

上市資訊

2019年3月号（总第33期）

发行上市服务中心

2019年3月4日

目录

【发行信息】

股票发行上市信息

债券发行上市信息

【交流动态】

常州高新区政企代表团走进上交所

【市场前沿】

2018年全球IPO市场形势分析

【监管动态】

医药流通行业当前的变革发展与监管思考

【发行信息】

■ 股票发行上市信息

1、股票发行融资情况

截至2月28日，今年上交所IPO上市企业13家，募集资金99.22亿元，股票再融资企业80家，募集资金1235.96亿元。

2、在会审核企业情况

截至2月28日，证监会按周公布的主板、中小板、创业板在审企业共计280家。其中，上交所在审企业118家，深交所在审企业162家（中小板48家、创业板114家）。

3、新增IPO申报情况

截至2月28日，今年新增IPO申报企业共计4家，其中，上交所1家，深交所3家（中小板0家、创业板3家）。

■ 债券发行上市信息

1、公司债发行情况

截至2月28日，本所2019年已完成公司债累计发行189只，发行金额2191亿元。

2、资产支持证券发行情况

截至2月28日，本所2019年已完成资产支持证券挂牌114只，发行金额1251.85亿元。

3、债券上市情况

截至2月28日，上交所各类债券挂牌数量已达12531只，比去年底增加442只，增幅3.66%；债券托管金额已达8.39万亿元，比去年底增加105.4亿元，增幅0.13%。

【交流动态】

1、2019年2月27日，常州高新区组织政府相关人员及区域内重点企业一行走进上交所。学员们首先参观了证券历史陈列室，听取了关于上交所及资本市场发展的讲解。随后，上交所副总经理阙波对常州高新区代表团的到来表示欢迎。常州高新区管委会主任乔俊杰介绍了区内企业与资本市场发展情况，对在场企业提出借力资本市场发展的殷切期望，并对上交所对高新区的关心和支持表示衷心的感谢。上交所发行上市服务中心专家就当前资本市场形势机遇、审核动态做了详细讲解，并与大家深入交流。通过此次培训，学员们进一步加深了对资本市场的理解。上交所也将继续为常州高新区企业对接资本市场提供优质服务，助力经济转型升级。（供稿人：唐哲人）

【市场前沿】

2018年全球IPO市场形势分析

上交所发行上市服务中心 易胖 汤振强

一、全球 IPO 市场概况

2018年，全球共有1297家企业上市，合计融资1897亿美元。虽然IPO数量较2017年下降22%，但得益于一批大型企业上市，IPO融资额实现37%的增长。其中，信息技术、医疗保健、可选消费、电信行业对IPO融资额贡献较大。从全球范围看，IPO规模大型化及新经济企业占比提升的趋势还在延续。

纵观全球主要市场，美国市场依然保持传统优势地位；亚太市场得益于数家超大型IPO表现亮眼，其中香港市场表现尤为突出；欧洲市场的表现可圈可点。

二、主要市场 IPO 概况

（一）美国市场

美国市场2018年IPO家数和融资额分别增长了18%和33%，市场运行呈以下特征：

一是规模保持领先，IPO数量和融资额继续位居世界前列。融资额超过10亿美元的大型IPO有9例，其中安盛控股、爱奇艺、巴西Pagseguro数码跻身全球前十大IPO。

二是新经济企业为主力，信息技术和医疗保健行业的IPO数量占比达到60%，融资额占比达到53%。Spotify、Dropbox、

爱奇艺、拼多多、腾讯音乐等细分领域代表性企业成功上市。

三是企业来源国际化，30%的 IPO 来自 15 个国家和地区的非美国公司。

四是两大交易所市场各有千秋。纳斯达克 IPO 数量是纽交所的 2.4 倍，但融资额仅为纽交所的 86%，纽交所各行业（除信息技术行业外）平均融资规模均显著高于纳斯达克市场。

（二）香港市场

2018 年香港市场 IPO 家数和融资额分别增长了 24% 和 120%，市场运行呈以下五方面的特点：

一是新经济企业占比提升。医疗保健、信息技术、可选消费等新经济行业 IPO 数量和融资额都实现了明显增长。

二是 IPO 规模两极分化。41 家融资额超过 10 亿港元的企业贡献了 87% 的融资额；同时，发行市值不足 10 亿港元的企业数量占比达 67%。

三是中国企业仍是香港市场 IPO 融资主力。2018 年，中国内地企业 IPO 数量占比 44%，融资额占比达 87%。

四是新股定价趋于理性。2018 年香港新股发行市盈率以及 IPO 公开发售超额认购倍数较 2017 年有明显回落，市场对于新经济公司的追捧力度明显不如 2017 年。

