

行业深度

医药商业

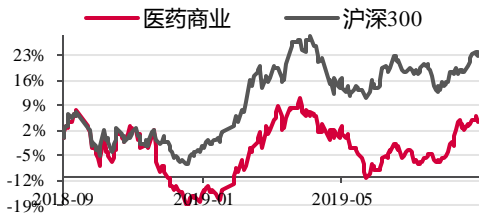
短期受益行业集中度提升，长期受益处方外流

2019年09月16日

评级 领先大市

评级变动: 首次

行业涨跌幅比较



%	1M	3M	12M
医药商业	8.64	15.16	1.14
沪深300	7.06	8.69	22.53

王绍玲

执业证书编号: S0530519070003
wangsl1@cfzq.com

分析师

0731-89955751

重点股票	2018A		2019E		2020E		评级
	EPS	PE	EPS	PE	EPS	PE	
一心堂	0.92	27.08	1.05	23.72	1.15	21.66	谨慎推荐
益丰药房	1.10	68.49	1.47	51.25	1.88	40.07	谨慎推荐
老百姓	1.53	45.48	1.86	37.41	2.30	30.25	推荐
大参林	1.02	55.82	1.27	44.83	1.56	36.50	推荐

资料来源: 财富证券

投资要点:

- **现状: 行业规模接近饱和, 集中度有较大提升空间。**从单店覆盖人口量来看, 全国零售药店店均覆盖人口数量为 3160 人, 相比于美国和日本 3000-4000 人/店的水平, 我国的零售药店分布已处于相对密集的状态, 零售药店继续增加开店数量以扩大规模的性价比已经不高。我国规模最大的国大药房年 2017 年销售额仅为 110.79 亿元, 占比 2.5%, 超过 5300 家企业的年销售额不足 1.5 亿元, 小型连锁药店和单体药店规模占比很高。相比美国和日本, 行业集中度有较大的提升空间。
- **十字路口: 借鉴美日经验的两种方向。**美国专业类 CVS 和便利类 Walgreens 双寡头已经形成, 2015 年, 日本零售药店 TOP10 的市占率达 63%, 美国和日本成熟市场集中度已经很高。从我国的实际情况看, 医药分开是长期趋势, 但要实现真正的医药完全分开时间周期较长, 处方外流在实际实施过程中仍是种种阻碍, 零售药店要获得批量医生开具的处方也需时间。相比于专业化的医疗和药事服务类型的 CVS 和调剂药局, 我国零售药店可能在连锁化、品牌化的方向上更早实现集中度提升。
- **增长动力: 自建+并购门店并举, 快速扩张。**对于已经具有规模优势的上市公司而言, 自建门店+并购的方式仍然将是未来的扩张方式。然而, 选择自建门店还是并购扩张, 要看二者的性价比。连锁药店业绩增长主要来自三个方面, 一是老店的增长, 二是新建药店的增长, 三是并购药店的增长。老店进入稳定期之后, 对业绩增长的贡献有限, 主要的增量贡献来自新建门店和并购门店。定性来看, 益丰药房和老百姓增长潜力较大。
- **投资策略: 行业短中长期均有增长动力, 给予零售药店细分行业“领先大市”评级。**从 4 家上市公司来看, 益丰药房和老百姓现有门店在 2019-2020 年的业绩增长贡献较多, 一心堂和大参林未来扩张的财务压力较小, 益丰药房、老百姓、大参林的布局区域相对优于一心堂。维持一心堂和益丰药房“谨慎推荐”评级, 维持老百姓和大参林“推荐”评级。
- **风险提示: 新建或并购门店盈利不及预期; 商誉减值风险。**

内容目录

1 现状：行业规模接近饱和，集中度有较大提升空间	4
1.1 零售药店是稳定增长的药品销售终端	4
1.2 分为专业类、大健康类、生活便利类	5
1.3 相比医院药房，零售药店中成药、保健品销售比重较高	5
1.4 华东、中南、华北占据主要的销售市场	6
1.5 总数量接近饱和、行业集中度低	7
1.5.1 药店总量已经处于饱和状态	7
1.5.2 行业集中度提升空间较大	8
2 十字路口：借鉴美日经验的两种方向	9
2.1 我国零售药店处于发展方向选择的拐点时期	9
2.2 美国成熟市场：专业类 CVS 和便利类 Walgreens 双寡头格局已成	9
2.3 日本成熟市场：便利类药妆店已成为特色	11
3 零售方向：自建+并购门店并举，快速扩张	11
3.1 过去的扩张模式：资本参与，密集并购	11
3.1.1 2017-2018 年，大资本密集参与并购	11
3.1.2 上市公司扩张之路：并购+自建门店	12
3.1.3 较高的并购热情迅速提升了并购标的估值	14
3.2 未来扩张需考虑新建和并购门店性价比	15
3.2.1 新建门店一般在 2-3 年后开始盈利	15
3.2.2 并购门店一般在次年实现快速增长	16
3.3 益丰药房和老百姓增长潜力较大	16
4 专业方向：承接处方外流与对接基层诊疗	18
4.1 承接处方外流	18
4.1.1 执业药师短缺不再是制约因素	18
4.1.2 目前实际处方外流量有限	20
4.2 对接基层诊疗	20
4.2.1 向平台型服务商转型	20
4.2.2 承担部分基层诊疗	20
5 投资策略	21
6 风险提示	22

图表目录

图 1：我国零售药店市场规模	4
图 2：零售药店行业增长绝对量	4
图 3：2018 年我国三大终端销售占比	4
图 4：2017 年药品行业销售结构	6
图 5：2017 年典型样本城市店内销售品类结构	6
图 6：各省药店分布数量情况（单位：家）	6
图 7：全国六大区域销售额比重	7
图 8：各地零售药店单店覆盖人口数量已经处于相对密集状态	7
图 9：连锁药店销售排名情况	8
图 10：近年来不通规模药店销售额（亿元）	8

图 11: 国内不同规模药店销售额占比	9
图 12: 2013 年以来行业前 100 公司销售额增长速度快于行业整体 (同比增长率)	9
图 13: 2016 年美国零售药店的竞争格局.....	10
图 14: 2018 年三家药店处方药竞争格局.....	10
图 15: 2018 年 CVS 营收构成.....	10
图 16: 2018 年 Walgreens 营收构成.....	10
图 17: 日本零售药店的销售结构	11
图 18: 日本药妆店的行业集中度在逐年提高.....	11
图 19: 2013-2018 年一心堂各年新增门店构成.....	13
图 20: 2012-2018 年老百姓各年新增门店构成.....	13
图 21: 2012-2018 年益丰药房各年新增门店构成	14
图 22: 2014-2018 年大参林各年新增门店构成.....	14
图 23: 上市公司的商誉资产迅速增加 (单位: 亿元)	14
图 24: 近年来执业药师注册量逐年增加.....	19
图 25: 2019 年 6 月执业药师注册机构分布情况.....	19
表 1: OTC 药品化学药与中成药数量结构	6
表 2: 资本密集注入药店领域.....	12
表 3: A 股四家零售药店门店数量变化 (单位: 家)	13
表 4: 2018 年各公司并购的估值已经相对较高 (估值指标: 并购当年 ps)	14
表 5: 一心堂新增门店营收、净利润情况 (单位: 万元)	15
表 6: 益丰药房新增门店营收、净利润情况 (单位: 万元)	15
表 7: 老百姓新增门店营收、净利润情况 (单位: 万元)	16
表 8: 大参林新增门店营收、净利润情况 (单位: 万元)	16
表 9: 一心堂并购门店收入及利润增速 (单位: 万元)	16
表 10: 四家上市公司现有门店 2019-2020 年增长潜力测算 (单位: 家)	17
表 11: 四家上市公司可使用现金状况 (单位: 亿元)	18
表 12: A 股 4 家零售药店单店自建和扩张成本 (单位: 万元)	18
表 13: A 股 4 家上市零售药店盈利预测 (单位: 亿元、元)	21

