

医药商业行业深度研究报告

2020年医药零售投资逻辑:追求长期增长下的医药零售投资机会

推荐 (维持)

- 本文系统梳理了医药零售板块的长期、中期、短期投资逻辑及线上电商的最新情况,为投资者呈现2020年板块的主要投资线索。报告分为两个部分,第一部分主要阐述医药零售板块的长期、中期、短期逻辑(第一-第三章),对医保统筹、集中度提升逻辑及短期业绩进行了探讨,并汇总了2019-2020年期间的主要政策及行业发展情况;第二部分主要讨论医药电商,通过将现有医药零售市场划分为存量市场及增量市场,并区分医药电商/线下药店各自服务的主要场景,探讨未来4年(截止到2023年)的线上/线下发展趋势,同时探讨了处方外流带来的增量市场。
- **长期逻辑:2020年料将是处方外流业绩兑现年。**2019年是处方外流提速年,2020年料将是处方外流业绩兑现年,广东省成为第三个零售药店对接医保统筹的省份,推动全国处方外流进程。新冠疫情期间,国家医保局出台“长处方”相关医保报销政策;全国两慢用药处方外流总规模超千亿,预计线下药店流出规模达317亿。我们采用保守的估计方式,预计五大药房市占率约为1.8-2.8%,利润增厚5000-9000万。两慢用药外流还驱动零售药店客流大幅增加,强化零售药店“低毛引流、高毛盈利”逻辑;此外,新冠疫情促进互联网诊疗业务爆发,也是对处方外流的重要推手。
- **中期逻辑:集中度提升逻辑不断验证。**益丰药房、大参林、老百姓通过外延并购提升区域规模效应,区域优势逐步显现。2019年是行业分化元年,政策监管重拳频出,不合规中小药店逐步退出,5大药房优势显现。2020年是行业分化加速年,新冠疫情转移人流量至O2O,5大药房均大力布局O2O,获实质性利好。**综合来看,我们认为药房中长期逻辑(医保统筹带动处方外流+集中度提升逻辑)明确,未来3-5年行业分化将进一步加剧,有利于龙头整合市场,提高集中度。**
- **短期逻辑:2020年零售药店获3大业绩增厚,预计4大药房业绩合计增厚5-8%,国药一致(公司整体)增厚2%。**业绩增厚1:从我们的草根调研数据看,无论销售额、客单价、客流量均有不同程度的增厚,我们预计Q1业绩大概率符合预期/超预期。我们维持此前预测,即Q1疫情对几家药房有1000万左右增厚;业绩增厚2:社保缴纳减免政策预计增厚全年业绩1-2%。根据中性(即减免2个月)测算,业绩预计有1000-1500万增厚。业绩增厚3:小规模增值税减免政策预计增厚全年业绩1-4%。通过模型测算,4家药房预计平均有1000-2000万左右。三大利好下,我们认为药房业绩有3000-5000万的利润增厚,与2019年增值税带来的增厚幅度近似。**我们重申药房的主要投资逻辑,即在集中度提升逻辑下,赚取业绩增厚的收益。我们认为2020年业绩具弹性,5家药房或均有不俗表现。**
- **盈利预测、估值及投资评级。**综合来看,我们认为药房中长期逻辑(医保统筹带动处方外流+集中度提升逻辑)明确,短期业绩增厚带来板块性利好,同时药房积极拥抱互联网,看好医药零售企业全年在3大增量下的板块表现。
- **风险提示:医保线上支付风险,业绩不达预期风险,个人医保账户变革风险。**

重点公司盈利预测、估值及投资评级

简称	股价(元)	EPS(元)			PE(倍)			PB	评级
		2019E	2020E	2021E	2019E	2020E	2021E		
益丰药房	96.0	1.49	1.96	2.57	64.43	48.98	37.35	8.96	强推
大参林	63.88	1.32	1.66	2.07	48.39	38.48	30.86	11.5	强推
老百姓	82.1	1.86	2.28	2.85	44.14	36.01	28.81	7.72	推荐
一心堂	25.36	1.06	1.26	1.46	23.92	20.13	17.37	3.21	推荐
国药一致	40.68	3.01	3.62	4.16	13.51	11.24	9.78	1.5	强推

资料来源:Wind,华创证券预测

注:股价为2020年04月03日收盘价

华创证券研究所

证券分析师:刘宇腾

电话:010-66500915

邮箱:liuyuteng@hcyjs.com

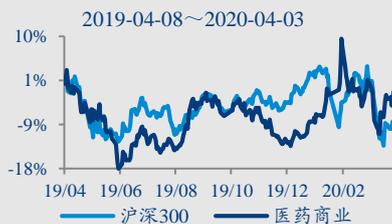
执业编号:S0360519080001

行业基本数据

		占比%
股票家数(只)	25	0.66
总市值(亿元)	3,276.77	0.52
流通市值(亿元)	2,406.26	0.52

相对指数表现

%	1M	6M	12M
绝对表现	-2.15	5.46	-2.01
相对表现	9.58	8.12	6.58



相关研究报告

《医药商业行业重大事项点评:性价比逐步显现,建议配置医药零售板块》

2019-01-15

《业绩大年&行业分化大年——2019年零售药店札记》

2019-08-15

《医药零售行业点评:高成长下的低估值板块,看好医药零售上市公司2020年表现》

2020-01-22

投资主题

报告亮点

本文系统梳理了医药零售板块的长期、中期、短期投资逻辑及线上电商的最新情况，为投资者呈现 2020 年板块的主要投资线索。报告分为两个部分，第一部分主要阐述医药零售板块的长期、中期、短期逻辑（第一-第三章），对医保统筹、集中度提升逻辑及短期业绩进行了探讨，并汇总了 2019-2020 年期间的主要政策及行业发展情况；第二部分主要讨论医药电商，通过将现有医药零售市场划分为存量市场及增量市场，并区分医药电商/线下药店各自服务的主要场景，探讨未来 4 年（截止到 2023 年）的线上/线下发展趋势，同时探讨了处方外流带来的增量市场。

投资逻辑

综合来看，我们认为药房中长期逻辑（医保统筹带动处方外流+集中度提升逻辑）明确，未来 3-5 年行业分化将进一步加剧，有利于龙头整合市场，提高集中度。我们重申药房的主要投资逻辑，即在集中度提升逻辑下，赚取业绩增厚的收益。我们认为 2020 年业绩具弹性，5 家药房或均有不俗表现。

我们认为药房中长期逻辑（医保统筹带动处方外流+集中度提升逻辑）明确，短期业绩增厚带来板块性利好，同时药房积极拥抱互联网，看好医药零售企业全年在 3 大增量下的板块表现。

目录

一、长期逻辑：医保统筹加速对接，处方外流逻辑兑现业绩	5
写在前面：处方外流需要满足的3个基本条件.....	5
（一）2019年回顾：2019年是处方外流提速年.....	5
（二）省级处方外流：2020年是处方外流业绩兑现年.....	5
（三）全国处方外流：“两慢用药”有望率先实现全国范围外流处方.....	6
二、中期逻辑：集中度提升逻辑不断得到验证，政策监管下有利于大型连锁整合行业	9
（一）外延并购：3大药房通过外延并购提升区域规模效应，区域优势逐步显现.....	9
（二）自建门店：2019年是行业分化元年，自建仍具空间.....	12
（三）2020年料将是行业分化加速年：新冠疫情转移人流量至O2O，5大药房均大力布局O2O.....	13
三、短期逻辑：疫情下利好龙头药房经营，Q2业绩存弹性	13
（一）2020年3大业绩增厚预测.....	13
（二）业绩增厚1：“新冠疫情”增厚全年业绩2%.....	13
（二）业绩增厚2：社保缴纳减免政策增厚全年业绩1-2%.....	16
（三）业绩增厚3：小规模增值税减免政策增厚全年业绩1-4%.....	17
四、医药电商：B2C场景蓬勃发展，O2O场景带动线下连锁龙头承接处方增量	18
（一）医保电子凭证：利好线上电商/线下连锁龙头.....	18
（二）医药电商/线下药房长期发展预演.....	20
1.医药零售存量市场：5类品规满足不同用药场景，未来发展趋势.....	21
2.医药零售增量市场：处方外流.....	21