五是新上市公司后市表现不佳。约 30% 的企业上市首日收盘价出现破发。截至 2018 年 12 月 31 日，新上市公司股价较发行价平均下跌 20%（中位数），有 68% 的企业股价低于发行价。

（三）A 股市场

一是企业规模大幅抬升。2018 年 A 股 IPO 企业扣非净利润中位数达到了 1.27 亿元，远高于去年同期的 7578 万元；有 64 家企业扣非净利润超过了 1 亿元，占比达 59%。

二是标杆性创新企业上市，行业结构继续改善。2018 年，工业富联、宁德时代、药明康德等企业上市，信息技术和医疗保健行业 IPO 融资额合计占比达 42%，远高于去年同期的 26%，但可选消费、互联网金融等行业在 A 股融资额占比较低。

三、中国企业 IPO 概况

2018 年，共有 234 家中国企业 IPO，合计融资 4088 亿元。其中，境内、境外市场分别为 105 家和 129 家，融资额分别为 1378 亿元和 2710 亿元。中国企业 IPO 呈现出以下特征：

一是境外大型 IPO 较多。中国企业前十大 IPO 中有九家在美国或香港上市，且境外 IPO 平均融资额高于境内。

二是各行业 IPO 融资市场分布不同。房地产、电信、能源、医疗保健、可选消费行业 IPO 融资额更集中于境外市场，金融、材料和信息技术行业 IPO 融资额在境内境外市场基本平衡，日常消费、公用事业和工业行业基本在境内 IPO 融资。

三是各市场 IPO 企业财务特征不同。在 A 股 IPO 的中国企业营收规模和净利润水平整体较高；在美国 IPO 的中国企业亏损较为普遍、成长性最佳；在香港 IPO 的中国企业整体规模较小、成长性一般。

四是美国市场发行估值更高。整体上看，无论是发行市销率还是发行市盈率，A股市场估值水平高于香港市场，但低于美国市场。结合企业的财务特征可以看出，美国市场更加青睐高成长性的企业，并且愿意为成长性支付估值溢价。美股、港股对新经济行业的估值较高。

五是美国和香港市场后市表现不佳。截至2018年12月31日，70%的美国IPO中国企业股价低于发行价；74%香港IPO的中国企业股价低于发行价。

四、全球 IPO 市场回顾与展望

回顾2018年，国际政治经济形势发生了重大变化，各个主要大国都将发展高科技产业作为重要战略。与此相对应，世界各个主要资本市场都已经加强对新经济企业的包容度，各个交易所竞争的焦点将集中于对新经济企业的争夺上。

展望2019年，宏观环境的一些不稳定因素可能会影响全球各个主要市场的IPO活动：全球的贸易形势，尤其是中美的经贸关系走向可能影响部分中国企业赴美上市的意愿；美国及其他国家的加息会对全球股市的活力产生冲击；英国脱欧结果将加剧欧洲市场的波动。

预计2019年，新经济企业将把握时间窗口和制度红利，积极申报IPO。2019年科创板推出将容纳一批中国新经济企业登陆资本市场，补齐中国资本市场服务科创企业短板。香港市场有望进一步吸纳新经济企业上市，行业结构有望继续改善。目

前联交所排队企业达 249 家，其中 115 家企业属信息技术、医疗保健、可选消费等新经济行业。排队的中国企业有 93 家，其中 53 家企业属信息技术、医疗保健、可选消费等新经济行业。而美国市场仍会是大型科技企业的主要上市地之一，2019 年美股有望迎来包括 Uber 等超级独角兽在内几个大型科技股 IPO，2019 年将成为美股历史上又一 IPO 大年。同时已有 10 余家中国高科技企业已向或准备提交美股上市申请。（摘编：张冯彬）

