



缘何好赛道，何以高成长？

——连锁药店行业投资框架

分析师：林小伟、梁东旭

执业证书编号：S0930517110003、S0930517120003

2019年09月30日

证券研究报告

研究思路及核心问题

- 国内零售药店具备哪些特征？
- 零售药店与其他零售业态的区别？药店这个赛道的特别之处？
- 中国零售药店行业如何成长演化？美国、日本的经验是否可参照？
- 零售药店核心竞争力是什么？什么样的公司能持续成长为龙头？
- 药店什么样的估值水平合理？什么样的时点有最高的回报？

核心观点

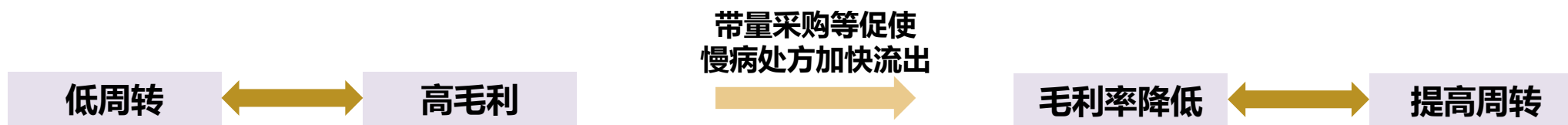
- 中国药店行业是低周转、高利润率的专业零售业态，目前集中度较低
- 高盈利、高成长、可持续是投资药店赛道优势所在
- 中国连锁药店龙头成长的主要逻辑是集中度提升，处方外流是长期持续的另一大逻辑
- 美日药店均呈现上游压力传导加剧竞争催化集中度提升的规律，国内药店可以参考
- 零售药店核心竞争力是精细化管理，而精细化管理依赖强执行力来落地
- 处于成长期的国内药店龙头的合理估值一般是当年 $PEG > 1$ ，前4/5龙头合计市占率在50%之下均为较好的投资时点

- 1、中国药店：低周转、高利润率、专业零售、低集中度
- 2、成长逻辑：集中度提升（主旋律）+处方外流
- 3、海外经验：上游压力传导加剧竞争、催化集中度提升
- 4、核心竞争力：精细化管理依赖于执行力
- 5、投资策略
- 6、风险提示

药店特征：低周转，高利润率

■ 零售药店是一门高客单价，低频次消费的生意

- 典型药店场景：位于社区周边，面积100m²，日来客50~60人，日成交单数40~50单，客单价67元，毛利率30%
- 低频消费是因为治疗疾病需求本身低频，另外和国内药店经营品类多元化不足，慢病患者外流不足及药店过密也有关系



表：典型零售样本门店经营数据比较（2018）

	大超市	中小超市	便利店	药店
年销售额/万元	26000	6000	480	84
店员数量/人	220	60	6.7	4
经营面积/m ²	11000	2000	140	100
客单价/元	85	48	19	67
日客流量/人	8507	3465	698	55
毛利率	16.4%	12.7%	23.3%	30%

资料来源：德勤、中国药店，光大证券研究所

表：中国药店明显过密（2018）

国家	人口 (万人)	零售业态	门店数	店均服务人数	日均销售额
			(万家)	(人/店)	(CNY/店/日)
中国	139,538	药店	48.9	2,854	2,241
		便利店	12.0	11,628	5,169
美国	32,339	药店	6.2	5,250	80,136
		便利店	15.5	2,093	63,507
日本	12,644	调剂药局	5.5	2,299	22,416
		药妆店	2.0	6,285	61,922
		便利店	5.5	2,329	31,038

资料来源：德勤、中国药店、日本连锁经营协会、美国统计局、日本厚生劳动省，光大证券研究所

药店特征：低周转，高利润率

■ 和美日药店龙头相比：

- 国内药店龙头营业周期高，主要是**存货周转慢**，对应的是**高毛利率品种占比高**
- 国内药店龙头**毛利率和净利率均远高于美日**
- 国内药店ROE/ROIC/ROA和美日龙头接近，可以理解为其实**美日药店和国内药店盈利能力是接近的**

■ 和便利店/商超业态相比：

- 国内药店同样是低周转，高利润率；美日药店周转略低，净利率高；**日本优秀龙头（Cosmos、AIN）可以做到周转和净利率都高于其他零售**
- 无论国内外，药店的ROE/ROIC/ROA水平都稳定高于便利店/商超
- 类似绝味食品这类专卖店净利率高，主要是加工零售一体化+加盟模式

表：国内上市药店营运能力和盈利能力指标与海外药店及其他上市连锁业态的比较（2018）

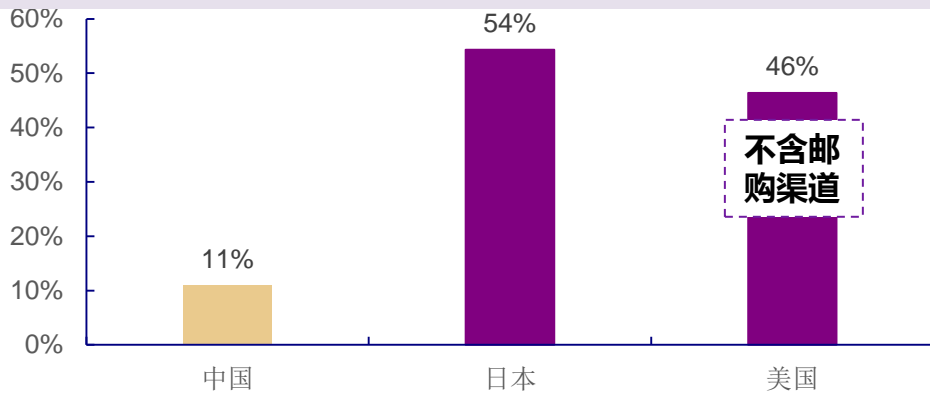
		国内连锁药店				美国连锁药店		日本连锁药妆店			日本调剂药局		国内其他连锁零售			海外连锁零售	
		603939	603883	002727	603233	WBA.O	CVS.N	3141.T	3349.T	3088.T	9627.T	3341.T	601933	002697	603517	5903.TW	WMT.N
		益丰药房	老百姓	一心堂	大参林	沃博联	CVS	Welcia	COSMOS	松本清	AIN HD	日本调剂	永辉超市	红旗连锁	绝味食品	全家便利	沃尔玛
营运能力	净营业周期	78	64	65	74	4	45	2	(46)	17	(33)	19	(4)	(13)	33	(28)	2
	存货周转天数	95	89	115	125	33	37	54	36	64	17	53	45	72	65	34	41
	应付账款周转天数	42	58	74	62	47	20	63	82	59	64	70	57	87	32	67	44
	应收账款周转天数	25	33	24	11	18	29	11	0	12	14	36	8	1	0	4	4
盈利能力	毛利率	40%	35%	41%	42%	23%	20%	30%	20%	30%	18%	18%	22%	29%	34%	38%	25%
	净利率	6%	5%	6%	6%	4%	0%	2%	3%	4%	4%	3%	1%	4%	14%	2%	1%
	EBIT%	8%	7%	8%	8%	5%	2%	4%	5%	6%	7%	4%	2%	5%	19%	2%	3%
	EBITDA%	11%	9%	10%	11%	6%	3%	6%	7%	8%	9%	6%	4%	7%	22%	5%	5%
	ROE	12%	15%	13%	18%	19%	-1%	13%	16%	11%	11%	15%	8%	13%	23%	20%	9%
	ROA	9%	9%	10%	12%	10%	3%	10%	11%	11%	11%	6%	4%	8%	24%	4%	7%
ROIC	11%	11%	11%	16%	12%	-1%	11%	15%	11%	10%	5%	5%	12%	22%	5%	5%	

药店特征：专业零售，多元化水平低

国内药店多元化水平较低

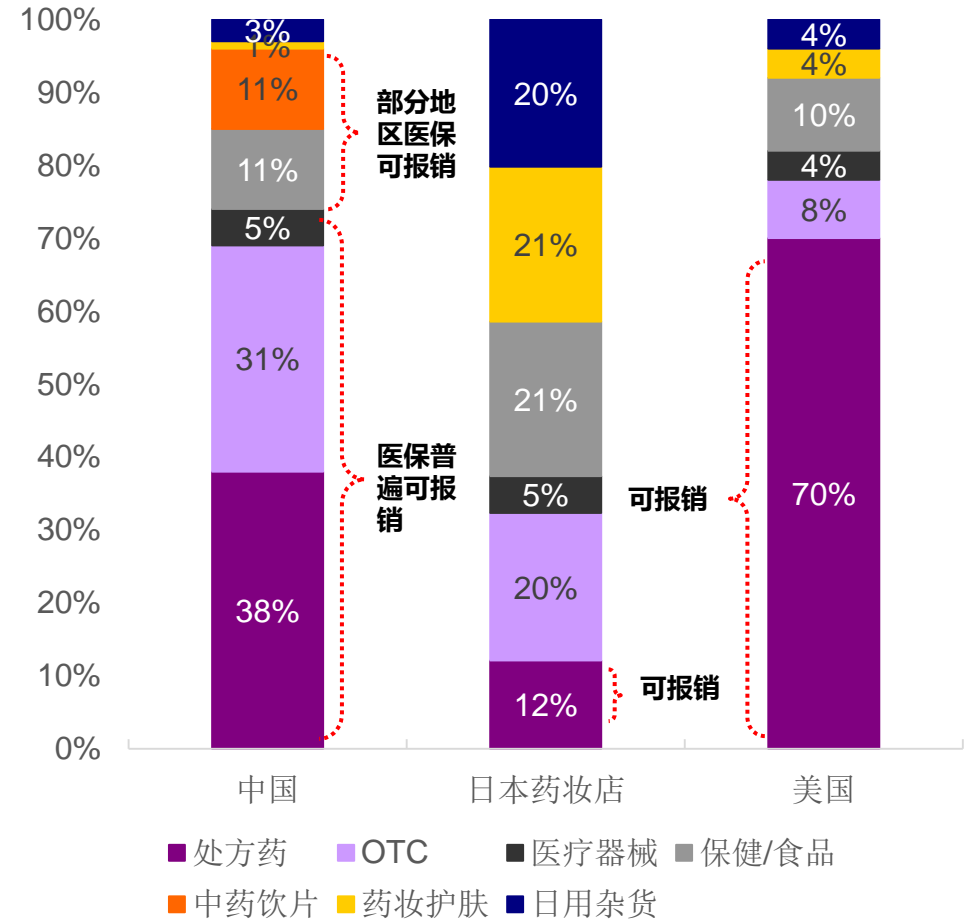
- 中国药店以销售医药品为主：处方药、OTC、医疗器械和中药饮片合计占比高达85%。其中OTC、医疗器械和中药饮片周转率较低。
- 相比美国，中国药店处方药占比偏低，但高于日本药妆店：中国医药未分家，**流出院外处方药仅占11%**。在美国处方药是重要的刚需吸客品种。
- 相比日本药妆店，中国药店非药品类占比低：中国药妆护肤、保健食品和日用杂货仅占收入15%，而日本合计占比高达62%。
- 慢病处方药、药妆和日用品均为高周转品类：中国药店低周转主要是多元化水平低，根本原因是**对医保依赖程度高**，电商发展速度快。

图：处方药市场中药店渠道份额比较（2018）



资料来源：中国药店，JACDS，NACDS，光大证券研究所

图：中国药店对医药品依赖程度高（2017）



资料来源：中国药店，JACDS，NACDS，光大证券研究所

药店特征：低集中度

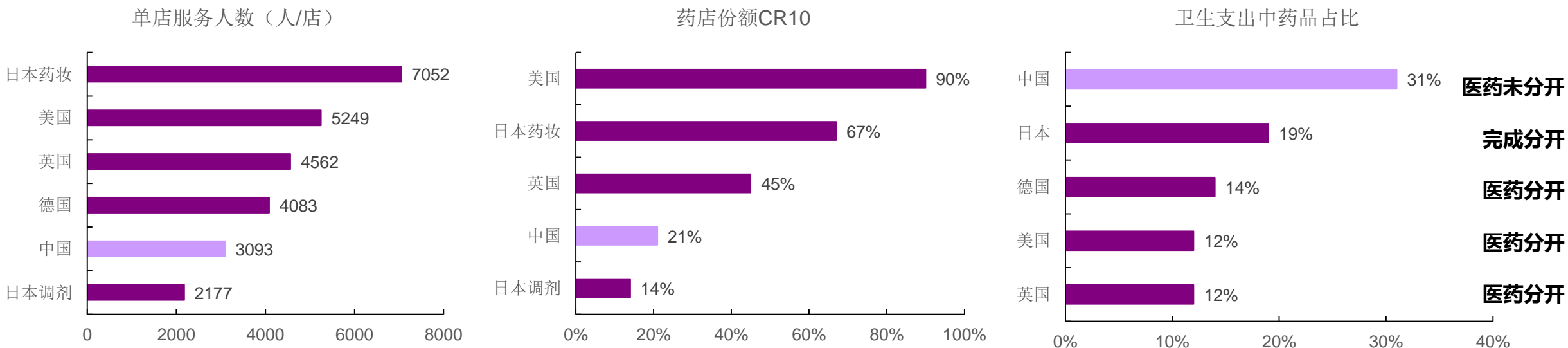
■ 国内药店分布密集，但格局分散

- 国内药店数量众多，单店服务人数仅3093人（2017），低于美、英、德和日本药妆店，但高于日本调剂药局
- 国内CR10仅占21%（2018），其他国家普遍较高（德国禁止连锁故极低）

