Heng Ren Investments

尊敬的张思民董事长和董事会：

恒润投资(Heng Ren Investments) 是中国最大的连锁药店——中国海王星辰连锁药店有限公司（NYSE:NPD)的股东。这封信将提供就海王星辰连续五个季度亏损，和从 2007 年在纽约证券交易所 IPO 后 91%的市值下跌提供建议。这封信呼吁公司将总结以及改变现有策略视为当务之急。

尽管海王星辰是中国连锁药店的领军企业，恒润投资相信，对于海王星辰来说，现在是一个抛弃建立全国性连锁药店的想法和向前看的良好时机。对于中国如此幅员辽阔的一个国家来说，因为区域性供给受阻，很难证明贵公司能在全国范围内实现采购优势，同时，在全国范围内管理一个实体连锁企业，管理成本对于股东们来说也是高额支出。

恒润投资推荐海王星辰采取在主要省市，进行区域性销售的策略。这将使现有门店更加注重效率的提高以及降低的成本。管理层同样可以通过增加用户忠诚度来促进销售。我们的分析显示以上策略会增加销售。这些方法并不是创新，且已经在此行业中运用并使其股东们受益。

通过分析海王星辰 2013 年报，恒润投资向海王星辰提出六项改进措施：

1) 加速关闭门店：

通过分析，若在 2013 年**关闭额外的 10%的门店**，可以使公司的营业利润率从 2013 年实际的 0.9%增加到 5.7%，每股收益从$0.01 增加到$0.08。

2) 减少人员配备：

通过分析，若在 2013 年**减少 10%的药剂师**，可以使公司的营业利润率从 2013 年实际的 0.9%增加到 4.3%，每股收益从$0.01 增加到$0.03。

3) 同时加速关闭门店以及减少人员配备：

通过同时**关闭额外 10%门店**以及**减少 10%药剂师**，可以使公司营业利润率从 2013 年实际 0.9%增加到 9.2%，每股收益从$0.01 增加到$0.11。

4) 扩大会员计划：

相比于海王星辰的平均每店 2400 个活跃会员，2013 年美国大型连锁药店的平

均活跃会员在 8100 每店。虽然海王星辰在 2013 年有超过 1230 万会员，但是只有约 490 万是活跃会员。如果这些会员都是活跃会员，海王星辰每店将会有 5900 个活跃会员，将使公司会员规模与美国来爱德公司（NYSE:RAD）并驾齐驱。

5) 增加自有品牌销售：

通常连锁药店会通过提高自有品牌销售比例来增加营业利润率，海王星辰 2013 年自有品牌的毛利率是 59%，远高于 44%的公司毛利率。但是自有品牌销售比率自 2012 年以来不升反降。这需要更加深入的分析得出正确的解决措施来逆转这一现状。

6) 扩大在线销售：

海王星辰在网络销售已占有先机，但其销售需要扩张与改进。**协调在线电子药品处方的后台系统须尽快建成**。海王星辰将有可能在在线处方药销售放开之后，成为集线上销售与实体销售的领军者。

恒润投资对于改变策略的呼吁是迫切的。根据报道，电子商务巨头包括阿里巴巴，一号店和京东已经取得网上销售处方药的许可。与此同时，海王星辰应该做好准备和同行们保持相同的效率和利润率。我们希望海王星辰的管理层和董事会能够采用新的策略方式来应对这次竞争。

恒润投资本次分析是基于公司最新审计财报（2013 年年报）得出。需要指出的是我们曾经以股东的身份，尝试友好地与海王星辰管理层就以上问题进行沟通，但是我们的提议未得到有效的回应。

以下是恒润投资对于海王星辰六点建议的详细分析：

1) 加速关闭门店：

这一建议需尽快实施。在 2013 年，虽然海王星辰关闭了 188 家门店，但同时新开 122 家新店，如此措施令我们感到困惑。成为一家全国性连锁药店的目标应该更加适用于电子商务时代之前，或在一个和中国相比，地域范围较小的国家。