医药流通行业当前的变革发展与监管思考

一以行业间的兼并整合趋势为视角

上交所上市公司监管一部 顾文达

近年来，随着新医改稳步推进，及降低“药占比”、实行“零差率”、推行“两票制”、鼓励“处方外流”等政策的连续出台，我国医药流通行业获得了较快发展，行业内横向并购与纵向整合持续加速，企业规模不断壮大，行业集中度和药店连锁率快速提升，“全国龙头+区域龙头”的竞争格局正加速形成。本文对医改背景下医药流通行业的基本情况及其变化趋势进行梳理分析，总结了近几年行业内兼并整合的主要方式及特征，并对上市公司信息披露主要监管关注点进行思考，提出监管建议。

一、医药流通行业整体情况及近期医改政策变化

（一）行业概况

与普通消费品行业相同，整个医药行业按产业链划分，也是一个“制造—流通—消费”的价值传递过程，处中游的“医药流通”环节可进一步细分为药品批发和药品零售。但我国长久以来“医药不分”，导致药品流通领域除批发、零售外，还存在医院门诊药房这一特殊的、具垄断地位的零售端，长期占据80%以上药品零售市场份额。这也导致市场对资源配置不充分，

对我国药品流通行业造成一定影响。本文在梳理分析时，主要聚焦医药批发和零售领域的行业发展及上市公司实践情况。

从行业总规模看，根据商务部统计数据，2017年全国七大类医药商品销售总额 20016 亿元，七大类医药商品按销售规模排序依次为西药类、中成药类、其他类（保健品、化妆护理用品、计生用品等）、中药材类、医疗器材类、化学试剂类和玻璃仪器类。流通环节中，目前已在沪、深、港三地上市的公司共计 26 家，2017 年主营业务收入总和为 9428 亿元；其中，沪市医药流通上市公司 13 家，收入合计 3476 亿元。

从医药流通行业的集中度看，截至 2017 年末，全国共有药品批发企业 13146 家；药品零售连锁企业 5409 家，下辖门店 229224 家，零售单体药店 224514 家，零售药店门店总数 453738 家，连锁率 50.5%，同比提升 1.1 个百分点。相较于美国零售药店 75%左右的连锁率，还存在较大差距。

（二）近年医改政策变化及影响

随着 2009 年新医改试点改革启动以来，医药流通行业开始慢慢发生变革，特别是自 2015 年起，新医改逐渐开启“三医联动、腾笼换鸟”的“三明模式”并迅速推往全国。三明医改的核心内容在于，“医药”是通过挤压药品中间环节水分、改革药品采购机制来降低药价，从而切断医生与药品间的回扣利益链，减少药品的支出，即“腾笼”；“医疗”是大幅提高医疗服务价格，从而让医生收入从拿回扣的灰色地带回归到通过提供医疗服务

来赚取阳光化收入，即“换鸟”；“医保”是保衔接，即对大幅提高了的医疗服务价格给予报销。

1.推进医药分开：实行零差率、降低药占比、推处方外流

医药不分被认为是以药养医的必要条件。为了破除以药养医、建立科学合理的补偿机制，国家出台了一系列政策推动实现医药分开：2009年我国在新医改中正式提出药品零加成，至2017年我国公立医院已全面取消药品加成；2015年国务院发文指出力争到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，其中“药占比”被明确定义为个人卫生支出占卫生总费用的比例；2017年2月，国务院办公厅发文明确提出推进医药分开，门诊患者可以自主选择在医疗机构或零售药店购药，医疗机构不得限制门诊患者凭处方到零售药店购药。医院“药占比”和“零差率”压力推动处方流出医院，连锁药房则是非常重要的处方承接方。

2.压缩流通环节：推行两票制，提升行业集中度

自2017年初推行“两票制”促使医药生产企业的下游客户由经销商转变为终端医疗机构（或医疗机构指定配送商），过往流通领域中的代理商、经销商、配送商的角色将被压缩成一个，药品购销价格逐渐透明。小的经销商和代理商失去生存空间将大量退出或被收购，整个流通环节的销售、推广、配送功能或由既有上游也有终端的大型医药商业公司承接，或被上游的医药制造企业收编，或成为独立第三方药品服务公司。在整个流

通环节压缩过程中，不断的兼并整合使行业集中度快速提升。

总体而言，新医改的不断深入与政策陆续出台，带来了多方面的变化与机遇，具体影响表现为：中国药品批发企业数量逐渐减少，医药流通企业规模不断壮大，药店连锁率持续提升，“全国龙头+区域龙头”的竞争格局正加速形成。而在这一过程中，行业间的兼并整合成为龙头企业对外扩张的必然选择。