■ 从医疗体系的角度看：中国和其他国家相比，医药未分家，药品占比卫生费用占比高。医药未分家的国家，集中度偏低。

■ 从人口密度角度看：药店分布密集且单店服务人数较低的都是人口稠密的东亚国家。

图：国内药店与海外药店集中度相关指标及药占比指标比较（2017）



资料来源：各国统计局、OECD数据库，光大证券研究所

低集中度意味着龙头增长空间大，有机会兑现高增长

- 国内药店行业和美国及日本药妆相比：集中度仍极低，相应的龙头公司的门店、营收、净利润等增速也远高于同行。
- 国内药店行业集中度和超市、便利店、休闲卤制品门店等相比集中度也较低。行业快速整合下，药店龙头的门店、营收和净利润增速也明显较快。
- 从PE估值来看，高增长龙头公司的溢价比较明显。从PEG角度看，药店的溢价在中等水平。

表：国内上市药店门店扩张、营收和净利润等指标比较（2018）

	国内连锁药店				美国连锁药店		日本连锁药妆店			日本调剂药局		国内其他连锁零售			海外连锁零售	
	603939	603883	002727	603233	WBA.O	CVS.N	3141.T	3349.T	3088.T	9627.T	3341.T	601933	002697	603517	5903.TW	WMT.N
	益丰药房	老百姓	一心堂	大参林	沃博联	CVS	Welcia	COSMOS	松本清	AIN	HD 日本调剂	永辉超市	红旗连锁	绝味食品	全家便利	沃尔玛
营收15~18CAGR	31.9%	27.4%	19.9%	18.8%	8.3%	8.3%	24.4%	11.0%	4.8%	12.6%	9.9%	19.4%	10.6%	14.6%	4.7%	2.2%
净利润15~18CAGR	34.8%	23.6%	14.6%	11.9%	6.0%	-148%	29.9%	14.7%	25.1%	19.5%	30.0%	36.0%	17.2%	28.7%	-6.9%	-23.1%
门店数15~18CAGR	48.0%	30.6%	18.1%	26.4%	4.0%	1.0%	19.7%	11.6%	1.6%	10.0%	4.6%	41.5%	7.2%	11.5%	2.4%	0.8%
PE (2019)	51	40	23	42	10.8	9.7	20.8	21.1	16.2	31.0	16.2	52.2	22.1	21.2	35.5	20.7
PEG (2019)	1.49	1.53	1.21	1.64	-1.11	1.59	0.70	1.44	0.65	1.59	0.54	1.35	1.60	1.06	NA	1.48
行业集中度CR10 ('18)	21.0%				90.0%		67.0%			14.0%		33.3%	58.6%	30.0%	NA	NA

资料来源：Bloomberg、WIND，光大证券研究所

高盈利、高成长、可持续是投资药店赛道优势所在

■ 连锁药店具备高盈利、高成长和可持续性强的优势

- 盈利能力中上：药店的毛利率和净利率水平较高，但周转偏慢，权益乘数也较高
- 稳定高成长：在可比零售连锁业态中具备比较明显的持续稳定高成长的特征

表：国内A/H/美股连锁龙头杜邦分析拆分比较（2018）

行业分类5	股票代码	股票简称	ROE1	销售净利率	ROA	权益乘数	归母率	毛利率	ROIC
火锅连锁	6862.HK	海底捞	33.9%	9.7%	2.17	1.61	99.8%	59.1%	31.4%
卤制品零售	603517.SH	绝味食品	22.9%	14.4%	1.25	1.25	101.6%	33.7%	21.6%
火锅连锁	0520.HK	呷哺呷哺	21.9%	9.7%	1.56	1.44	100.1%	62.3%	21.9%
母婴零售	603214.SH	爱婴室	19.1%	6.1%	1.98	1.71	91.8%	28.4%	18.5%
药妆零售	0178.HK	莎莎国际	18.7%	5.4%	2.49	1.38	100.0%	42.1%	18.7%
医药零售	603233.SH	大参林	18.4%	5.9%	1.43	2.13	101.1%	41.2%	15.7%
酒类零售	300755.SZ	华致酒行	18.2%	8.4%	1.17	1.88	98.8%	21.1%	14.3%
超市	603708.SH	家家悦	16.5%	3.3%	1.90	2.58	101.1%	21.4%	13.1%
医药零售	603883.SH	老百姓	14.6%	5.3%	1.25	2.54	86.3%	34.8%	11.4%
医药零售	002727.SZ	一心堂	13.5%	5.7%	1.27	1.87	100.2%	40.1%	11.1%
便利店	002697.SZ	红旗连锁	13.1%	4.5%	1.59	1.85	100.2%	28.9%	11.8%
珠宝零售	1929.HK	周大福	12.6%	7.1%	1.11	1.64	97.4%	27.4%	9.3%
眼镜零售	300622.SZ	博士眼镜	12.4%	10.4%	1.02	1.16	100.9%	73.9%	11.9%
医药零售	603939.SH	益丰药房	11.5%	6.4%	1.09	1.75	94.3%	39.3%	10.9%
酒店连锁	HTHT.O	华住	11.4%	7.2%	0.49	3.28	98.5%	35.6%	5.2%
酒店连锁	600258.SH	首旅酒店	11.1%	10.5%	0.51	2.17	96.0%	94.4%	8.3%
珠宝零售	0116.HK	周生生	9.9%	5.3%	1.38	1.34	100.0%	24.6%	8.2%
卤制品零售	002695.SZ	煌上煌	9.6%	9.5%	0.83	1.26	96.1%	33.8%	9.0%
汽车零售	600297.SH	广汇汽车	9.0%	2.4%	1.20	3.82	82.0%	10.0%	6.1%
珠宝零售	603900.SH	莱绅通灵	8.9%	12.6%	0.59	1.20	100.3%	54.2%	8.8%
酒店连锁	600754.SH	锦江股份	8.5%	8.4%	0.35	3.27	88.2%	89.5%	4.5%
体育零售	3813.HK	宝胜国际	8.2%	2.4%	1.87	1.86	96.8%	33.5%	5.6%
超市	601933.SH	永辉超市	7.5%	1.4%	1.95	1.84	148.4%	21.9%	4.7%
超市	601116.SH	三江购物	4.7%	2.7%	1.15	1.52	100.0%	23.6%	3.2%
超市	002251.SZ	步步高	2.3%	0.9%	1.00	2.69	97.1%	22.4%	2.6%
休闲食品零售	603777.SH	来伊份	0.5%	0.3%	1.33	1.55	100.0%	43.4%	0.4%

资料来源：Wind，光大证券研究所

药店为何稳定高成长？

表：国内A/H/美股连锁龙头14~18年营收增速比较

行业分类	股票代码	股票简称	14A	15A	16A	17A	18A	14~18A 5年CAGR	14~18A 波动标准差
火锅连锁	6862.HK	海底捞			35.5%	36.2%	59.5%	43%	13.6%
酒店连锁	600754.SH	锦江股份	8.7%	95.8%	93.1%	28.4%	8.3%	42%	44.2%
医药零售	603939.SH	益丰药房	23.6%	27.7%	31.3%	28.7%	43.9%	31%	7.7%
酒店连锁	600258.SH	首旅酒店	-5.9%	-53.9%	408.6%	30.3%	1.5%	24%	188.3%
医药零售	603883.SH	老百姓	18.8%	15.9%	33.4%	23.1%	26.4%	23%	6.8%
医药零售	002727.SZ	一心堂	25.0%	20.2%	17.3%	23.8%	18.4%	21%	3.3%
火锅连锁	0520.HK	呷哺呷哺	16.5%	10.1%	13.8%	33.2%	29.2%	20%	10.1%
医药零售	603233.SH	大参林	22.6%	15.9%	19.2%	18.3%	19.4%	19%	2.4%
酒店连锁	HTHT.O	华住	19.1%	16.3%	13.2%	24.3%	22.3%	19%	4.5%
酒类零售	300755.SZ	华致酒行		37.1%	39.0%	10.3%	13.2%	19%	15.3%
全品类零售	002024.SZ	苏宁易购	3.4%	24.3%	9.7%	26.5%	30.4%	18%	11.7%
超市	601933.SH	永辉超市	20.2%	14.7%	16.9%	19.1%	20.4%	18%	2.4%
母婴零售	603214.SH	爱婴室	22.3%	13.5%	14.2%	14.2%	18.0%	16%	3.7%
卤制品零售	002695.SZ	煌上煌	10.1%	16.9%	5.5%	21.2%	28.6%	16%	9.1%
体育零售	3813.HK	宝胜国际	11.6%	16.0%	13.4%	15.8%	20.6%	15%	3.4%
卤制品零售	603517.SH	绝味食品	15.8%	11.1%	11.9%	17.5%	13.6%	14%	2.7%
眼镜零售	300622.SZ	博士眼镜	10.1%	4.0%	10.8%	13.4%	20.6%	12%	6.0%
汽车零售	600297.SH	广汇汽车	-13.2%	8.5%	44.6%	18.6%	3.4%	11%	21.4%
便利店	002697.SZ	红旗连锁	7.3%	15.1%	15.4%	9.9%	4.0%	10%	4.9%
超市	002251.SZ	步步高	8.0%	26.0%	0.5%	11.5%	6.6%	10%	9.5%
珠宝零售	603900.SH	莱绅通灵	24.1%	3.7%	11.4%	18.8%	-15.5%	8%	15.5%
超市	603708.SH	家家悦	9.3%	6.6%	2.9%	5.2%	12.3%	7%	3.7%
休闲食品零售	603777.SH	来伊份	3.9%	9.3%	3.1%	12.5%	7.1%	7%	3.9%
药妆零售	0178.HK	莎莎国际	2.8%	-12.6%	-0.7%	5.9%	4.9%	0%	7.5%
超市	601116.SH	三江购物	-5.2%	-2.0%	-6.0%	-8.0%	9.6%	-2%	7.0%
珠宝零售	1929.HK	周大福	-16.8%	-11.9%	-9.5%	15.5%	11.6%	-3%	14.7%
珠宝零售	0116.HK	周生生	-23.4%	-0.9%	-15.7%	4.0%	12.5%	-6%	14.6%

资料来源：Wind，光大证券研究所

药店为何能稳定高成长？内生外延均具备优势

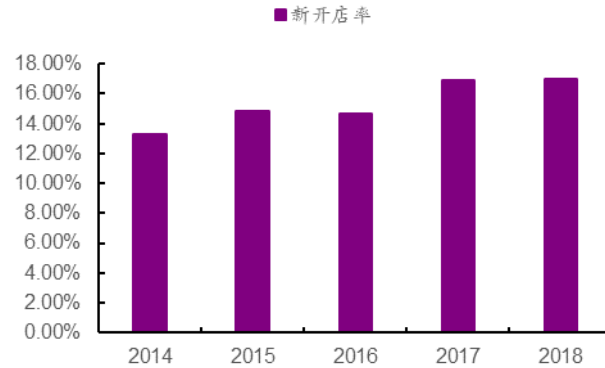
■ 药店零售老店增速较快：一年以上老店增长12%，上市公司普遍7~10%

- 处方外流贡献客流增长：+2%
- 专业服务能力提升提升客品数：+2~4%
- 品单价提升：+~4%

■ 药店集中度低，无论新开店还是并购都存在较大空间

■ 政策支持、药店医保资质可保护药店经营受电商冲击不明显。

百强连锁药店新开店率变化情况

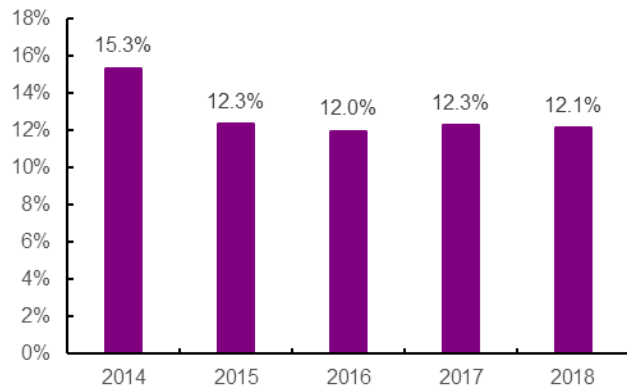


四大连锁开店均速度较快

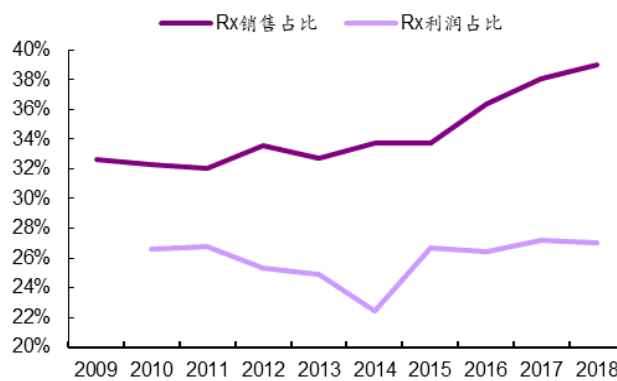
单位：家	益丰药房	老百姓	一心堂	大参林
14-18年并购门店	1490	1230	957	383
平均并购增长	18%	18%	6%	3%
14-18年自建门店	1420	1528	3045	2427
平均自建增长	24%	21%	17%	24%
14-18年关闭门店	170	360	588	208
平均关店	-2.4%	-5.3%	-3.0%	-2.0%
14-18年门店年均增速	44%	35%	22%	25%

