



中信建投证券
CHINA SECURITIES

证券研究报告 · 医药行业深度研究

连锁药店：药品销售战略渠道，高速增长确定性强

贺菊颖

hejuying@csc.com.cn

15801668372

执业证书编号：S1440517050001

香港执业证书编号：ASZ591

研究助理：刘若飞

liuruofei@csc.com.cn

发布日期：2019年5月16日

➤ 行业集中度持续提升，处方外流探索加速

我国药店行业现阶段表现：1) 行业增速下降至10%以下；2) 集中度较低，CR10只有21%；3) 连锁率只有52%，连锁企业数量基本稳定；4) 产业资本已经进入整合阶段，资产价格逐步回落，2019H2有望成为合理价格并购落地期；5) 未来在全国药店分类分级管理、打击骗保及整治执业药师“挂证”等高压监管态势下，行业将向规范化前行，助推集中度持续提升。

处方外流探索加速：1) 多省发文搭建处方流转平台；2) 带量采购长期看将加速我国医药分开进程。

➤ 我国药店行业运营指标逐步向好

我国药店行业运行逐步向好：1) 营业效率逐步提高；2) OTC提价+消费升级带动客单价逐步提高；3) 会员消费占比逐步提高，消费黏性增强；4) 行业竞争加剧，盈利周期缩短；5) 品种结构上仍然以非药品为主，规范程度有待提高。

➤ 经营规范，细化管理，集中度提升阶段药店上市公司高增长可期

上市药店标的经营规范，2019年一季度收入、归母净利润、扣非后净利润分别同比增长31.1%、30.6%和29.4%，2019年一季度收入和利润增速达到新高，主要由于并购标的并表及连锁药店成长期门店贡献业绩。全年来看，内生+外延+税改等多方助力下行业有望维持高速增长，广东药店龙头公司全年业绩边际改善明显。

精细化细化管理能力强，未来高速增长可期：1) 经营版图：区域聚焦与全国扩张型各有所长；2) 规模扩张：新店比例高+医保占比低，业绩弹性强；3) 品种结构：中西成药占比逐步提升，龙头受益处方外流；4) 盈利能力：益丰药房盈利能力最强；5) 费用控制：益丰药房、老百姓控费能力强；6) 成本控制：益丰药房人均薪酬仅次于广东药店龙头公司；7) 运营周转：扩张带来存货周转率小幅下降；

➤ 盈利预测与投资评价：

重点推荐益丰药房、老百姓及一心堂；

➤ 风险分析：

并购整合不达预期；药品降价；处方外流进度低于预期；



1 行业集中度持续提升，处方外流探索加速

2 我国药店行业运营指标逐步向好

3 连锁药店龙头公司Q1业绩超预期

4 经营规范，细化管理，集中度提升阶段药店上市公司高增长可期

5 盈利预测与投资评级

6 风险分析



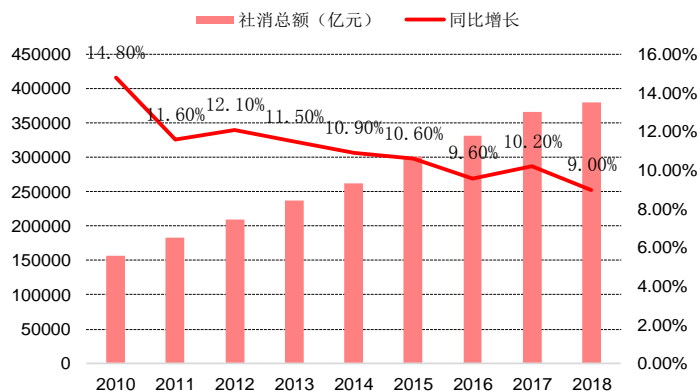
1

行业集中度持续提升，处方外流探索加速

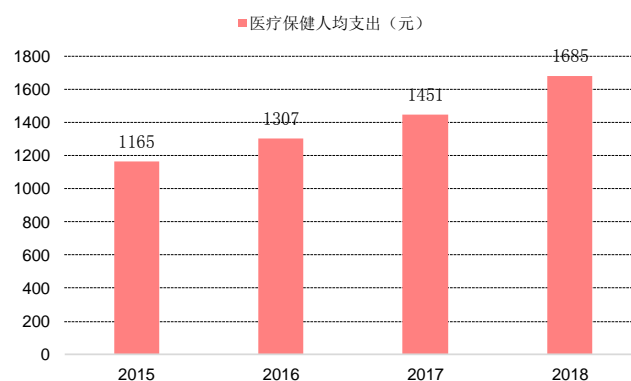


行业现状：规模稳增长，连锁化率逐步提升

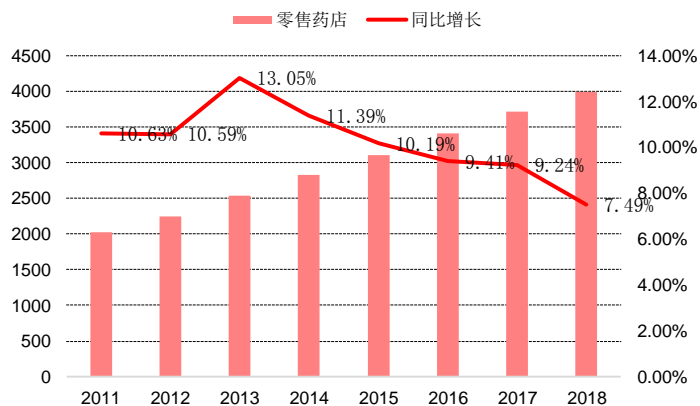
我国社消总额及增速



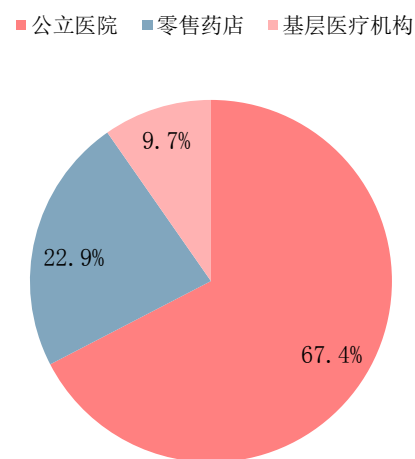
近年我国医疗保健人均支出



我国零售药店行业市场规模



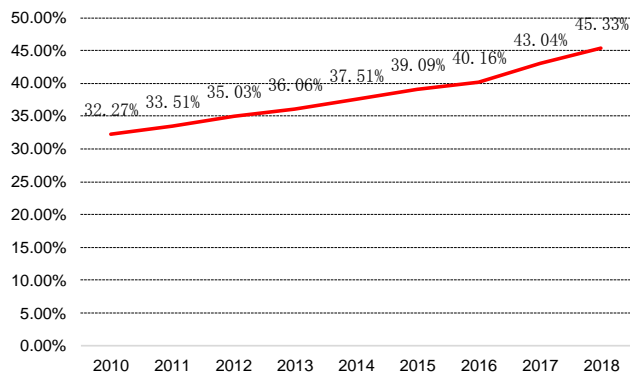
2018年我国三大终端销售占比



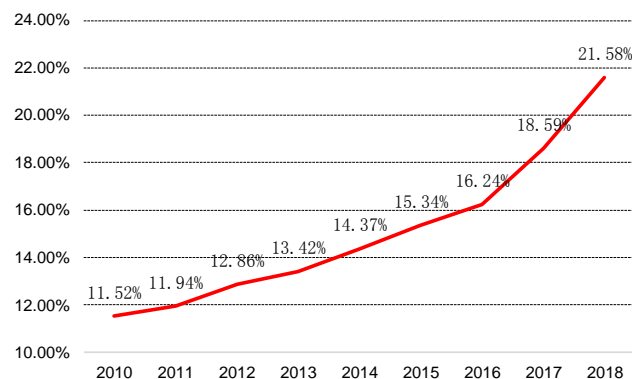
数据来源：国家统计局，NMPA，米内网，中国药店，中信建投证券研究发展部

行业现状：规模稳增长，连锁化率逐步提升

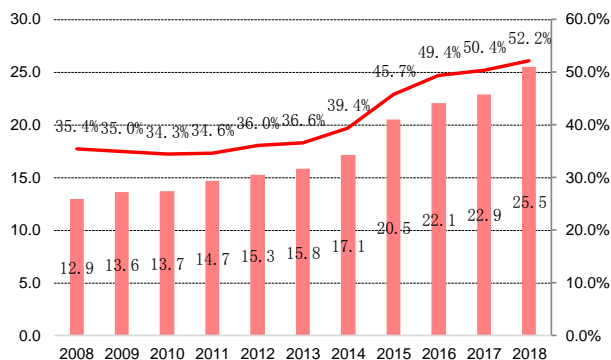
我国药店行业集中度CR100逐步提升



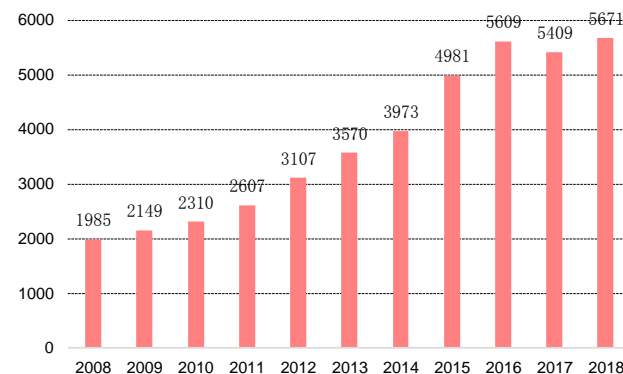
我国药店行业集中度CR10逐步提升



我国连锁药店数量变化



我国连锁药店企业数量变化



数据来源：米内网，中国药店，NMPA，中信建投证券研究发展部



政策助推行业集中度提升

➤ 药店分类分级管理；

1) 药店分类分级的最终结果是行业向规范化前行，将淘汰经营不规范中小连锁及单体药店，带来集中度提升；2) 医保定点药店向高等级药店倾斜，同时高等级药店有望率先获得门诊慢、特病统筹医保资质，率先推动门诊慢、特病药品的处方外流，加速我国处方外流整体进程；3) 实行网上集中审方的连锁药店企业三类门店可视为配有1名执业药师，减少了连锁药店企业的执业药师数量需求，降低了连锁药店企业的经营负担；

➤ 打击骗保，举报不合规医保行为；

2018年9月起，国家医保局会同有关部门联合开展打击欺诈骗取医疗保障基金专项行动，截至2018年末，各地共检查定点医药机构27.20万家，查处违约违规违法机构6.63万家，其中解除医保协议1284家、行政处罚1618家、移交司法机关127家。截至2018年末，共追回医保资金10.08亿元。医保资金监管趋严推动行业向规范化前行，在合规经营的前提下，大型连锁药店竞争优势明显；

➤ 整治执业药师“挂证”；

整治工作将有力打击药品零售行业违法违规现象，尤其中小连锁及单体药店考虑经营成本往往是不规范现象的重灾区，本次整治工作将进一步加大中小连锁及单体药店经营压力，有望加快行业集中度的提升速度；



产业资本涌入后，资产价格即将迎来降温

产业资本大举并购入场，资产价格直线上升

- ✓ **高瓴系**：资金量大、出价高、不对赌通过合资、参股、控股、全资收购等方式展开整合。截至2018年10月，高济医疗下属分子公司合计销售额已经达到265.9亿元，进入了中国21个省及直辖市，全国范围内有门店11610家；
- ✓ **基石系**：旗下设立全亿健康，目前控制药店超过2000家，控制零售规模近100亿元；
- ✓ **华泰系**：多种合作方式整合中型连锁企业，估计控制零售企业规模合计超过30亿元；
- ✓ **大摩系**：参股区域龙头连锁药店，已投资广东药店龙头公司、贵州一树、石家庄新兴药房，参股零售规模过100亿元；
- **老百姓并购PS介于0.8-1.69、益丰药房并购PS介于0.68-1.78、一心堂并购PS介于0.45-1.36**
- ✓ **产业资本止步并购**：2018Q4开始以高济医疗为首的产业资本由大举并购转向经营整合，一级市场买家以大型连锁药店为主，并购价格开始回落；
- ✓ **预计2019H2是合理价格并购落地期**：截至5月，大型连锁药店并购谈判价格基本回落至1-1.2左右，鉴于标的公司接受报价需要窗口期，预计2019H2将是合理价格并购落地期；



多省发文，处方外流探索加速

✓ 截至2019年5月，已有多省市发文搭建处方流转系统或机制，推动处方外流，包括甘肃、广西、四川、辽宁、江西、重庆、贵州、湖南、宁夏、海南、青海。

省份	时间	文件	要点
甘肃	2018/8/6	关于促进“互联网+医疗健康”发展的实施意见	对线上开具的常见病、慢性病处方，经药师审核后，医疗机构允许处方流转至药品经营企业或委托符合条件的第三方机构配送
广西	2018/9/21	广西促进“互联网+医疗健康”发展实施方案	推广处方流转平台,发展药品配送中心，支持医院、药品生产企业、药品流通企业、药店、符合条件的第三方机构共同参与处方流转、药品物流配送
四川	2018/11/15	关于促进“互联网+医疗健康”发展的实施意见	推动区域电子处方平台建设，联通符合条件的药品经营企业(含社会零售药店)，构建医师开方、药师审核、企业配药、物流配送或就近取药新型服务模式
辽宁	2018/11/20	《辽宁省促进“互联网+医疗健康”发展实施方案》	推广处方流转平台,发展配送中心，支持医院、药品生产流通企业、药店、符合条件的第三方机构共同参与处方流转、药品物流配送
江西	2018/11/23	关于推进“互联网+医疗健康”发展的实施意见	开展处方流转信息平台建设，针对常见病、慢性病处方,实现患者、符合条件的配送企业、药品流通企业、医疗机构之间处方信息的有效流转
重庆	2018/12/12	重庆市加快“互联网+医疗健康”发展行动计划(2018-2020年)	探索建立电子处方信息共享流转机制，零售药店试行凭电子处方销售处方药
贵州	2018/12/18	关于促进“互联网+医疗健康”发展的实施意见(征求意见稿)	将规范电子处方流转,在互联网医疗监管平台有效监管下，对线上开具的常见病、慢性病处方,经药师审核后，医疗机构允许处方流转至符合条件的药品经营企业或委托符合条件的第三方机构配送
湖南	2019/1/19	关于促进“互联网+医疗健康”发展的实施意见	建设处方流转和监管系统，推进医疗机构处方信息与药品零售消费信息互联互通、实时共享,对线上开具的常见病、慢性病处方，经药师审核后,医疗机构、药品经营企业可委托符合条件的第三方机构配送构建区域审方和流转机制
宁夏	2019/2/12	宁夏回族自治区“互联网+医疗健康”示范区建设规划(2019年—2022年)	推进医疗卫生机构处方信息和药品零售消费信息互联互通，实现常见病、慢性病线上处方经专业医师审核后，医疗机构、药品经营企业委托第三方机构配送处方所列药品服务机制。到2022年，实现全区药品配送有效监管站式服务和家门口取药
海南	2019/3/4	海南省促进“互联网+医疗健康”发展实施方案	探索建立全省统一的处方流转系统，构建医疗机构医师电子开方、药师电子审方、药品零售企业配药、物流送药上门或患者就近便捷取药的药事服务新模式
青海	2019/3/6	关于青海省促进“互联网+医疗健康”发展的实施意见	探索在医联体、医共体内建立审方中心。对线上开具的常见病和慢性病处方等，经药师审核后，允许医疗机构和药品经营企业委托符合条件的第三方机构进行配送。探索医疗机构处方信息与药品零售消费信息互联互通、实时共享,建立完整的药品配送银

数据来源：根据公开资料整理，中信建投证券研究发展部

带量采购提升工商企业合作度

- **带量采购大幅降低医疗端药品价格**：2018年11月14日中央全面深化改革委员会通过《国家组织药品集中采购试点方案》，方案在北京、上海等11个城市进行试点，涉及31个指定规格的采购品种；

我们认为：

- ✓ 带量采购大幅降低医疗渠道药品价格，短期对药店端影响有限，长期来看处方药价格体系将会向医院端靠拢；
- ✓ 集采品种主要是引流品种，随着未来处方外流集采品种可以为公司带来更多的客流量；
- ✓ 集采品种虽然中标价降低，但是工业企业更加重视零售渠道，将给予相应的药事服务费、配送费等优惠，药店端仍然可以保障一定的毛利率；
- ✓ 随着带量采购带来药企的洗牌，未来工业端大量小企业将逐步淘汰，带量采购将促进品牌工业企业与零售药店的合作力度；
- ✓ 长期来看，在医改零差率的背景下，带量采购成功实施有望改变医生行为，推动处方外流进程；

