

相看两不厌，论道一心堂

——一心堂公司研究报告

买入|维持

报告要点:

● 政策变化的应对之道：扬长避短，因地制宜

面对零售药店政策变化，一心堂扬长避短、因地制宜，具备较强应对能力。

- **执业药师：**存量药店主要采取远程审方，新增药店加强人才培养并选择执业药师密度较高区域拓展，并购考量执业药师在岗情况。
- **处方外流：**率先布局 DTP 药房，积极筹备慢病管理药房，尝试收购基层医疗机构。
- **医保：**医保覆盖率高达 79.77%，华南地区仍有提升空间。结合当地医保政策调整销售范围。
- **带量采购：**短期影响较小，后续采取清库存、寻找替代品，与供应商重新谈判供货价格等方法提升利润，积极承接处方外流。
- **互联网药店：**大力发展线上销售，强大物流和信息系统是保障。

● 重点区域的发展之道：夯实云南，着力四川，重点开拓陕甘宁

构建一心堂重点区域评分模型，将各省份分为重点区域、待开发重点区域和相对弱势区域。针对不同区域采取不同发展策略：云南应夯实领头羊地位，做好门店下沉。四川随着成熟门店比例上升、新建物流投入使用有望成为业绩突破点。广西、山西等地稳扎稳打，陕甘宁地区政策友好、执业药师密度高可作为重点拓展区域，重庆、贵州等区域竞争压力大，可结合当地特色开发互联网药店等特色服务。

● 运筹帷幄的经营之道：市场策略精准，扩张红利有望兑现

公司贯彻市场中部切入策略，是城乡一体化的先行者。近年来各项财务指标积极向好，扩张更加理性，经营效率显著提升。随着快速扩张期门店进入成熟期，公司有望在未来两年内兑现扩张器红利，利润率有望快速回升。

● 投资建议与盈利预测

远程审方全面推行缓解执业药师短缺，公司下半年有望完成新开 1200 家门店的全年目标，全年业绩影响不大。2020 年后快速扩张期门店陆续进入成熟期，利润将进入快速增长期。预计 2019-2021 年，将公司归母净利润微调至：6.52 (-0.04)、8.34 (+0.26) 和 10.42 (+0.68) 亿元，对应基本每股收益分别为：1.15 (-0.01)、1.47 (+0.05) 和 1.84 (+0.12) 元/股，对应当前股价 PE 分别为 17、13 和 11 倍。维持目标价 40.95 元/股，给予公司“买入”的投资评级。

● 风险提示

执业药师供给不足，异地扩张不达预期、门店整合不及预期等。

附表：盈利预测

财务数据和估值	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	7751	9176	10938	13371	16133
收入同比 (%)	24.0%	18.4%	19.2%	22.2%	20.7%
归母净利润(百万元)	423	521	652	834	1042
归母净利润同比 (%)	19.6%	23.3%	25.0%	28.1%	24.9%
ROE (%)	11.4%	12.9%	14.4%	15.6%	16.3%
每股收益 (元)	0.74	0.92	1.15	1.47	1.84
市盈率(P/E)	26.57	21.55	17.24	13.46	10.78

资料来源：Wind, 国元证券研究中心

当前价/目标价：23.28 元/40.95 元

目标期限：6 个月

基本数据

52 周最高/最低价 (元)：33.83 / 16.8

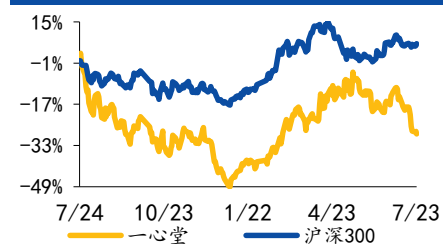
A 股流通股 (百万股)：292.27

A 股总股本 (百万股)：567.77

流通市值 (百万元)：6803.99

总市值 (百万元)：13217.68

过去一年股价走势



资料来源：Wind

相关研究报告

《国元证券公司点评-一心堂 (002727) 19Q1 季报点评：扩张放缓利润率提升，转债发行注入新动能》
2019.04.28

《国元证券行业研究报告-零售药店 2.0 时代政策梳理》
2019.07.16

报告作者

分析师 金红

执业证书编号 S0020515090001

电话 021-51097188

邮箱 jinhong@gyzq.com.cn

联系人 刘慧敏

电话 021-51097188

邮箱 liuhuimin@gyzq.com.cn

联系人 黄卓

电话 021-51097188

邮箱 huangzhuo@gyzq.com.cn

目 录

1. 政策变化的应对之道：扬长避短，因地制宜	5
1.1 扎根西南的零售药店龙头，门店数量上市公司中最多	5
1.2 执业药师之惑：先天劣势可弥补，未来扩张更谨慎	7
1.2.1 存量门店：多采用远程审方，云南新政利好一心堂	8
1.2.2 新增门店：加强招聘培育力度，新拓展区域考量执业药师数量	9
1.3 承接处方外流：重点布局 DTP，静待慢病药房审批放开	10
1.3.1 公司率先布局 DTP 药房，选址有严格要求	10
1.3.2 慢病报销比例提高，静待各地政策放开	11
1.3.3 面对基层医疗分流，收购也是个好办法	13
1.4 医保：提升覆盖率，结合当地政策合规经营	14
1.5 带量采购：短期影响较小，后续重新规划	15
1.6 互联网药店：强大的信息系统和物流体系是保障	16
1.6.1 互联网药店鼓励第三方配送，处方药销售暂未放开	16
1.6.2 搭建强大信息系统和物流体系，线上销售初具规模	17
2. 重点市场的发展之道：夯实云南，着力四川，未来开拓陕甘宁	20
2.1 构建市场评分体系，三类市场区别对待	20
2.2 云南：政策支持零售药店发展，领头羊地位稳固	22
2.2.1 云南单店服务人数多，多项政策利好药店发展	22
2.2.2 夯实领头羊地位，中药生产提升全公司利润	24
2.3 四川：市场广阔，未来有望成为业绩放量点	26
2.3.1 四川具备多种优势，市场格局较为分散	26
2.3.2 四川地区重点开发，未来两三年有望成为业绩放量点	29
2.4 其他区域：利用区域特色，抢占待开发市场	31
3. 运筹帷幄的经营之道：市场策略精准，扩张红利有望兑现	35
3.1 贯彻市场中部切入策略，城乡一体化的先行者	35
3.2 多项指标稳定向好，扩张红利有望逐步兑现	36
3.2.1 业绩稳健，租效比更能反映一心堂门店经营效率	36
3.2.2 近两年新增门店速度放缓，成熟门店比例上升	37
3.2.3 多种渠道融资，子弹充足有望开启新一轮扩张	39
4. 盈利估值预测及投资建议	40

图表目录

图 1：一心堂历史沿革	5
图 2：一心堂全国门店布局集中在西南地区	6
图 3：一心堂坚持少区域高密度	6
图 4：一心堂门店数量连续多年居首	6
图 5：一心堂省外区域门店扩张初显成效	6
图 6：一心堂各省营收、净利润增速	7
图 7：全国各省市执业药师配备率情况	8
图 8：DTP 药店模式运行机制	11
图 9：零售药店终端占比并未显著提升	13
图 10：四大零售药店上市公司门店开通医保比例	15
图 11：2018 年一心堂医保门店经营情况	15
图 12：一心堂 SAP 系统主要应用场景	18
图 13：一心堂会员消费占比提升	19
图 14：云南省打分模型概览	22
图 15：一心堂云南省为公司主要收入来源	24
图 16：云南一心堂市场份额高	24
图 17：一心堂云南门店扩张速度放缓	25
图 18：云南一心堂门店分布情况	25
图 19：云南健之佳门店分布情况	25
图 20：中药销售占比不到 10%	26
图 21：中药毛利率高于公司平均水平	26
图 22：四川省评分模型概览	27
图 23：四川省市场主要特点	27
图 24：四川一心堂的门店数量及同比增速	29
图 25：四川一心堂门店分布情况	29
图 26：四川一心堂 2018 年营收分布情况	30
图 27：广西一心堂门店分布情况	31
图 28：一心堂广西地区门店增速放缓	32
图 29：海南一心堂门店分布情况	33
图 30：山西一心堂门店分布情况	33
图 31：各层级市场药店数量占比	35
图 32：2018 年各层级市场主要指标对比	35
图 33：一心堂城乡一体化垂直市场体系	36
图 34：一心堂业绩稳健	36
图 35：一心堂各项费用率呈现下降趋势	36
图 36：一心堂应付账款周转率逐年下降	37
图 37：一心堂扩张增速放缓	38
图 38：一心堂自建率开始提升	38

表 1: 国家层面有关执业药师政策汇总.....	7
表 2: 一心堂所在省市有关“远程审方”的具体人员要求.....	9
表 3: 一心堂近 3 年并购事件.....	10
表 4: 一心堂 DTP 销售情况.....	11
表 5: 部分城市开始慢病药房试点.....	12
表 6: 一心堂特慢病药店平均店均收入较高.....	13
表 7: 一心堂所在省市零售药店经营范围限制情况.....	14
表 8: 2018 年一心堂各区域医保覆盖率.....	15
表 9: 一心堂销售毛利率受带量采购影响有限.....	16
表 10: 各省“互联网+医疗健康”文件.....	17
表 11: 综合政策倾斜评分依据（依据官方文件）.....	21
表 12: 市场评分体系评分结果.....	21
表 13: 云南省政策概况.....	23
表 14: 一心堂西南地区毛利率.....	24
表 15: 一心堂各地区毛利率.....	24
表 16: 云南市场竞争格局.....	26
表 17: 十个省市 2017 年人均城镇医保情况.....	27
表 18: 四川省综合政策情况.....	28
表 19: 四川一心堂主要竞争对手.....	29
表 20: 主要零售药店经营效率对比.....	37
表 21: 一心堂典型单店爬坡模型.....	38
表 22: 一心堂成熟门店净利率高.....	39
表 23: 一心堂快速扩张期新增门店逐渐进入成熟期.....	39
表 24: 四大零售药店公司资金情况.....	39
表 25: 一心堂盈利预测(按店龄分布).....	41
表 26: 可比公司估值比较.....	42

1. 政策变化的应对之道：扬长避短，因地制宜

承接零售药店系列报告之行业政策梳理篇，我们认为需重点关注受益于现行政策并具备应对政策变化的上市公司。本文将重点介绍西南零售药店龙头一心堂，探究其在政策变化之际的经营之道。

1.1 扎根西南的零售药店龙头，门店数量上市公司中最多

医药零售连锁为一心堂核心业务。一心堂是一家以药品经营为主的大型零售连锁企业，主营业务为医药零售连锁和医药批发业务，其中医药零售连锁是公司的核心业务，中西成药零售占比最高达到 75.7%。自成立以来，公司不断扩张，大力开展全国市场布局以及物流中心的建设。2007 年起，公司销售额及直营门店数连续多年进入中国连锁药店排行榜十强。

图 1：一心堂历史沿革

1981 年	阮鸿献成立了鸿翔药材收购站，开始从事药材经营。
1987 年	在开远注册了“鸿翔”药材经营部。
1997 年	云南鸿翔中草药有限公司成立，从个体经营到正规的公司。
2000 年	云南鸿翔药业有限公司成立，一心堂连锁药店随之诞生。
2002 年	一心堂医药连锁药店数量及药品营业绩效居云南第一位。
2004 年	一心堂进驻四川，迈出了跨省经营的步伐。
2006 年	一心堂进军广西市场，门店总数达 400 家。
2010 年	引入君联资本、弘毅投资、百利宏创投三家机构投资者。
2011 年	一心堂投资 2.5 亿元的新物流中心投入使用。
2013 年	一心堂以 2389 家的直营门店数量荣登中国直营药店榜首。
2014 年	鸿翔一心堂在深圳证券交易所成功上市，中国首家 A 股上市直营连锁药店。
2016 年	一心堂全网、全渠道电商上线，占地面积 160 亩的成都双物流基地全面落成。

资料来源：公司官网，国元证券研究中心

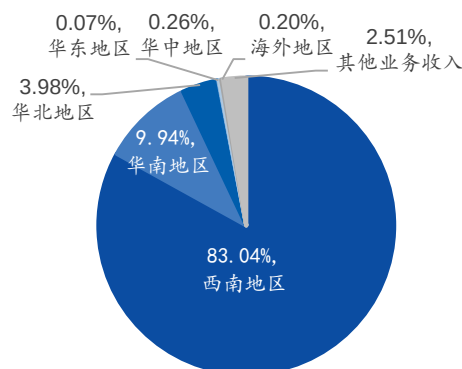
深耕云南，坚持少区域高密度策略。公司坚持“少区域高密度”的发展模式，着眼云南市场深耕细作，逐步形成城乡一体化的门店布局结构。目前主要业务范围集中在云南、四川、广西、山西、贵州等 10 个省份及直辖市，初步形成了以西南为核心经营地区、华南为战略纵深经营地区、华北为补充经营地区的格局。截至 2018 年末，西南地区营收为 76.20 亿元，占比 83.04%；华南地区占比 9.94%；华北地区占比 3.98%。

图 2：一心堂全国门店布局集中在西南地区



资料来源：公司年报，国元证券研究中心

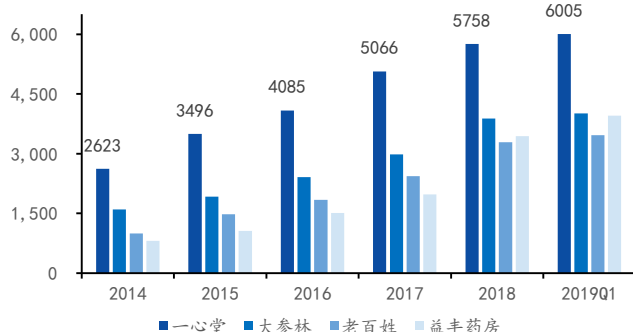
图 3：一心堂坚持少区域高密度



资料来源：公司年报，国元证券研究中心

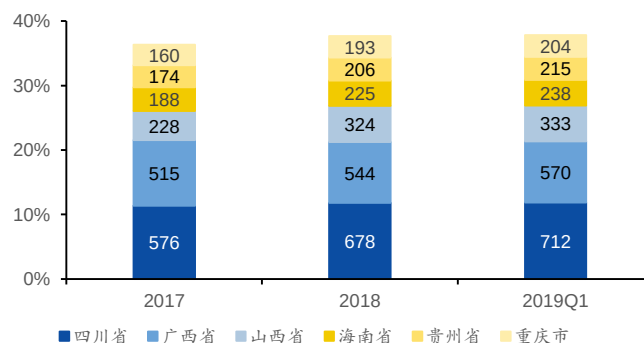
门店数量居上市公司首位，异地扩张初显成效。截至 2019 年 3 月 31 日，公司门店数量居四家零售药店上市公司首位，共有 6005 家门店，其中云南省内门店 3703 家。省外形成川渝、桂琼、山西三个重点突破区域，其中四川省、广西省、山西省门店分别突破 700、500、300 家。2018 年四川省门店数量同比增长 20.68%，占总门店比例已上升至 11.86%，山西省门店同比增速则高达 44.78%。

