

泉源堂(833409)
药品零售企业 电商业务快速成长
基本数据

2016年8月10日	
收盘价(元)	-
总股本(万股)	6710
流通股本(万股)	9273
总市值(亿元)	-
每股净资产(元)	1.64
PB(倍)	-

财务指标

	2014A	2015A	2016E	2017E
营业收入(百万元)	20.88	97.41	141.24	183.62
净利润(百万元)	-1.52	-4.53	-3.35	1.86
毛利率	33.5%	17.8%	20.8%	22.8%
净利率	-7.3%	-4.7%	-2.4%	1.0%
ROE	-36.12	-20.1	-4.9%	2.8%
EPS(元)	-0.33	-0.16	-0.10	0.06

投资评级：中性 (首次)

成都市药品零售商。公司成立于2012年，是一家集医药连锁和医药电商为一体的零售企业，主营业务为医药产品（含医疗器械）的销售，下设的直营连锁药店覆盖蒲江县、成都市。

公司通过线下门店和网上药店进行销售，营业收入主要来自药品、保健食品以及医疗器械（含隐形眼镜和计生用品）的销售，利润主要来源于销售产品的进销差价。

药品零售市场规模缓和增长、连锁率上升。药品零售市场规模持续增长，但增速逐年放缓，未来刚性需求和处方流转将促使市场规模继续扩大。

行业竞争日趋激烈，并购重组不断加速，在市场竞争中，单体药店因为不具备连锁药店的规模优势将首先受到冲击，预计行业未来集中度将进一步提升。

电商业务快速成长。2015年，公司在各医药电商平台（天猫医药馆、京东、万达城市云等）销售迅速增长，电商收入由2014年的47.6万元上升到7311.1万元。

盈利预测

预测公司2016、2017年归属于上市公司股东的净利润分别为-335万元、186万元，每股收益分别为-0.10元、0.06元。

风险提示

继续亏损风险，电商业务政策风险。

研究员 王静

wangjing@wtneeq.com

010-85715117



目 录

风险分析	1
成都市药品零售商	2
药品零售市场增长放缓，行业加速整合	3
收购快递公司控制物流成本	5
电商业务快速成长，亏损面扩大	6
盈利预测	8

图表目录

图表 1 公司高管人员变动情况.....	1
图表 2 泉源堂网上药店个别在售商品.....	2
图表 3 前十大股东持股情况.....	2
图表 4 2011-2015 年我国药品零售业销售规模及增长情况.....	3
图表 5 我国药品零售市场集中度.....	4
图表 6 2014-2015 年拥有互联网药品交易服务资格的企业数量	4
图表 7 2013-2015 年泉源堂收入、利润及增长情况	6
图表 8 2014、2015 年销售收入构成.....	6
图表 9 泉源堂费用率和利润率指标.....	7
图表 10 泉源堂盈利预测.....	8

■ 风险分析

● 控制人与管理层

公司挂牌后，控股股东、实际控制人李灿未减持所持股份。

2016年3月4日公告，公司股东李灿质押684万股，占公司总股本20%。质押期限为2016年1月14日起至2017年1月11日止。质押股份用于泉源堂获得银行贷款，质押权人为上海银行股份有限公司成都分行，质押权人与质押股东不存在关联关系。

挂牌后发生二次高级管理人员变更。

图表 1 公司高管人员变动情况

日期	原任	改聘
2016年5月23日	总经理李灿先生，继续担任公司董事长、董事、法定代表人。	陈洲华，持有公司股份8.32%。
2016年6月16日	赵俊女士辞去公司监事职务，持有公司股份0.70%，辞职后不再担任公司任何职务。	罗永胜

资料来源：choice

● 行业与公司经营

医药零售行业对药品安全的要求非常高，如果质量控制的任一环节出现疏忽都将会给患者带来较大的风险，公司也将要承担相应的责任。

网上零售药店数量快速增加，真正属于医药电商的市场空间仅是药店零售的OTC部分，存在单价和毛利率低的特点。目前网上零售药店之间的竞争基本无差异，要获得市场份额均是通过实施低价策略，有过度竞争的风险。