以一心堂经营数据为例，带量采购品种目前影响有限

年度	中标品种销售占比	中标品种毛利率	中标品种同类产品毛利率	中标品种通用名商品毛利率
2016年	0.63%	12.33%	11.13%	11.37%
2017年	0.69%	10.52%	14.26%	13.52%
2018年	0.69%	12.02%	12.40%	12.34%



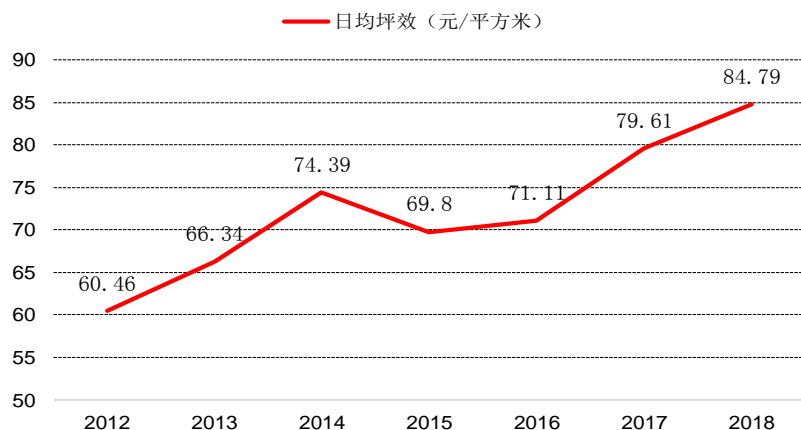
2

我国药店行业运营指标逐步向好

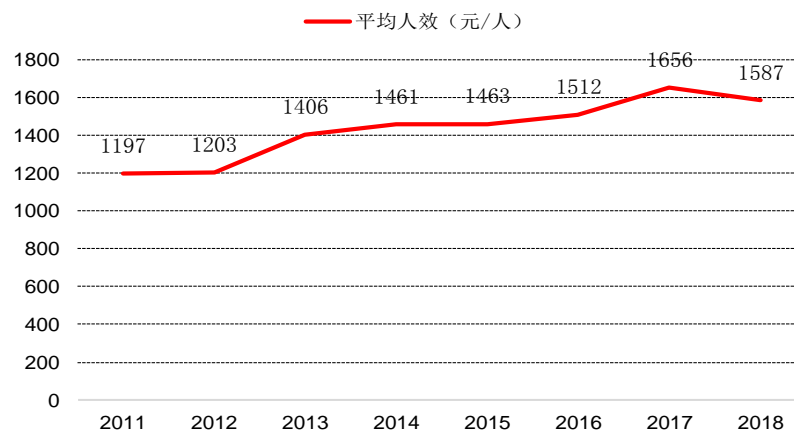


营业效率逐步提高

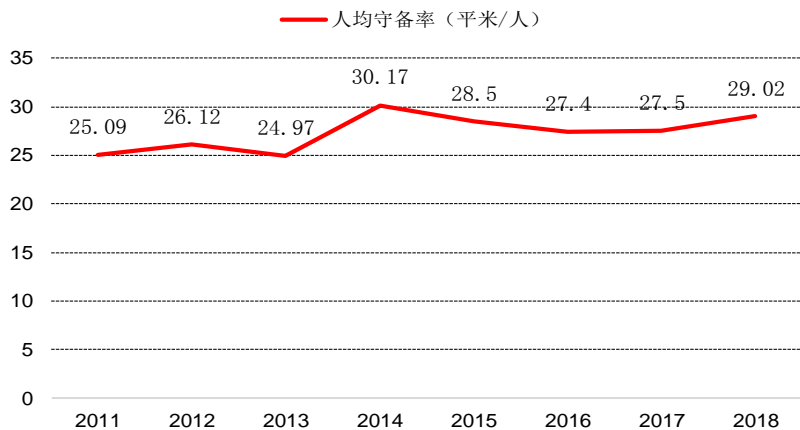
坪效逐年提高



2018年人效小幅下滑



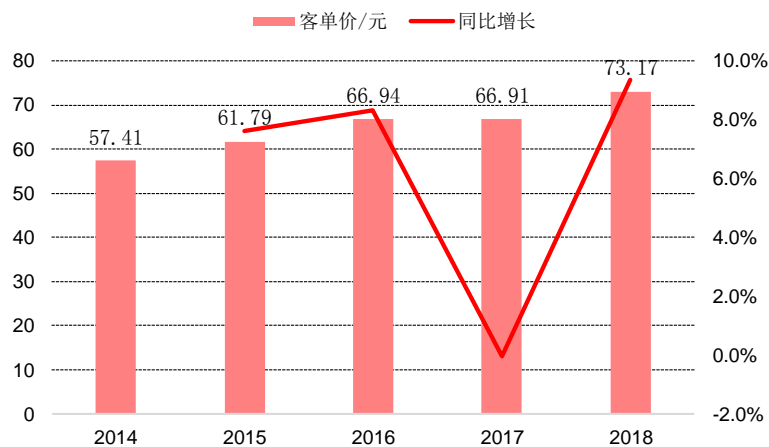
人均守备率逐年提高



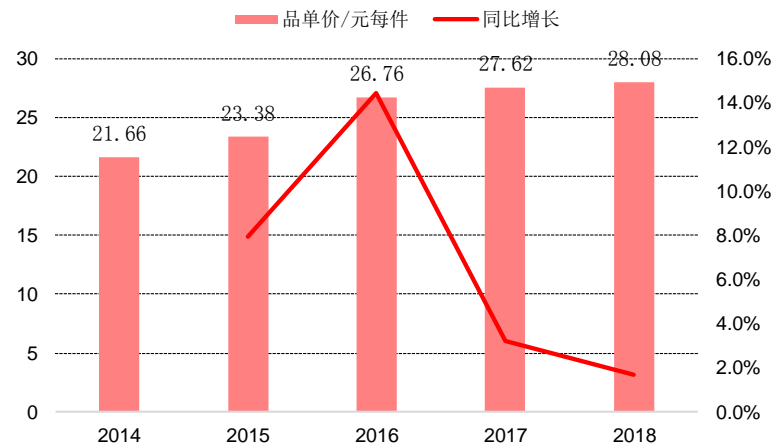


OTC提价+消费升级带动客单价逐步提高

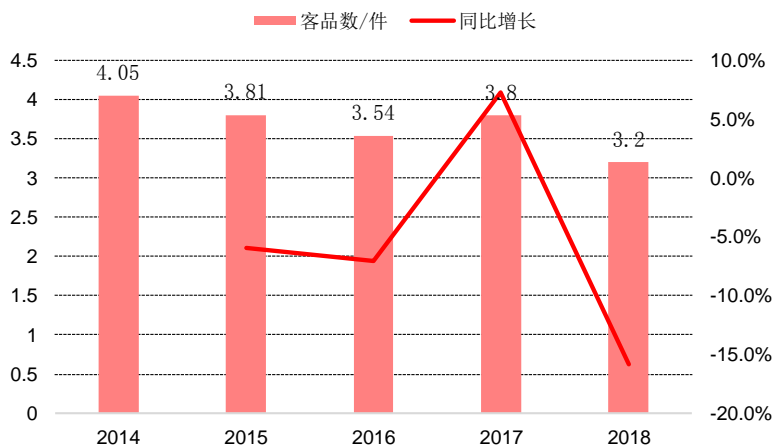
客单价逐年提高



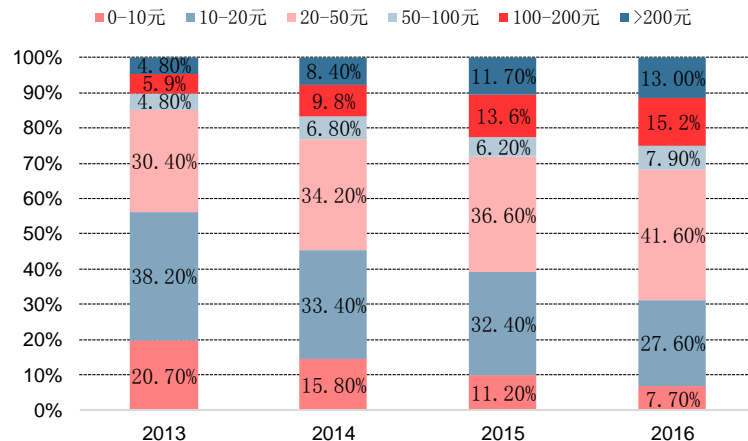
品单价逐年提高



客品数小幅下降



高价药品销售占比逐步提高

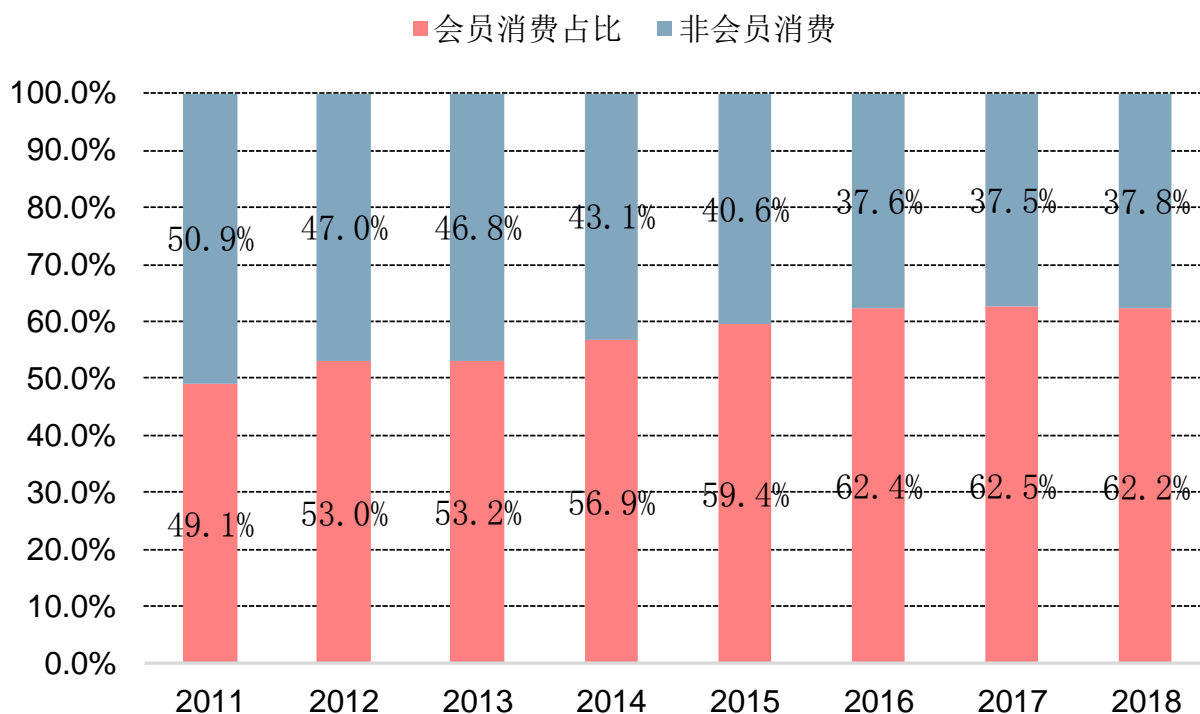


数据来源：中国药店，中康CMH，中信建投证券研究发展部



会员消费占比逐步提高，消费黏性增强

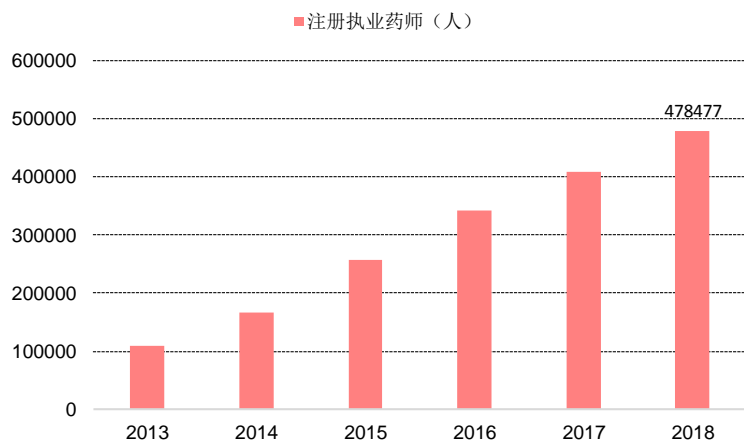
会员消费占比趋于稳定



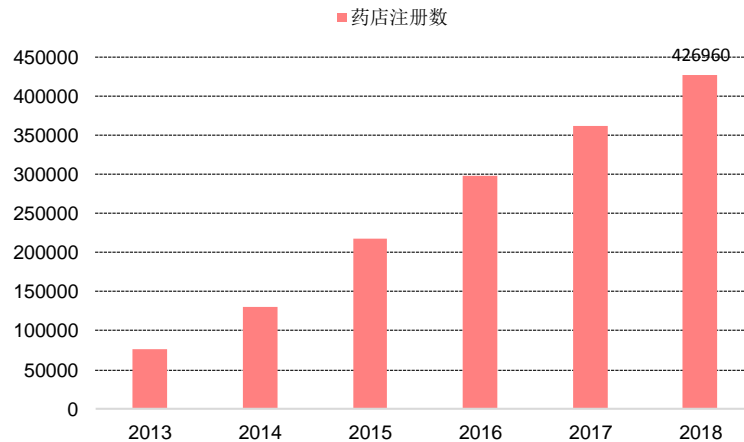


执业药师配置率稳步上升

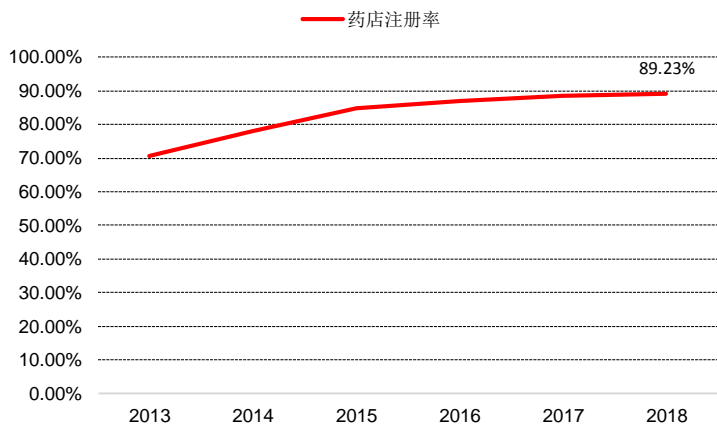
注册执业药师人数逐年升高



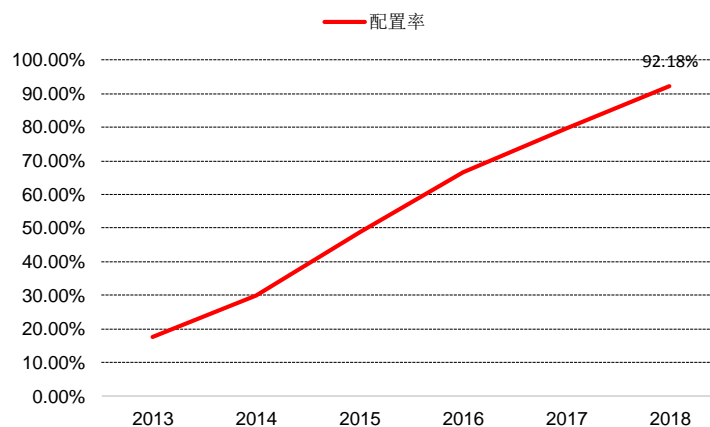
注册在药店执业药师数量逐年升高



执业药师药店注册率稳步提升



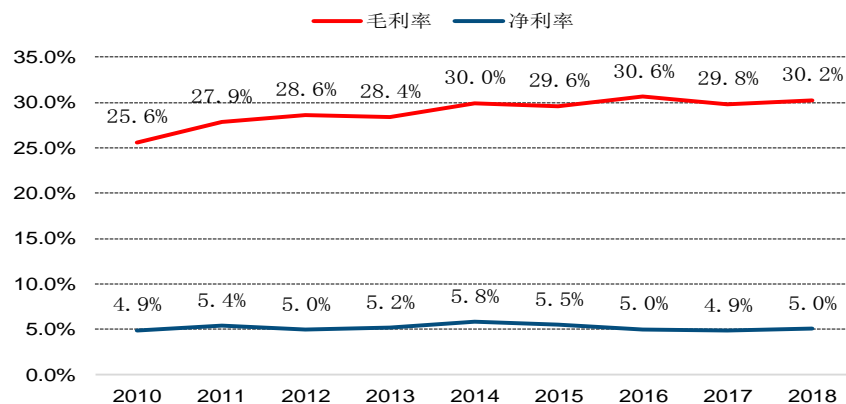
药店执业药师配置率突破90%



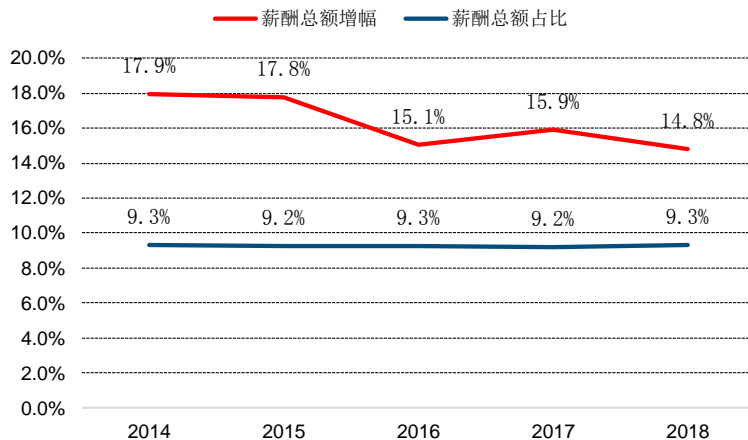


员工流失率下降，盈利能力稳定

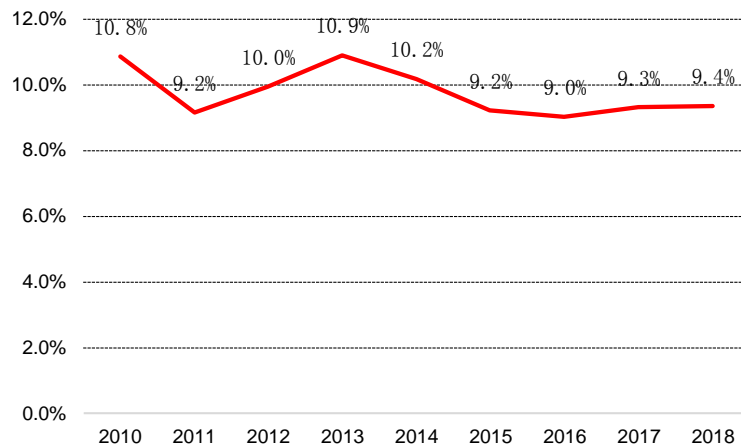
毛利率、净利率基本稳定



员工薪酬增速小幅下滑，薪酬占比稳定



员工流失率基本稳定



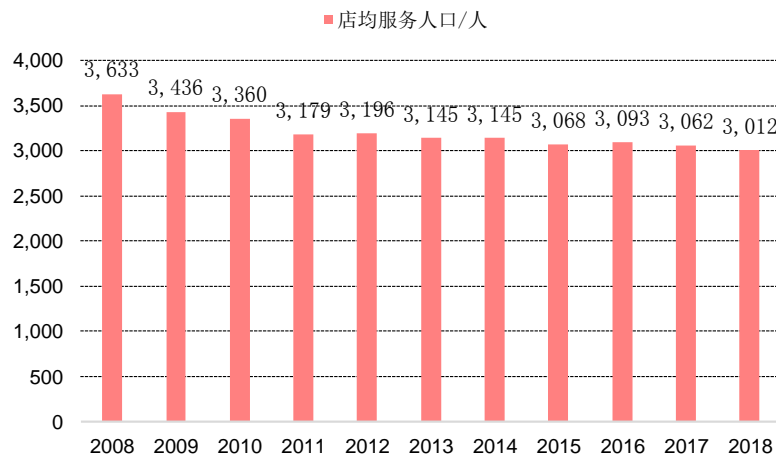


行业竞争加剧，盈利周期缩短

近年我国零售药店发展情况概要

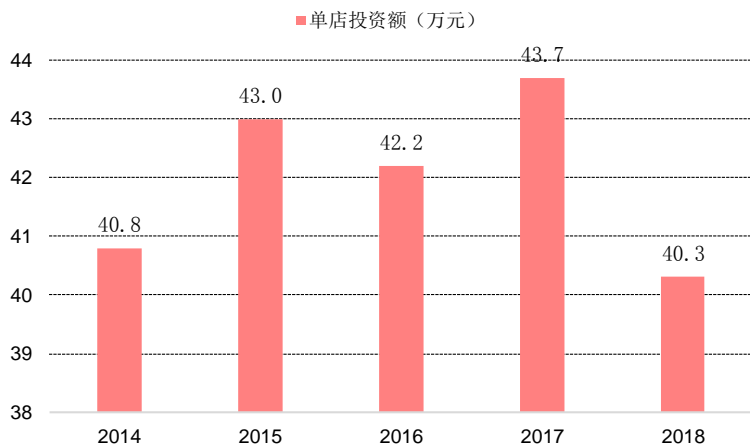
年份	零售药店/万家	增速	连锁企业/家	增速	连锁门店/万家	增速	单体药店/万家	增速	连锁率
