

药品零售行业的整合者，未来 O2O 医药电商龙头

公司深度

◆具备综合优势的连锁药品零售行业的整合者

在国家大力发展基层医疗机构和处方药网上销售即将解禁的背景下，传统药品零售行业受基层医院和网上电商的双重夹击，行业整合集中度提高是发展的趋势。与竞争对手相比，一心堂具备规模优势，运营效率优势和良好的发展潜力。我们认为公司能够利用现有的综合优势通过不断的门店扩张提高在医药零售行业的市场份额，成为行业的整合者。

◆公司有望成为 O2O 医药电商龙头

公司医药电商战略布局初步完成，具备较强的核心竞争力。十余年直营连锁药店经营积累的品牌声誉可以给消费者用药“安全感”。大规模的品牌共建模式可以给消费者予经济实惠。超过 2400 家高密度连锁门店网络可以给消费者及时配送和服务的便利。最后，自 2007 年以来持续推进的信息化建设能够帮助公司基于客户大数据给予消费者个性化的消费体验。电商是一个强者恒强，赢者通吃的天下。因此，我们看好公司利用现有的先发优势，成为未来医药电商的龙头企业。

◆估值与评级

根据我们的盈利预测，公司 14-16 年业绩分别为 1.25 元、1.63 元和 1.86 元，目前对应估值分别为 37X、28X 和 25X，在医药流通板块中处于平均水平。但公司以药品零售为主，毛利率与净利率均高于药品分销企业，且公司是传统连锁药店领军企业并逐渐向医药电商转型。考虑到公司业务的高利润率和广阔的增长空间，我们认为公司的估值应当高于医药流通行业平均估值。为此，我们给予公司 2015 年 EPS 35 倍估值，对应目标价 57 元，“买入”评级。

◆风险提示：

公司门店异地扩张业务增长不达预期；电商改造最后一公里配送增加运营成本；网上医保支付不能落地；执业药师不足。

业绩预测和估值指标

指标	2012	2013	2014E	2015E	2016E
营业收入（百万元）	2,842	3,547	4,574	5,592	6,649
营业收入增长率	28.1%	24.8%	29.0%	22.3%	18.9%
净利润（百万元）	183	241	324	425	485
净利润增长率	35.5%	31.9%	34.6%	30.9%	14.2%
EPS（元）	0.70	0.93	1.25	1.63	1.86
ROE（归属母公司）（摊薄）	22.6%	23.0%	12.9%	14.4%	14.1%
P/E	66	50	37	28	25
P/B	15	12	5	4	4

买入（首次覆盖）

当前价/目标价：46.36/57.00 元

目标期限：6 个月

分析师

江维娜（执业证书编号：S0930513060003）

021-22169102

jiangwn@ebsecn.com

联系人

万明亮

021-22167197

wanmingliang@ebsecn.com

市场数据

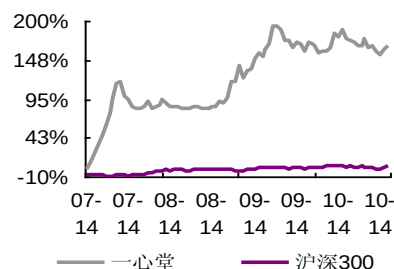
总股本(亿股)：2.60

总市值(亿元)：120.68

一年最低/最高(元)：14.64/52.62

近 3 月换手率：172.66%

股价表现(一年)



收益表现

%	一个月	三个月	十二个月
相对	1.30	34.80	0.00
绝对	2.16	40.70	0.00

相关研报

投资要件

关键假设

1. 公司门店扩张计划稳步推进，14-16年零售业务收入增速分别为31.2%，22.3%和18.9%。
2. 零售业务毛利率维持不变，14-16年预测为40.5%。
3. 随着新门店的扩张和O2O电商业务的持续推进，营业费用率将逐年上升，14-16年营业费用率为26.0%、26.5%和26.8%。

我们区别于市场的观点

我们对药品零售行业的发展趋势和公司转型做 O2O 医药电商的竞争优势做了详细阐述。考虑到公司的竞争优势和未来电商业务的发展前景，公司应当高于目前的估值水平。

股价上涨的催化因素

短期内，网售处方药解禁政策正式出台和公司门店扩张计划的实施进展将对公司股价产生积极的影响。长期上，国家医药分开政策实施进展和公司作为 O2O 医药电商的核心竞争力的不断增强将对股价进一步推动作用。

估值和目标价格

根据我们的盈利预测，公司 14-16 年业绩分别为 1.25 元、1.63 元和 1.86 元，目前对应估值分别为 37X、28X 和 25X，在医药流通板块中处于平均水平。但公司以药品零售为主，毛利率与净利率均高于其他药品分销企业，且公司是传统连锁药店领军企业并逐渐向医药电商转型。考虑到公司业务的高利润率和广阔的增长空间，我们认为公司的估值应当高于医药流通行业平均估值。为此，我们给予公司 2015 年 EPS 35 倍估值，对应目标价 57 元，“买入”评级。

投资风险

公司门店异地扩张业务增长不达预期；电商改造最后一公里配送增加运营成本；网上医保支付不能落地；执业药师不足。

目 录

1、 一心堂：未来的 O2O 医药电商龙头	6
1.1、 公司概况	6
1.2、 少区域高密度网点构建渠道优势	7
1.3、 品牌共建强化成本优势	7
1.4、 信息化建设夯实电商基本功	8
1.5、 拟参与筹建民营银行增强核心竞争力	9
1.6、 管理层股权激励充分	9
2、 连锁药店向 O2O 医药电商转型是大势所趋	10
2.1、 国家政策带动行业发展	10
2.2、 医药零售终端的发展现状	10
2.3、 网售处方药解禁和医药分开对各个零售终端的影响	12
2.4、 传统零售药店行业集中度提高，转型医药电商是大势所趋	13
3、 传统药品零售行业整合者，未来医药电商龙头	15
3.1、 具备综合竞争优势的连锁药品零售行业的整合者	15
3.2、 O2O 医药电商业务前景广阔	17
3.3、 零售业务与电商业务同步推进驱动公司不断成长	18
4、 盈利预测与估值	22
4.1、 关键假设	22
4.2、 估值与投资评级	22
4.3、 股价的驱动因素	23
5、 O2O 医药电商的风险分析	23
5.1、 药店地理分布的覆盖度不足问题	23
5.2、 最后一公里配送问题	23
5.3、 网上医保支付问题	23
5.4、 执业医师不足问题	24
6、 附录：美国连锁药店个性化药品销售发展趋势 --- 提高病人的依从性	24
6.1、 什么是病人的依从性	24
6.2、 慢性病患者的依从性是世界性难题	24
6.3、 影响病人依从性的因素	24
6.4、 信息化推动的个性化服务 --- 美国 CVS 提高病人依从性采取的措施	25
6.5、 病人依从性对药店收入的影响	26

图表目录

图 1：公司 2010-2014Q3 营业收入及增长率（千元）	6
图 2：公司 2010-2014Q3 净利润及增长率（千元）	6
图 3：一心堂网上药店首页	6
图 4：2013 年底公司零售门店网络全国分布图	7
图 5：2013 厂商共建品牌品种、销售、毛利占比	8
图 6：厂商共建品牌 2011-13 收入毛利增长情况（万元）	8
图 7：公司信息化建设示意图	9
图 8：公司股权结构图	10
图 9：我国药品终端市场规模（亿元）	11
图 10：药品零售终端市场增长状况（亿元）	12
图 11：2012 我国药店门店数及构成比例	13
图 12：消费者对药品的需求层次	14
图 13：公司与竞争对手 2013 年零售业务销售额的比较（千元）	15
图 14：公司与竞争对手零售业务毛利率比较	15
图 15：连锁零售药店净利率比较	16
图 16：公司与其他药品零售商资本投入额度比较（千元）	16
图 17：公司与其他药品零售商资产周转率比较	16
图 18：公司与其他药品零售商资产负债率比较	16
图 19：2013 年我国医药电商竞争格局	17
图 20：2013 年医药电商销售商品分类	17
图 21：不同城市市场药品零售市场格局（亿元）	19
图 22：零售收入预测（千元）	21
图 23：病人依从性差的因素分析	25
表 15：CVS 提高病人依从性采取的措施	25
图 24：CVS 提高病人依从性措施范例	26
图 25：高依从性与低依从性患者的比较	26
图 26：高依从性与低依从性患者对药店收入的影响	26

表 1：公司信息化项目进展.....	9
表 2：各个药品销售终端的说明	11
表 3：药品零售终端市场分析	12
表 4：公司与西南地区主要竞争对手的比较	15
表 5：一心堂转型做 O2O 医药电商的优势.....	18
表 6：一心堂未来门店扩张计划	18
表 7：公司在四川、广西、重庆 2009-13 年扩张情况（千元）	19
表 8：公司门店开业时间与店均收入的关系	20
表 9：公司门店数增长与零售零售收入增长情况.....	20
表 10：收入预测模型的解释.....	20
表 11：公司电商平台未来两年发展规划.....	21
表 12：与其他医疗流通公司的比较.....	22
表 13：股价的驱动因素.....	23
表 14：影响病人依从性的因素	24

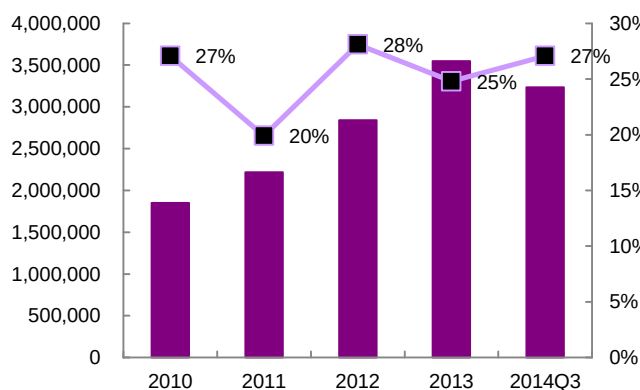
1、一心堂：未来的 O2O 医药电商龙头

1.1、公司概况

云南鸿翔一心堂药业（集团）股份有限公司为以零售药店连锁经营为核心产业，集中药材加工与销售、药品批发为一体的大型医药股份制企业。自 2001 年 1 月第一家一心堂药店创建至今，十余年间一心堂在云南、广西、四川、贵州、山西、重庆等地区开设了 2400 余家直营连锁药店，年销售额逾 40 亿元，员工人数 14000 余人，拥有 680 多万会员，每年拥有上亿人次的消费群体。至今，一心堂已连续 7 年问鼎中国十强药店，并且是 2013-2014 中国药店发展报告中排名第一的全国直营连锁药店。