图 4：一心堂门店数量连续多年居首



资料来源：公司年报，国元证券研究中心

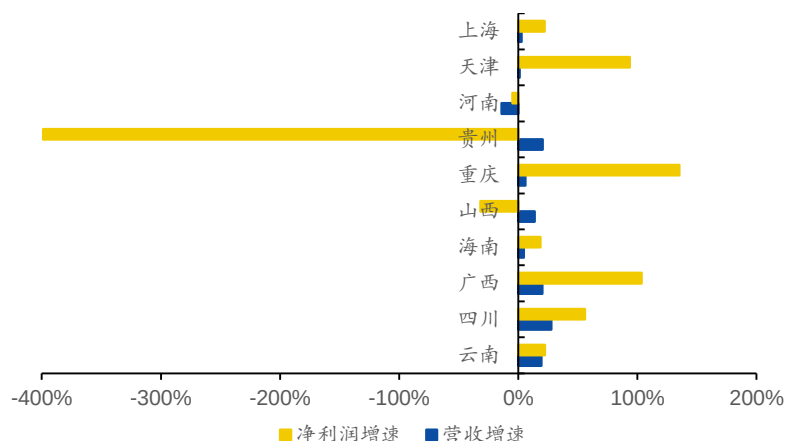
图 5：一心堂省外区域门店扩张初显成效



资料来源：公司年报，国元证券研究中心

异地经营改善，多省市迎来盈利拐点。云南、海南、山西、上海平稳发展；四川、广西、贵州 2018 年营业收入同比增长分别为 27.71%、20.29%、20.47%，均高于公司合并口径 18.39% 的同比营收增速。其中四川由于早期新增门店增速较快导致亏损较大，2018 年随着门店逐渐趋于成熟、物流中心一期完成搭建，四川门店的成本逐渐降低，净利润大幅减亏。贵州由于新增门店速度加快造成部分亏损但收入体量扩张迅速。重庆地区实现扭亏为盈，其门店管理规范、员工积极性高，净利润增速达到 135.22%。广西 2018 年净利润接近 345 万，增速高达 103.47%，主要原因是享受到西部大开发的税收优惠政策以及早期收购门店内部整合效果显现。同时，2018 年天津门店趋于成熟，净利润增速与广西齐头并进，达到 93.61%。

图 6：一心堂各省营收、净利润增速



资料来源：公司财报，草根调研，国元证券研究中心

1.2 执业药师之惑：先天劣势可弥补，未来扩张更谨慎

政策趋严，执业药师人才需求爆发式增长。为全面落实药品监管“四个最严”要求，严厉打击执业药师“挂证”行为，自 2019 年 5 月 1 日起，各省级局组织对行政区域内的药品零售企业开展监督检查，严厉处罚“挂证”行为。由于国家药品监督管理局对药品零售企业配备执业药师的要求逐渐规范化、标准化,市场对执业药师的需求量将达到新高。

表 1：国家层面有关执业药师政策汇总

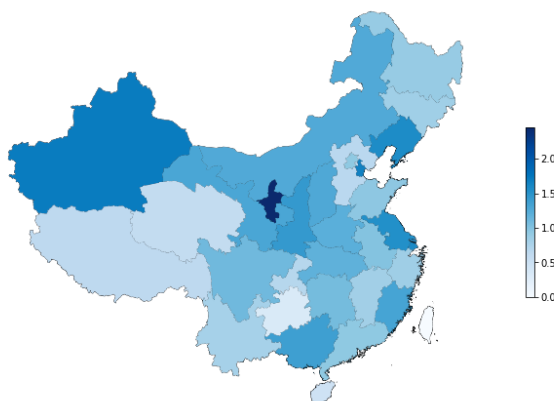
时间	发行部门	法规名称	核心内容
2007.05.01	国家药品监督管理局	《药品流通监督管理办法》 《药品经营质量管理规范》	开办药品零售企业，应符合省、自治区、直辖市药品零售企业合理布局的要求，并具有与经营规模相适应的一定数量的执业药师。 质量管理负责人具有大学以上学历，且必须是执业药师。
2018.11.23	商务部	《全国零售药店分类分级管理指导意见(征求意见稿)》	2020 年全国大部分省市零售药店分类分级管理制度基本建立；到 2025 年，在全国范围内统一的零售药店分类分级管理法规政策体系基本建立。 根据零售药店的分级分类，配备对应要求的执业药师数量。
2019.03.19	国家药品监督管理局	关于开展药品零售企业执业药师“挂证”行为整治工作的通知	自查阶段： 所有注册执业在药品零售企业的执业药师亦须一并开展自查。凡是存在“挂证”行为、不能在岗服务的执业药师，应立即改正或于 2019 年 4 月 30 日前主动申请注销《执业药师注册证》。 检查阶段： 凡是存在“挂证”行为，药店撤销其《药品经营质量管理规范认证证书》和执业药师撤销其《执业药师注册证》等都体现了严厉的手段。

资料来源：国家药品监督管理局，商务部，国元证券研究中心

1.2.1 存量门店：多采用远程审方，云南新政利好一心堂

一心堂门店主要集中在西南地区，受到地方教育水平的制约，该地区执业药师数量有限，覆盖率不高。尤其是云南、贵州两个地区，执业药师覆盖率大约分别为 0.8 和 0.33，这当中还包括了药事服务较好配备不止一个执业药师的 DTP、慢病药房。因此，今年 3.15 全国严查执业药师挂证现象之后，一心堂能否保持扩张速度，处方药销售能否顺利进行受到了广泛关注。

图 7：全国各省市执业药师配备率情况



资料来源：国家药品监督管理局执业药师注册平台，国家药品监督管理局及各省局，国元证券研究中心

云南颁布新政，大力推广远程审方。2019 年 7 月 3 日，云南省药监局出台了《关于进一步促进药品零售企业健康发展的意见》。《意见》鼓励，药品流通行业协会等社会组织探索建立执业药师远程服务中心，为药品零售企业提供执业药师远程药事服务及审方业务服务。以 10 家门店为基准须配备 3 名执业药师，每增加 15 家门店须配备 1 名执业药师。若按照一心堂 2018 年 3559 家门店以及 2019 年预计新开 550 家门店来计算，新政所需配备的执业药师理论最低数量应为 277 人，大大缩减了执业药师需求。同时，开展执业药师远程药事服务及审方业务的药品零售连锁企业，其连锁门店可不再配备执业药师，但应至少配备 1 名依法经过资格认定的药学技术人员作为质量负责人，开展药事服务工作。此外，执业药师远程药事服务还可以辐射单体药店。《意见》指出，鼓励执业药师“共享”平台建设，将执业药师远程药事服务及审方业务向其他药品零售企业延伸。

一心堂率先通过云南省远程服务中心的审批。早在 2014 年，一心堂就开始自主研发远程药师服务信息系统，其平台主要分为远程审方和远程执行。远程审方中心现有 40 位药师，平日远程审方上传量达到约 8 万，周末是处方上传的高峰时期，单天可高达 12 万。2019 年 4 月起，该执业药师远程服务中心已经覆盖了云南省所有门店，甚至为门店的职业药师也配备了远程审方设备，大大提高审方效率，提升门店的药学服务以及使执业药师得到合理调配。云南省的单体药店虽获得了继续生存的空间，但需要向配备远程审方的连锁药房或第三方公司购买服务，这也增加了其经营成本，可能会倒逼单体药店逐步退出市场。此外，其他省市远程审方的试点仅限于药品零售连锁企业，一心堂远程药师服务中心可支持云南省外审方，四川已有超过 570 家门店覆盖远程审方，广西已实现全覆盖。

表 2：一心堂所在省市有关“远程审方”的具体人员要求

时间	省市	基数	增加部分
2014.05.21	广西	20 家门店至少配备 3 名执业药师	每增加 15 家门店应增配 1 名执业药师，不足 15 家的按 15 家计算
2015.08.07	海南	50 家门店至少配备 4 名执业药师	每增加 20 家门店应增配 1 名执业药师，不足 20 家的按 20 家计算
2016.05.16	云南	10 家门店至少配备 3 名执业药师	每增加 15 家门店应增配 1 名执业药师，不足 15 家的按 15 家计算
2017.06.26	四川	第三方药学服务平台须全资设立 1 家公司性质药品零售企业，至少配备 15 名执业药师	

资料来源：各省市药品监督管理局，国元证券研究中心

1.2.2 新增门店：加强招聘培育力度，新拓展区域考量执业药师数量

积极培育加强招聘，四川完成状况较好。2019 年 3 月 15 日，国家药监局发布严查执业药师挂证行为的文件短期内限制了一心堂的开店速度。但公司已全面调整开店布局，执业药师配备充足的地方新门店拓展计划增加，而执业药师缺口较大的区域控制节奏，巩固自身有利条件。2019 年 4 月起，四川一心堂已聘请 100 多位执业药师，将原有门店中体量较大、营收状况较好以及店龄较长的门店优先配齐执业药师。同时，一心堂积极鼓励各门店员工参加执业药师资格考试，采取考试通过可报销培训及考试费用并予以奖金奖励方案。

并购考量执业药师情况，新拓展区域更加谨慎。一心堂的并购主要集中在中小体量药店，其收购溢价水平 PS 回归趋势较为明显。2016 年一心堂收购溢价 PS 较高，部分 >1 ，而 2017 年开始药店收购数量骤减，溢价水平 PS 也稳定在 1 以下。随着执业药师政策趋严，溢价水平正呈现出持续收敛的趋势，缺乏执业药师的门店不得不主动降低药价，公司可以选择部分区位条件较好的门店进行收购。同时，公司在未来异地扩张时也会更加注重当地执业药师配比情况，如华东、陕甘宁等执业药师配比较高的区域有望成为进一步扩张的重点。

表 3：一心堂近 3 年并购事件

被收购方	收购日期	收购价（万元）	前一年营收（万元）	PS	年均 PS
云南三明鑫疆药业	2016. 6.	4,412. 00	4,990. 00	0. 88	
北坝老百姓德源堂加盟药店	2016. 9. 28	296. 00	321. 06	0. 92	
潼川老百姓大药房及其分支	2016. 9. 28	2,392. 00	2,521. 86	0. 95	
绵阳老百姓大药房	2016. 9. 28	1,477. 00	1,467. 84	1. 01	
潼川益丰大药房及其分支	2016. 9. 28	1,282. 00	1,272. 12	1. 01	0. 92
四川区域 95 家药店	2016. 10. 21	23,748. 00	28,376. 04	0. 84	
四川贝尔康大药房	2016. 11. 14	7,979. 00	10,149. 74	0. 79	
广西略集团崇左医药	2016. 11. 14	4,577. 00	6,961. 68	0. 66	
广元市老百姓大药房	2016. 12. 12	8,371. 00	6,147. 35	1. 36	
曾理春先生个体经营药店	2016. 12. 12	1,754. 00	2,133. 86	0. 82	
成都同乐康桥大药房	2017. 1. 4	6,577. 00	6,654. 00	0. 99	0. 87
广西联康大药房	2017. 4. 26	1,477. 00	1,979. 62	0. 75	
灵石县大众药房	2018. 7. 24	2,690. 00	2,929. 03	0. 92	0. 68
曲靖市康桥医药零售	2018. 12. 11	1,510. 00	3,376. 84	0. 45	

资料来源：公司公告，国元证券研究中心

1.3 承接处方外流：重点布局 DTP，静待慢病药房审批放开

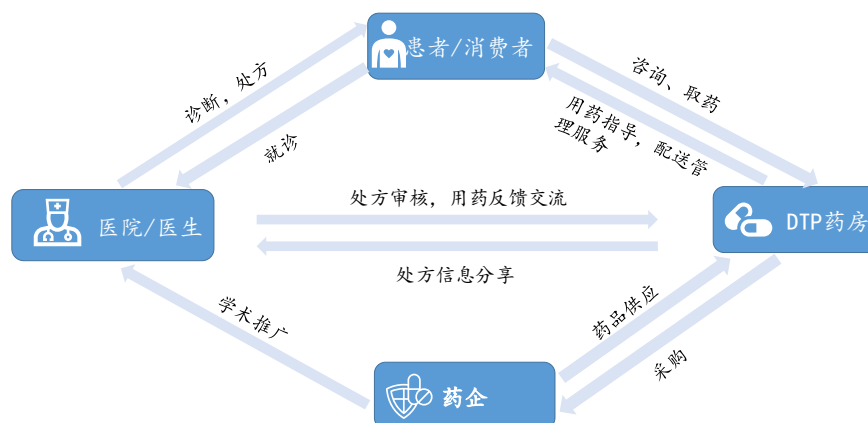
承接处方外流，药店多方位提高药事服务能力。为承接处方外流，零售药店自身的承接能力需要提升，其中存在的问题之一便是专业化服务的不足，因此提升专业化药事服务能力将成为零售药店的突破口。

- **加快布局 DTP 药房是零售药店的首选。**区别于普通销售 OTC、普药的传统零售药房，DTP 药房主要面向肿瘤、自身免疫疾病等的新特药，以及需要长期服用的慢病用药，具有专业化、体量大的优势，能够有效地承接处方外流。
- **慢病药房未来空间大。**慢病药房是专门针对慢性病用药的药房，其专业化水平更为显著，收入体量往往比 DTP 药房更大，更好地帮助零售药店承接处方外流。
- **收购基层医疗或成零售药店新思路。**通过对基层医疗机构的收购，可以拓宽零售药店的销售渠道，实现医药结合，全面提升药事服务能力，打造医药一体化大健康的概念。

1.3.1 公司率先布局 DTP 药房，选址有严格要求

DTP 药房的两大核心要素是品种和选址，零售药房具备优势。目前，从单月销售规模来看，DTP 药房大约是相似面积的社区医保药房的 3 到 4 倍，以其品种和选址优势创造高利润。早期阶段流通企业更有优势，这是因为流通企业与医院以及上游生产厂商联系更紧密更容易获得处方和品种。但现在大型连锁零售药店也基本都具备药品批发资质，同样可以和药品生产企业建立深度合作。与此同时，随着流出的处方越来越多，借助其成熟的连锁化优势提早获得了终端市场的品牌认可及地理便利的零售药店企业具有更强竞争力，选择临近综合医院或者专科医院的门店布局，更好地承接处方外流。

图 8: DTP 药店模式运行机制



资料来源：国元证券研究中心

一心堂 DTP 经营体量大，选址要求严格。零售药店中，一心堂 DTP 药店较早，且经营品种较多，给公司带来可观的利润。公司一直以来就有跟恒瑞、阿斯利康、默沙东、正大天晴等合作，今年和厂家的合作明显也明显增加。2017 年公司经营 DTP 品种有 450 个，远超其他零售药店企业，销售 1.32 亿元，相对于 2016 年增长 50.97%，且毛利率达到 11.8%。2018 年经营品种下降至 103 个，主要原因是统计口径变化（2018 年前 DTP 品种为医院处方带动品种，2018 年后细化为高单价、自费、医院处方带动的新特药和肿瘤用药）。调整后 DTP 品种销售占比上升至 0.82%，销售约 2 亿元。除此之外，公司早年就开始全面系统布局院边店建设，选址严格控制在 50-200 米之间，为 DTP 药房打下坚实基础。2017 年公司二级及以上医院方圆 200 米范围内门店 613 家，凭借地理优势迅速抢占市场。