二、医药批发行业概览

（一）医药批发行业简述

批发药企从上游医药生产企业采购药品并批发给下游医疗机构、零售药店和下游分销商等，同时还为下游客户提供物流配送、供应链管理等全方位服务，最终通过配送服务或交易差价及增值服务获利。其主营业务根据终端销售对象和渠道不同，可分三种：一是医院销售（又称医院纯销），指批发药企作为上游供应商配送商，面向各级医院提供的配送服务；二是商业调拨（又称快批或快配），指批发药企作为上游供应商的经销商，销售商品给其他医药流通企业或连锁药店；三是第三终端业务（又称基药终端），指批发药企面向广大农村基层医疗卫生机构、个体诊所、卫生院和城镇社区卫生中心等提供的配送服务。

当前，由于医院作为药械使用的主要场所，医院销售就成为批发药企的核心业务，而“两票制”的推行促进药械配送服务逐步集中，使得批发药企的医院销售业务占比增加，商业调拨业务占比下降。此外，由于分级诊疗和基层医疗保障体系的

不断完善，第三终端基层医疗机构业务发展也在逐步加快。

（二）医药批发行业特点

1.预付款和应收款双高，现金流紧张

处于医药行业中间环节的批发药企往往承担了较大的资金压力。生产企业不给账期，往往需要现款结算甚至预付；而医院客户则由于自身结算周期较长导致货款拖欠成为常态，特别是零加成政策的推行更是进一步延长了回款期。因而这一上一下的资金压力全都集中到了医药批发企业，应收账款居高不下、预付账款逐渐增加，现金流压力不断提升。

2.融资需求大，财务费用高

垫资是医药批发企业经营常态。两票制在为行业带来整合机会同时，也大大提升了批发药企资金需求；融资能力与能否快速成长高度相关，而贷款利率等融资成本更是对净利率较低的批发药企利润水平直接影响。因此，批发药企常需通过短期借款、长期借款、发行债券和定增等融资手段补充流动资金。

相较于定增，借款和发债虽然融资规模较小，但速度快和成本低的特点使其成为批发药企常用的融资手段。例如，全国最大的民营医药流通企业九州通，公司自 2010 年 11 月上市以来，累计融资 38 次，募资金额 455.73 亿元。其中，股权融资，除 IPO 外，定向增发 2 次；发债融资 35 次，包括短期融资券 29 次、中期票据 4 次、公司债 1 次、可转债 1 次。

（三）医药批发行业发展趋势

1.增值服务和创新业务不断出现

取消药品加成后，药品销售不再是医院的盈利手段，而药品采购、院内流通、药品销售等一系列流程反而成为医院的重大成本支出，所以医院有动力将该成本项转嫁给药品流通企业；而面对当前行业形势的变化和外部政策环境的收紧，传统配送服务模式的盈利能力无法保证企业的持续高速增长，批发药企只能通过转型升级以不断降低成本、提高效率。

在服务创新方面，批发药企为医疗机构和生产企业提供供应链综合解决方案，合作发展院内智慧物流延伸、SPD业务（一种医用产品的集约化服务）等降低医院内部药品管理成本的服务；同时，第三方物流业务（为其他医药生产经营企业贮存、配送服务）和DTP药房业务（Direct-to-Patient）以及PBM（医药福利管理）等新模式也在逐步探索中。上述一系列多元化增值服务的出现为流通行业带来全新的盈利增长点，同时也将加速我国流通行业的价值重塑。

2.上下游整合将成为行业发展的长期趋势

目前我国医药批发行业正在进行快速的整合，水平整合与垂直整合将成为两种主要的整合路径。其中水平整合主要是受政策影响，而垂直整合更多是受到上下游行业发展的带动以及流通企业自身盈利的诉求。

（1）向产业链上游整合，布局制药工业，可以提升整体毛利水平。例如，主营医药流通的柳药股份近年来也开始涉足中

药生产领域，下设广西仙茱中药科技有限公司开展中药饮片生产加工业务，且于 2018 年 10 月以 7.16 亿元的价格收购主营中药制造的万通制药 60% 的股权，以进一步加强其在工业板块的业务规模，保持持续盈利能力；同时，公司目前已开展中药饮片生产加工、中药物流、中药代煎煮、中医连锁门诊等业务，通过本次收购引进标的公司的中药提取、制剂及产品研发优势，利于公司打造中医药全产业链业务体系。

