

从融资、并购、整合、自建、加盟 五个维度评估药房的扩张能力和剖析其投资价值

分析师：唐爱金

研究助理：冯俊曦

电话 020-88836115

020-88836115

邮箱 tangaij@gzgzhs.com.cn

Fengjx@gzgzhs.com.cn

执业编号 A1310516100001

广证恒生医药唐爱金团队 2019年7月30日



■ 融资能力：目前一心堂融资总额度最高，未来大参林融资潜力最大

截止于2019Q1，益丰药房、一心堂、老百姓、大参林通过IPO、增发、可转债、公司债等方式分别合计融资27.32亿元、42.97亿元、30.26亿元、19.89亿元，目前一心堂的融资总额度最高。大参林实际控制人持股比例最高（62.55%），未来融资潜力最大。

■ 并购能力：益丰药房、老百姓、一心堂并购抢占先机，大参林具备预期差

并购范围层面，益丰药房、老百姓在全国范围进行并购，一心堂并购区域主要集中在云贵川地区，大参林多数并购集中于广东、河南和华东地区，且上市时间较晚，过去并购规模较小；并购价格层面，益丰药房、老百姓、大参林、一心堂近三年平均并购价格PS分别为0.88、0.86、0.99、0.97。

■ 整合能力：益丰药房、老百姓整合能力突出，一心堂改善空间明显

益丰药房以新兴药房为例，并购后其成长能力、盈利能力均得以提升，且基本完成承诺业绩；老百姓并购前后平均业绩增速约12.30%，平均业绩承诺完成率约为113.10%；一心堂于2015年开始切入川渝市场，2018年Q1开始实现盈利，2018年H1川渝地区门店交易次数和客单价分别同比增长45.76%、1.29%，营收同比增长近50%，西南地区单店营收从2015年的156万元/年提升至164万元/年，经营效率显著提升。

■ 自建能力：大参林、老百姓新建门店的盈亏平衡周期较短，具备较强的盈利能力和区域深耕优势

益丰药房新店盈亏平衡周期约2年（2012年新店营业数据）；老百姓新店盈亏平衡周期约1.5年（2012年新店营业数据）；大参林新店盈亏平衡周期约2年。其中，省内、省外盈亏平衡周期分别为1.5年和2年（2014年新店营业数据）；一心堂新店盈亏平衡周期约22个月（招股说明书数据）。

■ 加盟能力：老百姓的药房加盟模式最为成熟，大参林的加盟模式于2019年开始起步

加盟模式具备投资收益率高、投资金额小等优势，有利于药店的渠道下层和区域性深耕。一般药房在商品质量、采购配送、人员监管、加盟指导等层面对加盟店进行管理，通过收取管理费用、信息费用、配送费用实现盈利。截止于2019年Q1老百姓、益丰药房、大参林的加盟店数量分别为749家、212家、13家。

■ 从市场布局、扩张模式、融资能力、并购能力、整合能力、自建能力、加盟管理能力等维度综合比对四家药房扩张能力：

当前零售药房行业格局分散，龙头药房之间的较量将持续进行。益丰药房、老百姓跨省扩张能力突出，未来区域下沉与深耕能力是核心突破点；一心堂、大参林区域优势明显，未来跨省扩张是跟踪和关注的重点。

■ 投资标的：中短期强烈推荐大参林，中长期看好老百姓和一心堂边际改善，长期看好益丰药房

■ 风险提示：新店盈利不达预期、处方外流不达预期、外延并购不达预期、门店改善不达预期、网售处方药放开等



Part 1

零售药房行业回顾：行业整合空间大，未来客单价提升和处方外流可期

1.1 存量整合：行业集中度提升加速，上市药房以“自建+并购”不断扩张

■ 受神药等事件影响，2018年药店行业增速趋缓：

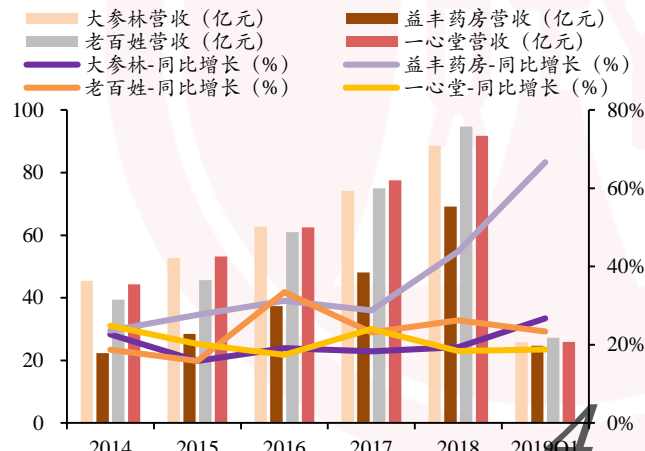
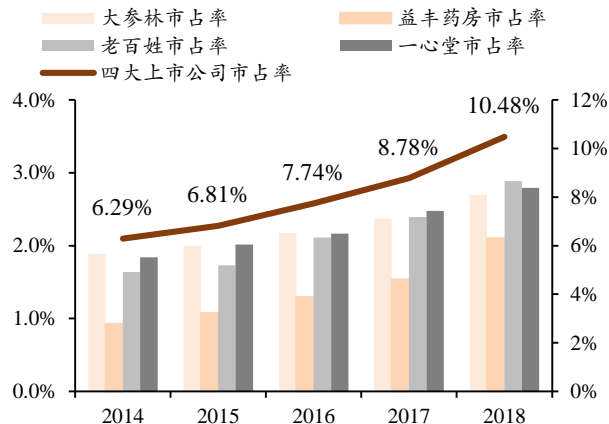
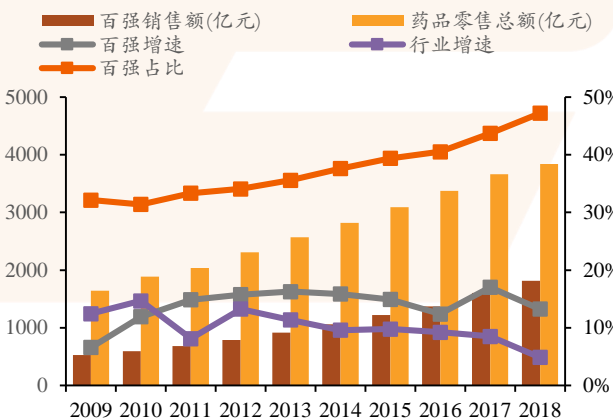
2018年全国药品零售市场规模约3842亿元，同比增长4.86%，低于GDP增速6.6%，主要受到鸿茅药酒等神药事件发酵影响，影响中成药（同比增长5.48%）、非药品（同比下降0.31%）销售增速。

■ 百强药店增速远超行业均值，行业集中度持续提升：

2018年百强药店销售约为1814亿元，同比增长13.23%，增速高于行业均值。百强药店占比从2009年的32.16%提升至2018年47.21%，行业集中度持续提升。

■ 上市公司“自建+并购”不断扩张，行业集中度提升的逻辑不断被强化：

2014-2018年益丰药房、老百姓、大参林、一心堂营收复合增速分别为32.69%、24.49%、18.16%、19.98%。四大上市药房以“自建+并购”不断扩张，四大药房市占率从2014年的6.29%提升至2018年的10.48%，行业集中度进一步提升。



1.2 增量处方外流：处方共享梧州模式落地成功

■ 处方信息共享平台多点开花，医院处方外流加速真正开始：

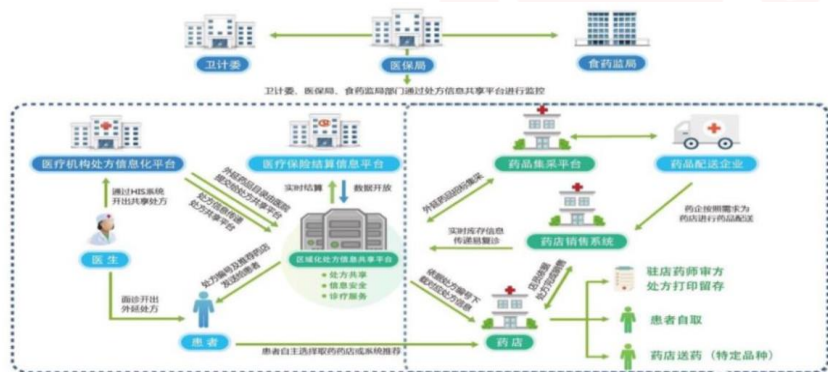
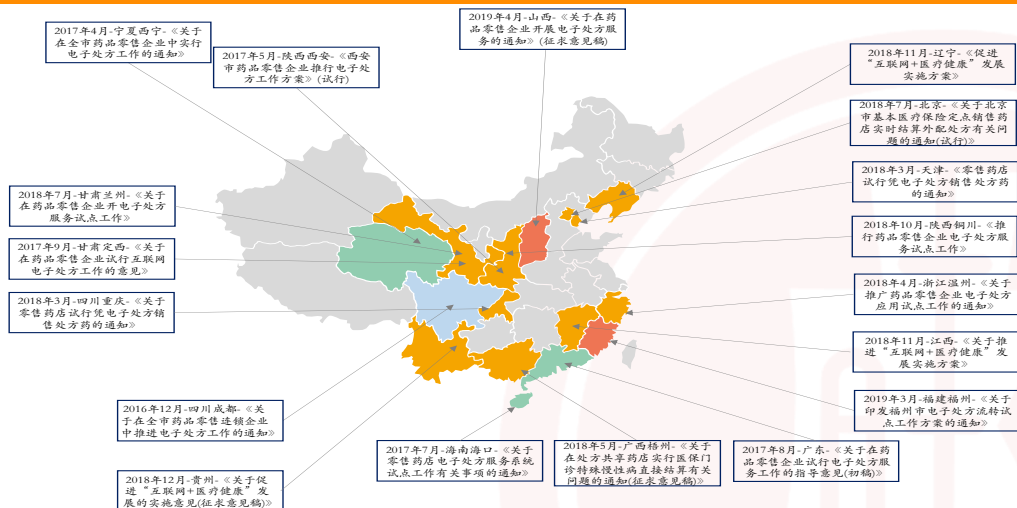
电子处方流转目前已在北京、广东、广西梧州、成都、重庆、天津等多地区陆续落地，推动处方逐步外流，处方外流趋势更加明显。处方共享平台以医院为核心，直接连接医院HIS系统。医患面诊时，医生给患者开出处方，经医院药师审核通过后，上传至处方信息共享平台，并将处方信息以短信形式发送至患者，患者可自主选择任何一家平台药店进行购药。

■ 推行处方共享平台后，梧州红会医院处方外流明显：

2017年开始梧州红会医院参与处方共享试点，医院共享药品的品种数量约1200种以上，医院门诊人次约1500人次/天，外延处方量约300张/天，占比门诊药房30%，取药率已超过93%。

■ 梧州模式落地成功，青岛方案孵化，并快速向全国复制

在梧州模式的基础上，青岛方案将医疗服务延伸到诊前咨询和诊后管理环节，提供院外慢病续方、动态虚拟库存、特药处方药的直供等服务，为患者提供全流程健康管理服务。自2018年9月，青岛眼科医院北部院区云药房试运行以来，院外处方量占比不断提升，门诊常用药品目录中前40种药品目前均可从院外药店拿到。