2008	36.56	5.99%	1985	7.12%	12.93	6.84%	23.62	5.53%	35.38%
2009	38.84	6.24%	2149	8.26%	13.58	4.96%	25.26	6.94%	34.95%
2010	39.91	2.75%	2310	7.49%	13.71	0.97%	26.2	3.71%	34.35%
2011	42.38	6.19%	2607	12.86%	14.67	7.03%	27.71	5.76%	34.62%
2012	42.37	-0.02%	3107	19.18%	15.26	4.01%	27.11	-2.14%	36.01%
2013	43.27	2.11%	3570	14.90%	15.82	3.71%	27.44	1.21%	36.57%
2014	43.49	0.52%	3973	11.29%	17.14	8.33%	26.35	-3.98%	39.42%
2015	44.81	3.02%	4981	25.37%	20.49	19.52%	24.32	-7.71%	45.73%
2016	44.7	-0.23%	5609	12.61%	22.07	7.72%	22.63	-6.92%	49.37%
2017	45.4	1.56%	5409	3.57%	22.9	3.76%	22.5	-0.59%	50.44%
2018	48.9	7.71%	5671	4.84%	25.5	11.35%	23.4	4.00%	52.15%

店均服务人口逐步下降

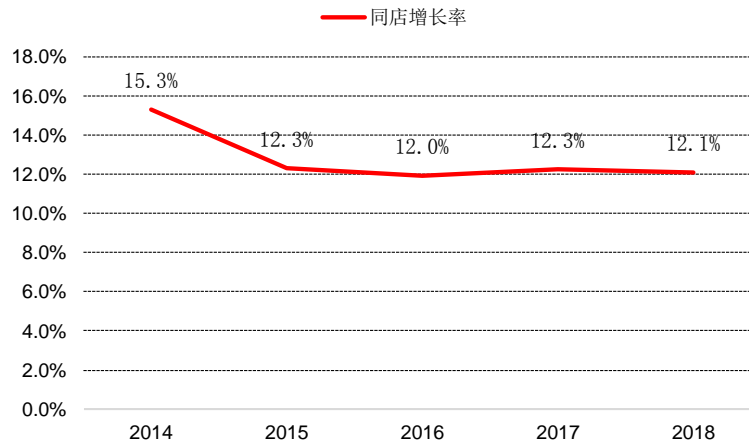


行业竞争加剧，盈利周期缩短

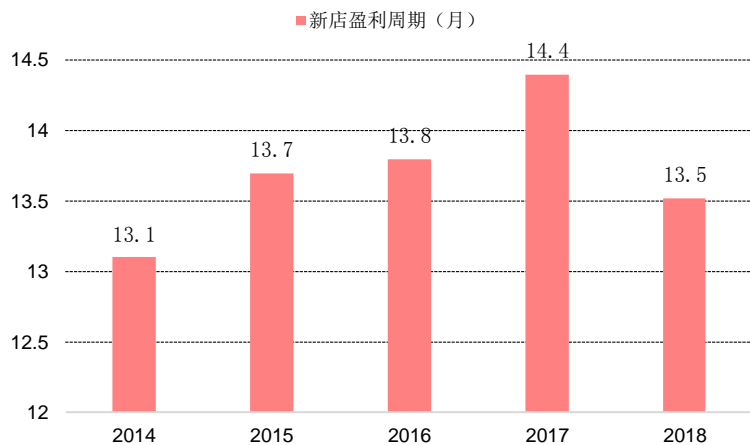
单店投资额小幅下降



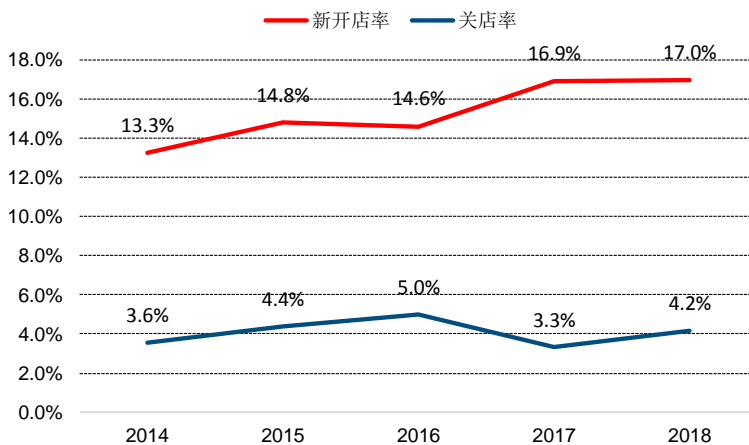
同店增长率基本稳定



新店盈利周期缩短



新开店扩张加速，关店率基本平稳

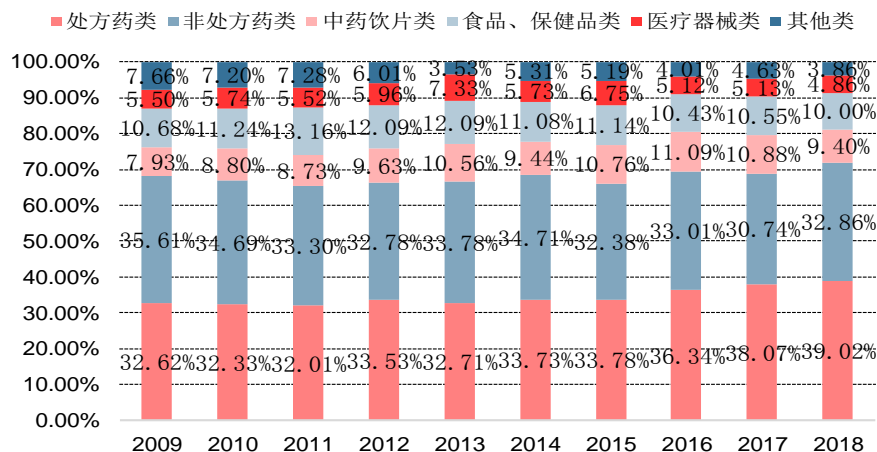


数据来源：中国药店，中信建投证券研究发展部

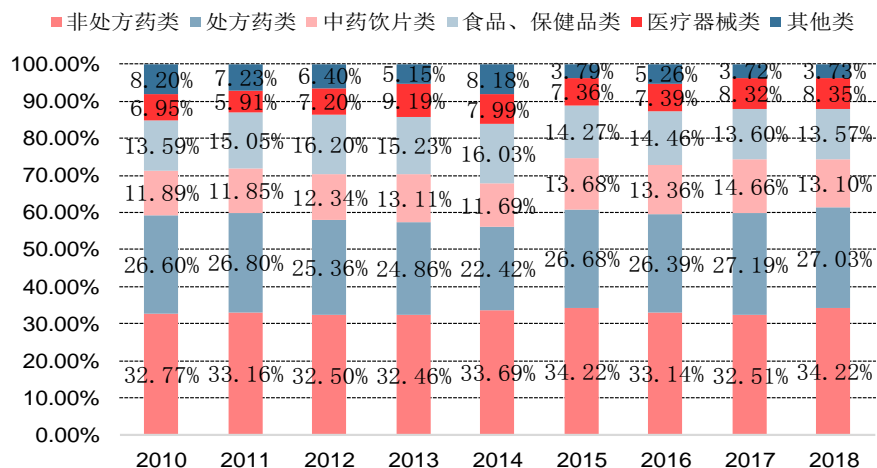


品种结构：仍然以非药品为主，规范程度有待提高

品种结构-收入占比



品种结构-利润占比



数据来源：中国药店，中信建投证券研究发展部



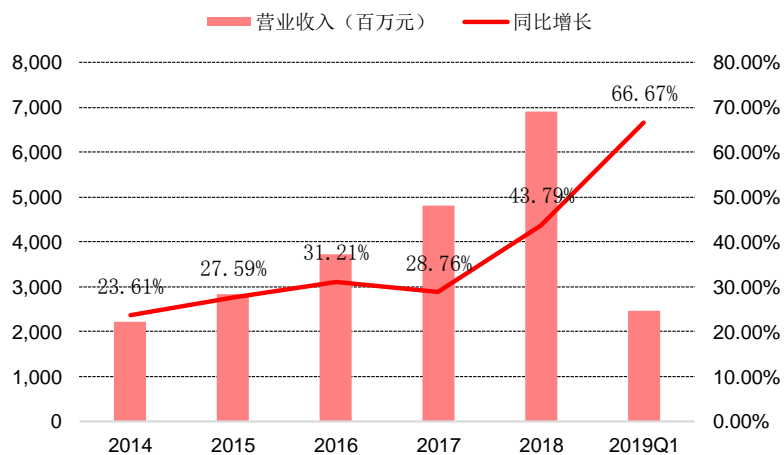
3

连锁药店龙头公司Q1业绩超预期

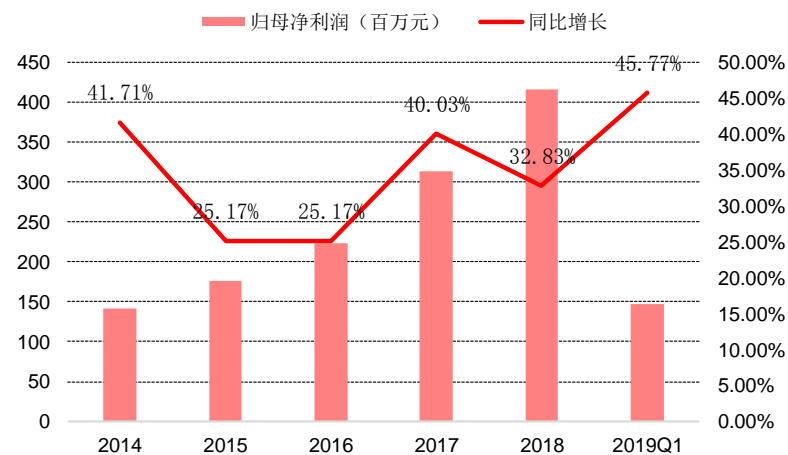


益丰药房业绩增速达历史新高

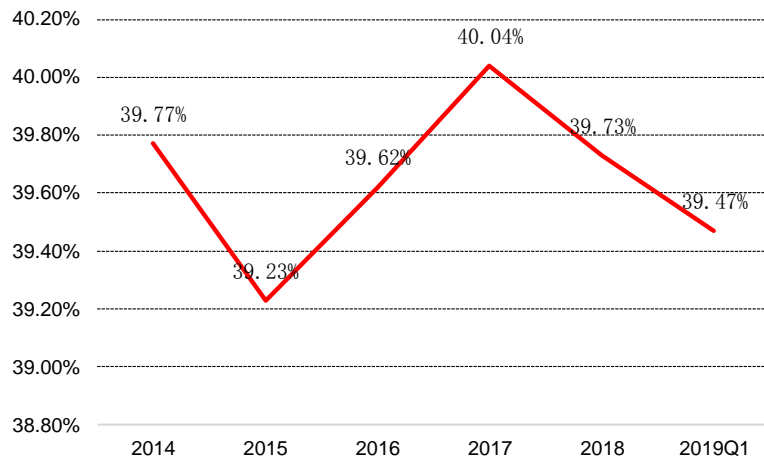
益丰药房近年营收及增速



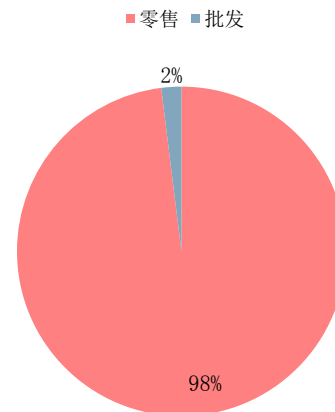
益丰药房近年归母净利润及增速



益丰药房近年综合毛利率



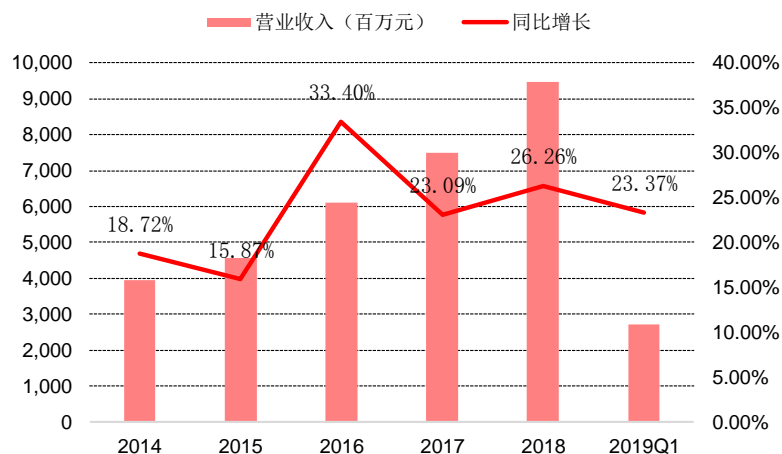
益丰药房2018年收入构成 (分行业)



