

# 强化内生提速趋势，继续拥抱慢牛行情

## ——连锁药店行业深度系列报告三

行业深度

### ◆上市药店门店扩张以新建为主但放缓，并购趋于谨慎

四大上市药店 19H1 门店扩张中自建占比达到 72%，相比 18A 的 63% 有明显提升，并购趋于谨慎。主要原因是待并购标的前期投入沉没成本高，而益丰、老百姓转入整合聚焦，同时龙头老店客流转暖降低了并购扩张的紧迫度。19H1 自建扩张速度也因注册药师配置政策转严而有所放缓。

### ◆上市药店继续聚焦布局，已进入市场仍存较大扩张空间

四大上市药店普遍转入专注聚焦布局的策略，各个布局省份的市占率继续快速提升。特别是药店行业整体经营压力变大的环境下，龙头反而更有机会抢占更多市场份额。比如益丰药房 19H1 并未开拓新的省份市场，其在湖南、湖北、江苏、上海、江西和河北均实现了市占率的明显提升，但在各省的市占率最高不过 15% 上下，仍有较大的内生扩张成长空间。

### ◆上市药店老店增长提速普遍超预期，盈利能力提升明显

19Q2 药店营收增速继续创纪录提升，主要是老店增速提速贡献，和竞争格局优化以及局部地区电子处方共享平台推广有关。虽然毛利率因医保政策调整而有所下降，但老店增长提速带来总费用率同比摊薄，相应的扣非净利润依然保持快速增长，ROE 也呈现同比提升趋势。

### ◆19H2 内生增长趋势依然向好，积极应对个税改革。

除了并购预期增加暂未兑现以外，其他如增值税降税、小规模纳税人转换及处方外流利好预期基本上在中报已有反映。下半年龙头有望在远程审方试点推广的基础上加快开店，保持长期增长潜力。预计未来个人账户将往规范报销范围、降低入账比例和报销与医院同价的方向发展，行业报销进一步规范，具备专业化能力的药店龙头将显示出更强的竞争优势。

◆投资建议：考虑 19Q2 增值税降税、小规模纳税人转换以及处方外流利好如期兑现，下半年趋势延续，继续重点推荐药房板块。从估值上看，药房板块 19~21 年平均 PE 为 38/30/24 倍（Wind 一致预测数据），若看个股动态 PE 估值，除大参林处于历史最高水平外，其他均处于历史平均估值中间上下的位置，对应的 19 年营收和净利润普遍是各大药店历史业绩增长最高水平，参考利润增速和估值匹配性，个股重点推荐**益丰药房、老百姓、大参林**，推荐一心堂。

◆风险分析：新建和并购扩张不达预期风险。并购整合不达预期导致商誉减值风险。

证券代码	公司名称	股价(元)	EPS (元)			PE (X)			投资评级
			18A	19E	20E	18A	19E	20E	
603939	益丰药房	77.93	1.11	1.55	2.05	38	49	37	买入
603883	老百姓	72.37	1.53	1.87	2.42	31	39	30	买入
603233	大参林	59.22	1.33	1.35	1.74	30	42	33	买入
002727	一心堂	24.54	0.92	1.05	1.23	19	24	20	增持

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为 2019 年 09 月 18 日

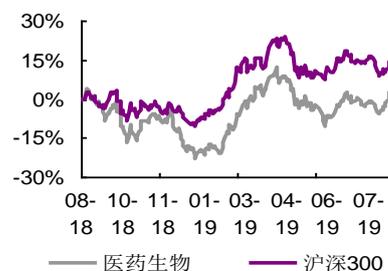
## 增持（维持）

### 分析师

林小伟（执业证书编号：S0930517110003）  
021-52523871  
[linxiaowei@ebcn.com](mailto:linxiaowei@ebcn.com)

梁东旭（执业证书编号：S0930517120003）  
0755-23915357  
[liangdongxu@ebcn.com](mailto:liangdongxu@ebcn.com)

行业与上证指数对比图



资料来源：Wind

### 相关研报

关注医保改革新动向，继续看好创新升级——医药生物行业跨市场周报（20190915）  
.....2019-09-16  
中报总结：集采后的第一份答卷，影响如何，未来在哪？——医药生物行业跨市场周报（20190901）  
.....2019-09-02  
职工医保个人账户暂不取消，继续重点推荐药店板块——医药生物行业跨市场周报（20190623）  
.....2019-06-23

## 投资聚焦

### 研究背景

自 2017 年底以来，我们光大医药团队一直将“连锁药店”作为核心主线进行重点推荐，先后发表了两篇行业系列深度报告《三基石成长，慢牛股摇篮》（2018-04-08）、《从财报透析产业变化，强化集中度提升和处方外流两大逻辑》（2019-05-14）。我们一直强调药店龙头的成长基于“集中度提升”和“处方外流”两大逻辑，且“集中度提升”是当前主线，而近两年我们对上市连锁药店业绩的持续跟踪也基本验证了该逻辑。我们还强调药店龙头成长的可持续性强，在投资上更应看重长期逻辑，而无须对短期的政策扰动和业绩波动过度反应，特别是行业经营压力加大、竞争加剧反而会压缩中小药店的生存空间，从而进一步强化连锁龙头的“集中度提升”逻辑；近年来，药店板块（尤其是龙头公司）的行情走势也显示出典型的慢牛特性，可谓细水长流，持续跑赢大盘，兑现我们“慢牛股摇篮”的判断。

个股方面，我们持续深度跟踪四大上市龙头——益丰药房、大参林、老百姓和一心堂，并于去年底市场对药店板块较为悲观之时，坚定发布益丰药房的深度报告《精益求精，岁物丰成》（2018-11-26）进行了重点推荐，公司股价持续创新高，走出典型的 $\alpha$ 行情。我们在《精益求精，岁物丰成》中首度提出“对中层管理人员良好的激励”是保障药店龙头精细化管理这一核心竞争力落地执行的关键，该报告的**执行力分析框架**也成为了我们分析药店个股长期投资机会的有力武器。

本文作为连锁药店系列的第三篇深度报告，主要是对药店板块的中报表现进行总结梳理，剖析变化，尝试总结推演药店板块龙头未来的发展趋势和业绩走向。在验证并强调此前深度二“内生提速”观点的基础上，我们也尝试对后续药店板块的看点进行总结。

### 我们的创新之处

**1) 区域竞争格局梳理：**本文对上市公司区域市占率和竞争格局进行的详尽的动态更新梳理，一方面清晰地显示上市药店在各省份市场份额呈现快速提升趋势；另一方面也通过市占率的梳理清晰地看出各大上市药店在所处的省份市场仍有较大的份额提升空间，进一步强化集中度提升的逻辑。

**2) 对内生增速因素的拆分：**本文通过对门店扩张、并购梳理和政策分析等角度对药店板块内生增长普遍提速进行了拆分，并明确指出内生增长提速的因素在下半年依然存在。

### 投资观点

我们判断，药店行业增速受医保监管规范化、带量采购降价等因素影响可能会进一步放缓；但对于连锁龙头来说正是快速抢占市场份额的良好机遇，内生增长的提速也将支撑连锁龙头提高 ROE 且取得更高质量的增长。我们继续重点推荐药店板块，参考业绩增速和估值匹配性，个股重点推荐**益丰药房、老百姓、大参林**，推荐**一心堂**。

## 目 录

1、 门店扩张：新建为主但放缓，并购趋于谨慎 .....	4
2、 区域格局：继续聚焦布局，仍存较大扩张空间 .....	5
3、 营收成长：内生提速普遍超预期 .....	7
4、 盈利能力：扣非保持快速增长，ROE 提升明显 .....	9
4.1、 扣非净利润保持快速增长 .....	9
4.2、 毛利率：主要因医保政策调整而下降 .....	10
4.3、 总费用率同比下降，主要是受老店增长提速的摊薄影响 .....	12
4.4、 ROE 同比提升，主要是杠杆提高和周转加快 .....	14
5、 19H2 前瞻：内生增长趋势依然向好，积极应对个账改革 .....	16
6、 强化内生提速趋势，继续拥抱慢牛行情 .....	17
6.1、 益丰药房：中报业绩超预期，内生外延齐发力 .....	18
6.2、 老百姓：老店改善明显，专业服务优势凸显 .....	19
6.3、 大参林：业绩超预期，强化内生提速和处方外流逻辑 .....	21
6.4、 一心堂：执业药师配置新政影响大，静待后续修复 .....	22
7、 风险分析 .....	23

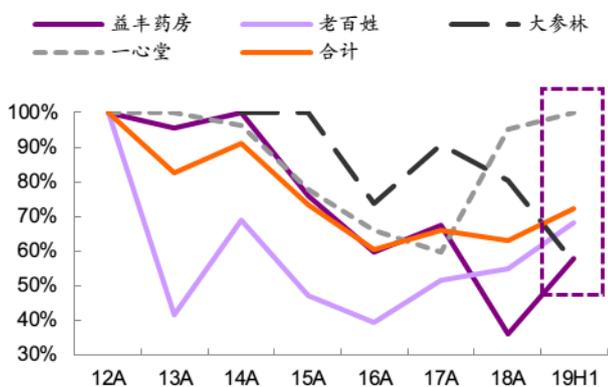
## 1、门店扩张：新建为主但放缓，并购趋于谨慎

开店转为以自建为主，并购趋于谨慎。从中报来看，四大药店 19H1 合计净增门店 1418 家，其中新建 1186 家，并购 458 家，关店 226 家，自建占比达到 72%，相比 18A 的 63% 有明显提升。四大药店中除大参林过去两年开店较快转入内生管理休整以外，其他药店在 19H1 都呈现出以自建为主的扩张态势，并购也均趋于谨慎，19H1 纳入并表的标的多数在 18 年已完成签约，比如益丰药房 19H1 并表药店均在 19Q1 完成，19Q2 并购数为 0。并购趋于谨慎主要原因是：

- 1) **沉没成本高**：尽管 PE 资本高溢价收购已经停止并重点转入整合，但待并购标的前期扩张已投入较高成本，短期难以接受估值的大幅下调；
- 2) **转入整合聚焦**：益丰和老百姓 18 年快速并购后转入聚焦整合，对并购的需求并不迫切；
- 3) **老店客流转暖**：医保局骗保核查趋严和医保报销与医院同价等事件明显冲击了中小药店的生存空间，客观上为龙头药店的老店抢占客流腾出了新的发展空间，短期内无须通过并购急迫扩张。