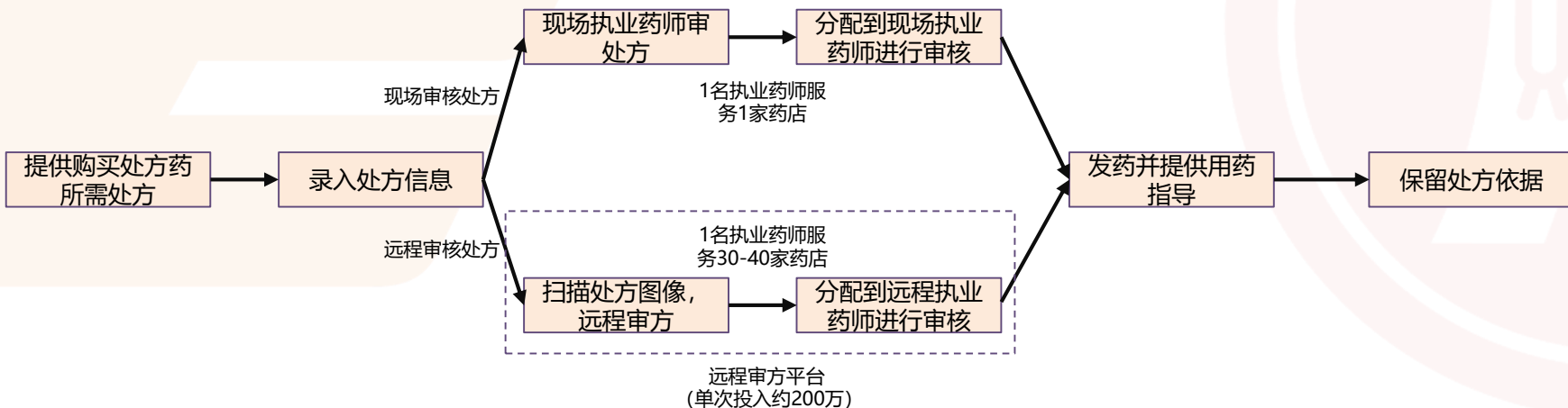
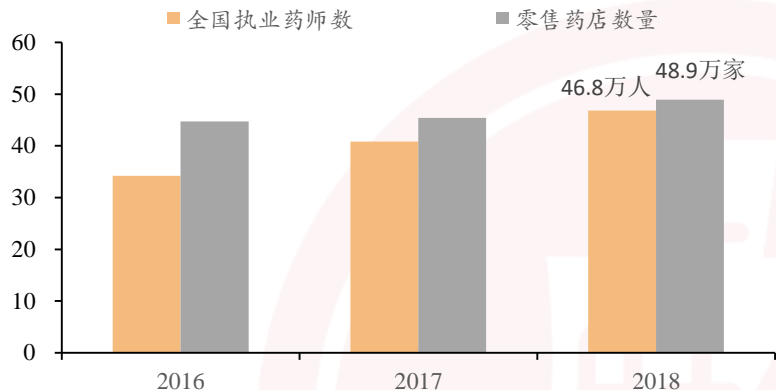
1.2 增量处方外流：逐步解决执业药师不足的问题

■ 目前我国执业药业存在明显缺口，完全现场执业难以达到分级分类管理要求：

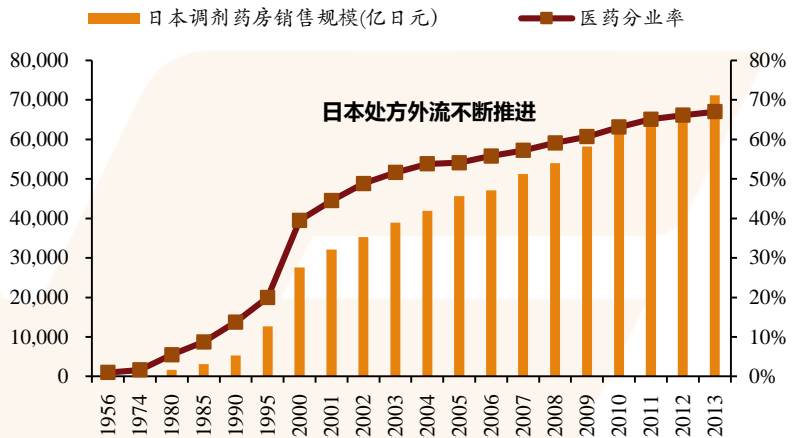
按照药店分级分类管理的规定，一类门店至少配备1名药师，二类门店至少配备1名执业药师和2名药师，三类门店至少配备2名执业药师。2018年我国的零售药房数量为48.90万家，执业药师数量仅46.80万名。

■ 远程审方平台逐步解决执业药师不足的问题，大参林率先布局：

大参林率先布局远程审方平台（单次投入约200万），逐步解决执业药师不足的问题，在远程审评处方平台上，一个药师预计能服务30-40家药店。



1.3日本处方外流经验借鉴：医师报酬、药品定价、医保覆盖、执业医师是核心因素



日本医师报酬提升



日本药品加成基本取消

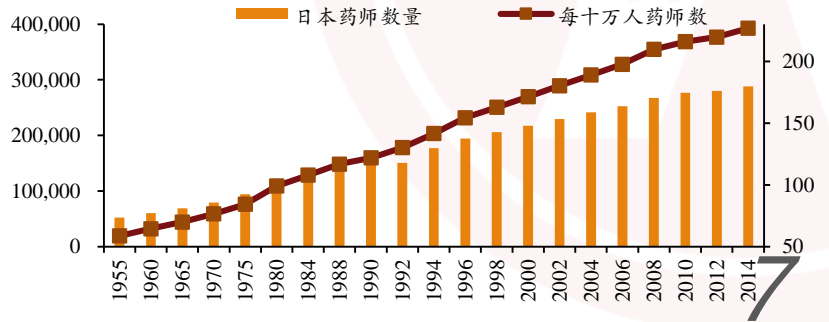
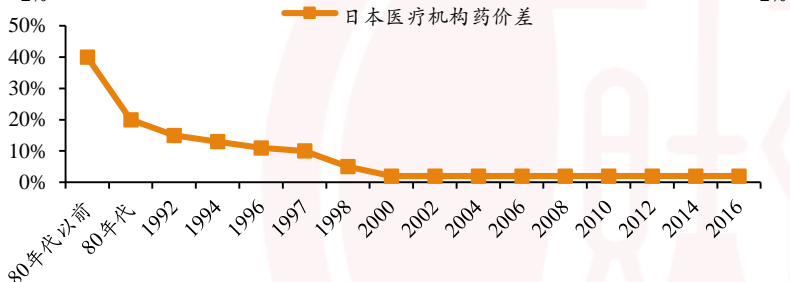
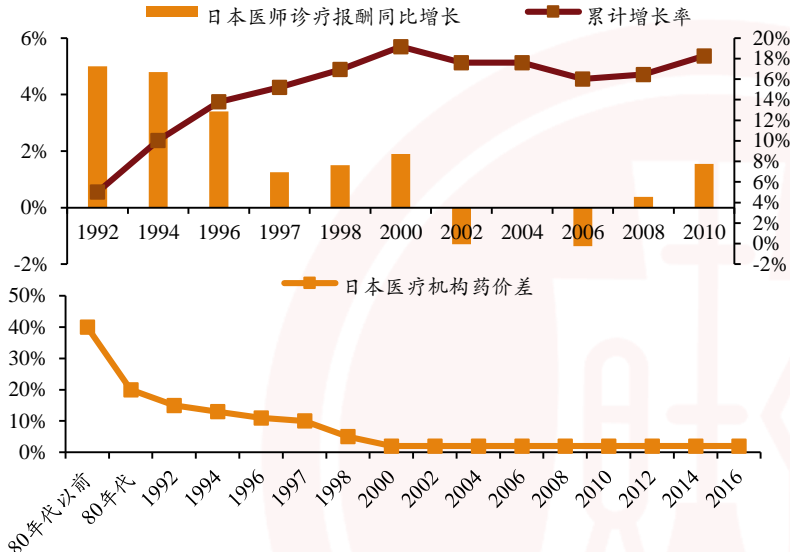


日本执业医师数量提升



日本医疗保险覆盖
药房报销

| 时间 | 政策文件 | 核心内容 |
|-------|-----------|--|
| 1922年 | 《健康保险法》 | 1) 日本厚生劳动福利局 (MHLW) 指定了医疗保险覆盖的医院、诊所和药房 (以下简称“医疗保险覆盖药房”) ; 2) 医疗保险覆盖的医疗机构或者药房收取医疗费用时, 需自动扣除被保险人对应的医疗保险报销费用, 剩余费用由被保险人支付。 |
| 1958年 | 《国民健康保险法》 | 1) 被保险者在医疗保险涵盖医疗机构或医疗保险覆盖药房享受医疗服务时, 需要通过向医疗保险医疗机构或医疗保险覆盖的药房提交“医疗保险证”, 以获得医疗保险报销。若被保险人未能出示健康保险证, 可先交取全额医疗费用, 后携医疗保险证到就医地点, 申请退还医疗保险覆盖的医疗费用。 |



1.4 单价提升：OTC 提价让利渠道，药店客单价提升明显

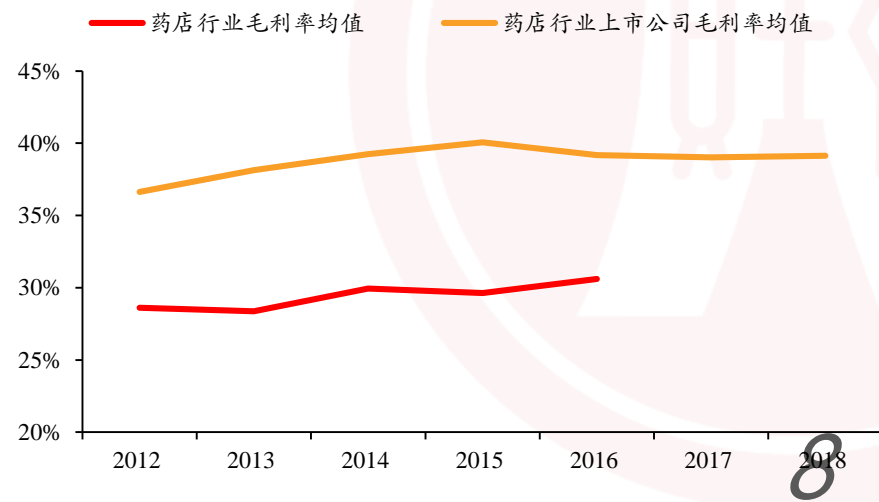
■ OTC 持续提价，药店客单价提升且龙头溢价明显：

2016 年以前，我国 OTC 实行零售最高价限制。自《关于印发推进药品价格改革意见的通知》放开价格限制后，OTC 普遍提价。例如，片仔癀，在两年内已提价 3 次，从 460 元/颗提价至 530 元/颗。OTC 提价推动药店客单价提升（药店客单价从 2014 年的 57.41 元提升至 2018 年 73.7 元），同时龙头药店获得一定渠道溢价（上市公司约 40% 毛利率高于行业 30% 均值）。

| | 2012 | 2013 | 2014 | 2015 | 2016 | 2017 | 2018 |
|-------------|--------|---------|---------|---------|--------|--------|--------|
| 日均坪效(元/平方米) | 60.46 | 66.34 | 74.39 | 69.8 | 71.1 | 79.6 | 84.8 |
| 平均人效(元/人) | 1203.2 | 1405.77 | 1460.69 | 1462.77 | 1511.5 | 1644.6 | 1586.9 |
| 人均守备率(平米/人) | 26.12 | 24.97 | 30.17 | 28.5 | 27.4 | 27.5 | 29 |

| | 2014 | 2015 | 2016 | 2017 | 2018 |
|----------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 客单价(元) | 57.41 | 61.79 | 66.94 | 66.91 | 73.7 |
| 品单价(元/件) | 21.66 | 23.38 | 26.76 | 27.62 | 28.08 |
| 客品数(件) | 4.05 | 3.81 | 3.54 | 3.8 | 3.2 |

| 分类 | 主要产品 | 品牌产品数量 | 2017 年价格同比增长平均值 |
|------------|--|--------|-----------------|
| 止咳化痰药 | 京都念慈菴蜜炼川贝枇杷膏、肺力咳合剂、氨溴特罗口服溶液、桉柠蒎肠溶软胶囊、苏黄止咳胶囊、铁皮枫斗颗粒、盐酸氨溴索片、强力枇杷露、急支糖浆、 | 9 | 32.65% |
| 外用镇痛药 | 云南白药膏、云南白药气雾剂、消痛贴膏、活血止痛膏、双氯芬酸二乙胺乳胶剂、云南白药散剂、复方南星止痛膏、骨通贴膏、通络祛痛膏、壮骨麝香止痛膏、 | 10 | 17.53% |
| 口服镇痛药 | 鸿茅药酒、舒筋健腰丸、塞来昔布胶囊、布洛芬缓释胶囊、萘辛除湿止痛胶囊、金天格胶囊、仙灵骨葆胶囊、独一味胶囊、来氟米特片、白芍总苷胶囊、 | 10 | 17.05% |
| 妇科用药 | 地屈孕酮片、硝咪太尔制霉菌素阴道软胶囊、洁尔阴洗液、保妇康栓、红核妇洁洗液、气血和胶囊、桂枝茯苓胶囊、定坤丹、五加生化胶囊、康妇炎胶囊、女金胶囊、戊酸雌二醇片、妇科千金胶囊、卡前列甲酯栓、小金丸、鲜益母草胶囊、葆宫止血颗粒、克霉唑阴道片、固肾安胎丸、散结镇痛胶囊、 | 20 | 16.36% |
| 心脑血管药(中成药) | 复方丹参滴丸、脑心痛胶囊、益安宁丸、稳心颗粒、通心络胶囊、参松养心胶囊、麝香保心丸、安宫牛黄丸、复方血栓通胶囊、速效救心丸、银杏叶片、养血清脑颗粒、丹参保心茶、血塞通软胶囊、复方丹参片、灯盏生脉胶囊、大活络胶囊、血脂康胶囊、银杏叶滴丸、银丹心脑通软胶囊、 | 20 | 13.93% |
| 眼科用药 | 苄达赖氨酸滴眼液、左氧氟沙星滴眼液、妥布霉素地塞米松滴眼液、普拉洛芬滴眼液、玻璃酸钠滴眼液、卵磷脂络合碘片、妥布霉素滴眼液、重组牛碱性成纤维细胞生长因子滴眼液、七叶洋地黄双苷滴眼液、聚乙烯醇滴眼液、 | 10 | 11.54% |



