

长坡厚雪，瞻医药消费未来演绎逻辑

刘宇腾
S0360519080001
联络手机: 010-66500915
邮箱: liuyuteng@hcyjs.com

日期: 2020年9月1日

本报告由华创证券有限责任公司编制

报告仅供华创证券有限责任公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。华创证券对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成本公司对所述证券买卖的出价或询价。本报告所载信息均为个人观点，并不构成对所涉及证券的个人投资建议。

请仔细阅读PPT后部分的分析师声明及免责声明。

疫情后医药各细分领域头部公司均有不俗的业绩表现，随着政治局会议确立我国以“内循环”为主体，医药消费板块天然具有“内循环”属性，全面凸显配置价值：

- 1、**医药零售**：处方外流业绩有望兑现；疫情带动医疗资源降价，行业集中度有望加速提升；
- 2、**中药**：各省相继出台振兴中医药产业政策，经典名方提速；新冠疫情展示中医药临床价值，保健养生意识提升为中医药治未病奠定坚实基础。
- 3、**医疗服务**：行业受益于海量刚性需求近年来高速增长，我们认为好赛道造就好公司，高增长将为行业龙头带来发展机会。

风险提示：个人医保账户变革、中药后续支持政策落地不及预期。

- 一、医药零售：行业分化加剧，龙头加速整合**
- 二、中药：支持政策逐步逻辑，行业格局有望重塑**
- 三、医疗服务：板块业绩复旧如新，行业发展全面提速**
- 四、互联网医疗：医药电商发展迅速，大集团优势明显**

SECTION

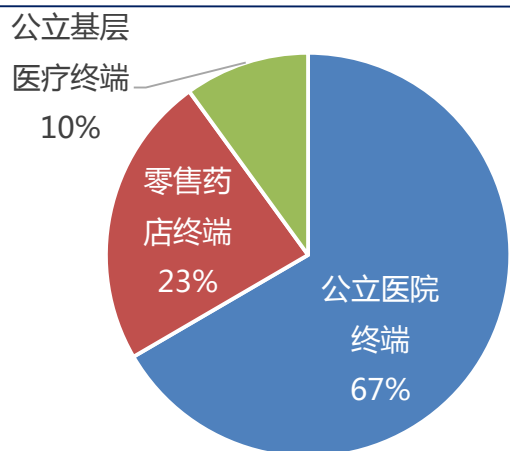
医药零售：行业分化加剧，龙头加速整合

重点关注：

-老百姓、益丰药房、一心堂、大参林

(一) 医药零售市场规模稳定增长

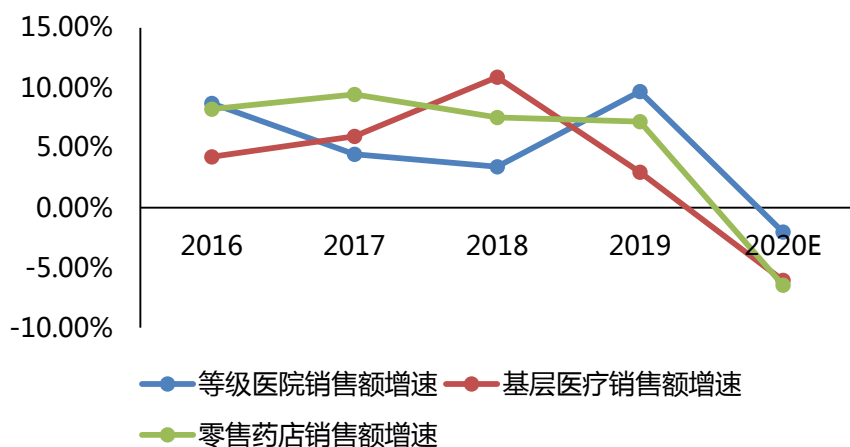
图表 1 2019年三大终端药品销售占比情况



资料来源：米内网，华创证券

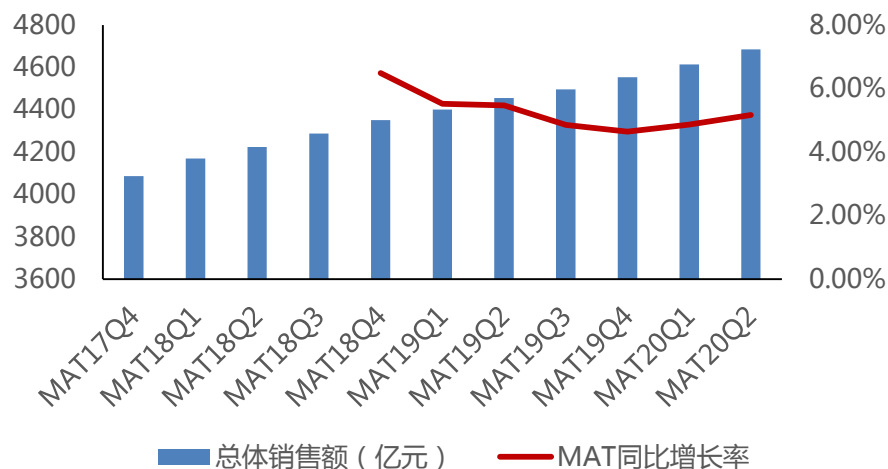
- **2019年全国药品规模保持稳定增长。**2019年，我国医药三大终端市场销售额17955亿，增速为4.81%。公立医院、零售药店和公立基层医疗的市场占比分别为66.6%、23.4%和10%，公立医院仍是最大的药品终端。
- 在零售药店渠道，从2018年-2020年H1，我国药品零售规模同比增速稳定在5%左右。疫情下，零售药店承担了医药物资供给的重要角色，作用更加凸显。在防疫相关药品、防护用品和消杀类产品的带动下。2020年H1，零售药品总规模为4685亿元，同比增速约5%左右。**我们预计，随着医保目录动态调整、医药分开、国家带量采购等医改政策的逐步落地，药品零售市场重要性有望持续提升。**根据中康预测，受疫情影响，三大终端在2020年市场规模可能首度下降（零售药店特指线下药店）。