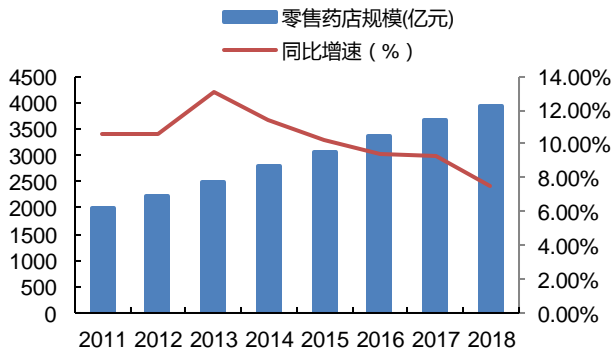
1 现状：行业规模接近饱和，集中度有较大提升空间

1.1 零售药店是稳定增长的药品销售终端

零售药店是直接向患者提供所需药品和保健品的机构，将成批的多种药品拆零，供应给附近的患者。与医院、基层诊疗机构并称三大药品服务终端。

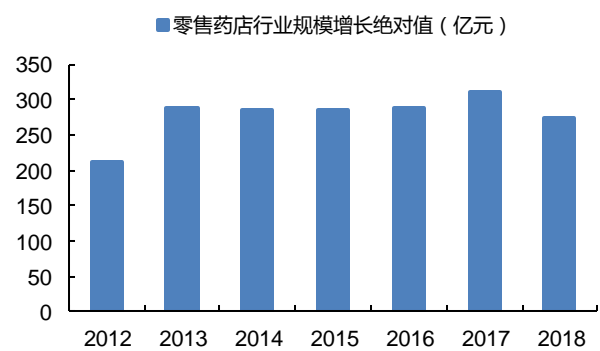
我国零售药店的市场规模一直呈现增长态势，2018 年的市场规模已经超过 3900 亿元，从同比增速上看，2013 年达到高点 13.05% 后，行业市场规模的增长速度进入了下行通道，2018 年的同比增速仅为 7.39%。从行业规模增长的绝对量来看，2012-2018 年，零售药店的行业规模维持 200 亿元以上的增量，2017 年达到了 310 亿元的最高值，2018 年，尽管行业规模增速下降显著，但也保持了 270 亿元的绝对增量。

图 1：我国零售药店市场规模



资料来源：中国药店，财富证券

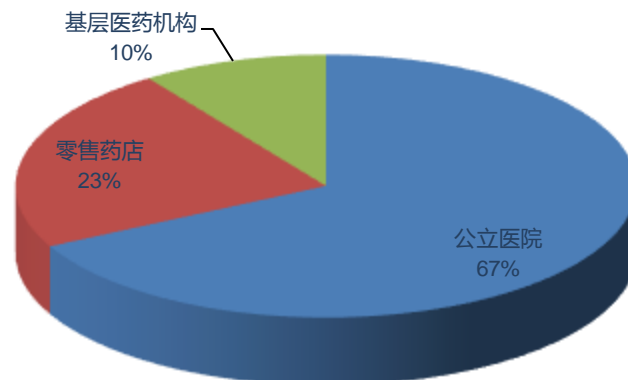
图 2：零售药店行业增长绝对量



资料来源：中国药店，财富证券

零售药店在 2018 年的药品销售规模占比是 23%，是除公立医院之外最重要的药品销售终端。随着各项政策的推进，公立医院端的药品销售将逐步向零售药店和基层医疗机构转移，零售药店和基层医疗机构的占比将提升，但整个进程推进是个缓慢的过程。

图 3：2018 年我国三大终端销售占比



资料来源：中国药店，财富证券

1.2 分为专业类、大健康类、生活便利类

零售药店按照店内销售品种差异和功能定位的不同，可以分为专业类、大健康类、生活便利类三种类型。

专业类的经营品类主要是处方药。可以有诊所，或者医师坐堂咨询。美国的 CVS 和日本的调剂药局就是典型的专业类零售药店，国内的药珍店、DTP 药房、国医馆、互联网医院+药店等，就是典型的专业类药房代表。目前国内部分流通企业及零售药店企业开始积极布局 DTP 药房，未来 DTP 药房将成为专业类的代表。

大健康类的经营品类除了药品以外，还有中药饮片、贵细滋补、保健品、医疗器械、消字号产品、理疗产品、智能化可穿戴设备等。中医中药是大健康药店的“魂”，也是其核心的经营项目和品类，中医理疗等各种传统医疗项目令人信服，还有高素质执业（中）药师、健康管理师、营养师、康复护理师、心理咨询师等专业技术服务人才，加上丰富的大健康品类集聚，是这个类型药店的主要特征，健康城、健康药房、中医项目+药店、养生馆、直销+会销+药店、中药精品店等是其典型业态代表。上市公司中，同仁堂就是典型的大健康类，这类企业以提高自身服务水平，增加客户粘性，对客户建立针对性的健康管理，专业能力和服务能力是其核心竞争力。

生活便利类是指可以在经营方式和品类结构上效仿超市、便利店等零售业态，药品不必成为其经营的一个主要品类。目前的药店系统中的店中店、OTC 乙类柜、超市药店、美妆店、O2O 药店、自动售药机等是生活便利类的代表。我国的医药分开尚处于起步阶段，便利店模式发展的零售药店规模不大，还未形成完整产业。

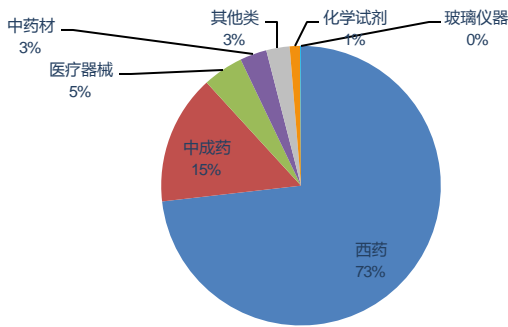
1.3 相比医院药房，零售药店中成药、保健品销售比重较高

从整个行业来看，药品按照销售品类分，西药类占据销售主导，在 7 大类医药商品销售额中占比 73.2%，其次为中成药类，占据 15%，医疗器械、中药材化学试剂等分别占比 5%、3%、1%。

从典型城市样本来看，零售药店的店内销售额中药品占据主导地位，占据零售总额的 81.8%，其中西药占 47.7%（化学药品占 39.9%、生物制品占 7.8%），中成药占 27.1%，中药饮片占 7%，非药品销售占比 18.2%，其中食品（含保健食品）占 10.1%，医疗器械（含家庭护理）占 5.7%，而化妆品、日用品、其他商品三类占比不足 3%。

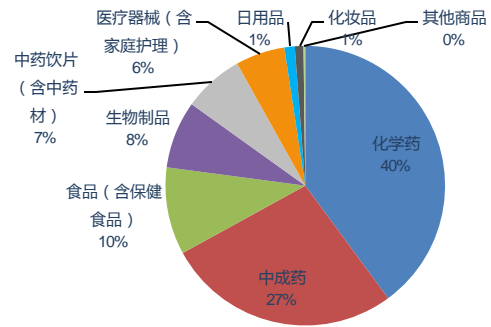
与整个药品行业相比，零售药店内的中成药、保健食品、中药饮片、医疗器械等销售比例较大。造成店内销售品种差异的主要原因在于，零售药店的药事服务能力大大弱于医院药房，处方药品的销售能力远远不足，由于零售药店的购买便利性，使得非处方产品，包括 OTC 药品、家庭护理用医疗器械、保健食品等种类销售占比较高，其中，OTC 类药品中的中成药占比较高。

图 4：2017 年药品行业销售结构



资料来源：《2017 年药品行业流通运行报告》，财富证券

图 5：2017 年典型样本城市店内销售品类结构



资料来源：《2017 年药品行业流通运行报告》，财富证券

根据米内网的 OTC 目录库，甲类和乙类合计的化学药共 1181 个品种，占比 22.41%，中成药共 4088 个品种，占比 77.79%，OTC 药品目录中，中成药的比重远远大于化学药。在较低的药事服务能力下，零售药店销售 OTC 药品的能力大于处方药，也造成零售药店店内商品销售结构与医院药房有较大的差异，中成药的消费比重较大。