当前政策总体导向是鼓励医药电商发展，但具体实施细则与规范有待出台，公司虽会根据相关政策调整医药电商业务模式，但电商业务发展会受政策影响而具有不确定性。

● 财务

2015年公司亏损454万元，未来继续扩大市场规模，有继续亏损可能性，存在持续经营风险。

■ 成都市药品零售商

公司成立于 2012 年，是一家集医药连锁和医药电商为一体的零售企业，目前主营业务为医药产品（含医疗器械）的销售，下设的直营连锁药店覆盖蒲江县、成都市。

公司通过线下门店和网上药店进行销售，营业收入主要来自药品、保健食品以及医疗器械（含隐形眼镜和计生用品）的销售，利润主要来源于销售产品的进销差价。

图表 2 泉源堂网上药店个别在售商品



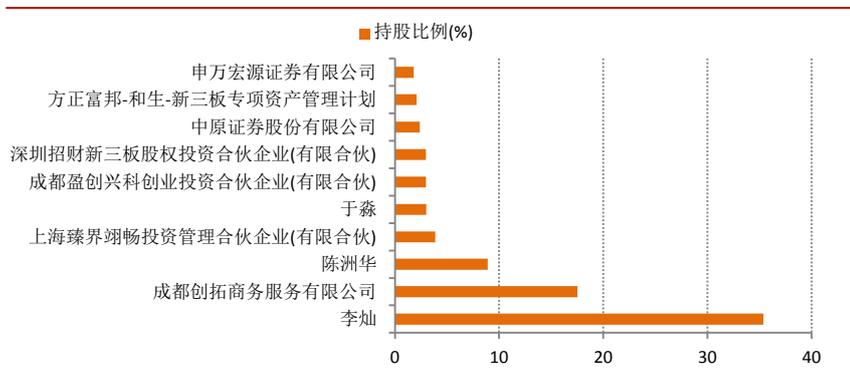
资料来源：天猫网站

医药电商方面，通过全网营销（天猫、京东、官网、万达城市云），打造“泉源堂”医药电商品牌。以保险支付为入口，以慢病管理和新特药为基础，通过 CRM 管理及在线执业药师的咨询服务，获取更多的流量并提升转化率。

连锁门店以城乡、县域连锁为重点区域，通过品类管理，将重点销售产品按首推、主推等多种方式运营；同时优化管理，降低运营成本，以获取更好的收益。

公司实际控制人为李灿，1977 年生，本科。曾在中山大学学习，自动控制专业。曾任成都神鹤药业有限责任公司广州区域销售经理，美标（中国）有限公司中国区重点工程销售总监，西班牙诺万天纳多种矿物质有限公司中国区销售总监，2008 年 11 月至今任成都神鹤药业有限责任公司董事长，2012 年 9 月至 2015 年 4 月任成都泉源堂大药房连锁股份有限公司董事长、总经理。持有创拓商务 99.00% 股权，并且担任其监事。

图表 3 前十大股东持股情况

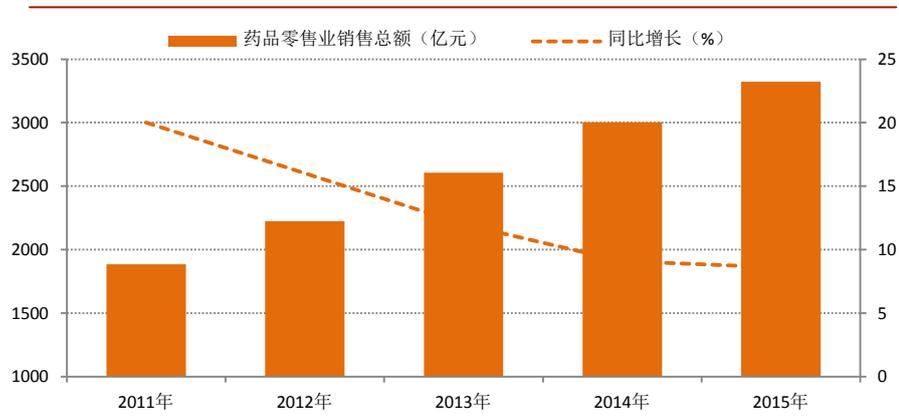


数据来源：choice

■ 药品零售市场增长放缓，行业加速整合

● 药品零售市场增速放缓

图表 4 2011-2015 年我国药品零售业销售规模及增长情况



数据来源：商务部

药品零售市场规模持续增长，但增速逐渐放缓。据商务部统计系统数据显示，2015年，全国七大类医药商品销售总额16613亿元，扣除不可比因素同比增长10.2%，增速较上年下降5个百分点，其中药品零售市场3323亿元，扣除不可比因素同比增长8.6%，增幅回落0.5个百分点。

刚性需求仍将促进市场规模扩大。促进药品需求的因素有老龄化、医疗卫生需求的增加、保健需求的增长等，目前我国人口老龄化趋势明显，政策调整和收入的上升促进人们对医疗卫生服务和自我保健需求的增长，为医药保健市场的发展扩展空间。