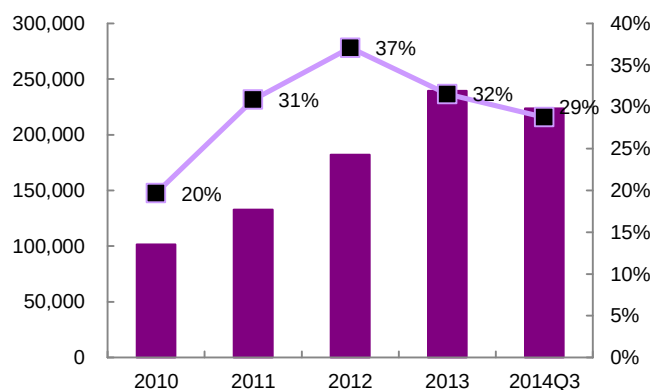
药品零售是公司收入与利润的主要来源（收入与毛利占比均在 90%以上）。历年来，公司收入与利润稳定增长，显示了良好的发展势头。尤其是公司一直坚持规划发展医药电商业务。公司官网（<http://www.hxyxt.com>）平台有近三千个产品销售。同时公司还入驻了天猫医药馆，分别开设了一心堂大药房旗舰店（<http://yixintangdyf.tmall.com>）、鸿翔云南专卖店（<http://hongxiangyn.tmall.com>）、和鸿云保健品专营店（<http://hongyunbjp.tmall.com>）等三家店铺。除纯粹网上直销外，公司还在部分门店进行了 O2O 业务实践，为后续大面积开展此项业务做准备。

图 1：公司 2010-2014Q3 营业收入及增长率（千元）



资料来源：Wind

图 2：公司 2010-2014Q3 净利润及增长率（千元）



资料来源：Wind

图 3：一心堂网上药店首页



资料来源：一心堂网上商城

1.2、少区域高密度网点构建渠道优势

公司一直坚持“少区域高密度网点”的发展策略，使公司在—个区域内形成较高竞争力及品牌影响力。在零售药店的网点布局上，公司立足云南，开拓西南。截止2014年9月30号，公司零售门店数2480家。其中云南1915家（覆盖了云南大部分市县），广西254家（分布在来宾，贵港等12个地级城市），四川141家（主要集中在攀枝花地区），山西42家，贵州90家，和重庆38家。

公司所有分店均为直营连锁店。直营连锁企业对其直营终端有极强的控制力，能够保证总部和门店长远规划和整体战略的统一，能够充分发挥公司规模优势，并通过原有的工作团队及已建立的市场基础，较容易形成可持续的发展能力。

图4：2013年底公司零售门店网络全国分布图



资料来源：公司招股书

1.3、品牌共建强化成本优势

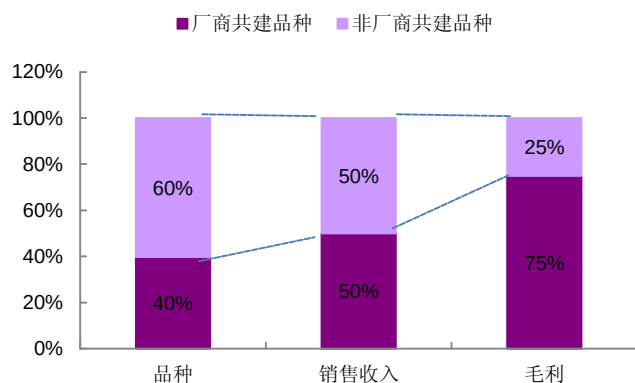
在我国，无论是电商还是传统零售商，无论是医药行业还是家用电器或其他行业，价格战都是绕不开的话题。事实上，与传统医药零售商相比，医药电商规模化经营后在促销、渠道、推广、管理等方面费用较低，加上顾客细分等优势，医药电商在提高吸引力、拉低价格方面有相当大空间。更重要的是，价格战是加速医药电商洗牌、提高行业准入门槛的必由之路。

公司能够在价格战中胜出，除了凭借规模优势和优化物流成本等基本手段外，对供应商的管理是至关重要。公司因为拥有良好的渠道优势、销售终端优势和较强的商品营销能力，所以能直接与生产企业开展深度合作，建立合作伙伴关系，共同推广商品。在这种厂商共建模式下，生产企业将渠道费用、广告费用、营销费用等转化为商品毛利让渡给公司，公司可以获得较低的采购价格、较长的账期及优惠的退换货政策等。截至2013年12月底，一心堂厂商品牌共建品种1,194个。其中销售前50名的品牌中，属于厂商共建品牌的共39个，其中38个为独家代理品牌。全部厂商共建品牌的销售占公司零售销售的50%左右。但由于厂商共建品牌平均毛利率在60%以上，而非厂商共建品牌的毛利率在15%-20%之间，所以厂商共建品牌贡献了公司毛

利的 75%。厂商品牌共建品种的销售是公司零售业务毛利的保证。

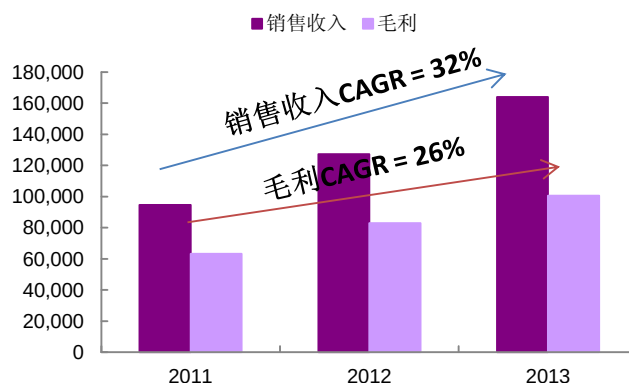
在公司与其他零售药店或者网上电商竞争中，厂商共建经营模式能够给予公司以价格优势，帮助公司在价格战中胜出。可以说，厂商共建品种的独家代理权和高毛利将是公司医药电商的竞争中立出的重要基础。

图 5：2013 厂商共建品牌品种、销售、毛利占比



资料来源：公司招股书

图 6：厂商共建品牌 2011-13 收入毛利增长情况（万元）



资料来源：公司招股书

1.4、信息化建设夯实电商基本功

医药流通行业发展的关键在于先进物流技术和信息技术的运用。随着市场竞争加剧、行业监管趋紧，企业服务趋于同质化，人力成本优势逐渐消失，医药流通行业利润空间缩小。为了争取更多的利润空间，医药流通企业需要更好地控制成本、更敏锐地发掘市场信息。同时，消费者需求趋于多元化和专业化。为了应对上述变化，医药流通企业除采取大规模采购以压低成本以外，在物流、供应链管理、营销网络管理、商品销售管理及其他相关服务方面需要大量应用信息技术，降低监管成本和错误成本，提高工作效率。

信息技术是零售连锁行业的核心技术，公司于 2007 年就开始正式部署 SAP（全球领先的企业管理软件解决方案提供商）ERP 系统。是国内药品连锁零售行业第一家实施 SAP 的企业。其后又分别引入了 BW、HR、HANA 等模块。未来公司将以 BW，HANA 大数据平台为基础，通过 CRM 客户关系管理系统对客户生命周期进行管理，有效挖掘客户需求，培养终身合作伙伴式的客户关系。同时，公司将引入 SAP Hybris 系统，建立以 O2O 模式为核心的，健康产品和健康服务销售平台。

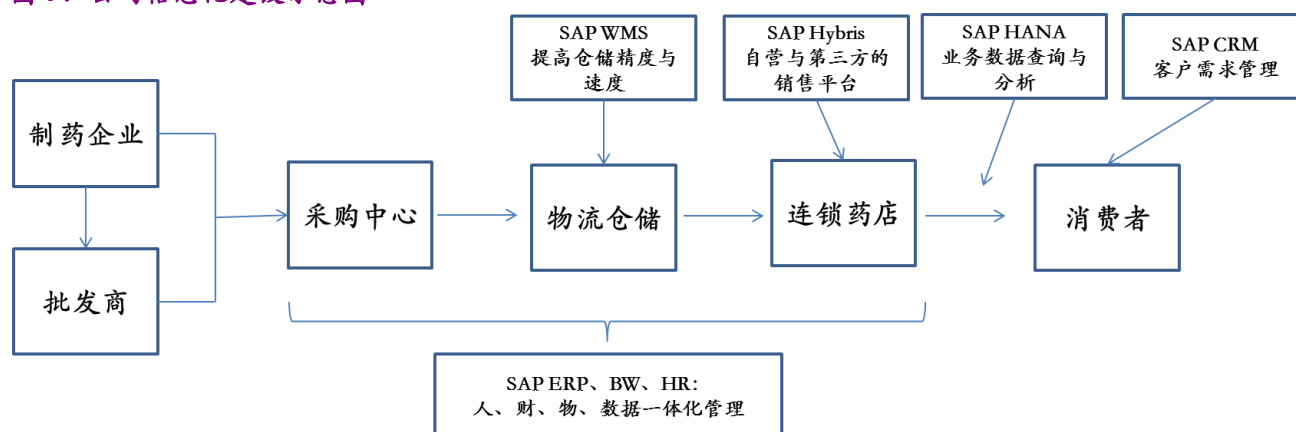
公司持续推进的信息化建设能够保证以低成本为消费者提供优质的个性化服务。这将成为公司在医药电商领域的核心竞争力，也给其他潜在竞争者设置了很高的进入壁垒。

表 1：公司信息化项目进展

信息化项目进展	系统	目标&效果
2007 年 SAP 一期项目	SAP ERP (企业资源计划)	财务业务数据高度一体化管理
2009 年 SAP 二期项目	SAP BW (商业智能系统) SAP HR (人力资源系统)	人、财、物、数据集商业智能的一体化管理
2008-2011 年 SAP 三期项目	SAP WMS (仓库管理系统)优化	增强了鸿翔物流的作业精度、速度以及物流仓库的吞吐能力
2013 年 SAP 四期项目	SAP HANA (高性能分析设备)	实现大量实时业务数据进行查询和分析。为洞察客户行为和精准客群定位奠定了技术支持

资料来源：公司招股书，公司公告

图 7：公司信息化建设示意图



资料来源：光大证券研究所

1.5、拟参与筹建民营银行增强核心竞争力

公司接云南沿边小微银行股份有限公司筹备组入股邀请函，拟作为主要发起人动用不超过 2.5 亿元的自有资金参与设立云南沿边小微银行股份有限公司。云南沿边小微股份有限公司拥有云南省唯一的民营银行牌照。公司作为最大的出资方之一，未来将对该民营银行有较大的影响力。公司与民营银行之间将产生协同效应，一旦银行设立，会产生双赢的效果。