表 4: 一心堂 DTP 销售情况

	经营品种	销售占比	销售毛利率
2016	/	0.56%	9.68%
2017	450	0.72%	11.80%
2018	103	0.82%	8.63%

资料来源：公司年报，国元证券研究中心

注：销售毛利率为前台过机毛利率

1.3.2 慢病报销比例提高，静待各地政策放开

慢病报销比例提高，静待各地政策放开。2019 年政府工作报告首次将慢病管理写入其中，要求提高慢性病报销比例、纳入医保统筹。国家医疗保障局、财政部于 2019 年 4 月 26 日印发《关于做好 2019 年城乡居民基本医疗保障工作的通知》，明确表示把高血压、糖尿病等门诊用药纳入医保报销；政策范围内报销比例由 50%提高至 60%。这不仅仅是提高居民大病保险保障功能，更是利好慢病药房，增加了慢病药房的客流，有助于扩大药房的利润空间。但目前各省对慢病药房的审批还未完全放开，大多数只能接入慢病医保个人账户，纯粹的慢病药房数量较少。如云南省至今只审批通过了 10 家慢病药房，一心堂占据一半。

各地慢病药房仍处于试验阶段，大型零售药店具有绝对优势。零售药店推进慢病服务仍处于试验阶段，主要原因是目前我国各地对慢病药房审批尚未完全放开，准入门槛很高，需要在医院周边打通处方体系，加强与医院的合作。其二，零售药店慢病药房起步较晚，尚处于发展初期，缺乏系统性慢病管理体系，前期投入成本较大。其三，执业药师缺口大，慢病药店的专业化人才严重缺失，普通店员良莠不齐，缺乏专业知识、技能，无法为慢病患者提供全面的专业药事服务，一心堂在昆明的慢病药房就配备3名执业药师，为患者提供最优质的慢病服务。虽然零售药店慢病药房的建设困难重重，但毋庸置疑的是慢病药房未来的发展空间较大，对于一心堂这类大型连锁零售药店企业，具备充足的资金和大量人才储备，加上与医院合作紧密，慢病药房是未来一大发展机遇。

表 5：部分城市开始慢病药房试点

地区	经营面积	人员配置	商品配置	药品价格	其他要求
昆明	200 平方米以上	2 名执业药师，4 名普通员工	仅经营和摆放药品	支付标准与医疗机构标准相同	原已为医保定点的申请门店，需以往两年内没有因违约被处以暂停或关闭医疗保险支付系统的情形
广州	营业面积 300 平方米以上（其中服务场所使用面积 200 平方米以上）	2 名以上执业药师	不得同时经营、陈列药品、医疗器械以外的商品	不得高于公立医院零售价	市医保定点零售药店（连锁）；近 3 年在医保、食药监、价格等方面无因违法违规受到处理；连锁总部注册资金达 5000 万元以上，自由药品物流配送中心等
乌鲁木齐	N/A	1 名以上执业药师	禁止摆放和经营非药品：9 种常见慢性病药品目录内药品备药率 90%以上	不得高于自治区网上药品集中采购价格	具备上门服务能力
台州	150 平方米以上，建立特药服务区域和患者接待区域 100 平方米以上	药学专业技术人员 4 名以上，其中执业药师 2 名以上	N/A	N/A	一定规模连锁药店的直营店 13 年来无行政处罚和医保违规记录等
淄博	N/A	N/A	仅经营特药，经营辅助用药的需到市医疗保险经办机构对经营药品进行备案，设立独立售药区域	国家谈判品种按过一年规定执行，省谈判品种执行省谈判价格	取得特药药品生产企业的经销权；所属企业在淄博行政辖区内三年药品年营业收入超过 1 亿元等

资料来源：各地药品监督局，国元证券研究中心

一心堂积极布局慢病药房，借助其带动客流量。公司高度重视慢性病管理的推广服务，目前已经在广西和云南开始实施慢病管理，为公司带来了较为可观的客流。2017 年公司能提供慢病卡购药服务的门店超过 100 家，2018 年公司开通特慢病医保支付（个人账户）的门店 341 家，该部分门店平均单店收入比公司店均收入高 51.93%，比公司医保门店店均收入高 25.60%。接入慢病管理还可以增加复购次数，从全年的频次来看，通过慢病管理后，单人复购次数从 30-40 次上升至 80-90 次。与此同时，公司在慢病药房旁边开一家普通店来进行关联销售，起到引流的作用，如昆明 10 家慢病药房中有 9 家慢病药房旁边设有普通药店。虽然目前慢病报销还未在全国推开，但一

心堂仍然加强积极布局慢病药房，为患者提供免费慢病服务，这不仅可以在眼下增厚药店的利润空间，更是为日后政策放开做好充分准备。

表 6：一心堂特慢病药店平均店均收入较高

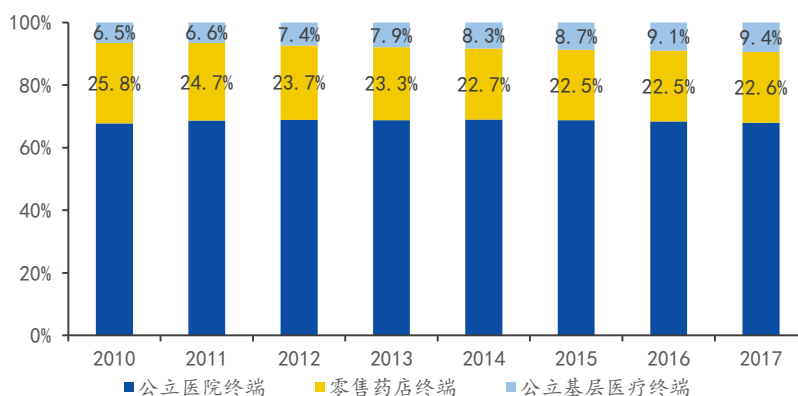
项目	营收差值
医保店比平均门店	20.96%
特慢病店比平均门店	51.93%
特慢病比平均医保店	25.60%

资料来源：公司年报，国元证券研究中心

1.3.3 面对基层医疗分流，收购也是个办法

基层医疗处方分流明显。2017 年我国三大终端药品销售额为 16,118 亿元，其中公立医院终端市场份额占比为 68%，零售药店终端市场份额占比为 22.6%，较上年同期增长 0.1%，公立基层医疗终端占比约为 9.4%，较上年的 9.1%，上升 0.3%，短期优势明显。

图 9：零售药店终端占比并未显著提升



资料来源：《中国药店发展报告》，国元证券研究中心

收购基层医疗机构成为契机，一心堂率先布局社区医疗。近年来，以卫生院和社区卫生服务中心为代表的基层医疗机构已成为各大零售药店并购的目标。这些机构大多早期由私人申请成立，体量较小，溢价水平和盈利能力和经营良好的零售药店差不多，一般收入可以做到两三百万元一年。通过收购基层医疗机构，零售药店不仅可以拓宽销售渠道，还可以实现医药结合，全面提升药事服务能力，打造医药一体化大健康的概念。其中一心堂为典型代表，目前正在各地批量收购卫生院和服务中心，目标布局 300 多家社区服务中心，旨在未来可以实现自开处方。由于国家鼓励医疗资源往社区走，且对非营利的社区卫生院会有相应补贴，这对于一心堂是利好。此外，一心堂还将模仿美国药店龙头 CVS 的 minute clinic(一分钟诊所)模式，在药店内开辟新空间，由执业护士和医师助理组成，主要针对轻病小病常见病进行诊断治疗。未来公司会将药与医相结合，依托于社区医疗服务终端，给客户提供专业化服务，逐步将非营利社区卫生院转向营利性，并发展自己的门店。

1.4 医保：提升覆盖率，结合当地政策合规经营

严厉打击医保盗刷行为，合规大型连锁药店竞争优势凸显。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，对定点零售药店，重点查处套取医保基金等骗保行为。根据国家医疗保障局统计，截至 2018 年末，各地共检查定点医药机构 27.2 万家，查处违约违规违法机构 6.63 万家。药店的规范化经营管理日益趋严，使中小药店的生存压力进一步加大，不合规的药店被逐步驱逐出市场，合规大型连锁药店的竞争优势开始凸显。

对于非药品销售政策，一心堂并未受太大影响。一心堂所在各省市并未禁止非药品的售卖，只是要求按照工商部门注册登记的经验范围展开经营，并且分开摆放非药品与药品。而在更多省份和地区，医保类门店和非医保类门店采取的是分开管理的模式，非医保类门店允许售卖非药品，医保类门店则禁止售卖或达到一定面积标准后申请分区售卖。以云南为例，200 平米以上的医保门店才可以做此申请。四川、广西出台了关于扩大职工基本医疗保险个人账户使用范围的通知，提高了个人账户资金的使用率，有利于促进医保定点门店的营收增长，为统筹医保账户做准备。

表 7：一心堂所在省市零售药店经营范围限制情况

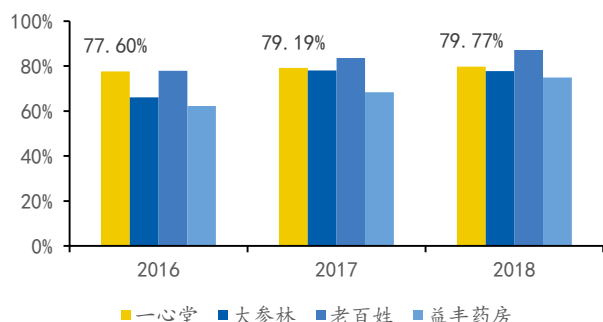
省市	发布时间	文件	要点	是否限制售卖非药品
云南	2016.05	《关于进一步完善城镇基本医疗保险定点零售药店管理工作的补充通知》	定点零售药店按照工商部门注册登记的经营范围开展经营活动，严格执行基本医疗保险政策规定，严禁允许或协助参保人员使用医疗保险个人账户支付规定范围外的商品。	否
四川	2019.02.26	四川省医疗保障局等四部门关于完善城镇职工基本医疗保险个人账户使用有关政策的通知	个人账户资金除职工本人使用外，扩大到其配偶、夫妻双方父母、子女使用，实现家庭成员互助共济个人账户资金在原使用基础上扩大到省内定点药店购买医疗器械、医用耗材、辅助器具等。	扩大医保使用范围
重庆	2017.03.05	关于进一步加强医保定点零售药店管理的建议	监管部门应在显眼位置张贴国家规定的基本医疗保险目录内的药品名称及指导零售价，以免影响参保人员利益。	否
海南	2017.08	整治定点医疗机构和药店	定点零售药店按照工商部门注册登记的经营范围开展经营活动	否
山西	2017.11.19	《关于进一步完善城镇基本医疗保险定点零售药店管理工作的通知》	要求医保定点零售药店陈列物品限于《药品经营许可证》批准经营范围内的药品、医疗器械产品、国家及省医药部门文件规定与健康相关的产品。	否
广西	2018.07.01	《关于扩大职工基本医疗保险个人账户使用范围的通知》	个人账户资金除职工本人使用外，扩大到其配偶、夫妻双方父母、子女使用，实现家庭成员互助共济个人账户资金在原使用基础上扩大到省内定点药店购买医疗器械、医用耗材、辅助器具等。	扩大医保使用范围
河南	2018.05.31	《河南省基本医疗保险定点零售药店管理办法》	非医保刷卡物品应专柜摆放并有明显标志，严禁向参保人员刷医保卡销售食品、化妆品、生活用品等，严禁采取各种手段为参保人员变现医保卡内个人账户资金	

资料来源：各省市食药监局，国元证券研究中心

医保个人账户支付占零售药店销售收入主要组成部分，医保门店收入较高。2018 年，四大零售药店上市公司获得各类“医疗保险定点零售药店”资格的药店占各公司药店总数的 70% 以上，其中老百姓大药房的医保覆盖率达到 87.08%，为四大上市公司之首，一心堂紧随其后为 79.77%。2018 年一心堂医保销售占比 40.71%，公司医保

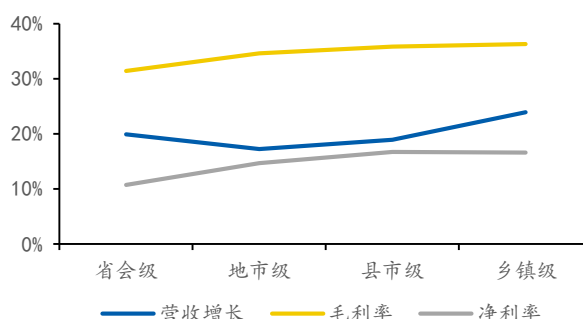
门店的收入比平均门店收入高 20.96%，县市级、乡镇级医保门店的营收增长明显快于其他两级区域门店，并且毛利率也略高。因此，未来各公司应向允许医保个人账户支付种类范围更广，医保政策更利好的区域开拓新门店。

图 10：四大零售药店上市公司门店开通医保比例



资料来源：wind，国元证券研究中心

图 11：2018 年一心堂医保门店经营情况



资料来源：wind，国元证券研究中心

医保覆盖率高，华南地区提升空间大。一心堂医保覆盖率高，2018 年整体可达到 79.77%，仅次于老百姓的 87.08%。从区域分布上看公司医保门店主要集中在西南和华北地区，华南地区（广西、海南）门店的医保覆盖率尚未超过 50%。公司医保覆盖率仍有进一步上升的空间。

表 8：2018 年一心堂各区域医保覆盖率

	门店数量	获得各类医保定点资格门店数量	占药店总数的比例
西南地区	4,636	3,940	84.99%
华南地区	769	378	49.15%
华北地区	331	265	80.06%
华东地区	10	1	10.00%
华中地区	12	9	75.00%
合计	5,758	4,593	79.77%

资料来源：wind，国元证券研究中心

1.5 带量采购：短期影响较小，后续重新规划

中标药品对一心堂的销售额、利润额影响有限。从短期来看，由于中标品类药品的价格均要高于医院，带量采购将降低中标药品价格，该部分药品的销售将会承压，但是目前带量采购所涉及品类还相当有限，对利润额冲击较小。对于截止 2018 年末 4+7 城市中标的带量采购品种，一心堂的销售占比仅有 0.69%，毛利率也显著低于公司平均毛利率，其中标价的变动不会对公司销售、利润产生重大影响。

表 9：一心堂销售毛利率受带量采购影响有限

时间	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	0.63%	12.33%	11.13%	11.37%
2017	0.69%	10.52%	14.26%	13.52%
2018	0.69%	12.02%	12.40%	12.34%

资料来源：一心堂年报，国元证券研究中心

公司后续重新规划，消除带量采购的负面影响。为了应对带量采购的负面影响，一心堂对部分中标品类已进行去库存或下架处理，找寻替代中标品类，将损失最小化。同时，在品类拓展上，公司将加强与中标企业及非中标企业的业务合作和价格谈判，把公司零售药店变为该部分商品的重要销售渠道，并努力降低中标药品的采购价格，维持一定的毛利水平。一方面，大部分中标厂商仍然保持着合作意向，由于利润和销售金额上会受到一定影响，厂商可能有其他补偿方式；另一方面，非中标厂商，为加强自身与零售药店的合作，也愿意降价让利，这将给公司带来一定的增量。