图表 2 全国各渠道销售增速



资料来源：中康CMH，华创证券

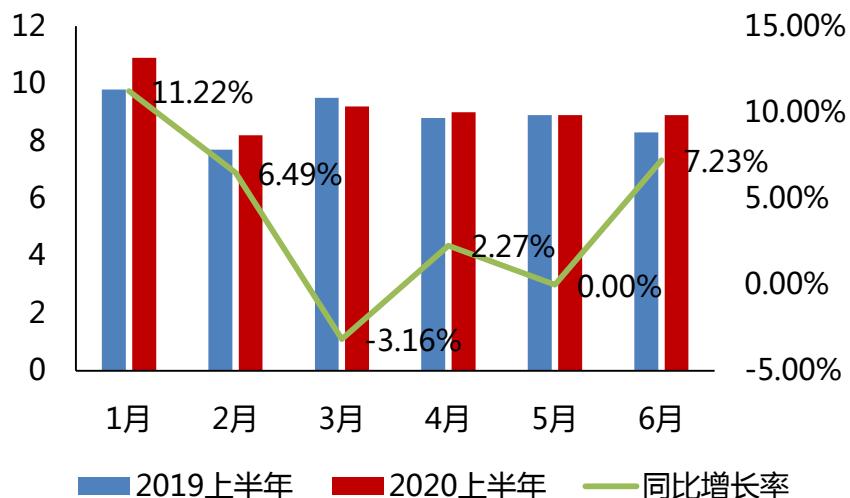
图表 3 全国零售终端销售规模及增速



资料来源：中康CMH，华创证券

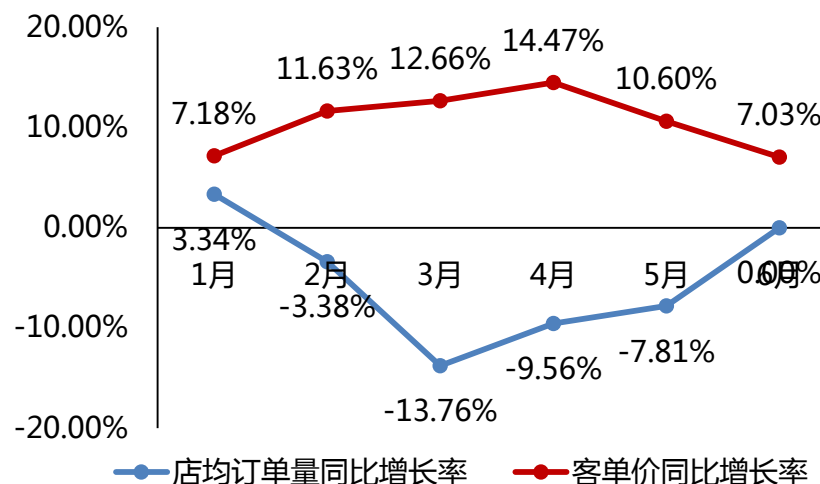
(一) Q1客单价提升，Q2客流量恢复

图表3 2019年H1-2020年H1零售药店单月店均销售额变化



资料来源：中康CMH，华创证券

图表4 2020上半年 VS 2019上半年零售药店单月店均订单量、客单价变化

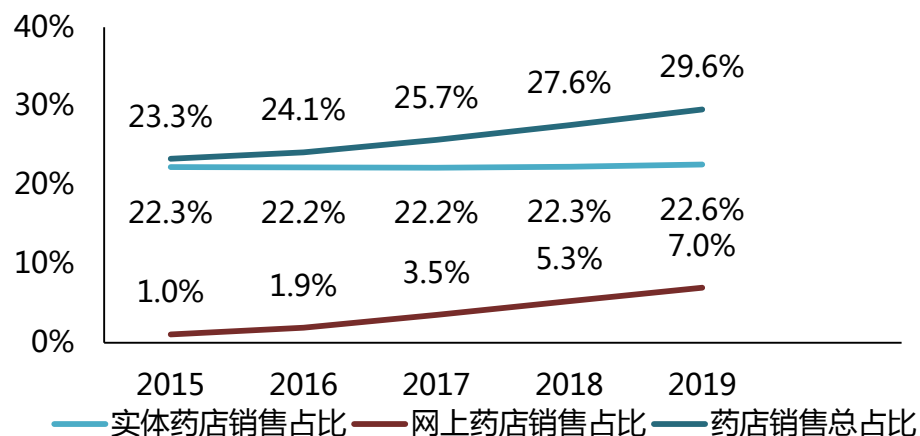


资料来源：中康CMH，华创证券

- **单月店均销售额已恢复至正常水平。** 今年，在疫情深度爆发的2-4月期间，客流量（或订单量）急剧较少，零售药店单月店均销售额一度同比负增长（2020年3月，店均销售额同比-3.16%，店均订单量同比-13.76%）。随着国内疫情趋于稳定，零售药店自4月份起客流逐渐回暖，单月店均销售额至6月同比增长7.23%，已恢复至正常水平。
- **Q1客单价提升，Q2客流量恢复。** 分拆单月店均销售额，可以清晰发现店均销售额在Q1主要靠客单价提升驱动，在Q2主要靠客流量恢复驱动。今年1-3月疫情爆发初期，与疫情相关防护产品需求暴增，消费者主动减少进店次数，增加单次购买量，存在大量“囤货”行为。因此，药店客单价有所提升，增速保持10%以上，但客流量大幅下降；今年4月随着疫情逐步控制，消费者增加进店频次。疫情相关产品供应量上升，短期暴增式消费逐渐降温，价格回落，客单价增速放缓，客流量逐渐恢复至疫情前水平。

(一) 龙头公司快速整合，五强占比加速提升

图表 5 2015-2019年，我国实体药店、网上药店发展情况



资料来源：米内网，华创证券

图表 6 2015-2019年，我国药店连锁率及行业集中度情况

分类	2015	2016	2017	2018	2019
药店总数 (万家)	44.8	44.7	45.4	48.9	52.4
店均服务人口数量 (人/店)	3068	3093	3062	2854	2721
连锁率	45.76%	49.44%	50.44%	52.15%	55.34%
百强连锁市场份额	34.95%	37.12%	38.13%	43.14%	45.92%
五强连锁市场份额	7.95%	9.01%	10.00%	11.32%	13.18%

资料来源：药监局，华创证券

- 实体药房是基石，网上药房贡献增量。** 2019年，我国实体药房销售规模在药品零售规模中的占为76.43%，延续2015年以来占比持续降趋势，但仍为药品零售主体部分。2019年，我国网上药房销售规模为1251亿元（+38.2%），2015-2019年销售规模CAGR为71.68%，呈现爆发式增长，占比快速提升，贡献增量。主要原因一是网上药房为新兴业态，从无到有，基数较小；二是O2O、B2C等模式较大提升患者购药便利性，获得年轻消费群体青睐。我们估计，随着未来各大药房、医药电商等大力推广O2O、B2C模式，线上医保逐步试点放开，网上药房有望保持较快发展。
- 实体药店总数仍在增加，行业集中度加速提升。** 2019年全国药店总数持续增加，达到52.4万家（同比增3.5万家），店均服务人口下降为2721人，低于3000人。在资本推动下，我国零售行业集中度呈现加速提升态势，连锁化率由2015年45.76%，提升为2019年55.34%，提升9.58个pct；百强连锁市场份额由2015年34.95%提升为2019年45.92%，提升10.97个pct（平均每家公司提升0.11个pct）；**五强连锁（大参林、益丰药房、老百姓、一心堂、国药一致）市场份额由2015年7.95%提升至2019年13.18%**，提升5.23个pct（平均每家公司提升1.05个pct）；**五强药房市占率提升显著快于百强。**连锁药店相比单体药店，具有较大优势，推动近年药店连锁化率提升。一是成本优势，连锁药店向上游采购规模大，议价能力强，商品成本低于单体药店；二是品牌优势，连锁药店门店众多，通过专业化服务不断强化其品牌形象，获客能力更强；三是药店行业进入严监管时代，合规成本提升，单体药店生存日益困难。**我们预计未来5-10年，头部药房市占率会加速提升，构成上市药房发展的长逻辑。**

(一) 处方外流提速，解读宿迁及衢州模式

图表 7 全国关于“宿迁及衢州模式”的最新试点情况（统计截止2020年7月）

省、市数量	开始时间	运作模式	处方流转	对接医保	病种
16个省份	2019年及以前开展该模式：10个	平台搭建：18个	处方均流转至 药房	对接医保统筹：6个	常见病、慢病
16个地级市	2020年及以后开展该模式：15个	医院自建：4个		其余：19个	

资料来源：相关省政府网站，华创证券

- **国家层面推动“电子处方+医保对接”创新。**2020年3月2日，国家医保局和国家卫健委联合印发《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》，明确了常见病、慢性病患者在互联网医疗机构复诊可依规进行医保报销，将互联网医疗复诊纳入医保支付范围。截至2020年6月，我国已有多个省份或地区开展“线上复诊+处方流转+医保支付+送药上门”互联网医疗模式创新，为患者提供“一站式”医疗服务。该模式主要包含“医院自建”或“平台搭建”两种互联网医院运作模式，其中北京、上海、四川、重庆等采取医院自建形式，其余省份或地区采取平台搭建形式。各大互联网医院在线复诊病种不一，但主要为常见病、慢病在线复诊，少数平台支持门诊特殊病、门诊重症（慢病）。
- **全国16省市率先启动（截至2020年6月），开展医保统筹对接零售药店。**当前医保统筹账户开放程度有限，在指定药品的医保支付价格、对接药店申办资格等方面存在部分问题。随着各省陆续开启试点，示范效应逐渐体现，未来有望迎来更大范围的推行。
- **搭建电子处方流转平台进入加速阶段。**2018年4月，国务院出台《关于促进“互联网+医疗健康”发展的意见》，探索医疗卫生机构处方信息与药品零售消费信息互联互通、实时共享。多个省市根据自身实际情况，提出2020年前建设处方流转平台的阶段性目标。