一方面，公司在云南密集的门店网络将成为银行现成的网点。既能够降低银行的运营成本，又能够给公司门店带来客流。另一方面，公司 680 万会员和 1200 多家供应商将成为银行潜在客户。对于会员，银行可以给他们提供包括存取款，小额融资，网上支付等一系列金融服务，既支持了银行的发展又使消费者在公司门店或者网上药店消费过程中有更好的体验。对于供应商，银行可以满足他们的融资需求，同时这也增强了公司与供应商的联系。

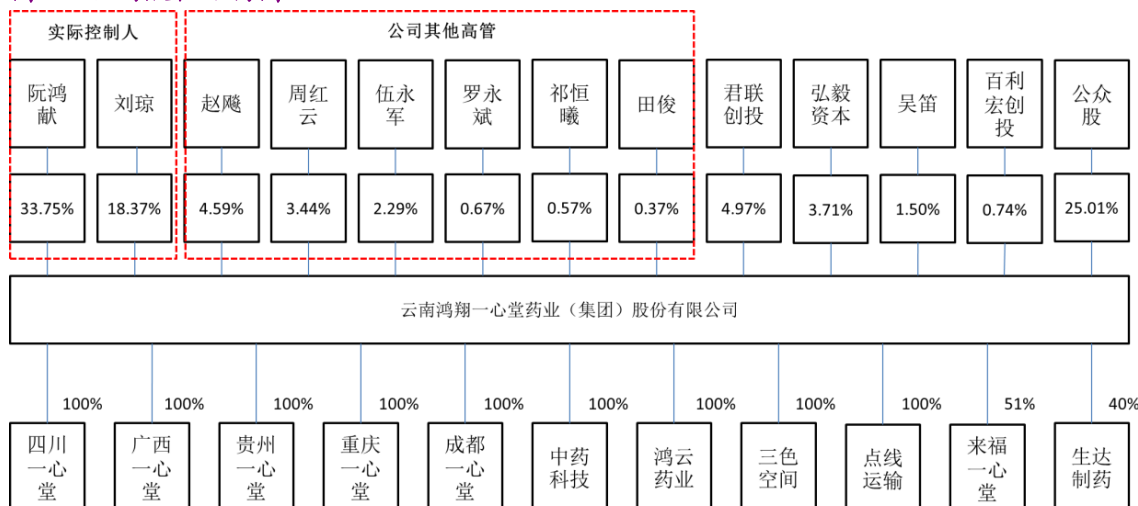
因此，我们看好公司通过筹建民营银行增强核心竞争力。

1.6、管理层股权激励充分

自 IPO 发行后，实际控制人阮鸿献和刘琼（夫妻关系）的控股比例达到 52.12%，其他高管的控股比例为 11.93%。实际控制人和高管的总股权比例为 64.05%，股权激励充分。自上市以来，公司一直致力于从一个区域性的

企业发展为一个全国性的企业，从传统的医药零售模式升级为全新的医药电商模式。我们看好公司管理层延续其过往稳健而有效的风格，带领公司成为全国性的医药电商的领军企业。

图 8：公司股权结构图



资料来源：公司招股书

2、连锁药店向 O2O 医药电商转型是大势所趋

2.1、国家政策带动行业发展

今年 5 月 28 日，国家食药监总局发布《互联网食品药品经营监督管理办法（征求意见稿）》。《征求意见稿》规定，取得相应资格证书的互联网平台不仅可以卖处方药，还可以由第三方物流配送平台进行药品或医疗器械的配送。随着意见征集的完成，政策有望在年底前落地。放开处方药，意味着医药电商的市场空间将约 2000 亿元的 OTC 市场扩展至整个医药市场，处方药市场的普及将给医药电商市场的发展带来极大的促进作用。

今年 9 月 9 日，商务部、发改委、财政部、人社部、卫计委、食药监总局等六部门联合发布《关于落实 2014 年度医改重点任务提升药品流通服务水平和效率工作的通知》，在《通知》中，明确提出了“加快清理和废止阻碍药品流通行业公平竞争的政策规定，构建全国统一市场；采取多种方式推进医药分开；鼓励零售药店发展和连锁经营；增强基层和边远地区的药品供应保障能力”等内容。医药分开将使更多的处方药销售走出医院药房，零售药店和网上药店将为此而受益。目前，我国医院终端（医院+城镇基层医疗机构）药品销售的市场份额在 80% 以上，零售药店和医药电商的市场份额不到 20%。逐步推行的医药分开政策将给零售药店和医药电商带来很大的发展空间。

2.2、医药零售终端的发展现状

《中国六大终端用药市场分析蓝皮书》将我国药品销售分为六个终端，包括城市等级医院，县域等级医院，城市基层医院，农村基层医院，实体药店，和网售药店。

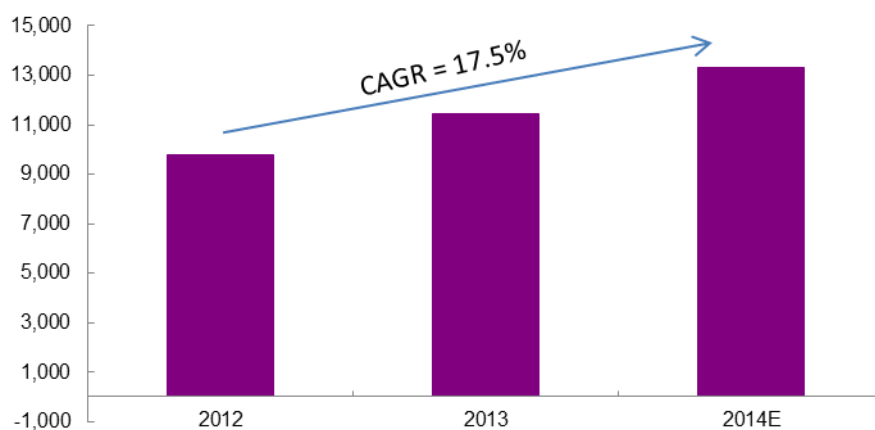
表 2：各个药品销售终端的说明

药品终端	说明
城市等级医院	地级及以上城市二、三级医院
县域等级医院	县（县级市）二级以上医院（含部队医院）
城市基层医院	地级及以上城市一级医院+卫生服务中心
农村基层医院	县（县级市）一级医院+社区卫生服务中心+乡镇卫生院+村卫生室
实体药店	所有获得药品经营许可证的实体药店
网售药店	所有获得互联网药品交易服务许可证的网上药店

资料来源：《中国六大终端用药市场分析蓝皮书（2013-2014）》

药品终端市场总规模在 2012、2013 年和 2014（预测）分别为 9755 亿元，11463 亿元和 13326 亿元，年复合增长率为 17%。

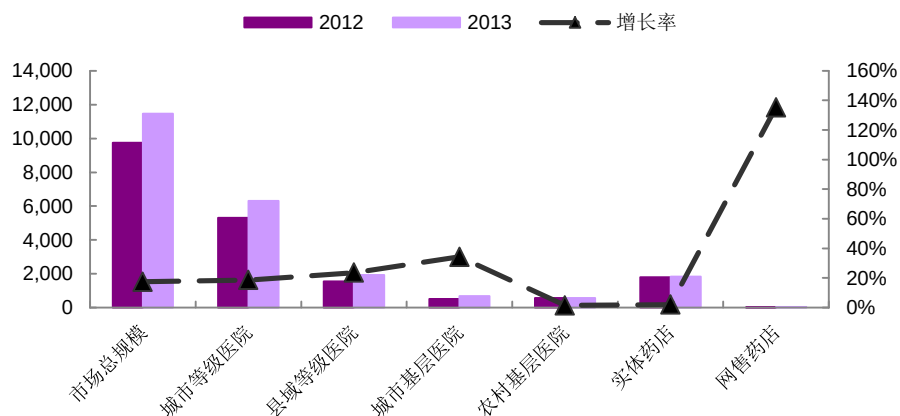
图 9：我国药品终端市场规模（亿元）



资料来源：《中国医药行业六大终端市场分析报告（2012-2013）》、《中国六大终端用药市场分析蓝皮书（2013-2014）》

从各个终端来看，城市与县级二、三级医院是药品销售的主要渠道，其市场份额稳定在 70% 以上，其中县级医院由于受到国家政策的倾斜与扶持从而快速发展。其就诊人数的增加也带动了药品销售的快速增长。城市基层医院受药品零差价，医保报销比例大等利好政策支持，市场份额逐渐增大。网售药店由于成本优势和基数小而快速增长。比较而言，农村基层由于医疗资源匮乏，实体药店由于没有任何政策扶持，竞争力不强，市场份额有所下滑。

图 10：药品零售终端市场增长状况（亿元）



资料来源：《中国医药行业六大终端市场分析报告（2012-2013）》、《中国六大终端用药市场分析蓝皮书（2013-2014）》

2.3、网售处方药解禁和医药分开对各个零售终端的影响

城市与县城的等级医院是各种大病药物或者首次处方药的主要销售渠道。这是由于这类药物的用法非常依赖于医生的诊断和指导，而大量优质的医疗资源集中在等级医院所导致的。一般来说，医生开出处方，消费者就会在医院药房买药。医药分开大规模施行后，医院药房最可能以药房托管的方式外包给医药流通企业。但由于医院在议价上的强势地位和取消以药养医后医院收入无法得到全额补偿，托管企业将不得不把大部分药房托管的利润返还给医院。也就是说，无论是否取消以药养医，短期内，等级医院（二、三级医院）通过药品获得超过 70% 的药品销售收益的态势不会改变。只有出现大量医生自由执业或者完善的医疗转诊制度建立才能扭转病人和医疗资源过于向高等级医院集中的情况，这将是一个长期的过程。

城市、农村基层医院，实体药店和网售药店是轻问诊药物（如以抗生素，清热解毒和胃肠道药物等）和慢性病续方药物（如心脑血管药物，糖尿病药物）的主要销售渠道。在网售处方药解禁和医药分开的政策下，这四大终端将形成竞争关系，共同争夺 30% 左右的市场份额，即 3000 亿元左右的市场。

表 3：药品零售终端市场分析

终端	市场份额			驱动因素	药品种类&消费者习惯
	2012	2013	2014E		
城市等级医院	54%	55%	55%	医院诊疗人数增加	处方药的主要渠道。抗感染是最大品类，其次为心血管用药，抗肿瘤药和免疫调节剂等
县城等级医院	16%	17%	18%	国家政策支持与投入	
城市基层医院	5%	6%	6%	基层药品零差价，医保支持	抗感染，心脑血管，大输液产品和轻问诊相关基药如呼吸系统用药，清热药，解表药，解热镇痛药等
农村基层医院	6%	5%	5%	医疗资源相对匮乏，负增长	
实体药店	18%	16%	16%	自然增长	抗感染，清热解毒药，胃肠道用药，跌打损伤用药，心血管用药，及维生素等保健类产品
网售药店	0.1%	1%	1%	新兴渠道，价格优势	医药器械为主，药品以保健类产品为主，其次为万艾可，希爱力等泌尿生殖类产品