表 1：OTC 药品化学药与中成药数量结构

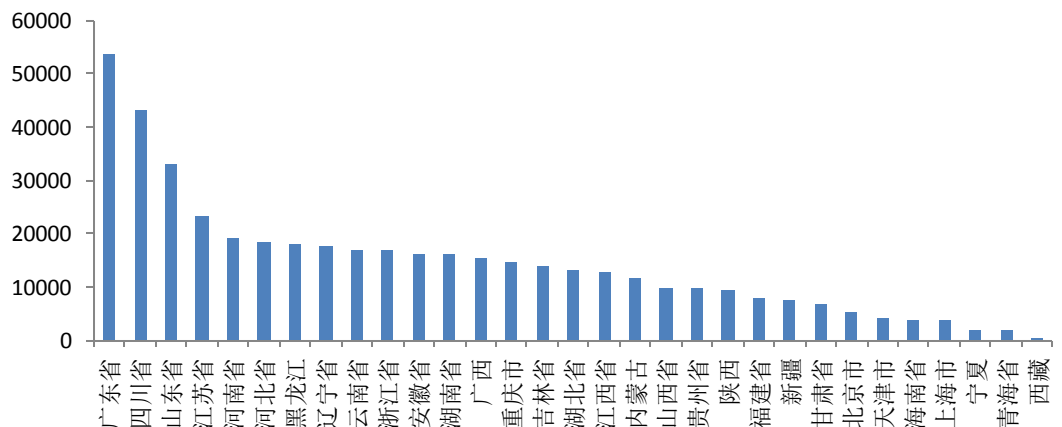
药品	OTC 分类	药品数量
化学药	OTC 甲类	764 个
	OTC 乙类	417 个
中成药	OTC 甲类	3092 个
	OTC 乙类	996 个

资料来源：米内网，财富证券

1.4 华东、中南、华北占据主要的销售市场

从药店分布来看，广东省是药店布局最多的地区，其次是四川省、山东省、江苏省，药店数量均超过了 2 万家。同时，西藏、青海、宁夏等西北部地区的药店分布数量较少。

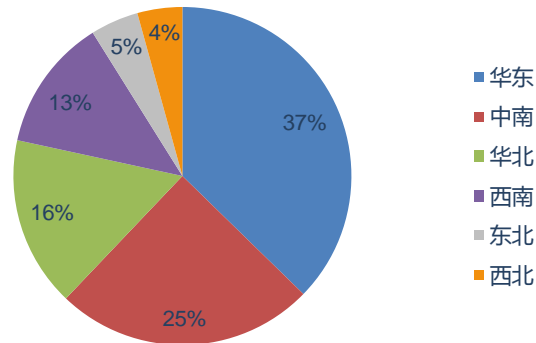
图 6：各省药店分布数量情况（单位：家）



资料来源：国家食药监局，财富证券

从主要区域的销售来看，2017年，全国六大区域占销售额的比重分别为：华东：37.3%、中南：24.8%、华北：16.3%、西南：12.7%，东北：4.6%、西北：4.3%，其中，华东、中南、华北三大销售区域销售额占比78.4%，东北和西北地区合计占销售额比重仅为8.9%，区域分化的现象较为明显。

图7：全国六大区域销售额比重



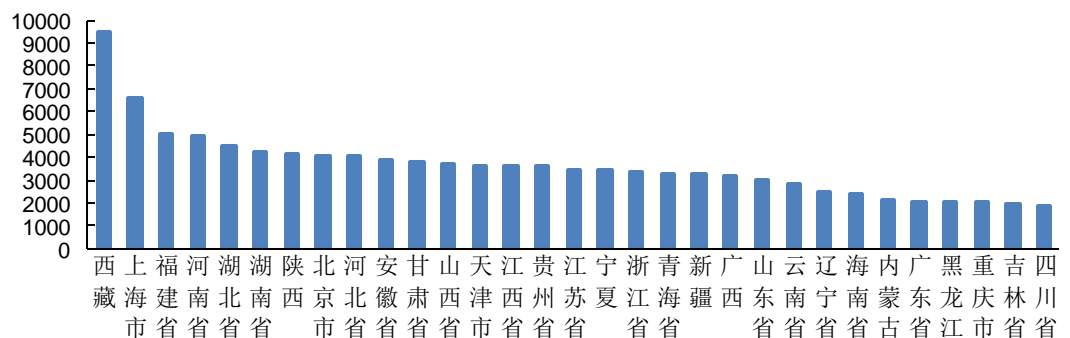
资料来源：《2017年药品行业流通运行报告》，财富证券

1.5 总数量接近饱和、行业集中度低

1.5.1 药店总量已经处于饱和状态

从单店覆盖人口数量来看，药店布局较多的四川、广东、山东等地的单个药店覆盖的人口数量在2000-3000人/店之间，已经处于相对比较密集的分布。全国的店均覆盖人口数量为3160人，相比于美国和日本的3000-4000人/店的水平，我国的零售药店分布已处于相对密集的状态，零售药店继续增加开店数量以扩大规模的性价比已经不高。

图8：各地零售药店单店覆盖人口数量已经处于相对密集状态



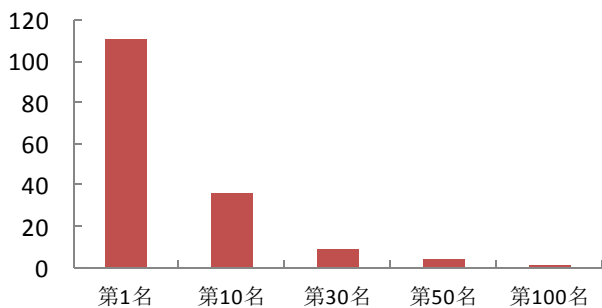
资料来源：世界人口大全官网，国家食药监局，财富证券

1.5.2 行业集中度提升空间较大

截止 2017 年，我国共有零售药店 45.37 万家，其中连锁药店 22.92 万家，零售单体药店 22.45 万家，连锁率为 50.51%。共有药品零售连锁企业 5409 家，单家企业的门店平均数量为 42 家。排名第一的国大药房年销售额为 110.79 亿元，排名第 100 名的连锁药店销售额仅为 1.44 亿元，销售额差异较大，超过 5300 家企业的年销售额不足 1.5 亿元，小型连锁药店和单体药店规模占比很高。

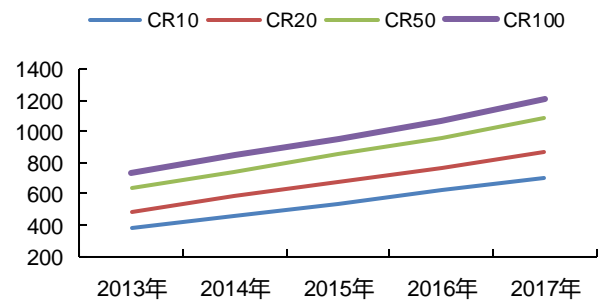
规模较小的企业在采购渠道、获客能力、会员管理、品牌知名度等方面均不能和大型连锁药店相比。随着“两票制”的全面推行，流通企业的行业集中度提高，依靠小型流通企业配送的小的连锁药店及单体药店的渠道成本将大幅提升，小型连锁药店和单体药店将面临淘汰或被收购的结果。与美国与日本相比，我国零售药店中的小型连锁药店和单体药店占比非常高，市场集中度提升仍然有较大的空间，头部企业并购可选标的仍然具有丰富。