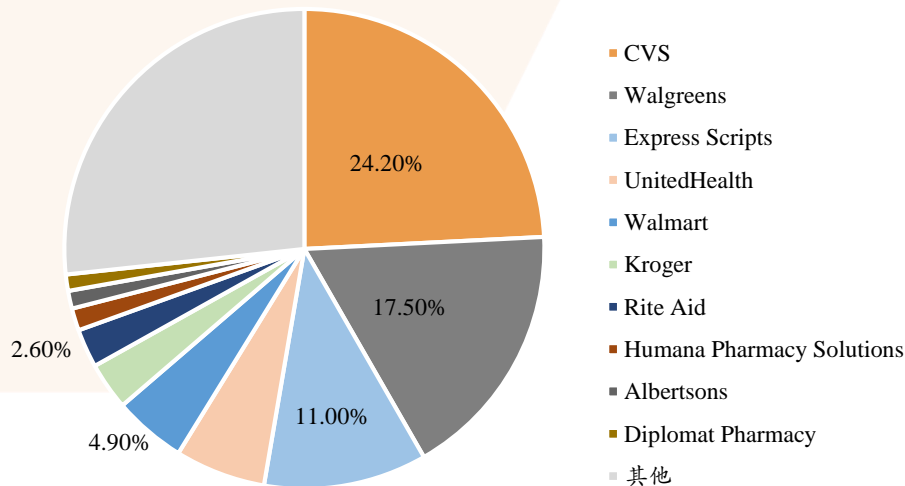
资料来源：中康咨询、中国药店、公司公告、WIND、广证恒生

1.5成长天花板：集中度较美日差距明显，国内龙头药店成长空间巨大

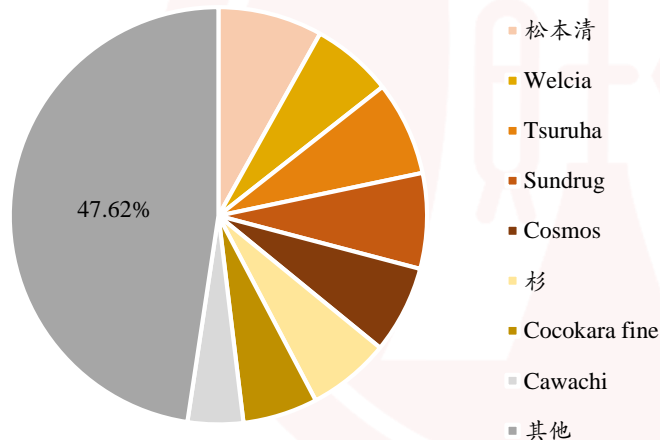
■ 较美日市场，我国连锁率和集中度存在较大空间：

百强药店市占率从2009年的32.16%提升至2018年47.21%，四大上市药房市占率从2014年的6.29%提升至2018年的10.48%。参照美国、日本零售药房行业高度集中的格局（美国前10药房市占率高达73.30%，日本前8药妆店市占率高达52.38%），我国龙头药房至少存在5倍以上的巨大成长空间。

2018年美国药店处方药销售市占率



2015年日本药妆店市占率



1.6 多项政策陆续出台并细化，长期利好龙头药房的发展

■ 行业政策持续落地，长期利好龙头药房的发展：

(1) 持续落地的政策，行业门槛提高，推动行业集中度提升：两票制、营改增、新版GSP、医保严查、医保资质转协议制等；

(2) 不断细化政策，强化处方药外流主逻辑：药店分级管理、电子处方流转、小规模纳税人转换、增值税率下降等；

| 政策 | 颁布时间 | 颁布文件 | 主要内容 | 主要影响 |
|-----------|-------------|--|---|----------------------|
| 医保资质协议制 | 2015年12月1日 | 《国务院关于第一批取消62项中央指定地方实施行政审批事项的决定》和《关于完善基本医疗保险定点医药机构协议管理的指导意见》 | 零售药房报销资质的放开（从审批制转为协议制） | 打破地方保护，利好大型连锁药房异地扩张 |
| 营改增 | 2016年3月24日 | 《营业税改征增值税试点实施办法》 | 1) 减少重复征税 2) 营业税改为缴纳增值税，增值税增加了两档低税率6%和11%，分别是现代服务业和交通运输业。 | 杜绝中小药店低价进货现象 |
| 新版GSP | 2016年12月16日 | 《药品质量管理规范现场检查指导原则》 | 1) 配合两票制施行，严打制药企业挂靠走票的行为 2) 加大对疫苗流通领域的整体整顿，从末尾控制医药流通乱象的发生 | 提高新开药店的门槛 |
| 两票制 | 2016年12月26日 | 《关于在公立医疗机构药品采购中推行“两票制”的实施意见（试行）》 | 1) 界定两票制概念（指药品生产企业到流通企业开一次发票，流通企业到医疗机构开一次发票） 2) 规定两票制范围，监督奖惩，实施时间等 | 杜绝中小药店低价进货现象 |
| 严查医院骗保 | 2018年11月21日 | 打击欺诈骗取医疗保障基金专项行动发布会 | 严查以下行为： 1) 对于医疗机构，重点查处诱导参保人员住院、盗刷和冒用参保人员社会保障卡、伪造医疗文书或票据、协助参保人员套取医保基金、虚记或多记医疗服务费用等行为； 2) 对于零售药店，重点查处串换药品，刷卡套取基金等行为； 3) 对于参保人员，重点查处通过票据作假骗取基金等行为 | 仿制医保不规范支出 |
| 药店分类分级 | 2018年11月23日 | 《全国零售药店分类分级管理指导意见（征求意见稿）》 | 1. 《意见》按照经营条件和合规状况将零售药店分为三个类别：一类药店可经营乙类非处方药；二类药店可经营非处方药、处方药（不包括禁止类、限制类药品）、中药饮片；三类药店可经营非处方药、处方药（不包括禁止类药品）、中药饮片。经营条件和合规状况包括零售药店的药品质量保障能力、药学技术人员配置和行政处罚记录等内容。在分类基础上，按照经营服务能力将二类、三类药店由低至高划分为A、AA、AAA三个等级。 2. 明确执业药师要求，三类门店网上集中审方被认可：11月的《意见》明确门店执业药师要求：1) 规定一类门店至少配备1名药师；2) 二类门店至少配备1名执业药师和2名药师；3) 三类门店至少配备2名执业药师（相较广东配备至少1名执业药师的政策更为严格）和2名药师，但是实行网上集中审方的药品零售连锁企业门店，可视为配有1名执业药师。 | 强调执业药师配备要求，为处方外流奠定基础 |
| 小规模纳税人 | 2019年1月9日 | 《国家税务总局关于小规模纳税人免征增值税政策有关征管问题的公告》 | 将增值税小规模纳税人免税标准由月销售额3万元提高到10万元。 | 中小药房的税收优惠被削弱 |
| 药监/医保骗保飞检 | 2019年3月5日 | 《关于做好2019年医疗保障基金监管工作的通知》 | 1) 对骗保行为加大打击力度，实现定点医药机构现场检查全覆盖。 2) 提出将建立飞行检查机制，并通过智能监控等手段，实现医疗费用100%初审，探索建立定点医药机构、医保医师和参保人员“黑名单”制度，推动骗保行为纳入国家信用管理体系 | 防止中小药店恶性竞争和不规范经营 |



Part 2

从融资、并购、整合、自建、加盟五个维度全面
评估上市药房的扩张能力

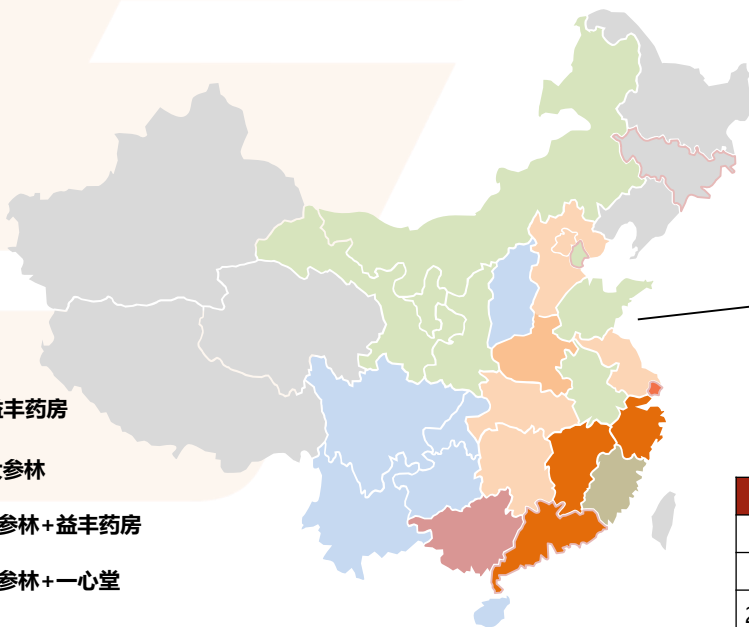
2.1 益丰药房和老百姓全国布局，大参林和一心堂重点省份深耕

■ 四家上市药房在全国范围内形成差异化布局，益丰药房和老百姓全国范围布局，大参林和一心堂重点省份深耕：

- **益丰药房**：布局中南(广东、两湖)、华东(江浙沪、江西)、华北(北京、河北)；
- **老百姓**：布局华中地区(两湖、江西、河南)、华南(两广)、华北(北京、天津、河北、内蒙古)、华东(江浙沪、安徽、山东)、西北(山西、甘肃、宁夏、四川)。
- **大参林**：布局华南(两广)、华中(河南)、华东(江浙、福建)。
- **一心堂**：布局西南(云贵、川渝)、华南(广西、海南)、华北(山西、天津)、华东(上海)、华中(河南)。