图表目录

图表 1 两慢处方药外流金额测算（单位：亿元）	7
图表 2 五大药房 2018 年市场占有率测算	7
图表 3 5 家药房两慢品种处方外流对归母净利润增厚测算	7
图表 4 医药零售行业 2020 年行业展望	9
图表 5 益丰药房收购布局省份与已布局优势省份重合度高	9
图表 6 益丰药房 2019 年前三季度收购情况	10
图表 7 大参林收购布局省份与已布局优势省份重合度高	10
图表 8 大参林 2019 年前三季度收购情况	10
图表 9 老百姓收购布局省份：与已布局优势省份重合度高	11
图表 10 老百姓 2019 年前三季度收购情况	11
图表 11 医药零售上市公司 2020 年门店扩张逻辑及可转债发行情况	11
图表 12 2019 年医药零售行业监管政策梳理	12
图表 13 2019 年医药零售行业重要政策梳理	13
图表 15 2015-2017 年医药零售行业主要品规销售情况（中康 CMH）	14
图表 16 2015-2017 年医药零售行业主要品规销售情况（中康 CMH）	15
图表 17 疫情增厚测算结论	16
图表 18 社保缴纳减免政策测算	16
图表 19 小规模纳税人增值税减免测算	17
图表 20 医保电子凭证微信界面	19
图表 21 线上医保购药流程图	20
图表 22 医药零售市场规模测算（线上及线下市场分析）	20
图表 23 公立医院总收入及药品收入情况（2010-2018 年）	21
图表 24 处方外流测算	22
图表 25 2018-2023 年 4 家医药零售上市公司预期收入规模	22

一、长期逻辑：医保统筹加速对接，处方外流逻辑兑现业绩

2020 年料将是处方外流业绩兑现年。2019 年是处方外流提速年，2020 年料将是处方外流业绩兑现年，广东省成为第三个零售药店对接医保统筹的省份，推动全国处方外流进程。新冠疫情期间，国家医保局出台“长处方”相关医保报销政策；全国两慢用药处方外流总规模超千亿，预计线下药店流出规模达 317 亿。我们采用保守的估计方式，预计五大药房市占率约为 1.8-2.8%，利润预计增厚 5000-9000 万。两慢用药外流还驱动零售药店客流大幅增加，强化零售药店“低毛引流、高毛盈利”逻辑；此外，新冠肺炎疫情促进互联网诊疗业务爆发，也是对处方外流的重要推手。

写在前面：处方外流需要满足的 3 个基本条件

(1) 基本条件 1：医院药店同价。实现同价支付后，医保在药店或医院的支付价格将实现平价，医保基金在药店或医院实现同比例同价格支付，患者也可以在药店实现与医院一致的报销金额，推动处方药的流出。

(2) 基本条件 2：处方笺流出。处方笺流出是处方药支付的前提，合理合法获得处方笺后药店方可进一步销售处方药。目前多省市均有推动处方电子平台（目前已有 10 余省市建立处方流转平台）。

(3) 基本条件 3：医保统筹对接。医保统筹对接确保药店与医院买药享受同等报销政策。疫情期间，为减少医院人流量，国家新增一批医保定点药房，其中武汉已新增几十家，医保统筹对接加速落地。

（一）2019 年回顾：2019 年是处方外流提速年

我们认为 2019 年处方外流仅处于试点阶段，在多个地级市及行业协会层面进行推广。中国医药商业协会推动专业化药房的认证，第一批特病药房（DTP 药房）验收药店已通过 60 家，有望优先对接医保。同时以“梧州模式”为代表的处方外流模式已实现处方外流模式的运转，全国各地级市有望仿效，加速处方外流。

- **专业化药房（特病药房、慢病药房）：**中国医药商业协会已出台《零售药店经营慢性病药品服务规范》（即慢病药房标准）、《零售药店经营特殊疾病药品服务规范》（即 DTP 药房标准）。其中特病药房（DTP 药房）于 2019 年 6 月 30 日公布第一批达标药店名单（总计 60 家），预计此次通过标准的 60 家药店有望优先对接医保统筹。未来随着慢病药房和特病药房的逐步落地和验收，以上两类药房均有望对接医保统筹，推动处方外流。
- **处方流转平台（梧州模式为代表）：**通过第三方电子处方流转平台，成功对接院外药店。同时对接医保统筹，实现了处方院外流出。我们认为梧州模式有望进一步在全国推广，进一步推广处方外流。

（二）省级处方外流：2020 年是处方外流业绩兑现年

1、广东省处方外流迈出坚实一步，省医保局将外流品种划定为国谈品种、集采品种、两慢品种

2019 年 11 月 29 日，广东省为拓展参保慢性病患者用药购药渠道，进一步规范药品流通和使用，更好地满足人民群众用药需求，省医保局、省卫生健康委、省药品监管局联合制定了《关于推动广东省基本医疗保险定点零售药店做好慢性病用药供应保障工作的指导意见》。其中第一条为零售药店提供的慢性病用药范围，指出零售药店提供的慢性病用药范围为：国家新增 17 种谈判抗癌药；国家组织药品集中采购中选产品；高血压和糖尿病用药（麻醉药品、精神药品、医疗用毒性药品和儿科处方除外）。参保患者凭外配处方、就医凭证，在外配处方有效期内到零售药店购药，购药时只需支付应由个人承担的费用，由基本医疗保险统筹基金支付的费用由医保经办与零售药店进行结算。

2020年广东全省对接医保统筹（慢病类），成为第三个对接医保统筹的省份。统筹的对接将进一步改善药房盈利能力，处方销售带来的毛利额均为增量业绩，毛利额增量扣税后将转化为净利润的增厚。该政策最大亮点为拓展参保患者购药渠道，将国家新增17种谈判抗癌药、国家药品集中采购中选产品、高血压和糖尿病用药纳入定点零售药店用药保障范围，处方外流迈出坚实一步。

2、大参林业绩增厚测算：大参林预期受益广东省零售药店对接医保统筹政策

广东省实现药店集采品种、国谈肿瘤药、高血压及糖尿病慢病用药对接医保统筹，2020年进入业绩兑现，利好大参林。2019年11月29日医保局、卫健委、药监局3部委联合发文，印发《广东省医保定点零售药店做好慢性病用药供应保障工作的指导意见》。实现药店集采品种、国谈肿瘤药、高血压及糖尿病慢病用药对接医保统筹，为全国第三个以省份为单位对接医保统筹的省份。我们认为慢病品种为药店主要的处方品种之一，对接医保统筹后会明显带动处方增量，同时大连锁企业通过以广东省高血压及糖尿病慢病用药100亿/年进行计算，若大参林第一年承接5亿慢病用药增量，毛利额有望增厚5000万以上。

3、处方外流对上市公司利好：为老店带来增量利润

老百姓、益丰药房均在DTP业务及慢病管理方面发力，处方药销售额呈现所有品规中销售增长最快的品规之一。现有药店引入DTP业务及慢病管理业务将为药店带来业绩增量，提高现有药店的盈利能力，进一步提升药店的销售额和净利润。

（三）全国处方外流：“两慢用药”有望率先实现全国范围外流处方

事项：2020年3月2日，国家医保局出台《国家卫生健康委关于推进新冠肺炎疫情防控期间开展“互联网+”医保服务的指导意见》，其中第二条：鼓励定点医药机构提供“不见面”购药服务。落实“长处方”的医保报销政策。积极推进城乡居民高血压、糖尿病门诊用药保障机制落地。参保人员凭定点医疗机构在线开具的处方，可以在本医疗机构或定点零售药店配药。探索推进定点零售药店配药直接结算，按照统筹地区规定的医保政策和标准，分别由个人和医保基金进行结算，助力疫情防控。鼓励定点医药机构在保障患者用药安全的前提下，创新配送方式，减少人群聚集和交叉感染风险。

观点：该政策划定处方外流品种范围为高血压、糖尿病门诊用药，即个人居民可凭电子处方到定点零售药店配药，预计将推动高血压、糖尿病门诊用药流出院外市场。

从医保统筹账户对接线下药店，线上电子处方直接探索配药结算等政策推行情况看，两慢品种有望率先打开处方外流大门，为院外市场带来更大处方药增量。我们对此测算了两慢用药处方的市场规模：

1、两慢用药处方外流规模测算：全国两慢用药总规模超千亿，预计线下药店流出规模达317亿

（1）2020年糖尿病用药市场规模为553亿元。我们根据米内网数据，在2018年全国糖尿病市场规模的基础上，按照每年同比增速5%的假设，预计2020年全国糖尿病用药市场规模为553.25亿元，数据包含两大终端（公立医院、公立基层医疗），化药及中成药。

（2）2020年高血压用药市场规模测算为578亿元。在米内数据库中，高血压用药市场规模=“作用于肾素-血管紧张素系统的药物”+“钙通道阻滞剂”+“β-阻滞剂”+“利尿剂”+“专用于抗高血压药”。我们根据2016、2018年原始数据，按照每年同比增速6%的假设，预计2020年全国高血压用药市场规模为577.54亿元，数据包含两大终端（公立医院、公立基层医疗），不含中成药（规模低于0.1亿）。