图 9：连锁药店销售排名情况



资料来源：《药品行业流通运行报告》，财富证券

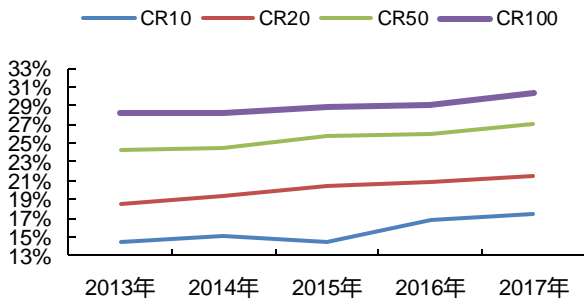
图 10：近年来不同规模药店销售额（亿元）



资料来源：《药品行业流通运行报告》，财富证券

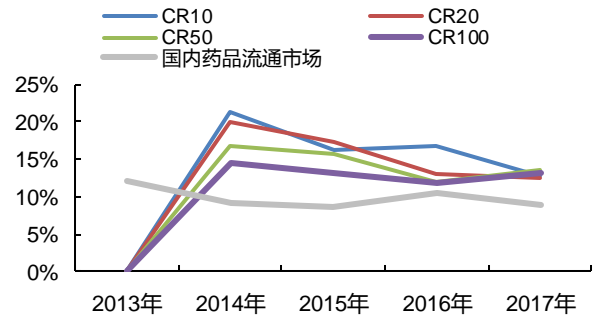
2013-2017 年，药品零售市场的销售额从 2607 亿元增长到 4003 亿元，行业的销售额度有较大的增长，行业规模仍呈现快速增长的状态。2013 年，药品零售行业 CR10、CR20、CR50、CR100 的企业销售额度占比分别是 14.41%、18.54%、24.24%、28.32%，2017 年，行业 CR10、CR20、CR50、CR100 的企业销售额度占比分别提升至 17.44%、21.60%、27.12%、30.27%，较 2013 年有较大的提高。2013-2017 年，药品零售行业 CR10、CR20、CR50、CR100 的企业销售额度同比增长速度均快于行业整体，从当年的增长速度上看，呈现出 CR10>CR20>CR50>CR100 的趋势，表明该段时间内，行业集中度在持续提升。同时，从 2013 年到 2017 年，不同规模的企业销售额同比增长速度也表现出逐步收窄的趋势，表明行业集中度提升的速度在放缓，CR10 企业集中度提升较 CR100 企业没有表现出明显优势。

图 11：国内不同规模药店销售额占比



资料来源：各年《药品行业流通运行报告》，财富证券

图 12：2013 年以来行业前 100 公司销售额增长速度快于行业整体 (同比增长率)



资料来源：各年《药品行业流通运行报告》，财富证券

2 十字路口：借鉴美日经验的两种方向

2.1 我国零售药店处于发展方向选择的拐点时期

美国和日本零售药店在医药分开的前提下，分别形成了两种零售药店的发展路径：承接专业化医药服务 & 依托高密度门面店零售医药周边品。

在专业方向上，美国形成了 CVS 这样的平台型医药连锁公司，提供基本的医疗服务，药事服务能力基本能够满足一般小病和保健需求，在品牌影响力的作用下，以提高医疗服务和药事服务能力来吸引新客户和提高老客户的粘性。日本则形成了调剂药局，以基础医疗服务和药事服务能力为竞争壁垒，享受日本老龄化进程的红利。

在零售方向上，美国的 Walgreens 便利店形式的零售药店和日本的药妆店则是以降低药品销售比重，增加保健品、化妆品等其他类别商品的形式，依靠自身较高密度的门店布局，增加店面人流量，在核心区域布局形成竞争力。公司成长方面，依靠门店并购等形式扩大门店覆盖范围，提高行业集中度的方式获得成长。

从我国的实际情况看，医药分开是长期趋势，但要实现真正的医药完全分开时间周期较长，处方外流在实际实施过程中仍是种种阻碍，零售药店要获得批量医生开具的处方也需时间。相比于专业化的医疗和药事服务类型的 CVS 和调剂药局，我国零售药店可能在连锁化品牌化的方向上更早实现集中度提升。

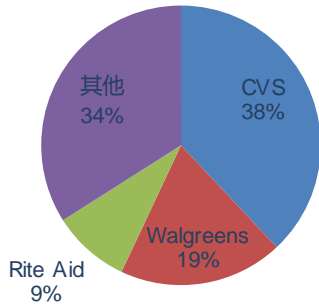
2.2 美国成熟市场：专业类 CVS 和便利类 Walgreens 双寡头格局已成

美国是最发达的药品零售市场之一。美国实行医药分开的医疗体制，即医院只在诊断结束后给患者一张处方单，而患者凭借处方单去药房抓药，这里的药房一般指零售药店，美国零售药店的处方药销售额占比在 60% 以上。

2017 年之前，美国零售药店市场主要由三巨头霸占，他们分别是 CVS Health（西维

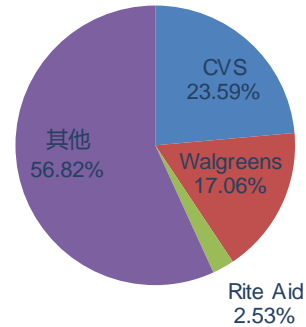
西斯健康)、Walgreens Boots Alliance (沃尔格林博资)、Rite Aid (来德爱)。2016 年, 这 3 家公司占据了美国零售药店市场 66% 的份额, 2017 年 9 月, Rite Aid 将其 1490 家门店出售给了 Walgreens, 美国零售药店的双寡头形式形成。2018 年, Rite Aid 的市场份额迅速下降, 占处方药市场份额仅为 2.6%, 同期 CVS 和 Walgreens 的处方药市场份额分别为 23.59% 和 17.06%。

图 13: 2016 年美国零售药店的竞争格局



资料来源: 中国产业信息网, 财富证券

图 14: 2018 年三家药店处方药竞争格局

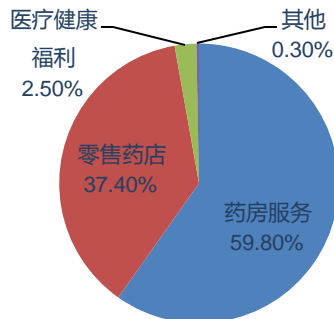


资料来源: 各公司公告, 财富证券

截止 2018 年 8 月 31 日, CVS 旗下拥有 9967 家零售药店, 约 1100 家非预约医疗诊所。业务内容涵盖药房服务、零售药店、医疗健康服务, 在医疗产业链上的布局较为全面, 药房服务和零售药店是核心业务。

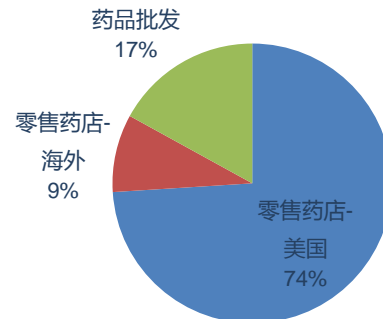
与 CVS 的多业务发展不同, Walgreens 业务集中在零售药店领域, 并且不断扩张规模。截止 2018 年 8 月 31 日, 公司共拥有 14327 家门店, 包括美国本土 9560 家, 以及海外门店 4767 家。Walgreens 的门店扩张多是通过收购实现的, 2012 年和 2014 年先后收购了英国 Alliance Boots 连锁药房 45% 和 55% 的股权, 增加了 4582 家海外门店; 2017 年 9 月又收购了美国本土 Rite Aid 的 1490 家门店, 实现门店数量的进一步增长。

图 15: 2018 年 CVS 营收构成



资料来源: 公司公告, 财富证券

图 16: 2018 年 Walgreens 营收构成



资料来源: 公司公告, 财富证券

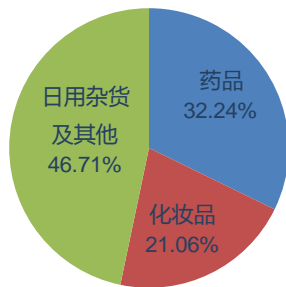
2.3 日本成熟市场：便利类美妆店已成为特色

日本的连锁药店分为调剂药局和美妆店。调剂药局一般分布于医院和诊所周边，承接医疗机构门诊处方，类似于国内的 DTP 药房，美妆店类似于生活便利店，销售非处方药、化妆品，食品等。

日本连锁药店已经涵盖药品、健康食品和化妆品，已经从疾病产业转移为健康产业。日本零售药店中药品的销售比重已经较小，仅为 32.24%，化妆品的销售比重可以达到 21.06%。日本零售药店中的化妆品比重较高，美妆店的模式已经成为日本零售药店的特色。

