	7
表 6: 医药零售市场代表性收购或投资案例	8
表 7: 河北省医药零售市场概况	10
表 8: 河北省连锁药企市场格局	12
表 9: 石家庄连锁药企门店格局	14
表 10: 沧州连锁药企门店格局	15
表 11: 张家口连锁药企门店格局	15
表 12: 唐山连锁药企门店格局	16
表 13: 秦皇岛连锁药企门店格局	16
表 14: 邯郸连锁药企门店格局	17
表 15: 廊坊连锁药企门店格局	17
表 16: 保定、衡水连锁药企门店格局	18
表 17: 邢台、承德连锁药企门店格局	18
表 18: 河北省内医药零售药店资本整合情况	20

一、如何看益丰收购新兴药房？

2018年4月16日，益丰药房发布重大资产重组停牌公告，拟以现金及发行股份的方式收购孙伟、石朴英、索晓梅、陈玉强等持有石家庄新兴药房连锁股份有限公司。

2018年6月23日，益丰药房公告收购方案：拟以13.8亿收购新兴药房86.31%股权，其中48.96%股权定价7.8亿，以现金支付；37.35%股权定价6亿，以发行股份方式支付，发行价格42.43元/股，发行1411万股。业绩承诺18-20年净利不低于6500万、8450万、9950万元。

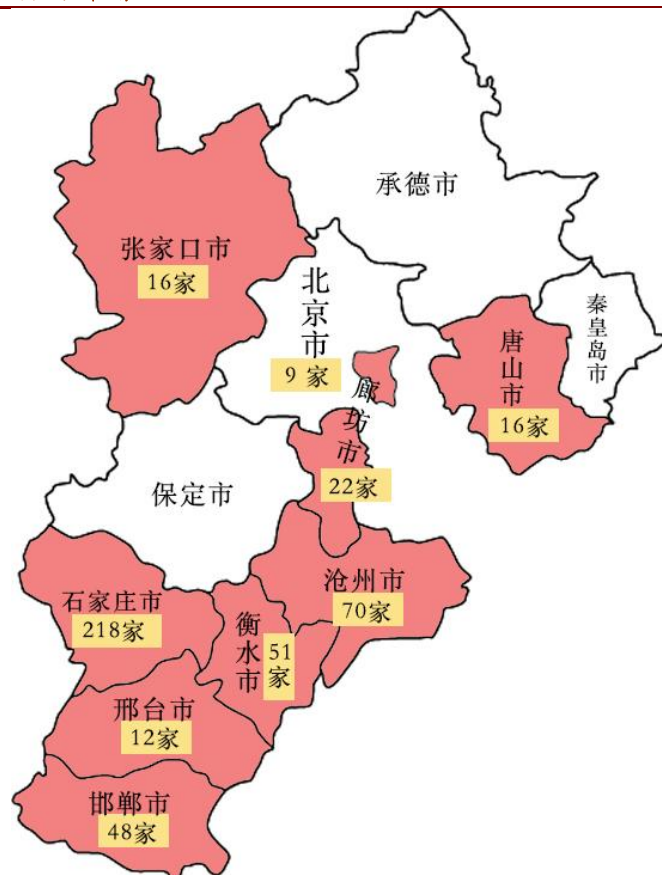
益丰药房在2017年7月曾以6120万增资新兴药房，占注册资本4.98%，此次收购之前持有新兴药房4.69%股权，此次收购完成后将一共持有新兴药房91%股权，剩余9%股权由新兴药房创始人郭生荣先生之配偶石朴英女士持有。

1、新兴药房资质如何？

1.1 规模：新兴药房在河北省门店数量和销售规模排行第2，布局区域最广。

新兴药房目前门店总数462家，总面积5.88万平米，分布于河北和北京，其中河北453家，是新兴药房主要经营省份，北京9家。河北门店分布如下：石家庄218家，沧州70家，衡水51家，邯郸48家，邢台12家，廊坊22家，唐山16家，张家口16家，邢台12家。

图1 新兴药房门店分布情况



资料来源：公司公告，招商证券

从门店数量看，新兴药房在河北省 453 家的门店规模位于全省第 2，仅次于河北神威大药房 717 家。

从分布区域看，新兴药房的门店布局在河北省最为广泛，覆盖了河北省 8 个地级市，仅秦皇岛、保定和承德 3 个地级市未布局。

表 1: 新兴药房门店数量全省位列第 2，分布区域最广

排名	企业名称	门店数	占比	分布区域
1	河北神威大药房	717	3.33%	石家庄，唐山，秦皇岛，邯郸，保定
2	石家庄新兴药房	453	2.10%	石家庄，沧州，衡水，邯郸，廊坊，唐山，张家口，邢台
3	衡水龙马医药连锁	386	1.79%	衡水
4	河北华佗药房	369	1.71%	张家口，唐山，保定
5	河北唐人医药	298	1.38%	唐山，秦皇岛
6	河北狮城百姓大药	171	0.79%	沧州，邯郸，唐山

资料来源：公司公告，天眼查，招商证券

从销售规模看，根据 15-17 年商务部发布的《药品流通行业运行统计分析报告》显示，新兴药房销售规模近 3 年在全国排名稳步提升，2017 年全国排名第 23 位，省内排名仅次于华佗药房。

表 2: 新兴药房 2017 年全国医药零售销售额排名第 23 位，省内仅次于华佗药房

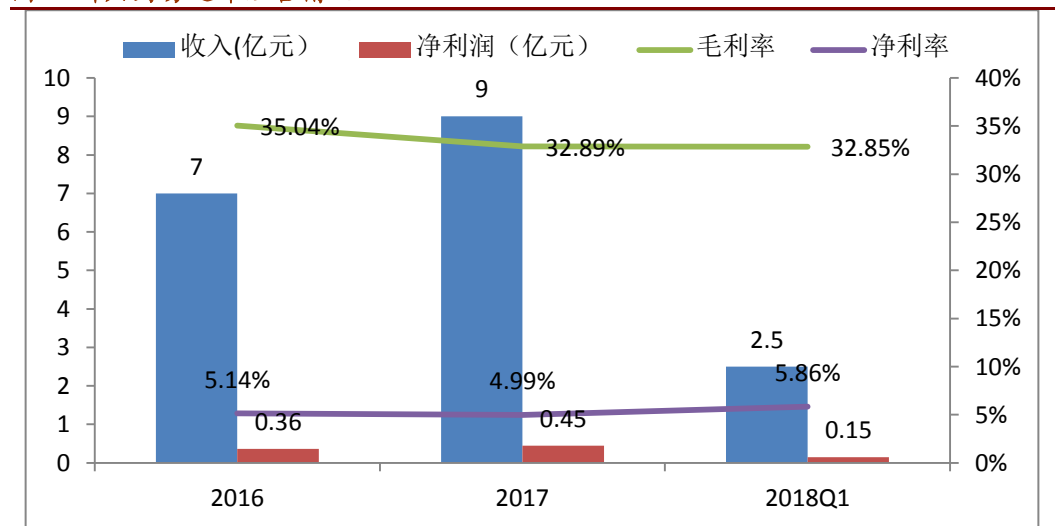
企业名称	2017 年		2016 年		2015 年	
	销售额 (亿元)	全国排名	销售额 (亿元)	全国排名	销售额 (亿元)	全国排名
河北华佗药房	15	16	10.5	21	7.6	24
石家庄新兴药房	10.3	23	8.1	25	6.9	29
廊坊市一笑堂	6.3	38	3.5	50	3.8	47
河北神威大药房	3.4	61	2.9	59	2.9	57

