

走出云南，西部地区零售药店龙头二次腾飞



核心观点

- **踏出云南，坐稳西部地区药店第一把交椅。**公司起家于云南地区，是云南省零售药店行业的绝对龙头企业，目前在云南地区各县市乃至乡镇均有业务布局，下沉市场渗透深入；公司异地扩张的历史可以追溯到 2004 年，彼时已经成为云南省零售药店领军企业，随后逐步进入四川、广西、重庆、贵州等省份，业务布局主要在我国西南与华南地区，截止 2020Q3，公司共有直营门店 6911 家，为上市零售药店中经营门店数量最多的公司。
- **异地扩张能力强，川渝地区打开成长天花板。**通过仔细梳理公司异地扩张的成果，实在不可谓不优秀，目前公司在川渝地区直营门店数量已达 1084 家，单四川地区员工数量已超过 1200 人，本土化团队建设成果显著，并正在新建 18000 平米的物流仓储基地，预计在 2022 年将成为川渝地区第一大品牌，并再造一个类似于云南省的优势区域；公司在广西省门店数量已接近本土龙头桂中大药房，预计在 2021-2022 年实现超越，在海南省市占率排名第一，且销售规模远超第二名；公司在贵州、山西等省份也保持了较快的直营门店数量扩张，也积极开展加盟业务建立品牌效应，并在当地的市占率也都处于前三的水平。公司在上述几个省份业务布局均十分优秀，异地经营整合的阵痛期也逐步过去，开花结果指日可待。
- **经营管理再上台阶，保证扩张红利释放。**2019 年，公司管理层经历了较大的调整，随着新管理层的上任管理水平再上一个台阶，从指标方面看，公司应付账款周转率下降、应收账款周转率上升，对上下游议价能力均有改善，2020Q3 营业周期为 123.73 天，较去年同期下降 8.84 天，资产运营效率也有明显提升，公司稳扎稳打坐实经营，以保障扩张红利能够充分释放。

财务预测与投资建议

- 公司是西部地区零售药店龙头企业，预测公司 2020-2022 年每股收益分别为 1.32 元、1.59 元、1.91 元，根据可比公司，给予 2021 年估值 31 倍，对应目标价 49.29 元，首次给予买入评级。

风险提示

- 带量采购超预期、新冠疫情反复、门店扩张不及预期

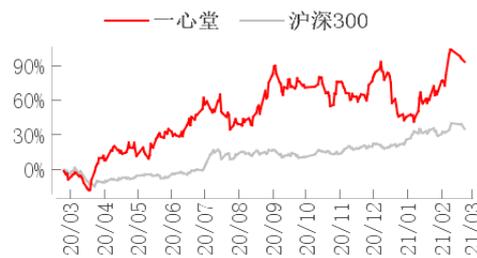
公司主要财务信息					
	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	9,176	10,479	12,687	14,920	17,926
同比增长(%)	18.4%	14.2%	21.1%	17.6%	20.1%
营业利润(百万元)	684	739	930	1,131	1,374
同比增长(%)	34.9%	8.0%	25.8%	21.7%	21.4%
归属母公司净利润(百万元)	521	604	789	947	1,138
同比增长(%)	23.3%	15.9%	30.6%	20.1%	20.1%
每股收益(元)	0.88	1.01	1.32	1.59	1.91
毛利率(%)	40.5%	38.7%	36.3%	38.5%	38.4%
净利率(%)	5.7%	5.8%	6.2%	6.3%	6.3%
净资产收益率(%)	13.5%	14.0%	16.1%	17.0%	17.6%
市盈率	45.2	39.0	29.8	24.8	20.7
市净率	5.8	5.1	4.5	3.9	3.4

资料来源：公司数据，东方证券研究所预测，每股收益使用最新股本全面摊薄计算，

投资评级 买入 增持 中性 减持 (首次)

股价(2021年02月22日)	44.27 元
目标价格	49.29 元
52周最高价/最低价	47.85/18.38 元
总股本/流通A股(万股)	59,531/38,927
A股市值(百万元)	26,354
国家/地区	中国
行业	医药生物
报告发布日期	2021年02月24日

股价表现	1周	1月	3月	12月
绝对表现	-5.12	17.9	17.62	93.24
相对表现	-3.73	14.94	3.15	82.21
沪深300	-1.39	2.96	14.47	11.03



资料来源：WIND、东方证券研究所

证券分析师 刘恩阳
010-66218100*828
liuenyang@orientsec.com.cn
执业证书编号：S0860519040001

联系人 田世豪
021-63325888*6111
tianshiao@orientsec.com.cn

东方证券股份有限公司经相关主管机关核准具备证券投资咨询业务资格，据此开展发布证券研究报告业务。

东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的范围内正在或将要与本研究报告所分析的企业发展业务关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在对报告的客观性产生影响的利益冲突，不应视本证券研究报告为作出投资决策的唯一因素。

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责声明。

目 录

一、风起云南，西部地区零售药店龙头崛起.....	5
1.1 云南省药店板块无冕之王.....	5
1.2 股权结构稳定，股份激励彰显信心.....	6
1.3 营收利润保持稳定增长，股东回报率拐点初显.....	7
二、成长确定性强，头部企业将加速成长.....	10
2.1 头部集中仍是零售药店行业的主旋律，空间依旧很大.....	10
2.2 处方外流逐步兑现，行业增量流入确定性高.....	12
2.3 互联网药店+集采政策，促使药店行业积极探索新模式.....	15
三、云南省垂直布局至县级市场，异地扩张打开成长空间.....	19
3.1 云南省纵深布局至县域，精细化管理提高运营效率.....	19
3.2 川渝规模效应初显，彻底打开成长空间.....	22
3.3 桂、琼多点开花，异地扩张之路越走越宽.....	26
四、做实经营稳健成长，保证扩张红利释放.....	28
4.1 县域市场经营经验丰富，契合未来行业发展大势.....	28
4.2 管理水平提升明显，各财务指标显著向好.....	29
4.3 尝试多元业态，拥抱处方药提高用户粘性.....	30
盈利预测与投资建议.....	32
盈利预测.....	32
投资建议.....	33
风险提示.....	34

图表目录

图 1: 公司门店分布图.....	5
图 2: 2020H1 公司营业收入地区分布.....	5
图 3: 公司股权结构 (截止 2020 年 12 月).....	6
图 4: 2015-2020 年公司动态市盈率.....	7
图 5: 2016-2020Q3 公司营业收入 (亿元) 及同比增长.....	8
图 6: 2016-2020Q3 公司归母净利润 (亿元) 及同比增长.....	8
图 7: 2016-2019 年药店销售品类占比.....	9
图 8: 2016-2019 年药店销售品类毛利率.....	9
图 9: 2011-2018 年药店总数 (万家) 与零售药店规模 (百亿元) 及其同比增速.....	11
图 10: 2011-2018 年单体药店、连锁药店数量 (万家) 及连锁率.....	11
图 11: 2011-2018 年中国百强药店销售规模.....	11
图 12: 2011-2018 年 前十名占比稳步提高.....	11
图 13: 2011-2018 年零售药店前十名新增门店数量占行业门店数量总增量的比重提高明显.....	12
图 14: 新开药店盈利周期不断上升 (月).....	12
图 15: 2014-2018 年我国药品第二终端占比逐步提高.....	14
图 16: 2011-2018 年百强药店处方药营收占比.....	14
图 17: 2011-2018 年百强药店处方药利润占比.....	14
图 18: 2012-2018 年医药电商规模 (亿元).....	15
图 19: 2012-2017 年医药电商中 B2C 与 B2B 占比.....	15
图 20: 2019 年中国医药 B2C 销售份额.....	16
图 21: O2O 模式下, 互联网药店消费年龄结构.....	16
图 22: O2O 模式下, 互联网药店消费时间结构.....	16
图 23: 2019 年集采影响客流, 以提价对冲影响.....	17
图 24: 2019 年 9 月后集采药品规模 (千万元) 同比下滑.....	17
图 25: 头部企业可用多手段对冲集采的影响.....	18
图 26: 2019 年云南省零售药店市场格局.....	19
图 27: 云南省连锁率低于全国平均水平.....	19
图 28: 2019 年一心堂、健之佳在云南省门店市占率.....	19
图 29: 公司云南地区门店数量及可比增速.....	20
图 30: 一心堂五年以上老门店占比.....	21
图 31: 2016-2019 年西南地区单店营收逐年上升 (万元).....	21
图 32: 2017-2019 年公司县市、乡镇级门店数量上升.....	21
图 33: 2017-2019 年公司县市、乡镇级坪效优异 (元).....	21

图 34：2019 年各省零售药店市场规模（亿元）	22
图 35：2019 年四川省零售药店数量占比、销售额占比	23
图 36：2019 年成都市销售规模市占率	23
图 37：四川地区门店数量	24
图 38：重庆地区门店数量	24
图 39：川渝地区营收规模及预测（亿元）	25
图 40：2019 年广西省 TOP5 企业门店数量与销售额占比	26
图 41：2019 年广西省各城市销售规模占比	26
图 42：2012-2019 年广西省门店数量	27
图 43：2015-2020Q3 公司在海南地区门店数量	27
图 44：海南一心堂药妆店	27
图 45：2017Q1-2020Q2 公司在山西、贵州等地门店数量保持快速扩张	28
图 46：2017-2020H1 各层级门店数量	29
图 47：2017-2020H1 各层级门店数量占比	29
图 48：2014-2019 年四家零售药店毛利率	30
图 49：2014-2019 年四家零售药店净利率	30
图 50：2014-2019 年四家零售药店应收账款周转率	30
图 51：2014-2019 年四家零售药店应付款周转率	30
图 52：一心堂多元业态布局	31
图 53：2018-2019 特慢病医保门店数量	31
图 54：2019 特慢病医保门店分布	31
图 55：2012-2019 会员销售占比	32
图 56：2018-2019 按消费次数的会员分类	32
图 57：可比公司估值表	34
表 1：公司发展历史及发展阶段梳理	6
表 2：处方外流政策梳理	13
表 3：处方外流影响下，零售药店空间及零售药店占比测算（万亿）	15
表 4：药品带量采购政策梳理	17
表 5：公司在云南地区并购标的的整理	20
表 6：云南省零售药店相关政策梳理	22
表 7：公司在川渝地区并购门店梳理（万元）	24
表 8：各公司优势区域梳理	25

一、风起云南，西部地区零售药店龙头崛起

1.1 云南省药店板块无冕之王

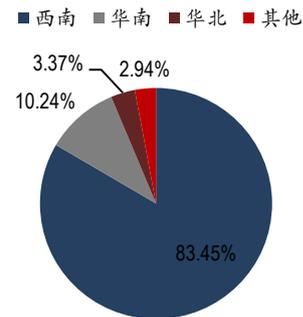
公司深耕药品零售二十载，当下已成为以零售药店连锁经营为核心产业，集药材加工与销售、中西成药批发为一体的大型医药公司，公司背靠云南省丰富的中药材资源，深耕省内市场并逐步向我国西部地区渗透，目前已成为西部地区零售药店绝对龙头企业。公司坚持少区域高密度策略，除了在大本营云南省建立起卓越的竞争优势以外，还在川渝、广西、海南、贵州等省份加密布局，不断夯实所在经营范围内的品牌优势与规模优势，增强对上下游的议价能力从而改善运营效率与盈利能力。截止 2020H1，公司在西南地区营收占比达 83.45%、华南地区营收占比达 10.24%。

图 1：公司门店分布图



数据来源：公司公告，东方证券研究所

图 2：2020H1 公司营业收入地区分布



数据来源：公司公告，东方证券研究所

公司发展大致可分为三个阶段：

(1) 1981-2003 年，省内经营期。1981 年，阮鸿献成立了鸿翔药材收购站，开始从事药材经营，一心堂前身由此而来；2000 年云南鸿翔药业有限公司成立，一心堂诞生，此后，公司凭借云南省丰富的药材资源深耕省内市场，至 2003 年成为省内连锁数量与销售规模第一的龙头企业。

(2) 2004-2010 年，异地扩张期。在坐上云南省零售药店第一把交椅的次年，公司异地扩张至四川地区，开启了异地经营的第一步，并于 2006 年进驻广西市场，进一步开拓华南地区业务。随着经营范围的扩大，公司规模不断上升，2009 年公司直营门店突破 1000 家，并于 2010 年引入三家知名战投，为企业上市打下基础。

(3) 2014 至今，异地扩张成熟期。2014 年，公司成功上市，并成为第一家上市的零售药店企业，随之借助资本的力量加快了扩张的步伐，进入天津、海南、河南等省份，并进一步加大川渝地区业务投入，公司 2019 年直营门店数目突破 6000 家，获得当年度中国药店直营连锁 100 强排名第一。值得一提的是，公司 2020 年川渝地区经营规模已至 20 亿元，品牌与规模效应初显。