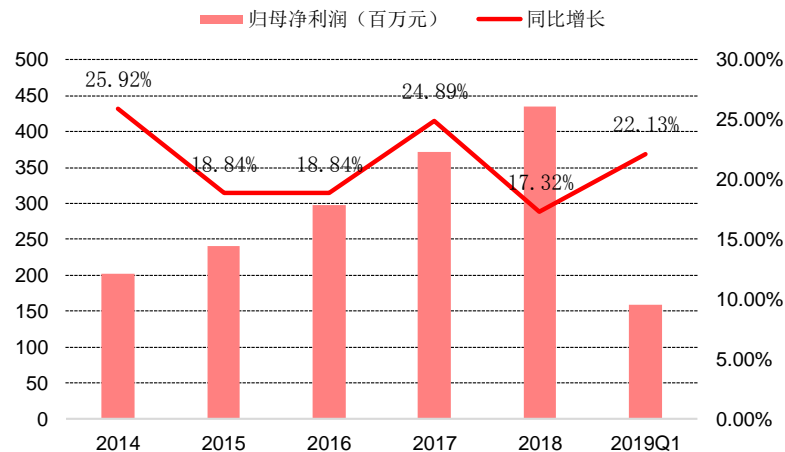


老百姓业绩稳健增长

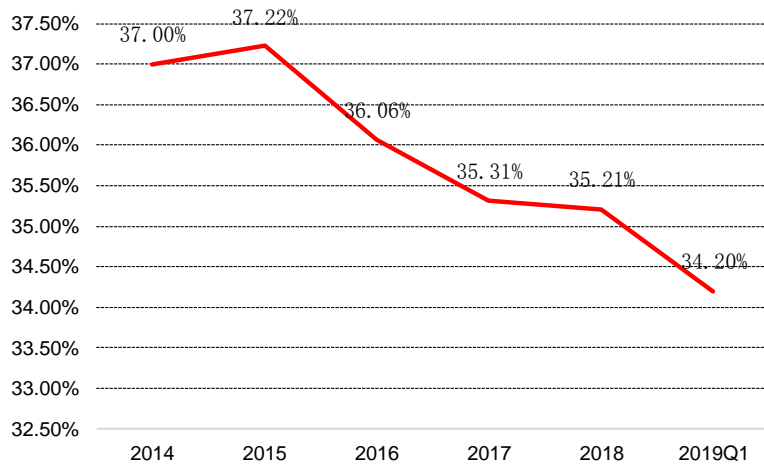
老百姓近年营收及增速



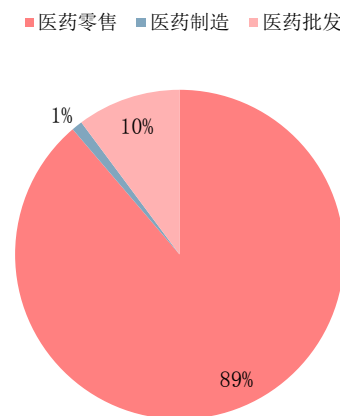
老百姓近年归母净利润及增速



老百姓近年综合毛利率



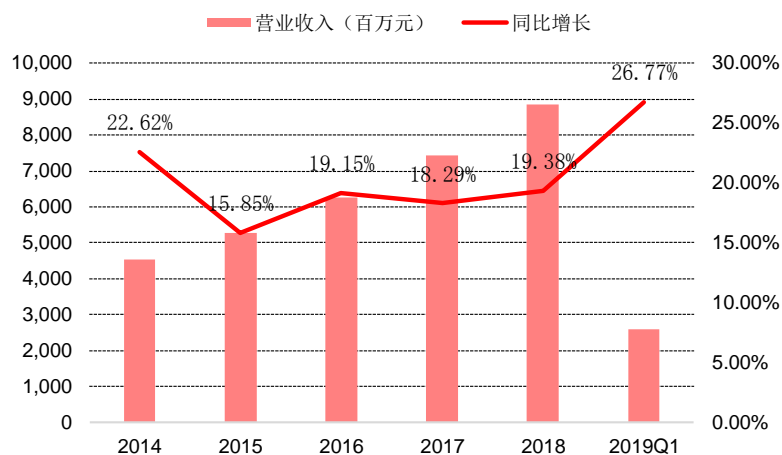
老百姓2018年收入构成 (分行业)



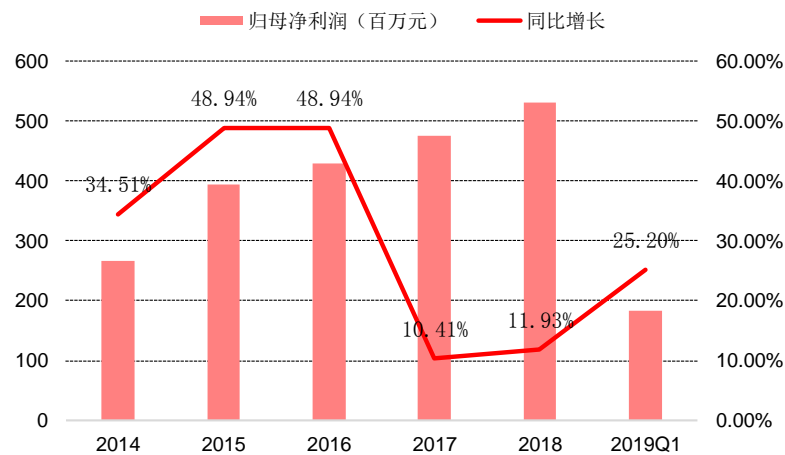


广东药店龙头公司业绩增速达历史新高

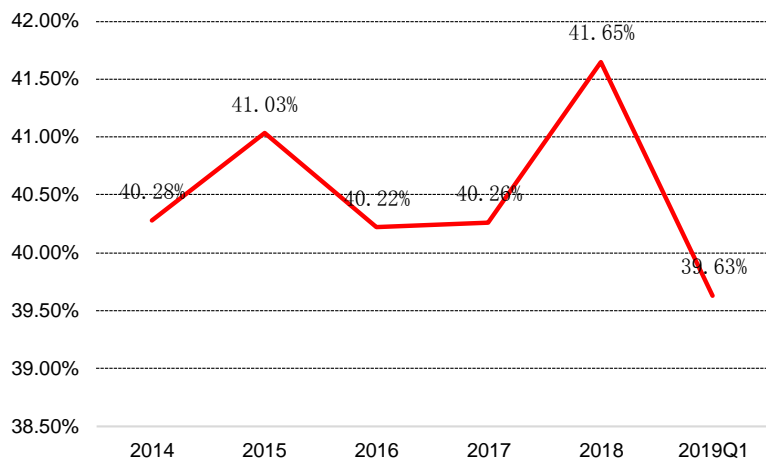
广东药店龙头公司近年营收及增速



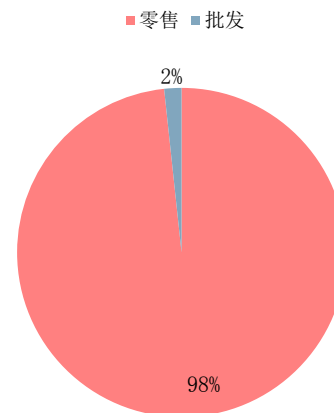
广东药店龙头公司近年归母净利润及增速



广东药店龙头公司近年综合毛利率



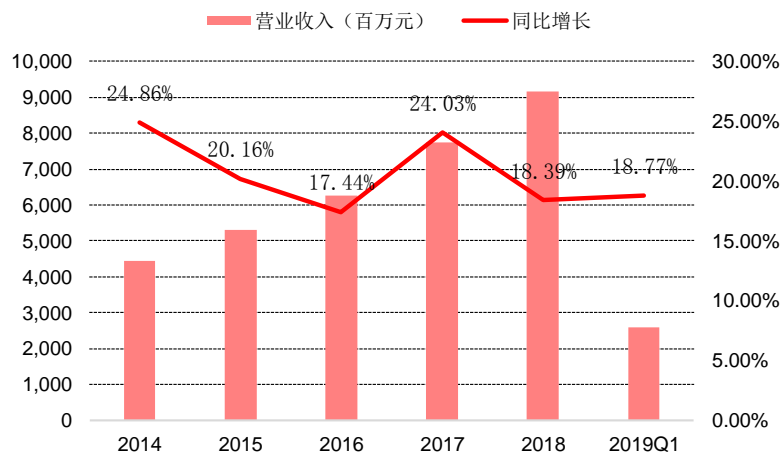
广东药店龙头公司2018年收入构成 (分行业)



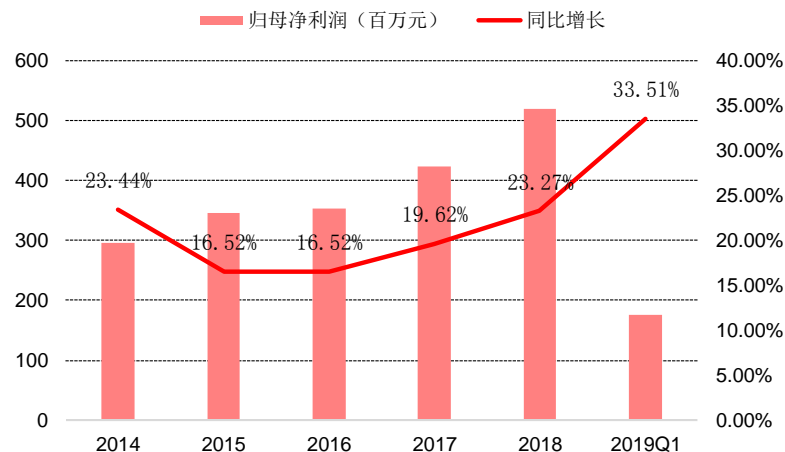


一心堂业绩维持高速增长

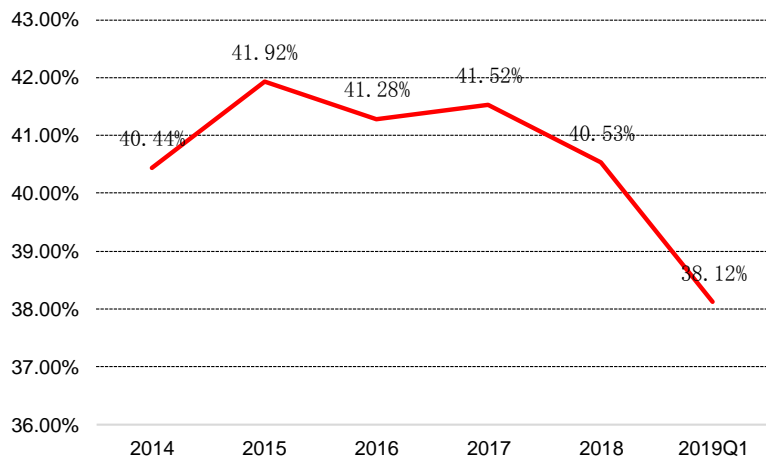
一心堂近年营收及增速



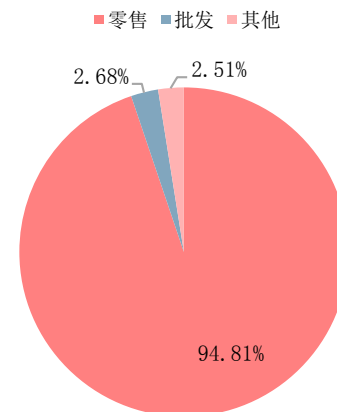
一心堂近年归母净利润及增速



一心堂近年综合毛利率



一心堂2018年收入构成 (分行业)





益丰药房业绩点评

新兴药房

- **业绩承诺**：2018-2020年归母净利润不低于6500万元、8450万元以及9950万元；
- **2018年**：2018年度经审计扣非归母净利润为6391万元，低于承诺数109万元，业绩承诺完成率为98.33%，主要由于门店扩张费用投入拖累当期业绩；
- **整合情况**：进度符合预期，毛利率已提升2%，未来仍有5%-6%毛利率提升空间；

2018年

- **业绩**：实现营业收入、归母净利润和扣非后净利润分别为69.13亿元、4.16亿元和3.82亿元，分别同比增长43.79%、32.83%和23.53%；
- **并购**：贡献收入端增速在15%左右（其中，新兴贡献8-9%），扣除利息利润端增速贡献在7%左右（其中，新兴扣除总部利息费用贡献5%）；
- **内生**：贡献收入端增速在28%左右，利润端增速贡献在25%左右；

2019年Q1

- **业绩**：实现营业收入、归母净利润和扣非后净利润分别为24.69亿元、1.47亿元和1.42亿元，分别同比增长66.67%、45.77%和47.98%；
- **并购**：贡献收入端增速在36%左右（其中，新兴19%），扣除利息利润端增速贡献在19%左右（其中，新兴扣除总部利息费用贡献10%）；
- **内生**：贡献收入端增速在30%左右，利润端增速贡献在26%左右；
- **业绩超预期**：并购并表，费用Q4处理小部分；



老百姓业绩点评

2018年

- **业绩**：实现营业收入、归母净利润和扣非后净利润分别为94.71亿元、4.35亿元和4.16亿元，分别同比增长26.26%、17.32%和20.22%；
- **并购**：贡献收入端增速9~10%；
- **内生**：贡献收入端增速9~10%，其中可比店增长大概是5~6%；
- **加盟店**：加盟所带来的分销贡献收入端增速约5%；

2019年Q1

- **业绩**：实现营业收入、归母净利润和扣非后净利润分别为27.27亿元、1.59亿元和1.46亿元，分别同比增长23.37%、22.13%和16.01%；
- **并购**：贡献收入端增速5~6%；
- **内生**：贡献收入端增速10~12%，其中可比店增长大概是6%；
- **加盟店**：加盟所带来的分销贡献收入端增速约8%；
- **业绩点评**：Q1扣非增速仅为16.01%，主要由于2018Q1扣非归母净利润基数较高及2019Q1并购并表有所减少有关；



一心堂业绩点评

2018年

- **业绩**：实现营业收入、归母净利润和扣非后净利润分别为91.76亿元、5.21亿元和5.08亿元，分别同比增长18.39%、23.27%和30.74%；
- **税改**：小规模纳税人利润端Q4贡献2000万左右，对应贡献增速在5%左右；
- **内生**：贡献收入端增速在18%，利润端增速贡献在18%左右；

2019年Q1

- **业绩**：实现营业收入、归母净利润和扣非后净利润分别为25.88亿元、1.75亿元和1.72亿元，分别同比增长18.77%、33.51%和30.50%；
- **税改**：小规模纳税人利润端Q1贡献2000万左右，对应贡献增速在15%左右，全年预计贡献8000万左右利润增量；
- **内生**：贡献收入端增速在25%左右，利润端增速贡献在18%左右；
- **业绩超预期**：内生+小规模纳税人改革带来利润增量；



小规模纳税人及增值税降税全年贡献利润估算

小规模纳税人及增值税降税对药店2019年业绩贡献估算

	小规模纳税人	增值税降税
益丰药房	约3600万	约2400万
老百姓	约3000万	考虑让利
广东药店龙头公司	约2200万	约2800万
一心堂	约8000万	考虑让利