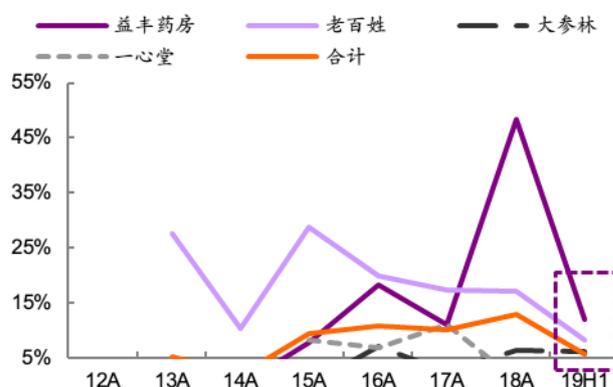
总体来说，当前时点仍处于药店并购市场的观望期，且 15~18 年各大药店的快速并购已为各大上市药店龙头初步划分了市场势力范围，各大龙头也有足够多的市场空间可以自建聚焦发展。我们判断“自建为主、并购趋缓”的局面可能会在 19H2 延续，直到并购市场估值出现实质下调后才会有大规模的并购扩张。

图 1：药店上市公司扩张门店中的自建占比变化



资料来源：公司财报，光大证券研究所

图 2：药店上市公司门店并购期初比（年化）变化



资料来源：公司财报，光大证券研究所

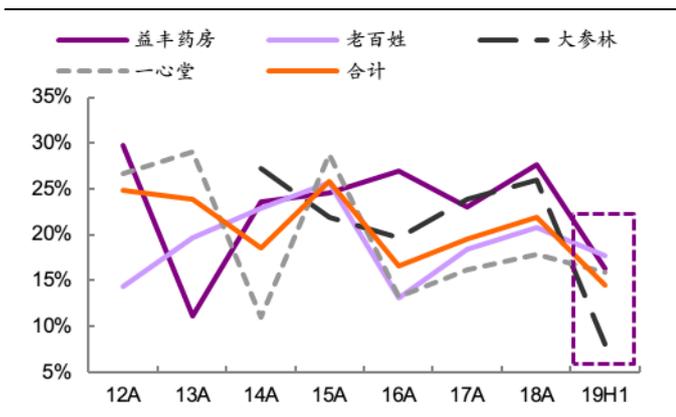
**自建速度因注册药师配置政策转严而有所放缓。**19H1 四大上市药店多以自建为主，但从自建的速度上看，19H1 明显放缓。四大上市药店 19H1 合计自建 1186 家，年化自建期初比为 14%，相比 18A 的 22% 和 18H1 的 19% 均有放缓。主要原因在于：

- 1) **执业药师配备转严**：“315 药师挂证”事件后严查药师挂证，各地对于执业药师配备要求变严，由于存量监管难度较大，监管的严格程度主要反映在增量上，这明显影响到了上市药店上半年的自建扩张节奏。

**2) 快速扩张后借内生增长休整：**2018年是2015年之后，上市药店扩店速度最快的一年，无论是自建还是并购均有明显提速，客观上19年需要一定的内部调整来消化18年的快速增长，同时由于19年有增值税降税和小规模纳税人资质转换等税费利好，以及医保严格监管后为大连锁带来更多老店内生增长的空间，自建速度放缓也可以较好的保持收入增长的速度，因此自建放缓也符合行业内的实际情形。

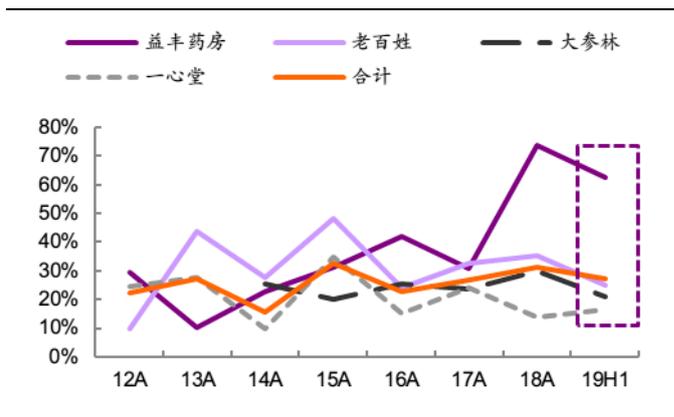
由于各地自4月起陆续推出“远程执业药师”的相关调整过渡政策，但多数仅为试点、征求意见稿，未进入执行阶段，我们判断下半年自建门店的扩张节奏有可能通过政策修复而加速，进而提高各大药店明年业绩的增长预期。

图3：药店上市公司门店自建期初比（年化）变化



资料来源：公司财报，光大证券研究所

图4：药店上市公司期末门店同比增速变化情况



资料来源：公司财报，光大证券研究所

## 2、区域格局：继续聚焦布局，仍存较大扩张空间

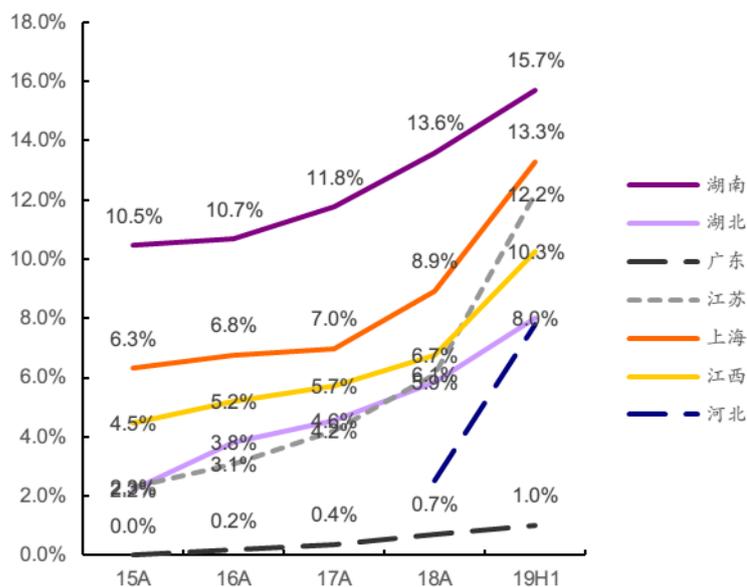
**继续聚焦布局，加快抢占区域市场。**延续“药店深度二”的观点，四大上市药店普遍转入专注聚焦布局的策略，各个布局省份的市占率继续提升。今年受到医保监管趋严要求非药下架以及药店报销和医院同价的影响，药店行业出现了客流和销售增速放缓的迹象，特别是受影响较大的江苏、浙江和上海等华东核心市场，19H1行业增长普遍不容乐观，甚至出现了负增长。然而，在药店行业经营压力变大的环境下，龙头反而是更有机会抢占市场份额的一方。

以益丰药房为例，19H1江苏益丰营收高达13.1亿元，同比增长94%，19H1净利润0.91亿元，同比增长103%；净利率达到7.0%，同比提升0.3pp。可见江苏益丰在医保报销政策收紧的情况下，依然凭借快速并购和开店保持了较强的扩张势头，通过市占率的快速提升（从18A的6.1%跃升至19H1的12.2%），更好地发挥了规模效应和聚焦精细化管理，逆势做到了更好的盈利表现。老百姓是另外一家深度布局华东市场的药店龙头，19H1其华东区域实现营收15.7亿元，同比增长34.6%，同样是通过18年快速的并购和随后的密集开店做到的。总体来看，行业经营压力变大对药店龙头而言机遇大于挑战，通过聚焦区域布局，在巩固优势市场的基础上快速抢占市场份额是必然之路。

**内生仍存较大空间，药店长期发展潜力无虞。**从市场份额变化情况来看，四大药店上市龙头在各自布局市场的市占率仍在快速提升中，其各个区域的收入增速依然远远超出行业平均增速，具体到各自在各个省份的市场份额情

况，除一心堂在云南有高达 60% 以上的市占率以外，益丰、老百姓和大参林在各地优势市场份额最高的也就在 15% 上下，仍有大量的市场空间可供进取。我们认为 19H1 各家药店在各地强势的开店和收入扩张表现仍会在未来 3~5 年延续下去。

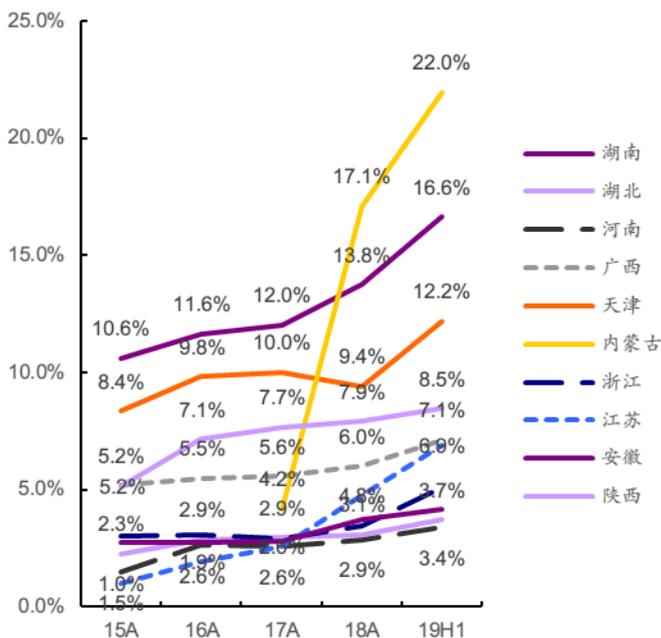
图 5：益丰药房各省份市占率呈现持续快速提升态势



资料来源：新康界，益丰药房财报，光大证券研究所

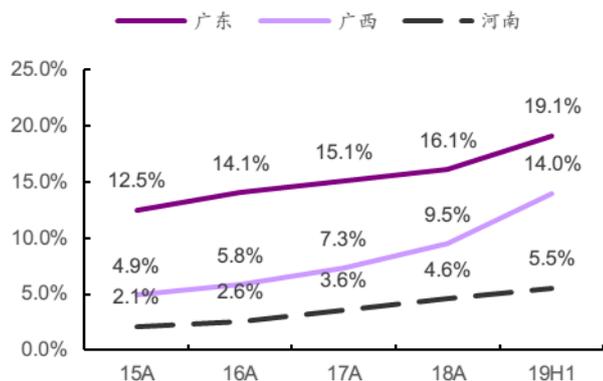
注：各省份市场规模取新康界统计数据，为含税销售额，公司在各省份的销售规模由报表分拆的不含税销售额\*1.17 可得（18 年因增值税下调，改为乘 1.165；19H1 为乘以 1.155，图 6/7/8 同理）