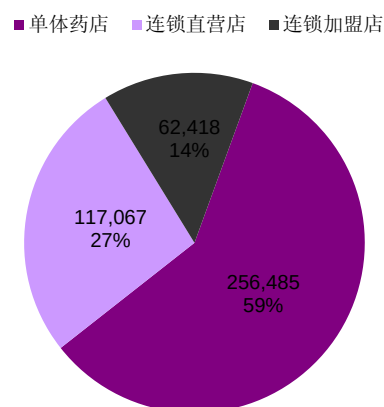
资料来源：《中国医药行业六大终端市场分析报告（2012-2013）》，光大证券研究所

其中基层医院由于可以做简单的问诊，诊断和输液等操作，在一些用药需要专业指导的药品（如输液，慢性病续方等）销售领域具备优势。网售药店由于通过压缩渠道降低人力成本而具备价格优势，在一些对安全性和时效性不是太高的药品（如保健类药品和性功能类药品）销售领域拥有竞争力。而传统零售药店受制租金人力成本的上涨和基层医院、电商渠道的挤压，未来可能举步维艰。零售药店终端市场份额下滑也反应了这一趋势。

2.4、传统零售药店行业集中度提高，转型医药电商是大势所趋

从零售药店市场终端分析，2012 年我国共有零售药店 43.6 万家，其中连锁药店（直营店+加盟店）18 万家。连锁率为 41%。我国药店的集中度不高。在市场竞争中，单体药店因为不具备连锁药店的规模优势将首先受到冲击。因此，零售药店行业未来连锁率提高，集中度提高将是首先会发生的事情。

图 11：2012 我国药店门店数及构成比例

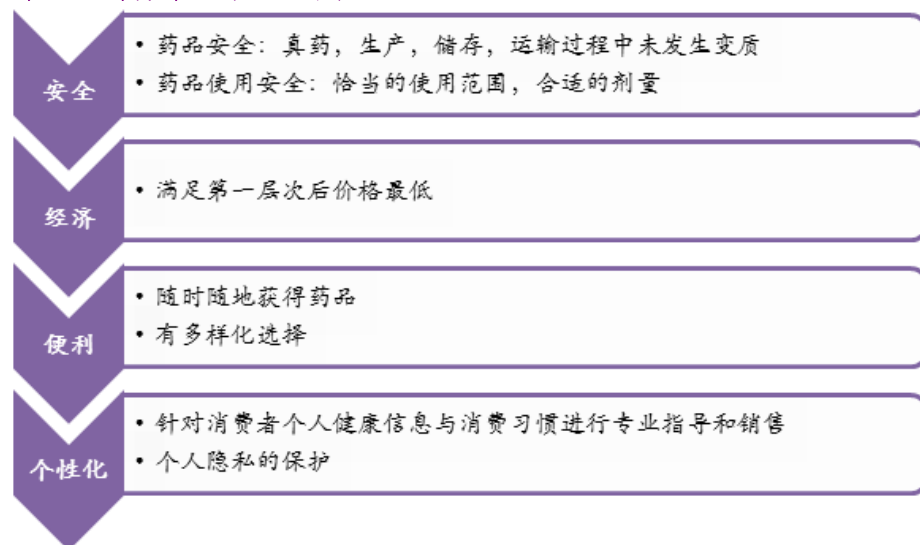


资料来源：中康资讯

但即使是连锁药店在与基层医院和网售药店竞争的过程中也没有明显的优势，我们认为连锁药店转型做 O2O 医药电商才是最终发展的出路。O2O 即 Online To Offline（线上到线下），是指将线下的商业模式与互联网结合，让互联网成为线下交易的前台，这个概念最早来源于美国。O2O 商务模式的关键是：在网上寻找消费者，然后将他们带到现实的门店中。它是支付模式和为店主创造客流量的一种结合（对消费者来说，也是一种“发现”机制），实现了线下的购买。这种模式应该说更偏向于线下，更利于消费者，让消费者感觉消费的较踏实。

药品与其他消费品不同。简单归纳，消费者对药品的需求分为四个层次，四个层次是依次递进的关系，分别为安全，经济，便利和个性化。

图 12：消费者对药品的需求层次



资料来源：2014 年中国药品线上销售主要制约因素及前景展望

从与零售药店竞争的其他渠道来看，基层医院在安全和经济方面做的较好，而在便利和个性化方面表现不佳。由于基层医院公立的属性，其短期内大幅改善的动力不足。纯粹的网上药店在经济方面做的最好，但在安全性和便捷方面有所欠缺，毕竟假药始终是一个无法回避的问题，而且电商的配送速度无法满足对时间要求高的药品的需求。

连锁药店转型的 O2O 医药电商是唯一有望同时满足消费者四个层次需求的终端。相比于网上药店，O2O 医药电商凭借其线下连锁药店多年积累的声誉和药剂师的专业指导能够给消费者以安全的感觉。相比于传统零售药店，O2O 医药电商凭借规模效应而具备成本优势。相比于基层医院，O2O 医药电商线下药店更广泛的地理布局和互联网改造能够给消费者更便捷的体验。最后，O2O 医药电商可以通过对消费者的大数据进行分析，包括消费者的健康信息、消费者的用药习惯、消费者的用药后反应等，从而对消费者的药品销售进行个性化订制，满足个性化用药的需求。

所以，对于基层医院，零售药店和网售药店三大终端占据的约 3000 亿的市场来说，我们看好由传统连锁药店转型成功的 O2O 医药电商成为最后的赢家。电商的竞争往往是激烈而且残酷的，是一个强者恒强，赢者通吃的天下，在每一个细分领域往往只有一到两家胜者（剩者）。在此，我们看好积极进行医药电商转型的，全国直营连锁药店排名第一的云南鸿翔一心堂药业股份有限公司。

3、传统药品零售行业整合者，未来医药电商龙头

3.1、具备综合竞争优势的连锁药品零售行业的整合者

公司与主要竞争对手相比，公司具备较强的规模优势、运营效率优势和良好的发展前景。

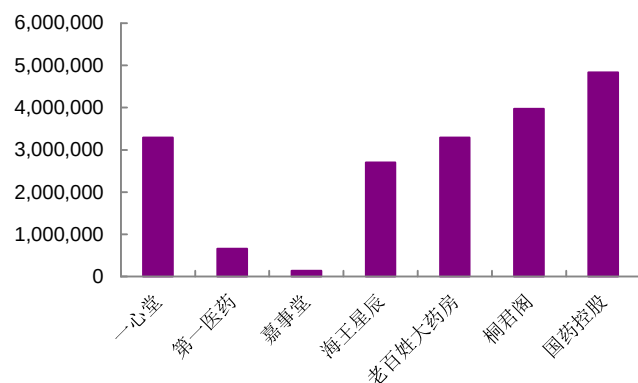
规模优势：公司采用少区域高密度开店的方式。其门店总数在西南地图仅次于重庆和平和桐君阁，但直营店数排名第一。以2013年为例，公司的零售业务的销售额与老百姓大药房持平，低于桐君阁和国药控股大药房。但公司的门店主要集中在云南地区，与竞争对手地理重合度低，不会形成激烈的竞争。凭借这规模优势和品牌共建的经营模式，公司的毛利率高于行业平均水平。根据中康咨询调查显示，2008年、2009年大中型城市城区80%连锁药店平均毛利率区间分别为27%-29%、27%-32%。同时根据我们能够找到的可比公司的数据，公司的毛利率高于规模较小的第一医药与嘉事堂的医疗零售业务，与规模接近的海王星辰和老百姓大药房的毛利率相当。从门店网络和毛利率水平来说，公司具有区域规模优势。

表 4：公司与西南地区主要竞争对手的比较

公司	直营店数	加盟店数	门店总数	医保店数	分布
一心堂	2480	0	2480	1943	分布于云南、四川、广西、贵州、山西、重庆等地区
健之佳	1025	0	1025	614	分布于云南、四川、广西、重庆四地
老百姓大药房	NA	NA	738	NA	分布于全国 70 多个大中型城市。超市化经营模式为主
国药控股国大药房	2087	0	2087	NA	分布于北京，上海，天津，沈阳，广州等 20 个省会中心城市
四川德仁堂	331	278	609	383	分布在四川的成都、德阳、绵阳、内江、南充、泸州、西昌等地
重庆和平	1820	790	2620	NA	分布于重庆、贵州、四川、广西惠州等地
桐君阁	1306	7000	8306	2518	覆盖至四川和重庆两地 90%的区县级城市及天津市部分地区
贵州芝林	103	65	168	98	遍布贵阳及贵州各地市

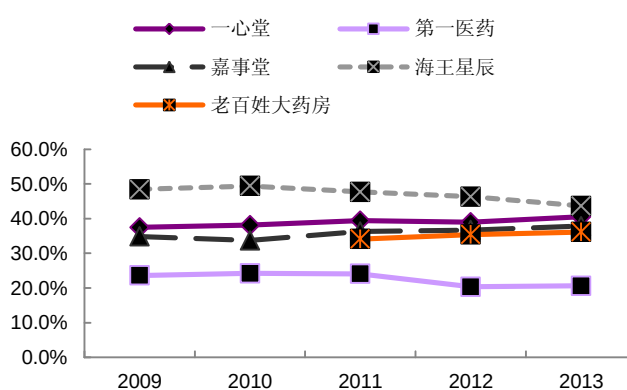
资料来源：2013-2014 中国药店发展报告，公司三季报

图 13：公司与竞争对手 2013 年零售业务销售额的比较（千元）



资料来源：Wind，各个公司2013年年报

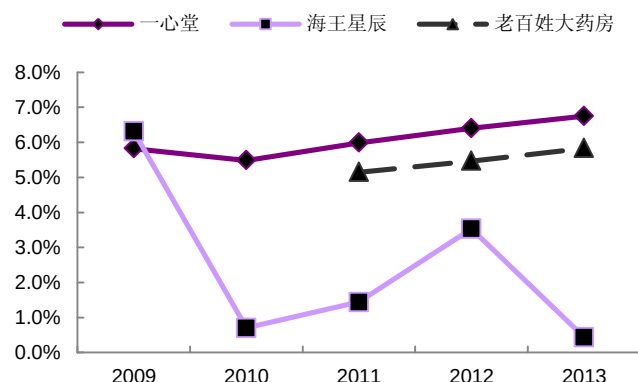
图 14：公司与竞争对手零售业务毛利率比较



资料来源：Wind

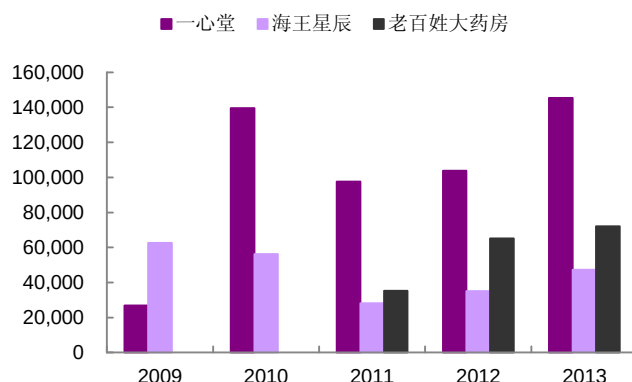
运营效率高：公司的门店均为直营连锁店。相比于加盟店，直营连锁店可以制定统一的标准，是运营效率的保障。另外，公司多年的信息化建设初具成果，在运营的过程中做到了人、财、物、数据集商业智能的一体化管理，进一步提高公司的盈利能力。公司在毛利率处于行业中等偏上水平的基础上，公司净利率处于行业的领先水平。且公司每年的固定资产与无形资产的投资均是海王星辰和老百姓大药房公司的2-3倍。大量资产的增加并没有导致资产利用效率的下降。相反公司的资产周转率一直处于三家公司中的领先水平，显示了公司管理层极高的运营效率。