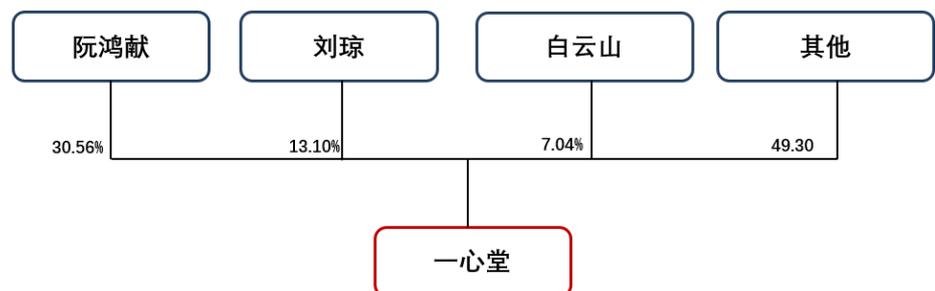
表 1：公司发展历史及发展阶段梳理

	时间	事件
省内经营期	1981 年	阮鸿献成立了鸿翔药材收购站，开始从事药材经营
	1987 年	在开远注册了“鸿翔”药材经营部
	2000 年	云南鸿翔药业有限公司成立，一心堂诞生
	2002 年	一心堂医药连锁药店数量及药品营业绩效居云南第一位
	2003 年	鸿翔药业批发、零售全面通过国家 GSP 认证
异地扩张期	2004 年	一心堂异地扩张至四川地区，开启异地经营步伐
	2006 年	进军广西市场，门店总数达到 400 家
	2009 年	直营门店突破 1000 家；完成股份制改制，实现集团经营管理
	2010 年	引入君联资本、弘毅投资、百利宏创投三家知名创投
异地成熟期	2014 年	在深圳交易所成功上市，成为 A 股首家上市直营连锁药店
	2015 年	异地扩张至天津、海南等市场，业务版图继续扩大
	2016 年	全网、全渠道电商上线，成都双流基地全面落成
	2019 年	直营门店数目突破 6000 家
	2020 年	川渝地区营收规模至 20 亿元附近，规模与品牌效应初显

数据来源：公司官网，东方证券研究所

1.2 股权结构稳定，股份激励彰显信心

公司股权结构清晰，实控人从业经验丰富。截止 2020 年 12 月，公司实控人为阮鸿献先生，直接持股比例达 30.56%，为大股东。阮鸿献先生拥有超过 30 年的药品零售行业经验，1987 年起即任开远鸿翔药材经营部经理，随后历任昆明鸿翔中药材经营部经理、鸿翔中西大药房法定代表人、云南鸿翔中草药有限公司执行董事等职位，二股东刘琼女士持股 13.10%，公司股权结构清晰且稳定。

图 3：公司股权结构（截止 2020 年 12 月）


数据来源：wind，东方证券研究所

股权激励绑定员工利益，业绩考核设置彰显公司信心。2020年，公司发布了限制性股票激励计划，激励对象为公司高级管理层及核心员工，数量达91人，共授予600万股，授予价格为10.42元/股。方案解锁的业绩考核条件为以2019年归母净利润为基数，2020/2021/2022年归母净利润增长率不低于20%/40%/65%。

一方面，公司股权激励计划深度绑定核心员工利益，进一步提高员工工作积极性与主观能动性，有助于公司管理结构的优化、改善；

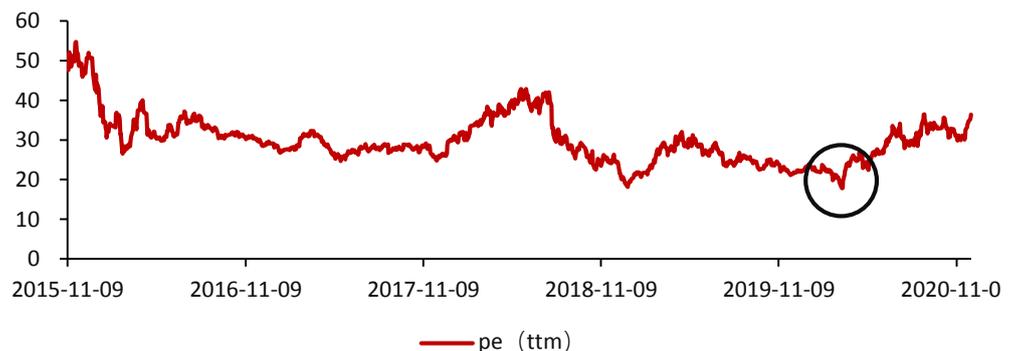
另一方面，公司业绩预期设置彰显公司信心，股权激励前由于市场内忧云南省内市场天花板已至，外患公司异地市场拓展后的业绩释放，彼时一心堂PE(TTM)仅18倍，随着公司股权激励计划业绩预期的设定，彰显了管理层对公司今后3-5年业绩保持稳定且中高速增长的信心，同时也在一定程度上反应了管理层对异地市场拓展结果的肯定，随之估值中枢提高，公司得到了市场的价值重估。

表 2：限制性股票激励计划分配情况

类型	人数	获授限制性股票数量（万股）	占本次授予限制性股票总数的比例	占公司目前总股本的比例
高级管理人员	5	105.00	17.51%	0.18%
其他核心人员	86	407.20	67.87%	0.72%
预留限制性股票		87.80	14.63%	0.15%
总计	91	264.50	100%	1.06%

数据来源：公司公告，东方证券研究所

图 4：2015-2020 年公司动态市盈率



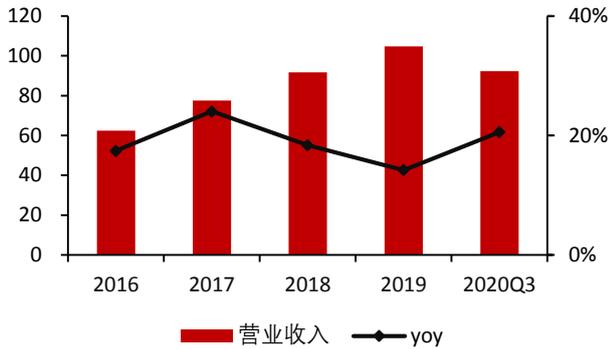
数据来源：wind，东方证券研究所

1.3 营收利润保持稳定增长，股东回报率拐点初显

公司营收与利润增长稳定。2016-2019年，公司营业收入由62.49亿元上升至104.79亿元，CAGR为18.80%，2020Q3营业收入达到92.39亿元，同比增长20.59%；2016-2019年，归母净利润由3.53亿元上升至6.04亿元，CAGR达19.61%，2020Q3归母净利润达到6.04亿元，同比增长

24.80%。公司自 2016 年以来内外兼修，利润端复合增长稳定超过营收端，且归母净利润同比增长趋势逐年上升；除此之外，疫情之下零售药店作为防疫物资分发、销售的重要渠道，公司在 2020 年营收与利润端增长均略超过往复合增长。

图 5：2016-2020Q3 公司营业收入（亿元）及同比增长



数据来源：wind，东方证券研究所

图 6：2016-2020Q3 公司归母净利润（亿元）及同比增长

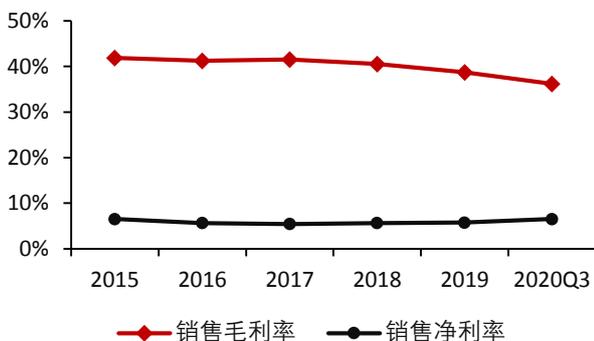


数据来源：wind，东方证券研究所

盈利能力逐年改善，费用率管控成效显著。2015-2019 年公司毛利率由 41.92% 下降至 38.70%，净利率由 6.51% 下降至 5.76%，主要由于处方药销售占比提高，且集采导致的处方药毛利率下降所致，如 2015-2019 年公司销售中西成药占比由 71.90% 上升至 73.23%，毛利率却由 36.31% 下降至 34.98%；期间费用率方面，2015-2019 年，公司销售费用率由 27.73% 下降至 27.05%，管理费用率由 5.44% 下降至 4.09%，费用率下降明显一方面由于公司加强内部管控，做实精细化管理，另一方面由于处方药销售占比上升导致摊薄了期间费用率，从而良好的对冲了低毛利处方药拉低的公司综合利润率水平。

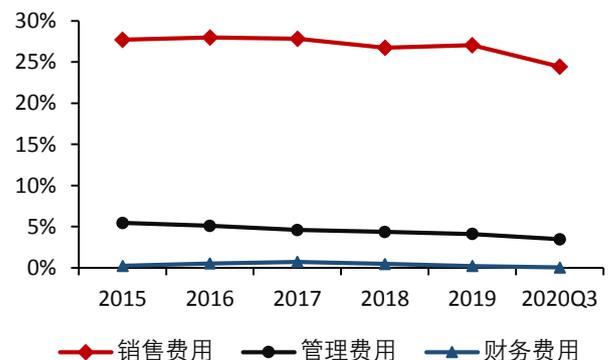
2020Q3 公司毛利率 36.23%，较去年同期下降 2.56pct，净利率 6.54%，较去年同期上升 0.22pct，毛利率下降主要由于防疫物资销售拉低了综合毛利率，而期间费用率大幅度的缩减不仅对冲了毛利率下降的负面影响，并进一步提高了公司的净利率水平。

图 9：2015-2020Q3 公司毛利率与净利率

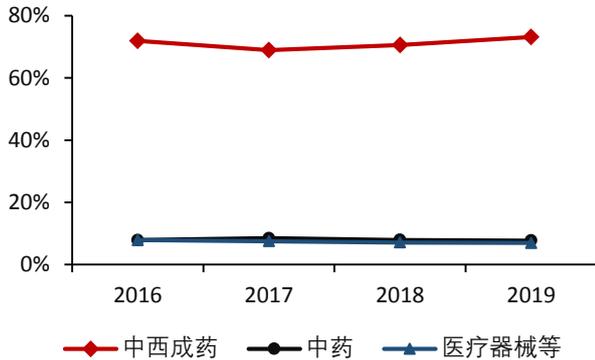


数据来源：公司公告，东方证券研究所

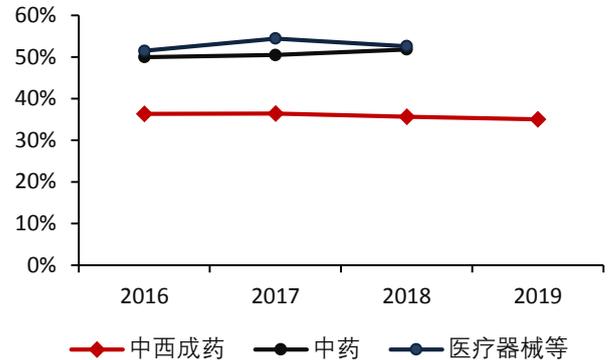
图 10：2015-2020Q3 公司期间费用率



数据来源：公司公告，东方证券研究所

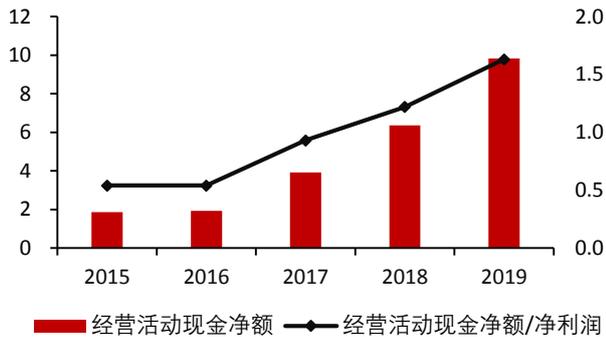
图 7：2016-2019 年药店销售品类占比


数据来源：wind，东方证券研究所

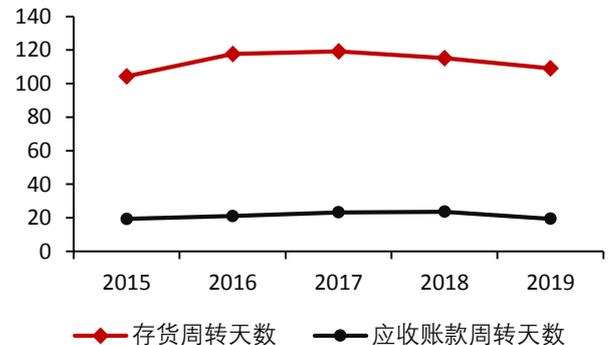
图 8：2016-2019 年药店销售品类毛利率


数据来源：wind，东方证券研究所

现金流质量高，周转能力持续优化。2019 年，公司经营性现金净流量为 9.83 亿元，与净利润比值自 2016 年以来逐年上升，2019 年为 1.63，现金质量良好；周转效率方面，2019 年 2019 年存货周转天数为 109.11 天，较去年下降 6.08 天，应收账款周转天数为 19.40 天，较去年下降 4.21 天，我们认为现金流量与运营效率的优化，是最能够彰显公司在内部管理方面付出的苦功，随着处方药销售占比的提高、统筹门店的开设、医保政策的倾斜，预计未来公司周转率将再上一个台阶。

图 11：2015-2019 年经营活动现金流量净额（亿元）及其与净利润比值


数据来源：公司公告，东方证券研究所

图 12：2015-2019 年存货周转天数、应收账款周转天数（天）


数据来源：公司公告，东方证券研究所

杜邦分析：

归母净利率：短期稳定，长期稳中偏降。2015-2019 年，公司归母净利由 6.51% 下降至 5.76%，主要原因是处方药销售占比提高，拉低了公司表现利润率水平。2019 年相较 2018 年提高 0.08pct，已经逐步企稳，预计未来长周期内处于稳中偏降的趋势，短期内将保持稳定。

权益乘数：仍有上行空间。公司权益乘数在 2016 年最高时到达 2.14，主要原因是公司在当年发行了 20 亿债券融资导致负债大幅上升，随着债务的逐步偿还，以及公司融资频率放缓。2019 年权益