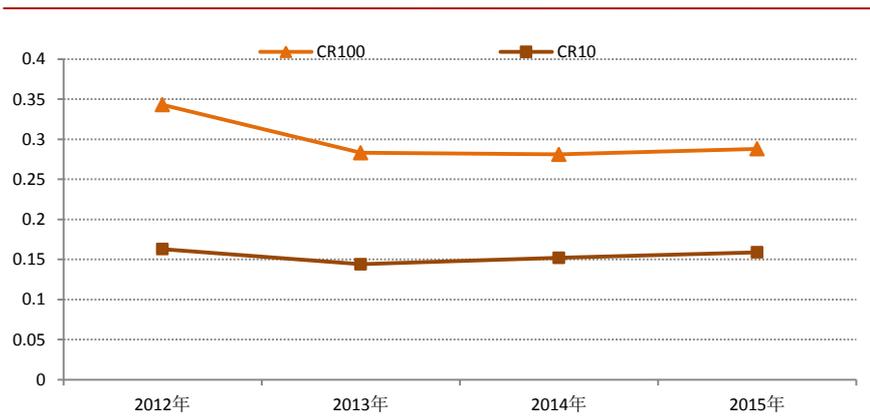
行业另一增量因素看处方流转。未来随着医疗体制的改革，医院更多集中于医疗服务，而把药品销售的功能出让给零售药店或网上药店，有了处方的流转，零售药店以及网上药店将获得更多的市场份额。

《关于城市公立医院综合改革试点的指导意见》提出，进一步推进医药分开，力争到2017年试点城市公立医院药占比(不含中药饮片)总体降到30%左右。

● 药品零售企业连锁率和集中度有所提升

截至2015年11月底，我国零售药店总数达到466546家，其中药品零售连锁企业4981家，零售连锁企业门店204895家；零售单体药店243162家；药品零售门店合计为448057家，连锁率从2014年的39.41%提高到45.73%。随着医改进程不断深入，以及新版GSP推行，行业竞争日趋激烈，并购重组不断加速，在市场竞争中，单体药店因为不具备连锁药店的规模优势将首先受到冲击。因此，预计行业未来集中度将进一步提升。

图表 5 我国药品零售市场集中度



数据来源：商务部

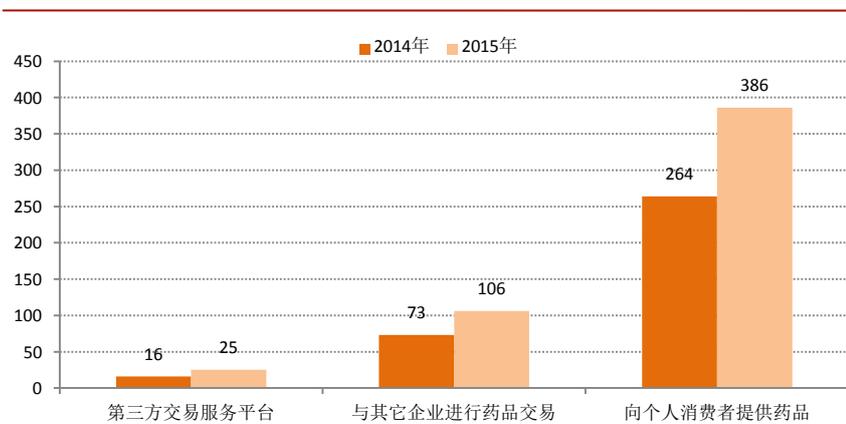
2013年，由于更多医疗机构实施药品零加成政策削弱药店价格优势、医院药房社会化低于预期、医药电商快速增长挤压市场空间等原因，使得药店传统业务增长空间收窄，零售市场规模扩张放缓，整个市场集中度下降。

至2015年底，销售前100位药品零售企业门店总数52012家，占全国零售药店门店总数的11.6%，全年销售总额956亿元，占零售市场总额的28.8%，比上年上升0.7个百分点。其中销售额在10亿元以上的零售企业有21家，销售前3位企业销售额占全国零售市场总额的6.7%，前10位企业占15.9%，前50位企业占25.7%，占比较上年均有不同程度上升。

● 医药电子商务探索多元化服务模式

零售企业积极探索商业模式创新。面对药品流通行业增速放缓的形势，药品流通企业积极探索服务、管理和技术创新模式。企业通过提供专业化药学服务和多样化、个性化服务，发展专业药房、品牌专卖店、药（美）妆店，打造现代社区药店、药店+诊所等新型零售方式，建立DTP（高值药品直送）药房和基于移动互联网的慢病管理平台、以健康服务解决方案为核心的线上线下一体化营销模式。