（2）向产业链下游整合，实现批零一体化，可以彰显产业整合红利。例如，主营药品批发的九州通，自 2003 年开始从事药品零售连锁经营，旗下设北京好药师大药房，有 900 余家实体药店和好药师线上业务，并积极拓展三方平台合作与智能问诊业务。同时，公司于 2017 年与步长制药合作，积极开展医疗机构药房托管（药品、耗材、中药等集中配送）业务，后因政策因素影响调整为专业药房业务模式（包括院内专业社会药房、DTP 药房、院边药房、院边门诊等）。目前我国有大量批零兼营的药品流通企业，尤其以国药、华润、上药为代表的大型医药流通企业，在药品零售行业有完善布局。例如，华东分销巨头上海医药零售业务销售规模居全国药品零售行业前列，分布在全国 16 个省区市的零售药房总数达 1900 余家；华润医药零售业务 2017 年实现营收 42.44 亿港元，也有近 800 家零售药房。

三、医药零售行业概览

（一）医药零售行业简述

广义上讲，我国的药品零售市场包括零售药店和医院的门诊药房，但由于门诊药房特殊性，我们一般意义上的零售往往仅指零售药店，包括连锁药店和单体药店。零售药企上游为医药制造企业和医药批发企业，其商业模式核心是规模效应和运营效率：规模决定了企业对上游采购的话语权和议价能力，运营效率决定了公司成本控制与利润率。并且，在产品同质化竞争越来越激烈的当下，上游供应商在销售过程中需零售药店的营销配合，并通过向药店支付服务费或返利来换取促销服务等。

当前，零差率、药占比等医保控费政策的陆续实施推动了医疗机构处方外流进程；部分区域积极探索医院处方信息、医保结算信息和药店零售信息共享，开展了门诊特病、慢病定点药店医保结算试点，直接推动患者向零售药店流动；而随着两票制的全面实施和市场竞争的不断加剧，部分单体药店被迫转型，选择被收购或退出市场。

（二）医药零售行业特点

1.销售高毛利产品是药店盈利的主要手段

由于药店受卫计委和药监局众多政策监管（包括 GSP 资质认证、医保资质认证等），普通零售企业（例如超市、便利店）即使可获批经营部分非处方药，但在品种齐全度、专业服务、药品价格和医保支付等方面均无法与药店形成实质竞争。因此，较高行业壁垒使医药零售毛利率和净利率高于普通零售企业。

但药品零售毕竟是低频消费，且患者的需求也非常多样化，

因而典型的零售药店除销售化学药与中成药外，还有保健品、中药饮片、医疗器械等产品销售。品类丰富结合低频需求促使零售药企主要的盈利手段是做高客单价和提升高毛利产品销售占比。换言之，在普通药店 3000-4500 个药械产品中，不是所有产品都是盈利产品，其中品牌 OTC 与处方药更多的只是起到了导流作用，而贴牌或厂商共建产品、保健品、中药饮片、医疗器械等高毛利产品才是真正的盈利来源。

2.位置、医保资质、供应链管理是药店之间竞争的关键

作为 B2C 的零售业态，药店位置与医保资质是决定客流量的重要因素。一般来说，医院旁边（院边店）、闹市区、成熟小区是药店布局的黄金位置；同时获得医保资质也将有效提升药店盈利能力。不过，供应链管理能力是最终决定药店盈利水平的关键因素：药店运营成本主要是租金与人力成本，且非常刚性。四大连锁药店上市公司数据显示，租金与人力成本占到收入的 22%-28%，总运营成本在 30%-35% 之间；也就是说药店销售的产品，如毛利率不能达到 35% 以上，则基本处于亏本经营。

（三）医药零售行业发展趋势

从 2014 年一心堂上市开始，益丰药房、老百姓、大参林相继登陆资本市场，药店资产加速证券化。目前医药零售行业仍处于跑马圈地阶段，同业资产并购持续升温，除了门店布局的前瞻眼光及扩张速度，对于同业资产的筛选及并购后的管理能力也是药店最核心的竞争力。总体来看，我国医药零售市场“小