图 15：连锁零售药店净利率比较



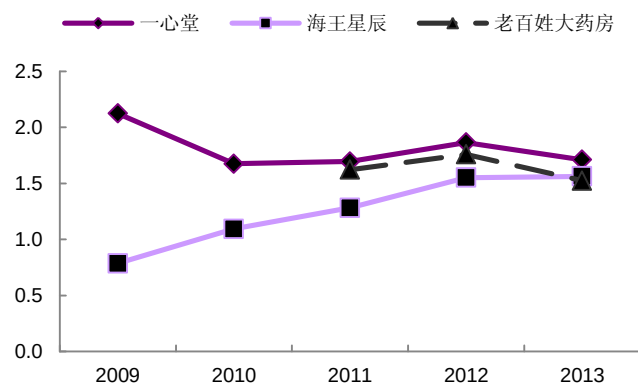
资料来源：Wind

图 16：公司与其他药品零售商资本投入额度比较（千元）



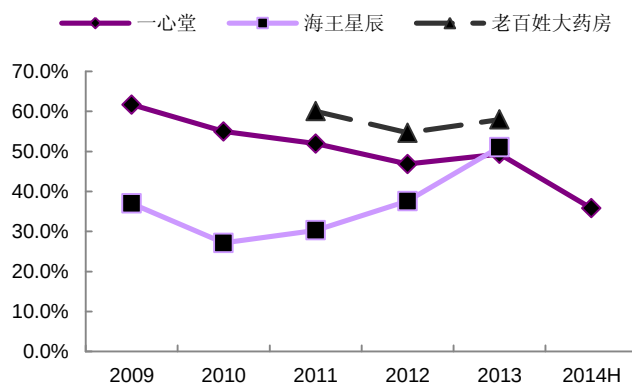
资料来源：Wind

图 17：公司与其他药品零售商资产周转率比较



资料来源：Wind

图 18：公司与其他药品零售商资产负债率比较



资料来源：Wind

良好的发展潜力：公司历年来扩张速度快，公司于今年上市后，资产负债率从 49%下降到了 35%，与竞争对手拉开了差距。在未来的扩张中，财务上具有更大的灵活性。同时，公司通过上市获得了与资本市场对接的渠道，扩张势头有望进一步加速。

我们在行业的分析中就已经谈到药品零售行业未来集中度提高是个大概率事件。在集中度提高的过程中往往伴随着竞争力差的企业不断的被淘汰，而竞争力强的企业的市场份额不断增加。为此，我们看好一心堂凭借现有的规模大，盈利能力强，运营效率高的竞争优势成为医药零售行业整合者。其

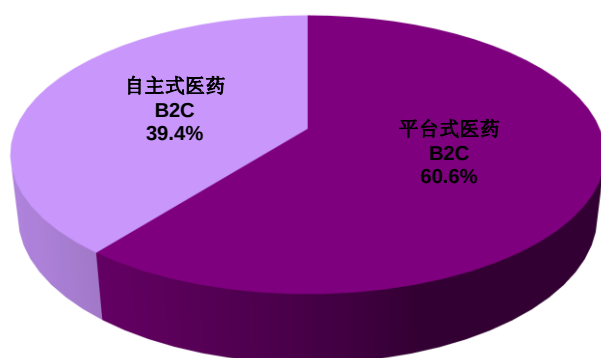
市场份额将随着门店的扩张而增长。同时公司也有望从一个省级医药零售龙头发展成为西南区域医药零售领军企业乃至全国性药品零售连锁企业。

3.2、O2O 医药电商业务前景广阔

公司已经在部分门店进行了 O2O 业务实践，培养后台及门店工作人员学习和掌握 O2O 线上线下（线上下单、线下取货）的营销思想。未来该项业务有望大面积推广。

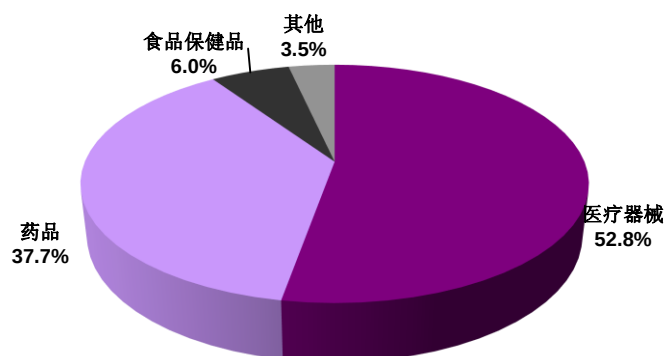
我国医药电商现在还是以 B2C 为主。根据中国药店医药电商研究中心的监测与统计，2013 年中国医药 B2C 继续快速增长，全年交易规模达到 42.6 亿元，同比增长 166%。其中，平台式 B2C（天猫医药馆等）交易规模达到 25.8 亿元，占比为 60.6%；自主式医药 B2C 网站（医药 B2C 官网）的交易规模全年为 16.8 亿元，占比达到 39.4%。从销售的产品组合上来说，医疗器械是主要的销售品类，在电商中的市场份额为 52.8%，其次为药品 37.7%，食品保健品占比为 6.0%，其他品种占比为 3.5%。我们认为网上销售的医药类商品对使用指导和时效性要求都不高。消费者主要的诉求是价格便宜。

图 19：2013 年我国医药电商竞争格局



资料来源：《2013-2014 中国药店发展报告》

图 20：2013 年医药电商销售商品分类



资料来源：《2013-2014 中国药店发展报告》

正如我们前面在行业分析中所论述的一样，价格便宜并不是消费者对药品的唯一诉求，甚至不是最重要的诉求。O2O 医药电商是唯一一个有望同时满足消费者“安全，经济，便利，个性化”四项需求的零售终端。从公司现有的竞争优势来看，公司已经具备了成为一个优秀的 O2O 医药电商的雏形。

在安全方面，公司在西南地区有超过 10 年经营连锁零售药店的品牌声誉，并且超过 200 位执业药师专业用药指导能够给予消费者用药安全感。在经济方面，规模优势和品牌共建经营模式带来低成本高毛利可以保证商品的实惠和促销的力度。在便利方面，高密度零售门店网络具有终端配送的优势。尤其我国用药的主体人群还是中老年人，他们还没有在网上购药的消费习惯。公司门店店员的一对一辅助下单可以给他们便利的感觉。在个性化方面，公司多年以来的信息化建设和物流网络建设是公司客户个性化业务开展的基础。公司升级的 SAP HANA 和 SAP CRM 将能够使公司利用客户大数据，

分析并预测消费者的行为和习惯，为消费者提供有特色的综合健康消费体验。

表 5：一心堂转型做 O2O 医药电商的优势

消费者需求层次	一心堂的竞争优势	与纯粹网上电商比较
安全	十余年连锁药店经营积累起来的品牌声誉 超过 200 位执业药师的专业用药指导	有优势：纯粹网上购药安全性差
经济	品牌共建模式带来的低成本，高毛利	无优势：网上电商压缩租金和人力成本
便利	高密度零售门店网络建立的终端配送优势	有优势：网上电商的配送速度不如有密集门店网络的一心堂；中老年消费者无网上直接购药的消费习惯
个性化	自 2007 年以来持续推进的信息化建设 国内第一家零售行业 SAP Hybris 客户，能够为消费者提供有特色的 O2O 综合健康消费体验	持平：现在大家做的都不好。未来比拼大数据系统，公司不处劣势

资料来源：光大证券研究所

在电商领域，公司未来主要的竞争对手是 BAT。与 BAT 相比，公司主要的竞争优势是现有的门店网络，而 BAT 的优势是能够吸引网上客户流量的销售平台。我们认为未来公司与 BAT 将既是竞争又是合作的关系。在互联网处方药解禁后，网上药品销售将会出现细分市场。专业性时效性要求不强的药物（如保健类药物）将更适合在以价格取胜的 BAT 平台销售。而患者需要一定用药指导的药物或时效性较强的药物（如轻问诊药物和慢性病续方）更适合在有实体店和执业药师的 O2O 医药电商销售。从公司今年开始的构建 SAP Hybris 系统来看，公司长远有望从一个自营的 O2O 医药电商发展成为一个第三方可以进入的平台型 O2O 医药电商。这块业务未来发展前景广阔。

3.3、零售业务与电商业务同步推进驱动公司不断成长

公司 2014 年上半年由于 GSP 改造，开店计划有所延迟。随着改造完成，公司门店扩张有望加速。随着新一轮城镇化兴起，农村人口将大规模向三四线城市、县及乡镇集中。公司将战略性的针对三、四线城市密集开店，从而获取新的增长动力。未来，公司计划在四川、广西、重庆等地新增门店 491 家，预计投入金额 1.69 亿元。