资料来源：商务部《药品流通行业运行统计分析报告》(15-17 年)，招商证券

1.2 盈利能力：毛利率提升空间较大，经营管理能力突出

新兴药房 2016 年-2018Q1 的收入分别为 7 亿、9 亿、2.5 亿，净利润分别为 0.36 亿、0.45 亿和 0.15 亿。毛利率 35.04%、32.89%、32.85%，净利率 5.14%、4.99%、5.86%。

图 2 新兴药房近年经营情况



资料来源：公司公告，招商证券

从经营指标对比看：相比上市药店，新兴药房最大的差距在于毛利率过低。2017 年毛利率仅 32.89%，与益丰药房相差 7.15%。我们判断，毛利率差别主要源自：

(1) 上游议价能力弱。新兴药房规模与上市药店差距较大，导致上游议价能力弱，以销售占比较高的中西成药为例，毛利率比益丰、一心堂、大参林普遍低 3-5%。

(2) 产品结构存在差异。毛利率较高的中药销售占比低于上市药店。

益丰收购新兴药房之后有望快速提升新兴药房毛利率水平。(1) 上游供应链整合，加强向上游供应商的采购议价能力，降低新兴药房现有的采购成本；(2) 将上市公司的独特品种和优势品种根据市场需要逐步引入到新兴药房，从而实现供应链和产品结构的进一步优化，为顾客提供性价比更高的商品，提升新兴药房的销售毛利率和商品竞争力。

表 3: 新兴药房与上市药店产品结构比较

	新兴药房	益丰药房	老百姓	一心堂	大参林
中西成药					
销售额 (万元)	79,473.18	318272.1	552694.95	534354.27	466040.09
销售占比	89.98%	66.21%	73.68%	68.94%	62.80%
毛利率	31.58%	34.48%	29.09%	36.42%	35%
中药					
销售额 (万元)	5,228.73	64374.71	70443.15	65696.9	102279.37
销售占比	5.92%	13.39%	9.39%	8.48%	13.78%
毛利率	51.52%	41.08%	52.37%	50.45%	40.28%

资料来源：公司公告，招商证券

新兴药房自身经营管理能力突出。(1) 费用率方面：新兴药房销售费用率和管理费用率与上市药店相比都控制在较低水平，因此净利率的差距主要因毛利率较低所致。(2) 坪效：新兴药房 18Q1 月均坪效 0.14 万元/平米，与上市药店差距不大，甚至优于一心堂。

(3) 薪酬效率和租金效率：药店销售费用中，店员薪酬和门店租金占比最高。从薪酬效率看，新兴药房基本与益丰持平，优于一心堂和大参林；而租金效率则明显优于益丰药房、老百姓和一心堂，仅次于大参林。

表 4: 经营指标对比，新兴药房 VS 上市药店

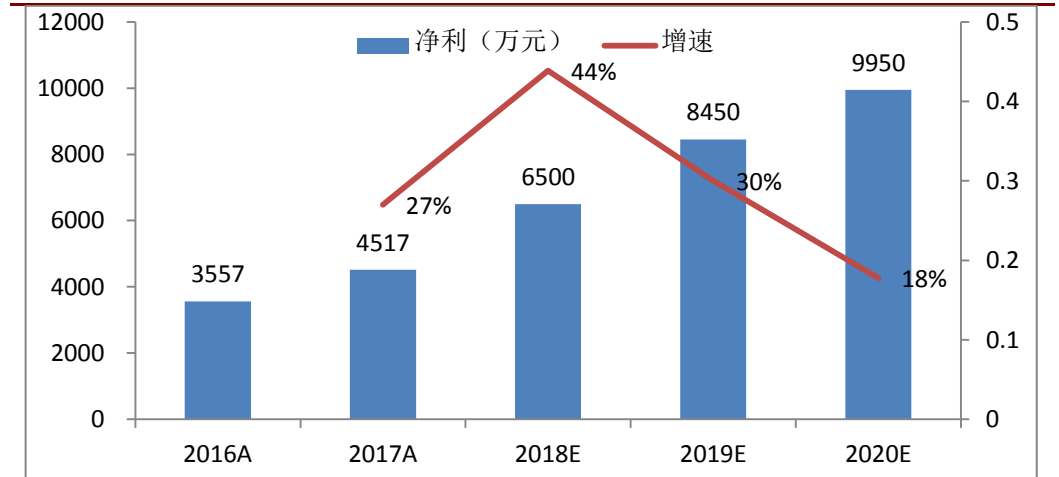
	新兴药房	益丰药房	老百姓	一心堂	大参林
门店数量 (18Q1)	462	2328	2778	5155	3234
门店面积 (18Q1, 平米)	58,812	293,362	433,904	574,266	293,049
店均面积 (平米)	127	126	156	111	91
2017 年零售收入 (万元)	84,296	457,331	681,684	730,379	717,477
毛利率	32.89%	40.04%	35.31%	41.25%	40.26%
销售费用率	22.78%	26.92%	22.24%	27.83%	25.91%
管理费用率	3.89%	4.15%	5.25%	4.58%	4.67%
财务费用率	0.11%	-0.08%	0.78%	0.72%	0.35%
期间费用率	26.78%	30.99%	28.26%	33.12%	30.93%
净利率	4.99%	6.60%	5.29%	5.45%	6.40%
月均坪效 (18Q1)	0.14	0.16	0.15	0.12	0.23
门店租金 (万元)	6,002	39,502	50,925	68,535	48,870
店员薪酬 (万元)	11,986	64,751	81,828	117,251	107,514
租金效率	14.05	11.58	13.39	10.66	14.68
薪酬效率	7.03	7.06	8.33	6.23	6.67