(3) 两慢用药合计预计流出规模 317 亿。因两慢用药主要购买渠道为医院门诊药房，故我们假设门诊药房占比为 70%，预计医院门诊药房销售额为 792 亿。以门诊药房 70% 流出考虑，其中线上、线下渠道分别占 30% 及 40%，我们预计线下药房销售额为 317 亿。具体测算过程参考表 12。

2、我们采用保守的估计方式，预计五大药房市占率占比约为 1.8-2.8%，利润预计增厚 5000-9000 万

我们通过五大药房在本次两慢用药处方外流中的市场份额进行测算，处方外流到线下比例我们粗略计算为 40%，对应市占率约为 1.8-2.8%。按 317 亿的两慢用药线下药房处方外流总规模计算，预计带来 5.7-9 亿的营收增量，预计带俩 5000-9000 万的利润增量。

图表 1 两慢处方药外流金额测算（单位：亿元）

分类	2020 年
全国高血压用药市场规模（亿元）	578
全国糖尿病用药市场规模（亿元）	553
全国两慢用药市场规模总计（亿元）	1131
全国医院门诊药房市场规模占比（%）	70%
全国院内门诊药房市场规模（亿元）	792
其中：线下药店：占门诊药房外流比率（%）	40%
线上电商：占门诊药房外流比率（%）	30%
线下药房：两慢用药处方外流总规模（亿元）	317

资料来源：米内网、华创证券测算

备注：两慢用药为高血压用药及糖尿病用药。

图表 2 五大药房 2018 年市场占有率测算

分类	2018 年	占比
益丰药房营收	69.13	1.80%
大参林营收	88.59	2.31%
一心堂营收	91.76	2.39%
老百姓营收	94.71	2.47%
国药一致药店业务营收	108.78	2.83%
全国药店零售总规模	3842	-

资料来源：公司公告、中国药店、华创证券测算

图表 3 5 家药房两慢品种处方外流对归母净利润增厚测算

指标	益丰药房	大参林	一心堂	老百姓	国药一致
2020 年两慢用药处方外流总规模（亿元）①	317				
五大药房市占率（%）②	1.80%	2.31%	2.39%	2.47%	2.83%
五大药房承接处方外流规模（亿元）③=①×②	5.70	7.30	7.56	7.81	8.96
两慢用药毛利率（%）④	12.5%	12.5%	12.5%	12.5%	12.5%
两慢用药毛利额（亿元）⑤=③×④	0.71	0.91	0.95	0.98	1.12
2018 年：所得税率（%）	24.03%	26.94%	24.85%	20.79%	19.58%
2020 年 E：归母净利润增厚（亿元）	0.54	0.67	0.71	0.77	0.90

资料来源：米内网、华创证券测算

3、间接利好：两慢用药外流驱动零售药店客流大幅增加，强化零售药店“低毛引流、高毛盈利”逻辑

处方外流不仅体现为处方品种对公司直接利润的增厚，同时具备吸引客流的作用。考虑到原有慢病患者为医院客流，两慢用药外流后，慢病患者有望流出到线下药店，进一步带动其他药品的关联销售。药房通过提供专业化的慢病管理服务，提高客户黏性，长期来看有望实现医院客流在社区店的沉积。

4、新冠肺炎疫情促进互联网诊疗业务爆发，间接推动处方外流落地

在过往年份中，处方外流最大阻力来自于医院，主要原因一是药品是各级医院的利润中心（集采后变为成本中心）；二是各级医院考虑自身利益，希望掌握患者资源，推行处方外流则可能丢失患者。今年新冠肺炎疫情爆发，目前有互联网资质的线下医院纷纷将问诊转移到线上，仍然实现了患者紧密联系，掌握患者资源。相比传统线下场景，医院在互联网场景下的处方外流更积极。因为医院端对处方外流阻力的减少，目前更多的处方已从院内流到院外，间接推动处方外流落地。

二、中期逻辑：集中度提升逻辑不断得到验证，政策监管下有利于大型连锁整合行业

集中度提升逻辑料在 2020 年将进一步得到验证。我们认为，2020 年医药零售行业扩张或以“上市公司持续扩张，中小连锁退出意愿加强，单体药店运营稳定”为主要脉络。疫情期间，中小药店经营压力加剧，预计 2020 年将有更多中小连锁有退出意愿。纵观 2020 年，我们对 3 类药房有以下判断：

- **医药零售上市公司：**上市公司在优势区域一般承担了防控物资调控职能，防控物资的定点销售带来更多被动客流，进而带动了药房相关品类的增长，疫情期间预计销售情况表现良好；疫情过后，预计 Q2 起门店扩张逐步恢复，自建门店 Q2 起预计恢复增长，并购门店有望在 Q2-Q3 逐步落地；
- **中小连锁：**在疫情影响下，中小连锁一方面需要承担费用支出，另一方面部分中小连锁出现防控物资短缺现象，部分药房出现闭店现象。我们认为 2020 年中小药房的退出意愿逐步提升；
- **单体药店：**由于单体药店多为夫妻店运营，人员薪资可控，抗风险能力较强，因此疫情对单体药店影响相对有限。

我们对 2020 年开店节奏判断：疫情仅延后扩张逻辑，全年不改扩张预期。预计 Q2 起自建门店陆续恢复扩张，Q2-Q3 起并购有望逐步落地。

图表 4 医药零售行业 2020 年行业展望

	医药零售上市公司	中小连锁	单体药房
门店扩张趋势	门店保持 20%+ 增长	低于行业平均增速	NA
其中：自建	预计 Q2 起恢复，维持 10%+	优势区域加密	NA
并购	1) Q2-Q3 预计并购落地 2) 上市公司陆续发行可转债	/	NA
疫情对药房影响	疫情期间防控物资的获取有利于客流提升	人员/租金费用刚性，成本高	夫妻老婆店人员薪资可控

资料来源：张楠《伴随疫情，四大变化正在药店发生》，华创证券预测

（一）外延并购：3 大药房通过外延并购提升区域规模效应，区域优势逐步显现

零售药店规模效应主要看区域规模效应，具体体现在对区域内上游客户议价优势和对区域内物流配送优势两个方面。这两方面优势形成零售药店区域内定价权，从而提升公司整体毛利率、净利率。从 4 大药店 2019 年前三季度收购策略来看，除一心堂 2019 年未开展收购业务外，其余 3 大药店的收购标的均集中于已经具有相对优势的区域和省市。

1、益丰药房：2019 年并购聚焦于华东、华中优势市场

2019 年收购业务集中在华东、华中市场，占比分别为 86%、14%；华东、华中市场亦为益丰药房现有业务中最大两个区域市场，2018 年营收占比分别为 30.42%、56.57%。

图表 5 益丰药房收购布局省份与已布局优势省份重合度高

区域	2019 年前三季度收购金额占比	2018 年营收占比	省份	2019 年前三季度收购金额占比	2018 年营收占比
华东	86.0%	30.42%	江苏	76.38%	23.30%
			上海	9.59%	6.45%
华中	14.0%	56.57%	湖南	9.93%	32.46%
			湖北	4.10%	12.05%
合计	100.0%	86.99%		100.00%	74.26%

资料来源：WIND，华创证券

图表 6 益丰药房 2019 年前三季度收购情况

并表状态	公告时间	布局省市	收购方式	收购资产	收购价格	门店数量	并表时间
已完成	2018 年 8 月	湖南省长沙市浏阳县	资产收购	资产收购	1,129	11	2019 年 1 月
	2018 年 11 月	上海	股权收购	51%	2,958	9	2019 年 2 月
	2019 年 1 月	江苏省淮安市	股权收购	51%	5,763	58	2019 年 1 月
	2019 年 1 月	江苏省淮安市	股权收购	51%	4,412	68	2019 年 1 月
	2019 年 1 月	江苏镇江(47)南通(47)南京(15)	股权收购	51%	6,885	108	2019 年 1 月
	2019 年 7 月	不完全.江苏省镇江(1)南京(20)扬州(3)	股权收购	100%	2,310.76	31	2019 年 9 月
	2019 年 9 月	江苏省宿迁市	股权收购	60%	4,200	54	2019 年 9 月
	2019 年 9 月	湖南省岳阳市	资产收购	资产收购	830	8	2019 年 10 月
	2019 年 10 月	湖南省岳阳市	股权收购	70.00%	1,106	10	2019 年 10 月
未完成	2019 年 9 月	湖北荆州	股权收购	70.00%	1,266	18	未完成
合计	—	—	—	—	30858	375	—

