

医药保健

行业重大事件快评

超配

(维持评级)

2018年12月20日

外延成本下降，超跌带来机遇

证券分析师:	谢长雁	0755-82133263	xiecy@guosen.com.cn	证券投资咨询执业资格证书编码: S0980517100003
联系人:	朱寒青	0755-81981837	zhuhanqing@guosen.com.cn	
联系人:	马步云	0755-81981847	mabuyun@guosen.com.cn	
联系人:	张智聪	021-60933151	zhangzhicong@guosen.com.cn	

事项:

12月15日,国家医疗保障局、财政部办公厅发布《欺诈骗取医疗保障基金行为举报奖励暂行办法》,其中列举的行为包括“盗刷医疗保障身份凭证,为参保人员套取现金或购买营养保健品、化妆品、生活用品等非医疗物品的”,指出“举报奖励坚持精神奖励与物质奖励相结合原则,统筹地区医疗保障部门可按查实欺诈骗保金额的一定比例,对符合条件的举报人予以奖励,最高额度不超过10万元”。

国信医药观点:

- 1、**药店投资核心应考察一二级市场估值差。近期一级市场逐渐理性,药店投资回报周期随之缩短。**药店投资回报周期随着一级市场并购价格下降,药店自建比例的增加、药店自建投资回收期的缩短而缩短。按照不同假设情况,四大药店等效增速均在15-30%区间,益丰药房在不同综合外延PE下仍然是等效增速最快的,从估值来看,益丰药房和一心堂的等效PEG在1左右,已具有投资价值。
- 2、**长期来看,在稳态净利率不变情况下,零售药店收入和利润增速应该匹配,一心堂从收入增速不及利润增速进入到利润增速超过营收增速的阶段。**根据药店发展不同阶段,收入和利润会出现短时间的背离:当药店大规模开店时,新店比例高,处于不盈利状态的门店偏多,则利润增速会低于营收增速,净利率下滑;当门店逐渐成熟或者控制开店方式和节奏,精益化管理凸显规模优势之后,利润增速会高于营收增速,净利率提升。
- 3、**四大上市公司药店保健品结构占比8-10%,其中医保支付比例大概仅有10-20%不等,考虑到保健品毛利较高,对于公司整体毛利影响在3%以内。**个人医保账户存在有意义,短期内不会取消,全国各地人社部规定的刷卡支付范围不同。盗刷医保卡行为更多是不规范的药店,严查后会加速淘汰,提高行业集中度,上市公司作为龙头反而收益。
- 4、**药店长期集中度提升逻辑不变,龙头药店供应链优势、管理能力及服务优势明显,近期药店分级管理制度有力促使集中度提升,而药品集采力度超预期也意味着处方外流逻辑更顺畅。**

投资建议:继续推荐相对估值较低、进入利润增速超过营收增速阶段的一心堂(19PE16X),以及重磅收购落地、业绩持续高速增长的益丰药房(19PE31X),关注老百姓、大参林。

风险提示:占比70%左右的中西成药中不排除同样存在一些保健性质的产品消费,即实际保健品占比高于目前估计比例的状况;药店扩张不达预期;并购整合不达预期。

评论:

1、药店投资核心应考察一二级市场估值差。近期一级市场逐渐理性，药店投资回报周期随之缩短。随着一级并购成本的下降，药店扩张成本下降，投资收益率也将提升，而四大药店目前二级市场估值也回落至合理区间，2019 年一心堂 16X，益丰药房 31X，大参林 25X，老百姓 27X。