图表 6 2014-2015 年拥有互联网药品交易服务资格的企业数量



数据来源：商务部

至2015年底，386家企业拥有网上零售类B2C证书，新增122家。

医药电商面临着政策困境：网上限售处方药、医药不分家处方难外流、医保不能线上支付、医保统筹账不能用于零售终端支付。如果相关政策放开，医药电商的市场份额将有效提高。

药品零售企业提供的基本是无差异商品，在线上平台，没有了地域的划分，零售企业之间的竞争为完全充分性竞争，企业打造竞争力依赖服务模式的优化。

促进医药、医疗和处方信息与药品零售企业的共享，推动医药电商加快跨界融合与发展，将是药品零售行业未来服务模式转型的关键。

■ 收购快递公司控制物流成本

● 直营连锁模式确保经营安全

目前国内药品零售市场上药店的经营形式主要包含直营连锁药店、加盟连锁药店、社会单体店三种形式。直营连锁是指连锁企业的每家分店均由零售连锁企业全资或控股开设，在零售连锁企业的直接领导下统一经营。

直营连锁企业对其直营终端有极强的控制力，能够保证总部和门店长远规划和整体战略的统一，充分发挥公司规模优势，并通过原有的工作团队及已建立的市场基础，较容易形成可持续的发展能力。公司长期坚持发展直营连锁门店的策略，充分发挥公司规模优势。

● 收购快递公司控制物流成本

2015年10月，泉源堂通过并购方式，全资控股浦江申通快递有限公司，取得快递牌照，并有效地控制物流成本。

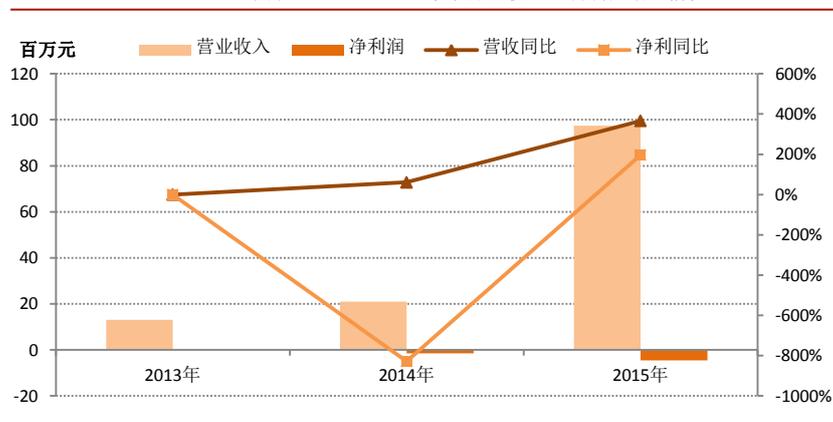
2015年11月，泉源堂仓储中心通过GSP认证投入使用，中心目前拥有130名员工，上万种在库药品品类，可以实现日均发货量4万单，满足迅速增长的业务量需求。

同时，通过整合上下游资源，泉源堂和国内很多药厂、器械厂家建立了长期战略合作关系，发挥采购资源优势，有效降低采购成本。

■ 电商业务快速成长，亏损面扩大

● 电商业务收入猛增

图表 7 2013-2015 年泉源堂收入、利润及增长情况



数据来源: choice

2015 年，公司实现销售收入 9741.04 万元，同比增长 366.48%；亏损 454 万元。营业收入的增长得益于电商板块的快速成长，亏损面进一步扩大，主要是为扩大医药电商业务市场份额，前期销售价格较低，推广费用较大。