上市公司布局区域：

- 1. 老百姓
- 2. 益丰药房
- 3. 大参林
- 4. 一心堂
- 5. 老百姓+益丰药房
- 6. 老百姓+大参林
- 7. 老百姓+大参林+益丰药房
- 8. 老百姓+大参林+一心堂



| 益丰药房 | 总营收(亿元) | 中南(亿元) | 华东(亿元) | 华北(亿元) |
|---------|---------|--------|--------|--------|
| 2017 | 46.62 | 25.70 | 20.92 | |
| 2018 | 66.74 | 33.62 | 29.38 | 3.74 |
| 2018年同比 | 43% | 31% | 40% | |

| 大参林 | 总营收(亿元) | 华南(亿元) | 华中(亿元) | 华东(亿元) |
|---------|---------|--------|--------|--------|
| 2017 | 72.54 | 65.64 | 5.10 | 1.80 |
| 2018 | 86.28 | 76.14 | 6.98 | 3.16 |
| 2018年同比 | 19% | 16% | 37% | 76% |

| 老百姓 | 总营收(亿元) | 中南(亿元) | 华东(亿元) | 华北(亿元) | 西北(亿元) |
|---------|---------|--------|--------|--------|--------|
| 2017 | 75.01 | 36.16 | 17.48 | 5.57 | 15.80 |
| 2018 | 94.71 | 41.84 | 25.72 | 10.58 | 16.56 |
| 2018年同比 | 26% | 16% | 47% | 90% | 5% |

| 一心堂 | 总营收(亿元) | 西南(亿元) | 华南(亿元) | 华北(亿元) | 华东(亿元) | 华中(亿元) |
|---------|---------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 2017 | 75.91 | 64.14 | 7.97 | 3.15 | 0.65 | 2.76 |
| 2018 | 89.64 | 76.20 | 9.12 | 3.65 | 0.67 | 2.87 |
| 2018年同比 | 18% | 19% | 14% | 16% | 3% | -14% |

2.2 融资能力：目前一心堂融资总额度最高，未来大参林融资潜力最大

■ 截止于2019年Q1融资总额度一心堂最高：

截止于2019Q1，益丰药房、一心堂、老百姓、大参林通过IPO、增发、可转债、公司债等方式分别合计融资27.32亿元、42.97亿元、30.26亿元、19.89亿元，目前一心堂的融资总额度最高。

■ 未来融资潜力大参林最强，老百姓有较大提升空间：

四家上市零售药房当中，大参林实际控制人持股比例最高（62.55%），未来融资潜力最大。老百姓第二大股东泽星投资持股29.95%，妥善处理第二股东股权有助于提升老百姓长期融资能力。

四大上市连锁药店融资情况及资金状况比较（单位：百万元，时点截止2019Q1期末）：

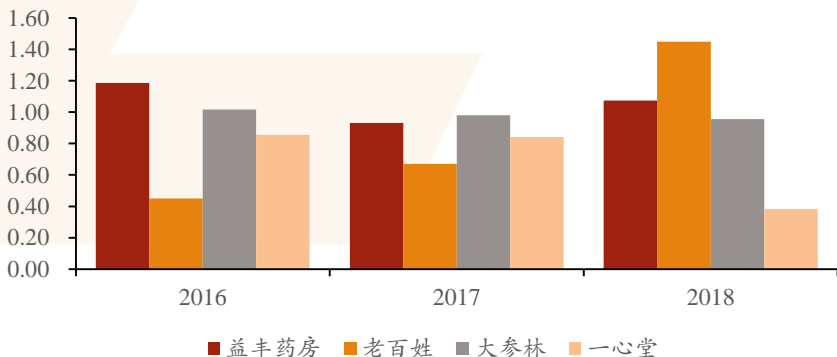
| 公司 | 实际控制人持股比例 | IPO | 增发 | 可转债 | 短融/中票/公司债 | 总额 |
|------|-----------|----------|----------|--------|-----------|---------|
| 益丰药房 | 29.74% | 778.8 | 1,953.45 | 0 | 0 | 2732.25 |
| 一心堂 | 31.87% | 794.22 | 900 | 602.64 | 2000 | 4296.86 |
| 老百姓 | 34.81% | 1,099.47 | 800 | 327 | 800 | 3026.47 |
| 大参林 | 62.55% | 989.05 | 0 | 1000 | 0 | 1989.05 |

2.3 并购能力：益丰药房、老百姓、一心堂并购抢占先机，大参林具预期差

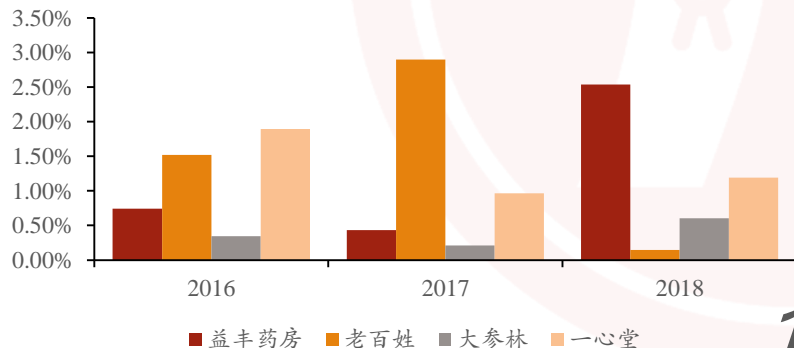
通过并购区域、并购价格、并购标的的质量等维度对比四家药房的并购能力，我们认为：益丰药房、老百姓、一心堂并购层面抢占先发优势，以并购当地高市占率的优质标的强化扩张，大参林上市之后并购存在预期差。

- **并购区域**：益丰药房、老百姓在全国范围进行并购，一心堂并购区域主要集中在云贵川地区，大参林多数并购集中于广东、河南和华东地区，且上市时间较晚，过去并购规模较小。（并购标的当地市占率超过1%，后文表格用黄色底色标注）
- **并购价格**：益丰药房、老百姓、大参林、一心堂近三年平均并购价格PS分别为0.88、0.86、0.99、0.97。其中，益丰药房、老百姓个别并购价格较高（如益丰药房并购河北的新兴药房，PS约1.77；老百姓并购安徽的药膳堂大药房，PS约2.47），但整体平均并购价格较低；老百姓和一心堂整体并购价格，整体平均并购价格相对合理。
- **并购标的的质量**：根据后文对四家药房并购标的的梳理，相较于大参林、益丰药房、老百姓、一心堂并购标的当地市占率较高，我们认为：益丰药房、老百姓、一心堂在争夺优质标的和并购扩张层面抢占先机。

● 四家药房收购标的的平均价格对比（PS值）：



● 四家药房收购标的的当地市占率的平均值对比：



2.3 并购能力：益丰药房、老百姓、一心堂并购抢占先机，大参林具备预期差

| 上市公司 | 收购标的 | 收购股份 | 业务覆盖省份 | 收购年份 | 收购价格 (ps) | 门店 | 单店营收 (万元) | 省市占率 |
|------|---------|-------|--------|------|-----------|--------|-----------|-------|
| 益丰药房 | 粤海大药房 | 100% | 江苏省 | 2015 | 0.56 | 1 | 13000.00 | 1.15% |
| | 五洲大药房 | 100% | 上海市 | 2015 | 0.80 | 5 | 676.00 | 0.33% |
| | 隆泰大药房 | 100% | 湖北武汉 | 2015 | 0.63 | 34 | 333.33 | 1.63% |
| | 广福堂药品零售 | 100% | 江西宜春 | 2015 | 0.77 | 11 | 422.27 | 0.33% |
| | 采森大药房 | 100% | 江西省 | 2015 | 0.60 | 12 | 343.50 | 0.34% |
| | 广生堂医药 | 80% | 湖北荆州 | 2016 | 0.37 | 29 | 269.10 | 1.03% |
| | 乡亲药房 | 100% | 广东韶关 | 2016 | 0.69 | 51 | 266.72 | 0.93% |
| | 玖玖药品超市 | 100% | 江苏宿迁 | 2016 | 0.78 | 55 | 132.29 | 0.51% |
| | 佳和医药连锁 | 100% | 江苏宿迁 | 2016 | 0.79 | 36 | 176.39 | 0.51% |
| | 康信大药房 | 100% | 广东广州 | 2017 | 0.93 | 34 | 208.24 | 0.43% |
| | 天顺大药房 | 100% | 湖南浏阳 | 2018 | 0.70 | 43 | 115.77 | 0.53% |
| | 九州药房连锁 | 51% | 江苏无锡 | 2018 | 1.00 | 62 | 271.45 | 1.03% |
| | 天顺大药房 | 60% | 江西省 | 2018 | 0.29 | 139 | 99.45 | 1.00% |
| | 上虹大药房 | 51% | 上海市 | 2018 | 1.20 | 53 | 437.45 | 1.70% |
| | 市民大药房 | 53% | 江苏省 | 2018 | 1.49 | 10 | 1418.43 | 0.87% |
| 新兴药房 | 86% | 河北石家庄 | 2018 | 1.77 | 462 | 195.87 | 10.10% | |

| 上市公司 | 收购标的 | 收购股份 | 业务覆盖省份 | 收购年份 | 收购价格 (ps) | 门店 | 单店营收 (万元) | 省市占率 |
|------|---------|------|--------|------|-----------|-----|-----------|-------|
| 老百姓 | 庆和堂大药房 | 1 | 江苏常州 | 2015 | 0.99 | 30 | 297.44 | 1.02% |
| | 康一馨大药房 | 1 | 湖南省 | 2015 | 0.66 | 55 | 290.91 | 1.64% |
| | 兰州惠仁堂 | 0.65 | 甘肃省 | 2015 | 1.03 | 143 | 365.03 | 6.74% |
| | 扬州百信缘 | 0.65 | 江苏扬州 | 2016 | 0.68 | 43 | 444.99 | 1.52% |
| | 通辽泽强大药房 | 0.51 | 内蒙古 | 2017 | 0.59 | 216 | 213.63 | 4.18% |
| | 新普泽大药房 | 0.51 | 江苏省 | 2017 | 0.75 | 60 | 372.14 | 1.61% |
| | 参芝林 | 1 | 广西省 | 2018 | 1.04 | 16 | 132.31 | 0.13% |
| | 药膳堂大药房 | 1 | 安徽省 | 2018 | 2.47 | 16 | 63.22 | 0.07% |
| | 三品堂 | 0.55 | 江苏无锡 | 2018 | 0.84 | 24 | 164.17 | 0.24% |

2.3 并购能力：益丰药房、老百姓、一心堂并购抢占先机，大参林具备预期差

| 上市公司 | 收购标的 | 收购股份 | 业务覆盖省份 | 收购时间 | 收购价格 (PS) | 门店 | 单店营收 (万元) | 省市占率 |
|------|---------|------|--------|------|-----------|----|-----------|-------|
| 大参林 | 江门大参林 | 56% | 广东江门 | 2015 | | | | |
| | 佛山顺德大参林 | 50% | 广东佛山 | 2015 | | | | |
| | 漯河大参林 | 49% | 河南漯河 | 2015 | | | | |
| | 安阳千年健 | | 河南安阳 | 2016 | 0.94 | 19 | 307.89 | 0.61% |
| | 康美大药房 | | 河南巩义 | 2016 | 0.47 | 10 | 202.15 | 0.21% |
| | 新密麦迪森药业 | | 河南新密 | 2016 | 0.52 | 19 | 113.71 | 0.22% |
| | 江苏百佳惠瑞丰 | 5% | 江苏昆山 | 2017 | 1.12 | | | 0.19% |
| | 国晟医药 | 100% | 福建漳州 | 2017 | 0.75 | 51 | 812.59 | 0.12% |
| | 济源心连心 | 51% | 河南济源 | 2017 | 0.96 | 26 | 80.65 | 0.20% |
| | 方城大参林 | | 河南南阳 | 2017 | | 33 | | |
| | 河南豫辉 | | 河南信阳 | 2017 | 0.78 | 45 | 56.46 | 0.24% |
| | 赣州大参林 | 35% | 江西赣州 | 2017 | 1.36 | | | 0.42% |
| | 方城健康人 | | 河南南阳 | 2017 | 0.91 | 33 | 105.69 | 0.33% |
| | 盛世华兴 | 46% | 河南保定 | 2018 | 0.60 | 39 | 0.03 | 0.99% |
| | 鸿中药店 | | 广东湛江 | 2018 | 1.41 | 15 | 0.01 | 0.08% |
| | 江西会好康 | | 江西南昌 | 2018 | 0.86 | 7 | 0.15 | 0.74% |