1) 目前零售药店均采用**自建和并购相结合的方式，加快推进在区域市场的布局。**相对而言，自建方式需要一定培育期，但成本相对低，通常自建门店 7 年左右实现投资回报，PE 相当于 7 倍，随着龙头公司品牌优势，实现当月盈利的周期也会变短，相应缩短投资回报周期，降低自建 PE；并购方式一般是选取当地较为成熟的品种，有一定的规模、稳定的客流和现金流，可以迅速提高市占率，通常会借助上市公司的管理能力提升盈利水平，并且有规模协同优势，实际仍是公司增速的重要贡献部分。此前一级市场并购 PS 在 1.0~1.5 之间，按照并购前利润率 5% 计算，对应 PE 相应为 20 倍~30 倍左右，近期由于资金成本高企、一级投资机构将精力更多用于内部整合等原因，药店并购价格逐渐回归理性，相应降低并购 PE。

2) 各公司的收购：**自建比例有所不同，也对公司扩张成本实际回报有影响，相应影响实际等效增速和投资回报。**自建新店成本低，因此随着自建比例升高也会降低成本，提高投资回报率。例如今年一心堂仅做两起并购，以自建为主，加上云南等地区一级市场并购价格较低，因此扩张成本相对较低。

下表综合计算了考虑并购和自建比例以及成本不同后的等效综合外延成本 PE。这里我们定义等效综合外延 $PE=1/(\text{自建门店占比}/\text{自建投资回收期}+\text{并购门店占比}/\text{并购门店 PE})$ ，由于自建也是通过资本投入获取客流和收入，且药店实际经营扩张是通过自建和并购协同进行的，因此这里我们计算外延成本综合考虑自建和并购；表 2 中内生增速指单店增长。通过敏感性分析可以看到等效综合外延成本 PE 基本在 9-14 之间，随着自建回收周期缩短、并购成本降低、自建比例提高都能够降低等效综合外延成本 PE。

表 1：不同条件下的等效外延综合成本 PE

自建:并购 比例	自建投资回收期 6 年				自建投资回收期 7 年				自建投资回收期 8 年			
	并购门店 PE				并购门店 PE				并购门店 PE			
	15	20	25	30	15	20	25	30	15	20	25	30
2:1	8.5	8.9	9.2	9.4	8.5	8.9	9.2	9.4	8.5	8.9	9.2	9.4
1:1	9.5	10.4	10.9	11.4	9.5	10.4	10.9	11.4	9.5	10.4	10.9	11.4
1:2	10.9	12.4	13.5	14.3	10.9	12.4	13.5	14.3	10.9	12.4	13.5	14.3

资料来源：公司公告、国信证券经济研究所估算；等效综合外延 $PE=1/(\text{自建门店占比}/\text{自建投资回收期}+\text{并购门店占比}/\text{并购门店 PE})$

考虑到扩张外延的成本，四大药店龙头公司等效增速估算如下。按照不同假设情况，四大药店等效增速均在 15-30% 区间，益丰药房在不同综合外延成本 PE 下仍然是等效增速最快的，从估值来看，益丰药房和一心堂等效 PEG 在 1 左右，已具有投资价值。

表 2：假设情况下四大药店龙头的等效增速及估值

公司	二级市场 2019PE	预计增速	内生增速	外延增速	等效外延综合成本 PE=9		等效外延综合成本 PE=14	
					等效增速	对应 PEG	等效增速	对应 PEG
益丰药房	31	35%	9%	26%	27%	1.13	23%	1.33
老百姓	27	25%	9%	16%	20%	1.37	17%	1.62
一心堂	16	25%	9%	16%	16%	1.00	11%	1.45
大参林	25	20%	9%	11%	16%	1.56	14%	1.81

资料来源：Wind、公司公告、国信证券经济研究所估算；考虑外延成本后的等效增速=内生增速+外延增速*(二级 PE-一级 PE)/二级 PE

2、长期来看，在稳态净利润率不变情况下，零售药店收入和利润增速应该匹配，一心堂从收入增速不及利润增速进入到利润增速超过营收增速的阶段。正如我们在 2017 年 8 月的零售药店三篇行业深度报告指出的，拉长时间尺度来看，在稳态净利润率不变情况下，零售药店收入与利润增长应该匹配，但根据药店发展不同阶段，收入和利润会出现短时间的背离：当药店大规模开店时，新店比例高，处于不盈利状态的门店偏多，则利润增速会低于营收增速，净利润率下滑；当门店逐渐成熟或者控制开店方式和节奏，精益化管理凸显规模优势之后，利润增速会高于营收增速，净利润率提升。我们把四家上市公司历年数据进行分析可以看到，从 2009(或 2011、2012 下表显示数据)截至 2017 年的 CAGR 来看，益丰药房、大参林、老百姓的营收增速<扣非净利润增速，一心堂的营收增速>扣非利润增速。其中益丰药房 2015 年上