资料来源：公司公告，华创证券

单位：万元

2、大参林：2019 年除深耕华南市场，同时进军新省份

2019 年收购业务 52.6% 集中在华南市场，华南市场亦为大参林现有业务中最大市场，2018 年营收占比为 85.95%。

图表 7 大参林收购布局省份与已布局优势省份重合度高

区域	2019 年前三季度 收购金额占比	2018 年营业收入结构	省份	2019 年前三季度 收购金额占比
华南	52.6%	85.95%	广东	46.77%
			香港	5.87%
华中	6.0%	6.82%	河南	6.03%
华北	25.7%	0.00%	河北	25.7%
东北	15.5%	0.00%	黑龙江	15.5%
西北	0.2%	0.00%	陕西	0.20%
合计	100.0%	92.77%		100.00%

资料来源：WIND，华创证券

图表 8 大参林 2019 年前三季度收购情况

并表状态	收购原文	布局省市	收购方式	收购资产	收购价格(万元)	门店数量	并表时间
已完成	2018 年 9 月	河南省濮阳市	资产收购	资产收购	1,746.49	9	2019 年 1 月
	2018 年 11 月	广东阳春市	资产收购	资产收购	6,416.00	20	2019 年 1 月
	2018 年 11 月	广东省阳江市	资产收购	资产收购	2,580.00	28	2019 年 1 月
	2019 年 1 月 28 日	广东省广州市	经营投资	40%	200.00	/	2019 年 1 月
	2019 年 2 月	广东省广州市	股权收购	51%	4,339.78	45	2019 年 6 月
	2019 年 3 月	香港	股权收购	2%	2000 (港币)	/	2019 年 3 月

	2019年3月	河北省保定市	股权收购	65%	7,424.50	39	2019年4月
未完成	2019年9月	黑龙江省鸡西市	股权收购	51.00%	4,475.48	35	未完成
	2019年9月	陕西省西安市	股权收购	51.00%	3,401	59	未完成
合计	---	---	---	---	32283	235	---

资料来源：公司公告，华创证券

单位：万元

备注：部分收购未公布门店数量，导致收购门店数偏低

3、老百姓：2019年聚焦优势区域

2019年老百姓收购业务布局仍集中于华南、华北、华中、西北4个市场，2018年4个市场营收占比合计为72.77%。

图表9 老百姓收购布局省份：与已布局优势省份重合度高

区域	2019年前三季度收购金额占比	2018年营收占比	省份	2019年前三季度收购金额占比
华南	17.4%	7.74%	广西	17.4%
华北	50.1%	11.17%	山西	50.1%
华中	20.0%	36.44%	湖南	20.0%
西北	12.4%	17.42%	陕西	12.4%
合计	100.0%	72.77%		100.00%

资料来源：WIND，华创证券

图表10 老百姓2019年前三季度收购情况

并表状态	收购原文	布局省市	收购方式	收购资产	收购价格	门店数量	并表时间
已完成	2019年2月	广西	资产收购	资产收购	3,850	24	2019年9月
	2018年11月	陕西省西安市	资产收购	资产收购	1,153	10	2019年4月
	2019年1月	湖南省衡阳市	股权收购	51%	2,594	/	2019年3月
	2019年1月	湖南省长沙市	资产收购	资产收购	1,838	11	2019年4月
	2019年1月	陕西省西安市	资产收购	资产收购	1,600	/	2019年8月
未完成	2019年9月	山西	股权收购	51%	11,093	/	未完成
合计	---	---	---	---	22128	45	---

资料来源：公司公告，华创证券

单位：万元

备注：部分收购未公布门店数量，导致收购门店数偏低

上市公司陆续发行可转债，助力外延并购。根据上市公司近期公告，益丰药房、大参林陆续披露可转债方案，两家融资金额均超10亿。随着转债的发行，上市公司自有资金有望进一步充裕，开店计划有望落地。

图表11 医药零售上市公司2020年门店扩张逻辑及可转债发行情况

指标	益丰药房	大参林	一心堂	老百姓
门店扩张逻辑	优势区域加密/布局新省	优势区域加密/布局新省	进一步加密西南地区，进	聚焦优势省份，自建+并

指标	益丰药房	大参林	一心堂	老百姓
	份	份	一步改善优势区域	购+加盟多渠道加密
可转债最新进度	发审委审核通过(3月21日)	可转债发行预案(3月20日)	NA	NA
可转债发行总额	不超过 15.81 亿	不超过 14.05 亿	NA	NA
用于药店建设资金	连锁药店项目: 投资总额 12.59 亿, 拟投入募集资金 6.81 亿, 占募集资金的 43.1%。	总投资 8.36 亿, 拟使用募集资金投资 4.06 亿, 占募集资金总额 28.9%。		
预计开店 (转债方案)	未来 3 年新建 1500 家药房	未来 3 年新建 1230 家药房		

资料来源: 上市公司公告, 华创证券

备注: 数据更新截止至 2020 年 4 月 6 日

(二) 自建门店: 2019 年是行业分化元年, 自建仍具空间

据中国医药商业协会《中国药品流通行业发展报告(2018)》, 我国前 100 位药品零售连锁企业销售额占零售市场总额 30.7%, 前 10 位企业占销售总额 17.4%, 前 5 位企业占销售总额 11.3%, 大型零售连锁企业市场占有率较上年有不同程度增加的同时, 相较欧美发达国家, 我国医药零售行业仍然较为分散, 行业集中度还有较大的提升空间。

2019 年以来, 监管政策力度不断加大: 执业药师审核+五险一金缴纳+增值税进/销项核查力度, 越来越多的不合规运营中小连锁及单体药店退出市场。根据我们不完全统计, 2019 年全国药房 GSP 飞检数总计 46964 次, 其中限期整改 11726 次 (占飞检比例的 25%), 撤销/收回/吊销/注销 GSP661 家 (占总比例的 1.4%), 其中吊销/撤销主要原因为, 药房规范化成为主流。上市公司以合规方式运营, 合规运营, 有利于合规运营的上市公司。**从 2019 年运行数据看, 上市公司与行业数据形成鲜明对比, 板块分化现象明显。我们认为, 未来 3-5 年行业分化将进一步加剧, 有利于龙头整合市场, 提高集中度。**

图表 12 2019 年医药零售行业监管政策梳理

政策类型	主要政策	监管措施	关键点
行业监管趋严	打击骗保	1. 打击骗保“专项治理工作”常态化 2. 18 年 11 月医保局财政部印发《欺诈骗取医疗保障基金行为举报奖励暂行办法》, 19 年各省文件细则落地 3. 19 年 9 月起重庆、福建、广西、山东等省市启动《打击骗保百日活动》	医保盗刷包括虚记、多记药品、盗刷, 医保刷生活用品、医保资金返现等方式, 监管趋严后, 不合规利润将有望遏制, 根据此前的调研情况, 中小药店不合规利润有 3-5%。
	查处执业药师挂证	3 月开始全国各地陆续整治, 4 月份药店自查, 5 月起各省市全面检查执业药师挂证现象。江苏省挂证执业药师按严重失信行为处理。挂证成本高昂, 挂证情况有所改善。	5 月 1 日至 10 月 3 日, 内蒙、广东、广西、辽宁、河北等 5 省曝光了 497 名“挂证”执业药师。此外据统计目前已有 16 省开展远程审方, 远程审方成为趋势。
	GSP 飞检	对“不凭处方销售处方药”、“处方药非处方药混放”等违反 GSP 认证的行为进行查处	GSP 认证取消后, GSP 飞检进入常态化, 药房强调合规经营, 根据不完全统计, 2019 年全国药房 GSP 飞检数总计 46964 次, 其中限期整改占比高达 25%。

资料来源: 《打击骗保行动升级, 药店圈狂风暴雨袭来!》中国药店, 《严查药店执业药师“挂证”行为》信息时报, 华创证券

图表 13 2019 年医药零售行业重要政策梳理

政策类型	主要政策	政策文件	政策内容	关键点
行业政策改革	个人医保政策	1.《浙江省基本医疗保险定点药店管理暂行办法（19 年 7 月）》 2.其他	1.药店配备的省药械采购平台在线交易药品品种不低于 50%。 2.定点药店销售省药械采购平台之外药品，医保基金不予支付。医保支付药品必须通过省药械采购平台统一采购。	1.药店药品线上采购 2.医保仅报销线上采购目录
	网售处方药	新版《药品管理法》	1.网络禁售的药品范围未包含处方药，处方药松绑 2.国家建立健全药品追溯制度。	网售处方药松绑，线上电商及线下药店均有望获得处方药增量