图 6：老百姓湖南、湖北、河南、广西、天津、内蒙古、浙江、江苏、安徽、陕西等省份市占率提升情况



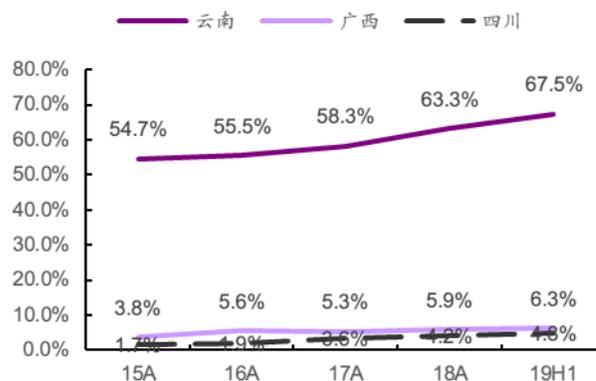
资料来源：新康界、老百姓财报&招股书，光大证券研究所估算

图 7：大参林广东、广西和河南医药零售市占率情况



资料来源：新康界、大参林财报&招股书，光大证券研究所估算

图 8：一心堂云南、广西、四川市占率提升情况

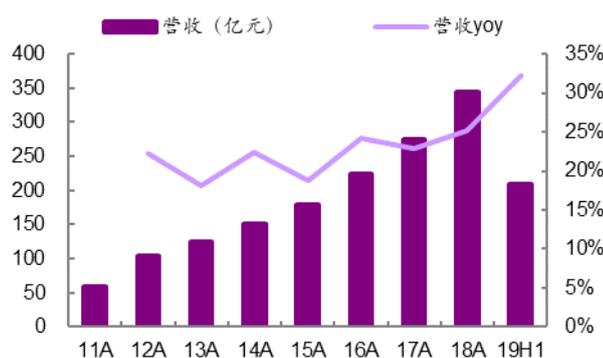


资料来源：新康界、一心堂财报&招股书，光大证券研究所估算

### 3、营收成长：内生提速普遍超预期

**19Q2 药店营收增速继续创纪录提升。**19 年上半年药店的营收增长表现基本符合我们此前报告预期（详见《从财报透析产业变化，强化集中度提升和处方外流两大逻辑——连锁药店行业深度系列报告二》，2019-05-14，以下简称“药店深度二”）。我们此前提出，19Q1 的内生增长提速是可持续的，另外集中度提升和处方外流两大逻辑也会进一步强化而推动内生增长提速。19H1 四大上市药店合计营收达 208.9 亿元，同比增长达 32.2%，明显高于去年同期。按单季度来看，19Q2 四大上市药店合计营收达 105.3 亿，同比增 33.3%，相比 19Q1 继续提速，继续创造药店板块最高季度营收增长记录。

图 9：四大上市药店合计营收增长呈加速趋势



资料来源：公司财报，光大证券研究所

图 10：四大上市药店单季度合计营收增长呈加速趋势

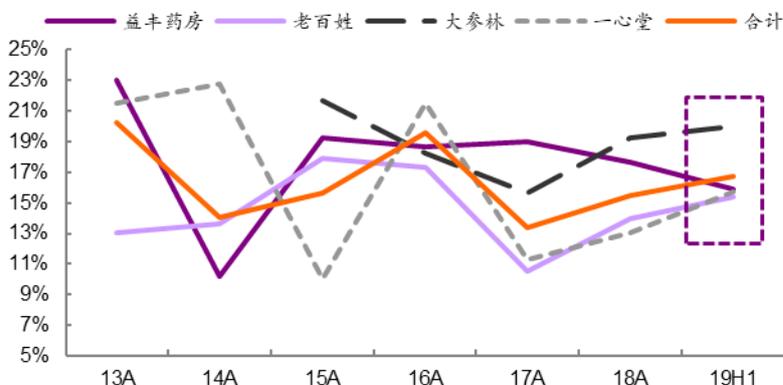


资料来源：公司财报，光大证券研究所

**内生增长提升是营收增长提升的主因。**从门店扩张的角度来看，尽管 19H1 自建和并购均有明显放缓，但 18 年作为过去并购最快的一年，对今年的营收贡献依然存在，但主要体现在益丰药房身上。若看老百姓、一心堂和大参林的情况，老百姓 18 年并购没有明显提速，而一心堂和大参林则并购较少，我们发现以上三家药店 17~18 年快速自建扩张的门店也普遍转入爬坡期，从次新店期初比来看，药店板块 19H1 明显要高于 18A，说明本次营收增长提速中内生增长提速才是更加关键的因素。具体到老店增长数据，上市药店通

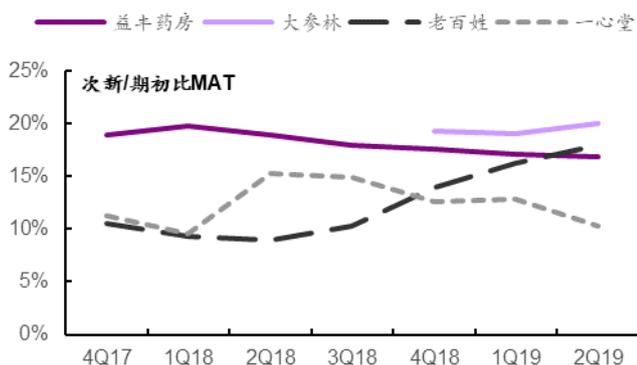
过中报业绩电话会普遍反馈存在较明显的提速,提升幅度在 1.5~3.0pp 之间。从滚动次新/期初比和自建/期初比来看,益丰药房和老百姓均呈现较好的内生增长提速的潜力。

图 11: 除益丰外上市药店次新店期初比持续提升



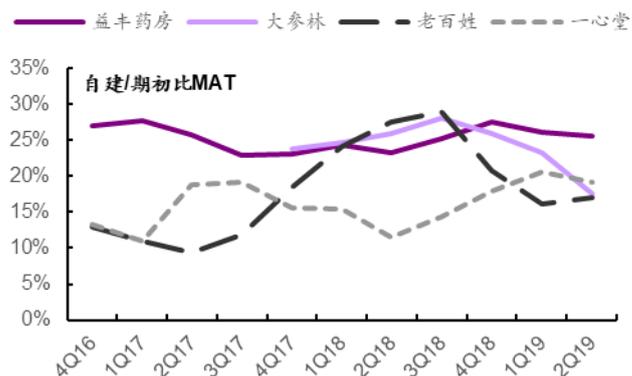
资料来源: 公司财报, 光大证券研究所

图 12: 四大上市药店滚动次新期初比变化情况



资料来源: 公司财报, 光大证券研究所

图 13: 四大上市药店滚动自建期初比变化情况



资料来源: 公司财报, 光大证券研究所

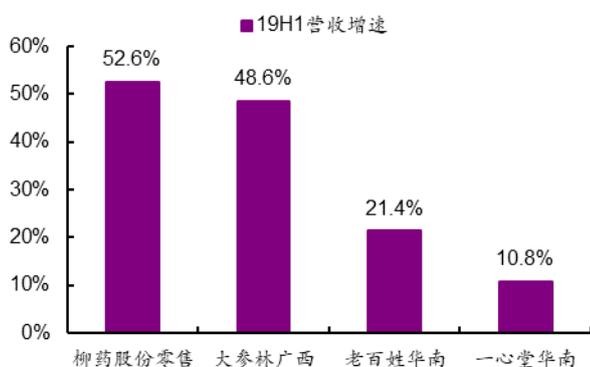
**19Q2 老店增长提速兑现预期, 竞争格局优化在监管规范化下仍是主旋律。**

此前我们在“药店深度二”已提出竞争优化和税费节约是 19Q1 内生增长明显提速的主要原因, 且该因素后续仍可持续。从中报表现来看, 基本兑现我们此前报告的前瞻性判断。由于医保严查骗保常态化, 中小连锁前期靠促销的异常扩张不可持续, 我们认为竞争格局优化, 市场份额在监管规范化环境下继续流向龙头药店仍会是主旋律。不过考虑到, 18Q3 和 18Q4 营收增长相比 18Q2 提速明显, 19Q2 的营收增长也存在一定的基数效应, 19Q3 和 19Q4 的营收增速可能会稳中有降, 但仍会维持较高的增速。

电子处方信息共享平台推广有望成为老店增长提速的新焦点。广西地区药店的增速较为突出, 成为本次中报的一大亮点。比如, 大参林广西地区 19H1 营收大幅增长 48.6%, 相比 18A 广西营收同比增 37.4% 大幅提速, 同期门店数增长估计在 10~12% 之间, 可见大参林广西地区营收的大幅攀升主要靠内生增长提速带来。此外, 柳药股份零售业务 (桂中大药房+DTP) 规模体

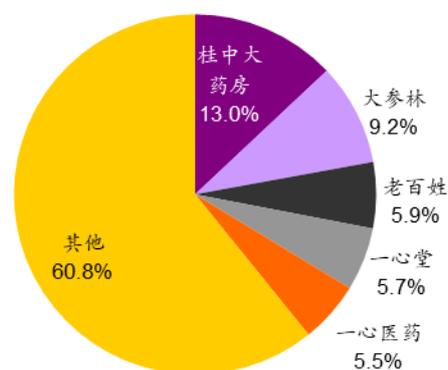
量为广西第一，19H1 零售收入增速也高达 52.6%。主要原因在于广西“梧州模式”加快推广节奏，其“易复诊”电子处方信息共享平台以及慢病特病零售药店定点资质加快获批，使得广西药店龙头的内生增长明显提速。值得一提的是，考虑到慢病特病统筹报销资质的特殊性，并未所有药店都能同等程度享受该政策利好，比如老百姓和一心堂的华南地区 19H1 营收增长分别为 21.4%和 10.8%，四家广西龙头的广西/华南（一心堂和老百姓的华南市场均以广西为主）营收增速排序恰好与其市场份额排序一致，说明能否顺利承接处方外流仍与深耕当地市场的能力紧密直接相关。目前，“梧州模式”于梧州已经在全部公立医疗机构推广，其他地区如南宁、柳州、桂林和钦州等地区也在加速试点和推广的节奏。除广西以外，大参林也在广东、河南等个别城市进行处方信息共享平台试点，若能顺利形成全国性推广，未来处方外流空间有望明显打开。