(二) 四大药房经营指标对比

图表 8 四大药房利润指标对比

药房名称	毛利率					净利率				
	2015	2016	2017	2018	2019	2015	2016	2017	2018	2019
老百姓	37.22%	36.05%	35.30%	35.20%	33.58%	5.28%	4.87%	4.95%	4.59%	4.36%
益丰药房	39.25%	39.64%	40.02%	39.74%	39.00%	6.18%	6.00%	6.53%	6.02%	5.29%
一心堂	41.93%	41.29%	41.52%	40.53%	38.70%	6.50%	5.65%	5.46%	5.68%	5.76%
大参林	41.03%	40.21%	40.25%	41.64%	39.48%	7.50%	6.85%	6.40%	6.01%	6.31%

资料来源：公司公告，华创证券

图表 9 四大药房门店指标对比

药房名称	2015	2016	2017	2018	2019	2020H1	
老百姓	直营门店数量	1483	1838	2434	3289	3894	4365
	增速	-	23.94%	32.43%	35.13%	18.39%	12.10%
	加盟门店数量	-	-	299	575	1234	1436
益丰药房	直营门店数量	1065	1512	1979	3442	4366	-
	增速	-	41.97%	30.89%	73.93%	26.84%	-
	加盟门店数量	-	23	80	169	386	-
一心堂	直营门店数量	3496	4085	5066	5758	6266	6402
	增速	-	16.85%	24.01%	13.66%	8.82%	2.17%
	加盟门店数量	1921	2409	2985	3880	4702	-
大参林	直营门店数量	-	25.40%	23.91%	29.98%	21.19%	-
	加盟门店数量	-	-	-	-	54	-
	增速	-	-	-	-	-	-

资料来源：公司公告，华创证券

图表 10 四大药房经营效率对比

药房名称	平均单店销售额 (万元)	人效 (收入/人数, 万元/人)	日均平效 (含税, 元/平方米)	租效 (年销售额/租金)	薪效 (年销售额/职工薪酬)	前五名供应商合计占比	(应付账款-应收账款) 比率
老百姓	264.23	54.10	56.14	12.72	8.39	14.15%	1.83%
益丰药房	219.63	46.10	50.40	11.87	6.96	34.16%	0.56%
一心堂	158.54	42.25	40.35	10.81	6.46	37.32%	8.46%
大参林	226.80	47.49	69.88	14.51	6.52	38.30%	8.58%

资料来源：公司公告，华创证券

- **四大药房利润水平均呈下降趋势。** 主要原因一是带量采购影响，中标产品毛利较低；二是处方药持续外流，处方药毛利率低于药店平均毛利率水平。三是线上业务占比提升，线上业务毛利率较低。目前各家药房正积极拓展中药、保健品等高毛利业务，提高健康管理能力，应对利润下降趋势。
- **自营门店增速略有放缓，积极试点加盟店模式。** 自营门店增速为药房业绩重要的前瞻指标，益丰药房、大参林自营门店增速较快，同比增速保持在20%以上；老百姓、一心堂自营门店增速同比亦保持在10%以上。加盟业务，具有资产轻、扩张快、净资产收益率高、抗风险能力强等优势，有望为药房持续贡献增量业绩。其中老百姓加盟业务发展最快，目前（2020年H）加盟门店数量为1436家。益丰药房、大参林均已开始尝试加盟业务。
- **经营效率情况。** 各家药房经营效率与自身门店特点相关，无明显优劣之分。例如老百姓“大店模式”带来了最高的单店销售额，一心堂“下层模式”，单店销售额最低。前五名供应商合计占比、（应付账款-应收账款）比率，反映了公司对上游的议价能力，大参林、一心堂交较高。

(二) 益丰药房：重点布局第7省+子公司利润率改善

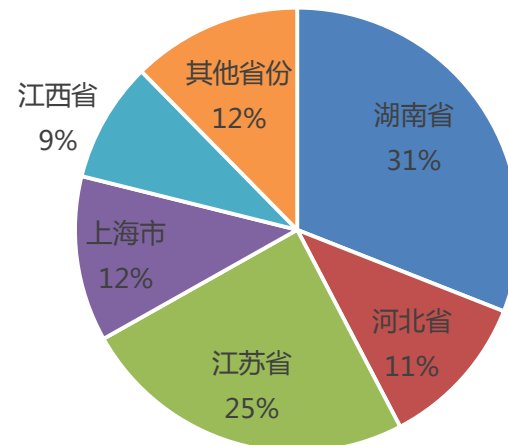
图表 11 2015-2020年H1益丰药房各省子公司净利润率

省市	指标	2015	2016	2017	2018	2019	2020H1
湖南省	营业收入 (亿元)	12.63	15.74	19.51	24.93	31.83	16.21
	净利润 (亿元)	0.45	0.63	0.82	0.98	1.05	0.82
	净利润率	3.56%	4.00%	4.22%	3.94%	3.29%	5.08%
河北省	营业收入 (亿元)	-	-	-	3.86	11.66	6.64
	净利润 (亿元)	-	-	-	0.32	0.96	0.63
	净利润率	-	-	-	8.38%	8.25%	9.50%
江苏省	营业收入 (亿元)	4.80	6.12	9.42	14.94	25.19	16.37
	净利润 (亿元)	0.24	0.23	0.50	0.77	1.65	1.38
	净利润率	4.90%	3.82%	5.29%	5.12%	6.54%	8.41%
上海市	营业收入 (亿元)	5.10	6.75	7.33	9.53	12.38	6.51
	净利润 (亿元)	32.88%	0.52	0.56	0.69	0.87	0.42
	净利润率	6.44%	7.67%	7.69%	7.28%	6.99%	6.40%
江西省	营业收入 (亿元)	3.07	3.96	4.79	5.93	8.99	5.45
	净利润 (亿元)	0.05	0.12	0.16	0.25	0.60	0.45
	净利润率	1.60%	2.99%	3.24%	4.26%	6.72%	8.27%

资料来源：公司公告，华创证券

备注：各省营业收入和净利润数据来自于子公司数据

图表 12 2019年益丰药房各省份营业收入占比



资料来源：公司公告，华创证券

- 今年有望重点布局第7省，拓展市场潜在空间。** 目前公司在全国9省份开展业务，其中门店重点布局在6省（湖南、江苏、上海、湖北、江西、河北）。公司一直坚持“区域聚焦、稳健扩张”的发展战略，“新开+并购”并重的拓展模式，**今年有望在重点布局6省之外加快第7省布局，市场潜在空间有望持续扩大。**
- 子公司净利润率持续改善。** 公司是行业内少有的主要省份子公司均能实现盈利。截止2020年H1，除湖北公司净利润率较低以外（2.61%），其余主要子公司净利润率均高于5%，其中湖南、河北、江苏、江西子公司净利润率分别为5.08%、9.5%、8.41%、8.27%，较2019年末分别增加1.79%、1.25%、1.87%、1.55%pct，呈现较为良好的增长趋势。**我们认为，随着公司不断加密优势省份，区域规模优势和盈利能力将持续加强。**
- 门店建设保持水平较快。** 公司门店数量呈高速增长，2015-2019年保持30%以上增速。2019年，公司门店累计达到4752家（+31.6%），新增1237家，其中新增自建、并购、加盟门店分别为639家（+17%），381家（-60.27%），386家（+128.4%），**体现出公司在跨区域门店管控制、复制力、文化传承等方面具有突出优势。**