| 上市公司 | 收购标的 | 收购股份 | 业务覆盖省份 | 收购时间 | 收购价格 (PS) | 门店 | 单店营收 (万元) | 省市占率 |
|---------|---------|------|--------|------|-----------|--------|-----------|-------|
| 一心堂 | 海南联合广安堂 | 100% | 海南省 | 2015 | 0.84 | | | 5.62% |
| | 百姓平价大药房 | 100% | 山西省 | 2015 | 0.66 | 55 | 210.91 | 2.37% |
| | 白家老药铺 | 100% | 山西省 | 2015 | 0.81 | 11 | 314.55 | 0.71% |
| | 泰来大药房 | 100% | 山西晋中 | 2015 | 0.59 | 10 | 338.00 | 0.69% |
| | 长城药品零售 | 100% | 山西太原 | 2015 | 0.91 | 89 | 297.75 | 5.40% |
| | 博爱医药连锁 | 100% | 广西百色 | 2015 | 0.62 | 20 | 325.00 | 0.95% |
| | 个体药店 | 100% | 四川成都 | 2015 | 0.57 | 9 | 200.00 | 0.47% |
| | 蜀康医药连锁 | 100% | 四川省 | 2015 | 0.59 | 21 | 400.00 | 2.19% |
| | 桂杏霖春药房 | 100% | 广西桂林 | 2015 | 0.55 | 37 | 112.65 | 0.61% |
| | 云南三明鑫疆 | 100% | 云南省 | 2016 | 0.79 | 13 | 430.00 | 1.24% |
| | 宏声桥大药房 | 100% | 重庆市 | 2016 | 0.82 | 81 | 155.46 | 2.96% |
| | 老百姓德源堂 | 100% | 四川三台县 | 2016 | 0.92 | 1 | 321.03 | 0.08% |
| | 老百姓大药房 | 100% | 四川绵阳 | 2016 | 0.84 | 11 | 133.44 | 0.36% |
| | 益丰大药房 | 100% | 四川三台县 | 2016 | 1.01 | 9 | 141.33 | 0.30% |
| | 四川区域药店 | 100% | 四川省 | 2016 | 0.84 | 95 | 298.69 | 6.67% |
| | 贝尔康大药房 | 100% | 四川省 | 2016 | 0.79 | 42 | 241.64 | 2.39% |
| | 老百姓大药房 | 100% | 四川绵阳 | 2016 | 1.18 | 26 | 186.12 | 1.14% |
| | 康福隆药品零售 | 100% | 四川成都 | 2017 | 0.50 | 13 | 230.00 | 0.57% |
| | 崇左医药连锁 | 100% | 广西省 | 2017 | 0.66 | 130 | 53.55 | 1.39% |
| | 老百姓大药房 | 100% | 四川广元 | 2017 | 1.36 | 26 | 236.42 | 1.45% |
| | 个体经营药店 | 100% | 四川省 | 2017 | 0.82 | 8 | 266.75 | 0.43% |
| | 同乐康桥大药房 | 100% | 四川成都 | 2017 | 0.99 | 39 | 170.62 | 1.56% |
| 联康大药房 | 100% | 广西省 | 2017 | 0.72 | 21 | 98.05 | 0.39% | |
| 灵石县大众药房 | 100% | 山西灵石 | 2018 | 0.62 | 21 | 205.79 | 1.58% | |
| 康桥医药 | 100% | 云南曲靖 | 2018 | 0.14 | 28 | 382.65 | 1.80% | |

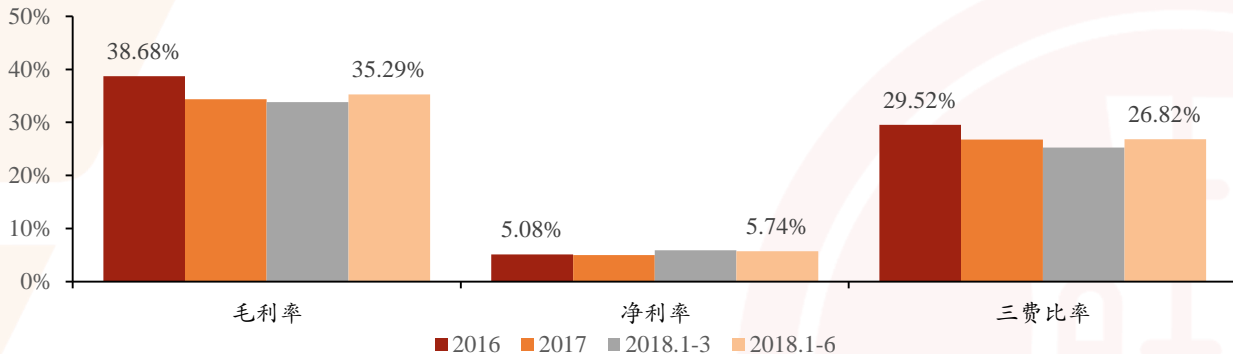
2.4整合能力：益丰药房、老百姓整合能力领先，一心堂近期改善明细

一、益丰药房

整合能力突出，以新兴药房为例，并购后其成长能力、盈利能力均得以提升，且基本完成承诺业绩：

- **从成长能力看**，益丰药房收购标的业绩增长较符合预期。新兴药房于2018年被收购。收购前，2017年归母净利润同比增速**22.53%**；收购后，2018年归母净利润同比增速**48.66%**。
- **从盈利能力看**，新兴药房的净利率稳步提高，从2016年的5.08%上升到2018年第二季度的**5.74%**；三费比率也有所下降，从2016年的29.52%，下降到2018年第二季度的**26.82%**。
- **从业绩承诺看**，新兴药房承诺2018、2019、2020年的归母净利润分别达到6,500万元、8,450万元、9,950万元。2018年实际完成归母净利润为6,391.13万元，完成率**98.33%**。

新兴药房近三年关键财务指标：



益丰药房收购标的收购前后指标对比：

| 益丰药房 | 收购前 | | | | VS | 收购后 | | | |
|-------|-----------|----------|--------|----------|----|-----------|----------|--------|---------|
| | 标的 | 营收(万元) | 利润(万元) | 净利率 | | 业绩承诺(万元) | 营收(万元) | 利润(万元) | 净利率 |
| 新兴药房 | 90491.63 | 4,299.23 | 4.99% | 6,500.00 | | 49,914.67 | 6391.13 | 5.74% | 98.33% |
| 九州大药房 | 20,593.95 | 1,482.76 | 7.20% | 1,725.00 | | - | 2,015.18 | - | 116.82% |
| 上虹大药房 | 23,184.96 | 1,035.60 | 4.47% | 1,340.00 | | - | 1,551.90 | - | 115.81% |
| 市民大药房 | 14,184.25 | 1,416.55 | 9.99% | 1,300.00 | | - | 1,646.61 | - | 126.66% |

2.4整合能力：益丰药房、老百姓整合能力领先，一心堂近期改善明细

二、老百姓

公司对并购标的的整合效果突出，并购标的业绩规模提升明显且承诺业绩基本完成：

- **营收增速**：通辽泽强、惠仁堂、百信缘、南通普泽等销售端提升明显，并购整合后对标的销售提振效果明显；
- **业绩增速**：大部分标的并购后净利润体量得到明显提升，并购前后利润端平均增速约12.30%；
- **净利率**：并购后标的净利率均保持合理盈利水平，平均净利率约5.21%；
- **承诺业绩**：大部分标的基本完成承诺业绩，平均业绩承诺完成率约为113.10%；

部分上市公司收购标的收购前后指标对比：

| 老百姓 标的 | 收购前 | | | | VS | 收购后 | | | |
|-----------|-----------|----------|-------|----------|----|------------|----------|-------|---------|
| | 营收(万元) | 利润(万元) | 净利率 | 业绩承诺(万元) | | 营收(万元) | 利润(万元) | 净利率 | 业绩承诺完成率 |
| 通辽泽强 | 14,999.36 | 782.91 | 5.22% | 3,000.00 | | 93,975.35 | 4,002.00 | 4.26% | 133.40% |
| 兰州惠仁堂 | 89,825.81 | 5,471.39 | 6.09% | 5,180.00 | | 100,557.00 | 5,021.00 | 4.99% | 96.93% |
| 扬州百信缘 | 30,069.64 | 1,266.48 | 4.21% | 1,400.00 | | 39,782.00 | 1,761.00 | 4.43% | 125.79% |
| 南通普泽 | 17,460.88 | 1,315.92 | 7.54% | 1,357.00 | | 21,559.00 | 1,556.00 | 7.22% | 114.66% |
| 安徽邻加医 | - | - | - | 588.00 | | 13,169.00 | 545.00 | 4.14% | 92.69% |
| 江苏百佳惠 | - | - | - | 731.00 | | 18,470.00 | 1,038.00 | 5.62% | 142.00% |
| 镇江华康 | - | - | - | 552.00 | | 10,422.00 | 529.00 | 5.08% | 95.83% |
| 隆泰源 | - | - | - | 779.00 | | 13,537.00 | 806.00 | 5.95% | 103.47% |

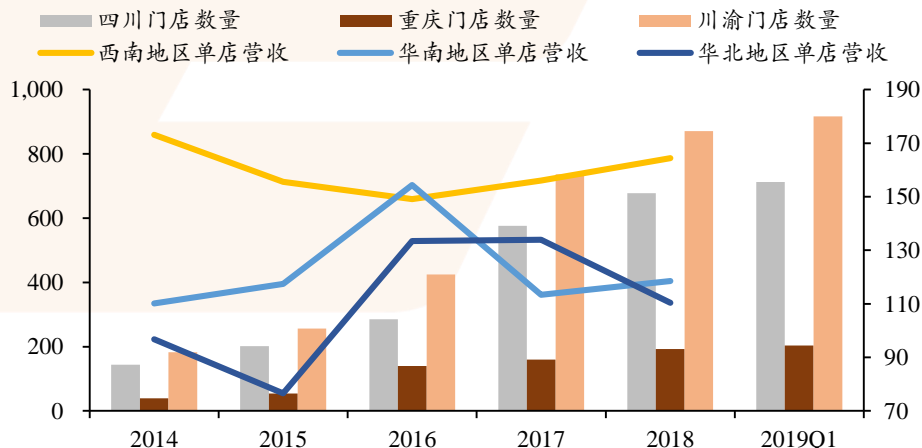
2.4整合能力：益丰药房、老百姓整合能力领先，一心堂近期改善明细

三、一心堂

于2015年开始正式切入川渝市场，2018年Q1开始实现盈利，近期改善空间明显：

- **门店扩张**：以并购+自建形式切入川渝市场，川渝地区门店从2015年的256家提升至2019Q1的916家；
- **运营改善**：一心堂与2015年通过并购切入川渝市场，历经3年时间，于2018年Q1改善明细并实现盈利，2018年H1川渝地区交易次数、客单价分别同比增长45.76%、1.29%，营收端同比增长47.64%。得益于川渝地区改善，西南地区单店营收提升明显，从2015年的156万元/年提升至164万元/年。

一心堂各地区的门店数量和单店营收情况梳理（万元）：



2018年H1一心堂各地区经营情况梳理：

| 布局区域 | 销售占比 | 交易次数同比增长 | 客单价同比增长 | 营收同比增长 |
|------|---------|----------|---------|--------|
| 云南 | 69.81% | 10.55% | 3.64% | 14.57% |
| 川渝 | 12.89% | 45.76% | 1.29% | 47.64% |
| 华南 | 10.98% | 20.39% | -3.72% | 15.91% |
| 其它 | 6.31% | 12.96% | -1.59% | 11.16% |
| 总计 | 100.00% | 16.18% | 1.48% | 17.90% |