图 14：广西前四医药零售龙头 19H1 营收增速比较



资料来源：各公司财报，光大证券研究所

图 15：2018 年广西医药零售市场竞争格局



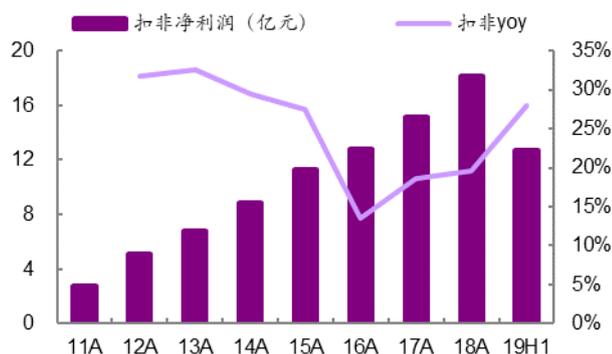
资料来源：各公司财报/官网、中国药店，光大证券研究所

## 4、盈利能力：扣非保持快速增长，ROE 提升明显

### 4.1、扣非净利润保持快速增长

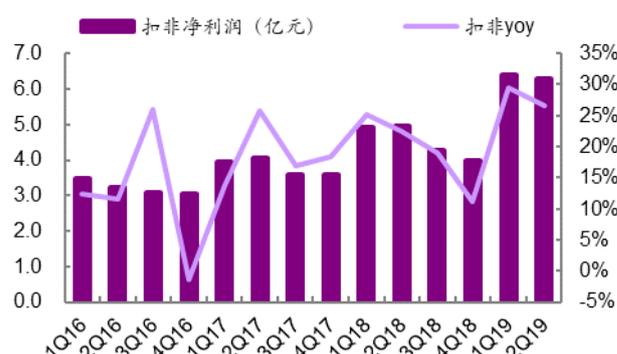
**19Q2 扣非净利润继续保持快速增长，老百姓和大参林提速明显。**19H1 四大上市药店合计扣非归母净利润达 12.66 亿元，同比增 28.0%，相比 17~18 年呈现大幅提升。分季度来看，19Q2 四大药店合计扣非归母净利润达 6.28 亿元，同比增 26.6%，基本保持 19Q1 以来的快速增长势头。分公司来看，益丰药房 19Q2 扣非净利润增长高达 45.6%，和 19Q1 基本一致，而老百姓和大参林均相对 19Q1 提速明显，仅一心堂因为执业药师配备问题呈现较明显的下滑，剔除该因素，总体来看，19Q2 药店板块扣非净利润呈现提速状态，与我们在“药店深度二”中提出的预期基本一致。

图 16：四大上市药店合计扣非净利润增长呈加速趋势



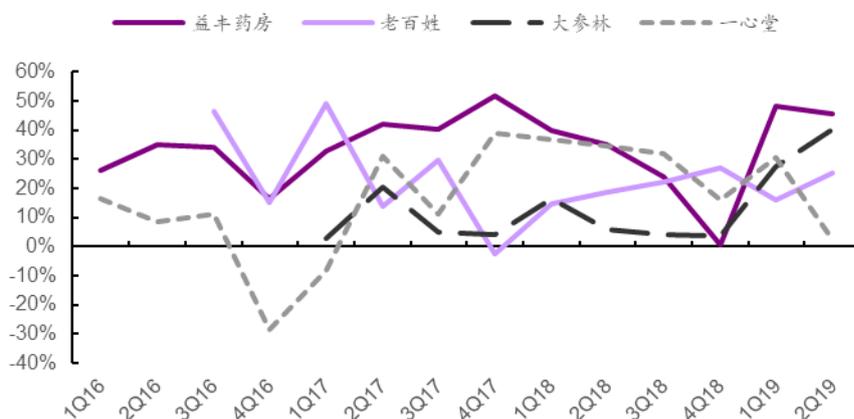
资料来源：公司财报，光大证券研究所

图 17：四大上市药店合计季度扣非净利润增速保持较快



资料来源：公司财报，光大证券研究所

图 18：四大上市药店季度扣非归母净利润增速变化情况



资料来源：公司财报，光大证券研究所

**税费节约和次新店三年店爬坡继续驱动 19Q2 净利润超预期。**小规模纳税人资质转换和增值税降税均为各大药店带来较好的收入和利润表现。而前期快速开店的大参林和益丰药房也迎来了次新店和三年店等店龄较低门店的利润快速爬坡。以上因素基本延续“药店深度二”的观点，不再赘述。由于 19Q2 各大药店新建门店速度普遍放缓，19Q2 新建门店的亏损冲击也较小，因此扣非净利润表现也普遍呈现超预期的表现。

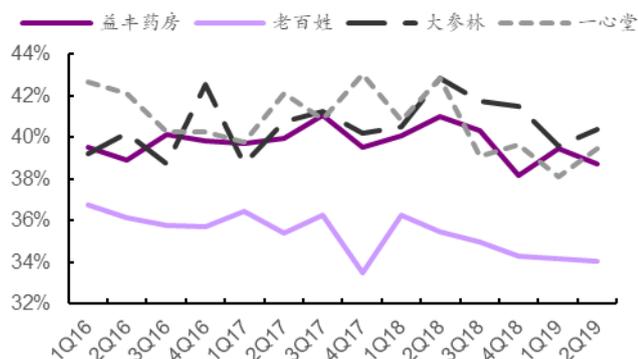
## 4.2、毛利率：主要因医保政策调整而下降

**药店板块毛利率 19H1 普遍下调，主要受税费调整、处方外流和医保报销政策变化影响。**从毛利率看，19Q2 四大上市药店基本延续 19Q1 毛利率同比下滑的态势，尽管大参林和一心堂出现了毛利率环比提升的情况，但这主要是季节性的差异影响，总体仍属于同比下滑的趋势内。药店板块毛利率下滑除了老百姓存在较为明显的批发业务快速增长摊低毛利率以外，普遍的共性是非药产品销售受医保报销政策冲击以及处方外流加速的影响。

- **非药冲击:**如益丰药房非药品类 19H1 营收同比增 55.1%(含并表影响), 明显低于整体 68.7%的营收增长, 同时益丰药房非药品类 19H1 毛利率也同比下滑 1.24pp。而老百姓非药品类 19H1 营收更是同比下滑 4.67%, 毛利率也同比下滑 2.10pp, 非药品类受冲击明显。我们认为非药品类销售受到冲击主要和医保报销政策调整相关度较高, 特别是去年在医保盗刷行为清查专项活动中, 多地出台了要求非医保产品强制下架的政策, 较为明显影响到药店非药品的销售。随着医保局对个人账户管理趋严, 以及对报销范围管理更加规范, 预计后续个人账户可能会向规范报销范围、调减划入比例、对接门诊统筹等方向改革, 但由于各地医保局信息化管理水平的提升, 强制要求非医保商品下降的情况可能会得到修正, 具体对于药店销售的影响将体现为: 非药品毛利率下降, 但收入增速不会出现突然大幅放缓的情况。
- **药店药品报销和医院同价影响:**除非药管理变化外, 药店药品的报销定价行为也逐步受到医保局的监管。过往大部分地区实施药店药品由个人账户划账报销, 且多为按品类而非按具体报销目录管理, 因此出现药店药品定价高于医院仍可报销的情况。但 18 年初以来, 福建和浙江等部分地级市先后实施了药店药品和医院同价报销的规定, 上海则是允许在医院报销价基础上加价 15%报销, 但我们认为应属于过渡性政策。原先该政策仅对老百姓影响较大(浙江为老百姓重点市场之一), 但由于 18H2 江苏多地也开始推广该政策, 对益丰药房影响也较大。益丰药房 19H1 中南地区毛利率保持稳中有升, 销售规模最大的华东地区 19H1 营收虽增长 74%, 但毛利率却同比下滑 2.4pp, 虽有 18 年华东地区并表标的毛利率较低的影响, 但主要冲击仍来自江苏和上海医保报销政策的调整。随医保管理逐步规范化和严谨化, 原有个人账户划品类报销的政策可能会出现较大的调整, 医院和药店报销同价化有可能向全国进一步推广, 这将会明显加剧药店药品的销售竞争, 专业化的重要性将进一步凸显。
- **处方外流和注册药师配备政策影响:**处方外流影响较大且变动较为剧烈的主要是大参林, 即前文提及的“梧州模式”的进一步推广。而一心堂则主要是受到注册药师配备政策趋严带来了处方药销售政策收紧的变化, 进而加大了商品促销力度, 导致毛利率下降。

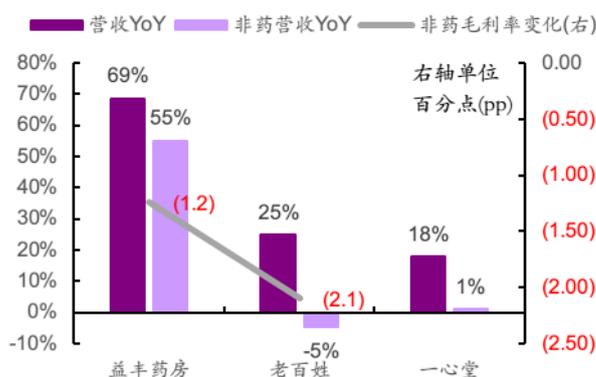
总体来看, 未来药店随处方药销售占比提升、个人账户报销收紧、药店报销和医院同价等政策影响, 未来毛利率下降是大势所趋, 只有规模效应足够明显、可借助专业能力获取高粘性客户的药店龙头才能延缓毛利率下降的趋势。我们认为, 基于药店行业集中度仍极低的事实, 现阶段药店行业竞争加剧实际对药店龙头利大于弊, 更有利于加速中小药店的淘汰洗牌, 推动药店行业向更规范的方向发展。