资料来源：中国药店、各公司财报，光大证券研究所

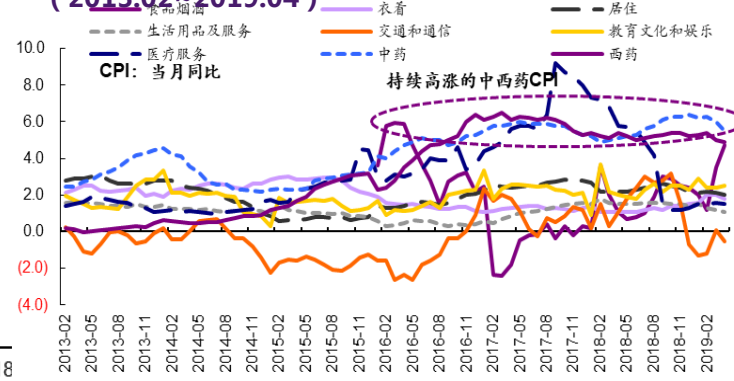
百强连锁一年以上老店平均增速变化情况



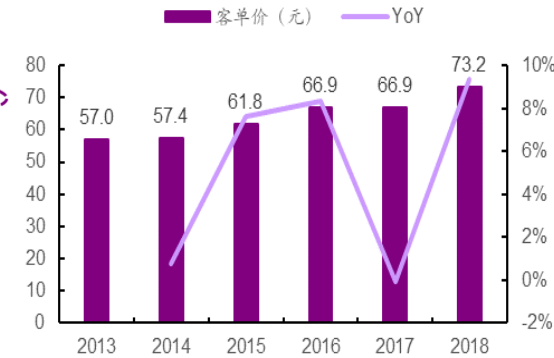
百强连锁药店处方药销售和利润占比变化情况



商品和服务分类别当月同比CPI比较 (2013.02~2019.04)



百强连锁药店客单价呈现持续增长态势



资料来源：中国药店、国家统计局，光大证券研究所

- 1、**中国药店：低周转、高利润率、专业零售、低集中度**
- 2、**成长逻辑：集中度提升（主旋律）+处方外流**
- 3、**海外经验：上游压力传导加剧竞争、催化集中度提升**
- 4、**核心竞争力：精细化管理依赖于执行力**
- 5、**投资策略**
- 6、**风险提示**

集中度提升是主旋律：监管+成本+资本驱动

药店监管规范化

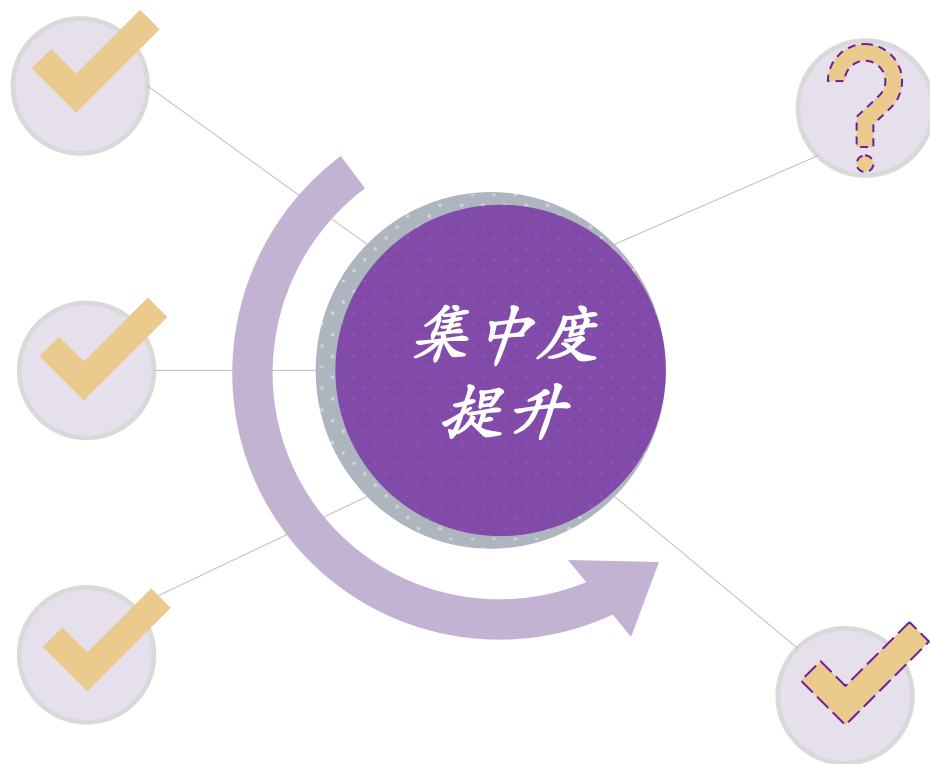
药店分类分级、新版GSP
药监局/医保局飞检、开店资质/医保资质注册制
两票制、营改增、小规模纳税人改革