1.6 互联网药店：强大的信息系统和物流体系是保障

1.6.1 互联网药店鼓励第三方配送，处方药销售暂未放开

电子处方平台搭建完成，大部分省份明确鼓励第三方配送。2018 年 4 月，《关于促进“互联网+医疗健康”发展的意见》落地后，互联网医疗线上线下融合成为大势所趋，经初步统计，已有 19 个省市发布“互联网+医疗健康”相关文件。就一心堂的经营区域来看，目前除上海外，其余省份均发布互联网医疗的推动文件，其中云南、重庆、贵州、天津等地表示将不仅促进处方信息共享平台建设，且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。广东、海南也积极推广处方流转平台和智慧药房，为患者提供“一站式”药事服务。山西、四川两地目前虽然鼓励企业进行药品物流配送但未明确表示支持第三方配送。

表 10：各省“互联网+医疗健康”文件

省份	要点	电子处方 共享平台	第三方 配送
甘肃、安徽、天津、 辽宁、河南、重庆、 贵州、湖南、宁夏、 青海、云南、陕西	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。探索医疗卫生机构处方信息与药品零售消费（第三方配送机构）信息互联互通、实时共享，促进药品网络销售和医疗物流配送等规范发展。	√	√
广东、广西、海南	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。推广智慧药房，鼓励医院处方外配、信息共享，改造传统药品保障流程，为患者提供“一站式”药事服务。	√	√
山西	探索医疗机构处方信息和药品零售消费信息互联互通、实时共享，促进药品网络销售和医疗物流配送等规范发展。	√	
江西	开展处方流转信息平台建设，探索构建医疗机构医师电子开方、药师电子审方、药品流通企业配药、物流送药上门或患者就近便捷取药的药事服务新模式。	√	
四川	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	√	
江苏	鼓励医疗机构依托实体医院建立互联网医院，在线提供部分常见病、慢性病复诊服务；允许医生在掌握患者病历资料后，为复诊患者在线开具处方		

资料来源：各省人民政府办公厅，国元证券研究中心

网售处方药暂未开放，药店不能放松电商平台的建设。2017 年 11 月食药监发布《网络药品经营监督管理办法(征求意见稿)》明确表示网络药品销售者为零售连锁企业的，不得通过网络销售处方药。2019 年 4 月 20 日，十三届全国人大常委会审议的《药品管理法修订草案》，也有明确规定：不得通过药品网络销售第三方平台直接销售处方药。但零售药店企业仍可以大力发展电商业务，一方面可以为公司扩大销售渠道，以线上销售带动线下客流量；另一方面，从网络时代发展的需求来看，网售处方药或许是大势所趋，电商平台的完善可以为将来开放网售处方药做好准备，在政策明朗的时候最先抢占先机。

1.6.2 搭建强大信息系统和物流体系，线上销售初具规模

一心堂重视物流开发，成都有望成为物流枢纽。物流体系是支撑零售药店持续扩张的基础，是上下游管控的核心纽带。一心堂目前已搭建起以云南昆明为核心，攀枝花、成都、重庆、南宁等 10 个区域物流配送中心为一体的物流体系。其中，云南昆明物流基地承担了集团集采药品、云南区域药品配送的职责，中心内 24 小时运转，实现半自动化（因为分拣工作数据量大差异性大，纯自动化难以完成）。公司最大的物流基地坐落在成都双流，目前总面积 11000 平，可支撑 16 到 18 亿元的销售，大约对应 1300 家门店。而公司计划在 2021 年 9 月前将现有基地改造成总面积 100000 平，支撑四川省内（攀枝花除外）100 亿销售规模的新物流枢纽。届时，成都物流基地将具

备批发资质，部分药品将不再依赖昆明集采，有望成为川渝片区新的物流枢纽，公司在该片区整体议价能力有望进一步提升。

较早建立信息化管理系统，运营、销售、物流全流程跟踪。公司于 2013 年就和 SAP 达成合作协议，引入了 SAP HANA 大数据解决方案，并于 2014 年全面部署 hybris 全渠道业务平台和 SAP 客户关系管理(SAPCRM)解决方案，打造医药零售电商平台。该平台建立后，公司实现了运营、销售、物流全程跟踪，可应用于绩效考核算法、门店调拨优化、关联销售分析、新店铺货采购、客户信息分析、销售预测、实时销售报表生成、物流信息支持等场景。以物流信息支持为例，公司 2016 年在 SAP 系统基础上又自主研发了 WCS 系统。主要优势在于按照区域模块进行管理，各区域盘货不会出现复扫，不允许一个商品多个人同时操作，会提示可操作时间。随着公司销售区域不断扩大，完善的信息管理系统可以最大程度避免操作风险的发生。

图 12：一心堂 SAP 系统主要应用场景

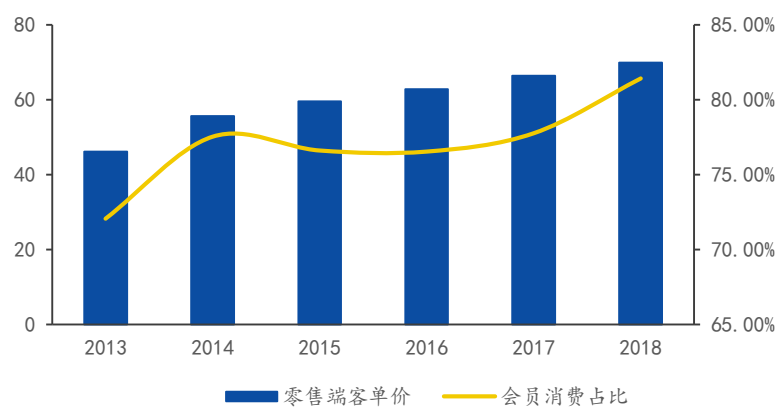


资料来源：Wind，国元证券研究中心

线上销售初具规模，未来前景广阔。公司已将线上销售视为未来重点销售渠道，公司于 2016 年上半年陆续推出一心堂 APP、团购业务、跨境业务、同城服务业务等跨界 B2C 业务，同时利用自身优势品牌影响力以及区域服务优势，推出了一心到家 B2C 业务。2018 年度全年实现电商业务交易额 6,230.86 万元，占公司总销售收入 0.72%。其中，第三方销售平台的交易额 1,701.52 万元，公司和美团、饿了么、京东到家等第三方平台均有密切合作。由于目前各地陆续出台了鼓励第三方配送的政策，线上销售 OTC 产品及 O2O 模式已经越来越成为主流（处方药在线销售仍未彻底放开），尤其在第三方配送较为发达的省会城市往往更受欢迎。目前，公司在天津地区电商销售占比可达该地区药品销售总收入 15% 以上。

会员消费占比提升，客户粘性高。强大的信息管理系统为会员体系构建提供了保障，公司的 CRM 系统通过大数据平台，完成线上、线下会员一体化集团式管理，并从原来简单的会员等级划分，升级为顾客多维度细分，针对不同分类会员开展会员权益推广，对不同顾客群提供不同方式的全方位服务，提高顾客忠诚度。目前公司有超过 1800 万名会员，会员消费占比已从 2013 年 72.07% 上升至 2018 年 81.41%，而客单价则由 46.14 元增加至 69.87 元，年复合增长率约为 8.64%，可以看出客户粘性逐步增强。

图 13：一心堂会员消费占比提升



资料来源：Wind，国元证券研究中心

2. 重点市场的发展之道：夯实云南，着力四川，未来开拓陕甘宁

2.1 构建市场评分体系，三类市场区别对待

根据一心堂目前已覆盖和已有计划拓展的市场，我们选取了云南、四川、广西、山西、海南、贵州、重庆、陕西、宁夏、山东这 10 个省份构建市场评分体系，其中云南、四川、广西、山西、海南、贵州、重庆为公司门店数量较多的区域，陕西、宁夏、山东为待开发区域。我们将单个药店服务人数、人均地区生产总值、人均城镇基本医疗保险基金累计结余、基层医疗人均诊疗次数、城镇居民人均医疗保健支出五个定量维度，以及综合政策倾斜、竞争格局两个定性维度作为打分依据，按照其对零售连锁药店发展水平的有利影响程度进行评分。采取 1-10 分不重复的评分方式，对零售连锁药店发展越有利的分数越高。

- **单个药店服务人数**：以各省市 2018 年末常住人口为服务人数、2018 年药品零售企业数量为药店数量相除得出平均每个药店的服务人数，单个药店服务人数越多，药店能产生的经济体量越大，得分越高。
- **执业药师密度**：将各省市执业药师数量除以 2018 年药品零售企业数量得到各省市的执业药师密度，密度越高，表示该地区执业药师配备情况越好，零售的专业药事服务能力越强，得分越高。
- **人均城镇基本医疗保险基金累计结余**：由城镇居民医疗保险基金和城乡职工医疗保险基金两部分组成。由 2017 年城镇基本医疗保险基金累计结余金额除以 2017 年城镇人口为人数得出。人均累计结余金额越大，医保支出的能力越强，得分越高。
- **基层医疗人均诊疗次数**：是以 2017 年末常住人口为基数的 2017 年基层医疗卫生机构人均每年诊疗次数，反应当地基层医疗发展水平，人均诊疗次数越高，则基层医疗发展水平越好，零售连锁药店的获客能力越低，得分越低。
- **城镇居民人均医疗保健支出**：采用 2017 年数据，反应当地城镇居民的医疗保健消费水平，医疗保健支出越高，则医疗保健消费水平越高，得分越高。
- **综合政策倾斜**：政策从执业药师、远程审方、药店分类分级、互联网+医疗健康、医保政策这几个维度出发，综合分析各个省份的政策倾斜程度，政策越有利于零售连锁药店发展的，得分越高。值得注意的是，尽管目前官方文件中并未对非药品售卖做明确禁止，但实际操作中可能存在差异。如云南省 200 平方米以上的医保门店可以申请售卖非药品，但是需要分区展示，其他省份没有明确规定不能售卖但一般也要分区展示。

表 11：综合政策倾斜评分依据（依据官方文件）

省份	是否开展远程 审方	是否进行药店分类分 级管理	是否支持电子处 方平台	是否支持第三 方配送	是否明确限制药店 售卖非药品
云南	√	√	√	√	×
四川	√	√	√		×
广西	√		√	√	×
山西	△		√		×
海南	√		√	√	×
贵州	√		√	√	×
重庆			√	√	×
陕西	△		√	√	×
宁夏			√	√	×
山东	△	√			×

资料来源：各省人民政府官网，各省人社局、医保局、药监局，国元证券研究中心

注：√表示已经明确出台相关政策文件，△表示鼓励或试行政策。

- **竞争格局：**根据各省份龙头企业市场份额以及一心堂在该区域的布局进行综合分析一心堂的竞争力，竞争力越大，得分越高。未进入区域则考虑原有市场中是否存在强势龙头企业。

评分结果如下表所示：

表 12：市场评分体系评分结果

省份	单个药店 服务人数	执业药师 密度	人均城镇基本医 疗保险基金累计 结余	基层医疗人 均诊疗次数	城镇居民人 均医疗保健 支出	综合政策 倾斜	竞争 格局	总分
云南	9	4	5	4	5	10	5	42
四川	5	6	10	2	4	8	4	39
广西	8	8	7	5	2	6	2	38
山西	6	7	6	10	7	3	8	47
海南	1	2	9	3	3	5	9	32
贵州	3	1	1	9	1	7	3	25
重庆	2	3	3	8	8	2	1	27
陕西	7	9	2	7	10	9	6	50
宁夏	10	10	8	6	9	4	10	57
山东	4	5	4	1	6	1	7	28

资料来源：国家及各省市药监局，国家统计局，国家卫健委，wind，国元证券研究中心

- **云南、四川、山西、广西、海南为重点开拓区域，**公司在这五大省份的直营门店数量均排名当地前列，竞争力强，各个维度得分相对均衡，大多数不存在明显短板。公司有望继续夯实在这五个省份的市场地位并逐步发挥规模效应提升利润率水平。
- **宁夏、陕西为待开发重点区域，**公司近期有进军陕甘宁和山东地区的计划，但山

东目前评分较低。陕西和宁夏在各方面评分均表现优异，尤其是执业药师密度较高，且居民人均医疗保健消费水平较高，店均服务人数多，单店经济体量较大。与此同时，两地政策倾斜度高，对连锁药店未来发展较为有利，有待进一步扩张。

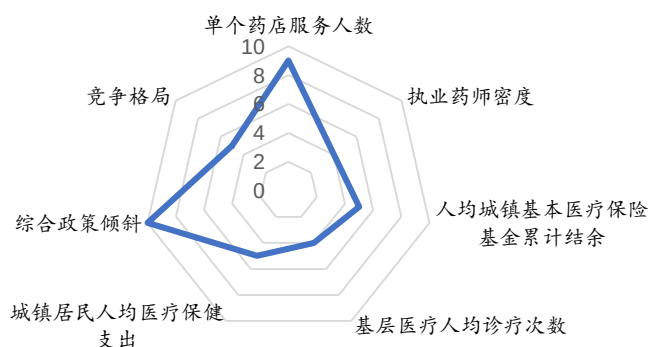
- **山东、重庆、贵州为相对弱势区域**，地方型单体零售药店数量居多，竞争激烈，执业药师缺口大，医保支出能力较低，且贵州的整体消费水平以及医疗保健消费水平较低，市场扩容相对困难。但公司可以充分利用这些区域的特点制定有针对性的战略，如重庆地区地势不平，夏季炎热，消费者外出购物意愿较低，十分适合 O2O 模式的发展。

2.2 云南：政策支持零售药店发展，领头羊地位稳固

2.2.1 云南单店服务人数多，多项政策利好药店发展

云南市场零售药店数量众多，药店发展前景较好。根据国家药监局数据初步统计，截至 2018 年末，云南省零售药店共 12017 家左右，零售药店市场销售规模达 120 亿元。省内单体零售药店数量较多，主要龙头零售连锁药店企业为一心堂和健之佳，其他连锁企业如云南白药和国药布局比重较小。从评分体系来看，云南在十大省份中排第 4，主要以其政策利好和单个药店服务人数多出彩。

图 14：云南省打分模型概览



资料来源：Wind, 国元证券研究中心

单个药店服务人数众多，经济体量较大。根据测算，云南省平均单店服务人数 4018 人，高于全国平均服务人数，单个药店经济体量较大，零售药店发展较好。除此之外，云南市场零售药店连锁率低于全国连锁率 52.15%，零售单体药店数量占整个市场 50% 以上，对连锁药店来说仍然有较大的扩张空间。

云南省医药政策有利于零售连锁药店发展。在执业药师“挂证”整治趋严的情况下，云南开展远程审方试点并推广应用药店分类分级管理，以此缓解执业药师短缺压力。除此之外，云南省积极开展互联网医疗推动线上销售，对线下门店允许 200 m² 以上医保药店申请售卖非药品，为大型连锁药店的发展提供了空间。