图 19：四大上市药店单季度毛利率变化情况



资料来源：公司财报，光大证券研究所

图 20：益丰药房、老百姓和一心堂 19H1 营收、非药营收增速比较以及非药毛利率变化比较



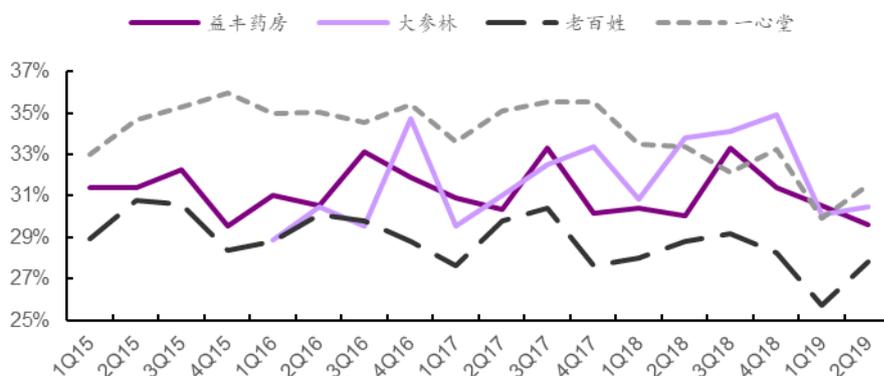
资料来源：公司财报，光大证券研究所

注：一心堂未披露非药毛利率

### 4.3、总费用率同比下降，主要是受老店增长提速的摊薄影响

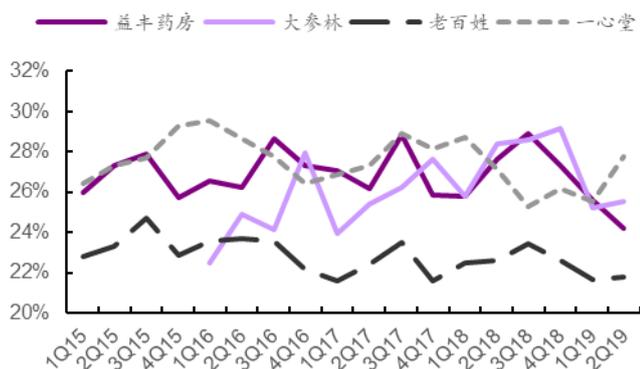
药店总费用率同比呈现下降趋势。益丰药房、大参林、老百姓和一心堂 19Q2 总费用率（毛利率-营业利润率）分别为 29.6%/30.5%/27.9%和 31.5%，分别同比下降 0.5pp/3.2pp/0.9pp 和 1.9pp，均呈现出不同程度的费用率下降。考虑到毛利率整体下降的趋势，我们认为主要还是和老店增长明显提速，进而摊薄各项期间费用率有关。19Q2 总费用率同比下降幅度最大的大参林达到了 3.2pp，这主要和大参林 18 年大量开店且为应对广东省分类分级管理增配药师并提供药师津贴所致，考虑到大参林 18Q2~4 连续三个季度的高销售费用支出，我们判断大参林 19H2 在费用率上仍会对净利润增长有重要贡献。而益丰药房费用率下降幅度较小主要是并表规模扩大后管理人员薪酬增长较快，老百姓则是因为存在股权激励费用导致管理费用率提升较多。但总体来看，药店总费用率受老店增长提速影响，呈现下滑趋势，这也明显抵御了毛利率下降带来的冲击。

图 21：四大上市药店总费用率变化（毛利率-营业利润率）



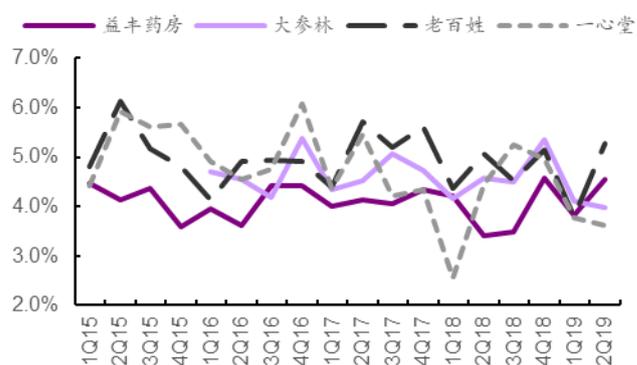
资料来源：公司财报，光大证券研究所

图 22：四大上市药店销售费用率变化



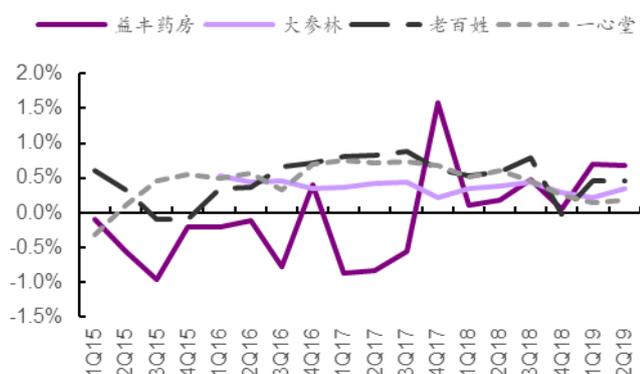
资料来源：公司财报，光大证券研究所

图 23：四大上市药店管理费用率变化



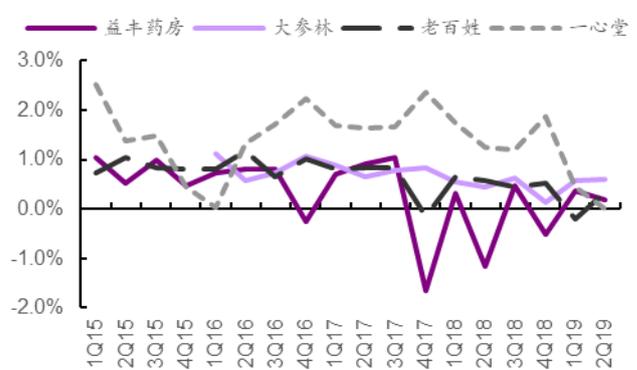
资料来源：公司财报，光大证券研究所

图 24：四大上市药店财务费用率变化



资料来源：公司财报，光大证券研究所

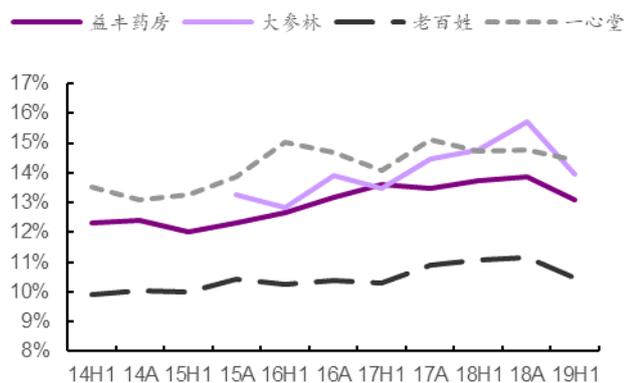
图 25：四大上市药店其他费用/损益率变化



资料来源：公司财报，光大证券研究所

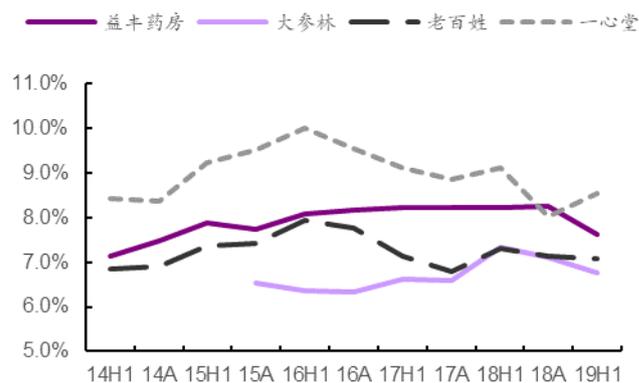
销售人工与租金费用率呈下滑趋势，益丰的管理人工费用率逆势上涨。总览销售费用的主要构成——人工和租金，上市药店费用率呈现明显下滑，这和老店增长提速明显相关，另外也说明目前经济环境下整体人工和租金费用相对稳定，对药店的利润侵蚀情况并不明显。从管理人工费用率上看，18年实现快速扩张的益丰在19H1出现了逆势上涨，其他三强均为下降趋势，我们认为适当的高薪酬机制可以更好激发员工积极性，益丰的非人工管理费用率也依然保持业内最低水准，但随单店销售规模扩大，管理精细化水平提升，该指标仍有进一步下降的可能。老百姓和一心堂19H1非人工管理费用率则有所上调，其中老百姓主要是存在股权激励费用，一心堂则仍有待改善。

图 26：四大上市药店销售人工费用率变化



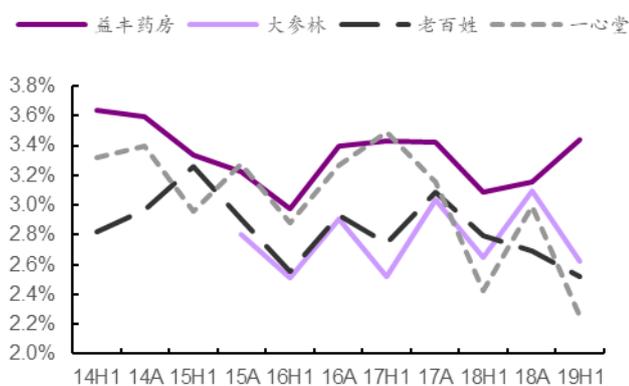
资料来源：公司财报，光大证券研究所

图 27：四大上市药店销售租金费用率变化



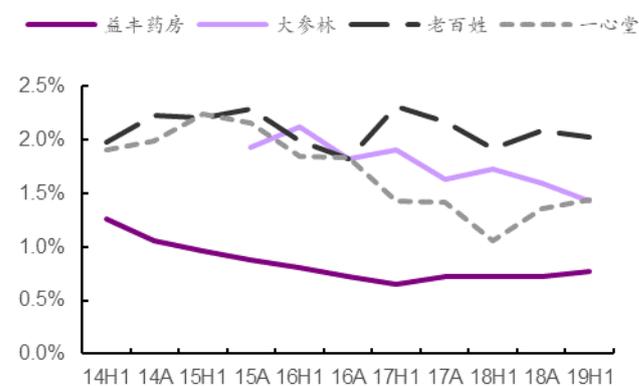
资料来源：公司财报，光大证券研究所

图 28：四大上市药店管理人工费用率变化



资料来源：公司财报，光大证券研究所

图 29：四大上市药店管理非人工费用率变化



资料来源：公司财报，光大证券研究所

#### 4.4、ROE 同比提升，主要是杠杆提高和周转加快

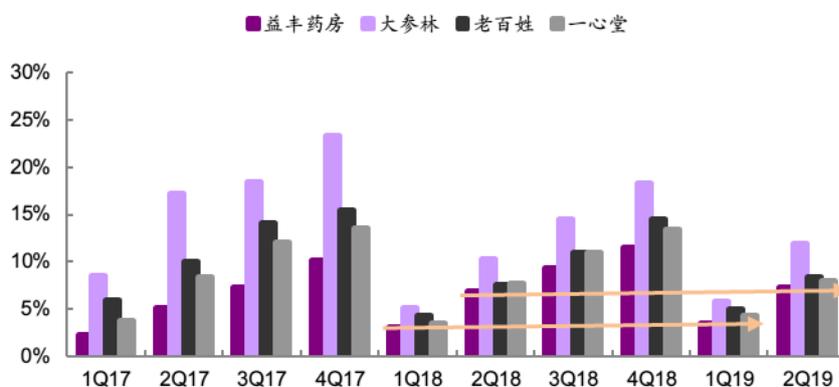
药店板块中报 ROE 继续提升，主要体现在权益乘数提升和资产周转加快上。从中报表现来看，药店板块 ROE 在 19Q1 的基础上继续呈现提升态势，其中益丰药房 19H1 ROE 为 7.4%，同比+0.4pp；大参林为 12.0%，同比+1.6pp；老百姓为 8.4%，同比+0.7pp；一心堂为 8.1%，同比+0.3pp。经杜邦分析拆分，各个药店 ROE 提升的原因各不相同：