一心堂在川渝地区的并购梳理：

| 收购时间 | 收购标的 | 所在地区 | 收购门店 | 收购价格(万元) |
|----------|---------------|------|------|----------|
| 2015年8月 | 田燕梅女士个体经营药店资产 | 四川省 | 9 | 1031 |
| 2015年8月 | 蜀康医药连锁有限公司 | 四川省 | 21 | 1500 |
| 2016年9月 | 宏声桥大药房 | 重庆 | 81 | 10300 |
| 2016年9月 | 老百姓德源堂加盟药店 | 四川绵阳 | 1 | 323 |
| 2016年9月 | 老百姓大药房 | 四川绵阳 | 11 | 1477 |
| 2016年9月 | 潼川镇老百姓大药房 | 四川绵阳 | 8 | 2392 |
| 2016年9月 | 潼川镇益丰大药房 | 四川绵阳 | 9 | 1282 |
| 2016年10月 | 区域药店 | 四川 | 95 | 23749 |
| 2016年11月 | 贝尔康大药房 | 四川 | 42 | 7979 |
| 2016年12月 | 康福隆药品零售连锁 | 成都 | 13 | 1500 |
| 2016年12月 | 绵阳老百姓大药房 | 四川绵阳 | 26 | 5689 |
| 2016年12月 | 广元市老百姓大药房 | 四川广元 | 26 | 4221 |
| 2016年12月 | 曾理春先生个体经营药店 | 四川 | 8 | 1754 |
| 2017年1月 | 同乐康桥大药房 | 成都 | 39 | 6577 |

2.5 自建能力：大参林和老百姓自建门店盈利能力最强，区域深耕具备优势

通过历史数据分析四家药房新建门店的盈亏平衡周期，我们认为：大参林、老百姓新建门店的盈亏平衡周期较短，具备较强的盈利能力和区域深耕优势。

- **益丰药房**：按照2012年新店营业数据，新店第一年、第二年、第三年单店利润分别为-15.43万元、-6.05万元、9.13万元，盈亏平衡周期约2年；
- **老百姓**：按照2012年新店营业数据，新店第一年、第二年、第三年单店利润分别为-8.85万元、-12.98万元、22.47万元，盈亏平衡周期约1.5年；
- **大参林**：按照2014年新店营业数据，新店第一年、第二年、第三年单店利润分别为-13.99万元、-1.22万元、7.30万元，盈亏平衡周期约2年。其中，省内、省外盈亏平衡周期分别为1.5年和2年。
- **一心堂**：按照招股说明书披露数据，新店盈亏平衡周期约22个月。

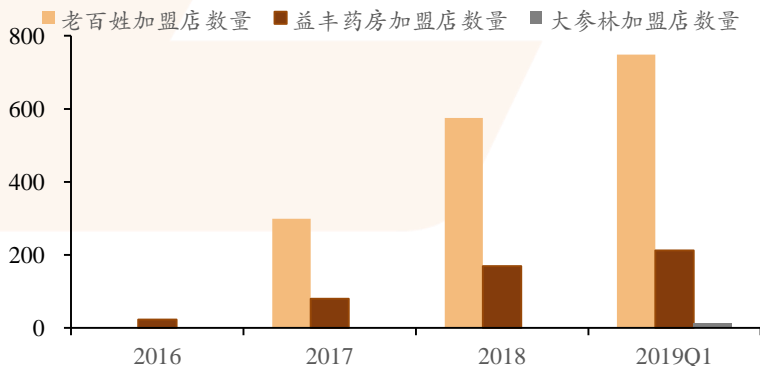
| 公司 | 益丰药房 | | | 老百姓 | | | 大参林 | | | 一心堂 | | |
|---------|-----------|--------|--------|-----------|--------|--------|-----------|--------|-----------------------|---------|--------|------------------|
| | 新开门店营收 | 新开门店利润 | 盈亏平衡周期 | 新开门店营收 | 新开门店利润 | 盈亏平衡周期 | 新开门店营收 | 新开门店利润 | 盈亏平衡周期 | 新开门店营收 | 新开门店利润 | 盈亏平衡周期 |
| 1-12个月 | 56.32 | -15.43 | 平均2年左右 | 109.98 | -8.85 | 平均1.5年 | 49.35 | -13.99 | 省内1-1.5年， 省外2-2.5年 | -- | -- | 平均2年左右 (22个月) |
| 12-24个月 | 123.55 | -6.05 | | 197.88 | 12.98 | | 118.15 | -1.22 | | -- | -- | |
| 24-36个月 | 151.36 | 9.13 | | 226.98 | 22.47 | | 145.02 | 7.30 | | -- | -- | |
| 数据来源 | 2012年新店数据 | | | 2012年新店数据 | | | 2014年新店数据 | | | 招股说明书数据 | | |

2.6加盟能力：老百姓加盟模式最成熟，利好门店下沉和区域性深耕



加盟模式具备投资收益率高、投资金额小等优势，有利于药店的渠道下层和区域性深耕。通常直营店大多在省会、二三线城市布局，加盟店多在县乡、基层市场布局。一般药房在商品质量、采购配送、人员监管、加盟指导等层面对加盟店进行管理，通过收取管理费用、信息费用、配送费用实现盈利。截止于2019年Q1老百姓、益丰药房、大参林的加盟店数量分别为749家、212家、13家。老百姓的药房加盟模式最为成熟，大参林的加盟模式于2019年开始起步。

- 老百姓加盟模式：**加盟商加盟公司独立子公司老百姓健康药房，公司通过“商品、配送、运营”等维度对加盟店进行管理。医药零售行业的核心是商品质量，因此公司规定加盟商只能从总部采购药品，配送由总部负责。运营层面，公司利用管理信息系统对人员和运营进行监管也很重要，而且指导加盟商进行门店管理、促销等。
- 老百姓加盟店盈利模式：**第一年收取押金4-5万元，第二年开始收取管理费用（约每年6000元）、信息费用（约每年3000元）、配送费（毛利率约8%-10%）。
- 老百姓加盟店发展规划：**老百姓加盟模式与2016年开始，加盟店从2016年的五六十家增长至2019年Q1的749家，预计2019-2021年分别新增800家、1000家、1200家加盟门店。



| 上市公司 | 核心管控 | 盈利模式 | 加盟地区 | 门店数量 |
|------|-----------------|--|--------------|------|
| 老百姓 | 商品质量、购买配送、运营监控等 | 第一年押金4-5万，第二年开始管理费用6000/年，信息费3000/年，配送费毛利率8%-10%，净利率约4%-6% | 已覆盖全国 15 个省市 | 749 |
| 大参林 | 商品质量、购买配送、运营监控等 | 加盟保证金约3万，加盟费1万/年，管理费850元/月（运营优异可免），配送费净利率约2% | 广东、广西 | 13 |

2.7以益丰药房为例，“自建+并购”是药店持续高成长的核心驱动力

■ 以益丰药房为例，“自建门店稳健+持续外延并购”是维持药店业绩持续高成长的核心驱动力：

益丰药房得益于自身出色的外延并购整合能力和自建精细化运营能力，持续自建门店，以持续“自建+并购”的模式维持自身持续高成长，自2014年至2018年其净利润年复合增长率达32.73%，远超竞争对手。

| | 门店占比 | | | | | | 扩张类型 | | | | | 净利润(亿元) | | | | | | |
|------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|---------|------|------|------|------|------|--------|
| | 店龄 | 2014 | 2015 | 2016 | 2017 | 2018 | | 2014 | 2015 | 2016 | 2017 | 2018 | 2014 | 2015 | 2016 | 2017 | 2018 | CAGR |
| 益丰药房 | 1年 | 19% | 25% | 32% | 25% | 44% | 自建 | 156 | 199 | 310 | 349 | 546 | 1.42 | 1.76 | 2.28 | 3.17 | 4.42 | 32.73% |
| | 2年 | 9% | 15% | 17% | 23% | 10% | | | | | | | | | | | | |
| | 3年 | 17% | 7% | 10% | 13% | 9% | 并购 | 63 | 193 | 167 | 959 | | | | | | | |
| | 3年以上 | 55% | 54% | 41% | 39% | 38% | | | | | | | | | | | | |
| 老百姓 | 1年 | 11% | 12% | 30% | 20% | 20% | 自建 | 179 | 257 | 193 | 339 | 506 | 2.02 | 2.4 | 3.42 | 3.97 | 5.04 | 25.68% |
| | 2年 | 7% | 7% | 10% | 22% | 15% | | | | | | | | | | | | |
| | 3年 | 55% | 5% | 6% | 7% | 17% | 并购 | 81 | 286 | 295 | 318 | 413 | | | | | | |
| | 3年以上 | 28% | 37% | 55% | 50% | 49% | | | | | | | | | | | | |
| 大参林 | 1年 | 22% | 18% | 21% | 21% | 23% | 自建 | 348 | 350 | 445 | 402 | 749 | 3.08 | 4.22 | 4.29 | 4.75 | 5.26 | 14.32% |
| | 2年 | 11% | 18% | 15% | 17% | 16% | | | | | | | | | | | | |
| | 3年 | 2% | 9% | 14% | 12% | 13% | 并购 | 67 | 231 | 146 | | | | | | | | |
| | 3年以上 | 65% | 54% | 50% | 50% | 47% | | | | | | | | | | | | |
| 一心堂 | 1年 | 14% | 6% | 14% | 13% | 17% | 自建 | 234 | 621 | 311 | 662 | 904 | 2.97 | 3.3 | 3.53 | 4.23 | 5.21 | 15.09% |
| | 2年 | 20% | 10% | 5% | 12% | 11% | | | | | | | | | | | | |
| | 3年 | 14% | 15% | 9% | 4% | 10% | 并购 | 252 | 278 | 448 | 49 | | | | | | | |
| | 3年以上 | 52% | 69% | 72% | 71% | 62% | | | | | | | | | | | | |

2.8 四家药房扩张能力综合比对

综合以上对四家上市药房在市场布局、扩张模式、融资能力、并购能力、整合能力、自建能力、加盟管理能力等维度分析，**我们认为：当前零售药房行业格局分散，龙头药房之间的较量将持续进行。益丰药房、老百姓跨省扩张能力突出，未来区域下沉与深耕能力是核心突破点；一心堂、大参林区域优势明显，未来跨省扩张是跟踪和关注的重点。**

| 上市公司 | 扩张模式 | 优劣 | 布局地区 | 核心布局区域市占率 | 融资能力 | 并购能力 | 整合能力 | 自建门店能力 | 加盟管理能力 |
|------|---------------|-------------------|--|---|------|------|------|--------|--------|
| 益丰药房 | 多区域分散 网点布局 | 跨省扩张能力强，单省下层深耕能力弱 | 广东、湖南、湖北、江浙沪、江西、北京、河北等 | 2018年：湖南省13.4%，湖北省5.6%，江西省6.5%，江苏省5.4%，河北省6.9% | + | +++ | +++ | ++ | ++ |
| 一心堂 | 少区域高密度布局 | 跨省扩张能力弱，单省下层深耕能力强 | 广东、广西、河南、江浙、福建等 | 2018年：西南地区15.99%（云南地区超过40%）、中南地区0.94%、华北地区0.58% | + | ++ | + | + | + |
| 老百姓 | 多区域分散 网点布局 | 跨省扩张能力强，单省下层深耕能力弱 | 湖南、湖北、江西、河南、广东、广西、北京、天津、河北、内蒙古、江浙沪、安徽、山东、山西、甘肃、宁夏、四川 | 2018年：西北地区10.78%、中南地区3.54%、华东地区1.80%、华北地区1.68% | + | +++ | +++ | ++ | +++ |
| 大参林 | 少区域高密度布局 | 跨省扩张能力弱，单省下层深耕能力强 | 广东、广西、河南、江浙、福建 | 2018年：广东16.77%，广西9.91%，河南4.77% | +++ | + | + | +++ | + |