资料来源：公司公告，招商证券（注：一心堂 18Q1 门店面积为估算值）

1.3 成长性：对赌业绩增速较高，省内拓展空间大

根据收购业绩对赌协议，新兴药房承诺 2018-2020 年净利不低于 6500 万、8450 万和 9950 万，同比增速为 44%、30%、18%，增长较快，显示管理层对新兴药房未来的成长极具信心。

图 3 新兴药房业绩承诺增速较快



资料来源：公司公告，招商证券

抛开业绩承诺不看，药店的未来成长很大程度上取决于门店的扩张情况。新兴药房 2016-2018Q1 新增门店 74、95 和 42 家，其中新开门店 19、23 和 5 家，并购门店 55、72 和 37 家，关闭 4、10 和 3 家。新兴药房的近年来的门店增长主要来自于并购。

表 5：新兴药房门店增长情况

	2018Q1	2017	2016
期初门店数量	423	338	268
当期新增门店数量	42	95	74
其中：新开	5	23	19
并购	37	72	55
关闭	3	10	4
期末门店数量	462	423	338

资料来源：公司公告，招商证券

进入益丰体系后，我们判断新兴药房的门店扩张步伐有望加快。原因在于：

(1) 新兴药房在河北省 8 个地级市都有布局，在河北省内覆盖区域最广，为深耕河北市场提前打下了基础，而目前省内门店占比仅 2.1%，扩张空间较大。

(2) 益丰收购新兴后将以其为平台快速抢占河北市场，未来将在供应链整合、资金、人力等多方面给予大力支持。

公司公告显示：2019-2021 年，新兴药房将继续深耕河北市场为，并向周边市场稳步渗透，每年新增 70 家左右门店，门店数量年均增速在 10% 以上。

结论：从规模、盈利能力和成长性 3 个方面评估，我们认为新兴药房资质非常优秀。

2、怎么看益丰收购新兴药房的价格？

我们的观点：

- ✓ 单看估值水平，益丰收购新兴药房的价格并不便宜。
- ✓ 综合考虑（1）益丰未来在河北的发展战略；（2）新兴药房的资质及未来成长空间；（3）当前一二级市场药店尤其是优质门店的追逐。我们认为益丰收购新兴药房价格合理。

我们统计了近几年医药零售市场代表性的收购或投资案例，我们认为：

（1）资本推升零售药店的估值水平。在 2014 年和 15 年初，一心堂、益丰和老百姓陆续上市后，零售药店的投资在资本推动下逐渐火热。PS 是业内比较公认的估值手段，2015 年时，药店的收购价格基本上 PS 可以控制在 1 以内，但之后 PS 逐渐攀升，2017 年后收购估值普遍 PS>1。

（2）优质资产价格更高。好公司必然不便宜。比如：老百姓收购兰州惠仁堂，在 2015 年是 PS 便给到 1 以上，而兰州惠仁堂在收购时便有 143 家门店，规模较大，属于甘肃地区优质门店，事实上兰州惠仁堂进入老百姓体系后发展很好，目前是老百姓主要业绩贡献点之一。

（3）战略发展区域可以溢价。老百姓收购兰州惠仁堂和通辽泽强可以新进入甘肃和内蒙古两个省级市场；而收购扬州百信缘、南通普泽则是在江苏省内进入新的地级市。从企业发展战略角度考虑，收购这些地区的优质门店可以给予溢价。同理，大参林收购许昌保元堂进入河南市场，投资贵州一树和内蒙古惠丰堂都是涉足新的市场区域。益丰药房实际上在 2017 年便投资了新兴药房，当时 PS 与此次收购相当，对于益丰而言，收购新兴药房可以战略布局河北市场，新兴药房在目前已经公开的上市药店收购标的中规模最大，经营资质非常优秀，可以享受更多估值溢价。

（4）互联网企业介入，药店终端价值更为凸显。18 年 6 月阿里健康投资漱玉平民和安徽华人健康，根据公开数据我们测算阿里投资漱玉平民的 PS 约 1.94 倍，互联网企业的介入无疑使零售药店的终端价值进一步强化。

表 6：医药零售市场代表性收购或投资案例

收购方	收购/投资标的	股权比例	前 1 年收入(万元)	金额(万元)	PS	收购日期	门店规模
老百姓	兰州惠仁堂	65%	52200	34840	1.03	2015 年 11 月	143
	扬州百信缘	65%	22283	13000	0.90	2016 年 5 月	43
	通辽泽强	51%	46145	27137	1.15	2017 年 9 月	216
	南通普泽	51%	15631	11730	1.47	2017 年 12 月	42
大参林	贵州一树	4.99%	72715	3992	1.10	2016 年 1 月	
	许昌市保元堂	51%	4763	3060	1.26	2016 年 7 月	
阿里健康	内蒙古惠丰堂	4.99%	4232	1000	4.74	2016 年 5 月	
	漱玉平民	9%	250000	45400	1.94	2018 年 6 月	
益丰药房	无锡九州	51%	20594	16830	1.60	2018 年 1 月	62
	新兴药房	4.98%	69972	6120	1.76	2017 年 7 月	
	新兴药房	86.31%	90492	138359	1.77	2018 年 6 月	462

资料来源：公司公告，招商证券（注：漱玉平民收入数据为预测值）

3、收购新兴药房给益丰带来什么？

(1) 业绩增厚：保守按照新兴药房承诺 2018-2020 年净利不低于 6500 万、8450 万和 9950 万来测算，假设 2018 年收购完成，以 91%持股比例计算，2019 年和 2020 年并表利润 7690 万、9055 万；考虑到支付现金 7.8 亿，以 5%测算财务费用增加 3900 万，实际增厚利润 3790 万、5155 万；考虑到增发股份 1411 万股，增发后总股本达到 3.768 亿股，我们测算 2019 年和 2020 年分别增厚 EPS 0.1 元、0.14 元。

(2) 战略拓展河北市场。截止 2018Q1，益丰药房已经在湖南、湖北、上海、江苏、浙江、江西、广东 7 省拥有门店 2328 家（其中加盟店 95 家），收购新兴药房后，直营门店将增加 462 家，进入河北市场，布局省份将达到 8 个省份。新兴药房在河北省的门店数量位列第 2，在 11 个地级市中已经布局了 8 个地级市，跟河北其他零售药企相比省内布局最为广泛，未来在河北市场深耕的基础非常扎实，目前省内门店占比仅 2.1%，扩张空间较大。新兴药房本来自身经营能力就非常优秀，益丰收购后将在供应链整合、资金、人力等多方面给予大力支持。我们看好益丰及新兴药房未来在河北的发展空间。