(二) 大参林：门店增速较快+经营效率较高

图表 13 大参林门店建设情况

	2015	2016	2017	2018	2019	2020H1
直营门店数量	1921	2409	2985	3880	4702	5106
直营门店增速	-	25.40%	23.91%	29.98%	21.19%	24.11%
当期新开门店	350	512	633	967	946	493
其中：当年自建	350	376	575	701	394	439
当年并购	-	136	58	266	498	2
加盟门店数量	-	-	-	-	54	106
门店合计	1921	2409	2985	3880	4756	5212
门店合计增速	-	25.40%	23.91%	29.98%	22.58%	25.50%
净增门店	319	488	576	895	876	456
净增门店增速	-	52.98%	18.03%	55.38%	-2.12%	67.03%

资料来源：公司公告，华创证券

- **门店增速保持20%以上。**我们认为，公司门店增速是业绩增长重要的前瞻指标。2020年上半年，公司门店总计5212家（+25.5%），新建药房493家，其中自建439家，并购2家，加盟52家，闭店37家，净增门店456家。公司于2019年加快并购步伐，实现“自建+并购”双管齐下。从2019年并购布局看，公司进一步布局外省，分别进入河北（保定）、黑龙江（鸡西）、江苏（南通）、陕西（西安）等新省份。公司选择省内有潜力的单一地级市，通过并购该地级市绝对龙头，从而实现新省份的扩张。**我们认为“单一地级市聚焦”战略有利于药房快速打开新省市场，同时避免了新省进入时的多地作战问题，高效有力整合有潜力的地级市。同时未来有望依据该据点，进一步扩展到该省其他区域。**
- **经营效率保持较高水平。**大参林日均平效69.88元/平方米，租效14.51，前五名供应商合计采购金额占年度采购总额比例为38.30%，在四大民营上市药房中最高；人均销售额47.49万元，单店产出226.8万元。从各项指标来看，大参林经营效率处于行业领先水平。

(二) 老百姓：省份聚焦+股权激励+腾讯战投

图表 14 2019年老百姓两次股权激励情况

职位	人数	限制性股票数量 (万股)	占本次授予总数比例	考核要求
高管	8	19.8	10.40%	以2018年归母净利润为基数，19-21年的增速不低于20%、45%、70%
核心人员	240	154.24	81.00%	
预留	-	16.38	8.60%	
合计	248	190.42	100.00%	

资料来源：公司公告，华创证券

备注：两次股权激励时间分别为2019年3月和9月

图表 15 老百姓前4大省份新增门店占比情况

各省新增门店占比	2016-2018年	2019-2020年8月
(湖南) 占比	22.75%	34.74%
(湖南、江苏) 占比	33.92%	46.15%
(湖南、江苏、安徽) 占比	46.58%	55.79%
(湖南、江苏、安徽、甘肃) 占比	55.76%	61.38%

资料来源：公司公告，华创证券

备注：前6大省份依次为湖南、江苏、安徽、甘肃

- **践行省份聚焦战略，区域规模优势有望增强。** 2019年老百姓提出省份聚焦战略，采取集中优势资源布局前9大省份，每年重点布局提升1-2个省份，每个省份选1个地级市，每年做1个地级市的提升，力争把重点省份市占率提升到30%-40%（目前为4%-14%不等）。我们从2019-2020年上半年新开门店占比分析，新增门店的61.38%集中在前4大省份（湖南、江苏、安徽、甘肃），新增门店占比较2016-2018年平均占比提升5.62个pct。**我们看好公司在践行省份聚焦战略后，在区域规模优势上的边际提升。**
- **股权激励激发动力，考核目标有望达成。** 老百姓于2019年4月和9月向248名员工授予190万股限制性股票，其中8名高级管理人员授予占比10.40%，240名其他核心人员授予占比81%，对高管及中层员工激励明显。股权激励的考核目标为：以2018年归母净利润为基数，2019-2021年的增速不低于20%、45%、70%。
- **引入腾讯战投。老百姓与腾讯合作，预计可以得到3方面提升：**第一，顾客引流，腾讯微信用户较多，互联网覆盖面最广。第二，提高客户服务能力和粘性，比如提供会员大数据库。第三，提升门店运营能力，比如智能选品以及门店选址系统。

(二) 一心堂：股权激励+低估值

图表 16 2020年一心堂股权激励计划

姓名	职务	拟授予的限制性股票数量 (万股)	占本激励计划公告日股本总额的比例 (%)	占本激励计划授出总数的比例 (%)
郭春丽	董事	25.00	0.04	4.17
阮国伟	董事、副总裁	25.00	0.04	4.17
张勇	董事、副总裁	25.00	0.04	4.17
李正红	董事会秘书、副总裁	15.00	0.03	2.50
代四顺	财务负责人	15.00	0.03	2.50
其他核心人员86人		407.20	0.72	67.87
	小计	512.20	0.90	85.37
	预留部分	87.80	0.15	14.63
	合计	600.00	1.06	100.00

资料来源：公司公告，华创证券

图表 17 四大药房估值情况

公司	2017-2019年			2015-2019年			PE (TTM) (20200826)
	平均估值	扣非归母 (同比)	PEG	平均估值	扣非归母 (同比)	PEG	
一心堂	28.46	20.59%	1.38	34.13	14.75%	2.31	31.03
老百姓	42.32	18.81%	2.25	49.49	19.64%	2.52	55.69
益丰药房	53.24	35.26%	1.51	58.97	31.61%	1.87	87.11
大参林	41.84	16.27%	2.57	40.72	21.84%	1.86	65.56

资料来源：公司公告，华创证券

- **股权激励较为充分。**公司在2019年进行管理层换届，2020年3月公司提出实施限制性股票激励计划，2020年5月12日首次授予，授予价格为10.42元/股，授予对象共91人，授予数量共计512.2万股，以激发换届管理人员积极性。业绩考核指标为，以2019年净利润为基数（6.04亿元），2020-2022年净利润增长率分别不低于20%/40%/65%。
- **相对低估值带来安全垫。**从近三年（2017-2019年）、近五年（2015-2019年）平均PE估值来看，一心堂均低于同业平均PE10-20倍左右，PEG高于同行0.5-1左右。截止2020年8月2日，一心堂PE（TTM）与同行平均水平差距进一步拉大。**我们预计，一心堂相对低估值为公司带来安全垫。未来三年，随着公司股权激励等红利逐步释放，公司利润增速有望维持在20%以上，估值水平实现提升。**

SECTION

中药：支持政策逐步逻辑，行业格局有望重塑

重点关注：

-片仔癀、东阿阿胶、中国中药（港股）、华润三九、以岭药业

(一) 中医药支持政策由国家向地方逐步落地

- **国家促进中医药振兴发展。** 2020年5月《政府工作报告》针对“促进中医药振兴发展”进行重点部署，并将中医药振兴工作纳入到“提高基本医疗服务水平”内容之中，充分显示国家对中医药产业发展和民生意义的高度重视。在6月2日习主席主持的专家学者座谈会上，进一步提出加强中医药古典医籍精华的梳理和挖掘，建设一批科研支撑平台，改革完善中药审评审批机制，促进中药新药研发和产业发展。
- **支持政策由国家向地方逐步落地。** 在以往的中医药支持政策中，重点集中在国家层面，地方层面较少有相关政策出台。但自2019年11月以来，据不完全统计，先后共计20个省级行政区陆续出台具体支持政策。**其中河北、陕西、广东、甘肃4省出台了力度较大、可量化的中医药支持政策**，详见如下：