表 13: 云南省政策概况

政策	时间	内容	重点
注册执业药师	2019. 03. 27	《云南省药品零售企业执业药师“挂证”行为整治工作方案》	开展药品零售企业执业药师“挂证”行为整治工作
远程审方	2019. 07. 03	《关于进一步促进药品零售企业健康发展的意见》	1. 试行开展“药品零售连锁企业远程药师服务”。药品零售连锁企业 10 家技术门店至少配备 3 名执业药师, 每增加 15 家门店增配 1 名执业药师 。2. 开展执业药师远程药事服务及审方业务的药品零售连锁企业, 其连锁门店 可不再配备执业药师 。3. 接受药品零售连锁企业的执业药师远程药师服务及审方业务服务的其他药品零售企业 可不再配备执业药师 , 但应 至少配备一名依法经过资格认定药学技术人员 作为药师负责人。
分级分类	2019. 07. 03	《关于进一步促进药品零售企业健康发展的意见》	严格落实药品分类管理的法律规定, 凭处方销售处方药, 保证公众用药安全。
互联网+医疗健康	2019. 04. 29	《云南省人民政府办公厅关于促进“互联网+医疗健康”发展的实施意见》	探索医疗卫生机构处方信息与药品零售消费信息互联互通、实时共享。医疗卫生机构线上开具的慢性病、常见病处方, 经药师审核后, 可委托符合条件的第三方机构配送。
医保	2016. 05	《关于进一步完善城镇基本医疗保险定点零售药店管理工作的补充通知》	定点零售药店按照工商部门注册登记的经营范围开展经营活动, 严格执行基本医疗保险政策规定, 严禁允许或协助参保人员使用医疗保险个人账户支付规定范围外的商品。

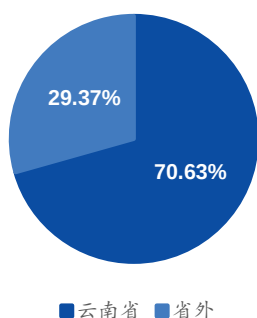
资料来源: 云南省药监局、云南省人民政府、云南人社、国元证券研究中心

- **试点远程审方, 零售连锁药店执业药师资格放宽, 抢占单体药店市场份额。**2019 年 7 月 3 日, 云南省药监局发布《关于进一步促进药品零售企业健康发展的意见》。对连锁药店来说, 开展执业药师远程药事服务及审方业务的连锁门店可以不配备执业药师, 这无疑是减轻了执业药师不足的压力, 降低了连锁药店的成本。与此同时,《意见》鼓励药品零售连锁企业将执业药师远程药事服务及审方业务向其他药品零售企业延伸, 扩大了连锁药店的业务范围。对于单体药店来说, 情况却不容乐观, 求助远程药事服务虽然减少了执业药师的压力, 但也必须配备 1 名依法经过资格认定的药学技术人员作为质量负责人。单体药店不仅要支付连锁药店“求助费”, 还要承担店内的技术人员成本, 成本端并未得到缩减, 反而有助于连锁药店逐步替代单体药店抢占市场份额。
- **积极开展“互联网+医疗健康”, 连锁药店客流优势明显。**随着处方信息共享平台以及第三方机构物流配送的积极建设, 推动便捷化用药服务的开展, 对具备条件的连锁药店来说, 可以通过线上客流带动线下销量, 实现线上线下双盈利的局面。
- **医保药店无明确限制售卖范围, 药店毛利提升空间大。**云南人社 2016 年 5 月发布的《关于进一步完善城镇基本医疗保险定点零售药店管理工作的补充通知》规定定点零售药店按照工商部门注册登记的经营范围开展经营活动, 但仍允许 200 m² 以上医保药店申请售卖非药品, 只是需要分区展示, 意味着大型连锁药店可以扩大店内售卖商品品种, 增加利润端, 有助于药店毛利率的提升。

2.2.2 夯实领头羊地位，中药生产提升全公司利润

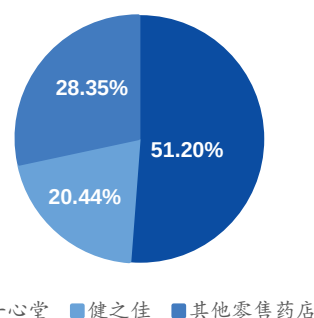
云南是一心堂大本营，市场份额高。截至 2018 年末，一心堂云南市场门店数量 3559 家，占公司总门店的 61.81%；营收增长为 19.41%，经测算零售收入超过 60 亿元，占公司总零售收入的 70.63%，是公司的主战场。从整个云南市场来看，一心堂布局全省 129 个县级行政区，销售收入占市场份额 50%以上，在云南市场占据主导权。

图 15：一心堂云南省为公司主要收入来源



资料来源：公司年报，国元证券研究中心

图 16：云南一心堂市场份额高



资料来源：公司年报，国元证券研究中心

云南一心堂业绩表现突出，夯实领头羊地位。云南一心堂发展起步早、范围广，已经在省内形成良好的品牌效应，具有较好的议价能力和盈利能力，对其他省份起到了一定的带头作用。根据招股说明书，2014 年云南一心堂毛利率已经达到 40.22%，高于西南地区其他省份。2015 年公司更改了披露分类，按区域分类，2018 年西南地区毛利率在 39.91%，根据调研四川、贵州毛利率约 36%，可以明显看出云南带动了整个西南地区的毛利率水平；华南地区、华北地区、华中地区、华东地区毛利率分别为 37.22%、33.80%、28.55%、39.44%，均不及西南地区。

表 14：一心堂西南地区毛利率

	2009	2010	2011	2012	2013	2014
云南	36.50%	37.02%	38.32%	37.60%	39.56%	40.22%
四川	30.87%	41.57%	42.29%	38.88%	36.00%	35.45%
贵州	33.32%	36.02%	39.49%	40.78%	32.2%	36.57%
重庆	28.58%	30.64%	28.09%	42.13%	40.01%	38.50%

资料来源：招股说明书，wind，国元证券研究中心

表 15：一心堂各地区毛利率

	2015	2016	2017	2018
西南地区	41.15%	41.63%	40.62%	39.91%
华南地区	35.92%	33.93%	38.77%	37.22%
华北地区	32.01%	32.59%	35.62%	33.80%
华中地区	0.00%	20.16%	31.17%	28.55%
华东地区	39.70%	36.22%	42.19%	39.44%

资料来源：招股说明书，wind，国元证券研究中心

云南市场趋于饱和，门店下沉稳步推进。截至 2019 年第一季度，云南省内共有门店 3703 家，同比增长 13.21%，低于公司整体门店增速 16.49%。按照人口及新增商圈数量来推断，一心堂在云南省短期内达到 5000 家门店将是合理状态，大部分门店都将进入成熟期，预计增速每年保持在 6%到 7%。公司坚持打造云南当地药店第一品牌，通过将已有门店进行整合、新增门店向二三线城市下沉的方式稳步推进，逐步实现高市占率、高密度网络的连锁药店市场。

图 17：一心堂云南门店扩张速度放缓

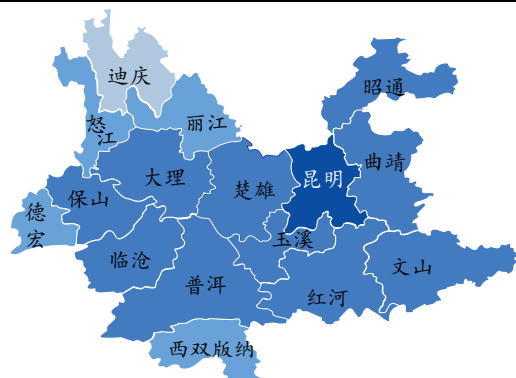


资料来源：Wind，国元证券研究中心

云南一心堂竞争优势大。目前云南零售药店市场主要连锁竞争主体为一心堂和健之佳，将健之佳与一心堂对比发现，一心堂具有多方面的竞争优势：

- **门店数量优势：**截至 2018 年末，一心堂布局云南全省 16 个市州 129 个县级行政区，共有 3559 家，其中昆明超过 1000 家。一心堂云南市场呈现一个中心、多边辐射的布局，以昆明为中心，逐步向红河、楚雄、大理、曲靖、玉溪等周边市州延伸，较为偏远的丽江、怒江、迪庆等少量布局。健之佳云南市场共计 1257 家，除昆明、红河、曲靖外均不足百家，边远地区还未入驻。无论是广度上还是深度上，一心堂的药店布局均具有绝对优势。

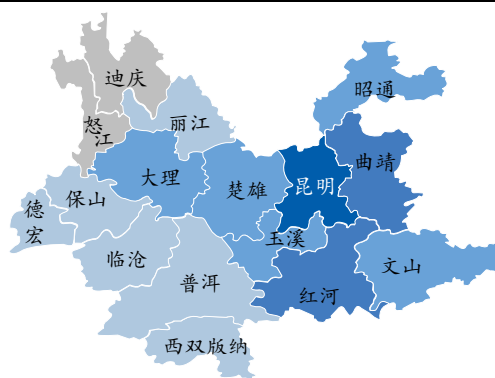
图 18：云南一心堂门店分布情况



资料来源：公司年报，公开资料，国元证券研究中心

注：颜色越深表示门店数量越多，灰色表示门店数量为零

图 19：云南健之佳门店分布情况



资料来源：公司招股说明书，国元证券研究中心

注：颜色越深表示门店数量越多，灰色表示门店数量为零

- **市场份额优势：**归功于一心堂门店数量多，其零售收入在整个云南零售药店市场占比约 51.20%，健之佳只有 20.44% 左右，是健之佳的 2.5 倍，更是远超其他小型连锁药店企业和单体药店。

表 16：云南市场竞争格局

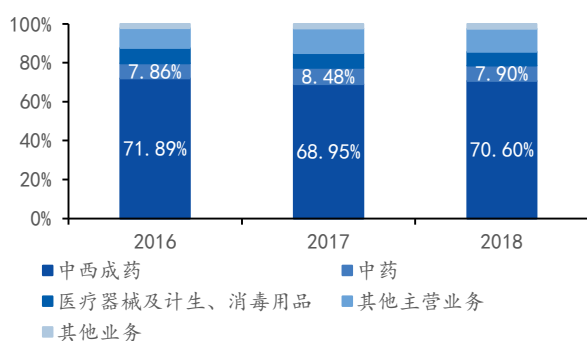
	门店数量		销售额（亿元）	
一心堂	3559	29.62%	≈61.44	51.20%
健之佳	1257	40.46%	≈24.53	20.44%
全部零售药店	12017	100.00%	≈120.00	100.00%

资料来源：调研资料，一心堂公司年报，健之佳招股说明书，国元证券研究中心

- **主营业务优势：**一心堂主营业务为医药零售连锁，而便利店起家的健之佳采用便利店+药店的模式，无论从单体规模、经营效率、品牌影响力、DTP/特慢病药房等各方面都达不到一心堂的水平。

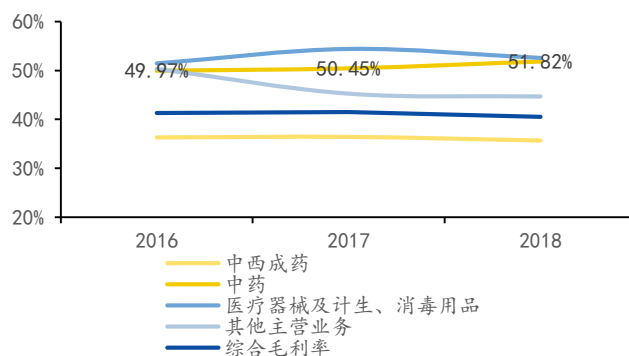
云南为中药生产基地，利润贡献度高。云南地区是中药生产大省，中药原料和生产企业数量多。根据云南药监局披露，截至 2017 年 11 月底，全省有生产原料药和制剂的企业有 209 家，其中生产原料药和制剂的企业有 108 家，生产中药（含中药饮片）的企业有 164 家。一心堂主营业务也涉及中药，其中药品品牌“鸿翔”远销全国各地，口碑优秀。2018 年公司中药销售毛利率为 51.82%，远高于中西成药的 35.66% 以及公司整体毛利率 40.50%。虽然一心堂的中药销售占比不到 10%，但是中药的毛利率较高，且逐年以 1% 的速度提升，可以抬升公司整体的盈利能力。此外，虽然零售药店相对于云南当地的中药集市没有价格优势，但在省外仍有一定的价格优势，可以通过向省外供货的方式提升中药的销售量。

图 20：中药销售占比不到 10%



资料来源：公司年报，国元证券研究中心

图 21：中药毛利率高于公司平均水平



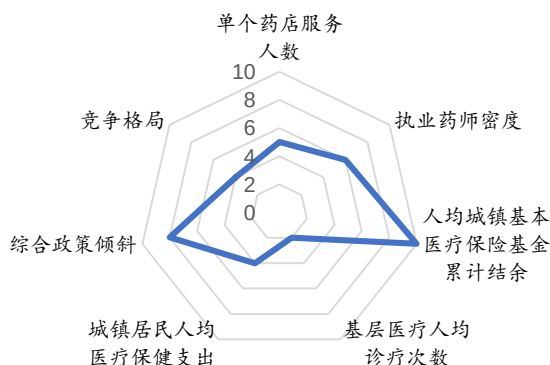
资料来源：公司年报，国元证券研究中心

2.3 四川：市场广阔，未来有望成为业绩放量点

2.3.1 四川具备多种优势，市场格局较为分散

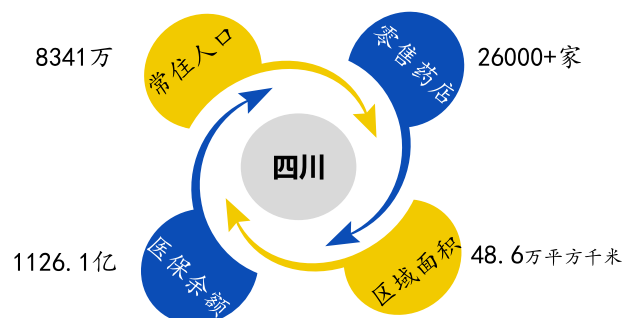
从评分体系来看，四川在十大省份中排名第五，四川省城镇基本医疗保险基金累计结余充足，地方政策利好，竞争优势明显。

图 22：四川省评分模型概览



资料来源：一心堂，国元证券研究中心

图 23：四川省市场主要特点



资料来源：一心堂，国元证券研究中心 注：区域门店数量越多，蓝色颜色较深

城镇基本医疗保险基金累计结余充足。2017 年，四川省基本医疗保险基金收入为 1023.2 亿元，位列全国第七；基本医疗保险基金累计结余 1126.1 亿元，仅次于广东以及江浙沪；人均基本医疗保险基金累计结余 2670.45 元，在我们选取的十个省市中排名第一。相反，2017 年人均城镇居民医保支出只有 1423.40 元，医保结余和目前较低的人均医保支出不匹配。未来有望随着居民医疗保健意识的增强，人均医保支出回归合理，四川医疗消费市场潜在规模巨大。