资料来源：浙江省基本医疗保险定点药店管理暂行办法（征求意见稿），药品管理法，华创证券

（三）2020 年料将是行业分化加速年：新冠疫情转移人流量至 O2O，5 大药房均大力布局 O2O，获实质性利好

线上业务存预期差。医药电商可分为 B2C 及 O2O 业务，4 家药房在 15-16 年均积极拥抱 O2O 业务，从几家药房最近 3 年 O2O 数据看，多家药房 O2O 销售额均呈现 100% 以上增长，与美团、饿了么等积极开展业务。我们认为，药店布局密度高的地区，连锁龙头有密度优势，可以通过线上 O2O 进一步获得医院处方流出及中小药店的份额。看好 2020 年药房积极布局线上业务的表现。从电子医保凭证看，目前线上支付是渠道（微信、支付宝）更多的配送工作为从医疗机构或定点药店配送药品，实质上推动了 O2O 业务医保对接，有利于线下零售龙头药房发展。**综合来看，我们认为药房中长期逻辑（医保统筹带动处方外流+集中度提升逻辑）明确，短期业绩增厚带来板块性利好，同时药房积极拥抱互联网，看好医药零售企业全年在 3 大增量下的板块表现。**

三、短期逻辑：疫情下利好龙头药房经营，Q2 业绩存弹性

（一）2020 年 3 大业绩增厚预测

- **2020 年全年业绩增厚预测：预计三大利好政策驱动 5 大药房 2020 年归母净利润增厚约 3000-5000 万元（同比 +5-8%）。**
- 国家近期密集出台的降税减负措施，力求弥补各类公司在疫情期间的经营受损。零售药店属于保障类行业，在疫情期间满负荷运转，发挥重要作用，经营业绩保持良好增长。同时，叠加国务院出台的利好政策，我们认为 2020 年上半年的业绩增厚有望带动业绩更高增长。**我们重申药房的主要投资逻辑，即在集中度提升逻辑下，赚取业绩增厚的收益。我们认为 2020 年业绩增厚下，药房板块均有不俗表现。**

（二）业绩增厚 1：“新冠疫情”增厚全年业绩 2%

我们对疫情对药房的业绩增厚做了相关测算，将疫情相关产品规分类两类，即防控物资类，药品和保健品类，具体测算过程如下：

1、新冠疫情增厚药店业绩的品种主要分为以下两类

（1）防控物资：口罩、体温枪、消字号产品等。自 1 月 20 日起，药房出现销售一空现象，目前药房采取多地调货，确保口罩、体温枪及消字号产品的供应。目前防控物资统一由政府集中调控，优先保障医疗机构的使用，我们认为药房倾销库存后，后续补货具备一定难度，因此该类防控物资的业绩增量为一次性业绩增厚，后期根据进货情况决定销售情况。从销售收入占比看，口罩、体温枪、消字号产品占比相对较低，预计在 1% 左右，但短期销售出现暴增现象，短期预计实现 3-4 倍增长。

(2) 药品及保健品: 感冒药、抗感染类、维生素及矿物质等。目前以家庭为单位, 提高免疫力是每一个家庭的需要, 相关品种包括感冒药(连花清瘟胶囊及颗粒、金花金感胶囊疏风解毒胶囊等)、抗感染类、保健品(VC类和提高免疫力类的品种, 如汤臣倍健蛋白粉等产品, 此外还有中药饮片如金银花等品种)等品类销售金额呈明显增长。此类品规后续供应充足, 从1月20日起, 药品及保健品有望在疫情期间为药房持续提供业绩弹性。

2、新冠疫情增厚业绩节奏判断, 超预期增长主要在第1季度

1月: 从1月20日起疫情导致的用药需求才实现激增, 同时1月末存在春节因素, 部分药房存在歇业情况, 因此预计1月份业绩将保持持平;

2-3月: 春节过后药房均已恢复正常营业, 同时用药需求逐步增长, 因此2-3月业绩迎来同期增长。

3、业绩增厚测算

(1) 防控物资类品种业绩增厚测算

从销售收入占比看, 口罩、体温枪、消字号产品占比相对较低, 但短期销售出现暴增现象。以药店100亿营业收入计算, 销售收入提升至4%预计增厚3亿营业收入, 假设口罩、体温枪、消字号产品毛利率与公司平均毛利率相同(40%上下), 则对净利润增厚预计为2%左右。

(2) 药品及保健品业绩增厚测算

根据中康资讯数据, 2017年医药零售行业中, 感冒药、维生素/矿物质、抗感染类3类药品销售额分别占比为7.8%, 4.2%和3.3%, 总计占比达到15.3%。

图表 14 2015-2017年医药零售行业主要品规销售情况(中康 CMH)

品类	2017年销售额(亿元)	2017年营收占比	2015-2017年营业收入 CAGR	疫情下营收增速预期
感冒药	284	7.8%	10.4%	20%
维生素、矿物质	155	4.2%	5.6%	10%
抗感染类	120	3.3%	0.8%	5%
心脑血管类	269	7.3%		
胃肠道用药	209	5.7%		
降血压类药	184	5.0%		
其他类	2443	66.7%		
合计	3664	100.0%		

资料来源: 中康 CMH, 华创证券

前提假设1: 4家药房的感冒药、抗感染类、维生素矿物质的品类销售占比与行业数据(中康 CMH)一致。

前提假设2: 疫情下, 4家药房感冒药、抗感染类、维生素矿物质3类品规销售实现快速增长, 增速翻倍, 即感冒药从10%增速提升至20%, 维生素矿物质增速从5%提升至10%, 抗感染类增速从0.8%提升至5%。

图表 15 2015-2017 年医药零售行业主要品规销售情况（中康 CMH）

	类别	益丰药房	大参林	一心堂	老百姓
3 类品规情况假设	①感冒药	7.8%	7.8%	7.8%	7.8%
	-营业收入(亿元)	2.31	2.51	2.32	2.60
	毛利率(假设)	30%	30%	30%	30%
	2015-2017 年营业收入 CAGR	10.4%	10.4%	10.4%	10.4%
	营收增厚幅度	10.0%	10.0%	10.0%	10.0%
	营收增厚	0.23	0.25	0.23	0.26
	毛利增厚	0.07	0.08	0.07	0.08
	②抗感染类	3.3%	3.3%	3.3%	3.3%
	-营业收入	0.98	1.06	0.98	1.10
	毛利率	30%	30%	30%	30%
	2015-2017 年营业收入 CAGR	5.6%	5.6%	5.6%	5.6%
	营收增厚幅度	5.0%	5.0%	5.0%	5.0%
	营收增厚	0.05	0.05	0.05	0.05
	毛利增厚	0.01	0.02	0.01	0.02
	③维生素、矿物质	4.2%	4.2%	4.2%	4.2%
	-营业收入	1.2	1.4	1.2	1.4
	毛利率	50%	50%	50%	50%
	2015-2017 年营业收入 CAGR	0.8%	0.8%	0.8%	0.8%
营收增厚幅度	5%	5%	5%	5%	
营收增厚	0.1	0.1	0.1	0.1	
毛利增厚	0.0	0.0	0.0	0.0	
3.对上市公司业绩增厚	三类品规加总				
	营收增厚	0.3	0.4	0.3	0.4
	2019Q1 营业收入	24.7	25.78	25.88	27.27
	营收增速增厚	1.39%	1.44%	1.33%	1.41%
	毛利增厚	0.12	0.13	0.12	0.13
	所得税率(2018年)	24.03%	26.94%	24.85%	20.79%
	归母净利润增厚	0.09	0.09	0.09	0.10
	2019Q1 归母净利润	1.5	1.8	1.8	1.6
归母净利润增速增厚	5.9%	5.0%	5.0%	6.4%	

资料来源：中康 CMH，WIND，华创证券

备注：假设 4 家药房感冒药、抗感染类药物（处方药居多）毛利率为 30%，维生素、矿物质（保健品类）毛利率为 50%。

4、新冠疫情增厚业绩测算结论，预计 2020 年 4 大药房净利润同比增厚 2%，国药一致（公司整体）增厚 0.5%
（1）4 大药房（不含国药一致）测算结论：预计 2020 年 4 大药房净利润同比增厚 2%

根据测算,预计**防控物资类**对4家药房的归母净利润增速增厚2%左右;预计**药品及保健品**对益丰药房、大参林、一心堂、老百姓的归母净利润分别增厚5.9%,5.0%,5.0%,6.4%左右。最终考虑到以上两种品类的业绩增厚,预计4家上市公司2020年归母净利润增厚幅度在1200-1300万元之间。