图表 18 2020年以来各地中医药支持政策

省份	时间	文件/相关新闻题目	主要亮点
河北省	2019年11月	关于支持生物医药产业高质量发展的若干政策	支持创新药研发。支持中成药大品种增加适应症二次开发、循证医学研究，择优列入省级科技计划给予 最高不超过100万元省级科技专项经费支持 。对进入Ⅱ期、Ⅲ期临床试验研究的创新药（不同剂型合并计算）， 分别给予300万元、500万元省战略性新兴产业专项资金奖励 ；对进入Ⅲ期临床试验研究的改良型新药， 给予200万元省战略性新兴产业专项资金奖励 。本事项的独立法人企事业单位 每年最高累计奖励额度2000万元 。 支持中药制剂高端化发展。对新获得中药4类、5类新药证书，拥有自主知识产权且在省内落地的产业化项目，择优纳入省高技术产业化项目计划，并给予不超过项目 固定资产投资20%、最高不超过1000万元 的省战略性新兴产业专项资金补助。
陕西省	2020年3月	陕西省中医药管理局关于印发2020年全省中医药工作要点的通知	强化中医医疗服务能力建设。 推进14个国家区域中医（专科）诊疗中心、12个省级中医（专科）诊疗中心建设 ，深化脑梗死等3个重大疑难疾病中西医临床协作试点。争取国家中医优势专科建设项目。实施中医药特色康复重点工程。 落实27个县级中医医院服务能力提升项目建设。
广东省	2020年4月	关于促进中医药传承创新发展的若干措施	到2022年实现全省地级以上市三级中医医院全覆盖、县办 中医医院全覆盖 ，30万以上常住人口县二甲中医医院全覆盖、村（社区） 中医药服务全覆盖 ，全省每千常住人口 中医医疗床位数达到0.70张 、每千人口 中医类别执业（助理）医师数达到0.50人 。
甘肃省	2020年5月	中共甘肃省委甘肃省人民政府关于促进中医药传承创新发展的若干措施	甘肃省将打造中药加工产业集群， 到2025年培育2至3家年销售额10亿元以上的中药加工企业 。培育陇药大品种大品牌，到2025年打造 20个年销售额1亿元以上的中成药大品种、15个年销售额5000万元以上的中成药特色品种 。推动中药产业集聚发展，持续提升6大中医药产业园区的承载力和吸引力，辐射带动全省中药加工集约化发展，到2025年， 全省中药工业生产总值达到200亿元 ，中医药产业全链条发展的要素基本完备， 全产业链总产值达到1000亿元以上 。

（一）2020版《中国药典》有望重塑中医药行业格局，促进行业集中度提升

● 2020版《中国药典》具有重要意义

2020版《中国药典》于7月2日颁布，于今年12月30日起正式实施。新版《中国药典》具有多重重要意义，稳步推进药典品种收载，进一步完善药典标准体系，成熟分析检测技术应用进一步扩大，药品安全性控制要求不断加强，药品有效性控制不断完善，全过程质量控制体系逐步构建，辅料标准水平进一步提升，国际标准协调进一步加强，药典导向作用进一步强化。

● 2020版《中国药典》有望重塑中医药行业格局，提升消费者信心

（1）**最严标准，重整消费信心。**2020版《中国药典》为有史以来“最严谨、最严厉”的调整，有望提升患者对中医药的重视和信任，提升认知度和接受度，带动中医药行业整体发展。

（2）**中医药行业加速洗牌，结构调整与产品升级，行业集中度有望提升**

目前，在中成药领域，大部分适应症集中度处于较低水平，仍有较大提升空间。在中药饮片行业，行业集中度仍较低，龙头公司康美药业市占率约3%左右。在中药材方面，部分中成药制药头部公司已建立自己的药材生产基地，但行业总体集中度仍较低。**我们预计，在质量标准逐渐提高、行业监管趋严的大趋势下，2020版《中国药典》有望发挥导向作用，进一步刺激和促进中医药上下游产业链被迫进行产业结构调整和产品升级换代，行业集中度有望持续提升。头部公司强者恒强，有望获益并最终胜出。**

(二) 中药消费品投资机会

片仔癀：需求旺盛，兼具稀缺性与提价能力

- **“片仔癀系列”有较强的竞争优势。**“片仔癀系列”具有诸多竞争优势，具体为460年历史底蕴、较高的临床价值、中药一级保护品种、稀缺麝香使用资格等核心壁垒，是为数不多的具备稀缺属性、具备持续提价能力的中药大品种。今年3月，公司已申报增加片仔癀锭剂用于治疗中晚期原发性肝癌功能主治，未来有望拓宽适应症。
- **“片仔癀系列”需求较为旺盛，市场潜在空间较大。**根据我们于2020年1月发布的片仔癀深度研究报告《需求旺盛供给充足，渗透率提升助力业绩兑现》，我们把“片仔癀系列”需求分为三类：
 - (1) **肝病用药需求**，约占“片仔癀系列”总销售额的60%，占购买总人次的1/3，呈现一定的必选消费属性，潜在客户为高净值家庭（胡润标准：拥有600万人民币资产）、中产家庭（胡润标准：年收入在20-30万元），合计为3707万户（胡润数据），约1.13亿人。主要驱动力为：高净值和中产阶级人数增长、非酒精性脂肪肝性肝病、“片仔癀系列”终端价提升。
 - (2) **保健养生自用需求**，约占“片仔癀系列”总销售额的20%，占购买总人次的1/3，呈现可选消费属性，潜在客户为高净值家庭（拥有600万人民币资产），合计387万户家庭，约1180万人，主要驱动力为，高净值人数增长、终端价提升。
 - (3) **保健养生送礼需求**，约占“片仔癀系列”总销售额的20%，占购买总人次的1/3，呈现可选消费属性。送礼场景主要为商务、家人等，呈现多样性，主要驱动力为送健康产品趋势提升、“片仔癀”品牌力提升。
- **日化板块有望成为业绩增长重要一极。**公司持续加大对日化板块营销投入，2020年H1，市场推广相关费用较去年同期增加4365万元。日化方面，公司正完善布局“3+3+1”产品线（即三大高端护肤产品线、新三国大众护肤产品线、特色特殊护理系列产品线）。口腔方面，公司以“口腔清火”为核心定位，逐步推出“片仔癀清火系列”、“片仔癀源木清系列”、“片仔癀专效深养系列”产品。**我们预计2021年日化板块整体营收有望超10亿，毛利额超6亿，成为公司业绩增长的重要一极。**