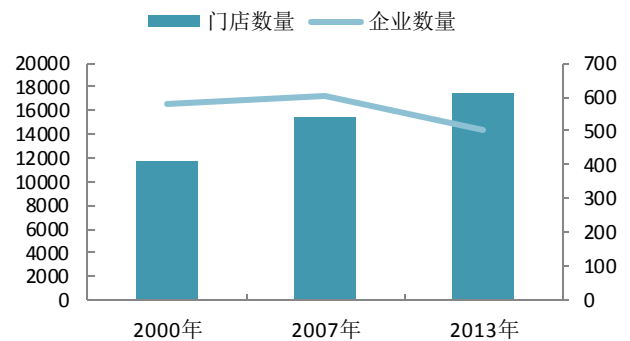
持续的兼并收购使得美妆店的行业集中度越来越高，2000 年到 2013 年，日本美妆企业的数量由 579 家下降到 501 家，门店数量则由 11787 家上升到 17563 家。2015 年，TOP10 的市占率达 63%。

图 17：日本零售药店的销售结构



资料来源：健之佳招股说明书，财富证券

图 18：日本美妆店的行业集中度在逐年提高



资料来源：中国药店，财富证券

3 零售方向：自建+并购门店并举，快速扩张

目前来看，零售药店可预见的增长动力还是源于门店数量的扩张，扩张的方式有两种，新建门店和并购现有门店，通常，并购门店的扩张方式快于新建门店，但新建门店具有成本优势。

3.1 过去的扩张模式：资本参与，密集并购

3.1.1 2017-2018 年，大资本密集参与并购

由于我国连锁药店的集中度低，单体药店和小型连锁药店占绝大多数，在监管日益趋严的背景下，他们面临着较大的经营压力和被淘汰的风险。

从 2017 年下半年开始，高瓴资本旗下的高济医疗，借助资金优势强势介入连锁药店市场，进行了大量的收购。2018 年，高济医疗下属分子公司合计销售额已经超过了 300 亿元，全国范围内有门店近 12000 家，迅速成为国内最大的连锁药店。

除了高瓴资本外，基石资本、华泰资本、摩根士丹利等知名资本也积极投入到药店的并购中。2017-2018年，是零售药店的并购高潮，行业集中度在这个时期内快速提高。

表 2：资本密集注入药店领域

资本方	投资方式	代表性投资药店及股权	特点
高瓴资本	全资	河南百家好一生、汕头市凯德、河南同和堂、三门峡华为、安徽高济敬贤堂	方式灵活，但看重控股权，参股型投资次数较少
	控股	成都华杏 65%、四川万盛 65%、河北仁泰医药 90%、雅安高济和康 90%、四川高济海棠药店 65%。	
	参股	重庆万和 15%、四川杏林 15%、西安怡康 5%、遂宁全泰堂 40%、天济大药房连锁 10%	
基石资本	全资	温州一正药房、常州中诚药房、四川巴中怡和、四川芙蓉大药房、宜宾天天康大药房、成都市乐园堂、成都宁丰堂	以控股型收购为主
	控股	淮安广济 90%、苏州健生源 90%、镇江存仁堂 80%、廊坊百合一笑堂 51%、南通济生堂 55%	
华泰资本	参股	贵州一树 6.4%、湖南怀仁大健康 7.9%、江苏百家惠瑞峰大药房、山东漱玉平民、安徽华仁健康	参股，追求投资收益
摩根士丹利	参股	大参林、贵州一树、河北新兴药房	参股，追求投资收益
四川健康养老基金	参股	正和祥	参股，追求投资收益
江苏沿海产业投资基金	参股	甘肃德生堂 5%	参股，追求投资收益
天士力	参股	山东立健 7.1%、甘肃众友 3.6%	参股，追求投资收益兼产业协同
神威集团	控股	唐山南元 90%、唐山永和 88%、唐山盛丰 85%、玉田县同德堂 80%、河北健康人 70%、邯郸市峰峰天天好 70%、河北森众 51%、大名县健邦 51%、昌黎县老味医药 51%	控股为主、注重产业协同
上药集团	全资收购	康德乐 100%	专业药房布局
甘肃众友	全资	宝鸡同和堂、甘肃万民、庆阳百祥大药房	控股型收购，门店扩张
	控股	浙江天天好药房 55%、淮北养生堂大药房 51%、马鞍山市健康大药房 51%	
漱玉平民	全资	东莹益生堂	控股为主，门店扩张
	控股	济南恒德百姓 60%	
	参股	黑龙江一辰医药 4.5%、辽宁缘福堂 4.8%、沈阳利安德 4.8%、辽阳市一期医药 4.8%、青岛紫光药业 4.9%	
西安怡康	全资	延安炎黄人大药房、陕西怡悦大药房	全资收购，门店扩张
	控股	山西同盛医药 99.8%、西安康鑫医药 51%	
	参股	河北石药大药房 33.3%	

资料来源：《2018 年零售行业发展状况报告》，财富证券

3.1.2 上市公司扩张之路：并购+自建门店

从 A 股已经上市的四家零售药店：一心堂、老百姓、益丰药房、大参林的门店扩张情况来看，2014-2018 年一直处于扩张阶段。2017-2018 年，各公司的门店扩张速度明显

加快,2017年,一心堂和老百姓净增门店分别为981家、895家,增幅达19.36%、32.74%;2018年,老百姓和益丰药房的门店增量均超过1000家,其中,益丰药房门店增量达42.15%。

表 3: A股四家零售药店门店数量变化(单位:家)

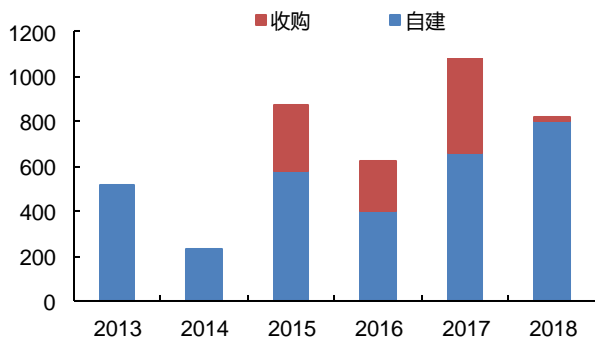
门店数量	2014年	2015年	净增量	2016年	净增量	2017年	净增量	2018年	净增量
一心堂	2623	3496	873	4085	589	5066	981	5758	692
老百姓	963	1483	520	1838	355	2733	895	3864	1131
益丰药房	738	1065	327	1535	470	2059	524	3611	1552
大参林	1602	1921	319	2409	408	3146	737	3880	734

资料来源:各公司各年年报,财富证券

从门店增加的方式看,上市公司门店扩张主要有两种途径,自建门店和并购现有门店。2014年之前,仅有老百姓开始并购扩张之路,其他3家公司均以自建门店方式扩张,而大参林则从2016年才开始进行并购,益丰药房还有少部分的门店以加盟的方式增长。

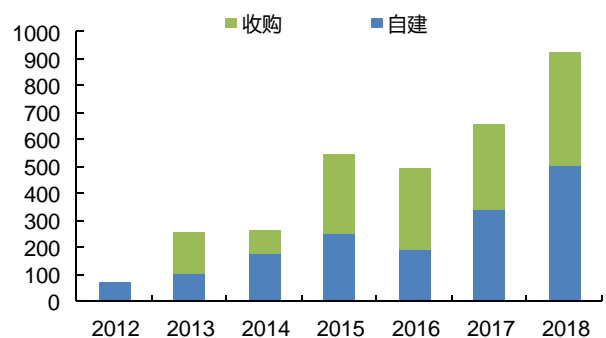
4家公司中,益丰药房和老百姓的扩张步伐较快,扩张过程中,并购现有门店发挥了较为重要的作用,尤其是益丰药房,2018年大量并购之后,门店数量已经接近老百姓和大参林的水平。而业内发展较早的一心堂和大参林两家区域性公司,扩张过程中的并购门店并未超过自建门店,一心堂在2018年新增并购门店仅21家,占净增门店量仅为3%,大参林在2016-2018年的扩张过程中也参与并购,但扩张仍以自建门店为主。