4

经营规范，细化管理，集中度提升阶段药店上市公司高增长可期



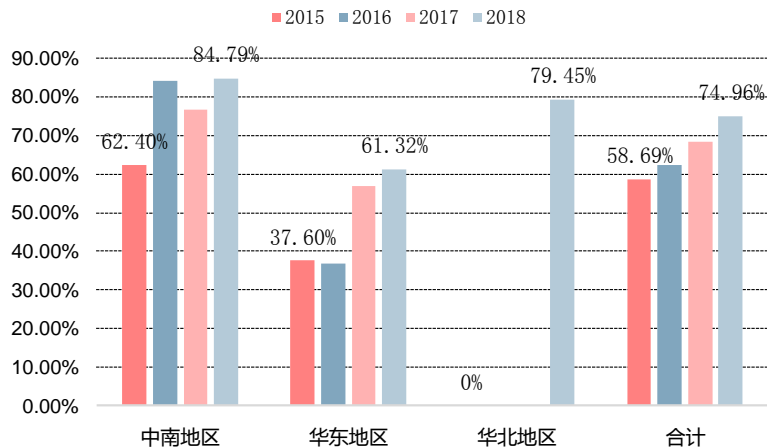
经营版图-区域聚焦，打造区域领先优势是未来战略方向

益丰药房门店布局

门店数量	2015	2016	2017	2018	2019Q1
中南地区	559	813	1,146	1,633	1,724
华东地区	506	699	833	1,482	1,722
华北地区	0	0	0	496	512
直营门店合计	1065	1512	1979	3611	3958
直营门店合计增速		42.0%	30.9%	82.5%	9.6%
加盟店	0	23	80	169	212

- 中南：湖南省、湖北省、广东省；
- 华东：上海、江苏省、江西省、浙江省；
- 华北：河北省、北京；
- 经营版图共计9省

益丰药房医保门店资质仍有空间，具备日业绩弹性

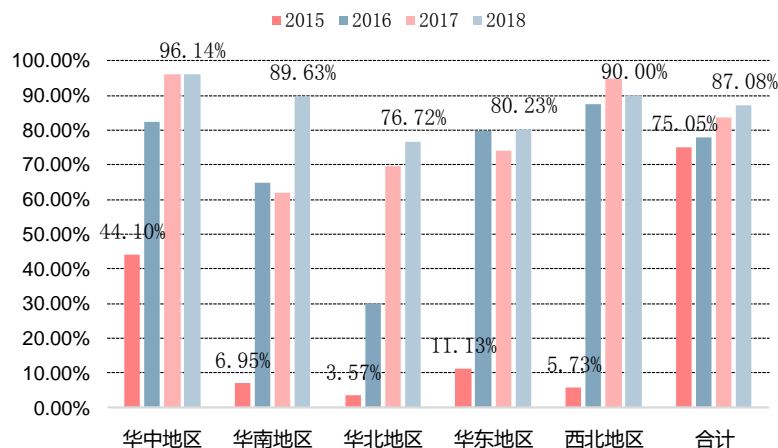


老百姓门店布局

门店数量	2015	2016	2017	2018	2019Q1
华中地区	727	822	886	1,037	1,058
华南地区	147	165	223	299	331
华北地区	134	116	368	421	428
华东地区	372	429	577	1052	1148
西北地区	103	306	380	480	501
门店合计	1,483	1,838	2,434	3,289	3,466
门店合计增速		23.9%	32.4%	35.1%	5.4%
加盟店	0	0	299	575	749

- 华中：湖南省、湖北省、江西省、河南省；
- 华南：广东省、广西省；
- 华北：北京市、天津市、河北省、内蒙古自治区；
- 华东：浙江省、上海市、安徽省、江苏省、山东省；
- 西北：陕西省、甘肃省、宁夏回族自治区、四川省；
- 经营版图共计19省（2019年开始进行区域聚焦式发展）

老百姓医保门店资质稳步提升





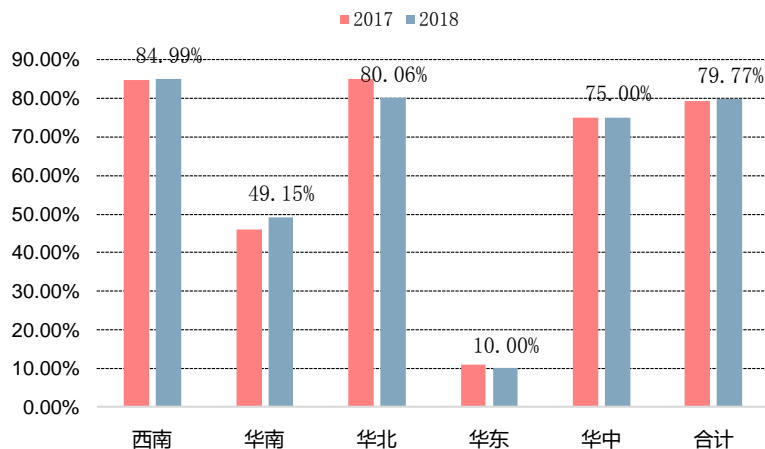
经营版图-区域聚焦，打造区域领先优势是未来战略方向

一心堂门店布局

门店数量	2016	2017	2018	2019Q1
云南省	2,777	3,201	3,559	3,703
广西省	334	515	544	570
贵州省	153	174	206	215
四川省	285	576	678	712
山西省	209	228	324	333
重庆市	140	160	193	204
海南省	158	188	225	238
其他	29	24	29	30
门店合计	4,085	5,066	5,758	6,005
门店合计增速		24.0%	13.7%	4.3%
加盟店	0	0	0	0

- 西南：云南、四川、重庆、贵州；华南：广西、海南；
- 华北：山西、天津；华东：上海；华中：河南；
- 经营版图共计10省

一心堂医保门店资质稳步提升

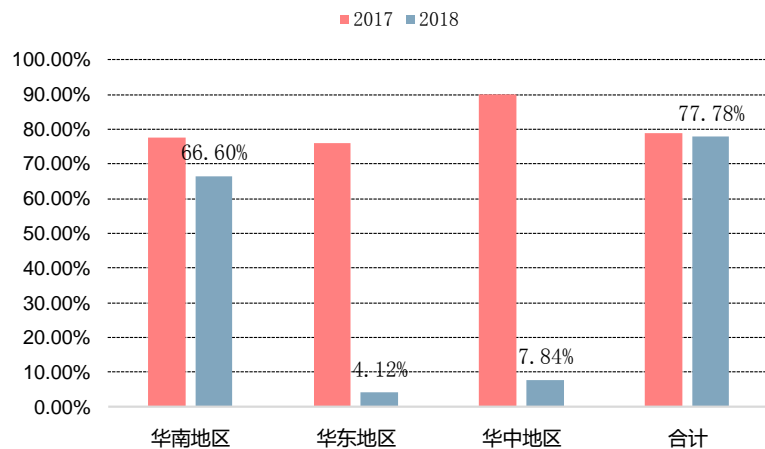


广东药店龙头公司门店布局

门店数量	2015	2016	2017	2018	2019Q1
华南地区	1,655	2,113	2,600	3,265	3,376
华东地区	51	91	50	221	225
华中地区	100	205	302	394	408
门店合计	1,806	2,409	2,952	3,880	4,009
门店合计增速		33.4%	22.5%	31.4%	3.3%
加盟店	0	0	0	0	13

- 华南：广东省、广西省；
- 华中：河南省；
- 华东：江西省、浙江省、福建省；
- 经营版图共计6省

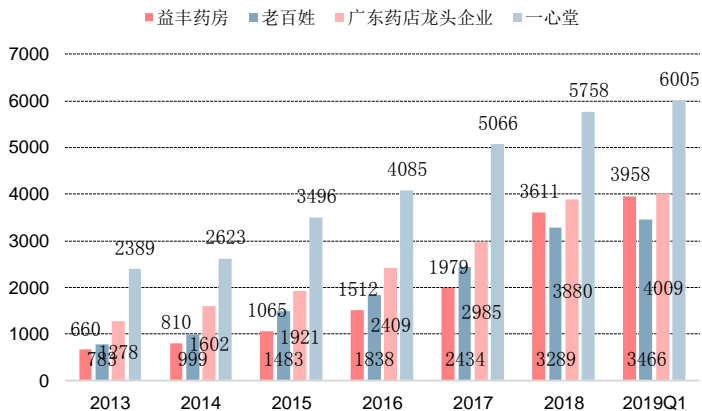
广东药店龙头公司医保门店仍有提升空间



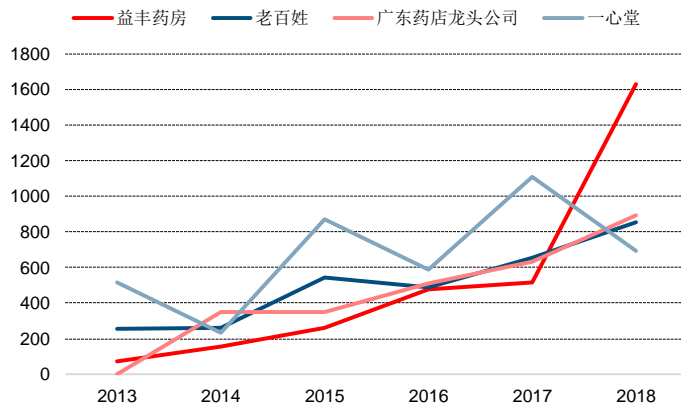


规模扩张-新店比例高+医保占比低，业绩弹性强

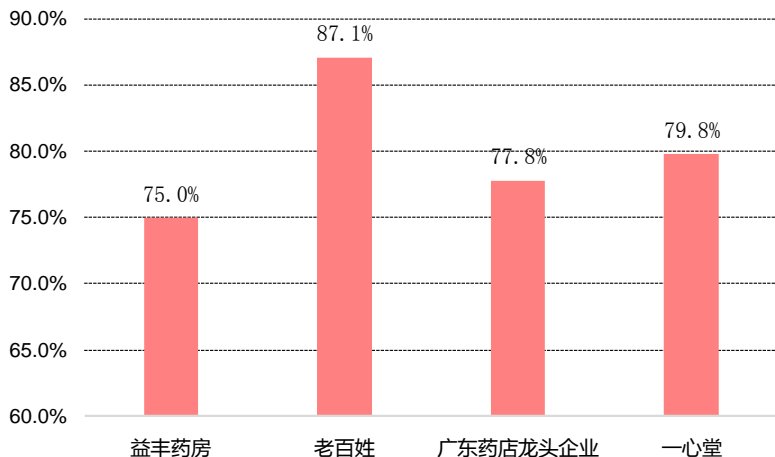
四大连锁门店数量变化



净增门店数量益丰药房逐年攀升位居首位



2018年医保店占比中益丰药房最低



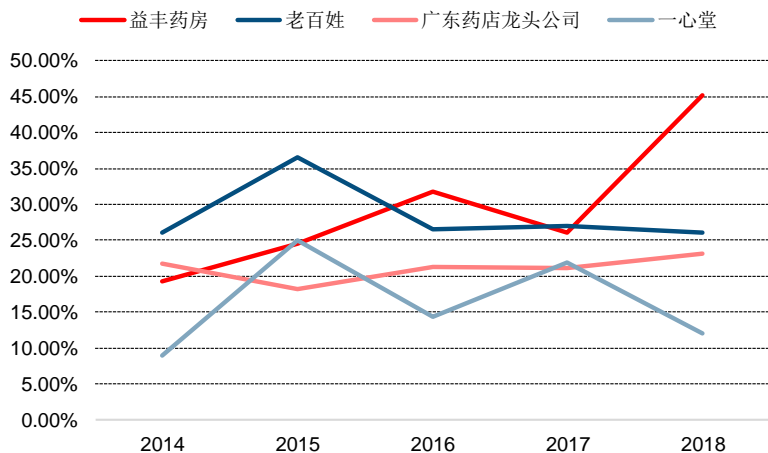
近年四大连锁净增门店数量

	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019Q1
益丰药房	70	156	262	480	516	1632	347
老百姓	257	260	543	488	657	855	177
广东药店龙头公司	0	348	350	512	633	895	129
一心堂	517	234	873	589	1110	692	247