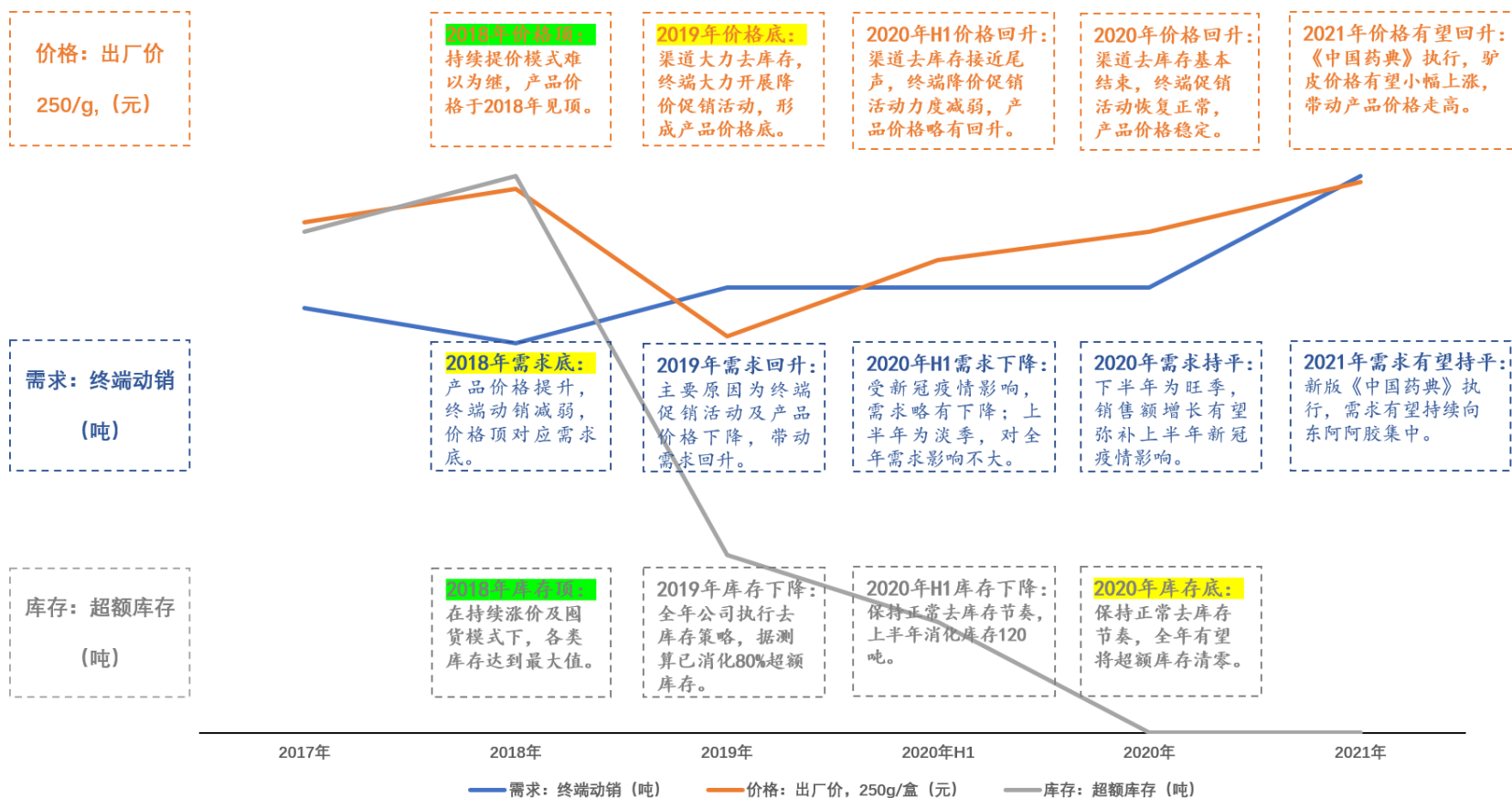
(二) 中药消费品投资机会

东阿阿胶：库存遂见底，长期逻辑渐清晰

短期逻辑：目前东阿阿胶已构筑3重底，“需求底”+“价格底”+“库存底”陆续形成并企稳，业绩有望实现共振。

需求底于2018年末确认，2019年终端销量已同比正增长；价格底于2019年末确认，2020年Q1起价格已企稳回升；库存底有望于2020年末确认。根据渠道调研，渠道库存2020年H1已接近尾声，年末超额库存有望去化完毕，**2021年起三大底部企稳共振，有望带来阿胶系列产品量价齐升，看好阿胶当前的边际改善趋势。**

图表 19 东阿阿胶阿胶块有望实现三底共筑



(二) 中药消费品投资机会

东阿阿胶：库存遂见底，长期逻辑渐清晰

- **长期逻辑：管理层理念转变，2020版《中国药典》带来行业出清，“阿胶系列”渗透率有较大提升空间。**

(1) **管理层理念转变。**2020年1月新任总裁高登锋上任，公司推行一系列战略调整、数字化营销策略及以顾客为中心运营战略，加强临床和学术推广，推出“阿胶粉+”系列产品。

(2) **行业出清。**2020版《中国药典》将于2020年12月30日起执行，将给阿胶行业带来颠覆性变革，主要有2点：一是阿胶总产量约下降30%，驴皮、阿胶价格有望小幅上涨；二是“杂皮”阿胶逐步退出，东阿阿胶市场份额有望持续提升。

(3) **渗透率提升。**复方阿胶浆较少受驴皮资源限制，未来有望打造成为50-100亿大单品。

- **估值：东阿阿胶当前存明显预期差，“库存见底”+“悲观估值”提供良好的左侧配置机会。**从渠道终端反馈看，近2年阿胶块需求逐步复苏，价格于今年年初企稳，渠道超额库存去化接近尾声。同时若公司盈利能力接近2018年水平（净利润15-20亿），对应当前估值水平仅10-15倍PE。**我们判断当前东阿阿胶去库存已完成80%，有望迎来新一轮量价齐升。**

(二) 经典名方投资机会

中国中药、华润三九、以岭药业具有领先优势

● **经典名方投资机会**：我们认为，中药产业链布局领先、研发优势突出、股东背景深厚的企业有望获益。

● **我们梳理70余家中药上市公司，初步判断符合如下4项要求的公司容易胜出，详见如下：**

- 1、规模优势：年营业收入超过30亿元，归母净利润超过1亿元；
- 2、研发投入：年研发费用超过1亿元；
- 3、经典名方研究启动时间：不晚于2018年

据不完全统计，目前已有24家上市公司披露开展经典名方研究，**其中，中国中药、华润三九、以岭药业在经典名方研究方面，已具有领先优势。**

图表 20 中国中药、华润三九、以岭药业经典名方开展情况

企业	起始年份	在研品种数	研究进度	营业收入 (亿元)	归母公司 净利润 (亿元)	研发费用 (亿元)	大股东名称	股东背景
中国中药	2018	30+	2018年，集团全方位开展经典名方的研究，8个子公司计划完成35个经典名方物质基准研究，与中医科学院医史文献研究所，北京中医药大学，安徽中医药大学等单位进行经典名方考证研究合作，共涉及14个经典名方品种； 2019年，集团开展了关于芍药甘草汤、当归建中汤、当归补血汤、桃红四物汤等30项古代经典名方中药复方制剂的研究； 2019年，集团已完成考证工作覆盖30个品种取得其中21个品种的初步考证结果，已完成35个经典名方的85味药材，共计1500多批次样品的采集，开展经典名方复方颗粒的研究。	143.31	15.88	4.64	国药香港 国药集团	央企
华润三九	2018	11	2018年，开展中药经典名方研制及关键技术创新能力建设，承担国家科技部经典名方研究项目6项； 2019年在研经典名方十余首，其中立项5首经典名方； 2020年，在研经典名方11首。	147.02	21.12	4.42	华润医药控 股有限公司	央企
以岭药业	2018	10+	2018年，在研立项品种含有经典名方项目； 2019年，公司收到关于“重大新药创制”科技重大专项半夏泻心汤经典名方研发关键技术研究项目款172.39万元。公司筛选了十余个经典名方品种正在进行研发。	58.25	6.07	3.91	以岭医药科 技有限公司	民企

SECTION

医疗服务：板块业绩复旧如新，行业发展全面提速

重点关注：

-爱尔眼科、通策医疗、美年健康、锦欣生殖（港股）

图表 21 行业支持政策密集出台

时间	发布部门	文件	主要内容
2019年1月24日	卫健委	《国家医学中心和国家区域中心设置实施方案》	进一步改善医疗服务体系顶层设计，优化优质医疗资源布局，提升区域医疗服务保障能力。
2019年2月15日	卫健委	《健康口腔行动方案（2019年-2025年）》	正式提出居民口腔健康管理优化行动。
2019年2月	卫健委、发改委、人社部等18个部门	《加大力度推动社会领域公共服务补短板强弱项提质量，促进形成强大国内市场的行动方案》	支持社会力量举办，运营高水平全科诊所，深入专科医疗等细分服务领域，加快打造一批具有竞争力的品牌服务机构。
2019年3月18日	卫健委	《2019年深入落实进一步改善医疗服务行动计划重点工作方案》	持续深入落实进一步改善医疗服务行动计划。