图表 16 疫情增厚测算结论

类别	项目	益丰药房	大参林	一心堂	老百姓
防控物资类	2020Q1 归母净利润(同比)增厚①	2.0%	2.0%	2.0%	2.0%
药品及保健品	2020Q1 营收(同比)增厚②	1.4%	1.4%	1.3%	1.4%
	2020Q1 归母净利润(同比)增厚③	5.9%	5.0%	5.0%	5.6%
以上两类品规总计	2020Q1 营收(同比)增厚=②	1.4%	1.4%	1.3%	1.4%
	2020Q1 归母净利润(同比)增厚=①+③	7.9%	7.0%	7.0%	7.6%
2020E 全年业绩增厚	业绩增厚: 2020E 营业收入	0.34	0.37	0.34	0.38
	业绩增厚: 2020E 归母净利润	0.12	0.13	0.12	0.12
	业绩增厚: 2020E 营收(同比)	0.4%	0.3%	0.3%	0.3%
	业绩增厚: 2020E 归母净利润(同比)	2.1%	1.8%	1.9%	2.2%

资料来源: WIND, 华创证券测算

(二) 业绩增厚 2: 社保缴纳减免政策增厚全年业绩 1-2%

事项: 2020年2月20日,人力资源社会保障部,财政部,税务总局,国家医保局等部委先后发布《关于阶段性减免企业社会保险费的通知》及《关于阶段性减征职工基本医疗保险费的指导意见》,对“企业基本养老保险”、“失业保险”、“工伤保险”、“职工基本医疗保险”进行阶段性减免及减征,自2020年2月起,湖北省可免征各类参保单位(不含机关事业单位)三项社会保险单位缴费部分,免征期限不超过5个月;各省、自治区、直辖市(除湖北省外)及新疆生产建设兵团可根据受疫情影响情况和基金承受能力,对大型企业等其他参保单位(不含机关事业单位)“企业基本养老保险”、“失业保险”、“工伤保险”、“职工基本医疗保险”单位缴费部分可**减半征收**,**减征期限不超过3个月**;各省、自治区、直辖市及新疆生产建设兵团可指导统筹地区根据基金运行情况和实际工作需要,在确保基金收支中长期平衡的前提下,对“职工医保”单位缴费部分**实行减半征收**,**减征期限不超过5个月**。

点评: 根据国家政策解读,全国(非湖北)执行政策的前提条件是“根据受疫情影响情况和基金承受能力,在确保基金收支中长期平衡”,我们认为本次新冠肺炎疫情在全国范围内对一季度经济影响较大,重灾区几乎为经济发达的东部、中部地区,这些地区有较大可能执行社保缴纳减免政策。同时,这些地区与5大药房主要布局区域高度重合,故我们按照减免政策对5家上市公司在4项保险费用(医疗保险费、工伤保险费、基本养老保险、失业保险费)持续2-3个月测算,暂不考虑湖北全额减免的政策。

业绩增厚测算: 减免政策持续2个月(即2-3月),预计增厚全年业绩1-2%

我们预计,此次减免政策对5家药房2020年归母净利润的增厚约为1000-1500万之间。

图表 17 社保缴纳减免政策测算

年份	指标	益丰药房	大参林	一心堂	老百姓	国药一致(公司整体)
2018年	医疗保险费(亿元)	0.43	0.61	0.75	0.66	0.79
	工伤保险费(亿元)	0.03	0.02	0.03	0.04	0.03
	基本养老保险(亿元)	0.87	1.15	1.53	0.86	1.67
	失业保险费(亿元)	0.03	0.03	0.04	0.03	0.05

	符合减免条件人力成本合计(亿元)	1.36	1.81	2.35	1.60	2.54
	减免比例(亿元)	50%	50%	50%	50%	50%
	双月减免额(亿元)	0.113	0.151	0.196	0.133	0.212
	三月减免额(亿元)	0.170	0.226	0.294	0.200	0.318
2020年	2020年Q1E:所得税率(%)	24.03%	26.94%	24.85%	20.79%	19.58%
	2020年Q1E:双月归母净利润增厚(亿元)	0.086	0.110	0.147	0.105	0.170
	2020年Q1E:三月归母净利润增厚(亿元)	0.129	0.165	0.221	0.158	0.256
	2019年E:归母净利润(亿元)	5.41	7.18	5.99	5.31	12.87
	2020E:双月减免对年度归母净利润增厚(同比%)	+1.59%	+1.54%	+2.45%	+1.99%	+1.32%
	2020E:三月减免对年度归母净利润增厚(同比%)	+2.38%	+2.30%	+3.68%	+2.98%	+1.99%

资料来源:公司公告、wind、华创证券测算

假设:由于尚未披露2019年年报,社保费用依据2018年各上市公司披露的费用支出为基数进行计算,存在低估实际费用的情况

(三) 业绩增厚3: 小规模增值税减免政策增厚全年业绩1-4%

1、事项及点评

国务院总理李克强25日主持召开国务院常务会议,为支持吸纳2亿多人就业的8000多万个体工商户纾困,会议确定,3月1日至5月底,免征湖北境内小规模纳税人增值税,其他地区征收率由3%降至1%。我们认为,此次小规模纳税人增值税的减免,对医药零售上市公司已转为小规模纳税人的药房有直接利好作用。

2、业绩增厚测算,预计可增厚全年业绩1-4%

此次减免时间为3月1日至5月底,为简化计算,我们以2020年Q2预期销售值近似替代3-5月份销售。我们预计,此次降税对5家药房2020年归母净利润的增厚约为1000-2000万元。

图表 18 小规模纳税人增值税减免测算

指标	指标	益丰药房	大参林	一心堂	老百姓	国药一致 (公司整体)
营收	2019年Q2(亿元)	25.79	26.74	24.72	28.06	33.59
	同比(%)	25%	25%	20%	20%	60%
	2020年Q2E(亿元)	32.24	33.43	29.66	33.67	53.75
湖北省	2020年Q2E:营收(亿元)	3.22	0.00	0.00	1.68	0
	2020年Q2:减免小规模纳税人增值税率(%)	3%	3%	3%	3%	3%
	2020年Q2E:税前利润增厚(亿元)	0.04	0.00	0.00	0.02	0.00
全国 (非湖北)	2020年Q2E:营收(亿元)	29.01	33.43	29.66	31.99	53.75
	2020年Q2:减免小规模纳税人增值税率(%)	2%	2%	2%	2%	2%
	2020年Q2E:税前利润增厚(亿元)	0.23	0.17	0.30	0.19	0.11
合计	2020年Q2E:税前利润增厚合计(亿元)	0.27	0.17	0.30	0.21	0.11
	2018年:所得税率(%)	24.03%	26.94%	24.85%	20.79%	19.58%
	2020年:归母净利润增厚合计(亿元)	0.21	0.12	0.22	0.16	0.09

	2019年E: 净利润(亿元)	5.41	7.2	5.99	5.31	12.87
	2020年E: 净利润增厚同比(%)	3.80%	1.70%	3.72%	3.09%	0.67%

资料来源: 公司公告、wind、华创证券测算

备注:

(1) 用2020年Q2E的数据代替2020年3-5月数据;

(2) 小规模纳税人所得税计算方法实行按照销售额和征收率计算应纳税额的简易办法, 应纳税额=销售额×3%

(3) 所得税税率为2018年年报数据。

(4) 国药一致备注: 为便于测算国药一致归母净利润增厚, 故指标列中“营收”、“湖北省”、“全国(非湖北)”数据为国药一致药房业务数据, “合计”数据为对国药一致整体的业绩预测。

四、医药电商: B2C场景蓬勃发展, O2O场景带动线下连锁龙头承接处方增量

核心结论 1: 我们认为“网售处方药放开”及“医保线上支付”政策的放开有利于医药电商的快速发展, 但并不影响线下龙头药房的长期增长。医药电商及线下药房拥有不同的消费场景(具体探讨参考表22), 满足客群不同的用药需求。医药电商及线下药店龙头企业均具有较大发展空间, 同时有望获得医保统筹带来的处方增量。

核心结论 2: 医保基金运行依从“属地化原则”, 即线上医保仍以支付给当地的医疗机构及药品经营企业为主, O2O模式更加贴合当前的报销模式。医保基金以地级市为单位进行管理, 医保支付对象仍为当地医疗机构和药品经营企业(医药批发、医药零售)。在此逻辑下, 最为可行的商业逻辑为O2O场景下的“线上下单, 线下配送”模式, 线下医药零售龙头有望进一步获得O2O业务增量。