市，之后利润率略有下滑，但是从2017年起又恢复。一心堂2014年上市，上市后随着资金重组开始大规模扩张，进军外省，影响利润，因此扣非净利润率开始逐年下滑，而从2018起随着川渝开始盈利，公司自建为主，全年并购仅两起，利润增速开始超过收入增速，开始进入利润释放阶段。同理，老百姓、大参林在2016、2017年分别上市后也可以观察到上市之后利润增速不及营收增速，以及利润率下滑的情况。根据长期的收入复合增速CAGR，我们也计算了2017年匹配营收增速的理论利润值，可以看到一心堂的实际利润/理论利润=0.8<1，从这个指标也可以验证其进入利润释放阶段。

表3：四大药店营收与利润长期匹配状况计算

益丰药房		2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	CAGR			
营收(亿)		12.24	15.39	18.04	22.30	28.46	37.34	48.07				
YOY			25.8%	17.2%	23.6%	27.6%	31.2%	28.8%	25.6%	匹配利润		
扣非净利润(亿)		0.59	0.67	0.98	1.36	1.71	2.17	3.09		2.32		
YOY			13.8%	44.7%	39.3%	25.9%	27.0%	42.1%	31.8%	实际/理论		
利润率		4.82%	4.35%	5.43%	6.10%	6.01%	5.81%	6.43%		1.33		
一心堂		2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	CAGR	
营收(亿)	14.56	18.50	22.19	28.42	35.47	44.28	53.21	62.49	77.51			
YOY		27.1%	19.9%	28.1%	24.8%	24.9%	20.2%	17.4%	24.0%	23.2%		匹配利润
扣非净利润(亿)	0.89	1.09	1.33	1.77	2.36	2.97	3.30	3.37	3.89			4.74
YOY		21.9%	22.6%	33.4%	33.0%	25.6%	11.3%	2.2%	15.3%	20.2%		实际/理论
利润率	6.11%	5.89%	5.99%	6.23%	6.65%	6.71%	6.20%	5.39%	5.02%			0.82
大参林			2012	2013	2014	2015	2016	2017	CAGR			
营收(亿)			32.52	37.07	45.45	52.65	62.74	74.21				
YOY				14.0%	22.6%	15.9%	19.2%	18.3%	17.9%	匹配利润		
扣非净利润(亿)			1.47	1.93	2.57	3.92	4.39	4.73		3.35		
YOY				31.6%	32.7%	52.9%	11.8%	7.9%	26.3%	实际/理论		
利润率			4.52%	5.21%	5.65%	7.45%	7.00%	6.37%		1.41		
老百姓		2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	CAGR			
营收(亿)		24.67	28.42	33.21	39.43	45.68	60.94	75.01				
YOY			-21.7%	15.2%	16.9%	18.7%	15.9%	33.4%	23.1%	20.36%	匹配利润	
扣非净利润(亿)		0.87	1.23	1.55	1.95	2.33	2.85	3.46		3.11		
YOY				41.5%	26.2%	25.2%	19.9%	22.4%	21.3%	25.87%	实际/理论	
利润率		3.53%	4.33%	4.67%	4.95%	5.10%	4.68%	4.61%		1.11		