- **益丰药房：主要由权益乘数提升带动。**益丰药房权益乘数由 18H1 的 1.52 提升至 19H1 的 1.91，主要是 18H2 实施了河北新兴这类的大规模的并购，现金支出多且增加了并购贷款，权益乘数提升较快。此外益丰药房总资产周转率也因强化专业服务而呈现较好提升态势。考虑到公司少数股东损益因控股式并购较多提升较快（19H1 为 9.7%，同比+6.4pp），以及收购标的净利率较低，仍呈持续整合提升状态，销售净利率下降 1.0pp 到 6.8%，我们预计益丰药房的 ROE 仍有机会随专业化水平提升和并购标的协同效应释放而进一步提升。
- **大参林：主要体现为资产周转率和权益乘数的提升。**大参林权益乘数由 18H1 的 2.09 提升至 19H1 的 2.23，主要是成功发行 10 亿规模可转债

以及对上游议价权提升带来更快的应付账款增长所致。大参林总资产周转率由 18H1 的 0.70 提升至 19H1 的 0.74, 显示大参林营收增长主要来自内生增长提速, 而非资产式的扩张。另外, 大参林 19H1 销售净利率同比提升 0.2pp 到 7.2%, 依然保持药店上市公司中的最佳盈利水平。

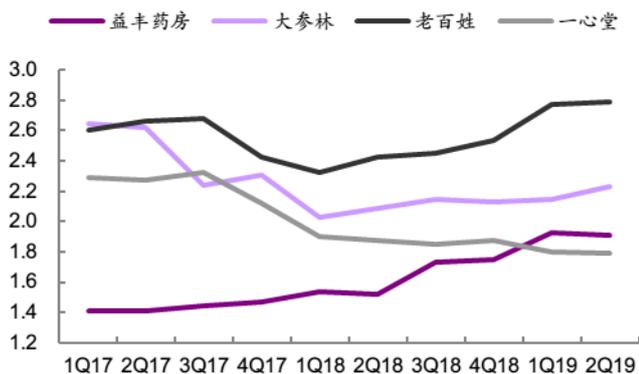
- **老百姓：主要是权益乘数提升带动。**老百姓权益乘数由 18H1 的 2.43 提升至 19H1 的 2.79, 提升较为明显, 主要是公司在上游议价权提升后应付账款增长幅度较大。其他指标保持稳定, 但净利率指标被较多非经常性损益掩盖, 实际上真实盈利能力呈提升趋势。
- **一心堂：资产周转率提升明显。**一心堂总资产周转率由 18H1 的 0.61 提升到 19H1 的 0.68, 由于收入增速并未明显提升, 主要还是因为总资产扩张较少, 包括存货、固定资产投资均较少, 应收账款收回的情况也较好。其他指标也基本保持稳定。

图 30: 四大上市药店 ROE 变化情况 (季度累计)



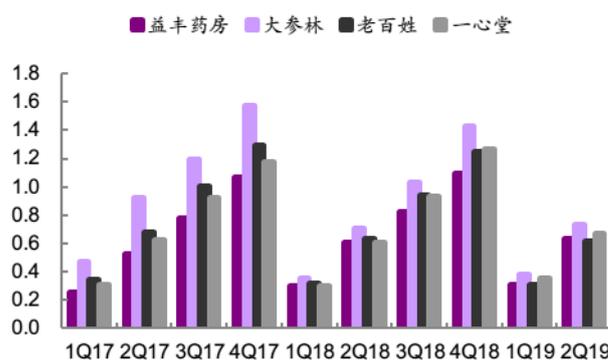
资料来源：公司财报，光大证券研究所

图 31: 四大上市药店权益乘数变化情况



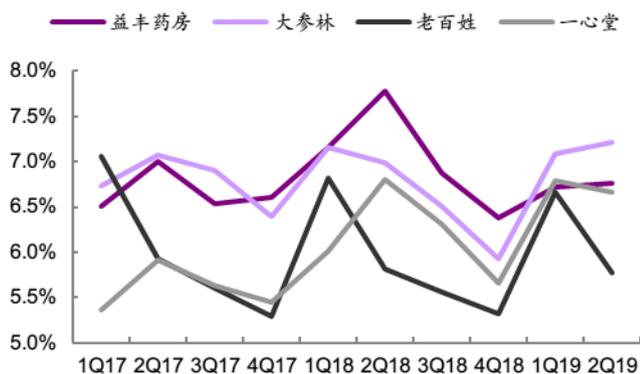
资料来源：公司财报，光大证券研究所

图 32: 四大上市药店总资产周转率变化情况 (季度累计)



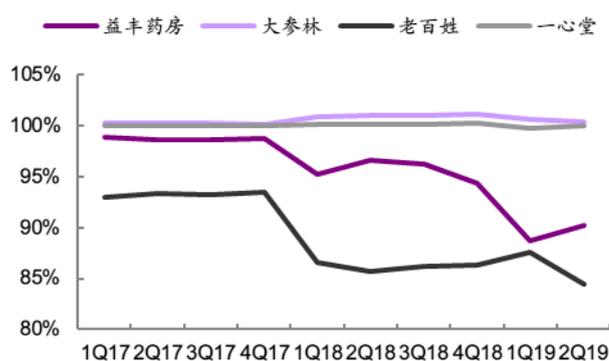
资料来源：公司财报，光大证券研究所

图 33：四大上市药店销售净利率变化情况（季度累计）



资料来源：公司财报，光大证券研究所

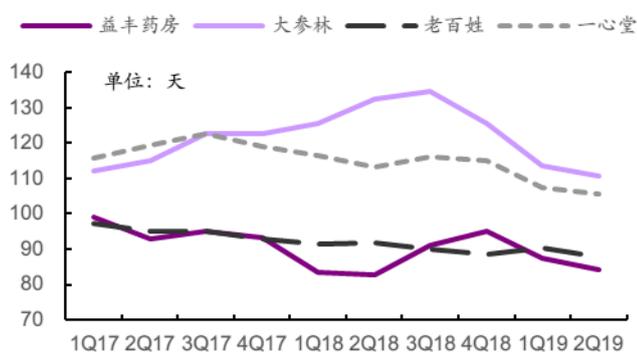
图 34：四大上市药店净利归母率变化情况（季度累计）



资料来源：公司财报，光大证券研究所

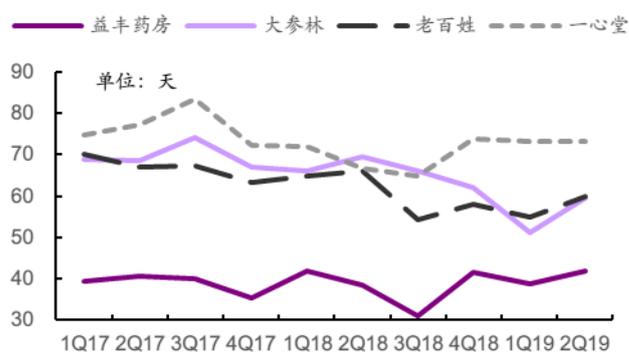
**存货周转和应付账款周转普遍改善。** 药店板块 19H1 另一个重要的特点是存货周转和应付账款周转均有普遍改善。存货周转天数下降主要体现为强化专业属性，高周转品类如慢病处方药销售占比提升，低周转的非药品类销售占比下降，进而带来更快的存货周转表现。总体来看，和药店毛利率下降的趋势是匹配的，这也提示我们未来药店向高周转零售模式转型的步伐越来越快。应付账款周转天数 19H1 则普遍有所拉长，主要是上市药店龙头对上游供应商的议价权在提升。

图 35：四大上市药店存货周转天数趋于下降(季度累计)



资料来源：公司财报，光大证券研究所

图 36：四大上市应付账款周转天数趋于提升(季度累计)



资料来源：公司财报，光大证券研究所

## 5、19H2 前瞻：内生增长趋势依然向好，积极应对个税改革

**延续内生趋势改善判断。** 我们此前在“药店深度二”中已经提出，“各大药店收入和利润的内生增长均有明显提速，且后续仍会迎来增值税降税、小规模纳税人转换、并购预期增加以及处方外流利好落地”。从中报兑现情况来看，除了并购预期增加暂未兑现以外，其他的预期基本上均已在中报中反映。同时，由于各地远程审方政策的落地实施，下半年预计开店速度相比上半年会出现明显加速，对应收入增速可能继续提速（益丰因 18H2 并表较多，其增速可能下降），净利润因开店加速会稍有影响，但应仍在可控范围之内。

**19H2 个人账户改革方案即将出台，积极应对医保收紧。** 下半年药店政策中较为重要的一个来自医保报销政策的调整，主要是个人账户改革。从改革方

向上看，个人账户往报销范围规范化、入账比例下调、报销价格和医院同价且同步改革门诊统筹等方向较为明确。对药店行业未来的影响在于：

- **报销范围规范化，非药占比可能进一步下降：**关于个人账户报销范围争议颇大，但较为明确的是，医保资金报销可选消费滋补品的空间可能会被压缩，报销政策的本地调整范围可能会有一定的规范。非药销售增速放缓也已持续多年，我们认为未来继续放缓也是应有之义。对于药店龙头而言，专业化转型以争取更多高粘性客户将是重中之重。
- **个人账户入账比例下降：**个人账户由于存在沉淀资金量大，使用效率不高的痼疾，未来缴费划入比重下降是符合未来医保更强调互助互保的趋势的，但考虑民生影响，短期内也不可能完全取消。药店龙头短期内业绩受此影响不大，但长期来看，如何提升专业度以争取医保统筹账户对接将是药店行业未来发展的重点之一。
- **门诊统筹和药店报销同价：**门诊统筹目前在部分经济发达地区（如浙江、天津等）试点实施，附带的政策变化是个人账户报销将由原先“品类管理”转变为“目录管理”和“医保支付价”管理，特别是和医院同价报销（上海实施15%加成，但应为过渡政策）有可能逐步推开，这也反映了医保局强烈的药价全渠道监控的意愿。而从处方外流的医保经济性的角度讲，报销和医院同价也是必然之路。对于药店龙头而言，短期内通过药品组合推荐调换可以降低部分冲击，但从长期来看，还是必须发挥从药店获取药学和医学服务的便利优势来获客并争取上游处方药厂家的供应支持。