乘数已回落至 1.77，相较可比公司，一心堂负债率水平最低，随着公司未来规模的扩张，以及现金流持续的优化，公司未来负债率水平仍有上行空间。

资产周转率：逐步提高。公司资产周转率自 2017 年以来逐年上升，2019 年达到 1.37，前文已经对公司资产周转率与运营效率有所分析，预计随着公司精细化管理的深化，未来资产周转率将逐步提高。

表 3：2015-2019 年公司杜邦分析

	2015	2016	2017	2018	2019
归母净利率	6.51%	5.65%	5.45%	5.68%	5.76%
权益乘数	1.64	2.14	2.13	1.87	1.77
资产周转率	1.49	1.23	1.18	1.27	1.37
ROE	15.91%	14.82%	13.66%	13.47%	13.98%

数据来源：公司公告，东方证券研究所

二、成长确定性强，头部企业将加速成长

我们认为，从当下时点来看，药店行业未来几年的成长发展仍然有很高的确定性：

一方面，从产业趋势看，头部集中仍然是药店行业的主旋律，目前国内前 10 大药店的市场份额仅 22% 左右，仍然有很高的提升空间；

另一方面，随着医药分开/药品零加成等政策的推出执行、处方外流已经成为行业不可逆的趋势，处方外流为药店行业发展带来新的销售增量；

除此之外，随着近年来网上药店、药品集中采购等新政策的出现，药店行业尤其是头部企业，均在积极地探索新的商业模式，且实际情况来看，头部企业均快速适应了新出现的行业变革，这有利于行业的长期发展。

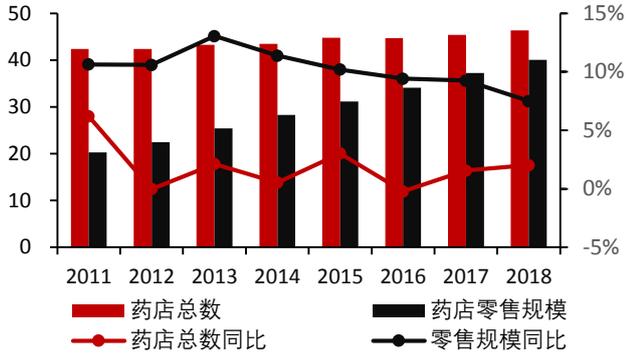
2.1 头部集中仍是零售药店行业的主旋律，空间依旧很大

从当下零售药店行业的发展趋势看，我们认为，当下我国药店行业，已经进入数量整体饱和，但集中度不断提升的阶段

2011-2018 年，零售药店数量由 42.38 万家增长至 46.32 万家，CAGR 为 1.28%，数量的增加速度并不算快，但零售规模由 2030 亿元增长至 4002 亿元，CAGR 为 10.18%，由此可见，当下零售药店行业增长来自同店内生增长。

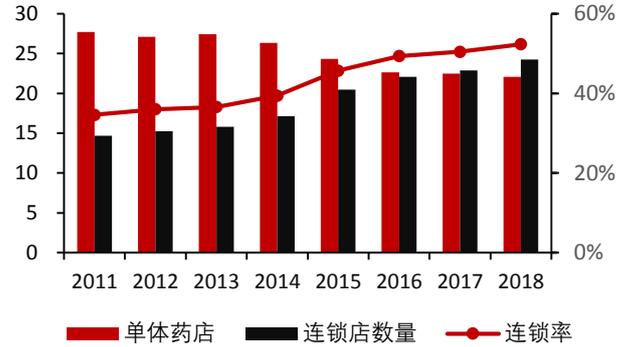
但从集中度的角度看，我国药店行业的连锁化率不断提高，2011-2018 年，单体药店由 25.26 万家下降至 22.06 万家；连锁药店由 13.58 万家上升至 24.26 万家，连锁化率由 34.95% 上升至 52.37%。

图 9：2011-2018 年药店总数（万家）与零售药店规模（百亿元）及其同比增速



数据来源：中国药店，东方证券研究所

图 10：2011-2018 年单体药店、连锁药店数量（万家）及连锁率



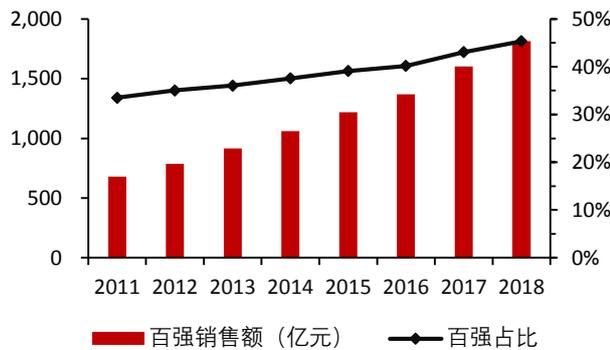
数据来源：中国药店，东方证券研究所

从百强药店的规模上，也可以看出集中度提高的趋势。2009-2018 年，我国百强药店营收规模由 529 亿元增长至 1814 亿元，CAGR 为 14.67%，占零售药店销售比重由 32.15% 上升至 45.33%，增长 13.17 个百分点，头部集中趋势明显。

我们进一步将百强药店拆开看，1-10 强的销售占比明显上升，2010-2018 年，由 11.52% 上升至 21.58%，增长 10.06 个百分点，即百强药店占比增长份额大部分由前十强贡献，市场份额向前十强集中。

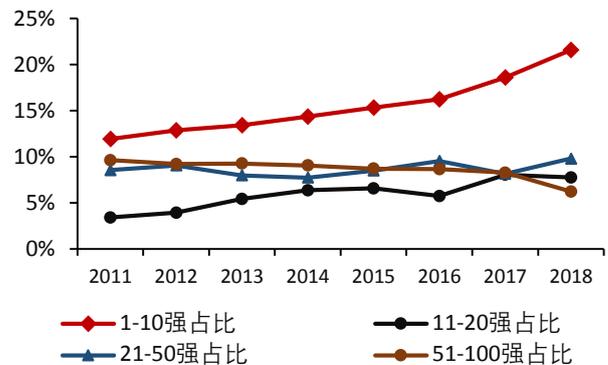
从集中度提高的具体节奏来看，2017 年开始出现明显拐点，增量大幅向前十家集中，2011-2016 年，前十家连锁药店行业每年新增的药店数量大约占行业总增加数量的 15%-25% 左右，而 2017 年，前十连锁药店增加的数量占行业总增加数量的比重为 43.99%，2018 年比重为 61.53%，这进一步确定了行业集中度的趋势。当然，我们认为出现这种趋势的原因与当下药店行业监管趋严、药师政策、药店的融资能力等因素密不可分，预计未来，单体/小连锁药店的经营压力将进一步加大，行业集中度提高的趋势仍将维持。

图 11：2011-2018 年中国百强药店销售规模



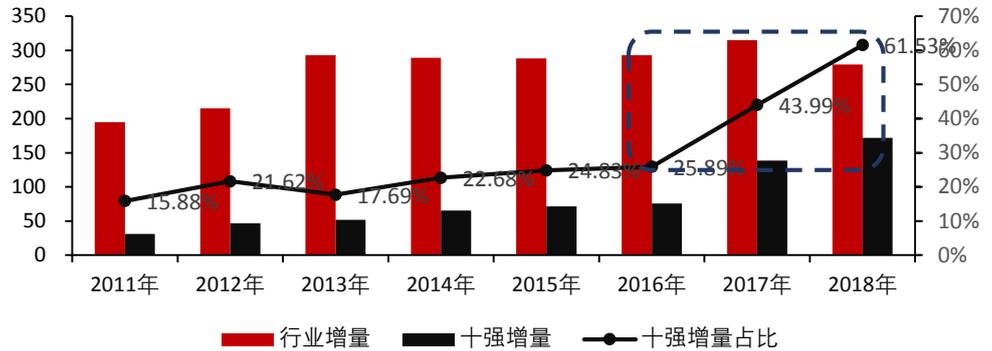
数据来源：中国药店，东方证券研究所

图 12：2011-2018 年 前十强占比稳步提高



数据来源：中国药店，东方证券研究所

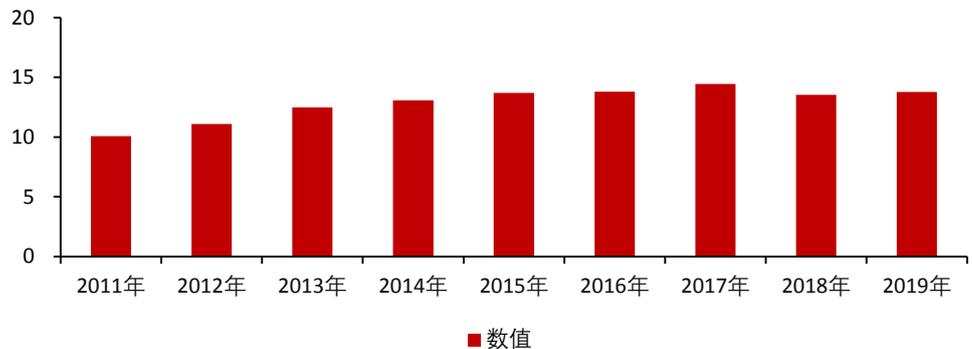
图 13：2011-2018 年零售药店前十家新增门店数量占行业门店数量总增量的比重提高明显



数据来源：中国药店，东方证券研究所

从新店盈利周期上看，也再次反映集中度提升的趋势。2011-2019 年，我国零售药店新店的盈利周期从 10.08 个月上升至 13.77 个月，究其原因主要因为零售药店进入了存量竞争阶段，行业的高增长与空白市场逐渐消失所致，在此情形下头部企业凭借资本力量与规模效应经营整合优势逐步扩大。2019 年下半年集采政策的影响逐步出现，从全行业角度看，新店盈利周期从 2018 年的 13.52 个月上升至 13.77 个月，随着集采扩面、第二批集采的实施，2020 年新店盈利周期将进一步上升，小连锁与单体药店的经营状况难以出现明显好转，头部集中趋势仍在进行中。

图 14：新开药店盈利周期不断上升（月）



数据来源：中国药店，东方证券研究所

2.2 处方外流逐步兑现，行业增量流入确定性高

事实上，随着药品零加成在全国各地的实施，院内药房已逐渐成为医院的成本端，医院本身就有处方外流的动力，且从政策上看，国家也对处方外流持明显的支持态度，2012 年，国务院首次提出破除“医药补医”，推进医药分开；2015 年国务院要求扩大城市公立医院综合改革试点并规定了

药占比 30%的考核红线；2016 年发改委发文明确禁止医疗机构限制处方外流；2017 年国务院重申患者可自主选择在医院门诊药房或凭处方到零售药店购药，并提出医院处方信息共享。

由此可见，处方外流已经成为药品行业内不可逆的长期趋势，而带量采购又驱动慢病处方流出。因此，及早地布局为承接外流做准备，将成为零售药店未来制胜的关键点。

表 2：处方外流政策梳理

时间	发布机构	文件	要点
2012.03	国务院	《“十二五”期间深化医药卫生体制改革规划暨实施方案的通知》	以破除“以药补医”机制为关键环节，推进医药分开，逐步取消药品加成政策，将公立医院补偿改为服务收费和财政补助两个渠道。
2015.05	国务院	《关于城市公立医院综合改革试点的指导意见》	扩大城市公立医院综合改革试点，力争到 2017 年试点城市公立医院药占比（不含中药饮片）总体降到 30%左右。
2016.07	发改委	《关于促进医药产业健康发展的指导意见重点工作部门分工方案》	充分利用省级药品集中采购平台信息资源，构建全国药品信息平台，建立信息共享和反馈追溯机制，并禁止医疗机构限制处方外流。
2017.05	国务院	《印发深化医药卫生体制改革 2017 年重点工作任务的通知》	试行零售药店分类分级管理,鼓励连锁药店发展,探索医疗机构处方信息、医保结算信息与药品零售消费信息互联互通、实时共享。
2018.04	国务院	《关于促进“互联网+医疗健康”发展的意见》	明确支持“互联网+医疗健康”发展，允许在线开具的处方由第三方机构承担配送工作，处方信息与药品零售消费信息互联互通、实时共享。

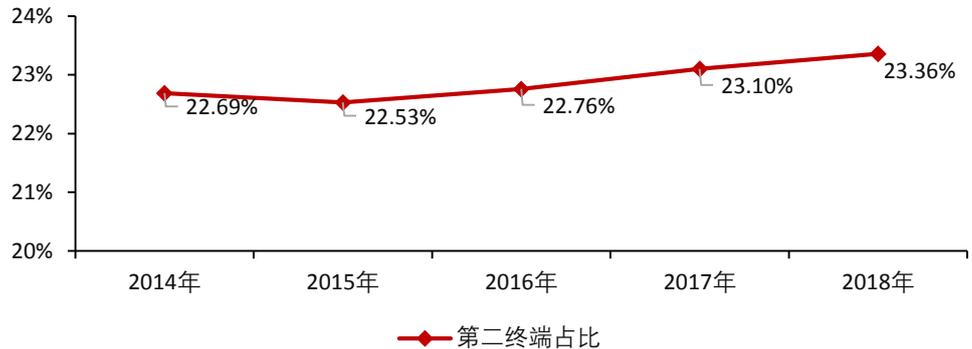
数据来源：公开资料，东方证券研究所

从结果上来看，我们发现也是如此，近年来百强药店处方药销售规模上升明显。根据《中国药店》显示，2018 年我国百强药店处方药营收占比为 39.02%，同比增长了 0.95 个百分点，自 2011 年以来增长了 7.01 个百分点；