而散”的竞争格局正逐渐改善。

1. 连锁化率与行业集中度不断提升

高连锁率是零售药店行业的发展趋势，而存在规模优势的行业龙头企业也往往具有采购与运营成本优势，这将驱动行业集中度不断提升。从海外成熟市场经验看，美国前三家医药连锁药店的市场集中度达到 90%左右，而日本前十家医药连锁药店集中度也达 60%以上，龙头的规模优势体现得较为明显。

商务部统计数据显示，截止 2017 年，我国前 6 家全国医药零售龙头企业销售总额 510 亿元，占全国零售市场总额 4003 亿元的 12.7%。相较于海外成熟市场，我国药店集中度很低，龙头企业市场份额有较大提升空间。考虑到全国并非统一市场、各地区差异较大的现实情况，我国药店集中度很难提升到美国的情况，但从发展趋势看，未来几年国内药店集中度有望与批发药企的集中度趋同，即形成全国龙头与区域龙头并存的格局。

2. 处方外流促进行业规模整体扩大

海外成熟医药市场 50%以上处方药通过药店销售。据统计，截止 2012 年，美国超过 60%的处方药在药店销售，日本达 53%。值得一提的是，按销售规模测算，1992 年时日本仅有 5.2%的处方药在药店销售，但后近 30 年的发展中，受益于“医药分开”和“处方外流”政策，其医药零售市场迅速发展，比例大幅提升至 50%以上。这也给我国医药零售市场的发展提供了借鉴。

有券商研报测算，若实现处方外流，我国零售药店市场规

模或可扩大 2.4 倍。具体看，以 2016 年为基数，当年我国处方药在药店销售金额占终端处方药销售总规模约为 9.5%；我国药店市场规模 3375 亿，其中处方药销售 1196 亿，OTC1251 亿，保健品、医疗器械等其他 930 亿。静态测算，倘若处方药在药店销售占比从 9.5% 提升至 50%，即药店处方药销售规模提升 5 倍，其他品类销售规模不变，则药店行业规模整体提升 2.4 倍。

四、近年零售药店并购情况分析

如前文所述，我国医药流通行业中，批发行业快速整合，批零一体化趋势明显；零售行业“小而散”的竞争格局正逐渐改善，同业资产并购持续升温。尤其是零售药店领域，最近几年在政策和资本的双重推动下，药店并购重组进入井喷期，行业集中度和连锁率逐年攀升。对此，下文重点梳理分析了近年来沪深两市 4 家连锁药店上市公司的并购情况和特点。

（一）四大连锁药店上市公司基本情况

当前，沪深两市共 4 家连锁药店上市公司，包括深交所的一心堂和上交所的益丰药房、老百姓、大参林。四家公司自上市以来，都先后实施多起同业资产并购，加速扩张。

以益丰药房为例，公司自 2018 年至今进行了多笔大额并购。2018 年半年报显示，公司上半年共收购 209 家门店。同时，公司于 2018 年 6 月 23 日披露重组报告书草案，拟以发行股份和支付现金方式作价 13.84 亿收购新兴药房 86.31% 股权，成为连锁药店行业第一大单并购案。其后，公司分别于 8 月 4 日以

1.43 亿作价收购上海上虹大药房 51% 股权，于 8 月 25 日以 1.33 亿的作价收购江苏市民大药房 53% 股权，经营规模快速扩张。

（二）零售药企的扩张战略

药店的扩张与整合在不同阶段呈现出不同特点。一般而言，在切入新区域时，外延并购不仅可快速提升品牌影响力及供应商的议价能力，还可避免自开店所引发的当地竞争压力；当市场份额在 5% - 10% 时，选择并购与自开店同步进行，即对已经控制的区域主要是自开店，对不能控制的区域采用并购的方式；当市场份额在 20% 以上时，一般已经基本控制了当地市场，此时的扩张将主要以自开店为主。

而零售药企是否会选择发展加盟店，则与公司自身的经营战略有关。上述 4 家上市药房中，老百姓和益丰药房选择发展加盟店，而大参林和一心堂目前尚没有加盟店记录。药企之所以选择发展加盟店，主要基于以下三方面的考虑：其一，加盟店一般分布在县乡镇市场，可作为现有门店布局的补充，以延伸品牌影响力；其二，发展加盟店能提升商品销售规模，进而提升自身对上游的议价空间；其三，当前的加盟店也可发展成为公司未来潜在的收购对象。