二、药店区域谈：河北

益丰药房收购新兴药房进入河北市场引起行业内及资本市场的极大关注，在本期药店区域谈中，我们重点讨论河北零售市场的发展现状。

1、河北市场：政策约束逐步放开，发展潜力较大

2016 年河北省总计有 2 万家药店，河北省人口约 7470 多万，平均 3674 人/店，药店密度低于全国平均水平 3110 人/店，其中连锁门店 9193 家，连锁率 45.2%，也低于全国平均水平 49.9%，河北单体药店比例超过 50%。2016 年河北医药零售市场规模约 120 亿元，测算河北药店单店年产出仅 60 万/店，低于全国平均水平，而实际上河北 GDP 水平在全国位于中等，因此尽管小而散是河北药店行业的一个特征，但河北药店市场发展潜力较大。

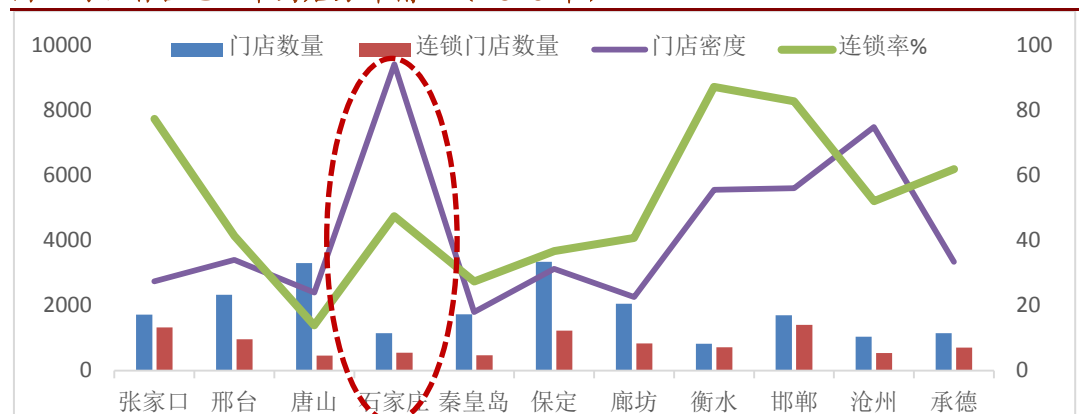
表 7：河北省医药零售市场概况

	河北省	全国
门店数量	2.03 万	44.6 万
连锁门店	0.9 万	22.3 万
连锁率	45.2%	49.9%
店均服务人数	3674 人/店	3110 人/店
2016 年零售市场规模	120 亿	3165 亿
店均产出	60 万/店	71 万/店

资料来源：河北省药监局，益丰公告，招商证券研究

分地级市看，2016 年河北省食药监局公布的数据显示：保定、唐山和邢台等地的药店数量最多；但河北省各地级市的连锁率差异较大，衡水、邯郸、张家口和承德等地连锁率较高；而唐山、秦皇岛和保定等地的连锁率偏低。从门店密度看，石家庄市的店均服务人数最多，作为河北省会，预计石家庄市未来的发展空间极大。

图 4 河北省各地级市药店分布情况（2016 年）



资料来源：河北省食药监局，招商证券

河北医药零售市场的发展早些年受政策管控比较严格。

在 2005 年，河北省劳动社会保障厅就颁布禁令：“医保定点药店禁止摆放非药品”。这使得药店利润大打折扣，而只能采取药品打折、促销等营销手段提高药店业绩，而南方等地政府并未出台相关政策，使得河北省的药店发展明显落后于南方一些省份。

2011年，河北省政府又出台“限距令”：直线距离200米内已有药店的，不再批准新建或迁建药店，面积在400平方米以上(底层营业面积不少于300平方米)的新开药店则不受限制。“限距令”对河北医药市场的发展影响较大，导致河北省缺乏大型的、能够走出去的连锁药店，各地级市的强者药店多数只能在各自所占区域精耕细作。

政策约束逐步放开。河北省各地级市相继出台政策，取消或放松关于“限距令”的规定。

石家庄市食品药品监督管理局 2016年发布《石家庄市开办药品零售企业暂行规定》中关于开办药品零售企业的条件中不再对门店距离进行明确规定。

沧州市食品药品监督管理局 2017年发布《沧州市新开办药品零售企业管理办法(新修订)》，将相关规定修改为“同一法人所属门店可行进距离不得少于100米”，对于不同法人所属门店则未进行明确规定。

保定市食品药品监督管理局 2015年发布《<药品经营许可证>(零售)核发》中关于开办药品零售企业设置规定中不再对门店距离进行明确规定。

张家口市食品药品监督管理局 2014年发布的《关于支持和鼓励药品零售连锁经营规模化发展的意见》中明确，药品零售连锁企业以联合、并购等形式在原址重新设立门店的，以及药品零售连锁门店数量超过15家(含)以上的，不受《河北省药品安全质量保证机制》中距离限制；门店数量15家以下的药品零售连锁企业，新开办门店，与其它已有药品零售企业距离限制可放宽到可行进距离不能低于50米。

2018年，河北出台关于医保定点相关政策对药店纳入医保定点资格不存在实质性障碍。

河北医药零售市场的整合在2016年开始活跃。

2016年下半年，华泰和摩根士丹利先后战略投资新兴大药房，后者在2018年3月收购衡水众康为民药房37家门店。

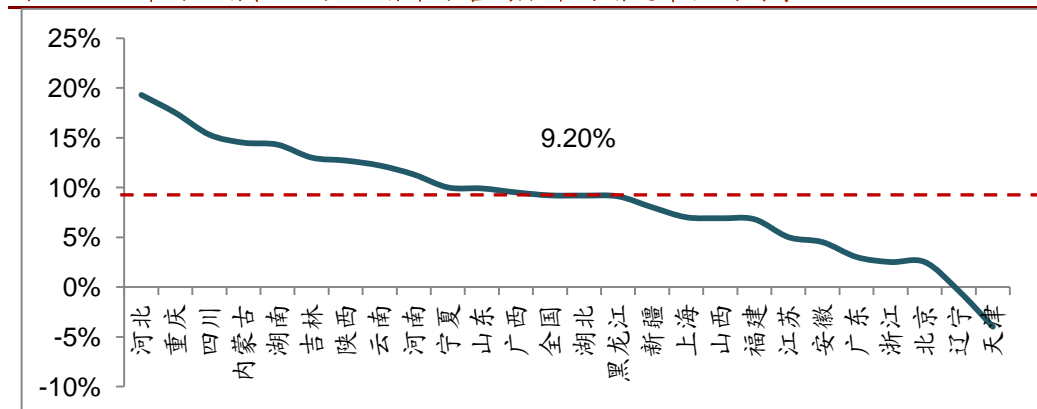
2016年7月，唐山区域龙头唐人医药挂牌新三板开始借助资本力量进行扩张。

2017年，神威大药房在河北省掀起并购浪潮，先后收购多家中小型连锁药企，门店规模快速扩张。

2018年6月，益丰药房公告收购新兴药房，成为目前医药零售行业最大一单并购。

河北医药零售市场通过系列整合，2017年销售额超过或接近10亿元的企业已达到4家，分别为新兴药房、神威大药房、唐人医药、华佗药房，而在5亿元左右的企业还有数家，如廊坊一笑堂、诚仁堂、狮城百姓大药房等。