宏观口径也再次从侧面印证，药店行业处方药的占比正在提高。根据《中国药店》显示，自 2015 年国务院颁布《关于城市公立医院综合改革试点的指导意见》以来，我国药品消费第二终端占比逐年提高，2015-2018 年，占比由 22.53%上升至 23.36%，这也从侧面佐证了处方外流对零售药店行业的正面影响。

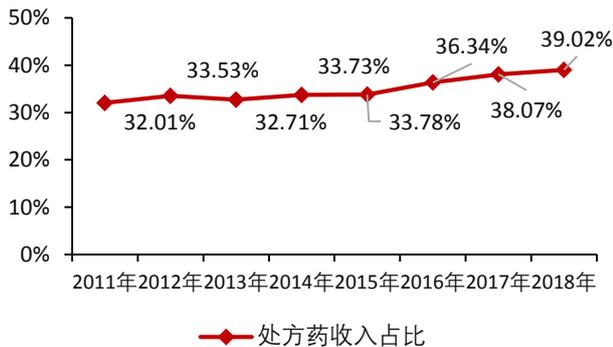
利润端方面，2018 年处方药利润占比为 27.03%，与 2011 年基本持平，利润端提升不高主要是处方药毛利率相对其他品类较低所致，虽然当下处方外流在利润端对药店企业的贡献并不明显，但处方的趋势，以及为药店企业带来的引流效应，均有望使药店企业长期受益。

图 15：2014-2018 年我国药品第二终端占比逐步提高



数据来源：中国药店，东方证券研究所

图 16：2011-2018 年百强药店处方药营收占比



数据来源：中国药店，东方证券研究所

图 17：2011-2018 年百强药店处方药利润占比



数据来源：中国药店，东方证券研究所

从影响上来看，我们认为处方外流对药店行业的影响深远，未来处方外流规模超千亿，零售市场有望长期受益。2018 年我国三大终端药品销售额为 1.71 万亿元，同比增长 6.3%，公立医院终端市场份额最大，市场规模达 1.15 万亿元，占比 67.4%，较上年下降 0.6pct；零售药店市场规模 0.39 万亿元，占比 22.9%，占比较上年提高 0.3pct。我们认为，未来处方外流是医药行业的大趋势，零售药店行业有望大幅受益，对此，我们进行以下敏感性分析。

核心假设：

1、考虑到 2017 年零售药店占比提高 0.1%，2018 年占比提高 0.3%，在医药分离大背景下，我们预计处方外流仍将会提速，预计乐观、中性、悲观的零售药店占比提高分别为 **2.5%、1.5%、0.5%**；

2、2018 年药品行业的增速为 6.3%，考虑到中国老龄化以及药品的可及性因素，预计未来药品行业的复合增速为 **6%**。

基于以上假设，我们预计我国 2030 年零售药店市场规模在中性假设下可达到 1.41 万亿，零售药店销售规模占比 40.9%，市场规模仍有很大的成长空间。

表 3：处方外流影响下，零售药店空间及零售药店占比测算（万亿）

假设场景	零售药店占比提高	药品市场增速	2020E	2025E	2030E
乐观	2.5%	6%	0.53	1.04	1.82
零售药店占比			27.9%	38.4%	52.9%
中性	1.5%	6%	0.50	0.86	1.41
零售药店占比			25.90%	33.40%	40.90%
悲观	0.5%	6%	0.46	0.68	1.00
零售药店占比			23.90%	26.40%	28.90%

数据来源：公开资料，东方证券研究所测算

2.3 互联网药店+集采政策，促使药店行业积极探索新模式

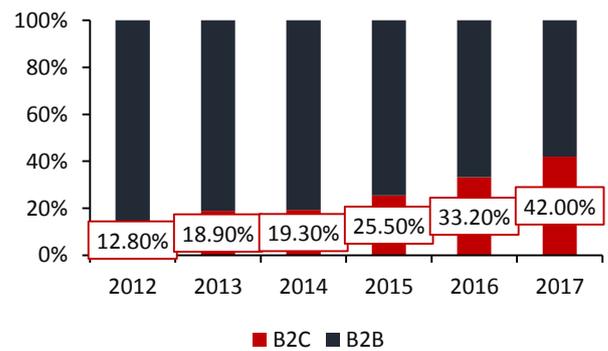
医药电商发展迅速，B2C 占比迅速提高。受益于我国互联网的便利性以及近年来政策对医药电商的逐步松绑，我国医药电商行业发展迅速。根据前瞻产业研究院，2012-2018 年，我国医药电商规模自 133 亿元增长至 1610 亿元，CAGR 为 51.53%；其中，B2C 占比逐年提高，2012-2017 年由 12.80% 上升至 42.00%，预计 2017 年我国医药电商 B2C 规模约为 509 亿元。2020 年，由于疫情的影响，政策与需求两端对互联网医药电商的接受程度逐渐提高，预计未来互联网电商规模将保持快速增长。

图 18：2012-2018 年医药电商规模（亿元）



数据来源：前瞻产业研究院，东方证券研究所

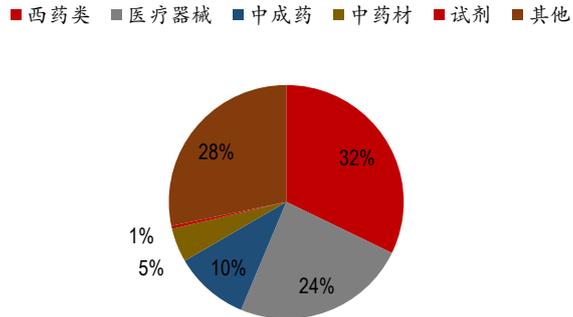
图 19：2012-2017 年医药电商中 B2C 与 B2B 占比



数据来源：前瞻产业研究院，东方证券研究所

但虽然我国近些年互联网药店销售规模快速增长，但我们也发现 B2C 领域的销售品类与线下药房差别很大，根据艾媒网显示，我国医药 B2C 销售份额中占比前三的为西药类、医疗器械与其他，分别为 32%、24%、28%，其中“其他”类主要由保健食品与计生用品组成，且由于我国处方药互联网销售的限制以及医保打通网端等影响，西药类与中西成药类大多数为 OTC 产品，与线下药店的品类竞争存在相当大的差异。

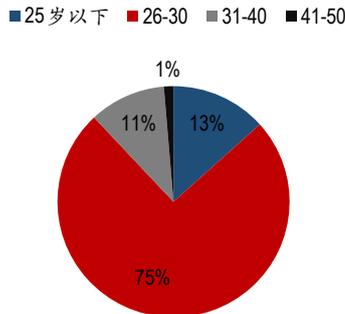
图 20：2019 年中国医药 B2C 销售份额



数据来源：艾媒网，东方证券研究所

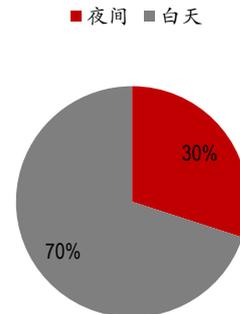
在线上电商的大趋势下，药店行业也在积极探索该模式，如 O2O 等。我们认为，相较于 B2C 而言，O2O 在销售结构上与线下药店类似，但在消费者年龄与消费时间与线下药店又形成了良好的互补效应。根据《中国药店》的调研显示，我国 O2O 消费者年龄层次主要集中在 26-30 岁，占比高达 75%，40 岁以上人群仅占比 1%，与线下零售药店客户的年龄结构存在巨大差异，在一定程度上，O2O 帮助下药店实现了年轻人群的导流；从消费时间上来看，O2O 的夜间消费占比三成，实现了真正意义上的 24 小时营业，夜间消费部分为线下零售药店带来了边际增量。

图 21：O2O 模式下，互联网药店消费年龄结构



数据来源：中国药店，东方证券研究所

图 22：O2O 模式下，互联网药店消费时间结构



数据来源：中国药店，东方证券研究所

集采政策进一步深化。自 2018 年 12 月，11 个城市的带量采购政策首次落地后，集采政策一直在深化推进过程中，2019 年 9 月第一批带量采购品种扩面至 25 个省份，2019 年 12 月拟开启第二批带量采购，涉及 33 个品种，覆盖糖尿病、高血压、抗肿瘤和罕见病等治疗领域，长期来看，随着医保控费等因素的影响，集采仍会持续进行。

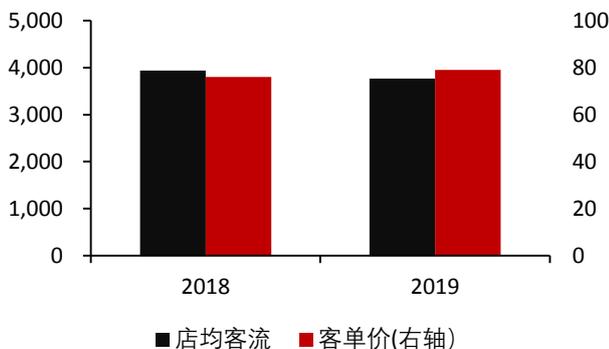
我们认为，带量采购政策对零售药店乃至整个医药行业的影响是持续并深远的，从表面上看，大幅度的药品降价将影响企业的销售规模与毛利规模，但另一个角度看，带量采购，也能够一定程度上推动处方外流，且行业变革之后，药店企业更迅速地适应了新的产业环境，尤其是头部企业，与产业链的上下游的关系也更为紧密，这使得单体药店是生存压力进一步加大，有利于行业的头部集中。

表 4：药品带量采购政策梳理

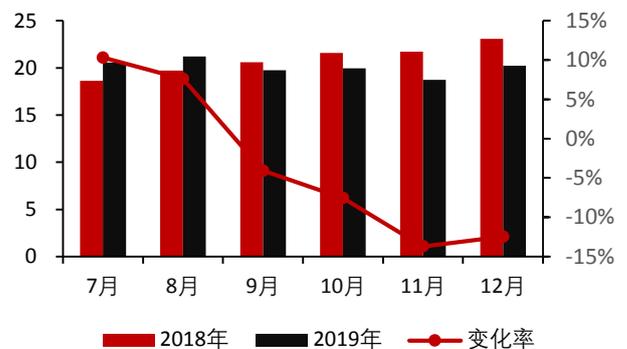
时间	发文单位	事件
2018.06	国务院	发布《医疗纠纷预防和处理条例（草案）》，开展国家药品集中采购试点，实现药价明显降低。
2018.11	联合采购办公室	发布《4+7 城市药品集中采购文件》，11 个城市的采购方案正式出台。
2018.12	联合采购办公室	4+7 城市药品集中采购拟中选结果公示，31 个品种 25 个中标，平均降幅达 52%，最高达 96%。
2019.04	各省市医保局	试点地区均进入执行阶段，部分非试点地区表达联动意向。
2019.09	国家医保局等	发布《关于国家组织药品集中采购和使用试点扩大区域范围的实施意见》，明确表示医保定点零售药店若参与此次采购，可允许其中选价格基础上适当加价，超出支付标准的部分由患者自付，支付标准以下部分由医保按规定报销。
2019.12	联合采购办公室	发布《全国药品集中采购文件》，本次集中采购选择了 33 个品种，覆盖糖尿病、高血压、抗肿瘤和罕见病等治疗领域，涉及 100 多家医药生产企业。

数据来源：公开资料，东方证券研究所

集采药品规模出现同比下滑。《中国药店》数据显示，根据瑞商网瑞海·药店大数据应用系统数据库，其涵盖 130 家企业，1,351 家门店，带量采购药品的销售规模出现了明显下滑，截止到 12 月份，销售额同比下降已达 13%，销售数量同比下降 10% 左右。除此之外，由于带量采购初期的价格倒挂，导致了零售药店客流向公立医院分流的现象，调查样本数据显示，2019 年店均客流同比下降 4.3%，客单价同比上升 4.7%，客单价的提升分别从客品数与品单价两方面作出贡献，因此，销售额店均同比基本持平。

图 23：2019 年集采影响客流，以提价对冲影响


数据来源：中国药店，瑞商网，东方证券研究所

图 24：2019 年 9 月后集采药品规模（千万元）同比下滑


数据来源：中国药店，瑞商网，东方证券研究所

面对集采政策，药店企业也在积极地探索新的模式，总结来看，主要有以下几个方面

- 1) **参加集采**：各省陆续将零售药店纳入集采范围，药店可以拿到与公立医院同样的价格，目前四家上市药店均表示跟进集采，拥有集采品种后，预计连锁药店对患者的引流作用明显提高。除此之外，政策允许零售药店对集采品种加价 15%，有助于解决药价倒挂与客流流失等直接的负面影响。
- 2) **联合上游**：一方面，集采未中标的原研药企将加大零售药店渠道的投放力度，原研药品毛利率上升明显，有效对冲集采品种的利润额下滑；另一方面，药店与更多工业企业接触，能够承接更多临床品种，促进处方外流并扩大药店经营的品规数。
- 3) **扩大规模**：头部企业凭借资本力量持续处于扩张状态中，行业整合期尚在进行中，一方面在头部企业内生与外延稳定增长的前提下，集采政策对业绩负面影响的敏感度将下降，另一方面规模的扩大能够从商家处获得返利，从而有效对冲集采政策的负面影响。
- 4) **优化服务**：目前行业进一步向规范化与专业化发展，围绕处方药的多业态零售药店已经出现，特药、慢药药房等发展迅速，头部企业人才储备丰富，专业药事服务能力较强，多业态发展有助于企业的良性经营。