（三）零售药企并购方式的选择——资产收购与股权收购

零售药店上市公司在外延并购过程中，有资产收购和股权收购两种方式；而并购标的也有以公司形式存在的连锁药店公司和以个体户形式存在的小型连锁药店或单体药店之分。选择

何种收购方式，与上市公司的发展战略及其在当地的经营情况、还有标的公司的资质、管理团队等诸多因素有关。

1.资产收购

一般情况下，资产收购对上市公司来说可能是风险最小、成本最低的收购方式。如标的药店在医保支付、法人等经营资质的变更上不存在障碍，上市公司一般会选直接收购资产，因为该种形式收购不仅速度快，也不存在或有税务、负债等风险。此外，对小型连锁标的来说，由于其在当地的资源和占有率相对不大，上市公司对其收购往往是为了扩大在优势区域的门店密度和提升市场占有率，并无和原有经营者继续合作的必要。

2.股权收购

如果标的药店的经营资质难以顺利变更和过渡，上市公司只能采用股权收购方式；而对那些在当地市场占有率和排名较高、经营规范性较好的公司，上市公司往往也会选股权收购。

股权收购又可进一步分为 100%股权收购和控股权收购。如果标的公司的创始团队有继续经营的资源和热情，上市公司也看好其未来，那么一般会选控股型收购。一方面，标的公司可能自身已遇到发展瓶颈，其商品资源、管理和经营效率、信息系统等方面在现有条件下难以进一步升级；另一方面，上市公司可充分利用原管理团队在当地的资源等优势实现标的资产业绩提升。此时收购成本相对较高，故而上市公司一般会要求交易对方作出一定盈利预测和承诺，以实现利益捆绑和持续经营。

如标的资产存在潜在税务、债务等风险，那么此时股权收购可能会稍加变通，即剔除原标的非经营性资产进行“大洗澡”后并入新设公司，最终选择收购新公司股权。这种方式适用于那些经营规范性有待提升的小型连锁药店，可起到风险隔离的作用。例如，大参林于2017年11月收购福建国晟医药时就采用了该种方式，其最终购买的就是整合后的新公司100%股权。

（四）行业估值情况

考虑到“医药分开”、“处方外流”等行业政策变化带来的增量市场影响，收益法难以准确量化评估未来预期收益和获利能力；而市场法是从当下投资者对该企业及其所处行业的认可程度及发展预期作出的评估判断，能更直接反映企业价值。因此，现阶段连锁药店评估多采用市场法，通过将评估对象与可比上市公司、可比交易案例进行比较，以最终确定其评估价值。

零售药企收购时的估值参考一般采用市销率（P/S），即100%股权或资产对应的收购价格/年度销售收入。究其原因，一般大型医药连锁企业已具备集中采购议价能力、物流配送、整体经营效率等方面的优势，在其选择收购标的过程中，往往更看中被收购方在当地的市场占有率与成熟度等，因此较为合适的量化指标就是收入规模。相较而言，市盈率（P/E）估值有其局限性，且标的资产受经营规模、经营效率、成本费用控制能力等因素影响，其净利润指标在被整合前波动较大。但另一方面，考虑到标的公司销售额容易造假，即在短期内快速开店并

实施促销以大幅提高营收情况，因此上市公司在并购时，也会适当参考市盈率进行估值调整。此外，据了解，如果采用市销率估值方式，行业溢价一般控制在 0.7-1.3 倍间。例如，大参林于 2018 年 8 月收购江西会好康药房，即以标的门店 2017 年的含税销售额的 0.86 倍为估值基础，确定最终资产转让款。再以益丰药房 2018 年重组收购新兴药房为例，其选用的近三年国内医药零售行业相关并购案例 PS 值也多位于上述区间。

五、监管思考

并购重组是医药流通行业做大做强的主要方式，这种扩张方式对行业竞争格局、公司自身经营、上市公司信披质量、交易所一线监管效率及水平都提出了更高要求。针对其信披监管，建议在其并购重组和定期报告审核中重点关注以下几个方面。