图表 8 2014、2015 年销售收入构成

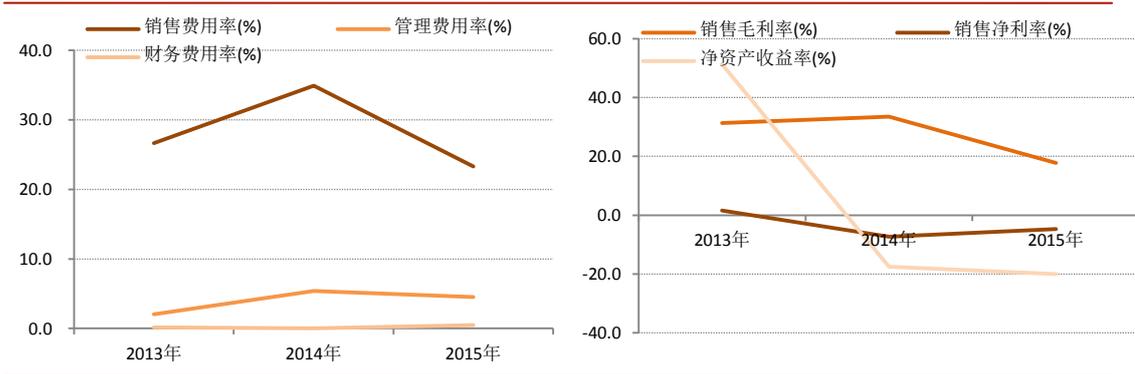


数据来源: 公司年报

2015 年公司收入构成变动较大，年内公司在各医药电商平台（天猫医药馆、京东、万达城市云等）销售迅速增长，特别是在京东 618、天猫双十一、天猫双十二等活动中屡获佳绩，电商收入比重大幅提高。

新增派件业务主要是由于 2015 年 10 月成功收购了浦江申通快递有限公司，其主营业务为国内派件业务。

图表 9 泉源堂费用率和利润率指标



数据来源: choice

公司毛利率比较低,2015 年明显下降,主要由于为扩大电商业务市场份额,以低价策略进行市场推广,2015 年电商毛利为 13.36%,线下连锁门店的毛利为 35.45%,医药电商毛利比线下连锁门店低 22 个点。

公司目前处在高速增长期,需要短期战略性亏损以扩大销售规模,积累客户,赢得市场。随着销售额的增长及市场份额的扩大,泉源堂的终端议价能力将不断加强,毛利水平会稳步提升,规模效益将逐步显现。

公司目前销售规模较小,销售费用率较高,随着营业收入的不断增长,规模效益显现,销售费用率和管理费用率都有待降低。

● 建立商业保险与医药电商的服务平台

2015 年,公司实体门店的重心向乡镇转移,布局药房内的诊所及药房托管业务;布局药品福利管理业务,成立了上海泉依健康管理有限公司,建立商业保险公司与医药电商的服务平台,打通医药电商的支付入口。

药品福利管理即于 20 世纪 60 年代末出现在美国,是介于保险机构、制药商、医院和药房间的管理协调组织,成立的目的在于对医疗费用进行有效管理,节省支出,增加药品效益。通过与药品企业、医疗服务机构、保险公司签订合同,以求在不降低医疗服务质量的前提下,影响医生或药师的处方行为,达到控制药品费用增长。

公司发展战略:将继续专注于药品流通领域,积极拓展 B2B、B2C 业务。整合商业医疗保险资源,夯实线下渠道,形成线上线下的商业闭环,利用互联网手段减少药品流通领域的中间环节。

2016 年,公司将完善并优化公司医药电商(B2C)、医药批发(B2B)、连锁门店和药品福利管理(PBM)四大版块产业布局。

■ 盈利预测

根据对行业状况及公司情况的分析,对公司进行盈利预测,预测公司 2016、2017 年归属于上市公司股东的净利润分别为-335 万元、186 万元,每股收益分别为-0.10 元、0.06 元。

图表 10 泉源堂盈利预测

	2014A	2015A	2016E	2017E
营业收入(百万元)	20.88	97.41	141.24	183.62
净利润(百万元)	-1.52	-4.53	-3.35	1.86
毛利率	33.5%	17.8%	20.8%	22.8%
净利率	-7.3%	-4.7%	-2.4%	1.0%
ROE	-36.12	-20.1	-4.9%	2.8%
EPS(元)	-0.33	-0.16	-0.10	0.06

【分析师声明】

本报告中所表述的任何观点均准确地反映了其个人对该行业或公司的看法,并且以独立的方式表述,研究员薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来,均与其在本研究报告中所表述的观点无直接或间接的关系。

【免责声明】

本报告信息均来源于公开资料,本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所载的观点、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断,不保证该信息未经任何更新,也不保证我公司做出的任何建议不会发生任何变更。在任何情况下,报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或询价,亦不构成个人投资建议。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示,否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权,本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品,或再次分发给任何其他人,或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。未经授权的转载,本公司不承担任何转载责任。

【评级说明】

- 买入 — 未来 6 个月的投资收益率领先三板成分指数指数 15%以上;
- 中性 — 未来 6 个月的投资收益率与三板成分指数的变动幅度相差-15%至 15%;
- 卖出 — 未来 6 个月的投资收益率落后三板成分指数 15%以上。

梧桐研究公会

电 话: 010-85715117

传 真: 010-85714717

电子邮件: wtlx@wtneeq.com