资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理预测

3、四大上市公司药店保健品结构占比8-10%，其中医保支付比例大概仅有10-20%不等，考虑到保健品毛利较高，对于公司整体毛利影响在3%以内。从2017年报各大药店产品收入结构来看，保健品所在的非药品占比13~19%不等，非药里面还包含了医疗器、计生、消毒等产品，参考公司往年报表列出的详细类别占比，可知保健品销售占比在8-10%之间。保健品毛利率在40-60%区间，在各品类中属于较高的（零售药店平均毛利率40%）。四大药店的个人医保刷卡支付的部分占保健品比例约10-20%，因每个地区具体规定不同而异，因此医保支付的保健品对于毛利贡献不超过 $10\% \times 1.5 \times 20\% = 3\%$ 。

表 4：2017 年各大药店产品结构及毛利率

一心堂			益丰药房			老百姓			大参林		
产品类别	销售占比	毛利率	产品类别	销售占比	毛利率	产品类别	销售占比	毛利率	产品类别	销售比重	毛利率
中西成药	68.94%	36.42%	中西成药	68.27%	34.48%	中西成药	73.68%	29.09%	中西成药	64.25%	35.00%
中药	8.48%		中药	13.81%	41.08%	中药	9.39%	52.37%	参茸滋补药材	14.10%	40.28%
医疗器械及计生、消毒用品	7.46%		非药品	17.92%	51.35%	非药品	13.70%	46.92%	中药饮片	2.80%	29.35%
其他（保健品等）	12.80%					其他	3.23%	78.30%	非药品	18.85%	52.48%
零售部分合计	94.23%	40.83%	合计	100.00%	38.41%	合计	100.00%	35.31%	合计	100.00%	38.88%

资料来源：公司年报、国信证券经济研究所整理

个人医保账户存在有意义，短期内不会取消，全国各地区人社部规定的刷卡支付范围不同。如海南地区不允许保健品刷个人医保卡，重庆地区从 2015 年起“食健字号”保健食品可以用医保卡个人账户支付，部分地区中药饮片也可以使用医保卡（如西安、昆明）。有些地区会鼓励自我诊疗和保健、预防疾病，如深圳地区可以用于健身。中药饮片等各地政策不同。但日化用品是不允许的。目前全国大部分地区“蓝帽子”并不能刷个人医保卡进行支付，药店的保健品消费主要是通过个人支付的，需求较为刚性，并不受医保卡支付影响，以一心堂为例，海南地区严禁保健品刷医保卡个人账户，但是其保健品占比达到 7%，为现金消费，与全国其他允许刷卡地区的 8% 相近。

盗刷医保卡行为更多是不规范的药店，严查后会加速淘汰，提高行业集中度，上市公司作为龙头反而收益。本次核查是随机抽查 5-10% 比例的药店，单体小药店和小连锁往往经营不规范，依靠医保卡套利等方法降低成本，随着行业整顿，税务、医保监管愈加严格，不规范的药店将加速出清，利于上市公司提高集中度。

4、药店长期集中度提升逻辑不变，龙头药店供应链优势、管理能力及服务优势明显，近期药店分级管理制度有力促使集中度提升，而药品集采力度超预期也意味着处方外流逻辑更顺畅。

1) 全国药店分级政策征求意见稿近期发布，有利于规范管理，利好龙头企业。此次意见稿落地时间推迟为 2020 年全国大部分省市零售药店分类分级管理制度基本建立，到 2025 年在全国范围内基本建立统一的零售药店分类分级管理法规政策体系。药店分为三类三级，实施动态管理每年核查。本次意见稿将药店分级细化为三类：一类药店可经营乙类非处方药；二类药店可经营非处方药、处方药（不包括禁止类、限制类药品）、中药饮片；三类药店可经营非处方药、处方药（不包括禁止类药品）、中药饮片，并且将二、三类药店按照经营服务能力由低到高划分为 A、AA、AAA 三个等级。药品零售门店分类级结果每年至少动态核查 1 次，加强事中事后监管。明确药师配置，允许连锁药店远程审方。目前全国药师配备比例较低，未来小型药店更难以达到配置要求，而短期内药师的缺口也会导致药师薪酬上浮，药店管理费用率增加。意见稿中也明确指出药品零售连锁企业可以实行网上集中审方，开通网上审方的门店可视为已配有 1 名执业药师。从目前行业成本来看，大约 15 家药店可以配一名网上审方师，系统配备至少需要 100 万，接入门槛将进一步淘汰小药店，提高行业集中度。