图 5 2016 年河北省在全国 25 省市零售药店市场增速中位列前茅



资料来源：中康 CMH，招商证券

2、竞争格局：神威与新兴稍稍领先，区域龙头各自割据，整合空间大

河北省医药零售市场整体格局较为分散，缺少省级连锁龙头，各地级市则存在各自的区域强者。从地级市门店布局情况来看，**神威药房**和**新兴药房**目前在河北省布局的地级市最广，门店数量也处于领先地位，未来有潜力成为河北省省级连锁龙头。

表 8：河北省连锁药企市场格局

企业	门店数	门店分布
河北神威	774	石家庄 243 家，唐山 273 家，秦皇岛 62 家，邯郸 115 家，保定 20 家，邢台 61 家
子公司：南元医药	31	唐山
康俊医药	48	唐山
永和医药	84	唐山
盛丰医药	61	唐山
同德堂	49	唐山
健康人医药	32	邯郸
峰峰天天好医药	48	邯郸
老叻医药	62	秦皇岛
健邦医药	35	邯郸
森众医药	20	保定
沙河市顺和大药房	61	邢台
石家庄新兴药房	453	石家庄 218 家，唐山 16 家，邯郸 48 家，邢台 12 家，张家口 16 家，沧州 70 家，廊坊 22 家，衡水 51 家
子公司：众康为民	37	衡水
宏达恒康	14	衡水
龙马医药	404	衡水
石药集团中诚医药	373	石家庄 105 家，唐山 28 家，邯郸 232 家，承德 8 家
子公司：捷康药房	22	
百姓惠康	5	
利通医药	230	
河北华佗药房	369	唐山 23 家，保定 23 家，张家口 323 家
德仁堂	360	张家口
润佳药房	336	张家口
河北唐人医药	293	唐山 135 家，秦皇岛 158 家
崇德大药房	253	保定
河北狮城百姓大药房	180	唐山 6 家，邯郸 4 家，沧州 170 家
神农百草堂	157	沧州
国药控股国大药房	141	石家庄 92 家，唐山 7 家，秦皇岛 6 家，邯郸 11 家
全亿健康	141	
子公司：百和一笑堂	141	廊坊
一笑堂	137	保定 94 家，廊坊 43 家
天宇平价医药	121	邢台
仁泰医药	111	邯郸
老百姓大药房	101	石家庄 11 家，邢台 85 家，保定 5 家
修正堂药房	96	邯郸 19 家，邢台 25 家，张家口 52 家
民乐医药	91	秦皇岛

资料来源：天眼查，招商证券研究（注：表中门店数据与实际情况或有出入，仅供参考！）

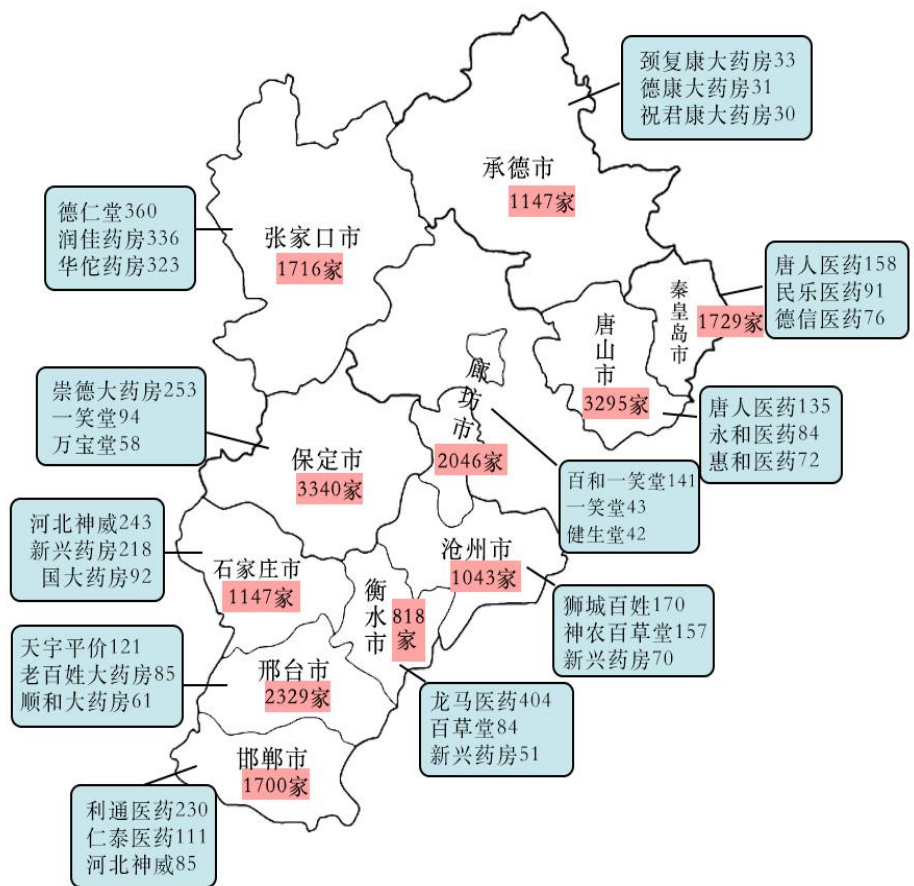
（说明：鉴于大多数药店销售数据难以获取，分析维度主要以门店数量为标准，门店数据主要来源于“天眼查”，与实际情况或有出入，仅供参考，下同！）

神威药房：借助神威集团平台资源，致力于将零售业务打造为神威旗下第二主业，自2015年慢慢布局发力，2015年8月成功并购河北冶金连锁大药房旗下41家门店；17年更是在河北掀起并购浪潮，通过并购唐山、邯郸、秦皇岛等市的药店扩大其在河北省的布局，是河北省收购最多、第一家门店数超过700的连锁药店。

新兴药房：先后获得华泰、摩根士丹利、益丰药房的战略投资入股，2018年6月被益丰药房收购，目前河北省内门店453家，覆盖石家庄、唐山、邯郸、邢台、张家口、沧州、廊坊、衡水等8个地级市，是河北省内覆盖地级市最广的连锁药企。