经营成本持续提升

专业化带来人力成本（注册药师）提升
税局征社保带来人力成本提升
租金持续上涨带来租金成本提升

药店龙头资本化

药店龙头多数已经上市
未上市龙头在PE资本加持下也准备上市



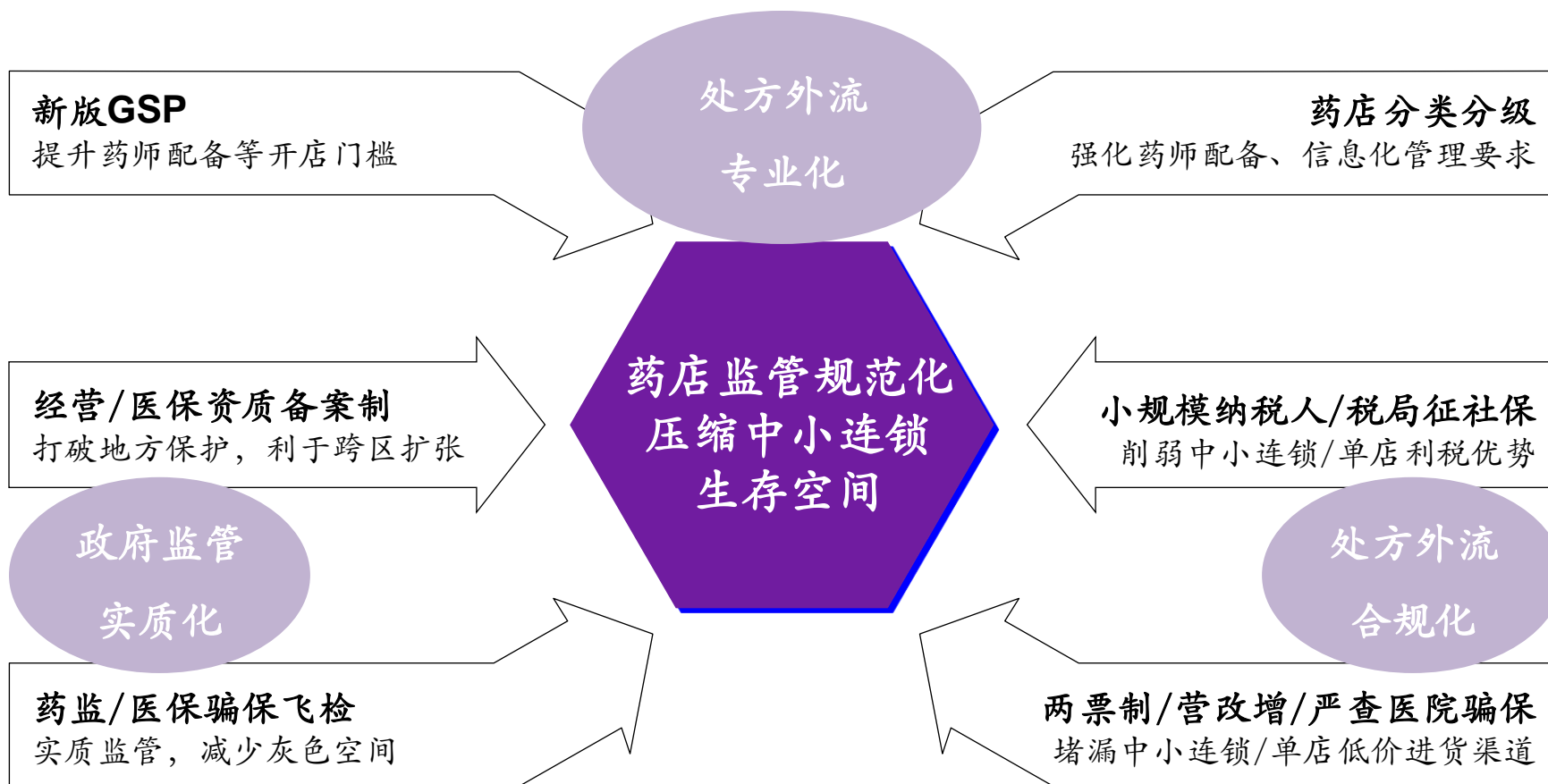
新兴渠道带来的外部竞争

处方药网售挤压？
商超/便利店卖药挤压？

控费引发的上游议价挤压

仿制药一致性评价，4+7带量采购推动上游厂家和流通洗牌，医保统一医院药店支付价，药店议价压力变大

药店监管规范化：处方外流的必经之路/先决条件



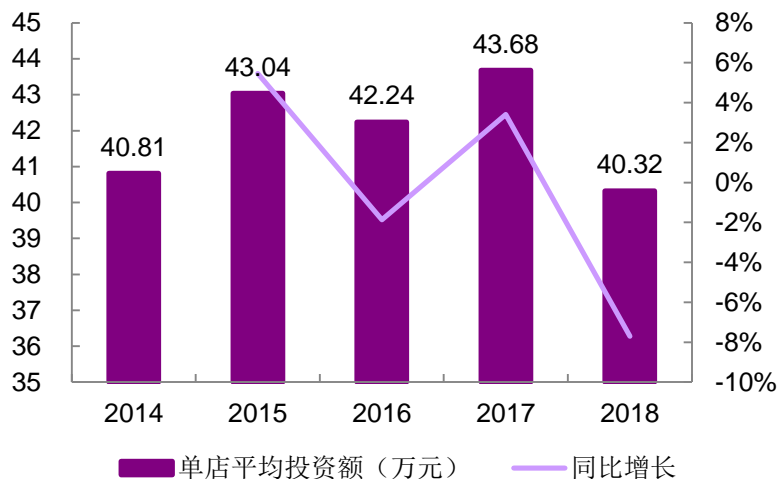
成本持续提升：中小连锁/单体店生存压力大，扩张难度大

- 单店投资额提升，新店盈利周期拉长
- 店员、店长、执业药师月薪持续上涨
- 人均培训费用快速增长
- 房租持续上涨

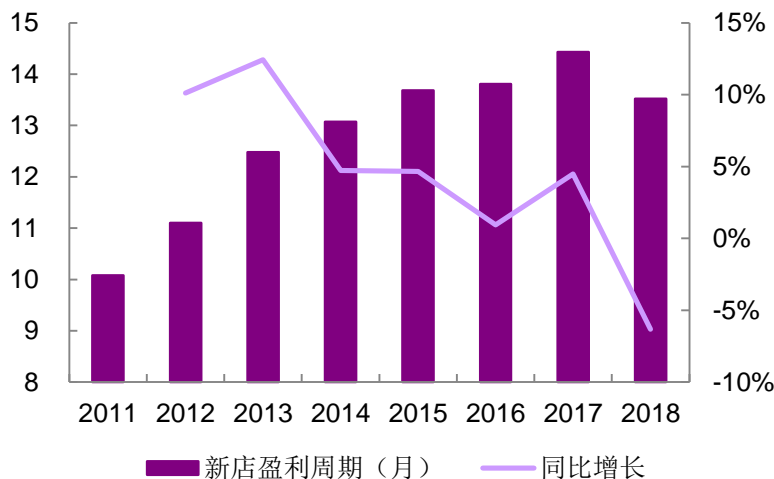
国内药店已过密，无成本优势的新店盈利空间越来越小

经济发展+行业规范化的必然结果

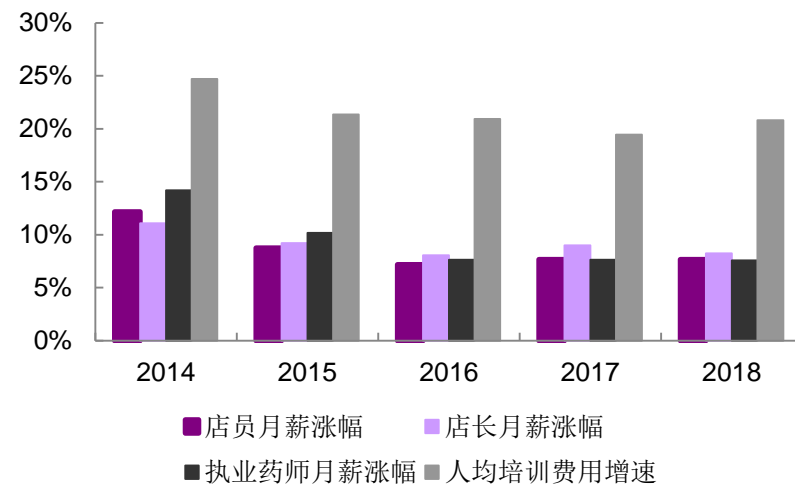
单店平均投资额持续增长



新店盈亏平衡周期拉长



药店人工连年持续增长



资料来源：中国药店，光大证券研究所

药店龙头资本化，占据扩张先发优势：资金优势加速整合

- 前十龙头基本已上市：其中民营连锁借资本市场快速扩张
- 排名靠后的民营龙头也在积极准备上市
- 融资渠道便利化快速驱动民营龙头成长

表：国内主要药店龙头均已上市or积极准备上市（2018年）

排序	公司	含税销售额 (亿元)	同比增长	市占率	市占率提升	总门店数 (家)	直营门店数 (家)	加盟门店数 (家)	直营店均营收 (万元)	覆盖范围	是否上市
1	国大药房	130	12%	3.2%	0.1pp	4,275	3,202	1,073	363	辽、沪等18省	是
2	老百姓	109	24%	2.7%	0.4pp	3,864	3,289	575	296	湘、苏等19省	是
3	一心堂	106	17%	2.7%	0.2pp	5,758	5,758	0	185	云、川等10省	是
4	大参林	103	18%	2.6%	0.2pp	3,893	3,880	13	254	粤、桂等6省	是
5	同仁堂	90	11%	2.2%	0.1pp	808	808	0	1,110	全国重点城市	是
6	上海医药	84	27%	2.1%	0.3pp	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	全国，江浙沪为主	是
7	益丰药房	80	43%	2.0%	0.5pp	3,611	3,442	169	221	湘、苏等9省	是
8	全亿健康	64	20%	1.6%	0.2pp	2,021	2,021	0	315	苏、川、浙、冀	否
9	华润医药	55	34%	1.4%	0.3pp	853	853	n.a.	650	全国，华北为主	是
10	甘肃众友	49	16%	1.2%	0.1pp	2,306	2,306	0	211	陕、甘等9省	否
前十		869	21%	21.7%	2.4pp	25,083					
其他		3,133	4%	78.3%	-2.4pp	463,917					
合计		4,002	7%	100.0%	NA	489,000					

资料来源：中国药店，WIND，光大证券研究所

处方外流缓慢但持续：核心的是医生薪酬机制未定

新医改要求医保支出腾笼换鸟

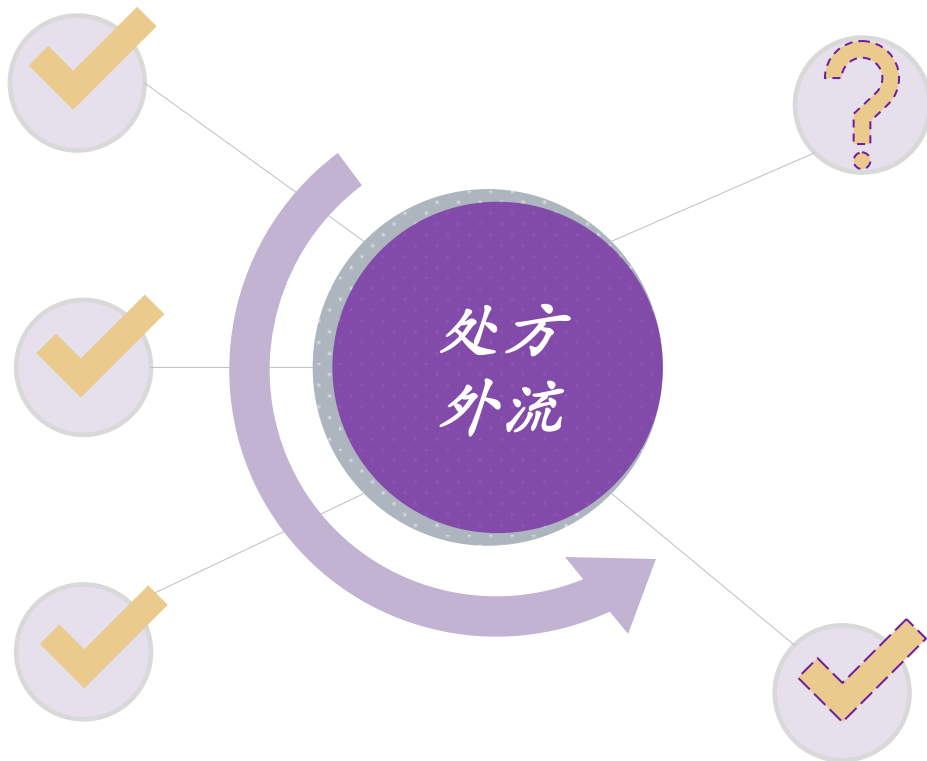
药占比考核、药品零加成
带量采购降药价
慢病长处方规定

处方信息共享平台的持续建设

互联网医院（微医，阿里，平安好医生）
四川、陕西、广东等九省市政府牵头建设
柳州、梧州等地区为医院+第三方试点

带量采购冲击，厂家积极布局药店渠道

进口厂家凭品牌优势占得先机
未中标厂家被迫转型，中标厂家未雨绸缪



医生薪酬体制改革

医生收入是否会大幅提升？
院外配药是否有更好的激励机制？

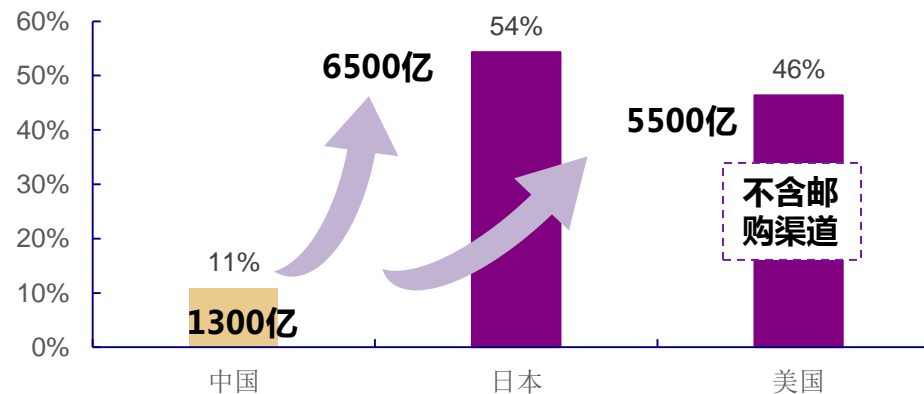
医疗服务提价

经营药房性价比越来越低，医院主动外流

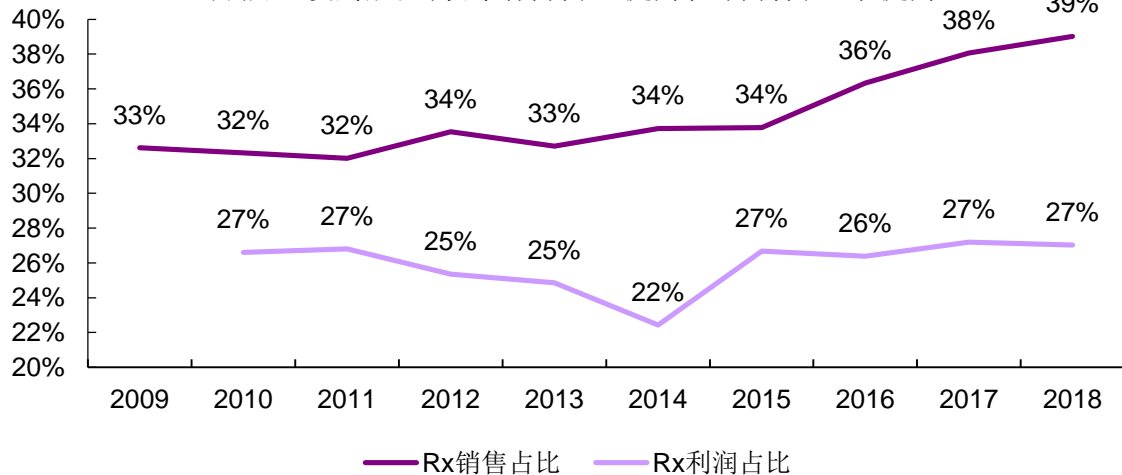
处方外流：外流空间超5000亿，对周转和客流贡献更明显

- 若中国处方药终端销售渠道中，药店渠道占比可以提升到日本/美国水平，其市场规模可达**5500~6500亿**，只需**1%**的份额就可再造一个**药店龙头**
- 处方药收入占比提升明显，但利润提升不明显。主要是处方药毛利率低，但**慢病处方药消费刚需且频次固定，对客流和周转贡献明显。**

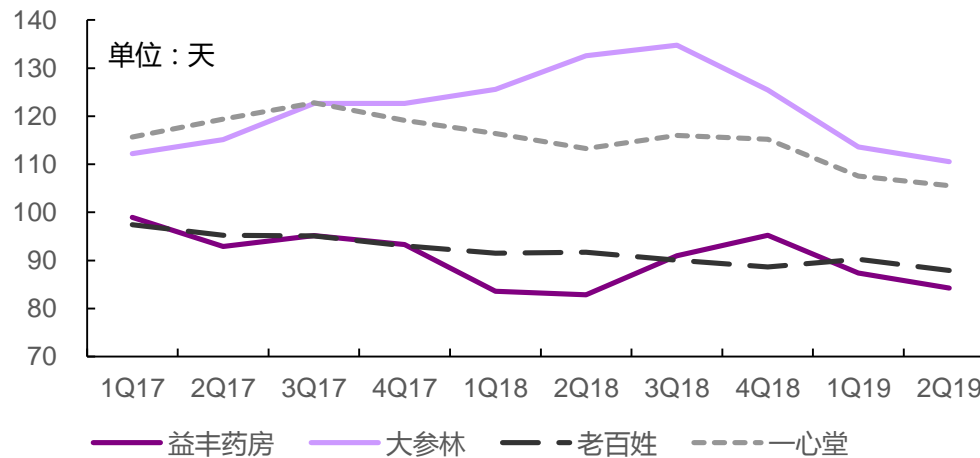
处方药市场中药店渠道份额



百强连锁药店处方药销售占比提升但利润占比未提升



上市药店存货周转天数呈下降趋势



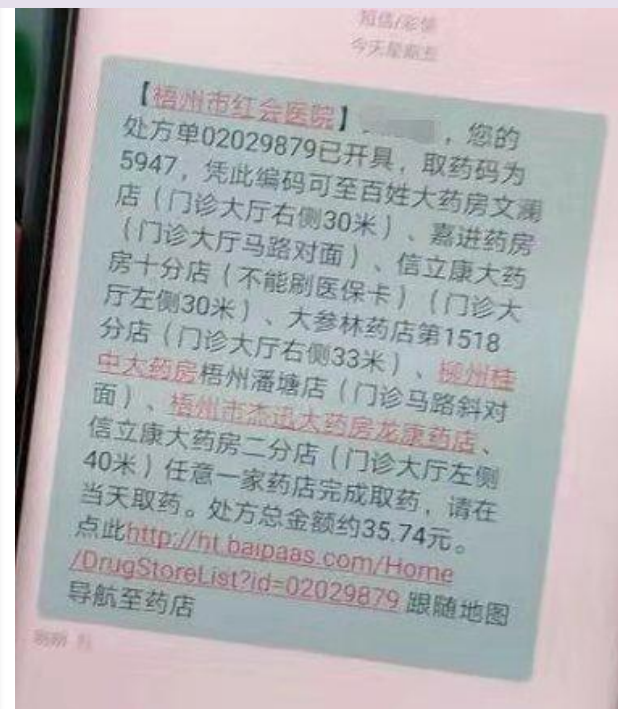
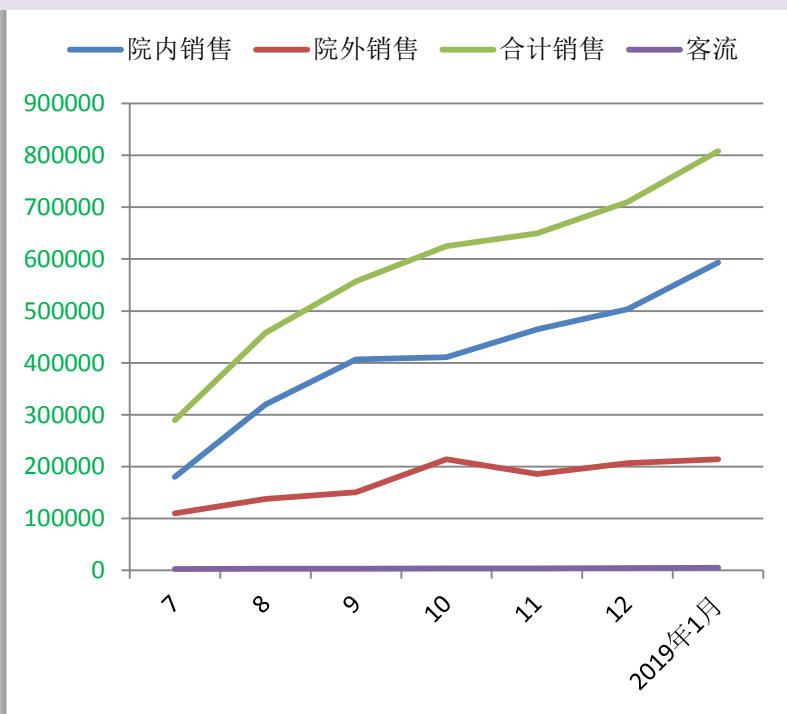
资料来源：中国药店，WIND，光大证券研究所