Part 3

估值分析：益丰药房溢价明显，老百姓、大参林、一心堂估值具备提升空间

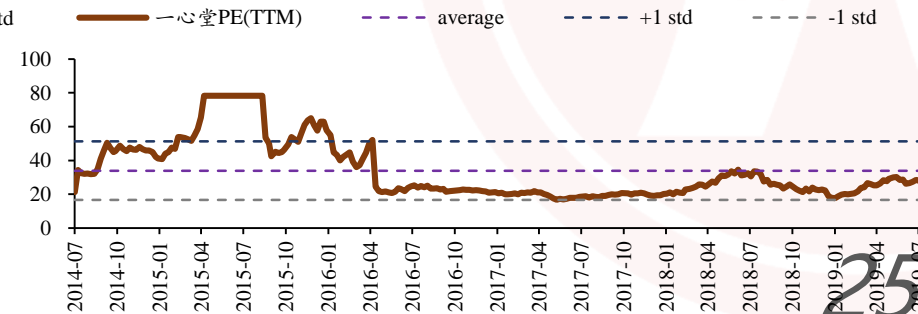
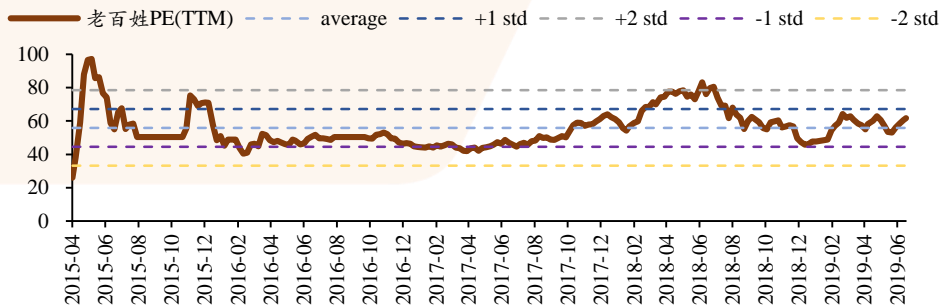
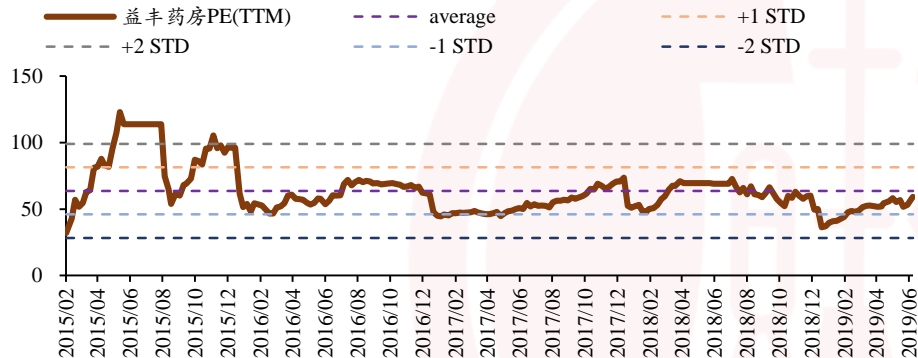
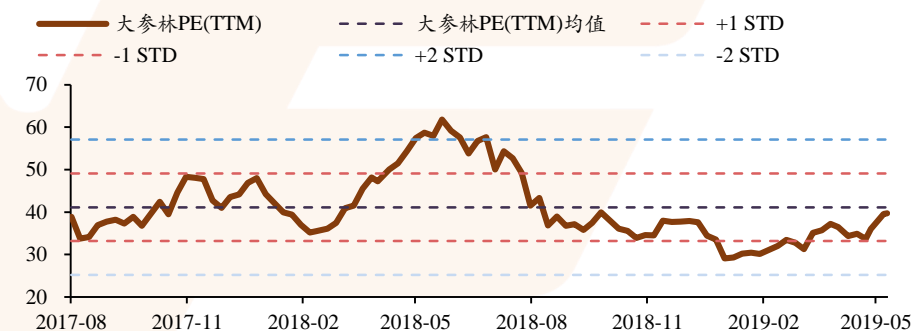
4.1 横向分析：一心堂估值处于历史中下水平

大参林：自公司年上市以来，大参林PE (TTM) 平均值为41倍，最大值为 62倍，最小值为 29倍，目前估值处于中低位水平；

老百姓：自公司年上市以来，老百姓PE (TTM) 平均值为56倍，最大值为 97倍，最小值为 26倍，目前估值处于中上水平；

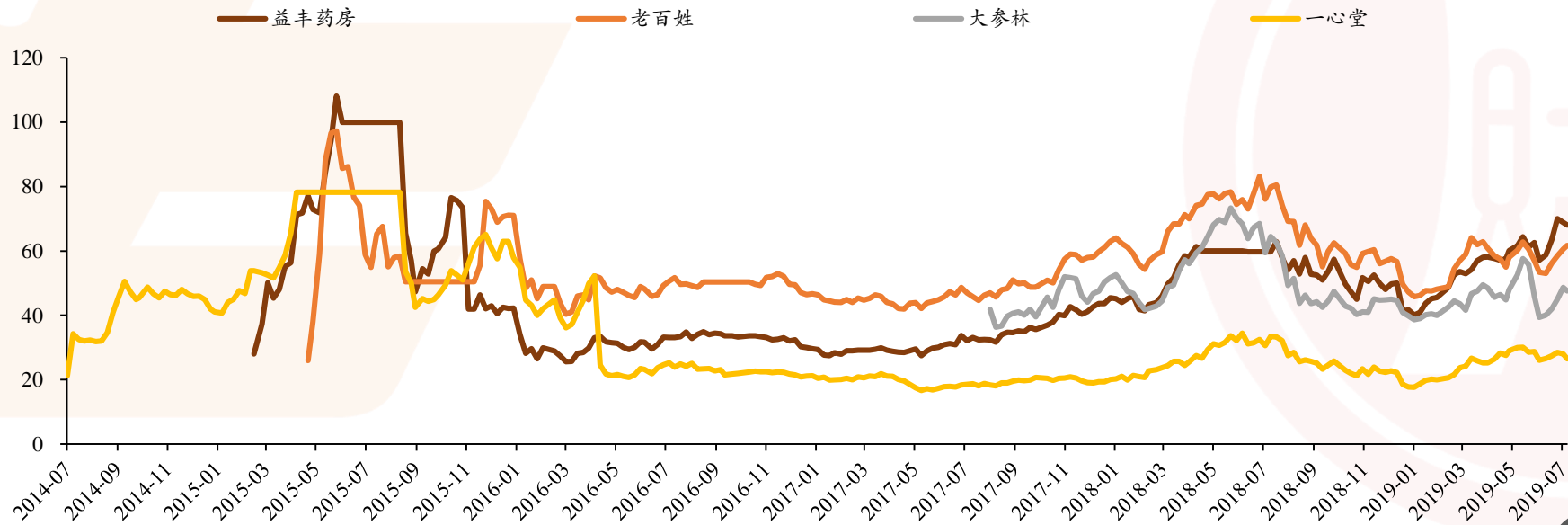
一心堂：自公司年上市以来，一心堂PE (TTM) 平均值为34倍，最大值为 78倍，最小值为 17倍，目前估值处于中下水平；

益丰药房：自公司年上市以来，益丰药房PE (TTM) 平均值为64倍，最大值为123倍，最小值为32倍，目前估值处于中等水平。



4.2纵向分析：益丰药房溢价明显，老百姓、大参林、一心堂估值具备提升空间

- 纵向分析：截止于2019年6月24日，益丰药房、老百姓、大参林、一心堂的PE (TTM) 分别为59倍、38倍、41倍、30倍。根据之前扩张能力分析并结合当前估值情况，我们认为：目前药房行业处于集中度提升阶段，四家药房的较量持续进行，随着扩张能力提升，老百姓（二股东股权问题妥善处理、区域性深耕下沉等）、大参林（省外并购整合、加盟模式推广等）、一心堂（川渝地区经营改善和持续并购整合）估值具备提升空间。

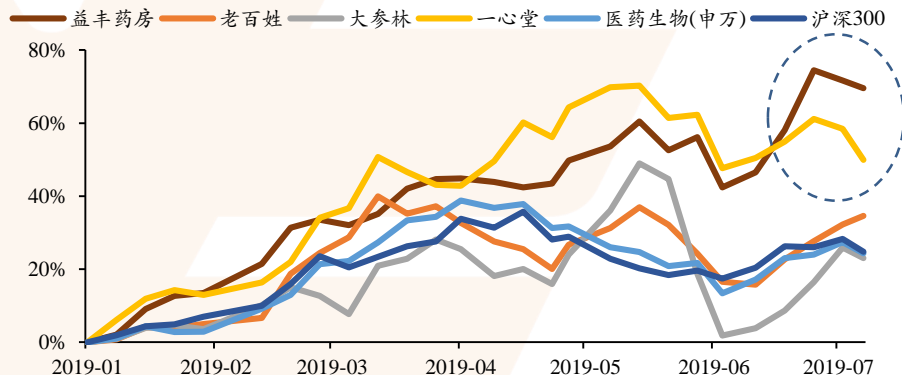


4.3 中短期强烈推荐大参林，中长期看好老百姓和一心堂边际改善

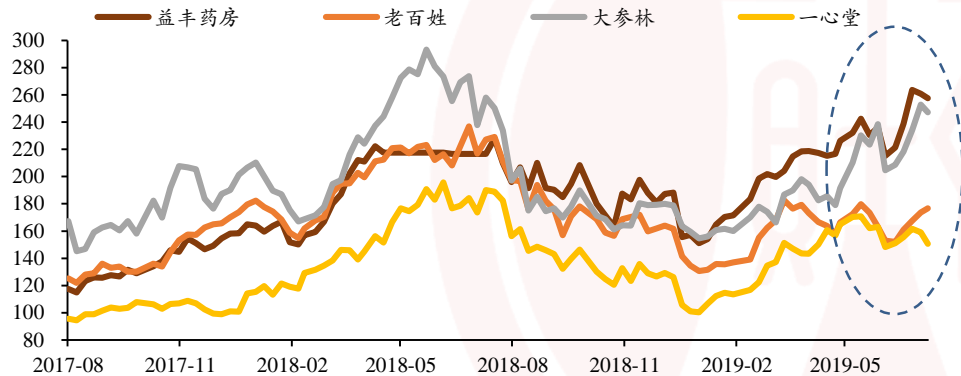


- 股价涨幅：从年初至今，益丰药房、老百姓、大参林、一心堂的股价涨幅分别为69.53%、34.64%、23.06%、49.94%，除了大参林，涨幅基本领先于医药生物指数（24.37%）和沪深300指数（24.73%）。
- 市值情况：当前市值形成两大梯队，益丰药房和大参林市值相近，老百姓和一心堂市值接近。结合四家公司业绩体量和估值情况，我们认为：中短期大参林业绩改善明细且具备并购预期，持续强烈推荐；老百姓和一心堂当前估值具备安全边际，短期具备改善空间，中长期看好。

四家上市药房股价涨幅情况：



四家上市药房市值情况：



| 上市公司 | 营业收入 (百万元) | | | 归母净利润 (百万元) | | | PE | | | PEG | | |
|------|------------|-----------|-----------|-------------|--------|--------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| | 2019E | 2020E | 2021E | 2019E | 2020E | 2021E | 2019E | 2020E | 2021E | 2019E | 2020E | 2021E |
| 益丰药房 | 9,748.98 | 12,667.52 | 16,378.66 | 567.98 | 750.05 | 972.3 | 45.37 | 34.35 | 26.5 | 1.25 | 1.07 | 0.89 |
| 老百姓 | 11,767.68 | 14,539.23 | 17,933.64 | 534.82 | 653.58 | 806.23 | 33.05 | 27.05 | 21.93 | 1.44 | 1.22 | 0.94 |
| 大参林 | 10,748.71 | 12,956.15 | 15,707.26 | 647.85 | 787.01 | 964.09 | 38.17 | 31.42 | 25.65 | 1.75 | 1.46 | 1.14 |
| 一心堂 | 11,113.41 | 13,352.84 | 15,994.84 | 658.92 | 812.93 | 995.65 | 22.84 | 18.52 | 15.12 | 0.86 | 0.79 | 0.62 |



Part 4

上市公司投资摘要

4.1大参林 (603222) : 五大利好有望推动业绩超预期增长

■ “次新店高成长+费用率下降+降税实施+处方外流+外延并购”五大利好，业绩有望超预期增长

1) **次新店高成长**：2年门店成长性绝佳（2014年公司整体2年门店营收同比增长139.41%），两年门店占比从2016年的15%提升至2019年的22%，2019年开始高成长门店比例显著提升；