其他如衡水龙马医药、石药集团河北中诚医药、河北华佗药房、张家口德仁堂、唐人医药等区域龙头则各自主要经营区域。

图6 河北省零售连锁药店竞争版图



资料来源：天眼查，招商证券研究（注：图中门店数据与实际情况或有出入，仅供参考！）

下面对河北各地级市零售药店市场格局进行简单分析。

2.1 石家庄：神威、新兴药房市场领先，解除限距令后发展空间较大

据统计2014年石家庄已有1100余家药店，而根据河北省食药监局的统计数据显示，2016年石家庄总的门店数量1147家，几乎没有增长，我们判断主要原因可能与“限距

令”严格执行有关。石家庄作为河北省会，人口总数约 1000 万，我们测算石家庄药店密度为 9402 人/店，石家庄门店具有相当大的扩张空间。

石家庄医药零售市场之前受政策限制，新店选址和医保资格都属于稀缺资源。2016 年，石家庄市食品药品监督管理局 2016 年发布《石家庄市开办药品零售企业暂行规定》中关于开办药品零售企业的条件中不再对门店距离进行明确规定。我们预计解除“限距令”后，石家庄药店数量有望得到快速提升，未来石家庄医药零售市场发展空间值得看好。

竞争格局方面，石家庄药店三强一直都是河北神威、石家庄新兴药房以及乐仁堂（被国大并购，进入国大体系）。新兴药房凭借其门店数量一直位居石家庄药房龙头地位；而河北神威在控股河北圣诺新特药房、与河北仁泰进行战略合作后，开店势头猛烈，现在石家庄拥有 243 家门店，已赶超新兴药房成为石家庄市门店数最多的连锁药房。

表 9：石家庄连锁药企门店格局

企业	门店数量
河北神威	243
石家庄新兴药房	218
国药控股国大药房	92
石药集团河北中诚医药	78
以岭药堂大药房	62
弘德药房	44
石家庄门店总数	1147

资料来源：天眼查，招商证券研究（注：表中门店数据与实际情况或有出入，仅供参考！）

2.2 沧州：门店密度低，发展空间大，狮城百姓和神农百草堂区域领先

沧州市人口近 800 万，2016 年药店总数 1043 家，其中连锁门店 542 家，连锁率 52%，在河北省内处于较高水平。门店密度 7474 人/店，门店密度极低，与石家庄市相似，未来发展空间较大。

沧州市食品药品监督管理局在 2017 年发布《沧州市新开办药品零售企业管理办法（新修订）》，将相关规定修改为“同一法人所属门店可行进距离不得少于 100 米”，对于不同法人所属门店则未进行明确规定。沧州市放松“限距令”对于未来沧州市医药零售市场的发展将产生积极影响。

竞争格局方面：狮城百姓大药房和神农百草堂是沧州当地两大龙头，但新兴药房近年强势进入沧州市场，目前已有 70 家门店。同时在沧州下属各个县级市，基本都有相对强势的本土连锁，例如任丘市诚仁堂、河间中亚大药房、南皮县迎宾大药房等。

沧州市区以狮城百姓大药房为主，通过“大数据+大客服”建立会员管理优势。据报道 2016 年狮城百姓大药房在沧州总营业额超过 3 亿，占据当地 50% 以上的市场份额。

神农百草堂在沧州则主要分布在黄骅市，基本覆盖了沧州东面六个县，目前正逐步往沧州市区扩张，发展模式趋向于多元化，在神农百草堂专业药房旁边一般设有日化用品店，或者开设母婴用品店。

我们判断沧州在 2017 年放松“限距令”后医药零售市场有望快速发展，目前沧州市药店密度低，发展空间极大，而连锁程度较高，各区域也均存在一些中小型的本土连锁经营，利于资本整合。

表 10: 沧州连锁药企门店格局

企业	门店数量
河北狮城百姓大药房	170
神农百草堂	157
沧州中亚大药房	106
河北诚仁堂	79
石家庄新兴药房	70
沧州迎宾大药房	61
沧州振岭大药房	30
沧州门店总数	1043

资料来源:天眼查, 招商证券研究(注:表中门店数据与实际情况或有出入, 仅供参考!)

2.3 张家口: 价格战激烈, 华佗和德仁堂龙头割据

张家口市人口近 500 万, 2016 年药店总数 1716 家, 其中连锁门店 1326 家, 连锁率 77%, 在河北省内处于较高水平。门店密度 2737 人/店, 门店密度较大, 竞争与河北省其他地级市相比偏激烈。

竞争格局方面, 华佗药房和德仁堂是张家口市区两大龙头, 据统计两者占有当地 80% 以上的市场份额, 有媒体报道两者之间价格战异常激烈, 加剧了张家口医药零售市场的竞争。目前, 华佗药房已经走出张家口, 门店覆盖北京、河北、山西、内蒙古等区域, 未来计划进入全国连锁前 20 强。德仁堂则在 2012 年和 2014 年借助“限距令”的政策窗口快速扩张, 实现门店规模提升。

我们估计张家口由于竞争激烈, 很大程度上阻挡了外来资本的进入, 尤其是价格战在很大程度上影响新进入者的盈利能力, 现有企业有较大的时间窗口进行区域深耕。不过, 张家口药店连锁率较高, 未来的市场整合可能更多在现有中小型连锁之间的收购兼并。

表 11: 张家口连锁药企门店格局

企业	门店数量
德仁堂	360
润佳药房	336
河北华佗药房	323
修正堂药房	52
加一堂药房	40
知信药房	38
张家口门店总数	1716

资料来源:天眼查, 中国药店, 招商证券研究(注:表中门店数据与实际情况或有出入, 仅供参考!)

2.4 唐山: 经济发达, 唐人医药区域龙头并加速区域整合, 神威收购做大

唐山是河北省经济实力最强的地级市, 2017 年唐山市 GDP 突破 7000 亿元, 达到 7106.1 亿元, 同比增长 6.5%, 约占全省 GDP 的 19.8%, 居全省第一。经济发达地区, 药店的盈利能力普遍较强, 企业开店积极性较高, 因此唐人在 2016 年门店总数 3295 家, 门店密度 2391 人/店, 门店密度高于全省乃至全国平均水平, 值得注意的是唐山药店中单体店较多, 连锁率仅 14% (2016 年统计数据), 在省内垫底。

竞争格局方面, 唐人医药是区域龙头, 在唐山市的门店数量 135 家, 2016 年曾登陆新三板借助资本力量进行扩张, 以大店策略在核心区域唐山和秦皇岛两市加快开店力度, 同时借助收购向周边辽宁省拓展, 先后收购了辽宁葫芦岛大药房、辽宁健康城医药连锁、

辽宁人民大药堂、丹东康达大药房、营口渤海大药房等企业，目前唐人医药整体门店数增至 400 多家，预计 2017 年销售规模超过 13 亿，在河北东部地区唐人医药几乎一家独大，据报道唐人医药在唐山和秦皇岛两地的市场份额均超过 50%。唐人医药现已退出新三板，未来有计划 IPO。

河北神威通过收购永和医药和盛丰医药迅速扩张，与唐人医药分庭抗礼。

我们整体判断，尽管唐山经济发达，但门店密度已经较大，且连锁率低，当地又已经存在深耕多年的龙头企业，对新进入者而言可能扩张难度较大。

表 4：唐山连锁药企门店格局

企业	门店数量	备注
河北唐人医药	135	
永和医药	84	河北神威旗下
惠和医药	72	
德生堂	64	
盛丰医药	61	河北神威旗下
惠好医药	60	
唐山门店总数	3295	

资料来源:天眼查, 招商证券研究(注:表中门店数据与实际情况或有出入, 仅供参考!)