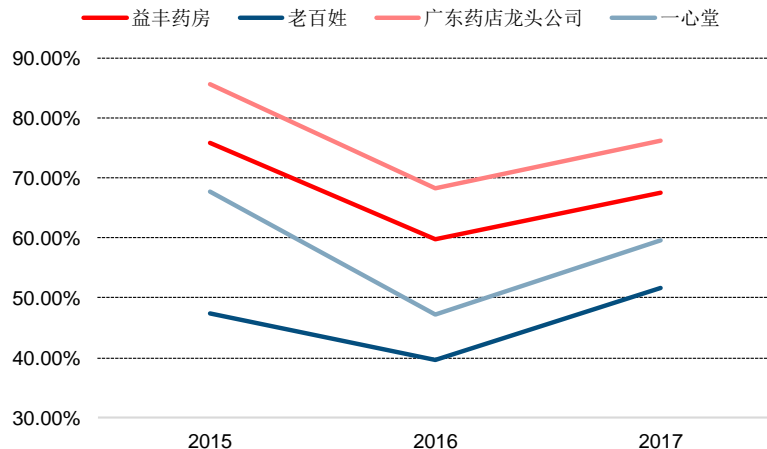


规模扩张-新店比例高+医占比低，业绩弹性强

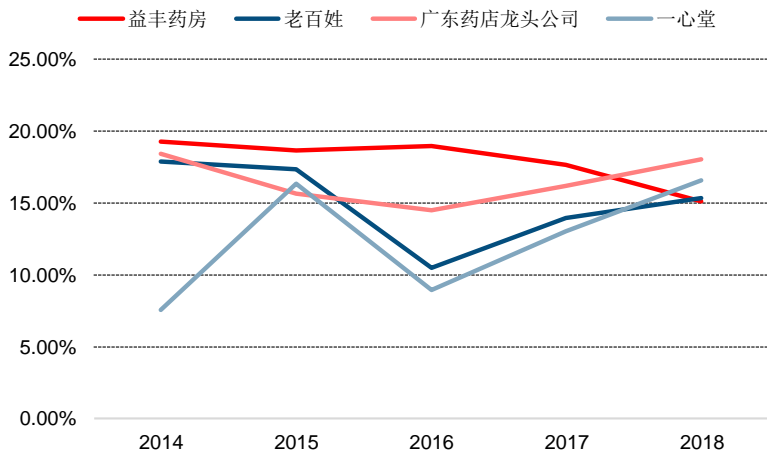
益丰药房及广东药店龙头公司新店率最高



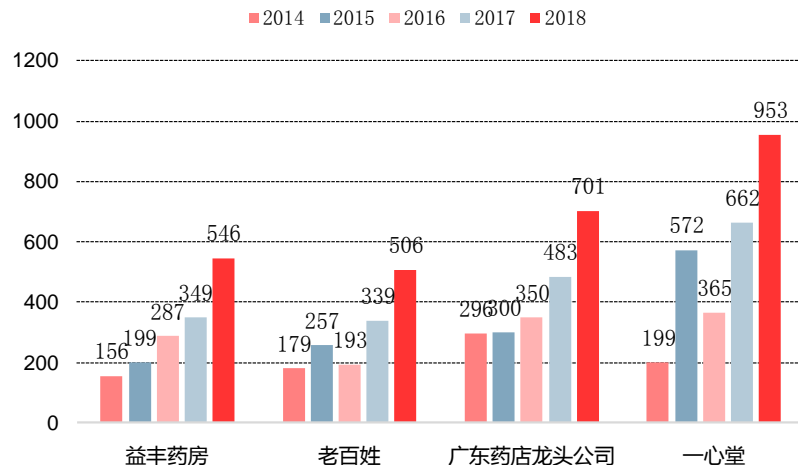
新店自建率广东药店龙头公司和益丰药房最高



广东药店龙头公司自建新店率最高



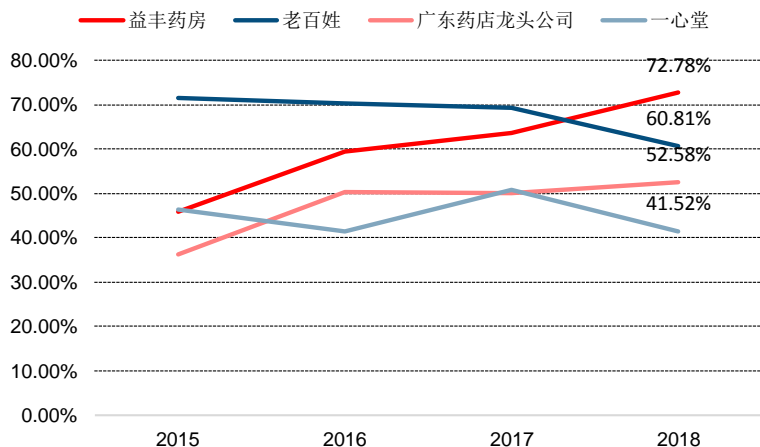
近年来自建新店数量



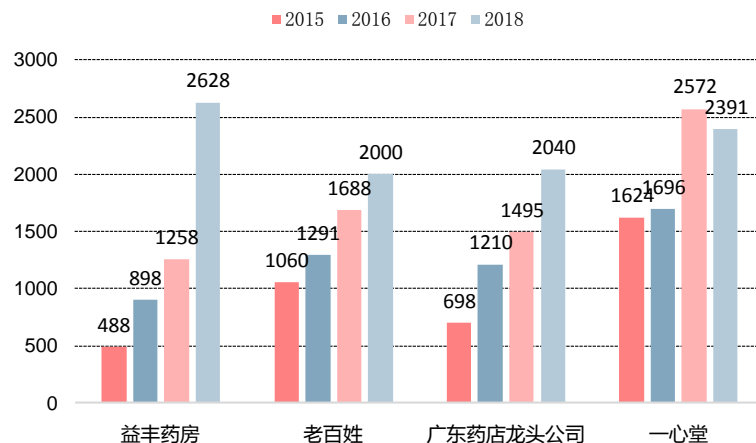


规模扩张-新店比例高+医保占比低，业绩弹性强

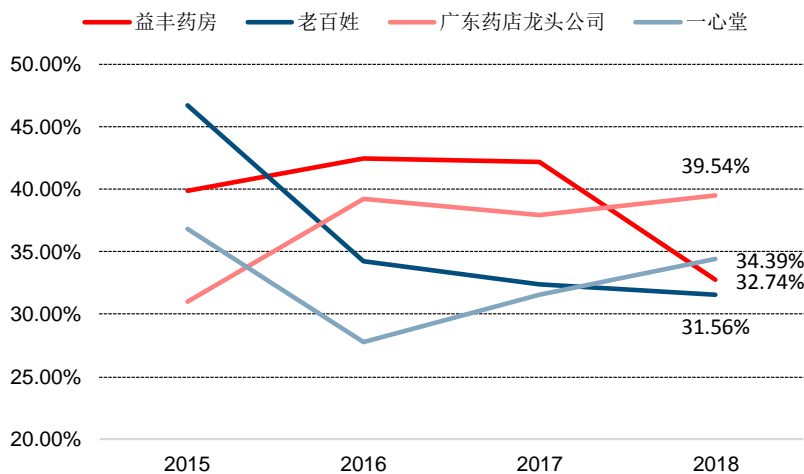
益丰药房及老百姓三年新店率最高



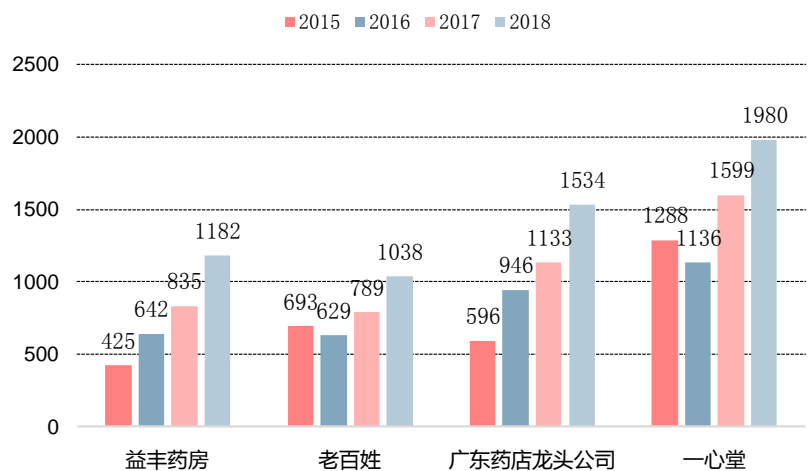
三年内新店数量



广东药店龙头公司三年自建新店率最高



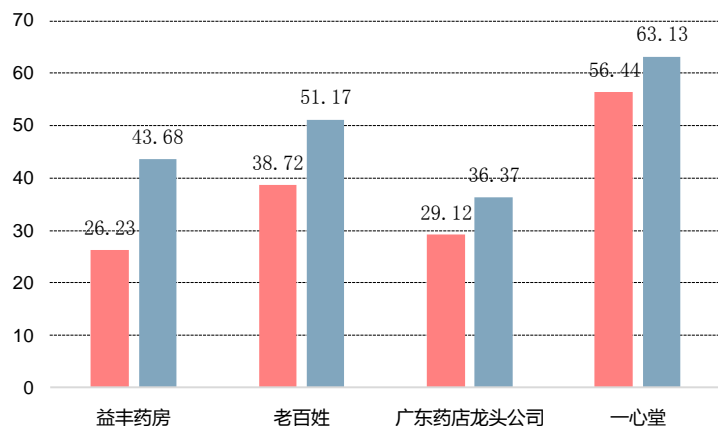
三年自建新店数量



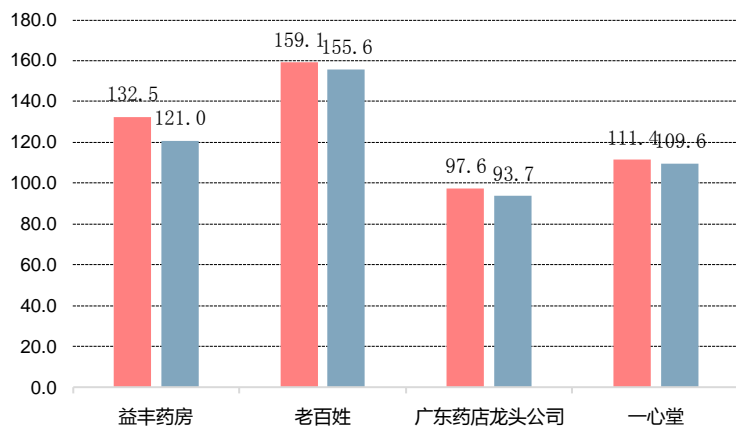


规模扩张-一心堂经营规模最大，广东药店龙头公司单店产出及坪效最高

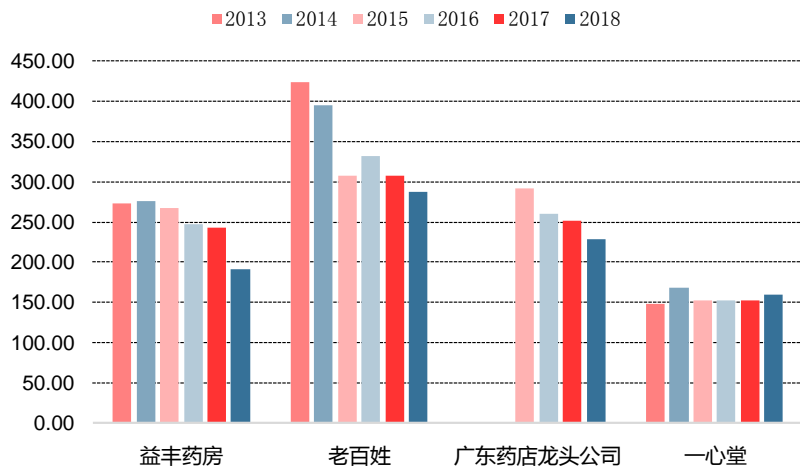
一心堂门店经营面积最大



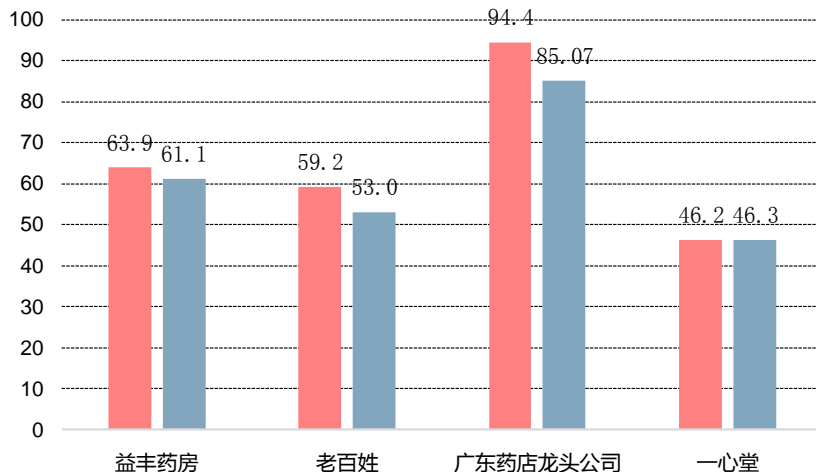
老百姓大店居多，单店经营面积最大



规模扩张带来单店营收小幅下降



广东药店龙头公司和益丰药房日均坪效最高





执业药师配比达标

除个别省份特殊要求，四大连锁满足执业药师配比要求

一心堂	云南	广西	四川	山西	海南	贵州	重庆	河南	上海	天津
门店数	3559	544	678	324	225	206	193	12	10	7
注册执业药师数	2774	660	751	340	133	106	203	35	13	16
执业药师配比	0.8	1.2	1.1	1.0	0.6	0.5	1.1	2.9	1.3	2.3

广东药店龙头公司	华南	华东	华中
门店数	3080	209	387
注册执业药师数	5148	231	497
执业药师配比	1.7	1.1	1.3

益丰药房	中南	华东	华北
门店数	1495	1256	491
注册执业药师数	1962	1340	554
执业药师配比	1.3	1.1	1.1

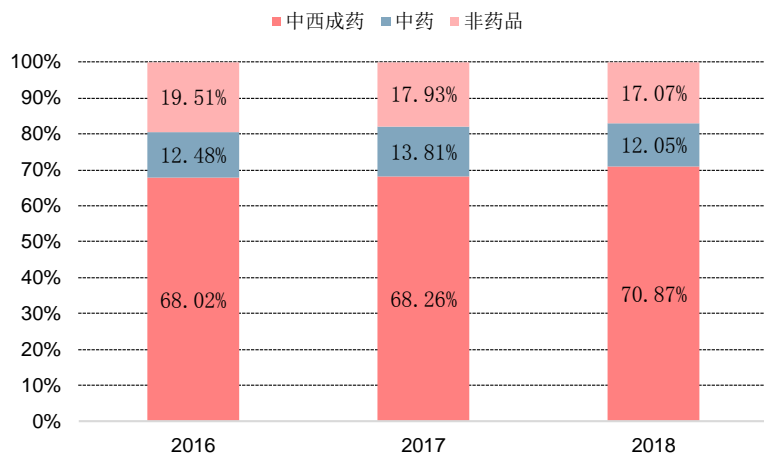
老百姓	华中	华南	华北	华东	西北
门店数	1009	286	410	942	463
注册执业药师数	2451	506	423	1173	375
执业药师配比	2.4	1.8	1.0	1.2	0.8

- **云南**：部分偏远县域及乡镇不需要执业药师，可用有经验营业员代替；
- **贵州**：培养驻店药师，行业协会考核发证即可上岗；
- **西北**：部分地区要求同云南；