图 19: 2013-2018年一心堂各年新增门店构成



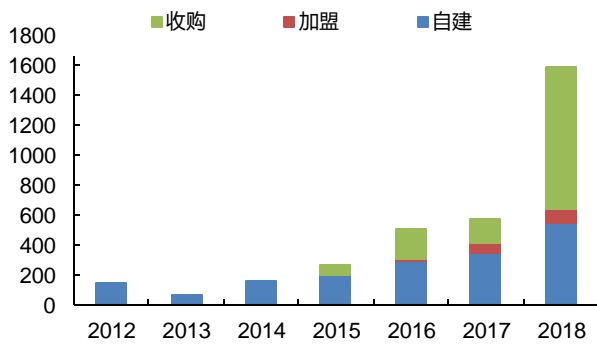
资料来源:公司公告,财富证券

图 20: 2012-2018年老百姓各年新增门店构成



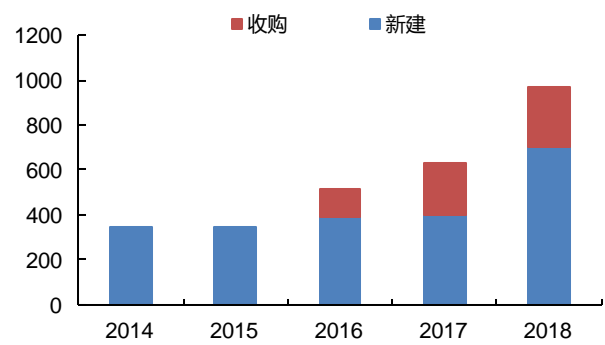
资料来源:公司公告,财富证券

图 21：2012-2018 年益丰药房各年新增门店构成



资料来源：公司公告，财富证券

图 22：2014-2018 年大参林各年新增门店构成



资料来源：公司公告，财富证券

3.1.3 较高的并购热情迅速提升了并购标的估值

随着并购热情的提高，各公司并购积极性也在提升，2017-2018 年，上市公司并购的估值逐步提高。2016 年，一心堂并购的 ps 估值平均值为 0.68 倍，到 2018 年，并购估值已经提升至 0.89 倍。2018 年进行大量并购的益丰药房，当年的并购 ps 估值已经到 0.98 倍，大参林和老百姓 2018 年的并购 ps 估值也已经分别达到 0.87 倍和 0.76 倍。

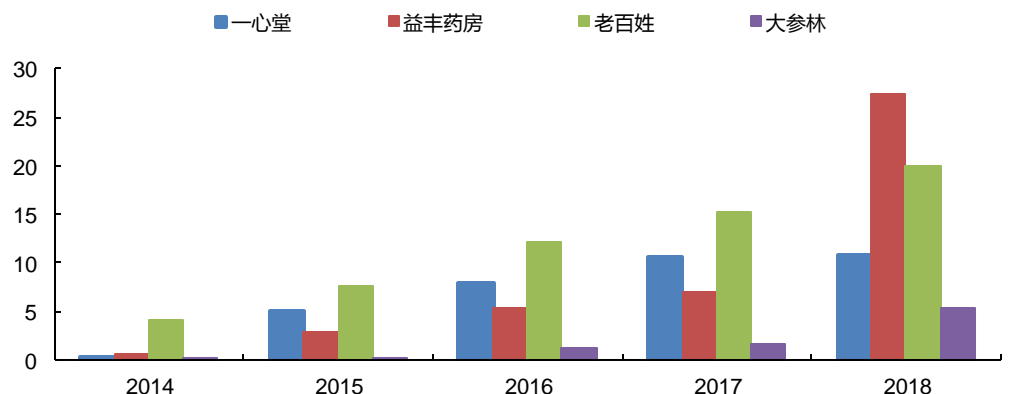
表 4：2018 年各公司并购的估值已经相对较高（估值指标：并购当年 ps）

	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年
一心堂	0.76	0.68	0.72	0.89
老百姓	0.93	0.65	0.47	0.76
益丰药房	--	0.64	0.97	0.98
大参林	0.48	0.64	--	0.87

资料来源：公司公告，财富证券

进入 2019 年，小型连锁药店和单体药店的估值居高不下，上市公司对于并购扩张之路变得谨慎。2019 年上半年，一心堂净增加门店 371 家，并未进行并购，拥有丰富并购经验的益丰药房在 2019 年第二季度也未进行并购。

图 23：上市公司的商誉资产迅速增加（单位：亿元）



资料来源：各公司公告，财富证券

此外，给予并购标的较高的估值，也使得上市公司的商誉资产迅速增加。迅速增加的商誉资产，就更加考验上市公司在扩张经营过程中对已并购标的的经营，同时也增加了商誉减值的风险。

3.2 未来扩张需考虑新建和并购门店性价比

长期来看，连锁药店集中度提升是必然之路，对于已经具有规模优势的上市公司而言，自建门店+并购的方式仍然将是未来的扩张方式。然而，选择自建门店还是并购扩张，要看二者的性价比。

3.2.1 新建门店一般在 2-3 年后开始盈利

对于自建门店而言，成本构成主要包括租金成本、营销投入、人力成本。以一心堂为例，2017 年公司房租及职工薪酬两项占收入比重达 27.28%，其中，职工薪酬比重为 18.29%，房租为 8.99%。

一心堂新建门店在第 11 个月实现当月盈利，在第 19 个月实现累计盈利，第三年为利润爆发期，第六年之后开始进入稳定期，稳定期的营收增速为 7% 左右，利润增速在 11% 左右。

表 5：一心堂新增门店营收、净利润情况（单位：万元）

		首年	次年	第三年	第四年	第五年	第六年
自建	营业收入	48	93	116	139	160	171
	同比		94.72%	22.48%	21.83%	15.19%	7.01%
	净利润	-4.04	5.61	15.59	24.65	33.55	37.27
	同比			178%	58%	36%	11%

资料来源：公司公告，财富证券

益丰药房公司新建门店在次年营收将实现快速增长，第三年实现盈利，稳定期的营收增速在 8% 左右。

表 6：益丰药房新增门店营收、净利润情况（单位：万元）

		首年	次年	第三年	稳定期
自建	营业收入	56.32	123.55	151.36	205
	同比	--	119.37%	22.52%	7.89%
	净利润	-15.43	-6.05	9.13	--
	同比	--	--	--	--

资料来源：公司公告，财富证券

老百姓的新店在次年实现营业收入的快速增长，并达到盈利状态，第三年营收具有 30% 以上的增长。稳定期的营收增速约为 6%，净利润增速约为 9%。

表 7：老百姓新增门店营收、净利润情况（单位：万元）

		首年	次年	第三年	稳定期
自建	营业收入	81.05	197.88	226.98	335.56
	同比	--	109.60%	33.61%	5.96%
	净利润	-7.93	8.84	12.98	--
	同比	--	--	46.83%	8.95%

资料来源：公司公告，财富证券

大参林的新店在第二年营收实现大幅增长，第三年的增速在 23%左右，新店在第二年亏损幅度大幅减小，第三年实现盈利。

表 8：大参林新增门店营收、净利润情况（单位：万元）

		首年	次年	第三年
自建	营业收入	61.01	107.23	131.62
	同比		75.75%	22.75%
	净利润	-11.23	-0.65	7.30
	同比	--	--	--

资料来源：公司公告，财富证券

从 4 家上市公司的情况看，新店一般在第二年实现营收快速增长，一心堂和老百姓新店能够在第二年实现盈利，益丰药房和大参林新店在第三年实现盈利。进入稳定期后，门店的营收和利润保持 10% 以内的增长。

3.2.2 并购门店一般在次年实现快速增长

从一心堂的并购门店看，收购门店在收购第二年营收和利润均能保持较高的增速，第三年之后收入和利润增速均下滑至 20% 以下的水平。并购之后的标的在上市公司的统一管理和经营下，借助良好的管理经验，享受配送渠道，盈利能力能够迅速提升。与新建门店相比，并购门店没有前期较高的营销投入，也没有大额的折旧费用需要摊销，盈利提升的速度更快。

但由于并购标的的质量差异较大，随着每年并购标的不同，并表业绩及次年的收入增长均有较大的差异，对上市公司业绩的影响也具有较大的不确定性。

表 9：一心堂并购门店收入及利润增速（单位：万元）

并购时间		第一年	第二年	第三年
2015 年	收入增速	--	131.43%	12.39%
	利润增速	--	147.94%	16.42%
2016 年	收入增速		69.85%	--
	利润增速	--	84.11%	--