图 25：头部企业可用多手段对冲集采的影响



数据来源：公开资料，东方证券研究所整理

我们认为，虽然 2020 年集采规模进一步扩大，但大型零售药店也可以参与集采并给予 15% 的加价空间，在成本端与利润端均得到了改善，且由于集采品种已大幅度降价，即便 15% 的加成对于客户的敏感性并不会特别的高，加之考虑到去公立医院的时间成本、交通成本等，零售药店的便利性凸显，预计 2020 年零售药店客流的分流情况将得到好转，集采品种的盈利情况也将得到改善。

然而单体药店与小连锁的情况或将难以改善。主要由于单体药店与小连锁在集采品种上的成本无法与规模药店相媲美，因此一方面需要面临公立医院的分流，另一方面要面临附近大连锁药店的分流，在成本方面的劣势将进一步凸显。

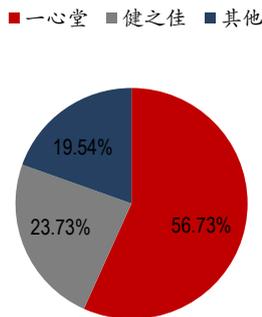
简单来说，集采对于不同药店企业的影响，差异十分明显。对于头部企业来说，药店企业通过多种模式，对冲了药品降价带来的利润率的下滑，甚至通过集采能进一步提升消费者与药店的黏性。而对于中小企业来说，药品降价对其的影响可能直接导致其经营情况的进一步恶化。因此，我们认为集采政策在一定程度上起到了供给侧改革的作用，优化行业供给，进一步加速单体/小型连锁药店的出清。

三、云南省垂直布局至县级市场，异地扩张打开成长空间

3.1 云南省纵深布局至县域，精细化管理提高运营效率

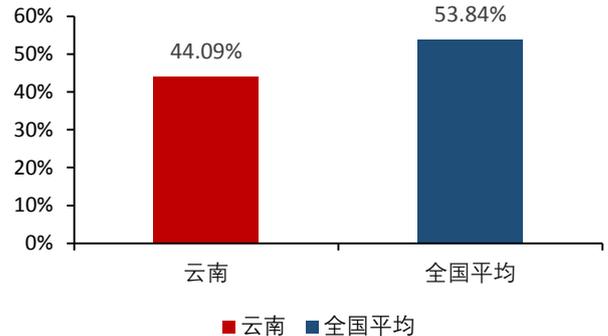
云南市场寡头垄断，但单体门店数量仍多。根据中国药店，云南省零售药店市场规模达到 118.20 亿元，位列中国 31 个省份中第 15 位，根据中国药店统计，2019 年省内共有 19280 家零售药店，店均服务人数 2508 人，位列中国 31 个省份中第 23 名。从销售规模角度看，云南省零售药店行业竞争格局为寡头垄断，2019 年一心堂市占率约为 56.73%，健之佳市占率约为 23.73%；然而从门店数量角度看，云南省连锁率仅为 44.09%，远低于全国平均水平 53.84%，根据我们的测算，2019 年一心堂、健之佳门店市占率分别为 19.81%、7.66%，换言之云南省单体与小连锁药店数量占比超 7 成，但贡献的营收不足 2 成，落后供给有待出清。

图 26：2019 年云南省零售药店市场格局



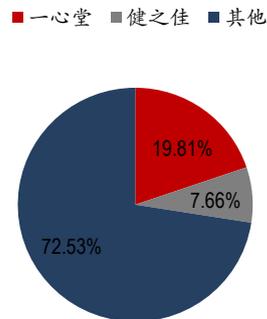
数据来源：中国药店，公司公告，健之佳招股说明书，东方证券研究所整理

图 27：云南省连锁率低于全国平均水平



数据来源：中国药店，东方证券研究所

图 28：2019 年一心堂、健之佳在云南省门店市占率



数据来源：公司公告，健之佳招股说明书，中国药店，东方证券研究所

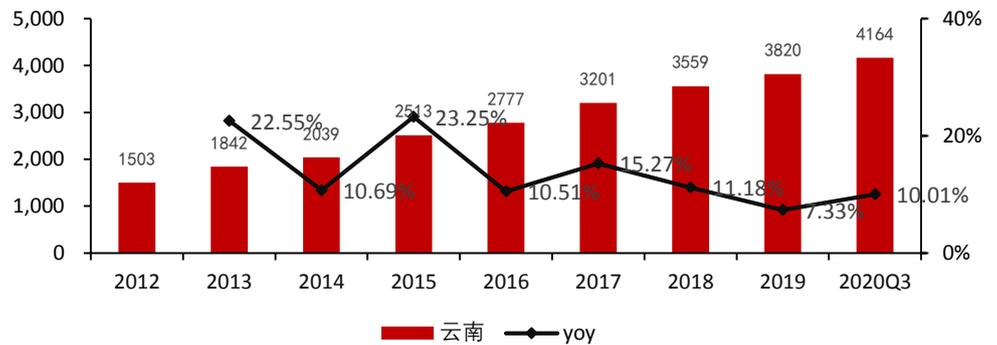
公司云南地区门店数量增长已放缓至 10% 一线。公司在云南市场已经深耕 30 余年，门店已遍布省内各县市级市场，甚至下沉至乡镇级市场，截止 2020Q3，公司在云南省拥有药店 4164 家，2020 年前三季度云南省内门店数量增加 344 家，同比增速为 10.01%。云南省内门店扩张方式主要以自建为主，预计未来公司在云内省内门店数量将保持在 10% 一线，深耕各层级市场。

表 5：公司在云南地区并购标的整理

时间	标的公司	收购比例	对价（万元）	门店数量
2016 年 6 月	云南三明鑫疆药业股份有限公司	资产收购	3516.67	13
2016 年 9 月	云南红云制药有限公司	100%	678	/
2018 年	云南千弘药业	/	/	/
2019 年	曲靖康桥门店	资产收购	1010	28

数据来源：公司公告，东方证券研究所

图 29：公司云南地区门店数量及可比增速



数据来源：公司公告，东方证券研究所

云南板块成长来源之一：单店营收仍有较大提高空间。在前些年扩张时期店效指标相对弱化，导致公司单店店效相较其他上市企业略低，未来随着公司云南地区成熟门店数量的增多，内生精细化管理将进一步加强，成熟门店有望提升店效以追平上市公司行业平均水平。截止 2019 年，公司在云南省 5 年以上门店达 2513 家，占省内门店总数比例为 65.79%，较去年提高了 8.50pct；2019 年公司西南地区店效达 172.91 万元，同比上升 5.20%，2016-2019 年店效复合增长率达到 5.06%，其中一方面是由于川渝地区门店数量增多所致，但考虑到公司在云南省单店营收规模的低基数，随着公司进一步精细化的管理，单店营收有望保持稳健增长。

图 30：一心堂五年以上老门店占比

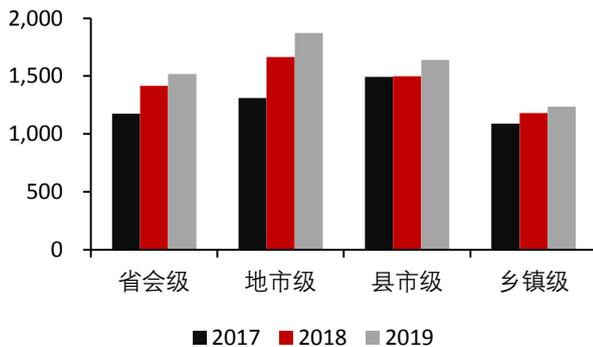

数据来源：wind，东方证券研究所

图 31：2016-2019 年西南地区单店营收逐年上升（万元）

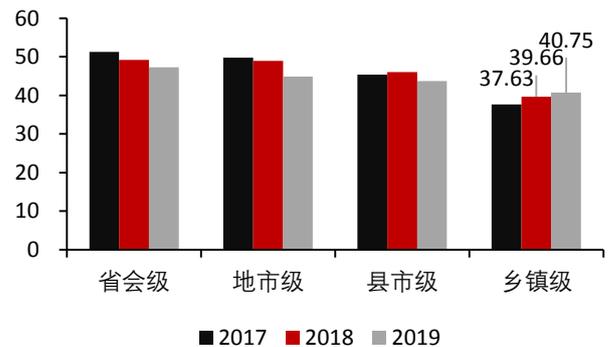

数据来源：wind，东方证券研究所

云南板块成长来源之二：县域级市场大有可为。公司在行业内形成了独有的市县乡一体化发展格局，截止 2019 年，公司拥有省会级门店 1519 家，地市级门店 1872 家，县市级门店 1639 家，乡镇级门店 1236 家。四类门店各司其职，其中，省会、地市级门店从品牌、商品、服务、物流等维度形成辐射带动，引领示范县域市场消费人群，有助于各层级市场建立竞争壁垒和成本优势。

除此之外，在门店数量不断上升、新店数量增多的前提下，省会级、地市级、县市级门店坪效均有不同幅度的下降，乡镇级市场却保持坪效的上升，2017-2019 年乡镇级市场坪效由 37.63 元上升至 40.75 元，彰显出公司在低线城市巨大的品牌效应与开拓空间。

图 32：2017-2019 年公司县市、乡镇级门店数量上升


数据来源：wind，东方证券研究所

图 33：2017-2019 年公司县市、乡镇级坪效优异（元）


数据来源：wind，东方证券研究所

云南板块成长来源之三：政策趋严，出清落后供给。云南省由于地理位置偏僻，经济水平略欠发达，因而政策方向多以扶持为主，从而稳定就业、发展经济，然而较为宽松的政策环境也导致单体药店的不正当竞争，在税费、过票与医保套利等方面的问题仍切实存在。我们认为随着云南省医药零售市场规范化的整改，未来竞争格局将进一步有利于头部的连锁企业，规范化经营成本会导致落后供给逐步出清，公司作为云南省的龙头企业将显著受益。

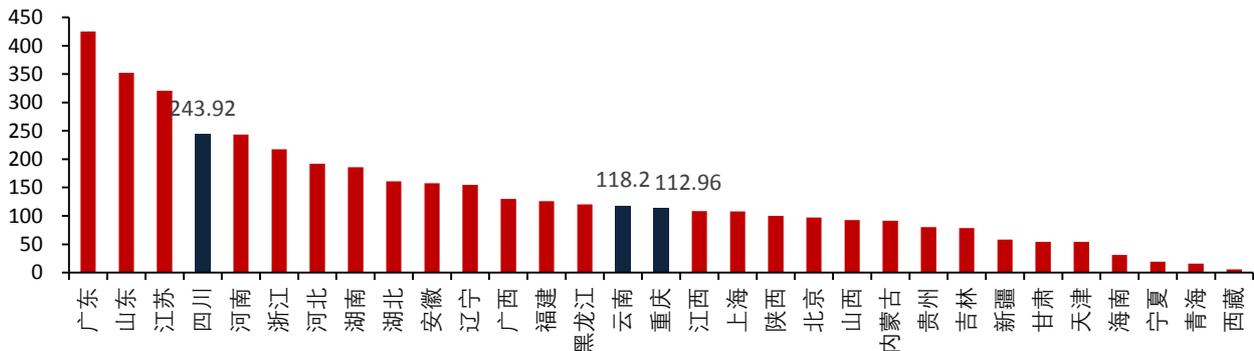
表 6：云南省零售药店相关政策梳理

时间	颁布机构	相关政策	内容	备注
2019/7	云南省药监局	《关于进一步促进药品零售企业健康发展的意见》	1、试行开展“药品零售连锁企业远程药事服务”。药品零售连锁企业 10 家基数门店应至少配备 3 名执业药师，每增加 15 家门店增配 1 名执业药师。2、积极引导和鼓励药品零售连锁企业开展执业药师远程药事服务及远程审方业务 3、接受药品零售连锁企业的执业药师远程药事服务及审方业务服务的其他药品零售企业可不再配备执业药师。	降低零售连锁药店所需执业药师数
2018/4	云南省省政府等十部门	宣布我省“药房托管”试点的启动	实行“药房托管”后，取消 10% 的顺价加成，把这 10% 直接让利群众。据介绍，率先启动试点的普洱市中医院，通过“药房托管”，单个药品下调金额最多的为 121.2 元，降幅最大的达到 90.06%，平均下调为 12%。	
2017/10	云南省人民政府	云南省人民政府办公厅关于进一步改革完善药品生产流通使用政策的实施意见	分层级、分阶段、稳步推行药品购销“两票制”；推进“互联网+药品流通”发展。	

数据来源：公开资料，东方证券研究所

3.2 川渝规模效应初显，彻底打开成长空间

川渝地区市场空间广阔，打开公司成长空间。根据中国药店，2019 年四川、云南与重庆地区零售药店市场空间分别为 243.92 亿元、118.20 亿元与 112.96 亿元，重庆地区市场规模与云南接近，四川则是云南市场的两倍，市场空间广阔。除此之外，川渝地区为我国西部的中心城市，隐隐有成为西部经济中心的迹象，居民个人可支配收入高，支付环境远好于云南地区；虽然难以达到两广地区的“食药一体”的地步，但是由于川渝地区饮食文化丰富，中药材入食的习惯也较为成熟。