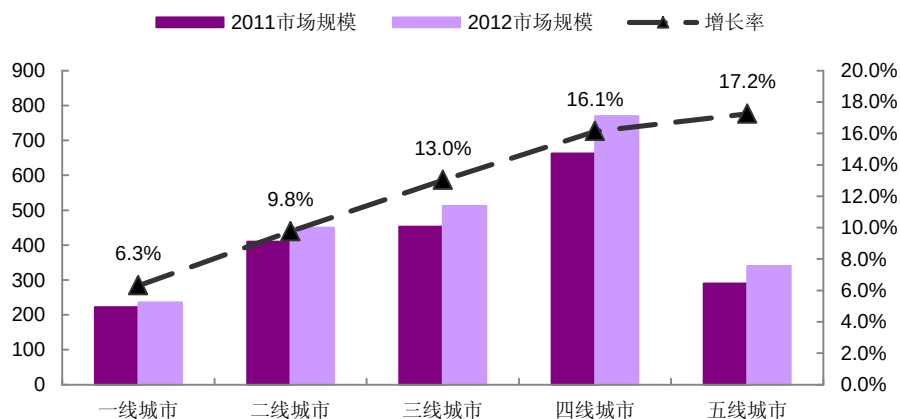
表 6：一心堂未来门店扩张计划

委托公司	实施区域	门店数量	计划投资额度（万元）
四川鸿翔一心堂	四川攀西地区	29	1000
四川一心堂	四川成都川南川东北地区	305	10600
广西鸿翔一心堂	广西壮族自治区	114	3900
重庆鸿翔一心堂	重庆市	43	1400
	合计	491	16900

资料来源：公司公告

我们认同公司三、四线城市密集开店战略。从药品零售市场在不同等级城市的市场分析结果中可以看出，三、四线城市的药品零售市场容量大，增速快，具有很大的潜力。

图 21：不同城市市场药品零售市场格局（亿元）



资料来源：中康资讯

根据 2009-2013 年数据分析，公司在四川、广西、重庆等地区业务增长顺利。零售收入随着门店网络的扩张而快速增长。我们认为公司公布的门店扩张计划有望延续过往成功扩张的势头，帮助公司收入持续增长。

表 7：公司在四川、广西、重庆 2009-13 年扩张情况（千元）

年份	2009	2010	2011	2012	2013	09-13CAGR
四川地区						
零售收入	70,399	85,748	98,672	131,816	175,941	25.7%
门店数	41	49	75	102	125	
店均收入	1,717	1,750	1,316	1,292	1,408	
广西地区						
零售收入	90,898	122,879	140,752	166,924	213,084	23.7%
门店数	75	138	151	167	251	
店均收入	1,212	890	932	1,000	849	
重庆地区						
零售收入	967	2,460	6,660	14,647	26,220	128.2%
门店数	2	8	16	31	37	
店均收入	484	308	416	472	709	

资料来源：公司招股书、Wind

为此，我们依据招股书中店均收入与门店开业年数以及 2009-2013 年的零售业务数据进行回归分析，得到每年的零售业务销售额可以按照表 9 所示的方式进行预测。

表 8：公司门店开业时间与店均收入的关系

门店开业年数	店均收入（千元）
1	665.5
2	929.6
3	1216.3
4	1481.4
5	1694.2
6	1821.5

资料来源：公司招股书

表 9：公司门店数增长与零售零售收入增长情况

年份	新开店数	年底累积门店数	零售收入（千元）
2001	12	12	
2002	58	70	
2003	41	111	
2004	60	171	
2005	88	259	
2006	141	400	
2007	196	596	
2008	261	857	
2009	168	1025	1,334,344
2010	284	1309	1,750,719
2011	196	1505	2,049,760
2012	367	1872	2,608,911
2013	517	2389	3,291,432
2014E	91	2480	
2015E	491	2971	

资料来源：公司招股书

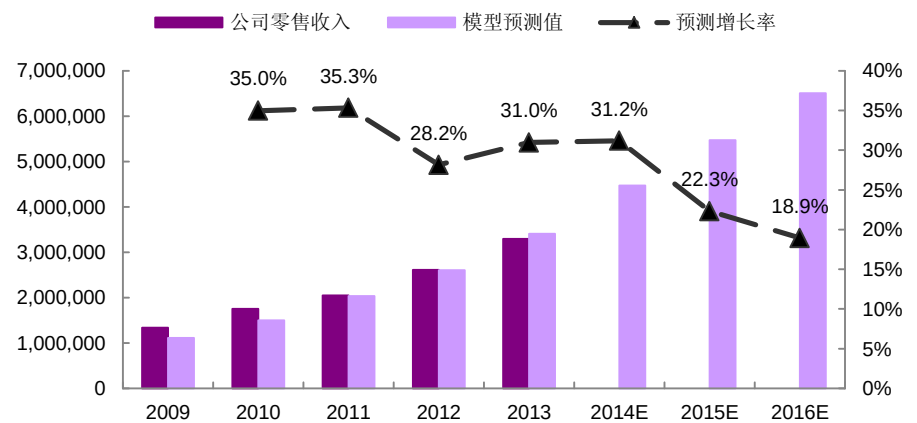
表 10：收入预测模型的解释

前 1 年开店数 * 66.55	1 年期门店总收入（万元，下同）
前 2 年开店数 * 92.96	2 年期门店总收入
前 3 年开店数 * 121.63	3 年期门店总收入
前 4 年开店数 * 148.14	4 年期门店总收入
前 5 年开店数 * 169.42	5 年期门店总收入
前 6 年开店数 * 182.15	6 年期门店总收入
6 年以上的门店数 * 397.5	6 年以上门店总收入
合计	当年门店零售收入预测值

资料来源：光大证券研究所

根据以上模型和公司未来门店扩张计划，我们预测公司未来零售业务的 14-16 年的增长率为 31.2%、22.3%、18.9%。

图 22：零售收入预测（千元）



资料来源：光大证券研究所

除传统零售业务医药，公司也积极积极进行电商业务规划。未来计划投资 1.2 亿元，用于电商业务平台的建设。

表 11：公司电商平台未来两年发展规划

项目名称	计划投资额（万元）
电商及 CRM 项目	6200
物流系统升级	1500
企业云及虚拟化建设	800
数据中心灾备系统	600
ERP 系统升级及优化	600
门店 POS 改造	500
软件许可费用	500
远程视频会议系统	400
协同办公系统	300
项目实施与培训	300
其他	300
总计	12000

资料来源：公司公告

从业绩的角度来说，公司的电商业务还处于起步阶段，对公司盈利没有太大影响。但考虑到电商平台的增长潜力，我们认为公司现有电商业务的优势和战略布局可以提高公司的估值水平。

4、盈利预测与估值

4.1、关键假设

1. 公司门店扩张计划稳步推进，14-16 年零售业务收入增速分别为 31.2%，22.3%和 18.9%。
2. 零售业务毛利率维持不变，14-16 年预测为 40.5%。
3. 随着新门店的扩张和 O2O 电商业务的持续推进，营业费用率将逐年上升，14-16 年营业费用率为 26.0%、26.5%和 26.8%。

4.2、估值与投资评级

根据我们的盈利预测，公司 14-16 年业绩分别为 1.25 元、1.63 元和 1.86 元，目前对应估值分别为 37X、28X 和 25X，在医药流通板块中处于平均水平。但公司以药品零售为主，毛利率与净利率均高于其他的药品分销企业，且公司是传统连锁药店领军企业并逐渐向医药电商转型。考虑到公司业务的高利润率和广阔的增长空间，我们认为公司的估值应当高于医药流通行业平均估值，并接近同为向医药电商转型的九州通。为此，我们认为基于 2015 年预测 EPS 的合理估值应当在 35 倍，对应的目标价 57 元，买入评级。

表 12：与其他医疗流通公司的比较

证券代码	证券简称	市盈率 (TTM)	预测 PE (2014)	预测 PE (2015)	总市值 (亿元)	一致预测未来 2 年营业收入 CAGR%	一致预测未来 2 年净利润 CAGR%	销售毛利率%	销售净利率%
000411.SZ	英特集团	62.6	54.4	49.1	40.3	16.0	5.2	6.1	1.4
600713.SH	南京医药	114.2	81.9	41.8	54.9	8.0	84.2	6.4	0.3
600998.SH	九州通	52.5	49.9	40.6	279.8	19.5	20.1	6.7	1.4
000705.SZ	浙江震元	63.3	47.1	35.6	34.0	7.8	21.7	14.7	3.3
002462.SZ	嘉事堂	24.3	40.4	33.5	59.1	44.0	16.9	9.5	4.1
002433.SZ	太安堂	51.7	45.0	32.9	91.2	44.3	44.4	41.3	17.5
002589.SZ	瑞康医药	44.6	41.2	31.8	77.2	27.6	30.1	8.6	2.4
000963.SZ	华东医药	40.2	34.6	24.6	263.3	16.4	36.5	20.2	4.5
000028.SZ	国药一致	28.8	26.6	21.1	181.5	18.0	28.6	8.3	2.5
600511.SH	国药股份	27.3	25.3	20.8	126.8	18.9	21.7	7.4	4.2
600056.SH	中国医药	27.5	21.2	18.0	139.0	28.4	26.1	12.7	3.6
601607.SH	上海医药	16.4	15.4	13.6	388.3	14.6	12.9	13.1	3.4
	中位数	42.4	40.8	32.3	109.0	18.4	23.9	9.1	3.3
	平均数	46.1	40.2	30.3	144.6	22.0	29.0	12.9	4.0
002727.SZ	一心堂	41.6	37.2	28.4	121.3	22.8	24.9	39.6	6.7

资料来源：Wind

4.3、股价的驱动因素

短期内，网售处方药解禁政策正式出台和公司门店扩张计划的实施进展将对公司股价产生积极的影响。长期上，我们认为国家医药分开政策实施进展和公司作为 O2O 医药电商的核心竞争力的变化将对股价产生较大影响

表 13：股价的驱动因素

国家政策层面	公司层面
短期	
网售处方药解禁政策正式出台	门店扩张计划的实施进展
长期	
医药分开，取消以药养医的实施进展	医药电商业务发展的速度与规模
医保与网上药品销售对接的进度	公司从区域性药品零售商向全国性药品零售商发展的规划与速度
医院信息化与电子处方的进展	公司核心竞争力的变化

资料来源：光大证券研究所

5、O2O 医药电商的风险分析

5.1、药店地理分布的覆盖度不足问题

如果要满足每个消费者随时随地可以享受到 O2O（线上支付/线下消费）的服务，连锁药店的地理分布必须做到广覆盖，高密度的无缝连接。目前，我国还没有任何一家连锁药店做到在哪怕一个省的高密度覆盖，更不要说全国的网络。因此，O2O 线下药店的建设将是一个长期的过程。

5.2、最后一公里的配送问题

最后一公里配送有两个相关问题，一是人员问题，二是库存管理问题。在人员上，现在试行的 O2O 模式一般采取药店员工送货上门，还可以进行面对面的药学服务。但如果 O2O 模式大规模推广，则每个药店现有的人手将不能满足业务的需求，而增加人手势必会加大营业开支。但如果采用第三方物流体系。目前我国普通快递公司的管理水平和条件还达不到药品配送质量要求，快递药品在途中的风险难以管控，出现药品质量问题难以界定责任。所以人员问题有待解决。除此以外，每个药店的库存管理也将面临挑战。我国大部分药店是没有库存间的。随着网上需求的越来越大，终端药店的低库存与需求的高增长将会形成矛盾。如何解决这个矛盾也是 O2O 医药电商需要思考的课题。