资料来源：公司公告，财富证券

3.3 益丰药房和老百姓增长潜力较大

连锁药店业绩增长主要来自三个方面，一是老店的的增长，二是新建药店的的增长，三

是并购药店的的增长。

从前述我们了解到，老店进入稳定期之后，对业绩增长的贡献有限，主要的增量贡献来自新建门店和并购门店。从历史情况看，四家上市公司的新建门店均在第二年实现营收的大幅增长，一心堂和老百姓新建门店在次年就能实现盈利，在第三年业绩有较大幅度的增长，益丰药房和大参林则在第三年才能实现盈利，并在第三年和第四年贡献较大的业绩增量。

按照 2018 年底的门店数量简单测算，四家上市公司中，2019 年业绩增速较高的是一心堂和老百姓，2020 年增长潜力较大的是益丰药房和老百姓。由于各公司的门店具体开业和盈利时间与表中数据有差异，表中的业绩增速不能定量表达上市公司实际情况，但定性来看，益丰药房和老百姓的后续增长潜力较大。

表 10：四家上市公司现有门店 2019-2020 年增长潜力测算（单位：家）

		一心堂	益丰药房	老百姓	大参林
自建门店	第一年	803	546	506	701
	第二年	662	349	339	402
	第三年	405	287	193	392
	第四年	576	199	257	350
	第五年	234	156	179	348
	五年以上	2389	810	783	1602
并购门店	第一年	21	959	413	266
	第二年	448	167	318	231
	第三年	224	193	295	120
	第四年	301	63	286	0
	第五年	0	0	81	0
	五年以上	0	0	231	0
2019 年贡献营收增速合计		1110	516	657	633
占比		19.27%	15.70%	19.97%	16.31%
2019 年贡献利润增速合计		2091	653	1107	973
占比		36.31%	18.08%	33.65%	25.07%
2020 年贡献营收增速合计		824	1510	919	967
占比		14.31%	41.67%	27.94%	24.92%
2020 年贡献利润增速合计		1891	1595	1451	1060
占比		32.84%	44.17%	44.11%	27.31%

资料来源：公司公告，财富证券（注：门店数量截止至 2018 年年报）

除了现有门店之外，上市公司在未来还将继续扩张之路，我们从上市公司目前的财务杠杆情况来估算未来的扩张潜力。上市公司扩张资金来源主要有两个方面，一是当前留存货币资金，二是募集资金。

表 11：四家上市公司可使用现金状况（单位：亿元）

	一心堂	益丰药房	老百姓	大参林
货币资金存量	18.28	11.86	15.54	17.31

资料来源：各公司 2019 年中报，财富证券

从以往自建和并购成本看，益丰药房和老百姓的单店自建成本较高，益丰药房和一心堂的单店并购成本较高。按照 2019 年中期 4 家公司的货币资金状况，一心堂、益丰药房、老百姓、大参林可通过自建扩张的门店分别为 4570 家、1429 家、1707 家、2473 家，可通过并购扩张的门店分别为 1063 家、655 家、1036 家、1546 家，若公司未来扩张自建和并购门店数量相等，则可增加的门店数量分别为 2816 家、1042 家、1371 家、1922 家。从财务情况来看，一心堂和大参林扩张的财务压力较小。益丰药房在 2019 年 8 月发布了发行可转债预案的公告，拟募集资金 15.81 亿元，若该可转债成功发行，公司扩张的财务压力将大大减小。

表 12：A 股 4 家零售药店单店自建和扩张成本（单位：万元）

	一心堂	益丰药房	老百姓	大参林
自建	40	83	91	70
并购	172	181	150	112

资料来源：各公司公告，财富证券（注：一心堂自建成本来自招股说明书）

从扩张区域上来看，一心堂未来的重点扩张区域为西南地区，益丰药房为华东江浙地区和华南江西地区，老百姓为华中地区，大参林将继续夯实两广地区，扩张的地理位置上，一心堂不具备优势。

4 专业方向：承接处方外流与对接基层诊疗

4.1 承接处方外流

长期来看，医药分开是医疗改革中重要的一环，也必将促使医院实现处方外流。从发展趋势上看，医院处方流向将随着用药特征的差异，分别流向 DTP 等院边店和更接近消费者的零售药店两个方向。住院用药，手术用药等在医院使用量较大的药品流向为 DTP 药房等院边店，慢性病，如糖尿病、高血压等长期用药，用药频率较高的药品将流向零售药店。

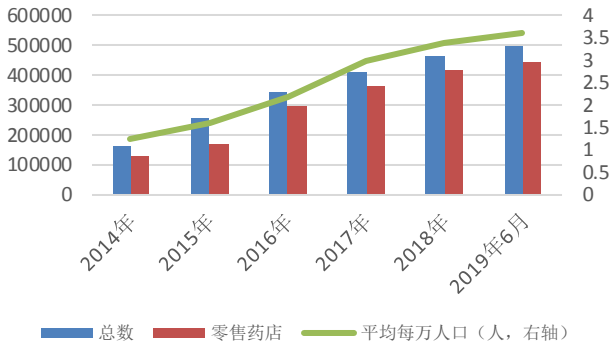
4.1.1 执业药师短缺不再是制约因素

对于零售药店而言，要承接处方外流，店内必须配有执业药师，面对国内持续短缺的执业药师，在药店实际承接处方量有限的情况下，执业药师的用人成本较高，目前单店配备执业药师的性价比不高。

2014-2019 年，我国注册的执业药师人数在快速增长，截至 2019 年 6 月，我国在册的执业药师人数为 49.56 万人，2014 年末仅为 16.65 万人。平均每万人口注册执业药师的比例也由 2014 年底的 1.23 人增加至 2019 年 6 月末的 3.6 人，执业药师的密度在逐年增

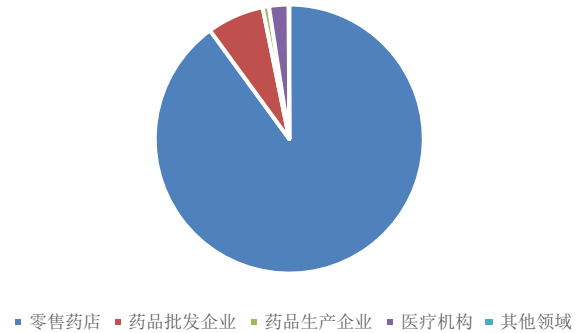
加。从注册机构来看，执业药师的主要注册机构是零售药店，2019年6月末注册在零售药店的执业药师人数为44.58万人，占比89.96%，注册在零售药店的执业药师比例逐年增加，2014年末，该值为78.01%。总体来看，2014-2019年，执业药师人数快速增加，且注册在零售药店的执业药师人数也快速增加，零售药店执业药师缺口正在逐渐缩小。

图 24：近年来执业药师注册量逐年增加



资料来源：国家药监局，财富证券

图 25：2019年6月执业药师注册机构分布情况



资料来源：国家药监局，财富证券

远程审方的开启可解决执业药师不足问题。面对短缺的执业药师及高昂的用人成本，使用信息化管理系统，实现远程审方是解决问题的关键。2019年8月5日，重庆市药监局印发了《关于在全市药品零售企业推行执业药师远程药学服务和电子处方试点工作的指导意见》，以下简称《意见》。《意见》指出，鼓励实行“七统一”管理的药品零售企业运用“互联网+”开展远程药学服务，对其所属门店开展在线审方和合理用药指导。重庆市辖区内的药品零售企业可自愿参加执业药师远程药学服务和电子处方试点工作。简单来说，就是执业药师远程审方试点工作已经开始。

在人员配置方面，《意见》要求开办30家（含）以内的门店，应至少配备3名执业药师，超过30家门店，每增加10家（不足10家按10家计算），应增配1名执业药师。门店经营中药饮片的，中药类执业药师的配备应不少于执业药师总数的25%。农村乡镇及以下地区，可以不配备执业药师，但必须配备远程审方的相关设备。