处方外流案例：梧州模式

- 药店一旦对接处方信息共享平台和统筹账户报销，处方药收入将快速增长，且因客流增长，其他销售收入也快速增长

图表：大参林红会医院店2018年7月至2019年1月的销售情况

月份	院内销售 (元)	院外销售 (元)	合计销售 (元)	客流 (人次)
2018年7月	179897	109575	289472	2358
8月	319832	137757	457589	3171
9月	406643	150544	557187	3345
10月	411060	213954	625014	3545
11月	464262	185535	649797	3852
12月	503309	206760	710069	3997
2019年1月	593308	213789	808237	5079



资料来源：大参林数据，光大证券研究所

医药是少数受纯电商冲击程度低的实体零售领域

	药店	线上渠道
医保支持	存在 医保刷卡支持 ，对药品消费影响尤其明显	存在异地监管难题，医保局相对保守
处方药	药店可凭 处方（电子） 销售处方药，广东、山东、山西等地区还可用 慢病长处方 销售处方药，院边店已形成DTP模式	因异地监管难度大 暂时未放开 ，未来即使放开也有较多合规限制
便利性强	药品消费具有 时效性要求 ，而药店便利度高，且目前接入O2O便利度更高	纯电商 难以满足时效性要求 ，目前方向是自建线下店或与之合作 推广O2O模式
客群差异	老人和主妇 是药店主力消费群体，老人电商渗透率低，主妇注重医保刷卡的经济性	客群差异 需要时间去消化，短期难以解决
专业属性	药品消费长期存在信息不对称性，消费者存在 面对面咨询用药 的需求，药店也在 推广药诊店模式	线上服务质量一般， 医疗AI效果有待观察
安全属性	药品消费对 产品安全 要求高，未触网消费者更信赖线下药店	京东、阿里健康等自营店相对信赖度高，目前在推广溯源系统，提升药品质量保证

资料来源：各地药监局、医保局官网，光大证券研究所

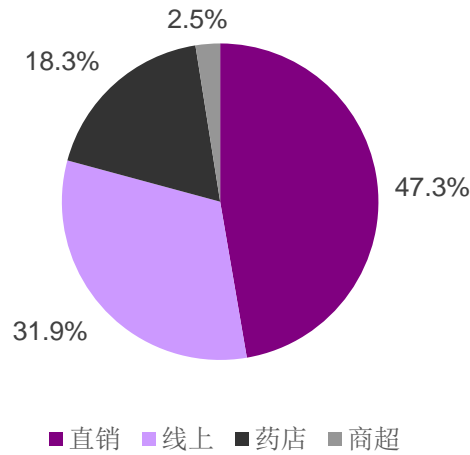
医药是少数受纯电商冲击程度低的实体零售领域

- 虽医药受电商冲击程度较低，但电商渗透率仍在持续提升，主要集中于医疗器械、保健品等品类
- 新零售技术快速发展，真正能笑到最后的药店龙头仍需要快速跟进学习新零售技术，而不是高枕无忧
- 专业化、服务化以及积极打通和互联网巨头的O2O合作将是未来线下连锁药店龙头重要的生存之道

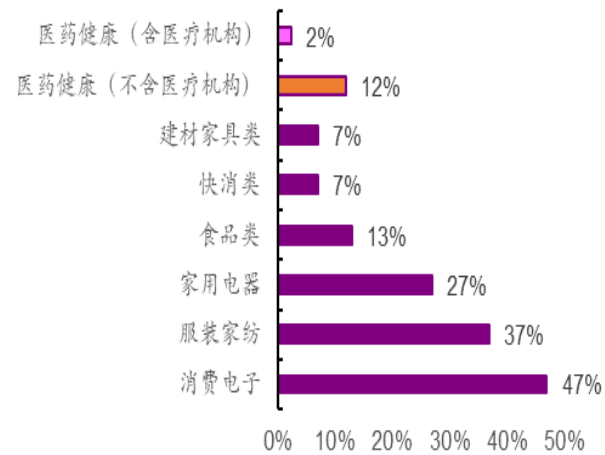
中国医药B2C销售结构 (2017)



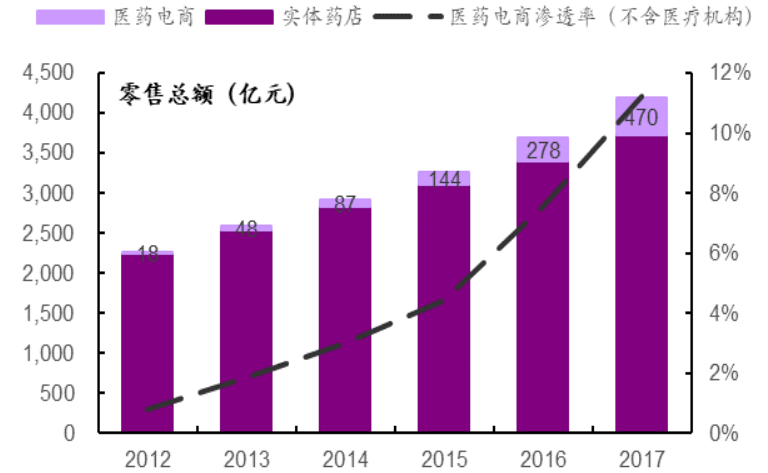
中国保健品销售渠道结构 (2018)



2017年各个细分行业电商渗透率



国内医药电商规模及渗透率均快速增长

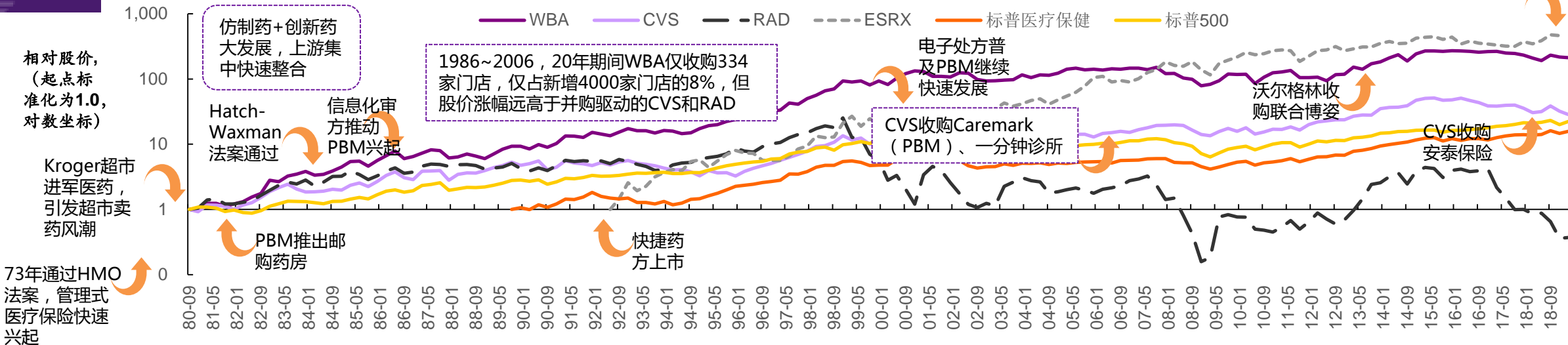


资料来源：euromonitor，凯度、贝恩、GFK、中纺联、艾瑞咨询、国家统计局，光大证券研究所

- 1、中国药店：低周转、高利润率、专业零售、低集中度
- 2、成长逻辑：集中度提升（主旋律）+处方外流
- 3、海外经验：上游压力传导加剧竞争、催化集中度提升
- 4、核心竞争力：精细化管理依赖于执行力
- 5、投资策略
- 6、风险提示

美国经验：上游挤压和新兴渠道竞争驱动快速整合

信诺收购快捷药方，快捷药方退市

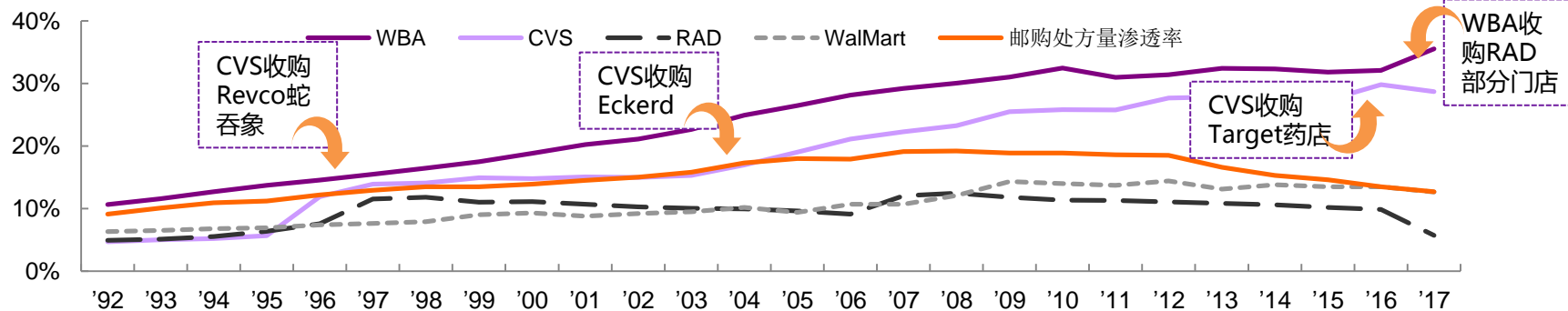


80~92年，美国药店龙头黄金成长期				
	WBA	CVS	RAD	SPX
股价总涨幅	1330%	422%	452%	222%
年化收益率	26%	15%	16%	11%

92~00年，PBM快速崛起						
	WBA	CVS	RAD	ESRX	SPX	S5health
股价总涨幅	691%	203%	112%	2008%	360%	330%
年化收益率	29%	10%	2%	49%	19%	17%

00~15年，奥巴马医改前医药零售格局稳定后的余温						
	WBA	CVS	RAD	ESRX	SPX	S5health
股价总涨幅	189%	426%	-25%	2124%	40%	164%
年化收益率	7%	12%	-2%	23%	2%	7%

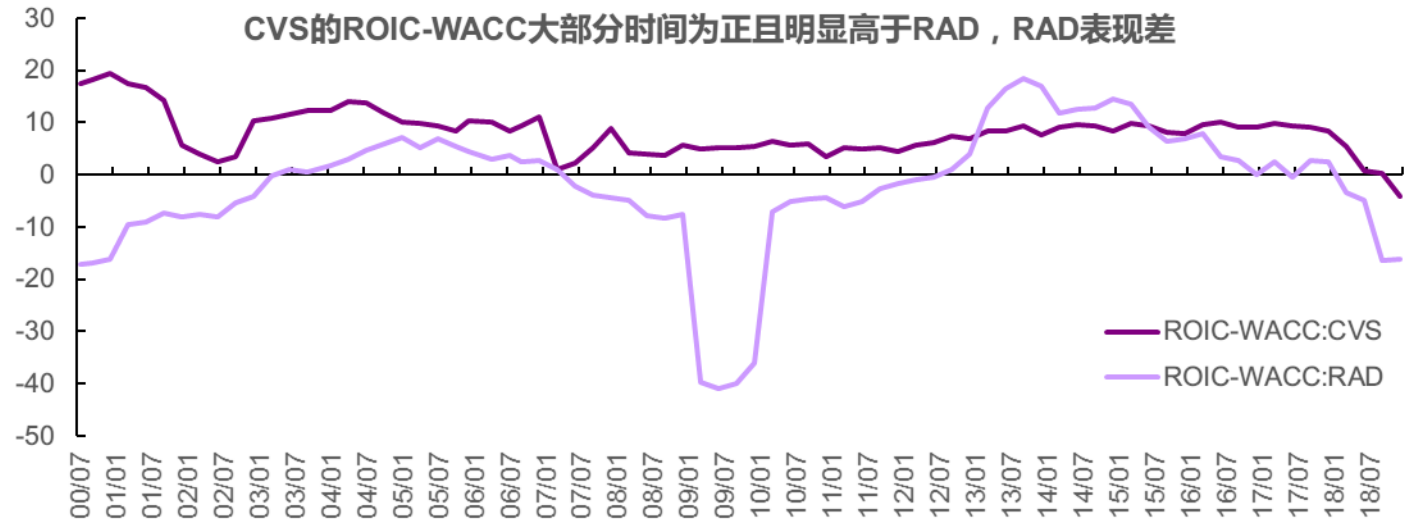
■ 1980-2000年为美国药店黄金成长期。行业集中度持续快速提升主要是为**应对上游和PBM的议价以及新兴渠道邮购药房的挤压必须规模化。**