5.3、网上医保支付问题

整个医保体系尚未对网上支付开放，网上药店的销售系统无法做到与医保报销系统有效对接，消费者无法使用医保卡进行报销。医保卡如何联网、医保卡安全问题等一系列问题还有待解决。

5.4、执业医师不足问题

为了给消费者最好的消费体验，尤其是满足安全性和个性化用药的需求，零售连锁药店中的执业药师在负责处方的审核及监督调配，指导合理用药等方面的作用尤为关键。但截止 2013 年底，我国只有约 27.8 万人通过执业药师资格考试，其中注册上岗的执业药师共 11 万多人，在连锁药店工作的执业药师仅为 7.8 万人。相比我国约 17 万家连锁药店的规模，执业药师还有很大的缺口。

6、附录：美国连锁药店个性化药品销售发展趋势 --- 提高病人的依从性

6.1、什么是病人的依从性

依从性是指病人的行为（如吃药，饮食或生活方式等）与医嘱的一致性。本身来说是对权力和权威的接纳，反应了病人和医疗工作者之间的依从关系。

6.2、慢性病患者的依从性是世界性难题

对许多慢性病（糖尿病，高血压，高血脂）患者来说，终身服用处方药和续方是治疗和管理疾病的最好方式。但美国药品连锁零售商 CVS 最新研究数据显示，美国 25% 的慢性病人在拿到处方后从来没有取过药品。除此以外，有 50% 的慢性病人在药物治疗开始一年之内就停止续方。专家预测，由于病人依从性差而导致美国额外的医疗开支在 3000 亿美元一年。

6.3、影响病人依从性的因素

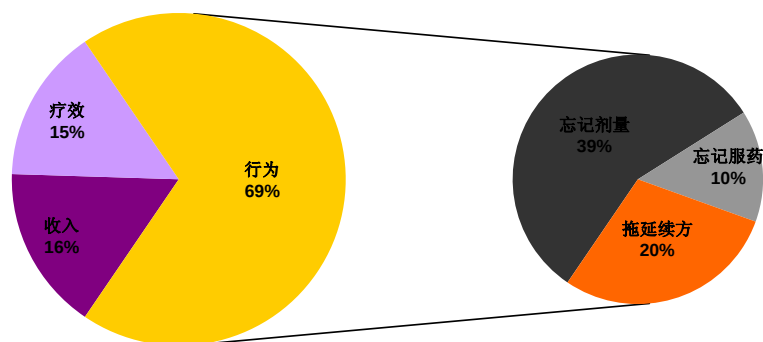
影响病人依从性的原因比较复杂，主要可以分为人口学特征、病人的态度与信念、病人知识水平、治疗方案、求医问药的便利性和家庭的支持等。

表 14：影响病人依从性的因素

影响因素	注释
人口学特征	年龄：老年人依从性好 性别：男性依从性好 收入：收入高者依从性好
态度与信念	对医生，药品信任度高患者依从性好
知识	能准确理解治疗方案的患者依从性好
治疗方案	与治疗方案复杂性（用药种类、次数和数量等）呈负相关 与治疗时间呈负相关 与药品副作用呈负相关
求医取药便利性	求医取药便利患者依从性好
家庭支持	患者亲属的辅助与支持能提高依从性

资料来源：病人依从性研究进展

图 23：病人依从性差的因素分析



资料来源：中康资讯

从最终的表现形式来看，病人自身的行为是导致依从性不高的因素。这是药店能够为病人实行个性化药品销售和药事服务的基础。

6.4、信息化推动的个性化服务 --- 美国 CVS 提高病人依从性采取的措施

CVS 认为提高病人的依从性是一个长期复杂的过程，它必须从医生、药店和患者三方面同时入手。在医生方面，CVS 的 E-Prescribing 系统与医院和医生的处方系统对接，帮助医生和患者选择价格低的剂型或者仿制药，同时 CVS 的 E-Prior Authorization 系统可以实现网上快速审方，给予病人经济实惠和便利，这是提高患者在首次处方依从性的重要因素。在药店方面，CVS 的信息系统会跟踪每个患者的续方信息。一旦如果患者没有按时续方，CVS 就会与患者的医生和患者本人联系，确保患者在药品的使用 and 安全性上没有任何问题。对于患者本身，CVS 开发自己的 APP 应用，该 APP 不但会定时提醒患者服药，还帮助患者通过简单的操作实现续方。除此以外，CVS 给予定期续方病人一定的积分奖励或者折扣来强化他们的依从性。通过这一系列措施，CVS 希望能够在 2017 年将 5%-15% 的低依从性病人转化为高依从性病人。

表 15：CVS 提高病人依从性采取的措施

措施	目的&效果
首次处方	
使用 E-Prescribing 系统使用与医生取得联系，帮助病人选择经济实惠的剂型或者仿制药	降低病人开支
使用 E-Prior authorization 系统与医生诊所对接	缩短审方时间，增加病人取药的便捷度
续方	
CVS 信息系统对每个消费者进行跟踪	筛选出没有按时续方的病人
与患者医生取得联系	帮助医生管理依从性不好的患者
执业药师与患者进行一对一的沟通交流	了解患者依从性不好的原因，并给予所需的药事指导
开发移动客户端的 APP	简洁明了的帮助患者了解药品信息 提醒患者按时按量服药 简易操作即可在网络段实现续方
给续方病人给予积分或者折扣	增加患者续方的积极性

资料来源：CVS Research “Adherence Insights 2014”，光大证券研究所

图 24: CVS 提高病人依从性措施范例



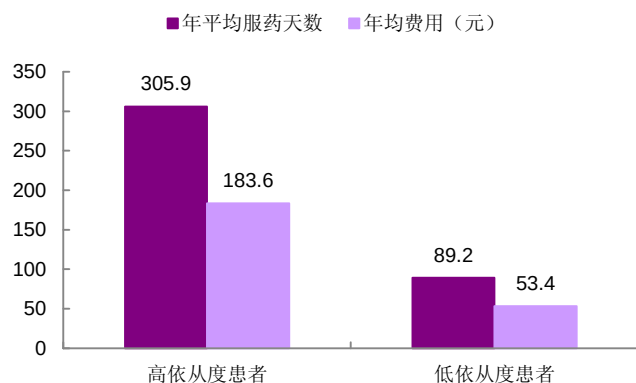
资料来源: CVS Research “Adherence Insights 2014”

6.5、病人依从性对药店收入的影响

这里我们通过一个简单的拜阿司匹林的依从性研究来阐述病人依从性对药店收入的影响。阿司匹林是一种可以抑制血小板聚集的药物,能够起到降低急性心肌梗死疑似患者的发病风险,预防心肌梗死复发和中风等作用。该药一般首次用药剂量为 300mg,以后每天 100-200mg。

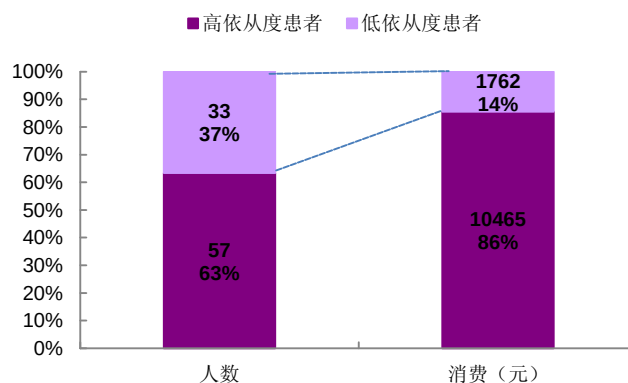
该研究对 90 个患者进行随机探访,其中 57 个患者依从性较好,每年的平均服药天数是 305.9 天。而其他 33 个患者依从性较差,每天平均服药天数只有 89.2 天。依从性高的患者年均阿司匹林消费为 183.6 元,依从性差的患者年均消费只有 53.4 元。通过简单的计算我们可以看出,依从性高的 57 个患者(占比 63%)消费占这 90 名患者总消费的 86%。所以将依从性低的患者转化为依从性高的患者可以提高药店的收入。

图 25: 高依从性与低依从性患者的比较



资料来源: 中康咨询

图 26: 高依从性与低依从性患者对药店收入的影响

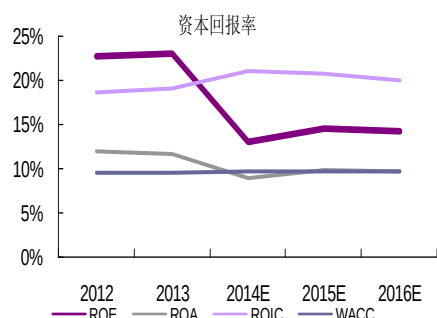
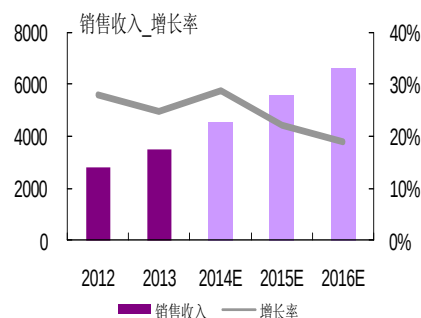
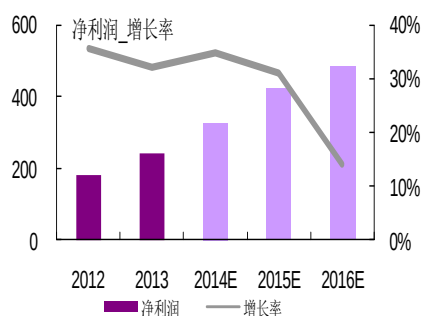
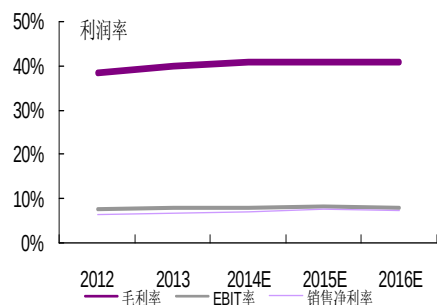


资料来源: 中康咨询

提高患者依从性是一个三方共赢的过程。第一,它可以帮助患者更好的管理自己的慢性病,提高生活质量;第二,它可以降低国家由于依从性不好所

导致的额外医疗开支（美国该项开支为年均 3000 亿美元）；第三，它可以为药店培养长期稳定的客户和提高营业收入。因此，通过各种方法提高患者依从性是零售药店乃至各级医疗机构未来发展的方向。在这里面最关键的是拥有客户大数据处理能力，能够对每个客户的用药情况进行跟踪查询，并基于查询结果对客户进行个性化用药指导。