该《意见》的印发，解决了两个重要问题，一是执业药师配备不足的问题。目前取得执业药师资格的人大多集中在大型医药企业、医疗机构，申请注册在零售药店的执业药师比例只有35%左右，真正在零售药店执业的药师则更少。二是解决了零售药店在店执业药师成本过高的问题。目前来看，医疗机构的处方外流有限，店与店之间承接处方流量差距较大，部分门店配置执业药师成本过高。

此前，湖南省、黑龙江省、云南省、河南省均先后发布了执业药师远程审方标准。在人员配置方面，湖南省与黑龙江省要求每20家门店配置3名执业药师，每增加20家多配1名药师；云南省则要求10家门店配置3名药师，每增加15家多配1名，河北省则是每增加10家多配1名药师。

虽然各地标准略有差异，但执业药师远程审方的开启，无疑是增加了零售药店承接

处方外流的能力，解决了药店执业药师不足，成本过高的问题。

4.1.2 目前实际处方外流量有限

我国的处方药市场规模约 9900 亿元，约占药品总规模的 70%，与非处方药相比，由于处方药必须由医生开具处方才能购买，导致公立医院销售在处方药的占比更大。医院作为处方药销售第一终端，占据处方药销售规模的 77%。

从目前的销售结构来看，处方药的销售主要还是集中在公立医院。主要原因有两点：一是零售药店执业药师的专业能力和用药水平和医院医生有较大的差距，患者对于执业

药师的专业信任度还未提升；二是医保统筹目录目前主要在公立医院结算，具备统筹结算资格的零售药店还较少，大多数零售药店只能使用个人账户，而个人账户的支付额度在医保账户中的比例是很小的。

4.2 对接基层诊疗

4.2.1 向平台型服务商转型

以美国 CVS 为代表的平台型服务商，承担了零售药房服务、步入式诊所服务、综合输液服务、专业药房服务等。CVS 的特色服务为药品福利管理 (PBM)，在医院、药房、药品生产企业和保险机构之间提供管理和协调工作，可以为患者提供除医院诊疗之外的所有服务，以此来增加客户体验度，增强客户粘性。对于患者，尤其是慢性病患者，这种服务的专业性和便利性，使得客户选择的意愿大大增加。

从我国目前的情况来看，平安好医生、好大夫在线等这样的平台逐步深入人心，积累了一定的医生和患者数量，通过更加专业化的服务使得问诊更加便利和精准。此外，包括零售药店在内的一些流通企业逐步建设网络平台，为患者提供问诊及用药等方面的健康咨询服务。平台型健康管理企业正在孕育，零售药店或将自己的网络平台建设的更加完善，更好的进行会员管理，或与现有平台整合形成专业化健康管理的平台型企业。无论何种方式，零售药店增强自己的医疗与药事服务能力，增加客户粘性，提升客户体验度是未来重要的发展方向。

4.2.2 承担部分基层诊疗

我国人口基数大，人口老龄化趋势越发明显，医疗资源严重不足，但同时，基层医疗服务水平不足，导致大型医院的人流拥挤，挤占了疑难杂症患者的资源。进行分级诊疗，将常见病、小病的诊疗分流到社区医院，乡镇医院等小型医疗机构是合理分配利用医疗资源的手段，也是目前政策层面积极推行的方向。

从我国的实际情况来看，目前可承接基层诊疗的机构主要有社区医院、乡镇卫生院、民间诊所、零售药店等。社区医院和乡镇卫生院能够承担部分基层诊疗，但医院数量和密度远不及零售药店，民间诊所医疗水平不一，难以统一监管。所以零售药店在基础诊疗和药事服务上最具有优势，若零售药店医师、药师的配备上逐步完善，具备承担基层

诊疗的能力，将极大的促进诊疗分流，同时，药店的职能更加丰富，行业壁垒进一步加强。

5 投资策略

行业方面，中短期内，我国零售药店集中度很低，与美国与日本相比，具有较大的集中度提升空间，上市公司作为龙头企业，将充分受益于集中度提升。中长期来看，医药分开是我国医疗改革的重点方向，处方外流带来的千亿级别市场零售药店最可能受益；另外，承接基础诊疗，发展成为平台型服务商也是零售药店重点的发展方向。行业短中长期均有增长动力，给予零售药店细分行业“领先大市”评级。

从4家上市公司来看，益丰药房和老百姓现有门店在2019-2020年的业绩增长贡献较多，一心堂和大参林未来扩张的财务压力较小，益丰药房、老百姓、大参林的布局区域相对优于一心堂。短期老百姓和益丰最能实现稳定增长，长期看能顺利承接处方外流和承担基层诊疗的公司将胜出。

考虑各公司现有门店的经营情况和未来的扩张步伐，2019-2020年的盈利预测如下：

表 13：A股4家上市零售药店盈利预测（单位：亿元、元）

公司名称	预测指标	2018A	2019E	2020E
一心堂	营收	91.76	109.20	127.76%
	增速	18.39%	19.01%	16.99%
	净利润	5.21	5.96	6.55
	增速	23.27	14.30%	9.93%
	EPS	0.92	1.05	1.15
益丰药房	营收	69.13	105.07	138.69
	增速	43.79%	51.99%	31.99%
	净利润	4.16	5.55	7.12
	增速	32.83%	33.41%	28.29%
	EPS	1.11	1.47	1.88
老百姓	营收	94.71	117.83	145.76
	增速	26.26%	22.82%	23.71%
	净利润	4.35	5.34	6.60
	增速	17.32%	22.82%	23.51%
	EPS	1.53	1.86	2.30
大参林	营收	88.59	113.85	149.51
	增速	19.38%	28.51%	31.32%
	净利润	5.32	6.61	8.13
	增速	11.93%	24.25%	22.99%
	EPS	1.20	1.27	1.56

资料来源：公司公告，财富证券

一心堂以云南为根据地，向西南川渝地区扩张为主，公司四川大区分公司新店盈利能力较弱，具有区位优势，益丰药房未来并购扩张速度放缓，当前估值已处于较高位置，

维持两家公司“谨慎推荐”评级。老百姓成长速度稳健，大参林在两广地区扩张有序，有望在处方药销售上率先得到突破，维持两家公司“推荐”评级。

6 风险提示

风险提示：新建或并购门店盈利不及预期；商誉减值风险。

投资评级系统说明

以报告发布日后的 6—12 个月内，所评股票/行业涨跌幅相对于同期市场指数的涨跌幅度为基准。

类别	投资评级	评级说明
股票投资评级	推荐	投资收益率超越沪深 300 指数 15% 以上
	谨慎推荐	投资收益率相对沪深 300 指数变动幅度为 5%—15%
	中性	投资收益率相对沪深 300 指数变动幅度为-10%—5%
	回避	投资收益率落后沪深 300 指数 10% 以上
行业投资评级	领先大市	行业指数涨跌幅超越沪深 300 指数 5% 以上
	同步大市	行业指数涨跌幅相对沪深 300 指数变动幅度为-5%—5%
	落后大市	行业指数涨跌幅落后沪深 300 指数 5% 以上

免责声明

本公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格，作者具有中国证券业协会注册分析师执业资格或相当的专业胜任能力。

本报告仅供财富证券有限责任公司客户及员工使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司当然客户。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发送，概不构成任何广告。

本报告信息来源于公开资料，本公司对该信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本公司对已发报告无更新义务，若报告中所含信息发生变化，本公司可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告中所指投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司及本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。投资者务必注意，其据此作出的任何投资决策与本公司及本公司员工或者关联机构无关。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人（包括本公司客户及员工）不得以任何形式复制、发表、引用或传播。

本报告由财富证券研究发展中心对许可范围内人员统一发送，任何人不得在公众媒体或其它渠道对外公开发布。任何机构和个人（包括本公司内部客户及员工）对外散发本报告的，则该机构和个人独自为此发送行为负责，本公司保留对该机构和个人追究相应法律责任的权利。

财富证券研究发展中心

网址：www.cfzq.com

地址：湖南省长沙市芙蓉中路二段 80 号顺天国际财富中心 28 层

邮编：410005

电话：0731-84403360

传真：0731-84403438