美国经验总结：竞争加剧才是优胜劣汰的催化剂

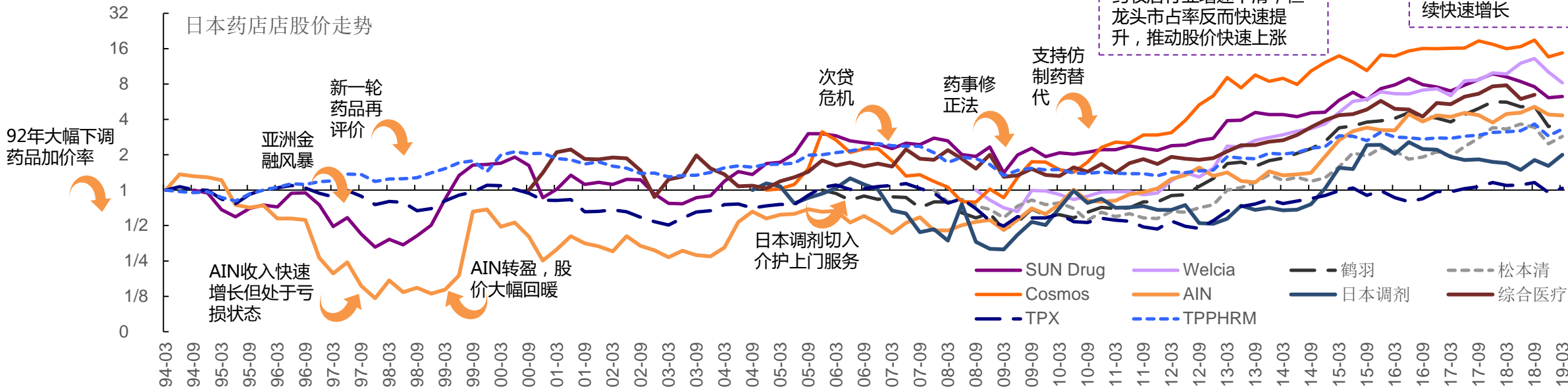
- **行业集中度提升的内在动力是规模化**：行业竞争加剧，利润率下行并不影响龙头公司业绩和股价继续上涨。
- **药店龙头股价涨幅最好的阶段在格局稳定的前期**：典型的标志是**四大龙头CR4在99年突破50%**。99年之后药店市占率提升和业绩增长对股价增长驱动不明显。
- **自建or并购**：龙头份额扩张有赖并购和自建，但**自建为主的WBA股价涨幅远高于并购为主的CVS**。
- **并购成功驱动成长的关键**：
ROIC > WACC，反之并购为价值毁灭

- **不可借鉴之处1**：美国单店规模年营收高达850~1000万美元，是国内药店的20倍，美国药店CR4高达85%，国内人口密度大，地方保护主义难破除，以及资本市场不发达，可能**难以达到该单店规模和集中度水平**。
- **不可借鉴之处2**：美国线上渠道爆发依赖于PBM天然掌控处方入口并肩负为医保控费的任务，因此处方来源和医保支持都具备明确优势。但**国内电商无论是处方来源还是医保支持都无优势**。



日本经验：上游挤压及医保控费加剧竞争，助龙头崛起

涨幅最大的Cosmos没有一次并购，但将零售效率做到极致，业绩持续快速增长



94~07年，药妆稳健成长，调剂药局先冲击后回暖

药妆	SunDrug	鹤羽	Cosmos	TPX
股价涨幅	151%	-23%	32%	14%
最高涨幅	201%	0%	214%	14%

调剂药局	AIN	日本调剂	综合医疗	TPPHRM
股价涨幅	-47%	-37%	123%	127%
最大涨跌幅	-88%	26%	123%	128%

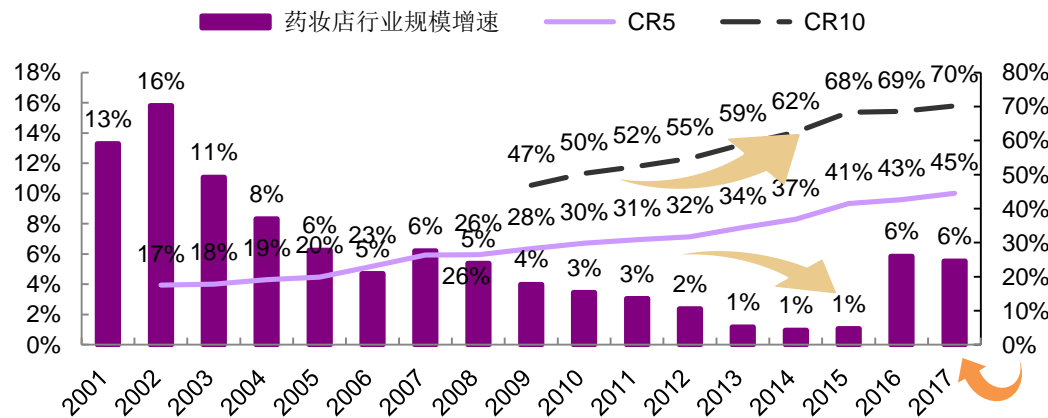
药妆多元化更抗 调剂药局前期规模小，且处方经济和控费冲击 外流非一蹴而就，受冲击更大

07~现在，药事修正法加剧竞争，行业持续整合

药妆	SunDrug	Welcia	Cosmos	鹤羽	松本清	TPX
股价涨幅	149%	821%	1013%	329%	187%	91%
最高涨幅	598%	1897%	2272%	1128%	562%	149%

调剂药局	AIN	日本调剂	综合医疗	TPPHRM
股价涨幅	723%	216%	191%	139%
最大涨跌幅	1029%	588%	500%	176%

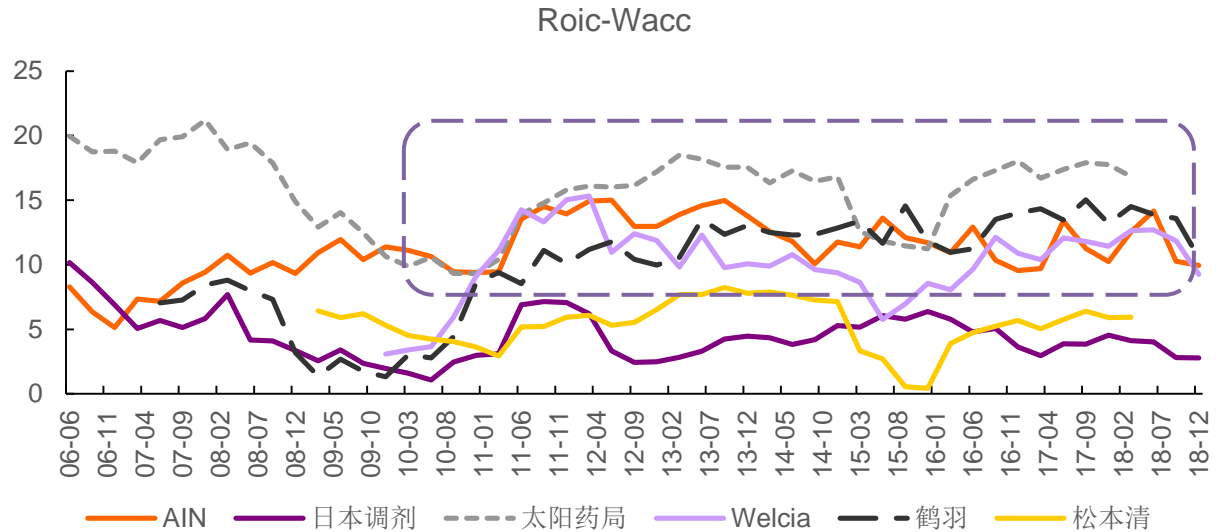
允许便利店买药加剧行业竞争，大量龙头上市也推动并购整合 两年一次的调价幅度趋于缓和，对上游议价的规模优势开始体现。



日本经验总结：上游压力传导逻辑的完美重现

- **上游挤压在日本同样存在**：日本和美国一样，经历仿制药一致性评价，重磅炸弹爆发带来的上游洗牌，形成对药店的持续挤压。
- **药妆店**：股价表现最好的阶段是行业增速大幅下滑至4%以下的时候，背后的驱动因素是**整合加速，集中度快速提升**。由于CR5不到50%，估计股价还会继续上涨
- **调剂药局**：业绩和股价先受到医保控费和调价的冲击，待规模足够大时且切入服务业态时，业绩回暖，行业加速集中。
- **自建or并购**：日本药妆龙头股价涨幅最好的是Cosmos，是一家没有并购也能保持快速扩张的药店。
- **处方外流的过程伴随处方药降价**：对药妆冲击不大，对调剂药局冲击大，但随规模持续扩大，盈利能力会回升并趋于稳定。
- **并购成功驱动成长的关键**：ROIC-WACC依然重要，股价表现较好的Welcia、AIN、太阳药局和鹤羽均较高，而股价较差的受并购拖累的日本调剂、松本清都较低

- **不可借鉴之处1**：日本药妆店对医保依赖度低，多元化可以在早期就快速发展。国内药店个人账户可报销范围大，加深国内药店对医保的依赖，多元化反而受限，导致单店规模较低。**国内药店单店收入仅¥80万元，龙头可以达到¥150~250万，日本药妆平均为¥2600万，调剂药局为¥1400万。**
- **不可借鉴之处2**：日本电商不发达，对零售渗透率不如美国和中国高，同时日本严禁网售处方药，但国内有放开的迹象。因此日本的药店没有受到电商冲击的迹象，但中国药店会有被部分冲击的可能性。



- 1、**中国药店：低周转、高利润率、专业零售、低集中度**
- 2、**成长逻辑：集中度提升（主旋律）+处方外流**
- 3、**海外经验：上游压力传导加剧竞争、催化集中度提升**
- 4、**核心竞争力：精细化管理依赖于执行力**
- 5、**投资策略**
- 6、**风险提示**

核心竞争力：精细化管理依赖于执行力

- 运营指标比较：各有千秋，多个指标受区域特征影响
- 当前阶段决定股价上涨最关键的是布局和执行力
- 如何评价执行力？核心看中层激励，用扩张速度侧面映证

运营指标比较：各有千秋，多个指标受区域特征影响

		益丰药房	老百姓	一心堂	大参林	比较分析
收入类指标	零售收入（18A，百万元）	6543	8405	8700	8482	大参林/一心堂/老百姓均在80亿以上，益丰预计20年赶上 一心堂和大参林密集布局，益丰老百姓相对较大 大参林小店仍有高单店是广东区域因素，老百姓大店为主 益丰药房因华东地区占比高而医保店率偏低 老百姓大店和并购占比高都是医保率高的优势 大参林会员粘性最好，老百姓最差，但相差不大 益丰的同店增速持续高于其他龙头，但差距不大
	总门店数（18A）	3442	3289	5758	3880	
	单店收入（万元）	190	256	151	219	
	医保门店数（18A）	2580	2864	4593	3018	
	医保率	75.0%	87.1%	79.8%	77.8%	
	会员消费比例	81.5%	74.9%	81.4%	83.6%	
	同店增速	9.0%	3.0%	7.0%	7.0%	
	成本类指标	毛利率（18A）	39.7%	35.2%	40.5%	
代理品种占比		60.0%	45.0%	60.0%	60.0%	
布局区域		湖南，江苏，河北，湖北，江西，上海	湖南，甘肃，天津，陕西，内蒙古，安徽，湖北，江苏，广西，河南	云南，广西，海南，四川	广东，广西，河南，浙江，福建，江西	
销售/管理费用类指标	人效（18A，万元/年）	42.6	61.3	43.3	49	老百姓最好，因为大店；大参林也较好，因为广东大参林好，主要是广东且大参林参茸客单高 老百姓大店在人人工效上占优 租效方面大参林占优是因为其自有物业较多 益丰最高，对管理人员激励最好 益丰最低，体现出精细化管理的优势
	坪效（18A，元/m ² /日）	61.1	53	46.3	85	
	人工人效（18A）	7.9	10.2	7.4	7.1	
	租金坪效（18A）	15.3	16.1	13.7	20.2	
	人工管理费用率（18A）	3.2%	2.7%	3.0%	3.1%	
	非人工管理费用率（18A）	0.7%	2.1%	1.4%	1.6%	
周转类指标	净营业周期（18A，天）	78	64	65	74	一心堂最短，最要是对供应商占款能力强 益丰和老百姓最好，专业推广能力强，产品全国化 老百姓医保占比高 一心堂对供应商话语权最强，其次大参林
	存货周转天数（18A）	95	89	115	125	
	应收账款周转天数（18A）	42	58	74	62	
	应付账款周转天数（18A）	25	33	24	11	
盈利能力指标	ROE（18A）	11.5%	14.6%	13.5%	18.4%	大参林最高，主要是盈利能力强，杠杆率高 大参林最高，主要是盈利能力强，商誉低 大参林最高，主要是盈利能力强，自建为主 益丰最高，高毛利低费用的代表
	ROA（18A）	9.2%	8.8%	10.0%	11.8%	
	ROIC（18A）	10.9%	11.4%	11.1%	15.7%	
	净利率（18A）	6.4%	5.3%	5.7%	5.9%	