在今天的中国，门店铺开全国并不显得那么重要。对于采购费用来说，因为供应商基本来自当地，全国性的采购规模效应收益也比较小。同时，对于海王星辰的

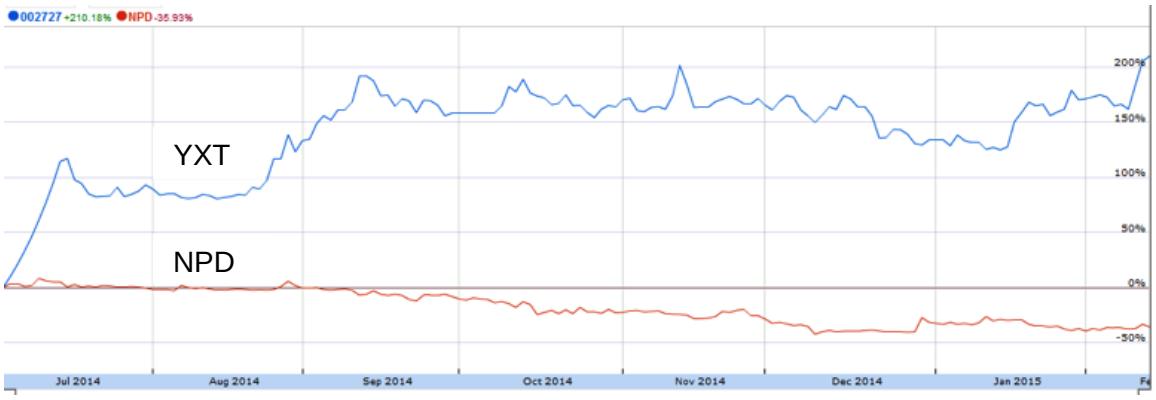
收入，销售、管理以及行政费用相对较高。在中国这么一个大的国家，全国性的增开门店，成本是非常高的。

虽然在全国 13 个省市有 2048 家门店（截止 2014 年 9 月），但只有在包括总部深圳在内 4 个城市有着领先的市场份额。虽然海王星辰将成为全国性的药店作为目标，但在首都北京只有 10 家门店。

通过分析，恒润投资得出如果在 2013 年额外关闭 10%的门店，营业利润率将从实际的 0.9%增加到 5.7%。分析假设由于关闭经营较差的门店，同店销售将增加相同的 10%。

海王星辰关店 5%-20%敏感度分析（2013）					
	实际	5%	10%	15%	20%
营业利润率	0.9%	3.5%	***5.7%***	7.5%	8.8%

这样的营业利润率是可以达到的，因为国内的同行已经在这一水平上。值得一提的是区域销售药店连锁企业，云南鸿翔一心堂药业(集团)股份有限公司（深证：002727）。作为一家主攻云南地区（75%门店所在地），进行区域销售的连锁药店，有着 2400 家门店的一心堂在 2013 年营业利润率达到了 7.5%。一心堂的业绩很好的回馈了股东。自从 2014 年 7 月的 IPO 以来，一心堂的股价已经上升了 346%。(￥12.20 – ￥54.4).



为了增加利润率，海王星辰应该借鉴一心堂的销售策略。在收入和盈利上，两者的区别是明显的。如果海王星辰能够缩小和一心堂的差距，对于股东来说将会有非常大的回报。最直接的提高将会是当前为 0.3x 的市销率。通常在 1.0x 以下交易

的股票是因为投资者们对于公司未来的盈利持有保留态度，如果海王星辰采取了恒润投资的建议并产生了盈利之后，投资者们有理由来调整这一预期。如果海王星辰连续五个季度亏损停止并逆转之后，海王星辰的市销率将会接近或达到同行比如一心堂的 2.6x。

	一心堂	海王星辰
门店数 (2013)	2480	2066
门店数最多的省份 (2014 年 9 月)	75% (云南省)	25% (广东省)
每店平均日客流量 (2013)	110	77
销售额 (2013)	$569m	$445m
毛利率 (2013)	40%	44%
营业利润率 (2013)	7.5%	0.9%
市盈率 (ttm*)	37.9x	N\A
市净率 (ttm*)	6.0x	1.1x
市销率 (ttm*)	2.6x	0.3x
股本回报率 (2013)	26%	1.30%
市值 (2015 年 2 月 12 日)	$2,100m	$147.1m
自由现金流 (2013)	$13.2m	$-40m
年末现金余额 (2013)	$83.6m	$90.1m
** 截止 2014 年 9 月*		

从净值来看，海王星辰仅关闭少量门店，同时将资本投入这一日落西山的商业模式，将势必会延长亏损以及损害股东们的权益。恒润通过分析得出通过关闭更多门店，同时将经营中心放入经济发展较好的城市（比如总部深圳），海王星辰的盈利性将增加。

同时关闭更多门店可以得到税务上的收益。因为在中国，分公司的损失不能用总公司的盈利来抵消，导致有效税率上升。就海王星辰来说，2013 年有效税率达到了 73.1%，海王星辰在美国证监会上 2013 年的 20-F 上提到：

"Our effective tax rate increased to 73.1% in 2013 as compared to 34.6% in 2012, primarily due to non-deductible expenses and the relatively high operating losses from loss-making subsidiaries, for which full valuation allowances were made on their deferred tax assets as compared to the overall results of the Company. In the PRC, losses in companies which are part of a group are not allowed to be off-set against profits of other companies in the same group."