总体而言，药店行业专业化的趋势可能会随医保报销政策的明显调整而加速演变。越早布局专业化转型，重视慢病管理服务的药店龙头有望在下一个阶段的药店竞争中脱颖而出。

## 6、强化内生提速趋势，继续拥抱慢牛行情

继续看好药店板块长期投资价值，个股重点推荐**益丰药房、老百姓、大参林、推荐一心堂**。考虑19Q2各大药店收入和利润的内生增速基本延续19Q1的趋势，增值税降税、小规模纳税人转换以及处方外流利好如期兑现，下半年趋势延续，并购预期也有望逐步升温，我们继续重点推荐药房板块。从估值上看，药房板块19~21年平均PE为38/30/24倍（Wind一致预测数据），若看个股动态PE估值，除大参林处于历史最高水平外，其他均处于历史平均估值中间上下的位置，对应的19年业绩普遍是各大药店历史业绩增长最高水平，参考业绩增速和估值匹配性，个股重点推荐**益丰药房、老百姓、大参林**，推荐**一心堂**。

表1：A股药店个股盈利预测和估值情况梳理

证券代码	公司名称	收盘价(元) 2019/9/18	EPS(元)				P/E(x)				PEG	
			18A	19E	20E	21E	18A	19E	20E	21E	18~21CAGR	PEG
603939	益丰药房	75.76	1.10	1.51	2.00	2.59	69	50	38	29	33%	1.52
603883	老百姓	70.12	1.52	1.87	2.31	2.86	46	38	30	25	24%	1.60
603233	大参林	55.50	1.02	1.32	1.64	2.00	54	42	34	28	25%	1.67
002727	一心堂	24.04	0.92	1.10	1.33	1.61	26	22	18	15	21%	1.06
							49	38	30	24	26%	1.46

资料来源：Wind，光大证券研究所 注：股价为2019年9月18日股价，EPS均为Wind一致预测数据

图 37：益丰药房历史 PE-TTM 估值情况（收盘价：元）



资料来源：Wind、光大证券研究所  
注：数据截至 2019-09-18 收盘价

图 38：老百姓历史 PE-TTM 估值情况（收盘价：元）



资料来源：Wind、光大证券研究所  
注：数据截至 2019-09-18 收盘价

图 39：大参林历史 PE-TTM 估值情况（收盘价：元）



资料来源：Wind、光大证券研究所  
注：数据截至 2019-09-18 收盘价

图 40：一心堂历史 PE-TTM 估值情况（收盘价：元）



资料来源：Wind、光大证券研究所  
注：数据截至 2019-09-18 收盘价

## 6.1、益丰药房：中报业绩超预期，内生外延齐发力

### ◆继续快速自建，专注并购整合

公司 19H1 自建直营门店 281 家，新增加盟店 87 家，并购 204 家，关店 56 家，期末直营门店数达 3871 家，同比增长 62%。单季度看，公司 19Q2 自建门店 150 家，相比 19Q1 自建有所提速，19Q2 没有并购，基本延续快速自建扩张并专注并购整合的节奏。

### ◆内生增长超预期，并表改善明显

公司 19H1 营收增长高达 68.7%，分拆来看 18 年并购和 19H1 新增并购贡献合计约 39pp，内生增长约贡献 30pp。公司内生增长明显超预期主要是 19Q2 年老店增长继续提速至 10%，另外增值税降税和小规模纳税人转化也贡献明显。公司 19 年并购整合效果较好，以河北新兴为例，19H1 实现毛利率达 36.6%，相比 19Q1 提升 0.7pp，19H1 净利率高达 8.1%，相比 18 年提升 2.1pp，主要是品种优化、规模采购以及费用精细化管控带来的贡献。

19H1 净利润增长慢于收入增长主要是华东地区药店药品报销价对接医院导致华东地区毛利率同比下滑 2.4pp，此外并表标的有较多属于非全资收购，净利润贡献比重小于并表营收。

#### ◆管理费用率和财务费用有所提升，营运能力明显提升

公司 19H1 管理费用率达 4.2% (+0.4pp)，主要是新增了管理人员储备导致人工大幅增长；财务费用率达 0.7% (+0.6pp)，主要是因前期收购增加较多并购贷款利息和金融手续费。19H1 经营性净现金流金额同比大增 146%，主要是 19H1 实施了营运系统的全面优化，实现了存货周转率大幅提升。

#### ◆中报业绩超预期，内生外延齐发力，维持“买入”评级

维持 19~21 年 EPS 为 1.55/2.05/2.68 元，现价对应 19~21 年 PE 为 50/38/29x。公司内生提速，外延整合出色，自建较快，未来仍将保持快速增长，维持“买入”评级。

◆风险提示：新建和并购进度不达预期风险；商誉减值风险。

表 2：益丰药房业绩预测和估值指标

指标	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入（百万元）	4,807	6,913	10,735	13,797	17,557
营业收入增长率	28.76%	43.79%	55.30%	28.52%	27.25%
净利润（百万元）	314	416	586	776	1,016
净利润增长率	40.03%	32.83%	40.63%	32.50%	30.91%
EPS（元）	0.83	1.10	1.55	2.05	2.68
ROE（归属母公司）（摊薄）	9.90%	10.26%	13.36%	16.08%	18.20%
P/E	94	71	50	38	29
P/B	9.3	7.3	6.7	6.1	5.3

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为 2019 年 09 月 18 日

## 6.2、老百姓：老店改善明显，专业服务优势凸显

#### ◆自建较快，并购趋缓，加盟快速发展

公司 19H1 期末直营门店数达 3673 家，同比增 25%，报告期内净增门店 384 家，其中自建 292 家，年化自建率为 18%，保持较快节奏；并购 136 家，年化并购率为 8%，节奏放缓明显；关店 44 家，年化关店率为 2.7%，保持稳定。总体来看，公司直营门店扩张重心转移至自建，这也符合公司快速在全国各省跑马圈地后聚焦优势市场，加密布局的策略。公司 19H1 期末加盟门店数达 906 家，同比增 112%，报告期内净增 331 家，呈现快速扩张的趋势。公司以“老百姓健康药房”为加盟品牌快速向已布局市场扩张，已显示出管理裂变下快速抢占新市场特别是基层市场份额的能力。

#### ◆老店增长改善明显，中西成药及华中华东表现突出

单季度来看，公司 19Q2 营收同比增 26.0%，相比 19Q1 有所提速，主要是公司老店增长较快，原因包括：1) 公司自 17Q4 加快自建门店节奏以来，低店龄门店的销售爬坡提升了老店增长；2) 公司选取 11 个优势省份加密布局，通过强化区域内竞争优势带动老店增长改善；3) 改善药学服务体系，引导药师专业提升，并增加慢病用药指导和健康服务，专业服务能力的提升

也带来处方药特别是慢病处方药的加速增长；4) 小规模纳税人资质转换及增值税降税带来收入额外增长。

分品类看，公司占比最大的中西成药 19H1 实现营收 44.0 亿元，同比增 31.7%，为增长最快品类，凸显公司专业服务能力提升带来的销售成效。其余品类包括中药、非药品和其他分别增长 11.0%、-4.7%、19.4%，表现较为一般，主要是受到江苏等部分地区限制非药品陈列的影响。

分区域来看，营收占比最大的华中和华东地区营收分别同比增 24.9%和 34.6%，是增长表现最突出的两大区域，一方面华中华东是公司投放门店扩张资源最多的地区，另一方面也是公司在华中华东区域继续强化领先优势，继续带动该地区的老店增长。

#### ◆毛利率因医保政策调整有所下降，期间费用率也下降明显

公司 19H1 毛利率达 34.1%，同比下降 1.7pp，主要是 1) 非药品增速下滑：部分地区医保政策调整限制非药品陈列，导致高毛利率非药品品类营收增速和毛利率均出现下滑，若单看中西成药品类，毛利率同比提升 0.4pp，显示公司加强统采也收到一定的成效；2) 批发业务占比提升：批发业务 19H1 毛利率仅为 11.06%，明显低于公司整体毛利率，其增速快于整体增速将导致公司整体毛利率下降。

公司 19H1 销售费用率为 21.7%，同比下降 0.8pp，主要是老店增长提速下，相应人工和租金支出增长较慢，因此费用率下降；管理费用率为 4.5%，同比下降 0.2pp，主要也是老店增长提速带来较强的规模效应所致，若考虑 19H1 新增股权激励费用 787 万，剔除该影响，19H1 管理费用率应下降 0.3pp；财务费用率为 0.5%，同比下降 0.1pp，主要是公司可转债发行后优化了负债结构。总体来看，公司盈利能力保持稳定，毛利率下降造成的冲击并不明显。

#### ◆老店改善明显，专业服务优势凸显，维持“买入”评级

维持公司 19~21 年预测 EPS 为 1.87/2.42/3.05 元，现价对应 19~21 年 PE 为 39/30/24x。公司老店增长改善明显，专业服务优势进一步凸显，预计在自建门店较快扩张以及激励改善的带动下，公司未来业绩增长提速确定性较强，维持“买入”评级。

◆风险提示：并购整合不顺导致商誉减值风险；新建并购速度不达预期风险。

表 3：老百姓业绩预测和估值指标

指标	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入（百万元）	7,501	9,471	11,795	14,796	18,329
营业收入增长率	23.09%	26.26%	24.53%	25.45%	23.88%
净利润（百万元）	371	435	537	693	873
净利润增长率	24.89%	17.32%	23.49%	28.99%	26.03%
EPS（元）	1.29	1.52	1.87	2.42	3.05
ROE（归属母公司）（摊薄）	12.65%	14.28%	14.40%	16.36%	17.82%
P/E	56	48	39	30	24
P/B	7.1	6.8	5.6	4.9	4.2

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为 2019 年 09 月 18 日

### 6.3、大参林：业绩超预期，强化内生提速和处方外流逻辑

#### ◆继续深耕华南市场，保持领先优势

公司 19H1 净增 273 家门店，新增广东新增门店 164 家，广西新增 48 家，主要门店新增区域在华南地区，凸显公司继续深耕华南市场的优势。19H1 新建门店 156 家，并购 118 家，新建速度有所放缓但并购速度加快，主要是公司过去两年自建门店总数达到 1352 家，无论是资金还是精力都有余力可以转移到并购上来。19H1 关店仅 40 家，年化关店率仅为 2.1%，相比 18A 2.4%的关店率仍有下降，显示公司门店经营向好，关店继续保持在较低水平。