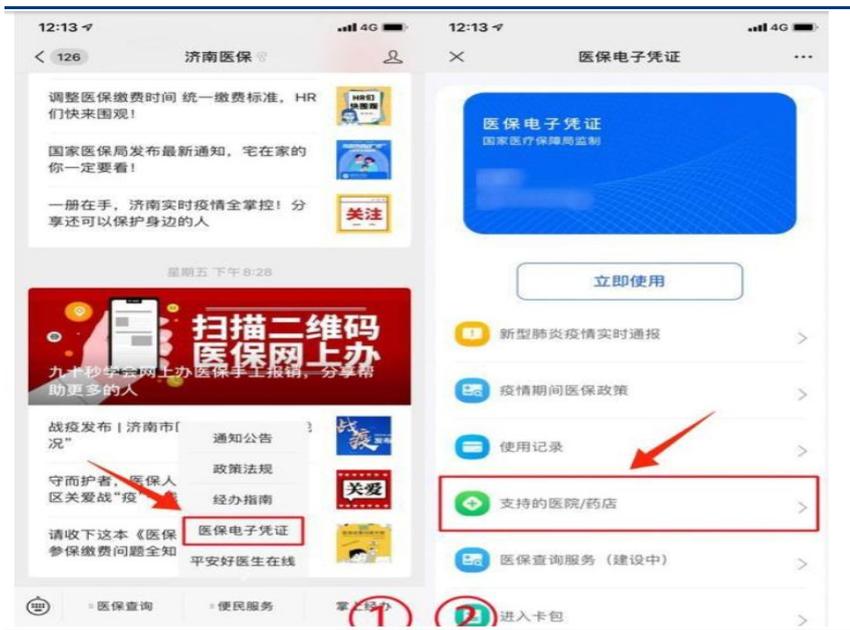
(一) 医保电子凭证: 利好线上电商/线下连锁龙头

此前国家医疗保障局办公室发布文件, 正式决定在全国范围内推广医保电子凭证。并规定了具体时间表, 摘录关键时间表如下:

- 2020年3月中旬前, 省级医保部门将本地区医保电子凭证实施方案报送国家医保局网信办。
- 2020年5月底前, 各地实现通过国家医保局授权的相关渠道激活使用医保电子凭证, 第一批上线地区开通移动支付功能。
- 2020年6月底前, 各地原则上应完成至少10家医院和1000家药店的电子凭证接入改造工作, 实现医保电子凭证线下扫码、人脸生物特征识别等功能。实时汇聚处理并上传电子凭证数据。
- 2020年8月底前, 各地实现医保电子凭证在线上就医购药、公共服务查询和个人参保信息查询等场景的应用。
- 2020年12月底前, 各地实现30%以上本地参保人激活医保电子凭证, 每个地级市主要大型药店和至少1家医院支持使用医保电子凭证。

整体看, 医保电子凭证实现线上医保支付, 线上支付渠道为微信、支付宝, 线下配送主要为医疗机构或大型药店, 实质上推动了从O2O模式下的医保统筹与线下药店对接, 有利于线下零售龙头药房获取慢病药品增量。

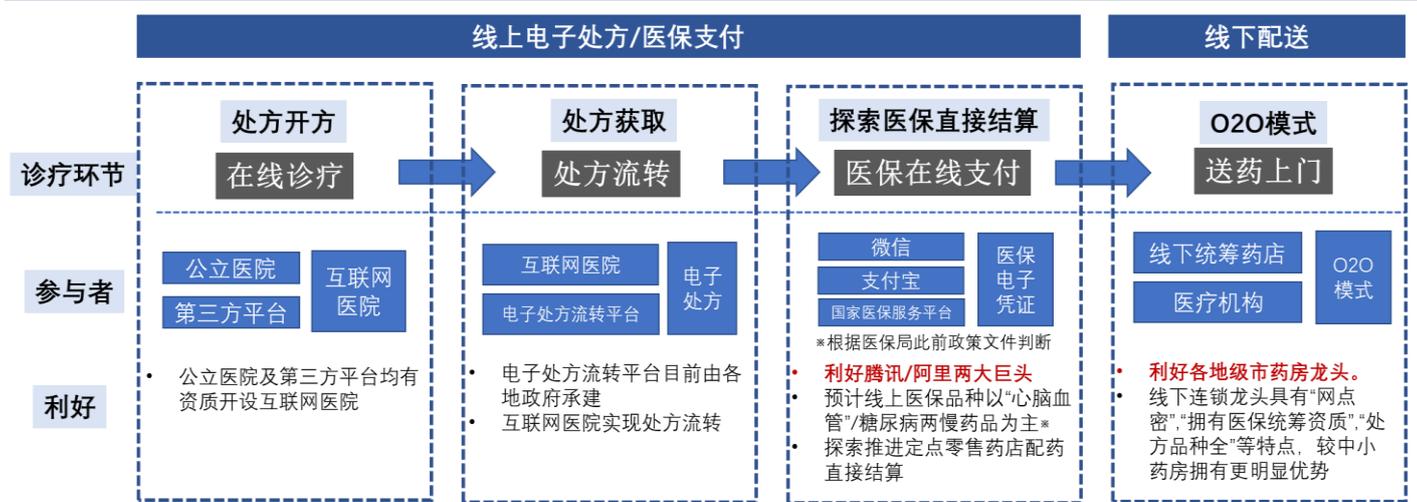
图表 19 医保电子凭证微信界面



资料来源:济南医保微信公众号, 华创证券

对此, 我们进一步观察了山东济南的情况, 济南市作为医保电子凭证全国首发城市, 已在全市范围内推广医保电子凭证扫码应用。医保电子凭证可使用的渠道为 1) 微信公众号及微信钱包; 2) 支付宝 3) 国家医保服务平台 APP。线上医保支付可以应用的场景为医疗机构及医保定点药店。目前尚未清楚医保定点药店线上支付模式, 但结合医保局《关于推进新冠肺炎疫情防控期间开展“互联网+”医保服务的指导意见》的指导意见(第二条: “推进城乡居民高血压、糖尿病门诊用药保障机制落地。参保人员凭定点医疗机构在线开具的处方, 可以在本医疗机构或定点零售药店配药。探索推进定点零售药店配药直接结算, 按照统筹地区规定的医保政策和标准, 分别由个人和医保基金进行结算”), 预计将推行医保统筹在两慢(高血压、糖尿病)医保统筹线上对接医保定点药店, 实现 O2O 业务的配送。因此, 我们认为此前市场担心的医保线上支付对线下药店有明显冲击的逻辑不成立。个人账户仍为线下独享的资源, 同时医保统筹账户为线上、线下共享的增量, 目前线上增量主要通过 O2O 对接药店的方式进行配送。

图表 20 线上医保购药流程图



观点：目前“线上慢病复诊-送药”模式普遍采取以上模式，我们认为“线上电子处方/医保支付”环节利好医药电商龙头，线上复诊流量有望增加；O2O场景下的“线下配送”环节利好线下医药零售龙头，大型连锁龙头网店密集，医保统筹资质多，O2O模式有望带来增量。

资料来源：国家医保局，华创证券

（二）医药电商/线下药房长期发展预演

以5年为维度，我们认为医药电商与线下药房将实现共同发展，线上/线下各自拥有各自有优势的用药场景，通过特性，满足目标客群的用药需求及专业化药剂服务。电商在O2O/B2C场景下有较大潜力；线下药房的消费场景则聚焦社区店，为45岁以上中老年人提供用药服务。我们预计2020年-2023年期间，线上电商将呈现寡头垄断趋势，线下药店的集中度将进一步提升，两者均有更大发展空间。

图表 21 医药零售市场规模测算（线上及线下市场分析）

	市场规模	医药电商	线下药店
消费场景		1)O2O:30分钟便捷用药，满足白领等中青年需求（带动线下药店龙头销售） 2)B2C: 医疗器械，慢病处方药，保健品等品规（具低频、高价格敏感性）	核心场景为社区店，以45岁以上中老年人用药为主
（一）医药零售市场	5300亿(2023E)	1200亿	4300亿
- O2O 急送药	970亿	解决痛点： 本质为线下药店取药，不抢夺药房总额	解决痛点： 大连锁：O2O模式获得小连锁份额 小连锁：份额被侵蚀
-慢病用药	710亿	B2C业务可满足部分慢病需求	统筹对接为大药店带来增量
-处方药	110亿	/	存量处方药，较少会出现替代
-保健品	610亿	线上B2C业务主要抢占保健品常规使用需求	购药时的搭配选择
-其他	1250亿	/	/

	市场规模	医药电商	线下药店
(二)处方外流增量	4000 亿 (2023E)	1200 亿	1600 亿
处方外流市占率	2800 亿/70%	30%	40%
总计	8400 亿	2400 亿	6000 亿