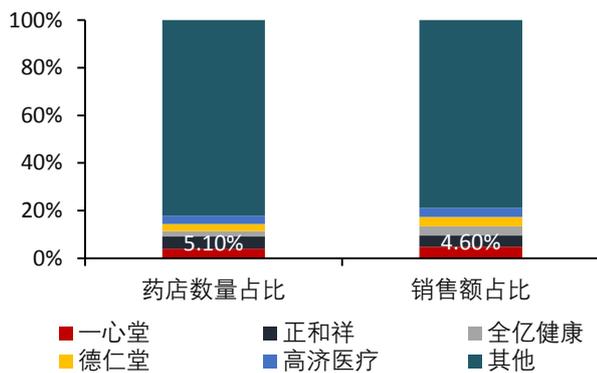
图 34：2019 年各省零售药店市场规模（亿元）


数据来源：wind，东方证券研究所

竞争格局良好，头部集中趋势加快。全省范围看，2019 年销售规模 CR5 约为 21%，门店数量 CR5 月尾 18%，略高于全国平均水平；仅从成都市的角度看，销售规模 CR5 已经达到 49.80%，但高济医疗与全亿健康多以股权并购为主，经营管理整合仍有待加强。

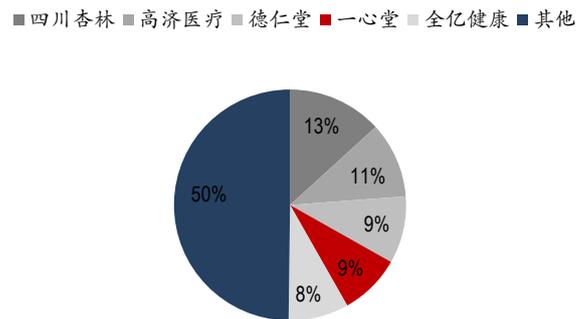
整体看，在资本力量的介入下，四川省头部集中趋势非常明显，高济医疗、全亿健康乃至一心堂等均在四川重金出击，值得一提的是，这三家企业均非四川地区本土企业，却在 2017 年后排名快速上升至前五大。在资本围猎四川的背后，主要看重的是省内竞争格局仍处于不明朗的状态，龙头地位尚不明确，但我们认为在角逐的过程中，预计未来竞争格局将趋于明朗，一心堂作为具备资本实力与经营实力的玩家，有望在四川省取得决定性的竞争优势。

图 35：2019 年四川省零售药店数量占比、销售额占比



数据来源：中康 CMH, 东方证券研究所

图 36：2019 年成都市销售规模市占率



数据来源：中康 CMH, 东方证券研究所

扎实经营，均为资产形收购，再造一个大本营。早在 2011 年，公司就进驻自贡、内江市场，2013 年 11 月进入成都等地区以及所辖市县、乡镇，2016 年在成都建设了 160 亩物流基地，并规划为第二大总部基地，目前已投入使用可容纳 400 余人的办公楼和可支撑年销售额 20 亿元、仓储面积达 18000 平方米的仓库。2016-2018 公司在四川加快并购步伐，收购了众多优质标的。

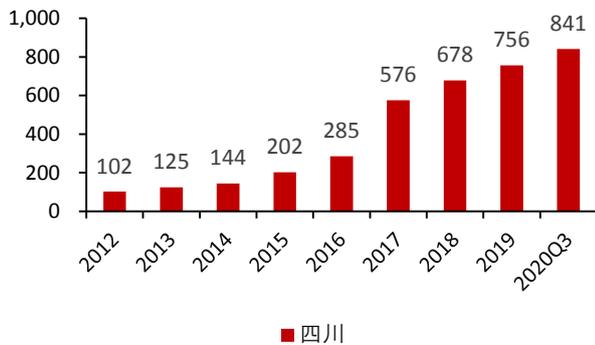
通过对标的的梳理，我们得出两个结论：1、公司并购标的 PS 在 0.6-1 之间，即便在估值飙升的 2017/2018 两年，公司对并购标的的估值仍旧非常谨慎，资产性价比优势明显；2、公司并购均采取了资产收购而非股权收购，虽然资产收购经营整合周期较长，但体现的是公司稳扎稳打经营四川地区的决心，未来可持续成长性值得期待。

川渝地区门店即将迎来第二波增长。2015-2018 年，公司四川地区门店数量由 202 家上升至 678 家，重庆地区门店数量由 54 家上升至 193 家，此后，公司在川渝地区门店扩张速度明显放缓，主要出于内生整合与保证外延门店质量的角度考虑。我们预计未来川渝地区门店数量扩张将迎来第二波成长，一方面由于攀枝花、成都等地区已经经营至成熟状态，品牌与规模效应已然建立，且物流基地等基础设施建设也进一步完善，为扩张打下了坚实基础；另一方面，公司经过近 4 年的经营，已然培养了一批成熟的本土药店经营团队，川渝地区员工数量已超过 3000 人，能够在不影响老店经营的情况下抽调员工去进行新门店的拓展经营。

表 7：公司在川渝地区并购门店梳理（万元）

时间	标的公司	收购比例	对价	门店数量
2015 年	四川省蜀康医药连锁有限公司	资产收购	3469	21
2015 年	田燕梅女士个体经营门店	资产收购	531	9
2016 年 8 月	成都市康福隆药品零售连锁公司	资产收购	1100	13
2016 年 10 月	成都市博文百姓大药房	资产收购	3600	24
2016 年 12 月	重庆宏声桥大药房连锁有限公司	资产收购	7000	81
2017 年 1 月	绵阳老百姓大药房连锁有限公司	资产收购	1230	11
2017 年 1 月	三台县潼川镇老百姓大药房	资产收购	2114	8
2017 年 1 月	三台县潼川镇益丰大药房	资产收购	1066	9
2017 年 4 月	眉山市芝林大药房有限公司	资产收购	1429	10
2017 年 5 月	兴文县老百姓大药房	资产收购	1204	6
2017 年 5 月	绵竹政盛老百姓大药房	资产收购	1575	6
2017 年 6 月	隆昌县百姓大药房连锁有限公司	资产收购	1016.96	6
2017 年 6 月	四川贝尔康大药房连锁有限公司	资产收购	6194	42
2017 年 6 月	成都同乐康桥大药房	资产收购	5657.539787	41
2017 年 6 月	绵阳老百姓大药房	资产收购	3565.25	26
2017 年 6 月	曾理春直营门店	资产收购	1428.9	8
2017 年 6 月	广元市老百姓大药房连锁有限公司	资产收购	4022.4	23
2018 年	重庆江津邹洪杰/李萍门店	/	/	/

数据来源：公司公告，东方证券研究所

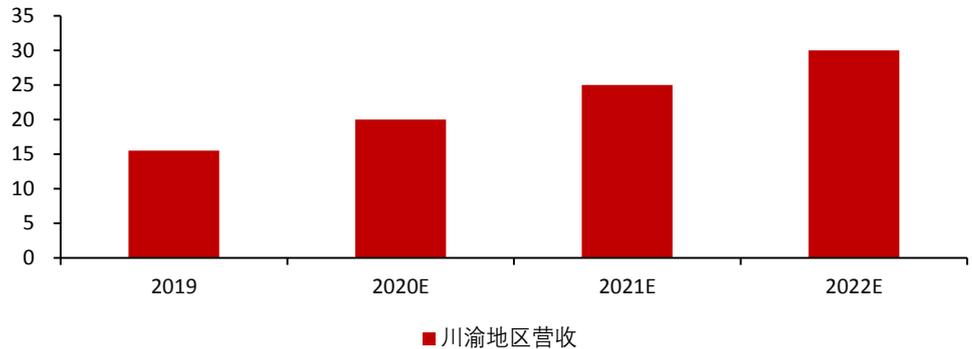
图 37：四川地区门店数量


数据来源：公司公告，东方证券研究所

图 38：重庆地区门店数量


数据来源：公司公告，东方证券研究所

预计 2022 年营收规模至 30 亿元，成为川渝地区第一大品牌。根据中康 CMH，2019 年公司在四川省销售规模市占率第一，但考虑到正和详等本土企业品牌建立历史悠久，一心堂仍需要在规模与品牌上进一步经营，我们预计公司在川渝地区营收规模将于 2022 年达到 30 亿元水平，彼时不论是从规模还是品牌等维度来看，均有望成为川渝地区实至名归的龙头企业。

图 39: 川渝地区营收规模及预测 (亿元)


数据来源: 公司公告, 东方证券研究所测算

川渝地区经营成熟对公司意义重大:

其一, 公司找到业绩成长的第二引擎。

公司长久以来, 不论在经营层面还是市场印象层面, 都受制于云南省市场的天花板问题, 一方面云南省市场规模较小, 经济水平也并不发达, 药品消费习惯也没有邻省广西、广东那么发达, 中药等高毛产品销售较为困难; 另一方面, 也是更重要的, 云南省市场竞争较为激烈, 目前已经形成了双寡头格局, 市场天花板隐隐出现, 虽然仍有 7 成单体门店市场仍待替代, 但未来若没有政策推动的供给侧改革, 单体门店的替代将保持稳定的速率, 很难快速实现连锁率的上升。

因此川渝地区的开拓对公司业绩成长至关重要, 不仅能够让公司有更大的市场进行经营, 寻找到业绩成长的第二引擎, 而且四川地区经济发达, 为西部地区的经济中心城市, 中药消费习惯也比较成熟, 能够有效的协同公司在云南省优质的中药材资源, 从结果上看, 四川地区的营收规模与高毛产品消费比例也高于公司平均水平, 预计随着品牌与规模效应的建立, 四川地区将成为公司贡献业绩的主要源泉之一。

其二, 打开市场空间, 估值中枢有望上提。

我们认为四川地区经营成熟另一个重要之处在于, 将有效地提高公司估值中枢。从历史角度看, 公司估值长期低于其他三家的重要原因之一即为优势区域市场空间不足, 二级市场认为公司长期稳定的成长空间较为模糊。

根据我们的判断, 市场上对一心堂优势空间的认知为云南省、广西省、海南省, 2019 年三省合计市场空间为 247 亿元, 近 5 年估值中枢为 28X, 益丰药房、大参林优势省份空间合计分别为 1071 亿元、796 亿元, 近 5 年估值中枢为 55X、43X, 在一定程度上估值中枢与优势省份空间大小相关度高。若一心堂将四川、重庆两地经营至成熟状态, 则优势省份空间可达到 597 亿元, 估值中枢上提确定性大。

表 8: 各公司优势区域梳理

公司	优势省份	优势省份空间	近 5 年估值中枢
----	------	--------	-----------

益丰药房	湖南、湖北、江苏、上海、江西、河北	1071 亿元	55X
大参林	广东、广西、河南	796 亿元	43X
老百姓	11 个省份	/	44X
一心堂	云南、广西、海南	247 亿元	28X
一心堂	云南、广西、海南、四川、重庆	597 亿元	有望抬高

数据来源：wind，中国药店，东方证券研究所整理

3.3 桂、琼多点开花，异地扩张之路越走越宽

广西省药品消费习惯好，竞争相对激烈。广西省零售药店市场空间约 129 亿元，店均服务人口数达 2750 人/药店，药店密度高于全国平均水平，其中 TOP5 连锁门店数量占广西总数的 12.5%；销售额约 50 亿元占广西市场总额的 43.1%。目前省内柳药股份（桂中大药房）、广西一心，省外企业一心堂、大参林、老百姓等多个头部玩家均在广西省有所布局。我们认为，总体上看广西省竞争格局相对紧张，多位拥有资本实力的企业在省内进行整合，未来连锁率与集中度提升是大势所趋，单体药店生存空间将快速被挤压。

图 40：2019 年广西省 TOP5 企业门店数量与销售额占比



数据来源：中康 CMH，东方证券研究所

图 41：2019 年广西省各城市销售规模占比



数据来源：中康 CMH，东方证券研究所

公司在广西业务经营成熟，具备较大挖潜价值。公司在广西地区经营超过十年以上，为第一批进行异地扩张的区域，本土化团队建设已经相当成熟，截止 2020Q3 已经设有门店 608 家，较本土龙头桂中大药房 668 家（2020H1）相差不远，预计公司将在 2021-2022 年成为广西省内门店数量排名第一的企业，届时规模与品牌效应将进一步加强。虽然广西省内竞争比较激烈，但考虑到较好的药品消费习惯，凭借公司在云南省内下沉市场的经营经验，有望进一步打开广西县域市场的空间与边界，且广西省零售药店市场在各城市间相对分散，TOP4 城市的市占率刚过半，广西省挖潜价值值得期待。

图 42：2012-2019 年广西省门店数量



数据来源：公司公告，东方证券研究所

海南政策优势明显，业务拓展与探索最佳选项。公司是为数不多在海南省市场进行整合的零售药店企业，海南省零售药店市场规模为 30.88 亿元，由于市场规模较小，参与整合的企业不多，因而海南省市场竞争格局较好。目前，公司在海南省直营零售药店门店数量已突破 300 家，拥有员工 1200 余人，物流中心面积达 10000 多平方米，根据我们测算 2019 年海南一心堂营收约为 4.25 亿元，市占率为 13.7%，已成为省内第一大连锁药店企业。公司还在海南地区积极试点新业务，如药妆店、互联网医院等商业模式，凭借开放的政策制度探索新零售商业模式，有望为其他省份打造新零售业务标杆，积累经营。