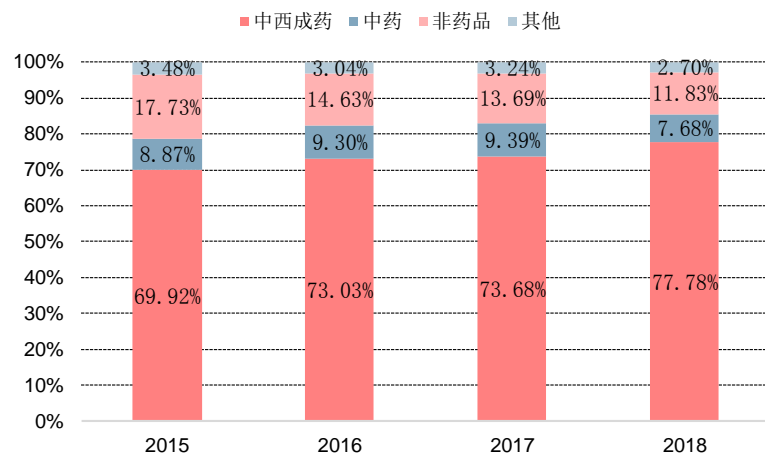


品种结构-中西成药占比逐步提升，龙头受益处方外流

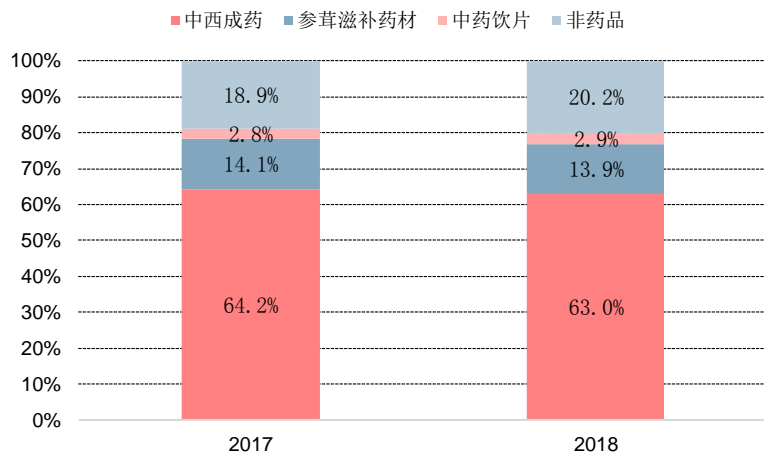
益丰药房品种收入结构



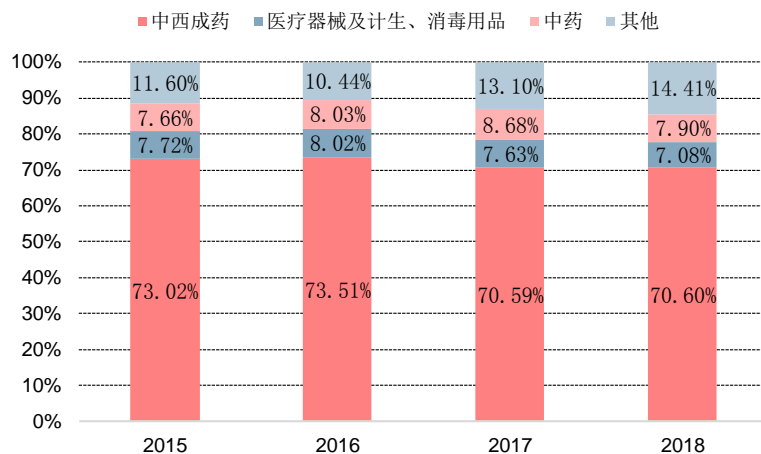
老百姓品种收入结构



广东药店龙头公司品种收入结构



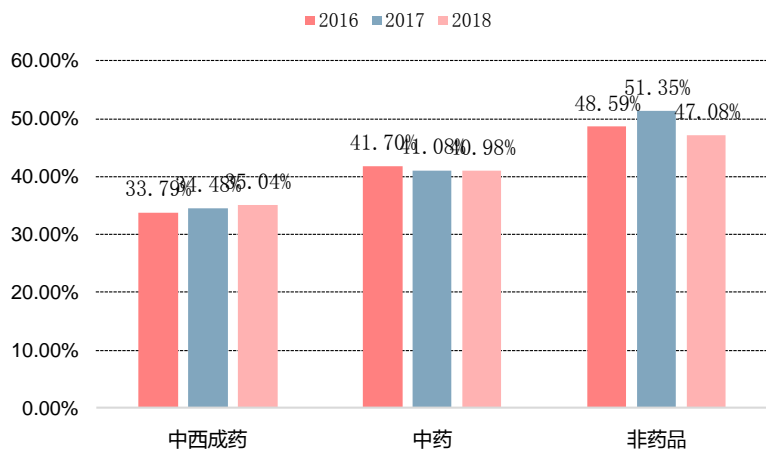
一心堂品种收入结构



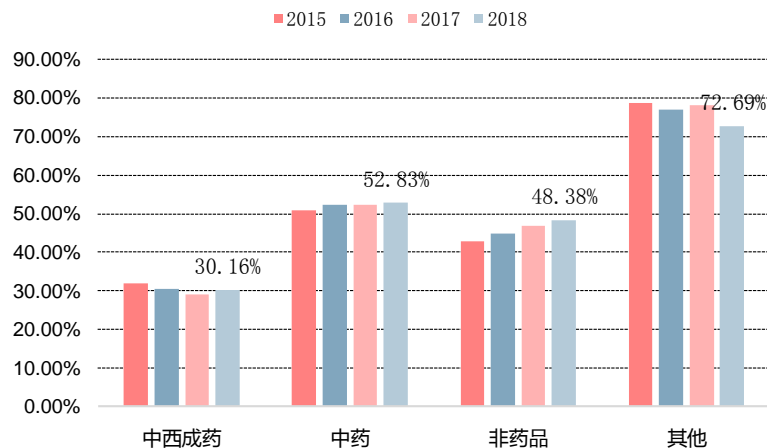


品种结构-中西成药占比逐步提升，龙头受益处方外流

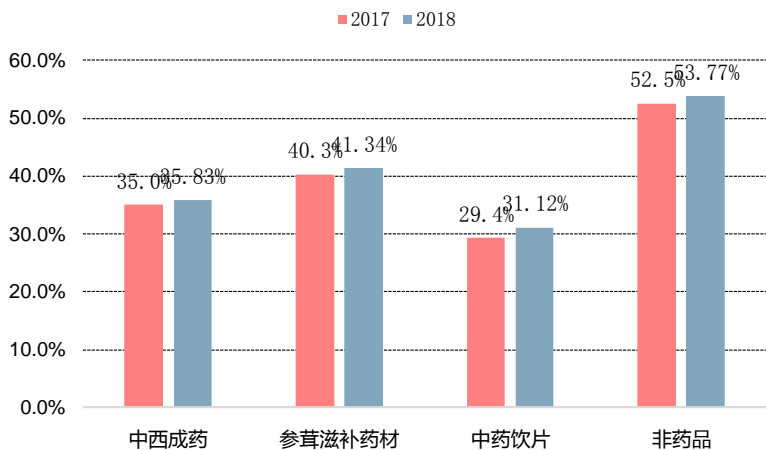
益丰药房品种毛利率



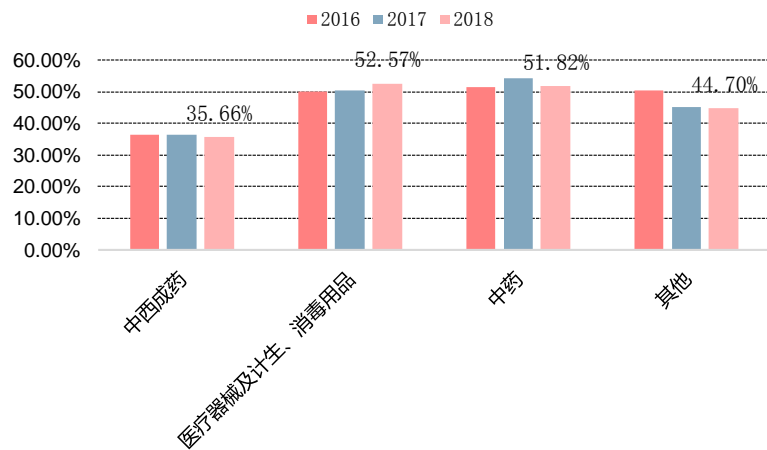
老百姓品种毛利率



广东药店龙头公司品种毛利率



一心堂品种毛利率



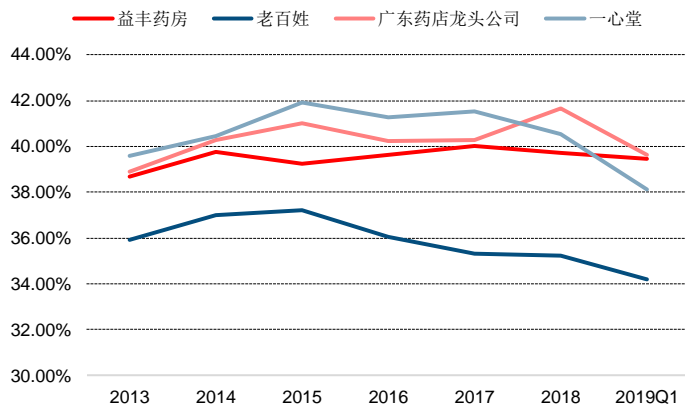


盈利能力-益丰药房盈利能力最强

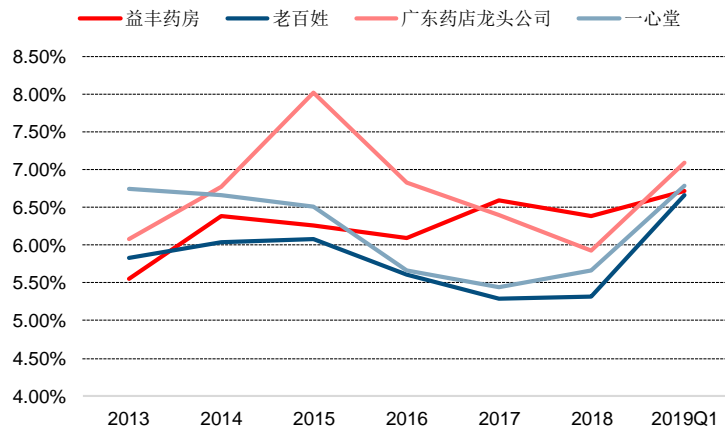
四大连锁收入及归母净利润增长情况

		2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019Q1
益丰药房	营业收入	1,804.30	2,230.20	2,845.50	3,733.60	4,807.20	6,913	2,469
	营收增速		23.6%	27.6%	31.2%	28.8%	43.79%	66.67%
	归母净利润	99.2	140.6	175.9	223.9	313.5	416	147
	归母净利润增速		41.7%	25.1%	27.3%	40.0%	32.83%	45.77%
老百姓	营业收入	3,321.30	3,942.90	4,568.50	6,094.40	7,501.40	9,471	2,727
	营收增速		18.7%	15.9%	33.4%	23.1%	26.26%	23.37%
	归母净利润	160.7	202.4	240.5	296.9	370.8	435	159
	归母净利润增速		25.9%	18.8%	23.5%	24.9%	17.32%	22.13%
广东药店龙头公司	营业收入	3,706.70	4,545.00	5,265.50	6,273.70	7,421.20	8,859	2,579
	营收增速		22.6%	15.9%	19.1%	18.3%	19.38%	26.77%
	归母净利润	197.4	265.5	395.4	430.2	475	532	184
	归母净利润增速		34.5%	48.9%	8.8%	10.4%	11.93%	25.20%
一心堂	营业收入	3,546.70	4,428.40	5,321.20	6,249.30	7,751.10	9,176	2,588
	营收增速		24.9%	20.2%	17.4%	24.0%	18.39%	18.77%
	归母净利润	240.9	297.3	346.4	353.4	422.7	521	175
	归母净利润增速		23.4%	16.5%	2.0%	19.6%	23.27%	33.51%