表 17：十个省市 2017 年人均城镇医保情况

	2017 年人均城镇基本医疗保险基金累计结余（元）	2017 年城镇居民人均医疗保健支出（元）
四川	2670.45	1423.40
海南	2118.13	1399.80
宁夏	2060.31	1874.00
广西	1985.48	1065.90
山西	1984.90	1651.60
云南	1925.27	1526.70
山东	1615.32	1610.00
重庆	1581.14	1700.00
陕西	1575.17	2016.70
贵州	1143.81	1050.10

资料来源：国家统计局，国元证券研究中心 注：浅蓝高亮为人均城镇居民医保支出高于四川的省市

四川政策监管严格，单体药店影响大。

执业药师方面，2019 年四川省药监局转发的国家药监局《关于开展药品零售企业执业药师“挂证”行为整治工作的通知》要求发现有“挂证”行为的执业药师直接注销处理，2017 年以来已有 5 名执业药师被注销注册；另外，执业药师提供远程药学服务也不替代零售药店按规定必须配备的驻店执业药师。执行远程药师服务作为过渡方案或者直接聘请注册执业药师，提高了药店的运营成本，单体药店的生存空间受到强烈冲击。反之，连锁药店有自己的远程审方系统和执业药师储备，品牌优势明显。比如一心堂已有执业药师超过 440 人，另有 10 名执业药师在四川成都负责远程审方；药店内设置共享处方平台；并且，公司在全国范围内采取大量招聘的方式配备近百名执业药师。

医保政策方面，2019年2月26日，四川省医疗保障局传达了《关于完善城镇职工基本医疗保险个人账户使用有关政策的通知》，此政策扩大了使用人群（其配偶、夫妻双方父母、子女使用）、使用范围（统筹区内支付挂号费、门诊特殊疾病、住院、健康体检、非计划免疫接种、远程诊疗、家庭医生签约服务费和支付与医疗保障相关的政府部门开展的社会保险个人缴费部分的费用，省内定点药店购买医疗器械、医用耗材、辅助器具等）、使用区域（全省联网的定点药店）。这对于非医保单体药房会产生较大冲击，而对于正规经营的连锁药店，四川医保局审批速度较其他地区更快，一般情况下三个月就可以拿到资质，提升了新开门店的爬坡速度。目前，一心堂在四川门店的医保覆盖率高达99%，已基本实现全覆盖。

除此以外，四川地区对于金税三期改革等推进力度也很大，单体药房由不规范经营带来的利润空间逐渐被压缩，有利于一心堂等大型连锁药店的市场份额提升。

表 18：四川省综合政策情况

政策	时间	内容	重点
注册执业药师	2019.03.20	转发《国家药监局综合司关于开展药品零售企业执业药师“挂证”行为整治工作的通知》	发现有“挂证”行为的执业药师直接注销处理
远程审方	2017.10.17	《四川省进一步改革完善药品生产流通使用政策实施方案》	执业药师提供远程药学服务不替代零售药店按规定必须配备的驻店执业药师（2014年2月1日后新开办的所有零售药店必须单独配备执业药师） 第三方平台公司可以自建第三方独立执业药师远程药学服务平台（以下简称“第三方药学服务平台”），为零售单店提供执业药师远程药学服务
分级分类	2017.06.06	关于征求《四川省药品经营企业分级分类管理办法（征求意见稿）》意见的公告	由其所在地市（州）、县（市、区）按照属地监管的原则，落实监管要求
互联网+医疗健康	2018.11.15	《关于进一步做好互联网医院和互联网诊疗相关工作的通知》	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。
医保	2019.02.26	《四川省医疗保障局等四部门关于完善城镇职工基本医疗保险个人账户使用有关政策的通知》	个人账户资金除职工本人使用外，扩大到其配偶、夫妻双方父母、子女使用，实现家庭成员互助共济 个人账户资金在原使用基础上扩大到省内定点药店购买医疗器械、医用耗材、辅助器具等。

资料来源：国家统计局，国元证券研究中心

市场格局“多弱低乱”，竞争对手尚未形成规模。四川省2018年常住人口8341万人；国家药品监督管理局数据显示，截止2019年6月底，四川省药品零售企业共有26808家；平均每店服务人数均在3100人以上。四川药品零售市场具有药店多、单店盈利能力弱、集中度低，竞争混乱的特点，还未出现成具备绝对竞争优势的零售连锁药店。公司的主要对手有全亿健康体系药店，高瓴资本体系药店，正和祥药店，德仁堂等，还不具有市场统治力。

表 19：四川一心堂主要竞争对手

四川省零售药店	门店数量	备注
一心堂	712	直营+收购
正和祥	635（估）	直营+收购
高瓴	410+	四川东升（297）成都市华杏大药房（114）
全亿健康	350+	四川芙蓉大药房（190）成都宁丰堂（65）巴中怡和（45） 宜宾天天康（37）成都乐源堂
德仁堂	185（估）	直营

资料来源：公开资料整理，国元证券研究中心

2.3.2 四川地区重点开发，未来两三年有望成为业绩放量点

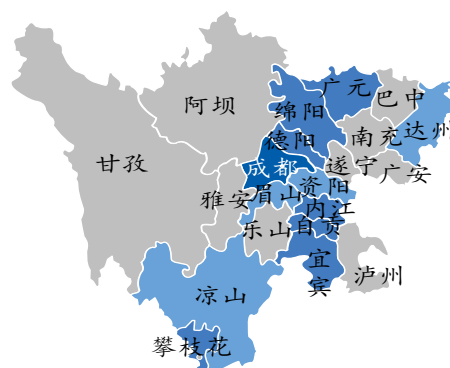
四川是公司省外布局规模最大的市场，是战略规划中的第一拓展区域。2003 年，一心堂在攀枝花市成立四川省公司，正式宣告进军四川市场。2008 年四川一心堂门店数量已达 37 家，2014 年起加快四川区域的扩张速度。2017 年上半年公司通过外延并购的方式在四川地区加强拓展力度，完成 12 次收购，新进入眉山、绵阳和广元等市场；新增门店 291 家，同比增速达到 102.11%。截止 2019 年 3 月，四川已有门店 712 家，主要布局在川东，以成都平原、资阳、简阳、德阳、宜宾、攀枝花等经济发达地区为主。公司计划今年在成都增加 40 家门店，预计一心堂在成都的门店数量将达到 200 家；加阿坝、甘孜、雅安地区暂时还未部署。

图 24：四川一心堂的门店数量及同比增速



资料来源：一心堂，国元证券研究中心

图 25：四川一心堂门店分布情况



资料来源：一心堂，国元证券研究中心 注：区域门店数量越多，蓝色颜色较深

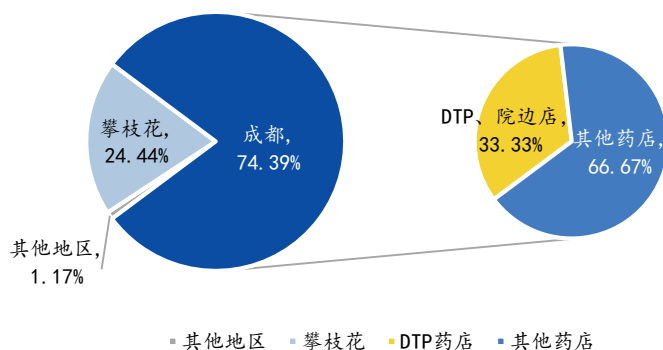
注重协同效应，打造“第二个云南一心堂”。2019 年，四川一心堂受执业药师供给影响，预计新开 200 家门店。第一季度现已增加 37 家门店，另有超 50 家在筹建准备中。公司大举推行川渝战略，主要基于以下原因：

- **率先同云南实现资源共享。**四川距离云南比较近，且拥有非常广阔的边界线，两地之间可以有效实现资源互补共享。例如四川物流基地可实现与昆明物流中心互通互补，优化配送体系。
- **四川人口众多，市场空间大。**四川拥有数千万人口，市场规模是云南的 2 倍，四川终端药品市场体量达到 400 亿，虽四川地区药店密度大，但人均经济水平比云南高、单体药店服务人数多、市场集中度低，后期有充分的发展空间。

- **四川市场的药品结构和云南比较接近。**两省产品重合度高，供应链联系紧密。一方面公司可以面向供应商实现联合谈判，获得更多的供应链支持。另一方面相似的产品结构有望实现产销一体化。如在中药领域，2017 年四川全省中医药年诊疗量达 1.1 亿人次，占全省总诊疗量近 20%，全省基层中医药服务量达 43.5%，位列全国首位；而云南是全国中药生产大省。同时，四川地区人民群众重视养生且一心堂药店内也有坐诊医师指导，不仅中药在云南地区销售占比高，四川的成都地区也是公司的重要销售区域，四川一心堂正计划从现有的门店中抽出 40 家打造中药旗舰店，重点发展传承中药文化。
- **可形成西南大片区根据地。**云南与四川、重庆、广西等地可以连成一片，从而形成广阔的战略纵深，建立覆盖西南和华南的战略根据地，最终实现四五百亿的市场规模。

早期着重提升市占率和营收规模，各区域已逐步实现盈利。按照公司战略，现阶段四川市场以提升市场占有率为主，远期目标在四川各区域布局 5000 家门店。根据调研，2018 年，四川一心堂的营业收入突破 9 亿，其中**营收贡献最大的是成都**，规模近 7 亿，占四川一心堂市场的 74%；其营收主要来自于 6 家 DTP 药房和院边店，占成都区域营收的 1/3。虽然 DTP 药房提升了销售体量，但处方药毛利率比 OTC 低，拉低了四川地区整体毛利水平，约 35%。**另一个支撑四川营收规模的城市是攀枝花。**攀枝花在 2018 年实现营收 2.3 亿，占四川一心堂营收约 24%，毛利率达到 36%，更重要的是，在攀枝花新开的门店 4 个月以内就能实现盈利。2018 年，攀枝花实现净利润约 1200 万，而其他四川地区共计亏损有近 2000 万。通过草根调研我们发现，目前一心堂进驻四川共大小区域市场 43 个，新建门店成功率达 70%，其中已有 13 个小市场已首现轻微盈利或盈亏平衡，大市场现处于整合期，未来通过对商品的整合能力以及对门店的精细化管理，有望逐步成型，实现盈利。

图 26：四川一心堂 2018 年营收分布情况



资料来源：一心堂，国元证券研究中心

门店进入成熟期，物流基地升级，业绩放量期临近。一心堂在四川地区扩张最快的是 2017 年，四川地区门店大约 18 个月实现盈亏平衡，从 2019 年开始大部分门店将逐步进入盈利期和成熟期，利润率回升指日可待。此外，公司积极改造的可支撑 100 亿销售规模的成都物流基地将在 2021 年投入使用，营收规模有望持续扩大。

2.4 其他区域：利用区域特色，抢占待开发市场

➤ 广西

市场辽阔竞争激烈。广西是一心堂此前在省外发展最快的市场，公司自 2006 年公司进入广西市场后，基本实现了全省布局，其中柳州、钦州、南宁等地门店数量较多。在评分模型中，广西地区药店密度不高，单店服务人数约 3930 人，高于全国平均水平，市场前景广阔。但是，广西地区整体医疗消费支出水平低，竞争格局较为激烈。一心堂目前在广西地区尚不具备明显优势，老百姓、大参林、柳药和国药等大型连锁药店在广西均有布局，各家市场份额较为均衡，总市场占有率约 20%，仍有 80% 市场属于地方连锁或单体药店，未来整合空间较大。

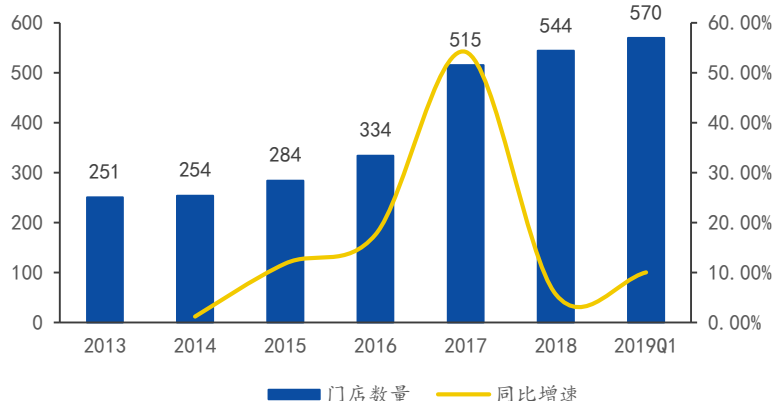
图 27：广西一心堂门店分布情况



资料来源：公司调研，国元证券研究中心

新增门店速度放缓，后续加强内部整合。公司已经放缓在广西地区的扩张步伐，广西地区加速扩张期发生在 16 到 17 年间，公司先后并购了广西方略集团崇左医药连锁有限公司 130 家门店、广西联康大药房连锁有限公司所持有 21 家门店以及灵石县大众药房连锁有限公司 21 家门店，单单 2017 年一年新增门店数量就达到 181 家，同比增速达 54.19%。但随后公司没有在广西继续快速扩张，2018 年全年仅新开 67 家门店，另有 32 家、6 家门店因经营战略选择问题关闭和搬迁。公司转而加强并购后门店内部整合，通过全流程管理、销售结构优化等方式提升毛利水平，目前广西地区前台毛利率超过 37%，加后台接近 40%，较并购集中期时已有明显上升。

图 28：一心堂广西地区门店增速放缓



资料来源：国家药品监督管理局执业药师注册平台，国家药品监督管理局及各省局，国元证券研究中心

➤ 海南

药店距离限制被打破，药店密度可能虚高。海南在 2018 年以前对于零售药店开设有 300 米的距离限制，因此海南省药店数量一直没有呈现出大幅增长态势。2018 年 8 月，海南省食品药品监督管理局印发了《海南省开办药品零售企业验收实施标准》，该标准对新开办药店间距和营业场所面积不作限制。2017 年海南省零售药店总数为店 5354 家，取消该限制后目前海南省注册在案的零售药店已达到 7145 家，年复合增速接近 20%，远远超过全国平均水平。若按照海南省常住人口 934 万人计算，目前海南单个药店服务人数仅有 1307 人。不过，考虑到海南省是旅游大省，该密度可能虚高。根据海南省旅游和文化广电体育厅数据，2018 年海南省共接待国内外游客 7627.39 万人次，该部分流动人口有望为海南零售药店市场贡献大量增量资金。

一心堂高举高打，可充分利用先发优势。一心堂于 2015 年 4 月收购海南地方连锁龙头海南联合广安堂，采取高举高打战略，快速扩大市场占有率，目前已成为海口市占率最高的零售药店企业，截至 2019 年一季度拥有门店 238 家，占海南市场总规模 3.33%。药店距离限制放开后，具有先发优势、地缘优势的一心堂可以更好利用品牌效应，以自建为主、收购为辅，环岛稳步扩张。

图 29：海南一心堂门店分布情况



资料来源：公司调研，国元证券研究中心

山西

基层医疗开展薄弱竞争格局分散，零售药店机会大。山西省在评分模型中得分较高，各项参数较为平均，其中值得注意的是山西基层医疗开展情况最为薄弱，2017 年人均前往基层医疗机构诊疗次数仅为 1.97 次。对于零售药店而言，可以充分利用当地基层医疗机构相对薄弱的机会积极承接药占比较高的高值药物。除此以外，山西地区的竞争格局也相对分散，尚未出现具备绝对控制力的连锁药房，国大药房和地方性连锁同仁康相对数量较多，一心堂在山西的地位仅次于国大药房，尤其在山西中部的太原、吕梁和晋中地区一心堂已经属于龙头公司。