图 43：2015-2020Q3 公司在海南地区门店数量



数据来源：公司公告，东方证券研究所

图 44：海南一心堂药妆店



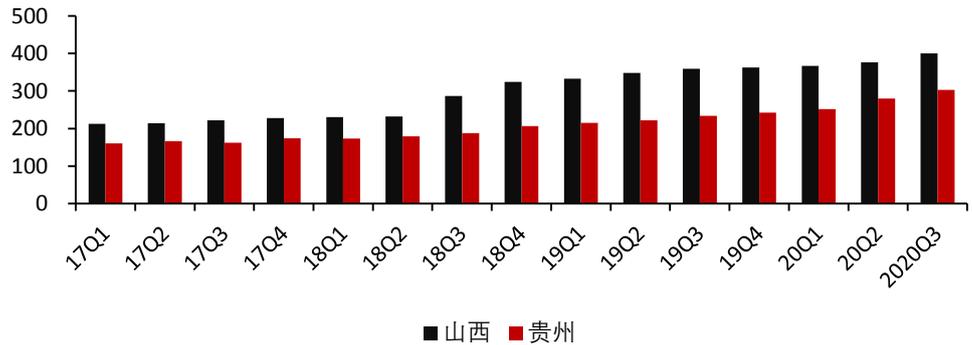
数据来源：公开资料，东方证券研究所

除此之外，公司在贵州、山西等地异地扩张取得较好成效。截止 2020Q3，公司在贵州地区拥有门店 303 家（较 2019 年底增加 23 家），在山西拥有门店 400 家（较 2019 年底增加 37 家）。

贵州地区零售药店市场规模为 80.51 亿元，门店数量约为 1.5 万家，其中省内竞争格局相对宽松，本土企业贵州一树、贵州一品进行了积极的整合，但 2020 年整合力度相对宽松，省外企业如一心堂、正和祥等均保持了快速的扩张。一心堂在贵州地区已初步建立品牌效应，除了自营门店以外，在贵州积极尝试加盟业务，从而快速建立品牌效应，与自营门店协同发展。

山西地区零售药店市场规模为 92.88 亿元，门店数量约为 1.3 万家，连锁率为 49%，省内本土连锁药店发展相对缓慢，根据中康 CMH，山西省市占率第一的药店为国大药房，其次为一心堂，top5 营收规模占全省市场总额 35%，我们认为公司在山西省已经初步建立较好的品牌与规模效应，未来发展值得期待。

图 45：2017Q1-2020Q2 公司在山西、贵州等地门店数量保持快速扩张



数据来源：公司公告，东方证券研究所

总结：公司异地化布局已成，未来经营改善空间巨大。

通过梳理公司异地扩张的路线与历史，我们发现一心堂其实在异地扩张的规划与布局均相当优异，截止到 2020 年 Q3，公司在广西省门店市占率排名第二、海南省市占率排名第一、山西省市占率排名第二、贵州地区发展也非常迅速，川渝地区更是剑指龙头，决心了然。且各地的经营均具备较长历史，本土化团队建设卓有成效，例如华南地区已分为两位负责人分管广西与海南市场，责任更加细分，机制更加灵活。

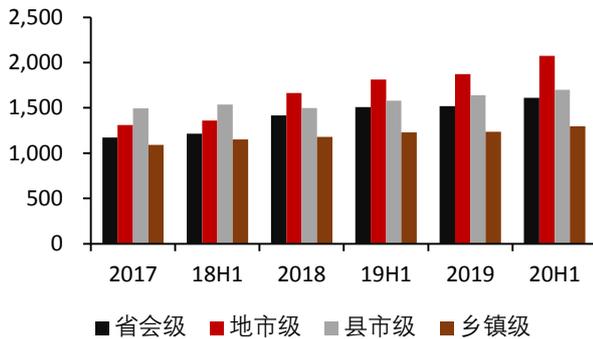
当然，不得不承认的一点是，由于公司的发源地云南省地处西南，经济水平相对落后，异地扩张区域也未有华东、华中与广东省经济发达，单店收入与同店增长在相比之下落后于其他上市公司。但我们认为，其一，不同省份零售药店的经营模式与规模差异巨大，例如广西省龙头桂中大药房的社会化药房单店营收也明显低于发达地区的龙头企业，横向比较不具备较大价值，公司只要能够在当地形成明显的品牌与规模效应，未来集中度提升与处方外流红利则能够充分享受，省内营收规模的同比增长则有所保证；其二，较低的基数反而有可能是未来高成长的基础，目前几家上市零售药店经营历史满打满算在 20 年左右，相比于美国零售药店 WBA（百年），CVS（40 年）的经营历史仍处于初期，未来零售药店模式的演变仍具备不确定性，我们认为公司较低的单店基数为未来同店增长打下了伏笔。

四、做实经营稳健成长，保证扩张红利释放

4.1 县域市场经营经验丰富，契合未来行业发展大势

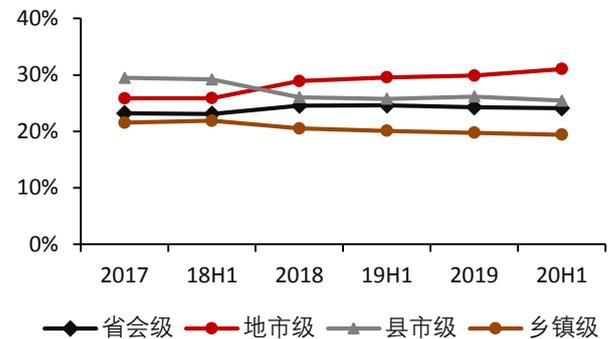
各级市场经营一体化，拓展零售药店行业边界。公司在西南和华南地区均实行市县乡一体化的店群拓展，形成强大的店群经营优势，最大限度提升城市或区域盈利能力，公司在省级、地市级、县级、乡镇四个类型的市场门店均已超过 1000 家，形成行业独有的市县乡一体化发展格局。我们认为公司门店的垂直布局路线不仅契合了医疗健康下沉的发展趋势，更契合了行业整体趋于饱和但下沉市场优质供给稀缺的现状，能够在下沉蓝海市场中拓宽企业的经营边界。

图 46: 2017-2020H1 各层级门店数量



数据来源：公司公告，东方证券研究所

图 47: 2017-2020H1 各层级门店数量占比



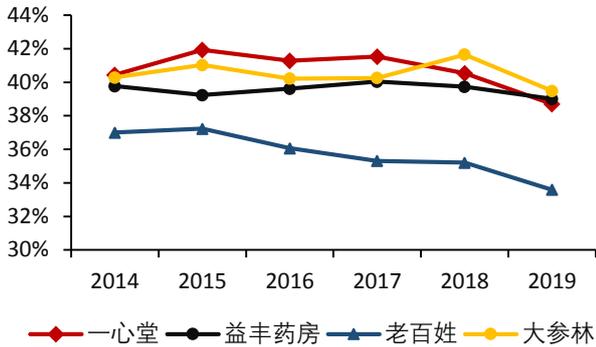
数据来源：公司公告，东方证券研究所

4.2 管理水平提升明显，各财务指标显著向好

新管理层注入新活力。2019 年，公司面临大范围的管理层换届，10 月至 11 月共有 26 个职位的变动，职位变动的高管人数超过十位，尤其是高级管理层的变动对公司的经营管理造成了一定影响。然而公司快速响应，积极启动中层员工提拔计划，一方面阮总重新兼任董事长与总裁，另一方面将在公司工作了数十年及以上、拥有扎实的业务功底的中高层员工提拔至高管团队。新管理层就位后为公司注入新鲜血液，积极地开展了一系列的整改与管理手段，近些年我们也看到了积极的改变。

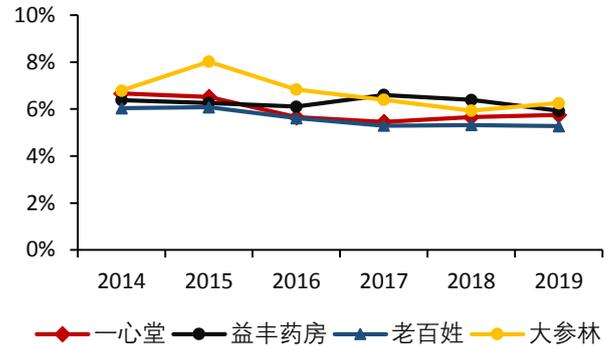
盈利能力水平居于行业前列。2019 年，公司毛利率为 38.70%，较去年同期下降 1.84pct，主要系处方药占比提高以及 4+7 带量采购导致毛利率下降；净利率 5.76%，较去年同期上涨 0.1 个百分点，主要系精细化内部管理以至费用率下降。总体看，公司毛利率水平长期居于行业前列，反映出公司产品结构、采购成本与销售能力均取得一定优势，净利率水平自 2017 年开始逐年改善，是公司优异的内部管理与综合盈利能力强劲的体现。

图 48：2014-2019 年四家零售药店毛利率



数据来源：wind，东方证券研究所

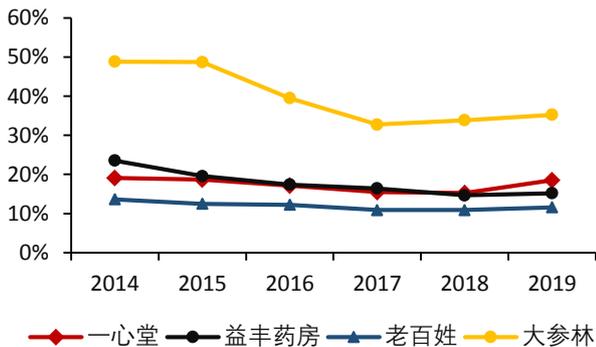
图 49：2014-2019 年四家零售药店净利率



数据来源：wind，东方证券研究所

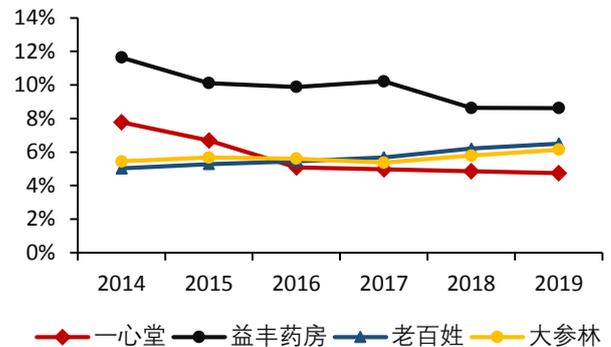
上游议价能力逐步提高，医保回款有所加快。药店上游多为工业企业与商业公司，对上游议价能力主要体现在账期(周转率)与成本议价(毛利率)两个角度，公司应付账款周转率自 2014 年由 7.78% 下降至 2019 年的 4.74%，主要得益于公司深耕西南地区，采购规模集中且统一的缘故，2019 年四家公司中一心堂应收账款周转率最低；2019 年公司应收账款周转率也有明显改善，主要系医保回款略有加速以及集团合并内关联组合应收账款规模下降所致。

图 50：2014-2019 年四家零售药店应收账款周转率



数据来源：wind，东方证券研究所

图 51：2014-2019 年四家零售药店应付款周转率



数据来源：wind，东方证券研究所

4.3 尝试多元业态，拥抱处方药提高用户粘性

积极探索新业态，四驾马车共同发展。公司以零售药店为支点，正不断探索新业务形态，并向大健康产业延伸：

1) 诊所业务：公司逐步推广“药店+诊疗”模式，重点侧重于专业化服务，2019 年新设经营诊所 2 家，逐步实现从药到医的衍生。

2) **坐堂中医业务**: 公司通过坐堂中医的引入带动中药处方的开具,从而提高中药产品的销售,2019 年公司中医坐诊门店达到 335 家,中医处方量同比提升 7.66%。

3) **远程药事服务业务**: 2019 年 6 月,公司成立远程药事服务部,正式开展推行"互联网+药学服务"远程专业化服务,涉及平台有一心堂自建平台、平安好医生、微问诊等,其中,一心堂自建平台 2019 年最高审方量达到 251.98 万张/月。

4) **医养服务**: 2020 年 6 月 30 日,一心堂医养服务股份有限公司取得营业执照,有利于公司拓展医养相关的医疗服务、康复管理、健康管理、养老服务等业务,创造良好的经济效益。

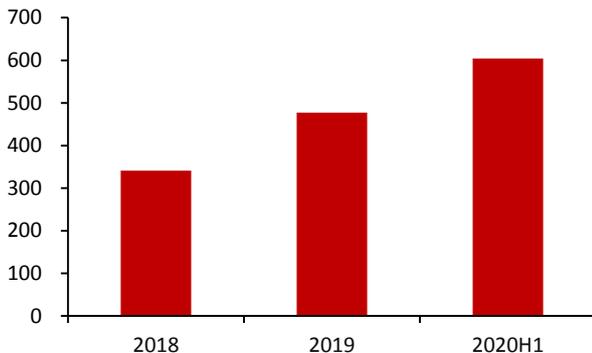
图 52: 一心堂多元业态布局



数据来源: 公司公告, 东方证券研究所

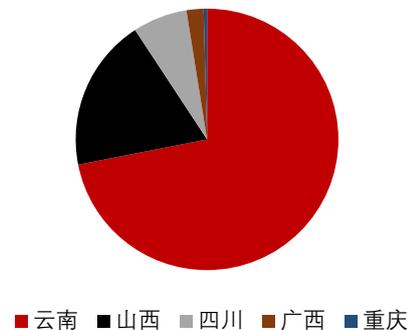
特慢病门店高速增长, 对整体销售额贡献突出。截止 2020 年 6 月 30 日, 公司开通各类慢病医保支付门店 604 家, 较 2019 年底增加 127 家。2019 年底公司拥有云南慢病医保门店 343 家、山西慢病医保门店 90 家、四川慢病医保门店 32 家、广西慢病医保门店 10 家、重庆慢病医保门店 2 家, 当年慢病医保门店对门店整体销售贡献率为 10.43%, 慢病医保门店客单价为 295.97 元, 是非慢病顾客消费客单价的 4.17 倍, 值得一提的是, 2019 年慢病医保刷卡金额较 2018 年慢病医保刷卡金额增长 33.10%, 慢病医保交易次数较 2018 年慢病医保交易次数增长 38.04%, 公司慢病业务发展迅速, 有利于累计粘性极高的客户群体。