资料来源：中康 CMH，华创证券预测

分类备注：

O2O 急送药：感冒药\胃肠道用药\止咳化痰\抗感染类\妇科用药\咽喉、口腔用药

慢病用药：心脑血管类\降血压类药\皮肤病\糖尿病

处方药：抗肿瘤和免疫调节剂

保健品：补益养生类\泌尿补肾\维生素、矿物质\钙制剂

其他：为未划分至以上类别的药品

1. 医药零售存量市场：5 类品规满足不同用药场景，未来发展趋势

截止 2017 年，医药零售市场规模总计 3700 亿（中康 CMH）。我们将药店零售终端药品结构划分为 5 类结构：O2O 急送药、慢病用药、保健品、处方药及其他。根据每一种商品类别属性，我们对线上/线下需求做了相应的判断，试图阐述 2023 年的市场结构。

- **O2O 急送药：**O2O 场景的需求本质是急送药需求。O2O 企业从线上获取商流和资金流，仍需从线下连锁进行配送，有利于网点密集的大型零售连锁通过线上 O2O 获取半径 5 公里中小药店份额。
- **慢病用药：**慢病具有非及时性特点，次日达亦可满足患者需要。同时对接医保统筹后的社区店对患者便利性进一步提升，预计电商（B2C）及线下大型连锁均有望获得份额增长。
- **处方药：**现有药房销售占比小，随着网售处方药的放开及医保统筹的对接，预计线上/线下均呈更快增长。
- **保健品：**B2C 业务有一定优势，线上对常用保健品有优势，线下主要覆盖保健品自费客流。

2. 医药零售增量市场：处方外流

参考欧美国家，医院不设门诊药房，预计中国公立医院门诊药品 4000 亿有望流出到院外市场。

- 考虑到国家严格控制药占比，并实施零加成制度，2016 年-2018 年公立医院药品总收入未增长。我们预计未来一段时间很有可能维持药品总收入缓慢增长现象。预计截止到 2023 年门诊药品收入规模为 4000 亿。
- 假设截止到 2023 年处方外流率为 70%，即仍有 30% 留存在医院门诊药房中。预计线下流出 40%，线上流出 30%。

图表 22 公立医院总收入及药品收入情况（2010-2018 年）

公立医院	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
机构数	13510	13180	12979	12971	12897	12633	12302	11872	11600
全部医疗机构收入(亿元)	9699	11641	14213	16430	18843	20843	23270	25469	28052
增长率		20.0%	22.1%	15.6%	14.7%	10.6%	11.6%	9.4%	10.1%
药品总收入(亿元)	4054	4715	5696	6383	7156	7542	7970	7930	8045
增长率		16.3%	20.8%	12.1%	12.1%	5.4%	5.7%	-0.5%	1.4%

公立医院	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
药占比	41.8%	40.5%	40.1%	38.8%	38.0%	36.2%	34.3%	31.1%	28.7%
门诊药品收入(亿元)	1638	1905	2272	2563	2892	3084	3277	3337	3502
住院药品收入(亿元)	2416	2810	3424	3820	4264	4459	4693	4593	4542
门诊药品占比	40%	40%	40%	40%	40%	41%	41%	42%	44%
住院药品占比	60%	60%	60%	60%	60%	59%	59%	58%	56%

资料来源：卫生统计年鉴，华创证券

图表 23 处方外流测算

	2018 年	2023E
门诊药品收入(亿元)	3502 亿	4000 亿
2018-2023 药品收入 CAGR		2.69%

资料来源：卫生统计年鉴，华创证券预测

图表 24 2018-2023 年 4 家医药零售上市公司预期收入规模

	2018 年	2019E	2020E	2021E	2022E	2023E
医药零售市场(中康 CMH, 亿元)	3842	4111	4399	4707	5036	5389
同比增长		7%	7%	7%	7%	7%
4 家营业收入平均规模(税后, 亿元)		110	132	158	190	228
4 家药房平均规模(税前)		124	149	179	215	258
同比增长			20%	20%	20%	20%
市占率		3.0%	3.4%	3.8%	4.3%	4.8%

资料来源：中康 CMH，华创证券预测

备注：增值税按 13% 计算

综合来看，我们认为药房中长期逻辑（医保统筹带动处方外流+集中度提升逻辑）明确，短期业绩增厚带来全板块利好，同时药房积极拥抱互联网，我们看好医药零售上市公司 2020 年的全年表现。

生物医药组团队介绍

高级分析师：刘宇腾

中国人民大学经济学硕士。2017年加入华创证券研究所。

华创证券机构销售通讯录

地区	姓名	职务	办公电话	企业邮箱
北京机构销售部	张昱洁	北京机构销售总监	010-66500809	zhangyujie@hcyjs.com
	杜博雅	高级销售经理	010-66500827	duboya@hcyjs.com
	张菲菲	高级销售经理	010-66500817	zhangfeifei@hcyjs.com
	侯春钰	销售经理	010-63214670	houchunyu@hcyjs.com
	侯斌	销售经理	010-63214683	houbin@hcyjs.com
	过云龙	销售经理	010-63214683	guoyunlong@hcyjs.com
	刘懿	销售经理	010-66500867	liuyi@hcyjs.com
	达娜	销售助理	010-63214683	dana@hcyjs.com
广深机构销售部	张娟	所长助理、广深机构销售总监	0755-82828570	zhangjuan@hcyjs.com
	汪丽燕	高级销售经理	0755-83715428	wangliyan@hcyjs.com
	罗颖茵	高级销售经理	0755-83479862	luoyingyin@hcyjs.com
	段佳音	高级销售经理	0755-82756805	duanjiayin@hcyjs.com
	朱研	销售经理	0755-83024576	zhuyan@hcyjs.com
	包青青	销售助理	0755-82756805	baoqingqing@hcyjs.com
上海机构销售部	石露	华东区域销售总监	021-20572588	shilu@hcyjs.com
	潘亚琪	高级销售经理	021-20572559	panyaqi@hcyjs.com
	张佳妮	高级销售经理	021-20572585	zhangjiani@hcyjs.com
	何逸云	销售经理	021-20572591	heyiyun@hcyjs.com
	柯任	销售经理	021-20572590	keren@hcyjs.com
	蒋瑜	销售经理	021-20572509	jiangyu@hcyjs.com
	沈颖	销售经理	021-20572581	shenyin@hcyjs.com
	吴俊	销售经理	021-20572506	wujun1@hcyjs.com
	董昕竹	销售经理	021-20572582	dongxinzhu@hcyjs.com
	汪子阳	销售经理	021-20572559	wangziyang@hcyjs.com
施嘉玮	销售经理	021-20572548	shijiawei@hcyjs.com	

华创行业公司投资评级体系(基准指数沪深 300)

公司投资评级说明:

强推: 预期未来 6 个月内超越基准指数 20%以上;
推荐: 预期未来 6 个月内超越基准指数 10% - 20%;
中性: 预期未来 6 个月内相对基准指数变动幅度在-10% - 10%之间;
回避: 预期未来 6 个月内相对基准指数跌幅在 10% - 20%之间。

行业投资评级说明:

推荐: 预期未来 3-6 个月内该行业指数涨幅超过基准指数 5%以上;
中性: 预期未来 3-6 个月内该行业指数变动幅度相对基准指数-5% - 5%;
回避: 预期未来 3-6 个月内该行业指数跌幅超过基准指数 5%以上。

分析师声明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的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;分析师对任何其他券商发布的所有可能存在雷同的研究报告不负有任何直接或者间接的可能责任。

免责声明

本报告仅供华创证券有限责任公司(以下简称“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客户。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的,但本公司不保证其准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断。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报告。本公司在知晓范围内履行披露义务。

报告中的内容和意见仅供参考,并不构成本公司对具体证券买卖的出价或询价。本报告所载信息不构成对所涉及证券的个人投资建议,也未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,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。本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的预期收入可能会波动。

本报告版权仅为本公司所有,本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面许可,任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用本报告的任何部分。如征得本公司许可进行引用、刊发的,需在允许的范围内使用,并注明出处为“华创证券研究”,且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

证券市场是一个风险无时不在的市场,请您务必对盈亏风险有清醒的认识,认真考虑是否进行证券交易。市场有风险,投资需谨慎。

华创证券研究所

北京总部	广深分部	上海分部
地址: 北京市西城区锦什坊街 26 号 恒奥中心 C 座 3A	地址: 深圳市福田区香梅路 1061 号 中投国际商务中心 A 座 19 楼	地址: 上海浦东银城中路 200 号 中银大厦 3402 室
邮编: 100033	邮编: 518034	邮编: 200120
传真: 010-66500801	传真: 0755-82027731	传真: 021-50581170
会议室: 010-66500900	会议室: 0755-82828562	会议室: 021-20572500