图 30：山西一心堂门店分布情况



资料来源：公司调研，国元证券研究中心

稳扎稳打，19 年预计保持平稳扩张。回顾一心堂在山西的扩张历史，2009 年 11 月山西来福一心堂创办，在发展较快的 2015—2018 年间公司分别通过增资自建以及收购地方连锁的方式将门店数量由 44 家增加至 200 家以上，且收购主要集中在中部地区。2019 年公司预计仍将增加 50 家左右门店，坚持稳扎稳打、集中布局的战略，逐步提升山西地区利润率。

➤ 陕甘宁

宽松竞争压力小，执业药师配备率高。陕甘宁地区是公司下一步重点拓展区域之一，具备多重优势。首先，陕甘宁地区药店密度不高，缺乏实力较强的连锁药店，竞争格局较为宽松。此外，宁夏是我国执业药师配比率最高的省份，现有执业药师数量足以支撑药店数量翻一番。陕西省出台的一系列政策如偏远地区由药师代替执业药师、慢病档案管理制度等都大大缓解了执业药师紧张状况，有利于零售药店快速扩张。从药店定位来看，陕甘宁地区的消费水平也和云南、广西等区域类似，符合公司主打二三线城市社区店的思路。

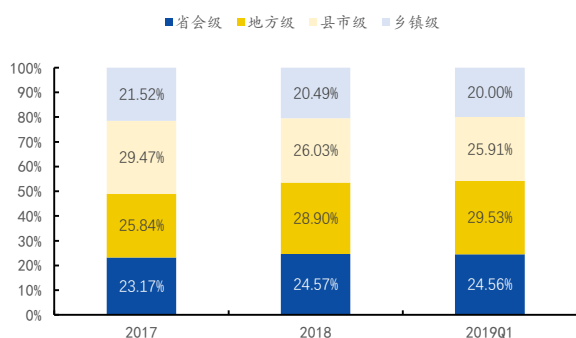
3.运筹帷幄的经营之道：市场策略精准，扩张红利有望兑现

3.1 贯彻市场中部切入策略，城乡一体化的先行者

公司力图打造以地市级、县级为市场中部，省会级、乡镇级为市场头部和底部的垂直渗透门店体系。不同于老百姓较为集中在省会市场的策略，一心堂运用省会级市场的品牌效应，从地市级、县级市场切入，垂直渗透向乡镇级市场拓展，逐渐建立竞争壁垒和成本优势，形成行业独有的市县乡一体化发展格局。

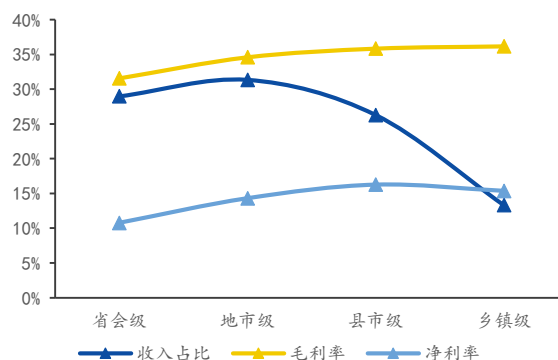
中部市场收入、门店占比最高，县、乡镇市场利润率有优势。从收入占比和门店数量看看，这四级市场呈现橄榄形。截至 2019 年一季度末，公司地市级门店和县级门店共 3329 家，占全部门店的 55.44%，其收入占营业总收入的 57.68%。而从利润率角度看，中底部市场的利润率水平更高。以 2018 年为例，省会级市场的毛利率、净利率分别为 31.57%、10.78%，而乡镇级市场的毛利率、净利率则为 36.19%、15.39%。

图 31：各层级市场药店数量占比



资料来源：wind，国元证券研究中心

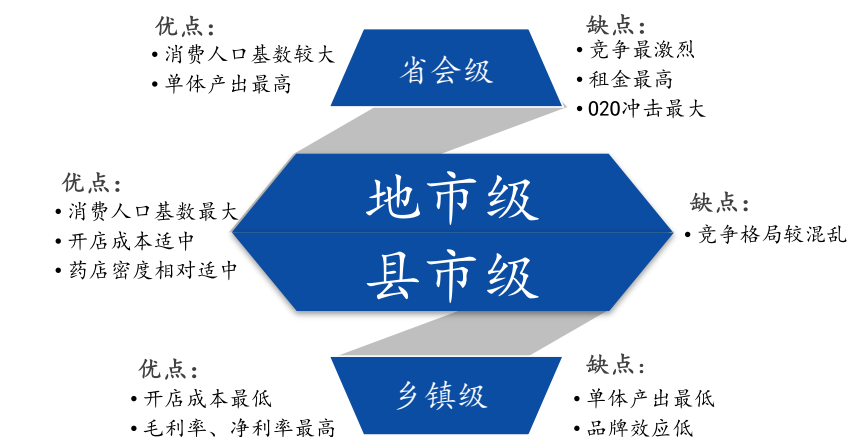
图 32：2018 年各层级市场主要指标对比



资料来源：wind，国元证券研究中心

各层级市场各自发挥优势，可起到良好协同效应。省会级城市虽然单体产出能力强，但竞争压力、经营成本最大。中部市场具有密集度高、经济体量大、盈利能力强的特点，对县域市场人群消费起到示范作用。通过在中部市场建立的采购、配送、品种优势，公司可逐渐向底部市场辐射。同时，由于三四线城市门店不需要投入更多的营销成本和进行更激进的价格竞争，单一门店的毛利率和净利率水平较高，县级、乡镇级市场为公司提供了足够的营业收入和净利润。

图 33：一心堂城乡一体化垂直市场体系



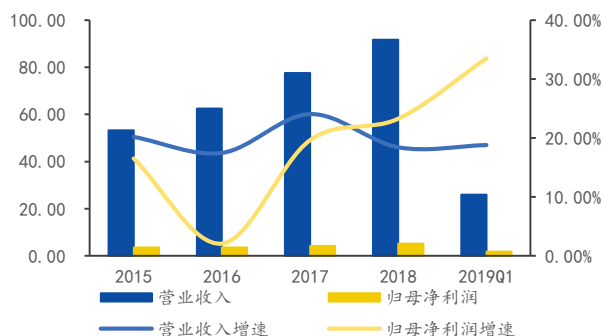
资料来源：Wind, 国元证券研究中心

3.2 多项指标稳定向好，扩张红利有望逐步兑现

3.2.1 业绩稳健，租效比更能反映一心堂门店经营效率

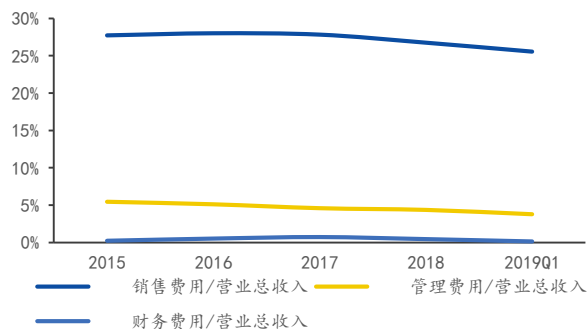
公司业绩稳中有升，费用率呈现下降趋势。一心堂近几年营收增速稳定在 20%左右，而利润增速在 2016 年快速扩张期后已呈现出加速趋势，2019 年一季度归母净利润同比增速达到 33.51%。这与一心堂加强老店整合，控制费用率有密切关系。目前一心堂整体费用率已出现下降，2019 年一季度销售/管理/财务费用率分别为 25.55%/3.77%/0.14%，整体期间费用率下降 2.08pct 至 29.47%。其中销售费用率较去年同期下降 3.15pct，改善较为明显。

图 34：一心堂业绩稳健



资料来源：Wind, 国元证券研究中心

图 35：一心堂各项费用率呈现下降趋势



资料来源：Wind, 国元证券研究中心

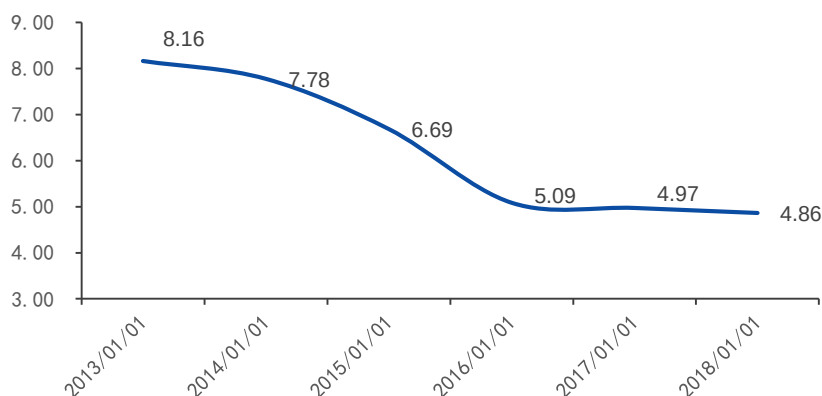
市场战略和区域分布决定了一心堂门店平效、人效不占优势，而租效比行业领先。由于公司采取了市场中部切入战略，将主要门店分布在西南地区的二三线城市，且以规模适中的社区店为主，因此单体门店产出较小。人效方面，公司主要布局区域员工成本占比较高，随着执业药师政策的严格执行，这一比例可能继续增加。但是，公司所处区域租金较便宜，相较于其他上市公司一心堂租效比明显具备优势。从趋势上看，一心堂各项经营指标均较 2017 年实现上升，公司经营效率稳步提升。

表 20：主要零售药店经营效率对比

	2017			2018		
	公布平效	人效	租效	公布平效	人效	租效
一心堂	46.23	35.92	16.14	46.30	39.67	16.19
老百姓	59.00	53.69	14.73	53.00	59.27	14.03
益丰药房	63.88	44.40	12.17	61.05	38.61	12.10
大参林	94.40	43.44	15.19	85.07	43.97	14.08

资料来源：国元证券研究中心

上游议价能力增强，应付账款周转率逐年下降。公司深耕西南地区，在云南、广西等地品牌控制力强，对上游议价能力突出，应付账款周期较长。公司自 2013 年以来应付账款周转率已从 8.16 下降至 2018 年的 4.86。

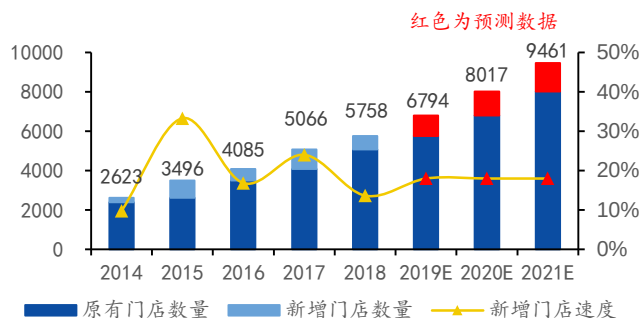
图 36：一心堂应付账款周转率逐年下降


资料来源：Wind, 国元证券研究中心

3.2.2 近两年新增门店速度放缓，成熟门店比例上升

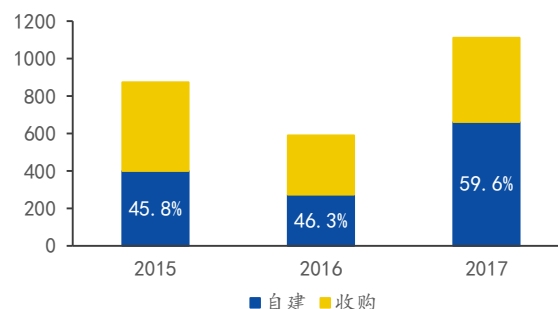
新增门店速度放缓，更加重视挖掘内生增长。由于公司前期扩张速度较快，以并购为主，为了获得规模效应和高渗透率，一定程度上牺牲了短期业绩表现，出现净利率下降，费用率上升等问题。目前，公司扩张速度已有所放缓，并逐步提升自建率。根据 2018 年年报，公司新增门店增速为 13.66%，较 2017 年增速下降近 10 个百分点，预测 2019 年新增门店增速略有上升但稳定在 20% 左右。扩张结构方面，2017 年公司新增门店中有 59.6% 依靠自建，较 2016 年上升 13.3%，首次实现自建门店数量超过并购数量。

图 37：一心堂扩张增速放缓



资料来源：公司年报，国元证券研究中心

图 38：一心堂自建率开始提升



资料来源：公司年报，国元证券研究中心

新增门店早期收入较高，进入成熟期后净利率较高。根据公司 2013-2018 年的历史新增门店经营情况，建立单店爬坡模型。我们假设一家 120 m²的新开店，年均坪效为 16,800 元/m²，成本保持不变的情况下，第 1 年营收增速较快，大于 50%，1-5 年内增速在 15%-30%左右，5 年之后进入成熟期，营收增速维持在 10%左右。可以发现新增门店第 2 年内实现盈利（往往为 14 个月到 16 个月），净利率约 1.98%，第 2-3 年实现收支平衡，第 5 年之后进入成熟期，净利率达到 10.95%。

表 21：一心堂典型单店爬坡模型

基础假设					
单店面积（平米）	120	销售人员（个）	4	其他成本（万元）	16.00
成熟坪效（元/平米）	16800	人均薪酬（万元）	5.3		
毛利率	40%	单位租金（元/平米/日）	3.2		
爬坡情况（单位：万元）					
时间（年）	第一年	第二年	第三年	第四年	第五年
爬坡速度	51%	68%	83%	90%	100%
营业收入	103	137	167	181	202
毛利	41.13	54.84	66.93	72.58	80.64
房租成本	14.02	14.02	14.02	14.02	14.02
人工成本	21.20	21.20	21.20	21.20	21.20
其他成本	16.00	16.00	16.00	16.00	16.00
营业利润	-10.09	3.62	15.72	21.36	29.42
净利润	-7.57	2.71	11.79	16.02	22.07
累积净利润	-7.57	-4.85	6.93	22.95	45.02
净利率	-7.36%	1.98%	7.04%	8.83%	10.95%

资料来源：草根调研，公司年报，国元证券研究中心

根据 2018 年年报，公司 2017 年以前开业的门店综合净利率为 15.36%，2013 年以前开业门店净利率达到 18.77%，而新开一年以内的门店净利率只有 2.96%，与我们测算结果类似。

表 22：一心堂成熟门店净利率高

开业年度	门店数量	营收增长	毛利率	净利率
开业 2 年以上	3972	9.47%	34.20%	15.36%
其中：开业五年以上	1749	7.33%	34.15%	18.77%
开业 2-5 年	2223	12.35%	34.26%	10.98%
开业 2 年以内	1094	101.39%	34.38%	2.96%