在 2011 年和 2012 年，海王星辰有着更高的门店关闭净值，同时也有更低的有效税率：

	2011	2012	2013
门店关闭净值	153	263	66
有效税率	46.3%	34.6%	73.1%

如果 2013 年海王星辰关闭旗下 10%（207 家）经营情况较差的门店，同时我们取 2011 和 2012 年有效税率的平均值 40.5%,加上 5%的不利税居地的变化，这样会增加公司的盈利，也会降低有效税率：

2) 降低人员配备：

海王星辰平均每家门店配备有 1.7 名药剂师，考虑到平均每店每 10 分钟才有 1 名客户，相当于每位药剂师每小时协助 3.5 名顾客。这样就意味着有大量的空余时间。恒润投资经过分析得出在 2013 年如果海王星辰每店减少 10%的药剂师（0.2 每店），这样可以使得营业利润率从 0.9%提高到 4.3%。

药剂师的工资占了海王星辰销售、管理与行政费用里的 82%，而海王星辰的销售、管理与行政费用占了总销售的 42.5%，远超了同行一心堂的 30.8%，来爱德的 25.7%和 CVS（NYSE:CVS）的 12.4%。通过减少人员配备，海王星辰有增加盈利的空间。

海王星辰减少 5%-20% 药剂师敏感度分析 (2013)					
	实际	5%	10%	15%	20%
营业利润率	0.9%	2.6%	***4.3%***	6.1%	7.8%

3) 同时加速关闭门店以及减少人员配备：

如果 2013 年同时关闭 10%的门店以及减少 10%的药剂师，营业利润率将从实际的 0.9%增加到 9.2%。

	药剂师减少 5%-20%					
		实际	5%	10%	15%	20%
门店关闭 5%-20%	实际	0.9%	2.6%	4.3%	6.1%	7.8%
	5%	3.5%	5.2%	7.0%	8.7%	10.5%
	10%	5.7%	7.5%	***9.2%***	11.0%	12.7%
	15%	7.5%	9.2%	11.0%	12.8%	14.6%
	20%	8.8%	10.6%	12.4%	14.2%	16.0%

如果海王星辰同时关闭 10%的门店以及减少 10%的药剂师，以下是海王星辰与一心堂的对比：

2013	一心堂	海王星辰 (新)	海王星辰 (实际)
毛利率	40.0%	48.8%	44.0%
营业利润率	7.5%	9.2%	0.9%
自由现金流	$13.2m	$16.1m	$-40m
有效税率	N\A	45.5%	73.1%
每股收益	$0.20	$0.10	$0.01

4) 扩大会员计划：

一心堂的活跃会员平均每家为 2400 人，美国连锁药店 2013 年平均为 8100 人。尽管海王星辰 2013 年有超过 1200 万会员，但只有 490 万活跃会员。如果这些用户都变为活跃会员，海王星辰每店平均将有 5900 名会员，这将使海王星辰和来爱德在同一水平线上。

忠诚客户和普通客户相比，消费通常更多，频率通常更高，这使得海王星辰急需寻找方式扩大用户数量，采用积极的方法与促销使得普通用户变为活跃客户。我们希望海王星辰能够向活跃客户发放调查，得出使他们成为活跃用户的缘由，并且将此运用在普通客户身上。

5) 增加自有品牌销售：

通常连锁药店会通过增加自有品牌销售比例来提高盈利。海王星辰自有品牌销售毛利率为 59%，占总毛利的 44%。如果将重心放在自有品牌上，海王星辰的毛利率会大幅增加，但是我们却看到了相反的现状。海王星辰的自有品牌销售比率从 2012 年的 26.8%下降至 2013 年的 23.5%，毛利从 46.3%下降到 31.8%。海王星辰需要对于其销售的不同品类中自有品牌比例进行分析来得出如何增加比例。

6) 扩大在线销售：

以上我们提到了需要减少边际成本，这是对网上在线销售处方药将会带来的冲击做出的准备。海王星辰已经建立起现有的在线销售平台，去年销售额达到 1070 万美元，但是这将需要扩大和改进。（注：相比于与一心堂其他相比较差的参数，海王星辰有较多的在线销售）。协调在线电子药品处方的后台系统须尽快建成。在

在线处方药批准销售后，海王星辰将有可能在网上处方药销售放开之后，成为集线上销售与实体销售的领军者

作为海王星辰的股东，我们非常感谢管理层能阅读这封信，并且能够尽快采取措施付诸行动。相信恒润投资的建议将会为海王星辰带来可持续的改变以及积极的收益。新的公司策略将需要和公司股东进行讨论。这样可以使股东们获得处方药销售的收益，使公司在以后的竞争中获胜。

Peter Halesworth
Managing Partner
Heng Ren Investments LP
2015 年 2 月 17 日