2) **费用率下降**：主要得益于“门店稳健扩张、一次性投入减少（2018年为应对分级分类管理，上市药房普遍增大执业药师和信息系统投入）”，2019年公司期间费用率（尤其是销售费用率）有望降低。假设2019年自建600家店，每家门店职工薪酬35.80万元/门店，房租支出16.20万元/门店，管理和财务费用率等于2018年水平，预计2019年净利润同比增长22%；

3) **降税实施**：2019年增值税率下降和小规模纳税人转换正式实施，假设2019年自建600家门店，每家门店职工薪酬35.80万元/门店，房租支出16.20万元/门店，管理和财务费用率等同于2018年的水平，税费减免4000万，全年预计实现利润6.90亿元，同比增长30%；

4) **处方外流**：依托处方共享平台，加速承接外流处方，目前正在广西、广东、河南省份完成了多家处方共享平台的接入，2018年公司筹建完成了30多家DTP专业药房。按照我们的测算，2018年DTP药房实现4000万以上销售，2019年公司承接外流处方的规模预计持续提升；

5) **外延并购**：公司上市后外延并购持续增强，并购主要集中在广东、河南、华东等地区。预计2019年至少新并购400家门店，按照2018年78.57万元/店行业均值计算，约3.14亿营收；

■ **盈利预测**：我们预计公司2019-2021年营业收入分别为106.18亿元、127.48亿元、155.94亿元，分别同比增长20%、20%、22%；不考虑减税和外延并购因素，归母净利润分别为6.50亿元、8.25亿元、10.49亿元，同比分别增长22%、27%、27%。考虑到公司业绩持续超预期可能性和目前估值处于中低位水平，维持“强烈推荐”评级。

■ **风险提示**：新店盈利不达预期、处方外流不达预期、外延并购不达预期、网售处方药放开等

4.2老百姓 (603883) : 扩张能力突出的全国性药店龙头

■ 从“横向并购、纵向渗透、运营整合、专业服务溢价”等多维剖析公司核心竞争力

1) **横向并购拓市场**: 布局11个优势省市, 包括两湖、江浙、山西、甘肃、广西、天津、安徽; 收购标的多为区域龙头, 收购价格合理 (平均PS约**0.97**), 体量质量双收 (平均单店营收**241.01**万元, 收购标的当地市占率平均**1.724%**, 居四大药房之首);

2) **纵向渗透稳市场**: 继续并购下沉二三四线市场, 进一步提高市占率。例如, 老百姓在江苏省迅速在两年内将市占率从2016年的**1.52%**提高到2018年的**5.09%**;

3) **整合能力突出**: 以惠仁堂、百姓缘、通辽泽强为代表的收购标的成长能力、盈利能力均得以提升, 且基本完成承诺业绩; 收购标的平均业绩承诺完成率**113%**, 整合能力突出;

4) **自建能力强且加盟模式成熟**: 强大的自建结合成熟的加盟有利于公司区域深耕。自建层面, 公司新年盈亏平衡周期1.5年, 领四家上市公司当中属领先水平; 加盟层面, 截止2019年公司拥有749家加盟店, 对加盟店的商品质量、采购配送、运营监督等方面管理得当, 四家上市公司当中其加盟模式最为成熟。

5) **运营能力优异**: “近医院, 进乡镇”渗透性拓展方针匹配门店分层布局; 中小成店成长快 (门店数CAGR**37.54%**), 旗舰店优势凸显 (旗舰店对营收贡献高达**28%**, 高于益丰药房**21**个点; 2018年日均坪效**128**元/平方米, 高于市场); “高标准+重培训”的“六统一”加盟模式迅速补充空白市场, 稳定市占率; 并购时注重考虑医保资质标的, 医保门店占比**87%**居四大药房之首;

6) **专业服务溢价**: 设立国内唯一的糖尿病干预技术专业机构; 逐步形成多个专业病种服务体系, 开展慢病管理; 干预中心辐射院边店, 中医馆和旗舰店互相引流, 协同效应显著; 提早布局DTP专业药房 (目前有**80**个DTP药房, **343**个处方药品种), 高利润高增长 (2018年DTP含税销售额达**51,873**万元, 同比增长**84%**)。

■ **盈利预测**: 我们预计公司2019-2021年营业收入分别为117.02亿元、143.42亿元、175.92亿元, 分别同比增长24%、23%、23%; 归母净利润分别为5.48亿元、6.79亿元、8.40亿元, 同比分别增长26%、24%、24%, 给予“强烈推荐”评级。

■ **风险提示**: 新店盈利不达预期、处方外流不达预期、外延并购不达预期、加盟店运营不佳损坏品牌形象、网售处方药放开等

4.3一心堂 (002727) : 以云南为根据地往四周有序扩张, 2019 年业绩稳健增长

■ 以云南为根据地, 深耕川渝, 形成川渝、云贵、桂琼三足鼎立之势

公司目前形成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格局。2018年西南、华南、华北分别实现营收76.20亿元(估计云南、川渝占比约85%、15%)、9.12亿元、3.65亿元, 分别同比增长18.80%、14.37%、16.08%。公司2019年计划开店1200家, 其中云南省内550家, 省外650家, 2019年Q1已兑现275家。省外门店数量占比从2014年的22.26%提升至2018年的38.19%, 省外扩张持续强化。

■ 云南地区持续深耕, 加速门店布局, 巩固优势市场

云南零售药房市场规模达139.31亿元, 一心堂在云南的市占率从2013年的48%提升至2017年的近60%, 第二大竞争对手健之佳的市占率从2013年的24%下降至2017年的22%, 公司在云南地区的绝对优势进一步巩固, 2018年云南省营收同比增长约15%。2019Q1一心堂在云南3703家门店, 占总门店数量的61.67%, 2019年云南省计划新开550家, 2019年Q1已兑现247家, 门店布局进展顺利。

■ 川渝市场已于2018年Q1开始扭亏为盈, 经营效率显著提升, 2019年持续改善;

川渝地区于2018年Q1开始实现盈利, 2018年H1川渝地区门店交易次数和客单价分别同比增长45.76%、1.29%, 营收同比增长近50%, 经营效率显著提升。得益于川渝地区改善, 西南地区单店营收提升明显, 从2015年的156万元/年提升至164万元/年, 预计2019年持续改善。公司持续自建门店, 辅以并购优质标的, 渗透川渝地区二三线城市(绵阳、广元等), 提高市占率。截止2019年Q1, 一心堂川渝地区门店新开49家门店, 总数达916家, 占总门店数的15%, 同比增长22%。

■ 盈利预测:

我们预计公司2019-2021年营业收入分别为111.08亿元、133.62亿元、160.25亿元, 分别同比增长21%、20%、20%; 归母净利润分别为6.59亿元、8.14亿元、9.98亿元, 同比分别增长26%、24%、23%, 给予“强烈推荐”评级

■ 风险提示:

运营改善不达预期; 整合程度不达预期; 网售处方药放开等

4.4 益丰药房 (603939) : 多维剖析益丰药房的核心竞争力与高成长持续性

■ 药店行业景气度高：存量加强整合、增量处方外流、单价持续提升、成长天花板高

- (1) 存量整合：行业集中度提升的逻辑不断被强化。百强药店市占率从2009年的32.16%提升至2018年47.21%，四大药房市占率从2014年的6.29%提升至2018年的10.48%， “自建+并购” 推动行业集中度快速提升；
- (2) 增量处方外流：处方信息共享平台多地试点，其中梧州红会医院参与处方共享试点，外流处方量约300张/天，占比门诊药房30%，医院处方逐步外流；
- (3) 单价提升：OTC提价推动药店客单价提升，同时龙头获得溢价，药店客单价从14年57.41元提升至18年73.7元，上市药房约40%毛利率高于行业30%均值；
- (4) 成长天花板：2018年四大上市药房市占率约10.48%，参照美国、日本零售药房行业高度集中的格局（美国前10药房市占率高达73.30%，日本前8药妆店市占率高达52.38%），我国龙头药房至少存在5倍以上的巨大成长空间。

■ 益丰药房竞争力强：“外延并购、整合能力、精细化管理、渠道价值、员工激励” 多维度剖析核心竞争力

- (1) 外延并购，益丰2016-2018年平均并购价格PS分别为1.19倍、0.93倍、1.08倍，2016-2018年收购标的当地市占率均值分别为0.74%、0.43%、2.54%，综合并购价格和标的市占率，益丰以合理价格并购优质大标的的能力逐步增强（典型例子为并购新兴药房进入河北市场）。
- (2) 整合能力，以新兴药房为例，并购后标的成长能力、盈利能力均得以提升（收购前2017年净利润增速22.53%，收购后2018年净利润增速48.66%；净利率从2016年的5.08%上升到2018年第二季度的5.74%），且基本完成承诺业绩（2018年承诺业绩完成率98.33%），公司整合能力强大；
- (3) 精细化管理，对比四家上市公司，益丰药房历年管理费用率最低且日均坪效领先（2018年管理费用率3.87%，上市公司均值4.44%；益丰、老百姓、大参林、一心堂日均坪效分别为61、53、85、46元/平米），彰显其精细化管理能力；
- (4) 渠道价值，上市药房渠道溢价逐步凸显，益丰药房毛利率在所有上市公司当中属于领先水平，2019Q1益丰毛利率39.47%，高于上市公司均值37.85%；
- (5) 员工激励，益丰药房董监高合计持股2.08%，其他中高层合计持股3.47%，核心骨干持股比重超过其他上市药房，股权激励覆盖充分；

■ 业绩高成长确定性高：基于核心竞争力，以“自建+并购” 确保业绩持续高成长

公司目前已完成之前规划的三年千店和等量并购千店计划，以持续“自建+并购” 的模式维持自身持续高成长，自2014年至2018年其净利润年复合增长率达32.73%，持续高成长能力远超竞争对手。

■ **盈利预测**：预计19-21年归母净利润为5.68、7.50、9.70亿元，同比增长36%、32%、29%，PE为43、33、25倍，给予“强烈推荐”评级。

■ **风险提示**：新店盈利不达预期、处方外流不达预期、外延并购不达预期、网售处方药放开等



Part 5

风险提示



药店零售行业
竞争加剧

处方外流不达
预期

新店盈利不达
预期

行业连锁化提
升不达预期

门店扩张不
达预期

外延并购不达
预期



01

02

03

04

05

06

分析师简介：

唐爱金：医药行业首席分析师。浙江大学化学硕士，曾就职于东阳光药先后任研发工程师及营销市场专员，具备优异的药物化学专业背景和医药市场经营运作经验。五年证券分析从业经验，团队曾经获得“天眼”中国最佳分析师评选2016年医药行业第一名。

冯俊曦：美国Syracuse University金融硕士，拥有出色的海外研究能力和研究体系，专注于药品制剂、医药商业、医疗服务等领域研究，2017年加入广证恒生。

股票评级标准：

强烈推荐：6个月内相对强于市场表现15%以上；

谨慎推荐：6个月内相对强于市场表现5%—15%；

中性：6个月内相对市场表现在-5%—5%之间波动；

回避：6个月内相对弱于市场表现5%以上。

分析师承诺：

本报告作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰、准确地反映了作者的研究观点。在作者所知情的范围内，公司与所评价或推荐的证券不存在利害关系。



广证恒生：

地址：广州市天河区珠江西路5号广州国际金融中心04楼
电话：020-88836132, 020-88836133
邮编：510623

重要声明及风险提示：

我公司具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供广州广证恒生证券研究所有限公司的客户使用。

本报告中的信息均来源于已公开的资料，我公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，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。在任何情况下，我公司不就本报告中的任何内容对任何投资做出任何形式的担保。我公司已根据法律法规要求与控股股东（广州证券股份有限公司）各部门及分支机构之间建立合理必要的信息隔离墙制度，有效隔离内幕信息和敏感信息。在此前提下，投资者阅读本报告时，我公司及其关联机构可能已经持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，或者可能正在为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。法律法规政策许可的情况下，我公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。我公司的关联机构或个人可能在本报告公开前已经通过其他渠道独立使用或了解其中的信息。本报告版权归广州广证恒生证券研究所有限公司所有。未获得广州广证恒生证券研究所有限公司事先书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“广州广证恒生证券研究所有限公司”，且不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。

市场有风险，投资需谨慎。