资料来源：公司年报，国元证券研究中心

快速扩张期的门店即将进入成熟期，公司经营效率有望快速提升。公司战略目标 2019 年新增 1200 家门店，考虑到目前执业药师政策严格，我们预测未来三年门店增速虽略有上升但稳定在 18% 左右。随着 2017 年以前高速扩张期的新增门店逐步进入成熟期，未来几年的盈利能力有望快速提升。预计 2020 年开始，成熟门店占比将快速提升至 40% 以上，公司整体净利率也将显著提升。

表 23：一心堂快速扩张期新增门店逐渐进入成熟期

门店类型	门店数量（占比）							
	2015	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E	2022E
新开店（1 年以内）	856	668	1094	953	1036	1223	1443	1703
	24.5%	16.4%	21.6%	16.6%	15.3%	15.3%	15.3%	15.3%
次新门店（1-5 年）	1066	1922	2223	2837	3571	3751	4306	4656
	30.5%	47.1%	43.9%	49.3%	52.6%	46.8%	45.5%	41.7%
成熟门店（5 年以上）	1574	1495	1749	1968	2187	3043	3711	4805
	45.0%	36.6%	34.5%	34.2%	32.2%	38.0%	39.2%	43.0%
合计	3496	4085	5066	5758	6794	8017	9461	11163

资料来源：公司年报，国元证券研究中心

3.2.3 多种渠道融资，子弹充足有望开启新一轮扩张

一心堂可用资金充足，有望开启新一轮扩张。截至 2019 年 3 月 31 日，一心堂货币资金 13.95 亿，持有短期理财产品 10 亿、短期融资券 12 亿，未来 12 个月内到期中票 4 亿，多种融资渠道提供资金流动性，预测最大可用资金 35.95 亿元，居四大药房的首位，有望进一步扩张门店。假设一个 100 平以上的普通门店的初始投入量为 50 万元，目前的资金足够支撑 7000 家以上门店的扩张。这里需要指出的是公司 2019 年发行 6.03 亿元可转债，但本次募集资金将投向于中药饮片产能扩建项目（3.93 亿元）、信息化建设项目（2.10 亿元），并无新店扩张用途。可转债资金必须专款专用否则将触发回售条款，因此并未将该部分资金考虑在内。

表 24：四大零售药店公司资金情况

公司	2019Q1 货币资金	短期理财产品	可转债	中票	短期融资券	未来 4 月内到期中票	最大可动用资金
一心堂	13.95	10.00	-	4.00	12.00	4.00	35.95
老百姓	11.88	-	-	10.00	-	-	21.88
大参林	14.50	-	1.50	-	-	-	16.00
益丰药房	12.15	5.50	-	-	-	-	17.65

资料来源：公司公告，公司年报，国元证券研究中心 注：考虑到可转债的专项专用，只统计可用于门店扩张的金额

4. 盈利估值预测及投资建议

基本假设：

- 1、将一心堂门店分为新开店（1 年以内）、次新门店（1-5 年）以及成熟门店（5 年以上），模型中单店收入、净利率等指标均基于一心堂典型门店爬坡模型数据，数据截止到 2018 年年报。
- 2、考虑到一心堂 16、17 年快速扩张期间各项费用率明显提升，调低了其单店净利率水平。但随着一心堂新增门店速度放缓，并购门店整合逐步完成，18 年后单店净利率逐步回升。历史数据已基本调整到和报表值相匹配。
- 3、19 年门店扩张速度与年报预期一致为 1200 家，未来三年门店增速维持在 18%。
- 4、考虑到一心堂收入体量较大的院边店、DTP 药房、慢病药房等数量不断上升以及处方外流政策的推进，我们对各店龄门店店均收入给予 3%左右的年化增长。
- 5、未来几年各店零门店净利率水平相对稳定，次新门店和成熟门店考虑到公司议价能力增强规模效应显现稍稍有所上升。

表 25:一心堂盈利预测(按店龄分布)

	2015	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E	2022E
新开店 (1 年以内)	856	668	1094	953	1036	1223	1443	1703
新开门店占比	24.50%	16.40%	21.60%	16.60%	15.30%	15.30%	15.30%	15.30%
店均收入 (万)	89	93	98	103	106	109	112	115
新开门店收入 (百万)	761.84	621.24	1072.12	981.59	1098.16	1333.07	1616.16	1958.45
净利率	-7.00%	-7.00%	-7.00%	-7.00%	-7.00%	-7.00%	-7.00%	-7.00%
净利润 (百万)	-53.33	-43.49	-75.05	-68.71	-76.87	-93.31	-113.13	-137.09
次新门店 (1-5 年)	1066	1922	2223	2837	3571	3751	4306	4656
次新门店占比	30.50%	47.10%	43.90%	49.30%	52.60%	46.80%	45.50%	41.70%
店均收入 (万)	140	142	144	147	150	153	157	160
次新门店收入 (百万)	1492.40	2729.24	3201.12	4170.39	5356.50	5739.03	6760.42	7449.60
净利率	5.00%	4.00%	4.40%	4.50%	4.80%	4.80%	4.90%	4.90%
净利润 (百万)	74.62	109.17	140.85	187.67	257.11	275.47	331.26	365.03
成熟门店 (5 年以上)	1574	1495	1749	1968	2187	3043	3711	4805
成熟门店占比	45.00%	36.60%	34.50%	34.20%	32.20%	38.00%	39.20%	43.00%
店均收入 (万)	195	197	200	202	205	207	209	212
成熟门店收入 (百万)	3069.30	2945.15	3498.00	3975.36	4483.35	6299.01	7755.99	10186.60
净利率	10.50%	9.80%	10.20%	10.20%	10.60%	10.60%	10.70%	10.70%
净利润 (百万)	322.28	288.62	356.80	405.49	475.24	667.70	829.89	1089.97
合计门店数量	3496	4085	5066	5758	6794	8017	9461	11163
门店增长率		16.85%	24.01%	13.66%	17.99%	18.00%	18.01%	17.99%
合计收入 (模型值/百万)	5323.54	6295.63	7771.24	9127.34	10938.01	13371.11	16132.57	19594.65
合计收入 (报告值/百万)	5321.15	6249.34	7751.14	9176.27				
收入增长率		18.26%	23.44%	17.45%	19.84%	22.24%	20.65%	21.46%
合计净利润 (模型值/百万)	343.57	354.31	422.60	524.44	655.48	849.85	1048.02	1317.91
合计净利润 (报告值/百万)	346.44	353.38	422.71	521.07				
净利润增速		3.13%	19.27%	24.10%	24.99%	29.65%	23.32%	25.75%

资料来源:草根调研, 公司年报, 国元证券研究中心

可比公司估值:

A 股共有四家上市零售药店, 19 年平均 PE 水平约为 34 倍, 一心堂仅为 20 倍, 远低于行业平均水平。此外, 公司 19 年预测 PEG 水平为 0.82, 是唯一小于 1 的零售药店公司。考虑到公司未来几年仍可以保持接近 30% 的利润增速, 相较于对标公司具备估值优势。

表 26：可比公司估值比较

公司代码	公司名称	总市值（亿元）	收盘价	EPS			PE			PEG
				19	20	21	19	20	21	
002727.SZ	一心堂	134.11	23.62	1.16	1.43	1.75	20.36	16.50	13.47	0.82
603939.SH	益丰药房	256.04	67.57	1.50	1.98	2.57	45.08	34.14	26.33	1.32
603883.SH	老百姓	170.36	59.45	1.87	2.28	2.81	31.85	26.07	21.13	1.41
603233.SH	大参林	243.47	46.82	1.25	1.51	1.85	37.58	30.94	25.25	1.73
	平均						33.72	26.91	21.55	

资料来源:Wind, 国元证券研究中心 注:除一心堂外,均采用wind一致性预测结果,收盘价为7月19日数据

投资建议:

远程审方全面推行缓解执业药师短缺,公司下半年有望完成新开门店目标,全年业绩影响不大。2020年后快速扩张期门店陆续进入成熟期,利润将进入快速增长期。预计2019-2021年,将公司归母净利润微调至:6.52(-0.04)、8.34(+0.26)和10.42(+0.68)亿元,对应基本每股收益分别为:1.15(-0.01)、1.47(+0.05)和1.84(+0.12)元/股,对应当前股价PE分别为17、13和11倍。维持目标价40.95元/股,给予公司“买入”的投资评级。

5.风险提示

执业药师供给不足、异地扩张不达预期、门店整合不及预期等。

*国元持仓披露:

财务预测表

资产负债表					
单位:百万元					
会计年度	2017	2018	2019E	2020E	2021E
流动资产	4996	5057	6045	7369	9008
现金	2196	1352	1757	2320	3016
应收账款	597	606	736	900	1086
其他应收款	179	177	209	256	308
预付账款	373	404	519	597	729
存货	1626	1866	2198	2671	3220
其他流动资产	25	651	625	627	649
非流动资产	2150	2299	2276	2299	2312
长期投资	12	81	113	137	162
固定资产	502	493	456	407	352
无形资产	83	85	82	79	76
其他非流动资产	1554	1641	1625	1676	1721
资产总计	7147	7356	8321	9668	11320
流动负债	2643	3289	3779	3891	4501
短期借款	100	0	802	230	110
应付账款	1700	2032	2402	2968	3578
其他流动负债	843	1257	575	693	813
非流动负债	810	17	14	415	415
长期借款	0	0	0	0	0
其他非流动负债	810	17	14	415	415
负债合计	3453	3306	3792	4306	4916
少数股东权益	0	4	3	2	1
股本	568	568	568	568	568
资本公积	1410	1410	1410	1410	1410
留存收益	1716	2067	2548	3383	4425
归属母公司股东权益	3694	4046	4526	5361	6403
负债和股东权益	7147	7356	8321	9668	11320

现金流量表					
单位:百万元					
会计年度	2017	2018	2019E	2020E	2021E
经营活动现金流	391	636	743	934	979
净利润	423	520	650	833	1041
折旧摊销	139	181	147	159	175
财务费用	56	41	28	17	-35
投资损失	-2	-24	-17	-18	-20
营运资金变动	-261	-65	-84	-57	-189
其他经营现金流	37	-17	18	1	8
投资活动现金流	-286	-894	-143	-183	-199
资本支出	142	156	0	0	0
长期投资	-264	681	32	24	25
其他投资现金流	-408	-58	-111	-159	-174
筹资活动现金流	443	-720	-194	-189	-85
短期借款	99	-100	802	-572	-120
长期借款	0	0	0	0	0
普通股增加	47	0	0	0	0
资本公积增加	832	0	0	0	0
其他筹资现金流	-536	-620	-996	383	35
现金净增加额	548	-978	406	562	696

利润表					
单位:百万元					
会计年度	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入	7751	9176	10938	13371	16133
营业成本	4533	5457	6491	7957	9593
营业税金及附加	63	71	66	80	97
营业费用	2157	2455	2920	3557	4291
管理费用	355	399	514	622	758
研发费用	0	0	0	0	0
财务费用	56	41	28	17	-35
资产减值损失	80	94	79	72	79
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资净收益	2	24	17	18	20
营业利润	507	684	858	1085	1370
营业外收入	46	17	20	36	38
营业外支出	7	10	13	13	24
利润总额	547	692	865	1108	1384
所得税	124	172	214	275	343
净利润	423	520	650	833	1041
少数股东损益	0	-1	-1	-1	-1
归属母公司净利润	423	521	652	834	1042
EBITDA	702	906	1033	1261	1510
EPS (元)	0.74	0.92	1.15	1.47	1.84

主要财务比率

会计年度	2017	2018	2019E	2020E	2021E
成长能力					
营业收入 (%)	24.0%	18.4%	19.2%	22.2%	20.7%
营业利润 (%)	29.8%	34.9%	25.3%	26.5%	26.3%
归属母公司净利润 (%)	19.6%	23.3%	25.0%	28.1%	24.9%
获利能力					
毛利率 (%)	41.5%	40.5%	40.7%	40.5%	40.5%
净利率 (%)	5.5%	5.7%	6.0%	6.2%	6.5%
ROE (%)	11.4%	12.9%	14.4%	15.6%	16.3%
ROIC (%)	15.6%	14.0%	17.0%	21.0%	24.4%
偿债能力					
资产负债率 (%)	48.3%	44.9%	45.6%	44.5%	43.4%
净负债比率 (%)	2.90%	24.16%	21.15%	5.34%	2.23%
流动比率	1.89	1.54	1.60	1.89	2.00
速动比率	1.27	0.97	1.01	1.20	1.28
营运能力					
总资产周转率	1.18	1.27	1.40	1.49	1.54
应收账款周转率	15	15	16	16	16
应付账款周转率	3.51	2.92	2.93	2.96	2.93
每股指标 (元)					
每股收益 (最新摊薄)	0.74	0.92	1.15	1.47	1.84
每股经营现金流 (最新摊薄)	0.69	1.12	1.31	1.65	1.72
每股净资产 (最新摊薄)	6.51	7.13	7.97	9.44	11.28
估值比率					
P/E	26.57	21.55	17.24	13.46	10.78
P/B	3.04	2.78	2.48	2.09	1.75
EV/EBITDA	15	12	10	8	7

投资评级说明

(1) 公司评级定义		(2) 行业评级定义	
买入	预计未来 6 个月内，股价涨跌幅优于上证指数 20% 以上	推荐	预计未来 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10% 以上
增持	预计未来 6 个月内，股价涨跌幅优于上证指数 5-20% 之间	中性	预计未来 6 个月内，行业指数表现介于市场指数±10% 之间
持有	预计未来 6 个月内，股价涨跌幅介于上证指数±5% 之间	回避	预计未来 6 个月内，行业指数表现劣于市场指数 10% 以上
卖出	预计未来 6 个月内，股价涨跌幅劣于上证指数 5% 以上		

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本人承诺报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业操守和专业能力，本报告清晰准确地反映了本人的研究观点并通过合理判断得出结论，结论不受任何第三方的授意、影响。

证券投资咨询业务的说明

根据中国证监会颁发的《经营证券业务许可证》(Z23834000), 国元证券股份有限公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

一般性声明

本报告仅供国元证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。若国元证券以外的金融机构或任何第三方机构发送本报告，则由该金融机构或第三方机构独自为此发送行为负责。本报告不构成国元证券向发送本报告的金融机构或第三方机构之客户提供的投资建议，国元证券及其员工亦不为上述金融机构或第三方机构之客户因使用本报告或报告载述的内容引起的直接或间接损失承担任何责任。本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的信息、资料、分析工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的投资建议或要约邀请。本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有本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投资银行业务服务或其他服务。

免责条款

本报告是为特定客户和其他专业人士提供的参考资料。文中所有内容均代表个人观点。本公司力求报告内容的准确可靠，但并不对报告内容及所引用资料的准确性和完整性作出任何承诺和保证。本公司不会承担因使用本报告而产生的法律责任。本报告版权归国元证券所有，未经授权不得复印、转发或向特定读者群以外的人士传阅，如需引用或转载本报告，务必与本公司研究中心联系。网址：

www.gyzq.com.cn

国元证券研究中心

合肥	上海
地址：安徽省合肥市梅山路 18 号安徽国际金融中心 A 座国元证券	地址：上海市浦东新区民生路 1199 号证大五道口广场 16 楼国元证券
邮编：230000	邮编：200135
传真：(0551) 62207952	传真：(021) 68869125
	电话：(021) 51097188