资料来源：卫健委，华创证券

➤ 政策支持密集出台，助力行业加速发展

2019年卫健委等部门共发布了4项文件支持医疗服务行业发展，主要意义为：

- 1) 完善医疗服务体系，优化优质医疗资源布局
- 2) 针对居民口腔健康提出管理优化行动
- 3) 加大力度支持社会办医，深入专科医疗等细分医疗服务领域。
- 4) 深入落实改善医疗服务

我们认为2019年出台的4项文件，充分说明了国家有关部门对医疗服务行业发展的重视程度。

我们认为2020年是4项文件支持作用凸显的重要时点，当下有望成为医疗服务行业加速蓬勃发展的起点。

(一) 医疗服务板块整体表现

➤ 板块恢复情况良好，业绩增速全面提升

- 2020年Q2医疗服务全行业营业收入为275.5亿元，同比增速为17.7%。扣非归母净利润为46.1亿元，同比增速高达80.0%。
- 2019年医疗服务行业经历了短暂下行阶段，（例如美年健康的质控调整，对整个板块产生较大影响）全行业营收/归母净利润增速持续下滑。
- 2020年新冠疫情出现后，受益于3大逻辑，医疗服务板块恢复情况良好，**2020Q2营收/归母净利润同比增速全面提升。板块发展潜力凸显，投资价值发生质变、全面提升。**

➤ **居民健康意识增强，医疗服务发展全面提速。** 新冠疫情的宏观环境下，居民健康意识持续增强，对健康的关注度得到全面提升。促进医疗服务行业发展提速。

➤ **公立医院患者外流，专科医疗公信力提升。** 患者对于新冠病毒感染风险的担忧，赋予了专科医疗服务机构特殊的公信力。大量患者由公立综合医院流向专科医疗服务机构，为专科医疗服务机构带来短期业绩增量/长期消费者公信力提升。

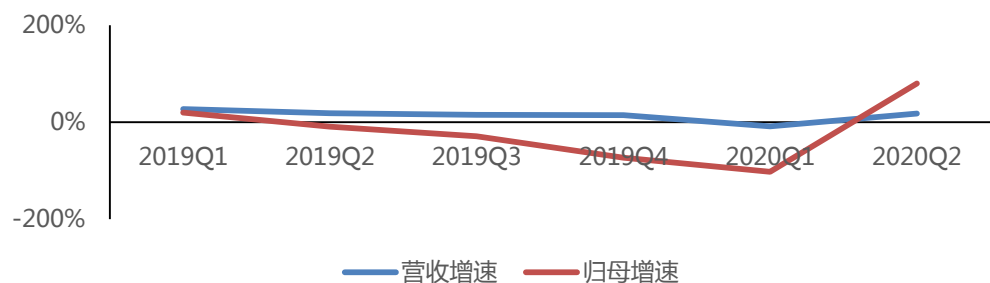
➤ **中小机构倒闭，行业集中度提升。** 疫情期间，专科医疗服务机构均出现了较长时间的停诊，大量中小型机构倒闭，导致行业市场集中度显著提升，利好行业龙头长期发展，同时关停机构流出大量优质医疗资源，将为自建与并购带来机会。

➤ 关注标的：

- 重点关注身处优质赛道、具备成熟扩张模式的眼科/口腔行业龙头（爱尔眼科、通策医疗）
- 重点关注医疗质控完善、边际改善显著的体检行业龙头（美年健康）
- 重点关注行业壁垒高/市场渗透率低/发展前景广阔的辅助生殖行业龙头（锦欣生殖）

图表 22 医疗服务板块财务数据（亿元）

	2019Q1	2019Q2	2019Q3	2019Q4	2020Q1	2020Q2
营业收入	123.2	272.0	441.9	604.9	116.1	275.5
增速	27.1%	18.5%	15.4%	14.5%	-8.1%	17.7%
归母净利润	11.2	28.7	52.6	21.4	-0.2	46.1
增速	20.2%	-8.9%	-28.7%	-73.1%	-101.9%	80.0%
每股收益EPS	0.11	0.22	0.33	0.24	0.05	0.42



资料来源：wind，华创证券

(二) 通策医疗 (600763)

- **公司业绩复旧如新，疫情催生儿童早期矫治爆发增长。** 公司复诊后整体恢复情况良好，2020年H1实现营业收入7.38亿（同比增长-12.9%），归母净利润1.45亿（同比增长-30.2%）。从单二季度看，公司第二季度实现营业收入5.45亿（同比增长+20.4%），归母净利润1.64亿（同比增长+44.6%）。新冠疫情导致大量低龄学生与儿童无法返校，为儿童早期矫治诊疗提供了充足的时间，催生业务爆发增长。**上半年公司儿童早矫业务收入实现了约200%的同比增长，儿科业务上半年整体逆势实现正向增长（收入13487万元，同比增长5.8%），单二季度同比增速显著（收入9620万元，同比增速37%）。**我们认为疫情是儿童早矫需求崛起的契机，随着消费者的收入水平与口腔健康意识不断提升加强，**儿童早矫业务的增长趋势将延续，未来有望成为公司新兴业绩增量点。**
- **口腔医疗市场高速增长，行业龙头充分受益。** 根据我们的测算，2019年中国口腔医疗市场规模高达1318亿元，且受益于居民收入水平与口腔健康意识的双重提升，消费升级逻辑持续作用，中国口腔医疗市场2019年同比增速高达19%。公司核心医院所在的浙江省城镇人口数与人均医疗保健支出均高于各省平均水平，当地具备优渥的口腔医疗发展土壤，我们认为**公司作为具备区域地利优势的口腔医疗行业龙头，未来有望充分收获市场高速增长带来的业绩增量。**
- **“总院+分院”专科医院发展模式，公司有望整合行业市场。** 公司坚持“总院+分院”发展模式（即以大型口腔专科医院为核心，借助总院品牌影响力与医生资源的支持，在周边地区开设分院的扩张模式），**公司在省内以杭州口腔医院总院、城西分院、宁波口腔医院为核心，提出“蒲公英计划”，在下沉市场开设分院、快速扩张。在省外持续建设培育武汉、重庆、西安三大存济口腔医院，为下一阶段的全国扩张奠定基础。**
- **种植/正畸双计划，内生业务成长爆发新增量。** 种植与正畸是口腔医疗服务中公认的高客单价/高利润诊疗项目。对应两项业务，公司提出“种植倍增计划”/“正畸旋风计划”。通过丰富产品种类、市场化推广、人才定向培养、数字化技术赋能，使种植、正畸两项诊疗业务收入高速增长。**2020年Q2种植（收入9913万元，同比增长17%）与正畸（9479万元，同比增长22%）项目均已恢复增长，随着种植/正畸发展计划的逐步落地，预计两项诊疗业务收入增长将全面提速。**