在我国，大多数药品零售企业还处于硬件基础设施向软件基础设施建设过渡的阶段，只有极少数企业拥有客户数据处理系统。一心堂长期坚持信息化建设，公司上线的 SAP HANA 和 SAP CRM 系统为洞察客户行为和精准客户定位提供了技术支撑，是未来个性化药品服务的领军企业。值得关注！



利润表 (百万元)	2012	2013	2014E	2015E	2016E
营业收入	2,842	3,547	4,574	5,592	6,649
营业成本	1,758	2,142	2,716	3,321	3,945
折旧和摊销	41	53	55	65	76
营业税费	18	23	29	35	42
销售费用	694	919	1,189	1,482	1,782
管理费用	156	176	238	291	346
财务费用	10	10	-11	-36	-39
公允价值变动损益	0	0	0	0	0
投资收益	0	0	0	0	0
营业利润	199	264	368	483	553
利润总额	205	270	367	482	552
少数股东损益	-1	-1	-1	0	2
归属母公司净利润	182.55	240.85	324.30	424.51	484.64

资产负债表 (百万元)	2012	2013	2014E	2015E	2016E
总资产	1,524	2,073	3,671	4,350	5,098
流动资产	1,192	1,625	3,171	3,685	4,339
货币资金	386	520	1,701	1,865	2,148
交易型金融资产	0	0	0	0	0
应收账款	166	218	348	441	544
应收票据	4	16	21	26	31
其他应收款	47	65	80	98	116
存货	449	608	768	947	1,133
可供出售投资	0	0	0	0	0
持有到期金融资产	0	0	0	0	0
长期投资	3	3	3	3	4
固定资产	142	313	350	436	494
无形资产	15	15	43	97	119
总负债	714	1,023	1,153	1,407	1,669
无息负债	558	803	1,153	1,407	1,669
有息负债	156	220	0	0	0
股东权益	811	1,050	2,518	2,943	3,429
股本	195	195	260	260	260
公积金	206	224	1,337	1,375	1,375
未分配利润	405	628	920	1,306	1,791
少数股东权益	4	3	2	2	3

现金流量表 (百万元)	2012	2013	2014E	2015E	2016E
经营活动现金流	158	228	377	356	414
净利润	183	241	324	425	485
折旧摊销	41	53	55	65	76
净营运资金增加	156	160	169	250	266
其他	-222	-225	-171	-383	-412
投资活动产生现金流	-103	-145	-132	-229	-170
净资本支出	-103	-145	-132	-229	-170
长期投资变化	3	3	0	0	0
其他资产变化	-3	-3	0	0	0
融资活动现金流	-55	51	936	36	39
股本变化	0	0	65	0	0
债务净变化	-43	64	-220	0	0
无息负债变化	77	245	350	254	262
净现金流	0	134	1,181	163	284

资料来源：光大证券、上市公司

关键指标	2012	2013	2014E	2015E	2016E
成长能力 (%YoY)					
收入增长率	28.11%	24.79%	28.96%	22.27%	18.89%
净利润增长率	35.51%	31.94%	34.65%	30.90%	14.17%
EBITDA/EBITDA 增长率	22.78%	30.85%	25.78%	24.48%	15.25%
EBIT/EBIT 增长率	26.74%	30.96%	30.13%	25.39%	15.00%
估值指标					
PE	66	50	37	28	25
PB	15	12	5	4	4
EV/EBITDA	37	28	27	22	19
EV/EBIT	44	34	31	25	21
EV/NOPLAT	50	38	35	28	24
EV/Sales	3	3	2	2	2
EV/IC	9	7	7	6	5
盈利能力 (%)					
毛利率	38.15%	39.59%	40.62%	40.62%	40.66%
EBITDA 率	8.78%	9.21%	8.98%	9.14%	8.86%
EBIT 率	7.36%	7.72%	7.79%	7.99%	7.73%
税前净利润率	7.21%	7.61%	8.03%	8.63%	8.31%
税后净利润率 (归属母公司)	6.42%	6.79%	7.09%	7.59%	7.29%
ROA	11.94%	11.55%	8.80%	9.76%	9.54%
ROE (归属母公司) (摊薄)	22.64%	23.00%	12.89%	14.43%	14.15%
经营性 ROIC	18.50%	18.99%	20.91%	20.55%	19.88%
偿债能力					
流动比率	1.68	1.59	2.76	2.63	2.60
速动比率	1.05	1.00	2.09	1.95	1.92
归属母公司权益/有息债务	5.17	4.76	-	-	-
有形资产/有息债务	9.40	8.97	-	-	-
每股指标(按最新预测年度股本计算历史数据)					
EPS	0.70	0.93	1.25	1.63	1.86
每股红利	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
每股经营现金流	0.61	0.88	1.45	1.37	1.59
每股自由现金流(FCFF)	-0.10	0.00	0.43	-0.02	0.43
每股净资产	3.10	4.02	9.67	11.30	13.16
每股销售收入	10.92	13.63	17.57	21.48	25.54

资料来源：光大证券、上市公司

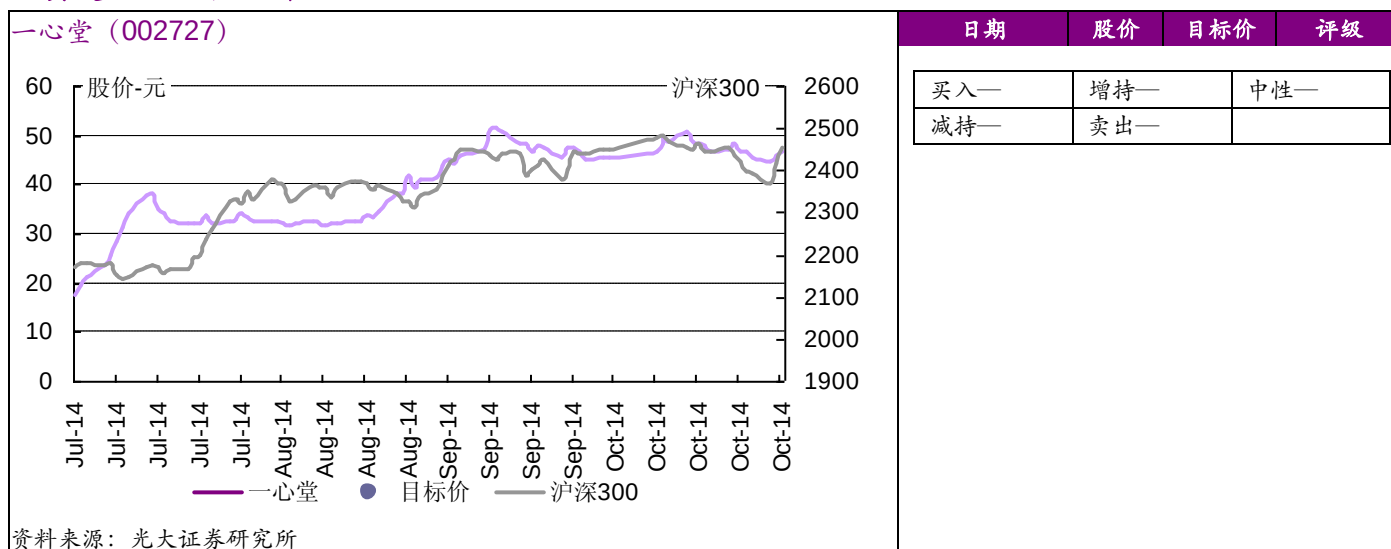
分析师声明

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作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。

分析师介绍

江维娜，上海交大医学院临床医疗（法语班）普外科硕士，光大研究所医药行业研究员，此前历任海通、东方证券医药行业研究员。 主要覆盖公司：天士力、康美药业、科伦药业、海正药业、恩华药业、科华生物、和佳股份等

投资建议历史表现图



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。

市场基准指数为沪深 300 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。

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。公司经营业务许可证编号：Z22831000。

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，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。

本证券研究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。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅供本公司的客户使用。

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。报告中的信息或所表达的意见不构成任何投资、法律、会计或税务方面的最终操作建议，本公司不就任何人依据报告中的内容而最终操作建议作出任何形式的保证和承诺。

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，不应视本报告为作出投资决策的唯一参考因素。

在任何情况下，本报告中的信息或所表达的建议并不构成对任何投资人的投资建议，本公司及其附属机构（包括光大证券研究所）不对投资者买卖有关公司股份而产生的盈亏承担责任。

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。本公司的资产管理部和投资业务部可能会作出与本报告的推荐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，在作出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

本报告的版权仅归本公司所有，任何机构和个人未经书面许可不得以任何形式翻版、复制、刊登、发表、篡改或者引用。

光大证券股份有限公司研究所 销售交易部 机构业务部

上海市新闸路1508号静安国际广场3楼 邮编 200040

总机：021-22169999 传真：021-22169114、22169134

销售交易部	姓名	办公电话	手机	电子邮件
北京	郝辉	010-58452028	-	haohui@ebsecn.com
	黄怡	010-58452027	-	huangyi@ebsecn.com
	梁晨	-	-	liangchen@ebsecn.com
	刘公直	010-58452029	-	liugongzhi@ebsecn.com
上海	严非	021-22169086	-	yanfei@ebsecn.com
	周薇薇	021-22169087	-	zhouww1@ebsecn.com
	徐又丰	021-22169082	-	xuyf@ebsecn.com
	李强	021-22169131	-	liqiang88@ebsecn.com
	奚亦扬	021-22169091	-	xiyy@ebsecn.com
	张弓	021-22169083	-	zhanggong@ebsecn.com
	罗德锦	021-22169146	-	luodj@ebsecn.com
深圳	黎晓宇	0755-83553559	-	lix1@ebsecn.com
	黄鹏华	0755-83553249	-	huanglh@ebsecn.com
	李潇	0755-83559378	-	lixiao1@ebsecn.com
	张亦潇	0755-23996409	-	zhangyx@ebsecn.com
	王渊锋	-	-	wangyuanfeng@ebsecn.com
机构客户业务部	姓名	办公电话	手机	电子邮件
	濮维娜(总经理)	021-62152373	13611990668	puwn@ebsecn.com
上海	张辉	021-22167108	13611990668	zhanghui1@ebsecn.com
	计爽	021-22167101	18621181721	jishuang@ebsecn.com
	吉喆	021-22169129	18918212345	jizhe@ebsecn.com
北京	朱林	010-59046212	18611386181	zhulin1@ebsecn.com
	徐放	010-56513051	18618469955	xufang@ebsecn.com
国际业务	陶奕(副总经理)	021-62152393	18018609199	taoyi@ebsecn.com
	戚德文(执行董事)	021-22169152	13585893550	qidw@ebsecn.com
	顾胜寒	021-22167094	18352760578	gush@ebsecn.com