2.5 秦皇岛：唐人医药积极布局，区域领先

秦皇岛人口 300 多万，在河北省内属于人口数量最少的地级市，主要以旅游业为主且带有较强的季节性，经济实力在河北省内并不突出，2016 年统计数据显示秦皇岛共有药店 1729 家，门店密度 1799 人/店，相对处于高位。2016 年统计数据显示的连锁率仅 27%，但据报道近年秦皇岛出台政策鼓励企业连锁经营，已有数百家单体药店通过改制重组等方式并入连锁企业，连锁率已经得到较大提升。

竞争格局方面：**唐人医药**除其大本营唐山外，秦皇岛是其在河北省积极寻求发展的另一城市，而目前唐人医药在秦皇岛的门店数量已达 158 家，数量已超过在唐山的 135 家。**河北神威**在秦皇岛也进行了并购整合，通过成功收购老呔医药，在唐山新增 62 家门店。**民乐医药**和**德信医药**属于秦皇岛的本土中小型连锁药店，而**成大方圆**仅在河北的秦皇岛有门店。

表 5：秦皇岛连锁药企门店格局

企业	门店数量	备注
河北唐人医药	158	
民乐医药	91	
德信医药	76	
成大方圆医药集团有限公司	63	
老呔医药	62	河北神威旗下
秦皇岛门店总数	1729	

资料来源:天眼查, 中国药店, 招商证券研究(注:表中门店数据与实际情况或有出入, 仅供参考!)

2.6 邯郸：门店密度低，连锁率高，仁泰医药区域优势突出

邯郸市人口接近 1000 万，2016 年药店总数 1700 家，连锁门店数量达到 1405 家，连锁率高达 83%，门店密度 5595 人/店，当地仍有开店空间，但未见有公开报道邯郸市取消或放开店距的距离限制。未来如果政策放松，邯郸市将存在较大的开店空间。

竞争格局方面：**仁泰医药**是邯郸的本土连锁药店，拥有门店 111 家，仁泰与河北神威大药房在 2016 年 11 月签署战略合作协议，双方拟共同打造年销售规模 30 亿元以上的大型连锁企业。与此同时，仁泰还设有中医馆、体检中心，未来将与药店相呼应，同时借助神威的资源及影响力，提升其竞争力。邯郸也是**河北神威**积极布局的区域，通过并购当地的**峰峰天天好医药**、**健康人医药**、**健邦医药**，神威在邯郸的门店数量已达 115 家，超过仁泰医药。**利通医药**是目前邯郸市拥有最多门店的连锁药店，达 230 家，2017 年 5 月被石药收购。

我们预计邯郸市连锁化程度高，利于收购整合；人口众多而门店数量有限，潜在开店空间较大。如果政策放开，未来邯郸市的药店发展空间将得到极大提升。

表 6：邯郸连锁药企门店格局

企业	门店数量	备注
利通医药	230	石药集团河北中诚医药旗下
仁泰医药	111	
河北神威	85	
峰峰天天好医药	48	河北神威旗下
帜樛医药	40	
邯郸门店总数	1700	

资料来源:天眼查, 中国药店, 招商证券研究(注:表中门店数据与实际情况或有出入, 仅供参考!)

2.7 廊坊：全亿收购百和一笑堂

廊坊市人口近 500 万，2016 年药店总数 2046 家，其中连锁门店 832 家，连锁率 41%，在河北省内处于较低水平。门店密度 2256 人/店，在河北省内偏高，竞争环境偏激烈。

竞争格局方面：廊坊区域龙头为**百和一笑堂**，在廊坊市拥有 141 家门店，2017 年 1 月，全亿健康收购百和一笑堂 50.03% 股权，药店版图扩张至河北市场。

表 7：廊坊连锁药企门店格局

企业	门店数量	备注
廊坊市百和一笑堂	141	全亿健康旗下
一笑堂	43	
健生堂	42	
国仁医药	41	
廊坊门店总数	2046	

资料来源:天眼查, 招商证券研究(注:表中门店数据与实际情况或有出入, 仅供参考!)

2.8 保定、衡水：崇德大药房与龙马医药当地各自领先

保定：

保定市人口过 1000 万，2016 年药店总数 3340 家，其中连锁门店 1224 家，连锁率 37%，在河北省内处于较低水平。门店密度 3121 人/店，门店密度比较适中。

保定市最主要的连锁药店当属**崇德大药房**，其在保定拥有 253 家门店，除此之外的一笑堂、万宝堂仅各拥有 94 家、58 家门店。

衡水：

衡水市人口约 450 万，2016 年药店总数 818 家，其中连锁门店 712 家，连锁率 87%，

连锁率在河北省内最高。门店密度 5545 人/店，门店密度较低。

龙马医药无疑是衡水最主要的连锁药店，在衡水拥有门店 404 家，基本上覆盖了大半个衡水。石家庄新兴药房通过并购衡水众康为民也开始布局衡水药店市场。

表 8: 保定、衡水连锁药企门店格局

企业	门店数量	备注
保定市		
崇德大药房	253	
一笑堂	94	
万宝堂	58	
弘康医药	26	
保定门店总数	3340	
衡水市		
龙马医药	404	
百草堂	84	
石家庄新兴药房	51	
众康为民	37	石家庄新兴药房旗下
衡水门店总数	818	

资料来源:天眼查, 招商证券研究(注:表中门店数据与实际情况或有出入, 仅供参考!)