资料来源：各公司公告，Wind，光大证券研究所

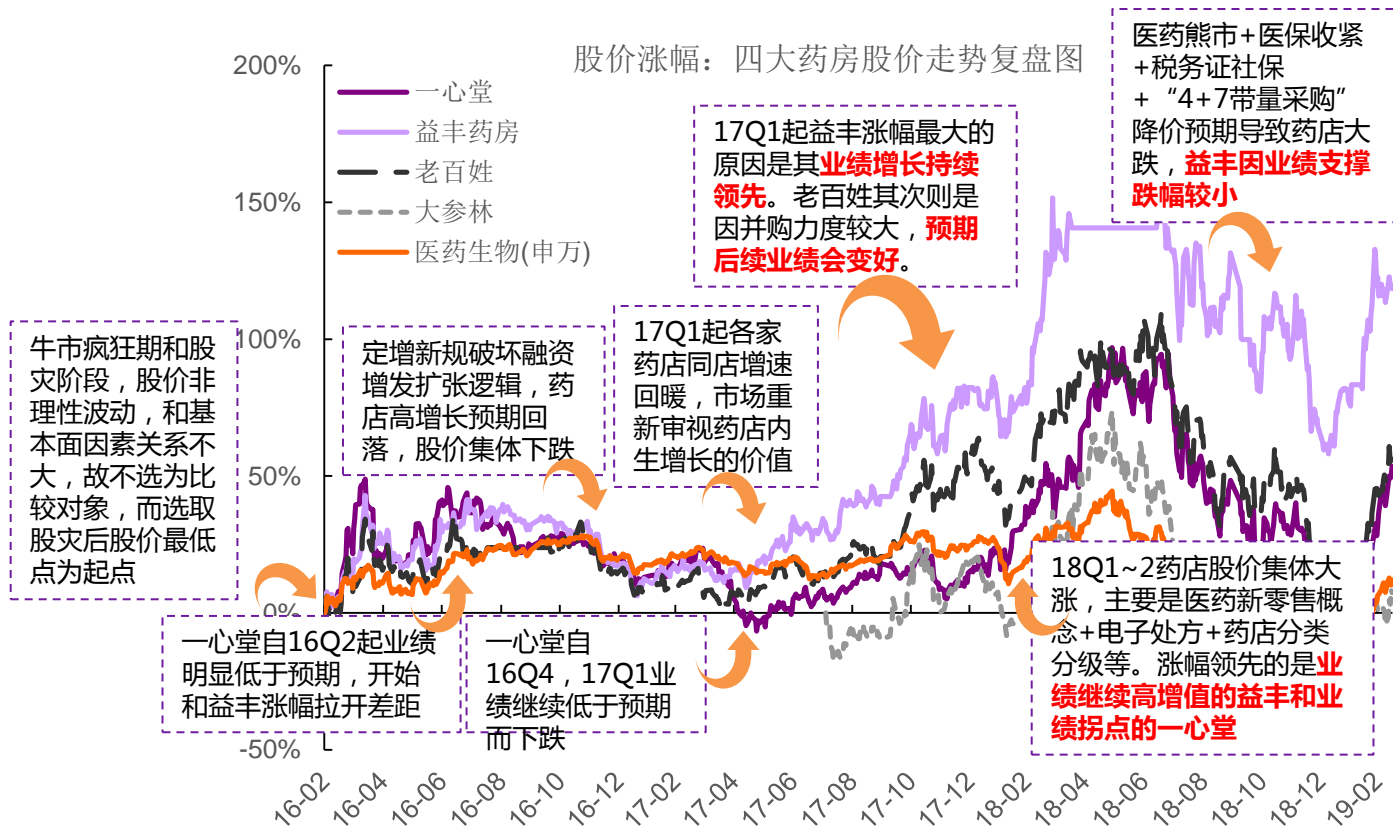
请务必参阅正文之后的重要声明

运营指标比较：同店增长、存货周转和毛利率是重要指标

- **运营指标各有千秋，我们认为同店增长、存货周转和毛利率是重要指标。**
- **同店增长**：衡量纯粹内生的成长能力，尽管也受到店龄结构的影响，但持续保持较低的平均店龄本身就是扩张能力强的体现。
- **存货周转和毛利率**：周转和毛利率是一对均衡的指标，往往高周转就低毛利率，高毛利率就低周转，比较时需要考虑两者的均衡，用控制变量法可以更好地进行比较，比如存货周转率在同一水平的，比较毛利率，毛利率越高越好；毛利率在同一水平的，比较存货周转率，存货周转率越高越好。

跑马圈地阶段，执行力+布局是驱动业绩增长的关键要素

- 国内药店行业现状：集中度低，规范化监管力度加大，规模效应越来越明显，更是抵御各项政策收紧最有效的手段。跑马圈地是该阶段最重要的事情，特别是建立区域垄断优势和开拓新市场的动作。



资料来源：各公司公告，Wind，光大证券研究所

商业模式？
运营效率？
均无显著差异

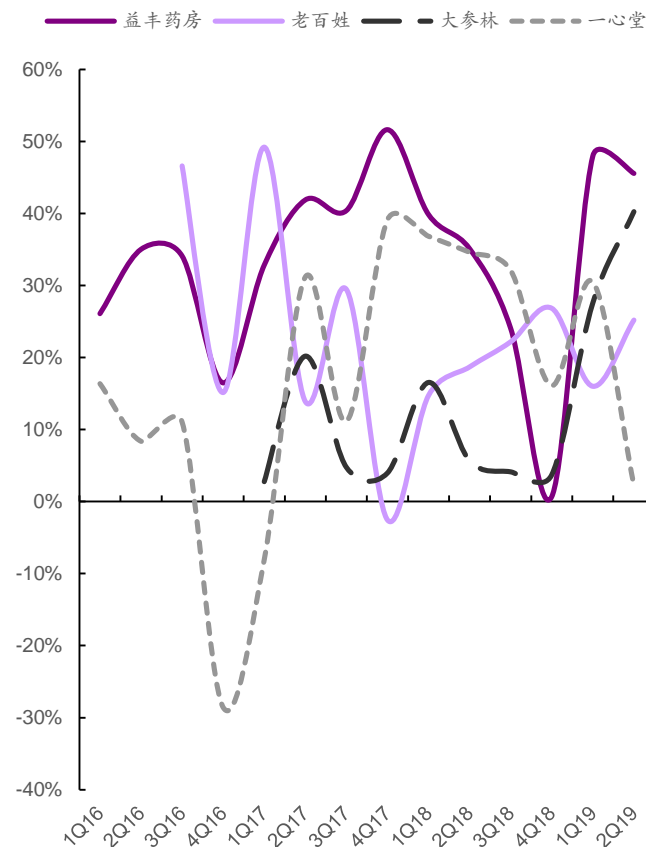
执行力+布局

当前的业绩成长性

潜在的业绩成长性

↓

股价估值



资料来源：Wind，光大证券研究所

如何评价执行力？核心看中层激励，用扩张速度侧面映证

■ 为什么中层激励对执行力影响因素大？

- 药店行业也是典型的零售行业，**管理环节复杂、链条多但却是低薪行业**。（监管+采购+仓储+物流+开店+并购+。。。）
- 股权激励对低薪的中层更加关键，主要是药店经营环境本地化属性明显，员工众多，**效益从门店从区域来，而不是从统一的产品或者服务中来。典型的自下而上，而非自上而下**。
- 执行力从管理费用率和扩张速度可以判断。管理费用率分人工相关和非人工相关，人工相关高，说明薪酬待遇更好，非人工相关低，说明管理的跑冒滴漏控制更加严格，侧面反映精细化管理的能力。

■ 门店布局扩张能力，特别是异地扩张、自建扩张和关店率控制能力也一定程度反映执行力

- 异地扩张快慢以及实现盈利的快慢主要反映公司对新区域经营的适应能力和标准化复制能力，归根到底均需要执行力在支撑。
- 自建扩张快慢以及自建门店爬坡扭亏速度主要反映公司靠内生竞争抢夺区域市场、瓜分客流的能力，从竞争份额的难度来看要难于并购扩张。

为什么益丰扩张最快？融资+聚焦+执行力

- **融资能力强，融资潜力大：**益丰是业内首家完成增发并唯一一家完成两次增发的公司，同时公司**股东权益/带息债务**远高于同行，有更大的信贷空间。**（益丰19年还计划再发一次可转债，资金规模在7~8亿）**
- **区域聚焦策略优势：**更强的上游议价空间；更好的盈利和更好的经营现金流支撑；更强的抵御竞争对手份额侵蚀能力**（深耕的市场均站稳脚跟）**。按18年数据计算，益丰市占率在**湖南/江苏/湖北第一，河北/上海第二，江西第三**。
- **员工的执行力更强：**中层更高的薪酬，最多的股权激励，自然创造最强的执行力。

2018年益丰重点省份市场竞争格局情况（销售额均以含税销售计，单位：百万元）

湖南省	销售额	市占率	湖北省	销售额	市占率	江苏省	销售额	市占率
益丰药房	2596	13.4%	益丰药房	1039	5.6%	益丰药房	1741	5.4%
老百姓	2455	12.6%	襄阳天济	990	5.4%	老百姓	1709	5.3%
株洲千金	880	4.5%	老百姓	552	3.0%	全亿健康	1600	5.0%
怀化怀仁	786	4.0%	宜草堂	420	2.3%	南京医药	1412	4.4%
养天和	603	3.1%	用心人	368	2.0%	先声再康	1410	4.4%
其他	12109	62.3%	其他	15029	81.7%	其他	24441	75.6%
合计	19429	100.0%	合计	18398	100.0%	合计	32313	100.0%
上海市	销售额	市占率	江西省	销售额	市占率	河北省	销售额	市占率
上海医药	3699	34.2%	江西昌盛	1200	11.2%	河北神威	1612	9.0%
益丰药房	1089	10.1%	黄庆仁栈	938	8.8%	益丰药房	1227	6.9%
第一医药	792	7.3%	益丰药房	691	6.5%	河北华佗	1210	6.8%
国大药房	750	6.9%	洪兴医药	400	3.7%	河北唐人	969	5.4%
健一网	625	5.8%	汇仁堂	300	2.8%	诚仁堂	588	3.3%
其他	3851	35.6%	其他	7140	66.9%	其他	12265	68.6%
合计	10806	100.0%	合计	10669	100.0%	合计	17871	100.0%

资料来源：《中国药店》、商务部、各公司官网和公告，光大证券研究所估算

注1：销售额优先采用上市公司公告数据，按“含税销售=报表不含税收入*1.17（2017年），2018年为*1.165”进行转换，其次采用《中国药店》、商务部等数据；注2：销售额公司各省区销售额主要为当年并表数据；注3：由于缺乏公开数据，暂未将高济医药等资本驱动快速并购的连锁药店集团数据考虑在内。

- 1、**中国药店：低周转、高利润率、专业零售、低集中度**
- 2、**成长逻辑：集中度提升（主旋律）+处方外流**
- 3、**海外经验：上游压力传导加剧竞争、催化集中度提升**
- 4、**核心竞争力：精细化管理依赖于执行力**
- 5、**投资策略**
- 6、**风险提示**