2) 药品集中采购政策降低药价，有利处方外流。医药分家、处方外流是近几年的政策趋势，不过在实际执行中有很多挑战，处方电子系统的平台化网络化建设需要时间，医院对于处方外流的态度也未必积极，零售药店实际能拿到的处方量有限，处方外流的过程是缓慢的。本次“4+7”集中采购药品中标价格远低于市场预期，未中标品种也很可能被要求价格对标医保支付价进行降价。从此前上海市集中采购来看，文件规定“符合集中采购申报要求的同品种未中选的最低价药品，必须在本市 2017 年中标价（或挂网价）基础上，根据价差实现梯度降价后（以中选价托底）方可继续采购使用，价差较大的须进一步加大降价幅度……符合集中采购申报要求的同品种未中选的最低药品，其挂网价应不高于按要求调整后的最低价药品挂网价”。仿制药品价格下降之后，药企销售费用也将大幅下降，医院截流药品处方的动力将不复存在，将加快处方外流，为零售药店、DTP 药房带来增量。目前一致性评价通过品种目前有限，估计未来 2-3 年随着越来越多品种通过一致性评价并降价，中国药品销售结构中院外销售比例将大幅提升。

风险提示：

1、占比 70%左右的中西成药中不排除同样存在一些保健性质的产品消费,即实际保健品占比高于目前估计比例的状况。(阿胶浆在 2017 年新版医保目录报销范围内,但是阿胶作为中药饮片单药服用是不予报销的。参茸类属于单味或复方均不支付费用的中药饮片及药材。)

2、药店扩张不达预期; 并购整合不达预期。

投资建议: 继续推荐相对估值较低、进入利润增速超过营收增速阶段的一心堂 (19PE16X), 以及重磅收购落地、业绩持续高速增长的益丰药房 (19PE31X), 关注老百姓、大参林。

附表: 重点公司盈利预测及估值

公司 代码	公司 名称	投资 评级	收盘价	EPS			PE			PB
				2017	2018E	2019E	2017	2018E	2019E	2017
002727	一心堂	买入	20.03	0.74	0.97	1.22	26.9	20.6	16.4	3.1
603939	益丰药房	增持	47.22	0.59	1.13	1.56	56.8	41.8	30.5	6.0
603233	大参林	增持	42.28	1.19	1.19	1.65	35.6	30.3	24.8	6.1
603883	老百姓	增持	53.00	1.04	1.68	2.18	40.7	33.1	26.6	8.2

数据来源: wind、国信证券经济研究所整理预测

相关研究报告:

- 《行业重大事件快评：卫健委拟制订全国辅助用药目录，对血制品影响有限》 ——2018-12-17
 《国信医药-行业重大事件快评：带量采购力度超预期，凛冬将至春已不远》 ——2018-12-12
 《国信证券-医药生物 12 月策略：静待估值修复，布局创新行情》 ——2018-12-04
 《血制品行业投资策略：渠道回暖后期待大品种后续放量》 ——2018-11-13
 《国信证券-医药生物 2018 年三季度报总结暨 11 月投资策略：一阳来复，否极泰来》 ——2018-11-06

国信证券投资评级

类别	级别	定义
股票 投资评级	买入	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	预计 6 个月内，股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	卖出	预计 6 个月内，股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	超配	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	预计 6 个月内，行业指数表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	低配	预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 10%以上

分析师承诺

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

风险提示

本报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有，仅供我公司客户使用。未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。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。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。

证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行

国信证券经济研究所

深圳

深圳市罗湖区红岭中路 1012 号国信证券大厦 18 层
邮编：518001 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 楼
邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层
邮编：100032