老百姓毛利率最低，其余三家均为40%



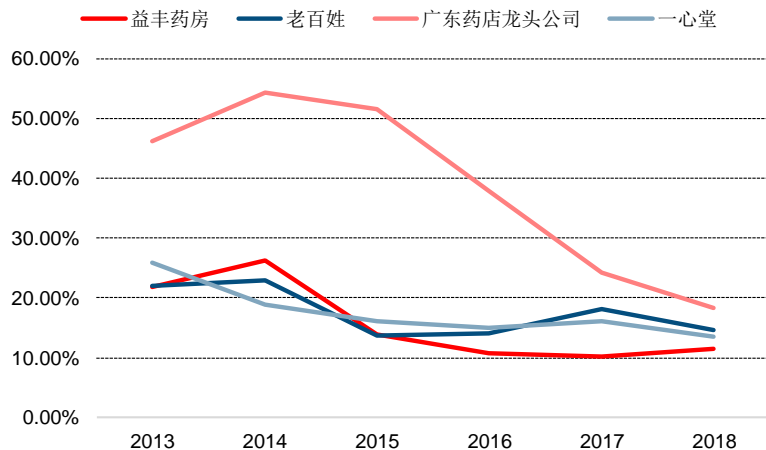
益丰药房净利率最高，盈利能力最强



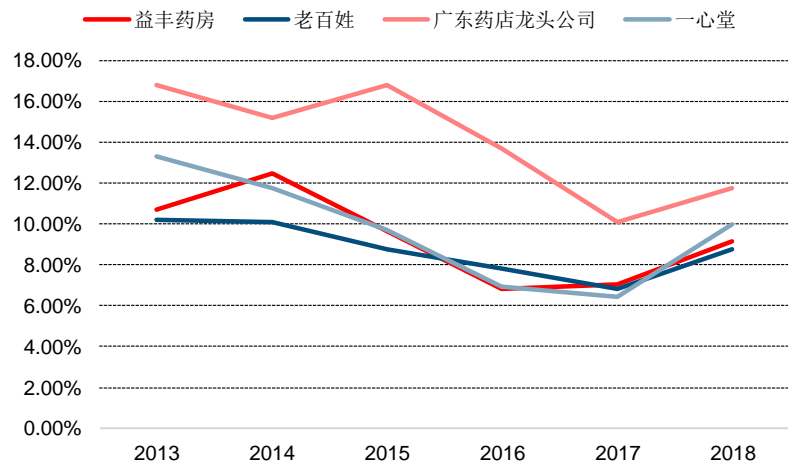


盈利能力-益丰药房盈利能力最强

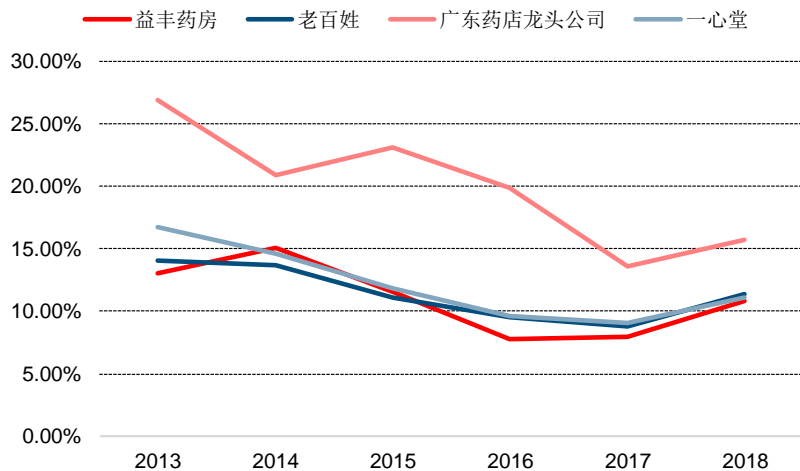
广东药店龙头公司上市最晚ROE最高



广东药店龙头公司上市最晚ROA最高



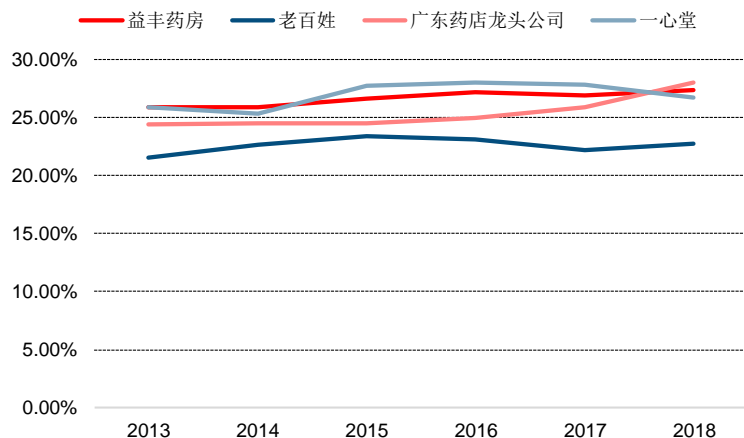
广东药店龙头公司上市最晚ROIC最高



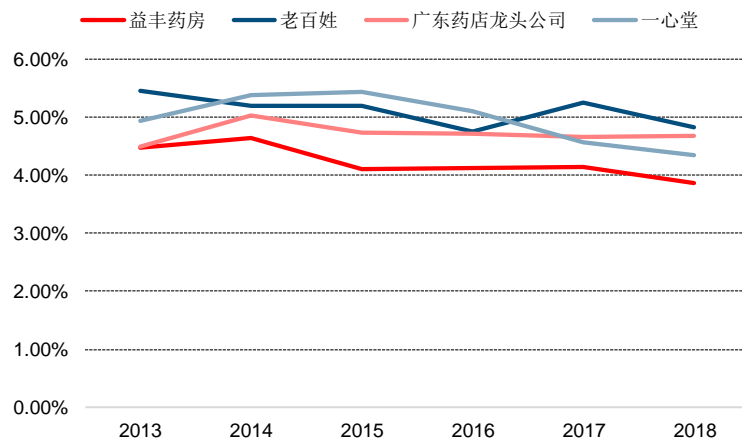


费用控制-益丰药房、老百姓控费能力强

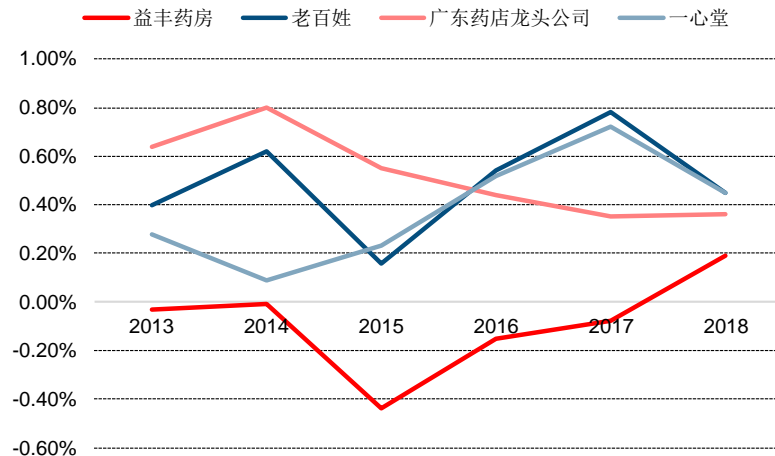
老百姓销售费用率最低



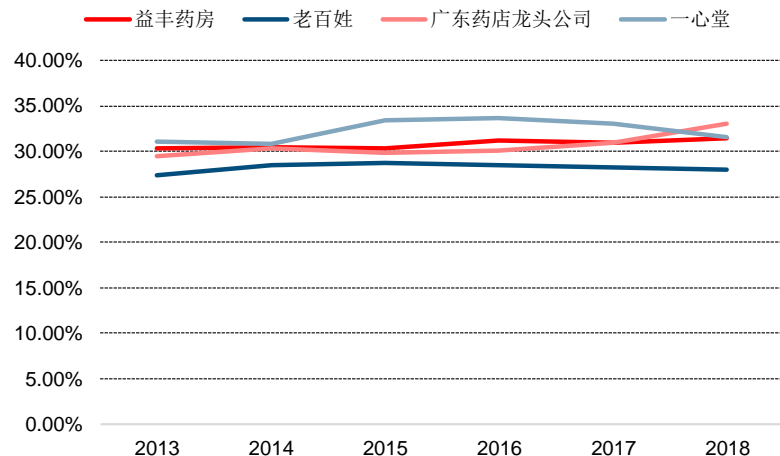
益丰药房管理费用率最低



财务费用率益丰药房最低

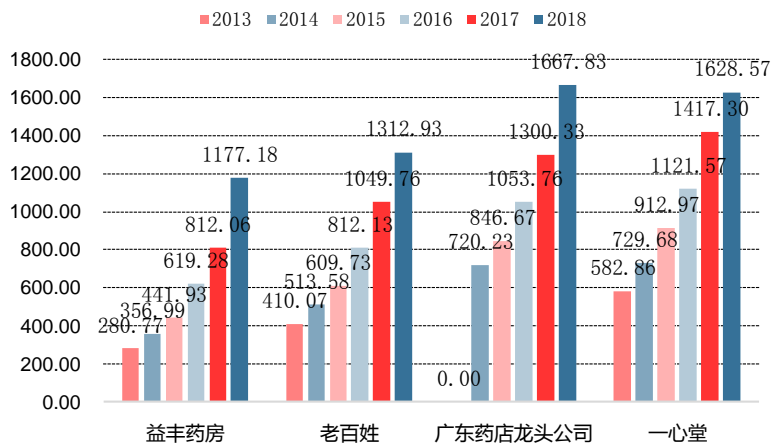


期间费用率益丰药房仅次于老百姓

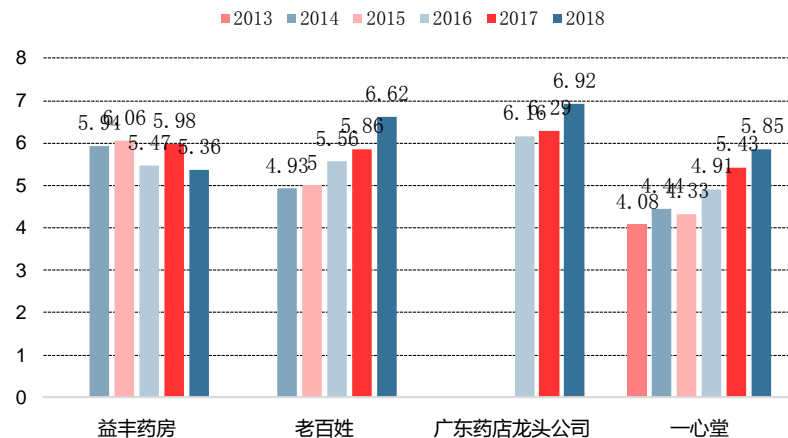


成本控制-益丰药房人均薪酬仅次于广东药店龙头公司

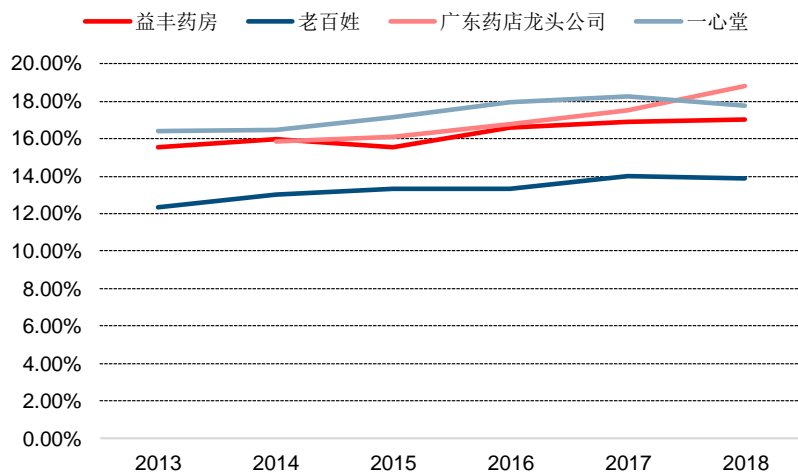
一心堂整体工资薪酬最高（百万元）



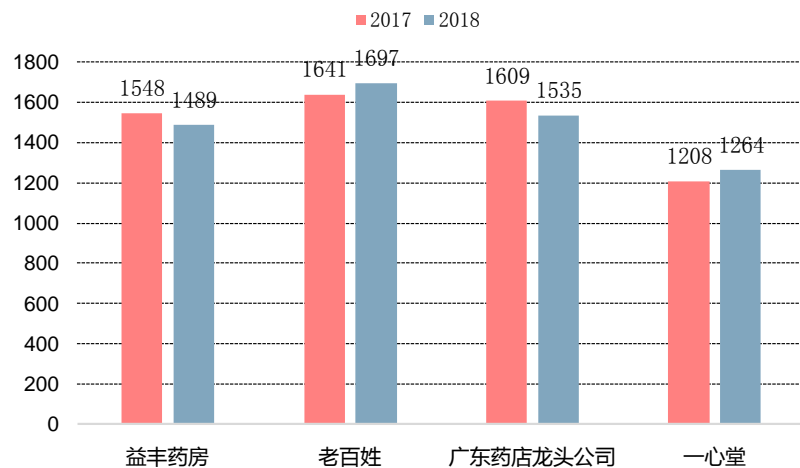
益丰药房销售人员人均薪酬仅次于广东药店龙头公司（人/万元）



老百姓工资薪酬占收入比重最低



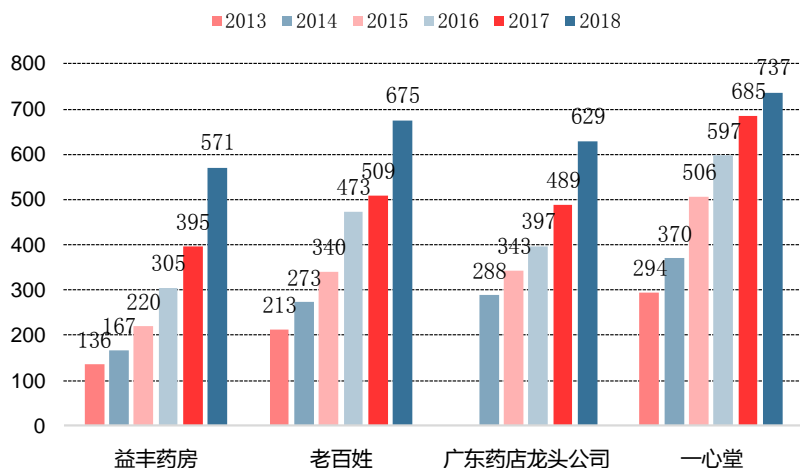
广东药店龙头公司、老百姓日均人效最高



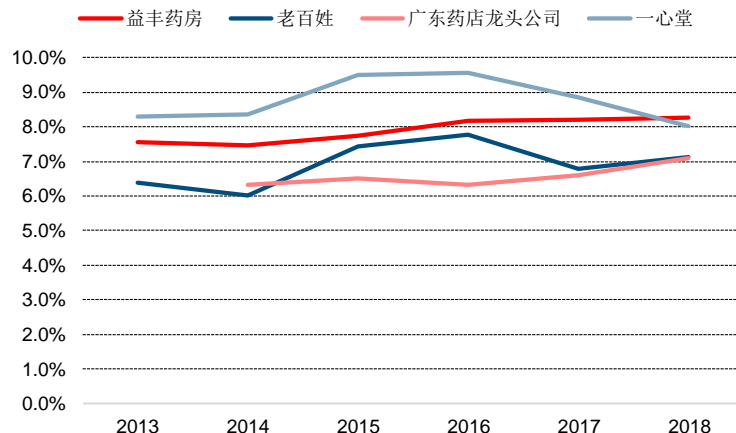


成本控制-广东药店龙头公司租金占比最低，租金控制能力最强

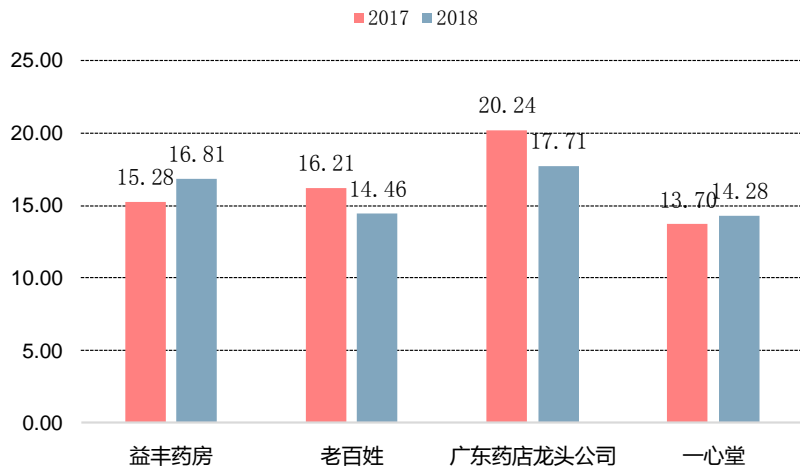
一心堂门店数量最多租金最高（百万元）



广东药店龙头公司租金占比最低（人/万元）



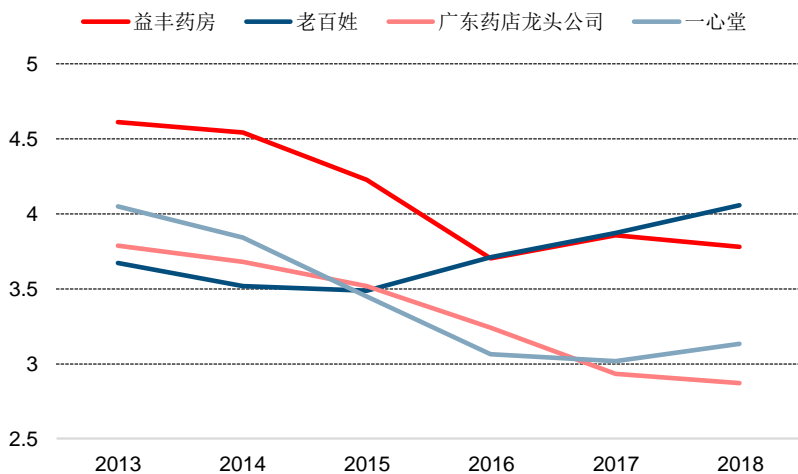
广东药店龙头公司日均租效比最高



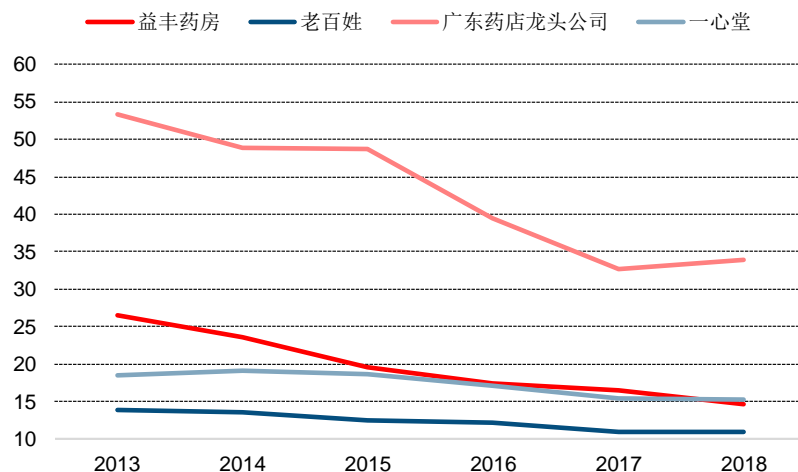


运营周转-扩张带来存货周转率小幅下降

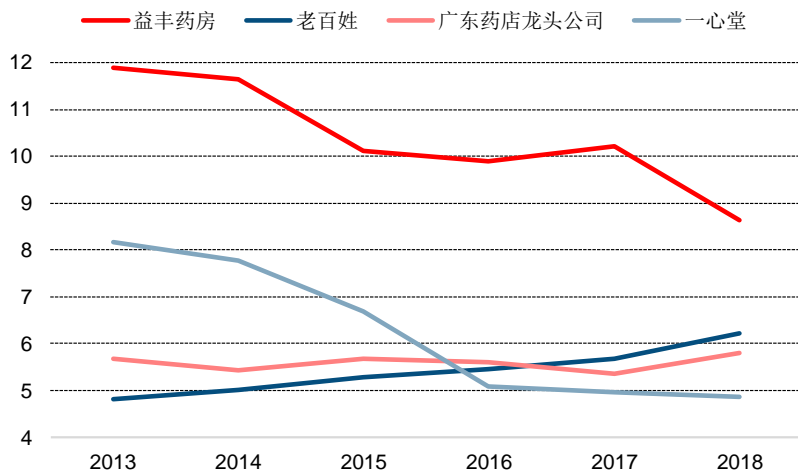
老百姓存货周转提速



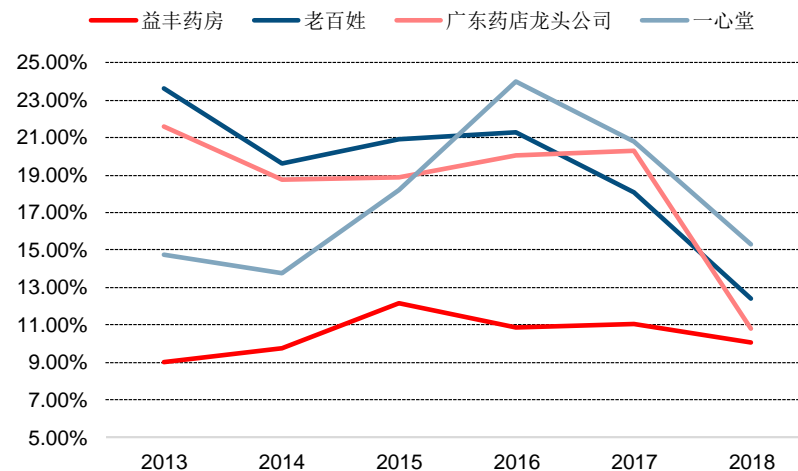
益丰药房应收账款周转速度仅次于广东药店龙头公司



益丰药房规模扩大，应付账款周转率下降，议价能力改善



四大连锁应付账款占营业成本比例基本稳定





5

盈利预测与投资评级



预测与比率（人民币）

零售药店标的上市以来估值回顾

公司名称	最高值	平均值	最低值
益丰药房	75.6	59.58	43.56
老百姓	67.69	51.5	35.31
广东药店龙头公司	47.69	40.04	32.39
一心堂	47.23	36.05	24.86

零售药店子行业盈利预测与投资评级表

公司代码	公司名称	投资评级	收盘价 (元/股)	总市值 (亿元)	EPS			PE		
					2019	2020	2021	2019	2020	2021
603939.SH	益丰药房	买入	60.83	229	1.48	1.95	2.55	39.8	30.2	23.1
603883.SH	老百姓	买入	59.25	170	1.86	2.28	2.79	29.5	24.1	19.7
002727.SZ	一心堂	买入	28.3	161	1.13	1.40	1.69	20.0	16.2	13.4



6

风险提示



风险提示

并购整合不达预期

药品降价

处方外流进度低于预期

分析师介绍

贺菊颖：医药行业首席分析师，毕业于复旦大学，管理学硕士。10年医药行业研究经验，2017年加入中信建投证券研究发展部。

研究助理

刘若飞 010-85130388 liuruofei@csc.com.cn

研究服务

北京公募组

朱燕 010-851356403 zhuyan@csc.com.cn
任师蕙 010-85159274 renshihui@csc.com.cn
黄杉 010-85156350 huangshan@csc.com.cn
杨济谦 010-86451422 yangjiqian@csc.com.cn
杨洁 010-86451428 yangjiezs@csc.com.cn
赵倩 010-85159313 zhaoqian@csc.com.cn

保险组

张博 010-85130905 zhangbo@csc.com.cn
张勇 010-86451312 zhangyongzgs@csc.com.cn
高思雨 010-85130491 gaosiyu@csc.com.cn
郭畅 010-65608482 guochang@csc.com.cn
郭洁 010-85130212 guojie@csc.com.cn
张宇 010-86451497 zhangyuyf@csc.com.cn

创新业务组

高雪 010-64172825 gaoxue@csc.com.cn
杨曦 021-85130968 yangxi@csc.com.cn
黄谦 010-86451493 huangqian@csc.com.cn
王罡 021-68821600-11 wanggangbj@csc.com.cn

上海销售组

李祉瑶 021-68821609 lizhiyao@csc.com.cn
黄方祥 021-68821615 huangfangchan@csc.com.cn
戴悦放 021-68821600-809 daiyuefang@csc.com.cn
翁起帆 021-68821600-816 wengqifan@csc.com.cn
薛姣 xuejiao@csc.com.cn
李星星 021-68821600-859 lixingxing@csc.com.cn
范亚楠 fanyanan@csc.com.cn
李绮绮 liqiqi@csc.com.cn
许敏 021-68821600-828 xuminzgs@csc.com.cn

深广销售组

曹莹 zhangmiaomiao@csc.com.cn
许舒枫 0755-23953843 xushufeng@csc.com.cn
程一天 chengyitian@csc.com.cn
张苗苗 020-38381071 caoyingzgs@csc.com.cn
廖成涛 0755-22663051 liaochengtao@csc.com.cn
陈培楷 chenpeikai@csc.com.cn

评级说明

以上证指数或者深证综指的涨跌幅为基准。

买入：未来6个月内相对超出市场表现15%以上；

增持：未来6个月内相对超出市场表现5—15%；

中性：未来6个月内相对市场表现在-5—5%之间；

减持：未来6个月内相对弱于市场表现5—15%；

卖出：未来6个月内相对弱于市场表现15%以上。

重要声明

本报告仅供本公司的客户使用，本公司不会仅因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证本报告所包含的信息或建议在本报告发出后不会发生任何变更，且本报告中的资料、意见和预测均仅反映本报告发布时的资料、意见和预测，可能在随后会作出调整。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不构成投资者在投资、法律、会计或税务等方面的最终操作建议。本公司不就报告中的内容对投资者作出的最终操作建议做任何担保，没有任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺。投资者应自主作出投资决策并自行承担投资风险，据本报告做出的任何决策与本公司和本报告作者无关。

在法律允许的情况下，本公司及其关联机构可能会持有本报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或类似的金融服务。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构和/或个人不得以任何形式翻版、复制和发布本报告。任何机构和/或个人如引用、刊发本报告，须同时注明出处为中信建投证券研究发展部，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和/或修改。

本公司具备证券投资咨询业务资格，且本文作者为在中国证券业协会登记注册的证券分析师，以勤勉尽责的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰地反映了作者的研究观点。本文作者不曾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收到任何形式的补偿。

股市有风险，入市需谨慎。

中信建投证券研究发展部

北京

东城区朝内大街2号凯恒中心B座12层
(邮编：100010)

电话：(8610) 8513-0588

传真：(8610) 6560-8446

上海

浦东新区浦东南路528号上海证券大厦北塔22楼2201室 (邮编：200120)

电话：(8621) 6882-1612

传真：(8621) 6882-1622

深圳

福田区益田路6003号荣超商务中心B座22层 (邮编：518035)

电话：(0755) 8252-1369

传真：(0755) 2395-3859