#### ◆收入增长超预期源于内生提速和处方外流

公司 19H1 营收增长达 28.7%，单季度 19Q2 营收增长高达 30.5%，相比 19Q1 增长 26.8%继续提速增长，主要原因在于：1) 17~18 年自建门店销售继续快速爬坡：和 19Q1 收入增长提速原因类似；2) 老店增长超预期：受益于 18Q4 起医保报销严监管以及药师挂证清查，不规范经营的中小连锁和单体店受冲击较为明显，公司 19Q1 即已进入老店增长转暖阶段，广东和广西 19H1 老店增速均超过 11%，明显回暖；3) 处方外流进度超预期：受益于梧州模式加快推广以及 DTP 业务快速布局，19H1 公司处方药收入占比 28.6%，收入同比增长 31.7%，超过公司整体营收增速，特别是梧州模式推广较快的广西地区，19H1 营收增速高达 48.6%，均提示公司布局的区域市场呈现出处方外流加速的趋势。目前，公司在广东、广西、河南等多个省份均开展了处方共享平台试点，同时 19H1 筹建完成 35 家 DTP 药房，预计下半年仍会延续处方药快速增长的势头。

#### ◆毛利率下降主要受处方药影响，期间费用率下降明显

公司 19H1 毛利率为 40.0%，同比下降 1.7pp，主要是公司处方药销售增长较快，且因梧州模式推广和 DTP 销售较快，处方药本身的毛利率也出现了较明显的下降，该趋势和益丰药房和一心堂类似，我们认为随处方药销售占比提升，毛利率下降是合理的行业趋势。从期间费用率看，公司 19H1 销售费用率为 25.4%，同比下降 1.7pp，主要是公司 18A 已经提前增配执业药师，同时公司门店扩张速度放缓，老店增长提速并不会带来店员人工和租金的快速增长，因此降幅明显；19H1 管理费用率 4.1%，同比下降 0.3pp，主要是规模效应所致。19H1 财务费用率 0.28%，同比下降 0.08pp，主要是公司可转债发行后优化了债务结构。总体来看，公司虽然毛利率下降，但费用率也下降较为明显，总体盈利能力仍呈现提升趋势。

#### ◆存货周转明显改善，运营效率继续提升

公司 19H1 存货周转天数为 110.5 天，同比下降 20.0 天，一方面是高周转的处方药品类占比提升，另一方面也是公司应用新的信息化系统后带来的存货管理和产品销售能力的提升。19H1 应收账款周转天数达 10.0 天，同比下降 0.9 天，基本保持稳定。19H1 应付账款周转天数为 59.5 天，同比下降 10.0 天，对供应商回款有所加快，主要是完成可转债发行后有余力对上游加快回款，但由于存货周转改善明显，以及加强信息化管理后提升运营效率，总体经营性净现金流呈现大幅改善态势。

#### ◆业绩超预期，强化内生提速和处方外流逻辑，维持“买入”评级

维持公司 19~21 年 EPS 为 1.35/1.74/2.03 元，现价对应 19~21 年 PE 为 44/34/29 倍。公司中报表现继续强化内生增长提速和处方外流逻辑，且未来仍将继续释放快速增长动力，维持“买入”评级。

◆**风险提示：** 并购药店业绩不达预期；新开和并购外延速度不达预期。

**表 4：大参林业绩预测和估值指标**

指标	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入（百万元）	7,421	8,859	11,378	14,415	17,102
营业收入增长率	18.29%	19.38%	28.43%	26.69%	18.64%
净利润（百万元）	475	532	700	906	1,057
净利润增长率	10.41%	11.93%	31.73%	29.36%	16.72%
EPS（元）	0.91	1.02	1.35	1.74	2.03
ROE（归属母公司）（摊薄）	17.25%	17.50%	20.18%	21.86%	21.38%
P/E	65	58	44	34	29
P/B	11.2	10.1	8.8	7.4	6.2

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为 2019 年 09 月 18 日

## 6.4、一心堂：执业药师配置新政影响大，静待后续修复

◆**自建门店增长保持稳定，扩张速度略低预期**

公司 19H1 新建门店 457 家，关闭和搬迁 86 家，净增门店数 371 家，期末门店数达 6129 家，同比增长 16%，开店速度保持稳定。公司 19Q2 门店建设数量较少主要是受到执业药师配备难度大的影响，后续执业药师报考激励到位后有望得到缓解。

◆**云南门店进一步巩固优势，川渝保持较快扩张**

公司云南地区 19H1 新建门店 235 家，搬迁和关闭门店 47 家，净增门店 188 家，期末门店数达 3747 家，继续巩固公司在云南的领先优势，主要仍是加大门店下沉乡镇的力度。公司四川和重庆地区 19H1 分别新建门店 76 和 20 家，搬迁和关闭门店 10 家和 3 家，合计净增门店 83 家，期末门店数合计 954 家，保持了较快的门店增长，显示公司川渝地区扩张力度仍较大。

◆**执业药师配备政策影响毛利率和药师成本，导致业绩低于预期**

分季度看，公司 19Q2 营收增长 17%，相比 19Q1 增速略有放缓，净利润同比增长仅 0.2%，相比 19Q1 增速放缓较为明显。主要是公司执业药师配备成本提升较快，同时因执业药师配置难题影响销售，公司加大促销力度，导致零售毛利率同比下滑 3.1pp，对净利润影响较为明显。总体来看，公司业绩低于预期主要是和执业药师配置政策要求提升有关，在执业药师远程审方等政策的修正下，公司盈利仍有恢复的可能性。

◆**业绩低于预期，静待政策冲击后的修复，维持“增持”评级**

维持公司 19~21 年预测 EPS 为 1.05/1.23/1.54 元，现价对应 19~21 年 PE 为 23/20/16 倍。公司受执业药师配置新政冲击较大，静待后续修复，维持“增持”评级。

◆**风险提示：** 并购整合不顺风险；省外扩张低于预期。

表 5：一心堂业绩预测和估值指标

指标	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入（百万元）	7,751	9,176	10,769	12,609	14,832
营业收入增长率	24.03%	18.39%	17.36%	17.09%	17.63%
净利润（百万元）	423	521	596	700	874
净利润增长率	19.62%	23.27%	14.38%	17.46%	24.78%
EPS（元）	0.74	0.92	1.05	1.23	1.54
ROE（归属母公司）（摊薄）	11.44%	12.88%	12.57%	13.13%	14.40%
P/E	33	27	23	20	16
P/B	3.8	3.4	2.9	2.6	2.3

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为 2019 年 09 月 18 日

## 7、风险分析

1) **新建和并购扩张不达预期风险**：由于药店行业竞争日趋激烈，且新建并购均需要一定的运营资金支撑，若企业存在扩张人才不足或资金不足问题，新建和并购扩张可能出现不达预期的情况。

2) **并购整合不达预期导致商誉减值风险**：截至 2019H1 期末，益丰药房、大参林、一心堂和老百姓分别拥有商誉 29.2、7.4、10.8 和 20.7 亿元，分别占其净资产的 65.2%、21.6%、24.9%和 55.6%。若因并购整合不顺，业绩低于此前预期，将存在较大的商誉减值风险，对当前净利润冲击较大。从 2018 年底计提的商誉减值情况来看，仅一心堂做了计提，且该减值的标的为贸易公司，非收购的药店标的。

表 6：A 股药店个股商誉情况梳理（截至 19H1 期末，单位：百万元）

股票代码	股票简称	商誉	净资产	总资产	商誉占净资产比重	商誉占总资产比重	2018 年底商誉减值	19H1 营收	YoY	19H1 扣非净利润	YoY
603939	益丰药房	2,922	4,480	8,099	65.2%	36.1%	无	5,048	69%	303	47%
603883	老百姓	2,070	3,723	9,449	55.6%	21.9%	无	5,534	25%	255	20%
603233	大参林	735	3,400	7,698	21.6%	9.6%	无	5,252	29%	373	34%
002727	一心堂	1,077	4,320	7,619	24.9%	14.1%	1907 万元	5,060	18%	335	15%

资料来源：Wind，光大证券研究所

## 行业重点上市公司盈利预测、估值与评级

证券 代码	公司 名称	收盘价 (元)	EPS(元)			P/E(x)			P/B(x)			投资评级	
			18A	19E	20E	18A	19E	20E	18A	19E	20E	本次	变动
603939	益丰药房	77.93	1.11	1.55	2.05	38	49	37	3.9	6.5	5.9	买入	维持
603883	老百姓	72.37	1.53	1.87	2.42	31	39	30	4.4	5.7	5.0	买入	维持
603233	大参林	59.22	1.33	1.35	1.74	30	42	33	5.2	8.5	7.1	买入	维持
002727	一心堂	24.54	0.92	1.05	1.23	19	24	20	2.5	3.0	2.7	增持	维持

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测, 股价时间为 2019 年 09 月 18 日

## 行业及公司评级体系

评级	说明
买入	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15% 以上；
增持	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5% 至 15%；
中性	未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差 -5% 至 5%；
减持	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5% 至 15%；
卖出	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15% 以上；
无评级	因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。

**基准指数说明：**A 股主板基准为沪深 300 指数；中小盘基准为中小板指；创业板基准为创业板指；新三板基准为新三板指数；港股基准指数为恒生指数。

## 分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

## 分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证，本研究报告中任何关于发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。研究人员获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究人员保证他们报酬的任何一部分不会与，不与，也将不会与本报告中的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

## 特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）创建于 1996 年，系由中国光大（集团）总公司投资控股的全国性综合类股份制证券公司，是中国证监会批准的首批三家创新试点公司之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可，本公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。此外，本公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整且不予通知。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表述的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

不同时期，本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理子公司、自营部门以及其他投资业务板块可能会独立做出与本报告的意见或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在做出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅向特定客户传送。本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、复制、转载、刊登、发表、篡改或引用。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失，本公司保留追究一切法律责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

光大证券股份有限公司 2019 版权所有。

## 联系我们

上海	北京	深圳
静安区南京西路 1266 号恒隆广场 1 号写字楼 48 层	西城区月坛北街 2 号月坛大厦东配楼 2 层 复兴门外大街 6 号光大大厦 17 层	福田区深南大道 6011 号 NEO 绿景纪元大厦 A 座 17 楼