2.9 邢台、承德：市场分散

邢台：

邢台市人口近 800 万，2016 年药店总数 2329 家，其中连锁门店 961 家，连锁率 41%。门店密度 3392 人/店，门店密度比较适中。

邢台市区域龙头为天宇平价医药，门店数量 121 家。河北神威通过收购沙河市顺河大药房，成功布局邢台。老百姓大药房在邢台也有门店布局。

承德：

承德市人口近 400 万，2016 年药店总数 1147 家，其中连锁门店 709 家，连锁率 62%，在河北省内连锁化经营程度较高。门店密度 3342 人/店，门店密度比较适中。

承德市场整体分散，没有明显的优势连锁企业。有媒体报道，承德一铺难求以及铺面的高租金让拓展者望而却步。再结合目前承德的人口规模以及现有药店密度来看，似乎承德的医药零售市场发展空间比较有限。

表 9: 邢台、承德连锁药企门店格局

企业	门店数量	备注
邢台市		
天宇平价医药	121	
老百姓大药房	85	
沙河市顺和大药房	61	河北神威旗下
恒生医药	54	
恒祥集团扁鹊大药房	43	
华康大药房	42	
邢台门店总数	2329	
承德市		
承德颈复康大药房	33	
承德市德康大药房	31	

企业	门店数量	备注
承德祝君康大药房	30	
承德百姓平价大药房	21	
承德门店总数	1147	

资料来源:天眼查, 招商证券研究(注:表中门店数据与实际情况或有出入, 仅供参考!)

小结:通过对河北省各地级市门店格局的分析,综合考量当地政策环境、经济发展状况、药店密度及竞争情况,我们判断:

(1) 政策放松地区的医药零售市场发展有望率先加快。如:石家庄、沧州、保定、张家口等地;

(2) 人口基数大和药店密度低的地区发展潜力大。如:石家庄、沧州、邯郸等地;

(3) 连锁化程度较高的地区更利于资本整合运作。如:衡水、邯郸、张家口、承德、沧州等地。

综合而言,在医药零售市场我们更看好石家庄、沧州、邯郸等地的未来发展空间。

3、河北零售药店市场的资本动作

相比华东、西南、西北等省份,河北省零售药店的资本运作在前些年比较沉寂,我们推测可能与河北本地对药店的政策约束较严从而限制了零售市场的快速扩张有一定关系。但是随着政策逐渐松绑,我们认为河北零售市场的发展空间较大,资本对河北优质门店的追逐已经慢慢展开。

根据公开资料显示,河北市场整合动作比较频繁而且起步较早的是河北神威,近两年在河北当地频繁收购中小连锁药企,规模迅速做大。单笔收购最大的无疑是益丰药房近期公告收购新兴药房。此外,全亿健康、高济医疗作为一级市场零售药店整合的资本大鳄在河北市场也陆续有所布局。

河北神威:河北省内布局广泛而迅速

河北神威目前是河北省拥有最多门店的连锁药店,这尤其与其近两年频繁并购河北各市的中小型药店密切相关。借助神威集团平台资源,致力于将零售业务打造为神威旗下第二主业,自2015年慢慢布局发力,2015年8月成功并购河北冶金连锁大药房旗下41家门店;截止目前已在唐山收购了5家、邯郸收购了3家、秦皇岛、保定、邢台各1家连锁药店,在河北省的门店数已逾700家,是河北省收购最多、第一家门店数超过700的连锁药店。

益丰药房:石家庄新兴药房,13.8亿创药店并购新高

益丰药房在2018年6月22日发布公告称:公司拟以发行股份和支付现金方式收购石家庄新兴药房连锁有限公司86.31%的股份,加上之前所持有的新兴药房4.69%的股份,本次交易完成后,益丰药房所持新兴药房股权的比例将增至91%,处于绝对控股地位。

石家庄新兴药房作为河北省老牌连锁药店,在河北省内规模位居前列,门店资质优秀,益丰对新兴药房的收购无疑会产生“1+1>2”的效应。

全亿健康:控股廊坊百和一笑堂

2017年1月,全亿健康收购百和一笑堂50.03%股权,药店版图扩张至河北市场。全亿健康是基石系下的零售药店整合平台,董事长吴兴华曾担任海王星辰CEO,2016年成

立，2017 年获弘毅投资领投、基石资本追投的数十亿元 B 轮融资，先后整合了江苏恒泰人民、温州一正药房、廊坊百和一笑堂、南通济生堂、四川巴中怡和药业、成都芙蓉大药房、宜宾天天康、成都乐源堂、成都宁丰堂、温州叶同仁、苏州健生源等多家连锁药企，2017 年连锁药店百强榜单显示，全亿健康拥有直营门店 1601 家。

高济医疗：2014 年收购河北仁泰

高济医疗是高瓴资本旗下的医药投资平台，近年在连锁药店行业整合力度相当大，在四川、陕西、河南、江西、广东、安徽、重庆等多个省份大力并购零售药店，旗下的零售药店版图已经相当庞大。2014 年高济医疗通过其河北分公司在收购了河北仁泰 90% 的股权。

表 10：河北省内医药零售药店资本整合情况

投资方	日期	标的	股权比例	门店数量	门店区域
益丰药房	2018 年 6 月	新兴药房	91%	462	石家庄、衡水、沧州等
	2016 年 12 月	南元医药	90%	31	唐山
河北神威	2017 年 1 月	永和医药	88%	84	唐山
	2017 年 6 月	峰峰天天好医药	70%	48	邯郸
	2017 年 6 月	同德堂	80%	49	唐山
	2017 年 7 月	老叻医药	51%	62	秦皇岛
	2017 年 8 月	森众医药	51%	20	保定
	2017 年 8 月	健邦医药	51%	35	邯郸
	2017 年 9 月	盛丰医药	85%	61	唐山
	2017 年 12 月	健康人医药	70%	32	邯郸
	2018 年 5 月	康俊医药	90%	48	唐山
	2018 年 7 月	沙河市顺和大药房	90%	61	邢台
全亿健康	2017 年 1 月	廊坊百和一笑堂	51%	141	廊坊
高济医疗	2014 年 2 月	河北仁泰	90%	111	邯郸

资料来源：公司公告，天眼查，招商证券研究

参考报告：

《零售连锁药店专题报告-处方外流逐步体现，OTC 药品将提价让利》2017/06/25。

《零售连锁药店行业定期报告-分级管理和电子处方试点加速处方外流》2018/04/09。

分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

投资评级定义

公司短期评级

以报告日起 6 个月内，公司股价相对同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

- 强烈推荐：公司股价涨幅超基准指数 20%以上
- 审慎推荐：公司股价涨幅超基准指数 5-20%之间
- 中性：公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间
- 回避：公司股价表现弱于基准指数 5%以上

公司长期评级

- A：公司长期竞争力高于行业平均水平
- B：公司长期竞争力与行业平均水平一致
- C：公司长期竞争力低于行业平均水平

行业投资评级

以报告日起 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

- 推荐：行业基本面向好，行业指数将跑赢基准指数
- 中性：行业基本面稳定，行业指数跟随基准指数
- 回避：行业基本面向淡，行业指数将跑输基准指数

重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。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。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价，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。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。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。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。