图 53: 2018-2019 特慢病医保门店数量



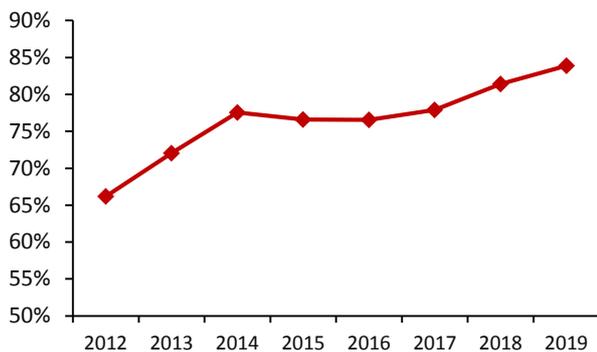
数据来源: 公司公告, 东方证券研究所

图 54: 2019 特慢病医保门店分布

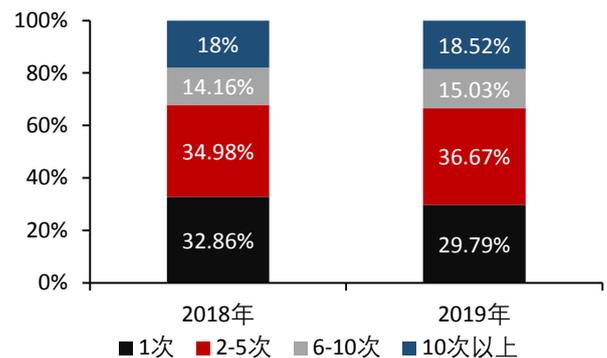


数据来源: 公司公告, 东方证券研究所

满足客户多元需求，会员粘性稳定攀升。公司以精准的视角和科学的手段为顾客定制差异化“大健康”服务方案，实现以顾客为导向的全过程双闭环精细化管理，从而提升顾客粘性，激发会员复购率。2019年，公司会员销售占比 83.88%，同比上升 2.47 个百分点，会员交易次数提升提升 11.95%，其中，消费 1 次会员的占比 29.79%、消费 2 至 5 次会员的占比 36.67%，消费 6 至 10 次会员占比 15.03%，消费 10 次以上会员占比 18.52%，复购性，体现了公司针对顾客的精准营销卓有成效，新会员已建立起对公司大健康体系的认可。

图 55: 2012-2019 会员销售占比


数据来源：公司公告，东方证券研究所

图 56: 2018-2019 按消费次数的会员分类


数据来源：公司公告，东方证券研究所

盈利预测与投资建议

盈利预测

我们对公司 2020-2022 年盈利预测做如下假设：

- 1) 我国零售药店行业目前增长相对稳定，头部企业竞争力逐步凸显，行业进入了加速头部化的阶段，外加医药分离的大背景下，处方外流为零售药店行业带来了边际的增量。公司作为西南地区零售药店龙头，扩张与管理能力优秀，将继续保持快速的发展，预测 2020-2022 年，新增直营门店 900/1000/1000 家，并购门店 100/200/200 家，4 年及 4 年以上门店店效分 1.91/2.97/2.07 百万元，则营业收入增速分别为 21.1%、17.6%、20.1%。
- 2) 公司 20-22 年毛利率分别为 36.3%、38.5%和 38.4%，2020 年由于疫情影响，毛利率较低的防疫类器械销售占比上升明显，因而拉低公司综合毛利率，预计 21 年往后将快速修复至常态毛利率，加之公司销售产品的品类主要是中西成药、中药与非药品，销售结构相对固定，毛利率预计保持稳定。

- 3) 公司 20-22 年销售费用率为 24.87%,26.47%和 26.15%，管理费用率为 3.80%,4.24%和 4.22%，2020 年由于疫情原因，销售与管理费用率下降较为明显，21 年恢复正常费用支出。
- 4) 公司 20-22 年的所得税率维持 21.50%。

盈利预测核心假设

	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
零售					
销售收入（百万元）	8,699.6	9,934.4	12,090.0	14,123.8	16,904.6
增长率	19.1%	14.2%	21.7%	16.8%	19.7%
毛利率	39.8%	38.0%	36.4%	38.3%	38.1%
批发					
销售收入（百万元）	246.0	293.3	396.0	514.8	669.2
增长率	-7.9%	19.3%	35.0%	30.0%	30.0%
毛利率	23.1%	16.9%	12.0%	16.0%	17.0%
其他业务					
销售收入（百万元）	230.7	251.4	201.1	281.6	352.0
增长率	27.9%	9.0%	-20.0%	40.0%	25.0%
毛利率	88.2%	90.8%	80.0%	90.0%	90.0%
合计					
销售收入	9,176.3	10,479.1	12,687.2	14,920.2	17,925.8
增长率	18.4%	14.2%	21.1%	17.6%	20.1%
综合毛利率	40.5%	38.7%	36.3%	38.5%	38.4%

资料来源：公司数据，东方证券研究所预测

投资建议

一心堂是西部地区零售药店龙头企业，在云南地区已经实现寡头垄断，并具备丰富的县市、乡镇地区经营经验，公司积极开展异地扩张，在川渝、广西、海南、贵州等地区均具备了较好的规模效应与品牌效应，未来有望保持快速成长。预测公司 2020-2022 年每股收益分别为 1.32 元、1.59 元、1.91 元，主要选取零售药店类公司作为可比公司，给予 2021 年估值 31 倍，对应目标价 49.29 元，首次给予买入评级

图 57：可比公司估值表

公司	代码	最新价格(元) 每股收益(元)				市盈率				
		2021/2/22	2019A	2020E	2021E	2022E	2019A	2020E	2021E	2022E
益丰药房	603939	98.00	1.02	1.42	1.87	2.39	95.80	69.00	52.42	41.04
大参林	603233	91.39	1.07	1.64	2.09	2.67	85.66	55.82	43.64	34.24
国药一致	000028	40.15	2.97	3.33	3.80	4.05	13.52	12.06	10.57	9.91
老百姓	603883	72.70	1.24	1.56	1.93	2.42	58.41	46.60	37.61	30.09
柳药股份	603368	21.71	1.89	2.28	2.78	3.45	11.49	9.52	7.80	6.29
	最大值						95.80	69.00	52.42	41.04
	最小值						11.49	9.52	7.80	6.29
	平均数						52.98	38.60	30.41	24.32
	调整后平均						52.53	38.16	30.61	24.75

数据来源：wind，东方证券研究所

风险提示

- 新冠肺炎带来公司经营的不确定性：全球范围内看，新冠疫情仍处于爆发期，虽然我国当下管控力度较强，疫情暂时趋于平稳，但仍存在一定的风险，若新冠疫情反复则会对消费者消费行为造成一定的影响，消费力度可能有所减弱。
- 新开、并购与加盟门店数量不及预期：公司目前的成长由内生与外延共同驱动，外延端主要靠新开门店、并购门店以及加盟门店，若公司新开、并购与加盟门店数量不及预期，则会造成业绩上的不确定性。
- 带量采购导致客流下滑的风险：目前我国带量采购已经进入到第三批，若集采政策范围进一步扩大，导致院内处方药价格继续下降，或导致消费者回流到医院进行消费，对公司的客流量会有一定的影响。

附表：财务报表预测与比率分析

资产负债表						利润表					
单位:百万元	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E	单位:百万元	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
货币资金	1,352	1,460	987	1,614	2,253	营业收入	9,176	10,479	12,687	14,920	17,926
应收票据及应收账款	611	535	816	967	1,162	营业成本	5,457	6,424	8,078	9,179	11,050
预付账款	404	471	753	820	901	营业税金及附加	71	52	38	91	107
存货	1,866	2,028	2,782	3,185	3,775	营业费用	2,455	2,834	3,156	3,949	4,688
其他	824	1,114	1,298	1,339	1,371	管理费用及研发费用	399	429	483	633	756
流动资产合计	5,057	5,608	6,637	7,925	9,462	财务费用	41	21	9	(3)	(9)
长期股权投资	81	84	90	90	90	资产、信用减值损失	94	68	54	11	15
固定资产	493	559	643	722	790	公允价值变动收益	0	0	0	0	0
在建工程	43	27	47	59	66	投资净收益	24	23	30	30	30
无形资产	85	91	66	68	69	其他	1	65	31	41	26
其他	1,598	1,595	1,497	1,444	1,532	营业利润	684	739	930	1,131	1,374
非流动资产合计	2,299	2,355	2,343	2,383	2,548	营业外收入	17	16	80	80	80
资产总计	7,356	7,963	8,980	10,308	12,010	营业外支出	10	6	6	6	6
短期借款	0	0	0	0	0	利润总额	692	749	1,004	1,205	1,448
应付票据及应付账款	2,032	2,316	3,013	3,476	4,110	所得税	172	146	216	259	311
其他	1,257	510	575	652	754	净利润	520	603	788	946	1,137
流动负债合计	3,289	2,826	3,589	4,128	4,864	少数股东损益	(1)	(1)	(1)	(1)	(1)
长期借款	0	0	0	0	0	归属于母公司净利润	521	604	789	947	1,138
应付债券	0	483	150	150	150	每股收益(元)	0.88	1.01	1.32	1.59	1.91
其他	17	57	60	60	60						
非流动负债合计	17	540	210	210	210	主要财务比率					
负债合计	3,306	3,367	3,799	4,338	5,074		2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
少数股东权益	4	1	0	(0)	(2)	成长能力					
股本	568	568	595	595	595	营业收入	18.4%	14.2%	21.1%	17.6%	20.1%
资本公积	1,410	1,409	1,381	1,381	1,381	营业利润	34.9%	8.0%	25.8%	21.7%	21.4%
留存收益	2,067	2,506	3,125	3,914	4,881	归属于母公司净利润	23.3%	15.9%	30.6%	20.1%	20.1%
其他	1	112	80	80	80	获利能力					
股东权益合计	4,050	4,596	5,182	5,970	6,936	毛利率	40.5%	38.7%	36.3%	38.5%	38.4%
负债和股东权益总计	7,356	7,963	8,980	10,308	12,010	净利率	5.7%	5.8%	6.2%	6.3%	6.3%
						ROE	13.5%	14.0%	16.1%	17.0%	17.6%
						ROIC	11.6%	12.3%	14.2%	15.5%	16.2%
现金流量表						偿债能力					
单位:百万元	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E	资产负债率	44.9%	42.3%	42.3%	42.1%	42.2%
净利润	520	603	788	946	1,137	净负债率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
折旧摊销	167	233	272	286	210	流动比率	1.54	1.98	1.85	1.92	1.95
财务费用	41	21	9	(3)	(9)	速动比率	0.97	1.26	1.06	1.13	1.15
投资损失	(24)	(23)	(30)	(30)	(30)	营运能力					
营运资金变动	(941)	(96)	(793)	(133)	(177)	应收账款周转率	15.2	18.6	18.9	16.7	16.8
其它	873	244	56	11	15	存货周转率	3.1	3.3	3.3	3.0	3.1
经营活动现金流	636	983	302	1,077	1,145	总资产周转率	1.3	1.4	1.5	1.5	1.6
资本支出	(128)	(101)	(162)	(188)	(190)	每股指标(元)					
长期投资	(69)	(20)	(6)	0	0	每股收益	0.88	1.01	1.32	1.59	1.91
其他	(697)	(436)	(93)	(108)	(154)	每股经营现金流	1.12	1.73	0.51	1.81	1.92
投资活动现金流	(894)	(557)	(262)	(296)	(344)	每股净资产	6.80	7.72	8.70	10.03	11.65
债权融资	(4)	(332)	(333)	0	0	估值比率					
股权融资	0	(1)	0	0	0	市盈率	45.2	39.0	29.8	24.8	20.7
其他	(716)	(70)	(180)	(155)	(161)	市净率	5.8	5.1	4.5	3.9	3.4
筹资活动现金流	(720)	(403)	(512)	(155)	(161)	EV/EBITDA	24.4	21.9	18.0	15.4	13.8
汇率变动影响	1	0	-0	-0	-0	EV/EBIT	30.0	28.7	23.2	19.3	16.0
现金净增加额	(978)	23	(472)	626	640						

资料来源：东方证券研究所

分析师申明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明：

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

投资评级和相关定义

报告发布日后的 12 个月内的公司的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准；

公司投资评级的量化标准

买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；

增持：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15%；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；

减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级 —— 由于在报告发出之时该股票不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该股票的研究状况，未给予投资评级相关信息。

暂停评级 —— 根据监管制度及本公司相关规定，研究报告发布之时该投资对象可能与本公司存在潜在的利益冲突情形；亦或是研究报告发布当时该股票的价值和价格分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确投资评级；分析师在上述情况下暂停对该股票给予投资评级等信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该股票的投资评级、盈利预测及目标价格等信息不再有效。

行业投资评级的量化标准：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；

看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级：由于在报告发出之时该行业不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该行业的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：由于研究报告发布当时该行业的投资价值分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确行业投资评级；分析师在上述情况下暂停对该行业给予投资评级信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该行业的投资评级信息不再有效。

免责声明

本证券研究报告（以下简称“本报告”）由东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告的全体接收人应当采取必要措施防止本报告被转发给他人。

本报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的证券研究报告。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的证券研究报告之外，绝大多数证券研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

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，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

在任何情况下，本公司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，投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面协议授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容。不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

经本公司事先书面协议授权刊载或转发的，被授权机构承担相关刊载或者转发责任。不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

提示客户及公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告，慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

电话：021-63325888

传真：021-63326786

网址：www.dfzq.com.cn