（一）有针对性强化行业政策变化对上市公司影响的信披

医药行业是一个典型的政策导向型行业，特别是医药流通子行业，新政策的出台和变化往往会对整个行业的发展产生深远影响。例如，“两票制”的实施，在为龙头流通企业带来利好的同时，也斩断了一大批中小型流通企业的生存空间。再如，“药房托管”历经前后十几年摸索，从政策鼓励支持到最终因涉嫌不正当竞争被明令禁止，导致很多医药流通企业相关业务模式被迫转型。又如，近期国家试点推行“带量采购”政策，不仅直接影响部分仿制药生产企业，同时伴随产业上下游之间的传导效应，上游生产企业中标药品价格的下降也同样会降低

下游批发企业该部分的营收，最终导致流通企业利润额下降。鉴于此，日常监管需重点关注行业政策的发展变化，及时分析相关政策对行业板块及公司个体的具体影响，结合实际情况督促上市公司有针对性地强化信息披露，及时向市场和投资者明确预期，避免出现不必要的误读和股价的非理性波动。

（二）重组审核中重点关注溢价合理性及可比交易筛选的恰当性

在医药流通企业的兼并扩张过程中，标的公司的估值合理性是维护上市公司和投资者利益的重要因素，但在公司个案中，采用市场法评估定价时，可能出现有偏向性地进行可比交易案例筛选。因此，对行业并购中的高溢价情况，有必要督促公司充分披露主要评估依据及可比案例选择的合理性，并结合标的公司历次股权转让的估值情况，披露前次交易和本次交易的估值差异及原因，于事前强化对并购标的的估值约束。同时，加强业绩承诺履行和商誉减值监管，结合行业发展情况及公司实际经营业绩，关注公司是否存在商誉减值风险，对未实现业绩承诺但不计提商誉减值的公司重点监管。

（三）批发行业整合个案中，关注并购交易的业务协同和整合效果

近年来医药批发行业受上下游行业发展的带动及自身盈利的诉求，垂直一体化整合交易较集中，包括柳药股份向上游中药制造产业链延伸、九州通向下游零售药店拓展等。企业并购

后，将面临业务整合与文化整合双重考验。而从过往监管实践看，我们也关注到部分上市公司并购案例在经历短暂“蜜月期”后开始慢慢解体，部分公司则挣扎在整合与反整合的泥潭中。并购前如何审慎决策，并购后如何警惕消化不良、如何提高标的资产管控能力，从而切实保障公司自身和全体股东利益，成为上市公司需认真思考的问题。信披监管方面，不仅应在事前做好对并购标的与上市公司之间业务协同性的审核分析，关注是否符合公司现有业务模式和发展规划，同时也需在事后持续跟进公司并购交易的整合效果，并强化信披要求。

（四）零售行业兼并态势下，关注上市公司对外扩张战略与方式选择

自建门店和兼并收购是零售药店上市公司扩张规模的两个主要路径。近几年，在政策和资本双重推动下，连锁药店上市公司高速扩张，门店数量激增，这也给公司经营留下一定风险隐患，日常监管中需对公司门店经营情况、数量变化、区域分布、新开店和关闭店原因和数量保持关注，强化信披要求。另一方面，当前四大上市连锁药店都有各自中心区域，均在保证自身“区域龙头”地位同时，逐渐向外延伸开拓。对此，信息披露监管不仅需对并购标的门店的市占率、医保资质、当地竞争情况等事项予以关注，还需注意上市公司对外扩张战略是否发生变化及背后原因，包括地理方位的转移、外部资本的介入、以及是否开拓加盟店等新业务模式等。（摘编：张冯彬）

【免责声明】

本刊所载文章观点仅代表作者个人观点，不代表上海证券交易所观点。在任何情况下，本刊所载文章不构成任何投资建议，不做出任何形式的担保，据此投资，责任自负。

本刊为内部参考资料，相关版权归上海证券交易所所有，未获得本所事先书面授权，任何机构和个人不得对相关文章进行任何形式的复制、发表或传播。如需引用或获得本所书面许可予以转载、刊发时，均须注明出处。

(本期编辑：张冯彬， 校对：黄玲)



服务创造价值



上交所企业上市服务

发行上市服务中心

联系人：谢笑

电话：021-68828602

邮箱：xxie@sse.com.cn

地址：上海市浦东南路 500 号 33 楼

邮编：200120

传真：68801288

送：各地方政府、证监局、拟上市公司及相关中介机构