当前最大的逻辑是集中度提升，给予执行力和布局溢价

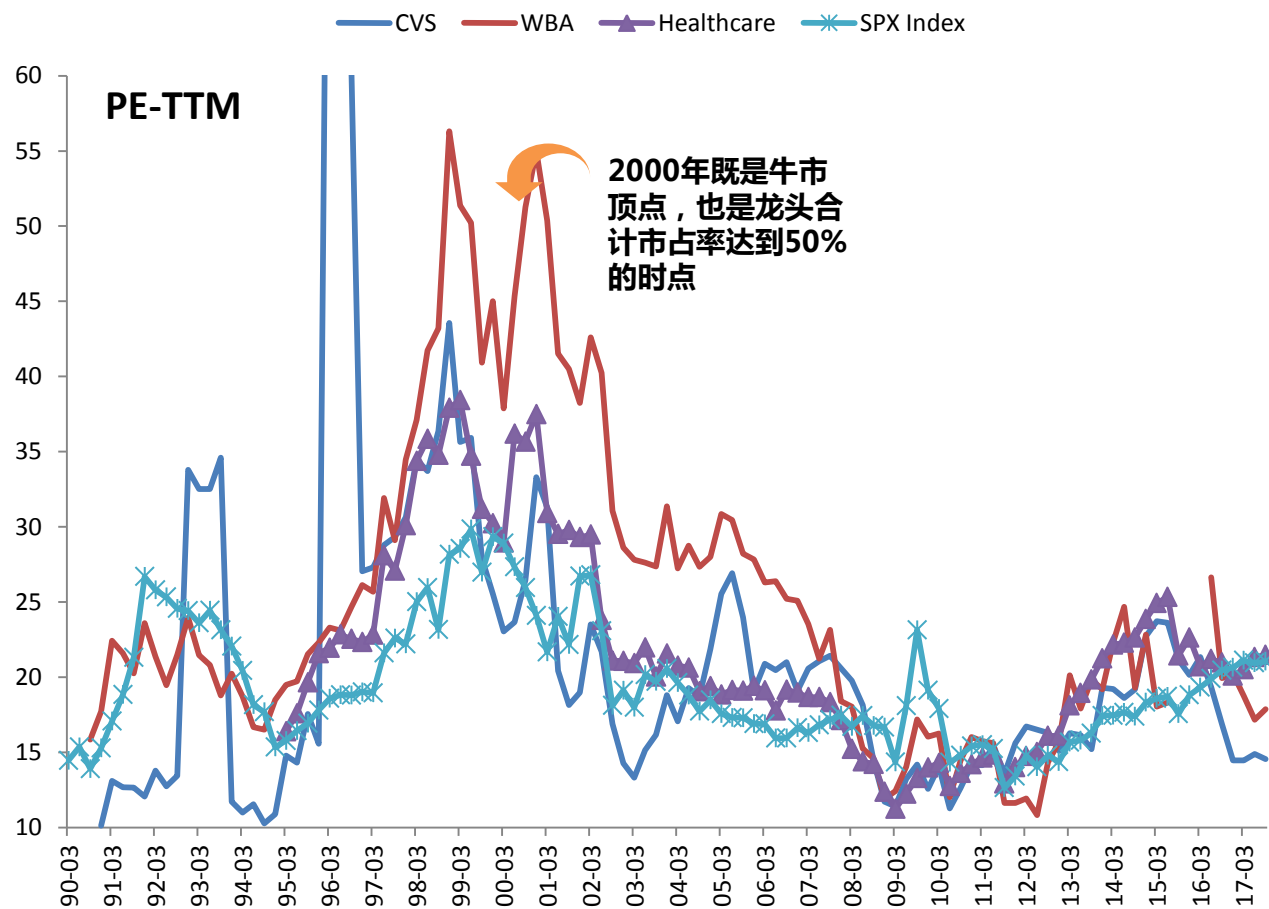
■ 当前投资药店的考虑：

- 行业集中度提升大逻辑短期内不会被打破，处方外流也有贡献，但这是长逻辑
- 当前行业集中度仍较低，提升空间因各地区域市场而异，当地已领先但市占率还不高的区域市场布局多的是优选
- 在仿制药一致性评价推行、4+7带量采购、医保支付标准等政策合力下，行业经营压力还会继续加大，有利于龙头整合

■ 现在投资药店合适吗？什么样的估值合适？

- 根据日美经验，前4/5龙头公司合计市占率超过50%之前的时段都是合适的布局时机，超过50%的心理预期是可占领市场已没有现有市场大了。这种50%现象在通讯服务行业（中国移动、联通等）、互联网行业也存在。
- 考虑四大上市公司（合计341亿）+高瓴（200）+国大药房（110），合计市场规模达到640亿，占4000亿药店市场份额仅为16%，大致相当于美国80年代和日本药妆店2000年的水平，药店公司的股价和市值还有很大的成长空间。
- 药店的合理估值在一般是PEG > 1，美国和日本都有类似高增长期公司给予PEG > 1估值的现象。

美国：整合期估值高于医药板块，PEG持续高于1



资料来源：Bloomberg，光大证券研究所

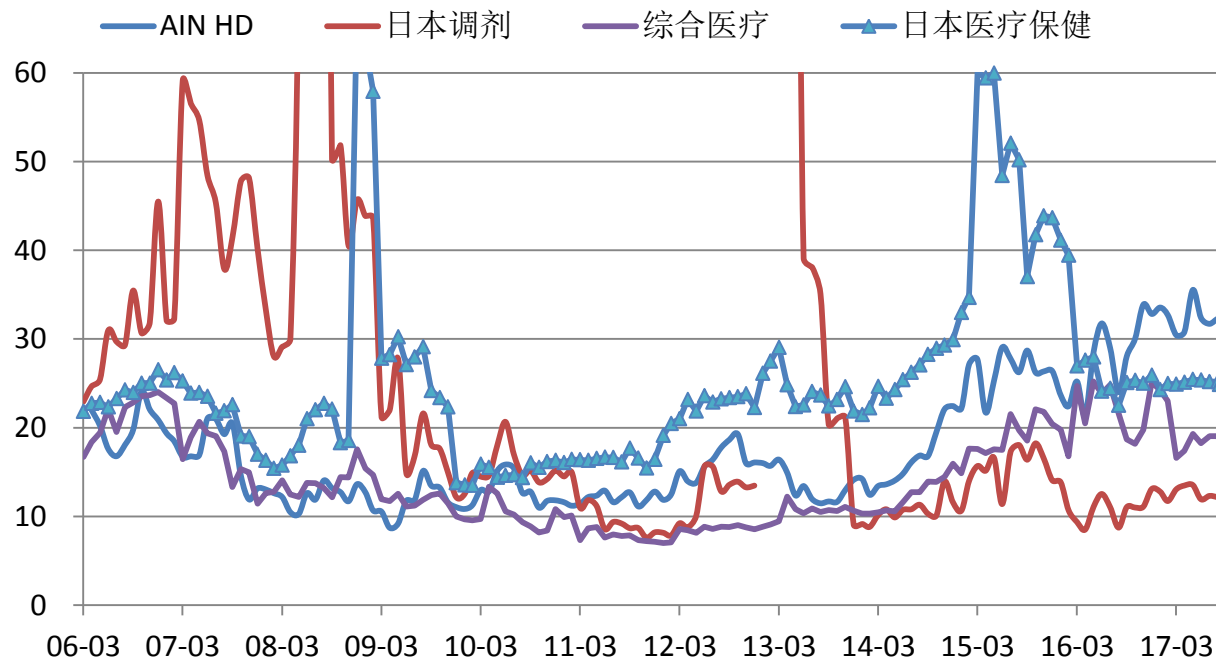
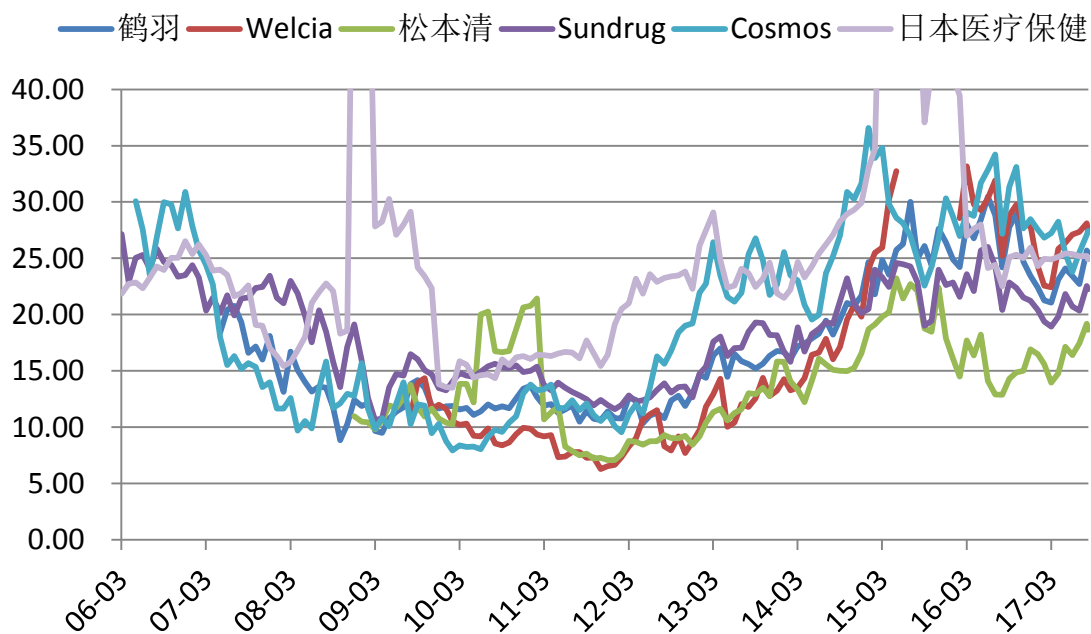
注：图中出现断线是因为数据不全，中间折断是部分季度PE-TTM波动过大，为保证显示效果进行了截断

阶段	WBA/CVS收入增速	零售药店行业增速	门店增速	PE估值
1990 to 1996	11% to 13%	2% to 5%	5% to 8%	15X to 20X
1996 to 2001	13% to 19%	7% to 12%	8% to 12%	20X to 55X
2001 to 2012	4% to 7%	2% to 5%	2% to 5%	10X to 15X
2012 to 2017	0% to 5%	0% to 5%	2% to 5%	15X to 25X

日本：PE估值——调剂<药妆<医药整体，PEG>1

■ 药妆店正常PE为15~30x，调剂药局为10~20x

- 日本调剂药局前期在医保挤压下利润率极低，影响其PE估值，其PE大幅波动主要是微利导致的。到10年后，规模效应凸显，开始稳定加快盈利是，最好的AIN控股PE也可以达到20~30X。
- 药妆店的估值随大盘波动比较明显，龙头业绩增速多处于10~15%之间，相比日本其他行业增速已经明显要高，因此估值也多数处于15~30x之间，PEG同样稳定大于1。



资料来源：Bloomberg，光大证券研究所

注：图中出现断线是因为数据不全，中间折断是部分季度PE-TTM波动过大，为保证显示效果进行了截断

中国药店公司估值区间：明确给予确定性成长溢价

- 美国日本的特别之处：行业发展较早，集中度在能追溯到股价时已经较高。
- 当行业竞争加剧时，个股龙头收入增速会远高于行业，此时的龙头可以享受更高溢价，日本和美国的药店都有过30-40x的高PE阶段。
- 美国药店PE在快速成长期时高于医药板块，日本药店股大部分情况下低于医药板块，个别增长快的如Cosmos可以超过医药板块。
- 中国的药店参考医药股估值，我们认为PEG > 1是合理的，主要是成长性高，确定性强。

证券代码	公司名称	收盘价(元) 2019/9/26	EPS(元)				P/E(x)				PEG	
			18A	19E	20E	21E	18A	19E	20E	21E	18~21 净利润 CAGR	19PEG
603939	益丰药房	82.11	1.10	1.55	2.05	2.68	75	53	40	31	35%	1.53
603233	大参林	57.86	1.02	1.35	1.74	2.03	57	43	33	28	26%	1.67
603883	老百姓	76.70	1.52	1.87	2.42	3.05	51	41	32	25	26%	1.56
002727	一心堂	23.58	0.92	1.05	1.23	1.54	26	22	19	15	19%	1.20

资料来源：Wind，光大证券研究所预测

- 1、**中国药店：低周转、高利润率、专业零售、低集中度**
- 2、**成长逻辑：集中度提升（主旋律）+处方外流**
- 3、**海外经验：上游压力传导加剧竞争、催化集中度提升**
- 4、**核心竞争力：精细化管理依赖于执行力**
- 5、**投资策略**
- 6、**风险提示**

风险提示

- **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。
- **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：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

谢谢观看！

THANK YOU!

光大证券研究所医药研究团队

林小伟

医药首席分析师

执业证书编号：S09305171110003

电子邮件：linxiaowei@ebscn.com

联系电话：021-52523871

经煜甚

医药分析师

执业证书编号：S0930517050002

电子邮件：jingys@ebscn.com

联系电话：021-52523870

梁东旭

医药分析师

执业证书编号：S0930517120003

电子邮件：liangdongxu@ebscn.com

联系电话：0755-23915357

吴佳青

联系人

电子邮件：wujiaqing@ebscn.com

联系电话：021-52523697

宋硕

医药分析师

执业证书编号：S0930518060001

电子邮件：songshuo@ebscn.com

联系电话：021-52523872

王明瑞

联系人

电子邮件：wangmingrui@ebscn.com

联系电话：010-56513081



识别二维码
关注光大医药团队

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曾与、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。

行业及公司评级体系

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。

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。