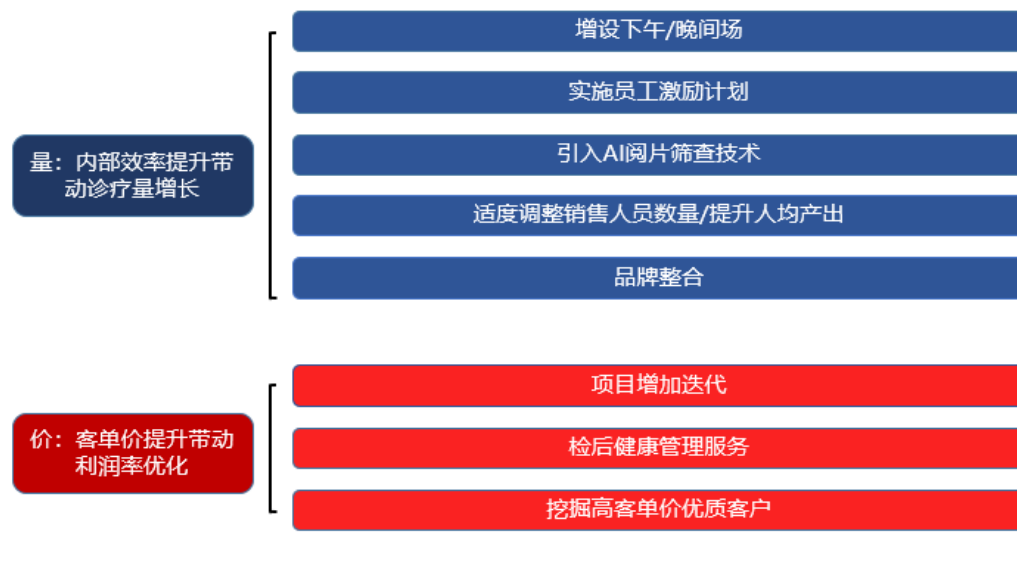
➤ **量：内部效率提升带动诊疗量增长。**公司门店提出5大改革，1) 增设下午/晚间场：提升接诊量天花板。2) 实施员工激励计划：激发医生营销属性。3) 引入AI阅片筛查技术：提升阅片效率。4) 适度调整销售人员数量：提升人均产出。5) 品牌整合：避免门店分流。**从内部入手，通过全方位效率提升，实现诊疗量持续增长。**

➤ **价：客单价提升带动利润率优化。**公司从3方面实现客单价快速提升，1) 项目增加迭代：通过丰富体检项目，增加加项选择提升客单价。2) 检后健康管理服务延伸：公司注重检后服务，通过定期随访，对业务进行拓展，以会员制为基础开展诊后健康管理服务。3) 挖掘高客单价优质客户：通过提升服务质量，吸引留存高客单价优质团检客户。**客单价的持续提升将优化公司净利润率，带动收入与利润的双重高速增长。**

➤ **医质提升：全国统一标准，完成系统化质控。**公司回归医疗本质，通过医质800/1000分考核体系、PACS系统、LIS系统、操作规范等方式，基本完成了影像、临床、医疗管理多方面，全国统一标准医疗质控体系的建设。**完善的质控体系将全面提升公司医疗质量，帮助公司在民营体检行业中树立核心竞争力，实现客户流量/质量齐升。**

➤ **阿里入驻：技术升级实现全方位赋能。**阿里入驻为公司带来赋能作用：1) 在内部建设业务系统与数据中心，实现全国门店统一管理，提升医质，同时打通管理、财务、人员平台间的壁垒，降低整体运营成本。2) 外部搭建用户平台，完成体检线上预约、智能加项、体检报告深度解读、客户健康档案建立、客户会员体系建设。**未来以健康档案与体检报告为基础，公司将通过精准用户画像对客户进行体检加项智能推荐，同时基于会员体系开展检后健康管理服务。阿里的入驻有望为公司带来内部运营效率与外部客单价的双重提升。**

图表 23 公司“量”/“价”齐升



资料来源：华创证券整理

(二) 锦欣生殖 (01951.HK)

- **需求持续扩大，为行业市场规模增长提供源动力。** 2019年辅助生殖服务市场规模已达313.62亿元。增长动力源于需求扩大，2019年我国不孕症患病率已高达16.40%，高患病率使得在中国有4788万不孕夫妇。受自然环境污染、工作压力大、生活习惯不良等因素的影响，不孕症患病率或将持续提升，预计2023年不孕症患病率将提升至18.20%，并在未来保持3%以上的增速。**我们认为不孕症的患病率提升将为辅助生殖市场带来大量的刚性需求。需求扩大将成为市场增长的核心源动力。**
- **市场地位全国领先，成功率名列前茅。** 2018年锦欣生殖在中国进行了20958个IVF取卵周期，在国内排名第三，也是排名前五的辅助生殖服务机构中唯一的私立机构。锦欣生殖旗下医疗机构在四川、深圳、美国西部三个地区的治疗周期数与市场份额皆排名第一，其中锦欣生殖在四川地区的市场份额高达58%，公司在全国范围内拥有雄厚的医疗实力。**辅助生殖服务的成功率是医疗机构的核心水平体现，锦欣生殖医院在四川、深圳、美国的辅助生殖服务成功率分别为55.2%、52.4%、62%，该成功率在当地均高出平均水平。高成功率塑造优质口碑，优质口碑创就行业龙头。**
- **积极布局东南亚，老挝诊疗中心发展潜力可观。** 公司积极落实海外布局，通过收购牌照的方式在老挝新建5000平米规模的诊疗中心，预计2020年第三季度即将开业，开业后每年可进行3000多个IVF治疗周期。该诊疗中心不仅享有比中国更高的定价和利润，还具备婴儿性别选择、代孕等优势。疫情后医疗资源低估值的时间节点为公司的海外自建提供绝佳条件。
- **强大议价能力与业务拓展能力促使净利率稳步上升。** 公司2019年净利润率高达32.2%（同比提升3.5pct），净利润率上升与公司强大的议价能力密不可分，受益于辅助生殖规模庞大的刚性需求，**公司每18个月能将价格直接提升3-5%，另一方面，公司积极拓展IVF前后的备孕及保胎业务，联合日本著名沙龙“天使宝贝”进行服务升级，进一步助力客单价提升，带动净利率稳步增长。**

(二) 爱尔眼科 (300015)

- **疫情不改增长趋势，公司医院均已实现良好恢复。**公司于3月份初步恢复诊疗，2020年H1公司实现41.6医院营收（同比增长-12.3%），归母净利润6.8亿元（同比增长-2.7%）。单二季度实现25.2亿元营收（同比增长0.7%），归母净利润6亿元（同比增长50.5%）。**在长时间停诊的背景下，公司上半年归母净利润水平接近同期持平，单看二季度实现50.5%的同比增长，公司旗下医院恢复情况良好，全面凸显其高成长属性。**
- **视光/眼后段手术恢复亮眼。**公司上半年视光服务实现8.23亿元营收（同比增长-1.8%），眼后段手术医疗服务收入3.15亿元（同比增长-4.0%），公司两项主营业务收入基本实现同期持平，我们认为原因在于二季度两项业务均快速恢复了高增长态势。
- **外延布局加速推进：1) 省会+地级市医院主力军持续增长。**公司旗下位于省会与地级市的中心医院在当地实力、规模、影响力均排名第一，龙头地位根深蒂固，我们预计省会与地级市中心医院将持续增长，贡献稳定业绩增量。**2) 县域+视光中心实现高速地区覆盖。**县域医院深入中心医院周边下沉市场，受益中心医院支持快速成长，视光中心通过近视防控、医学验光配镜，为当地爱尔医院进行手术患者导流。两者结合能够实现地区市场高速覆盖。
- **海外战略化布局，构建爱尔生态系统。**公司积极落实海外布局，构成成熟眼科生态系统关键环节，**公司的国际化战略目标将实现海外成熟眼科技术与国内爱尔医院的全面对接，促进公司内生业务发展，同时实现公司业绩增厚，为公司长期发展打下基础。**

SECTION

互联网医疗：医药电商发展迅速，大集团优势明显

重点关注：

-阿里健康（港股）、平安好医生（港股）

(一) 国家政策及赛道划分

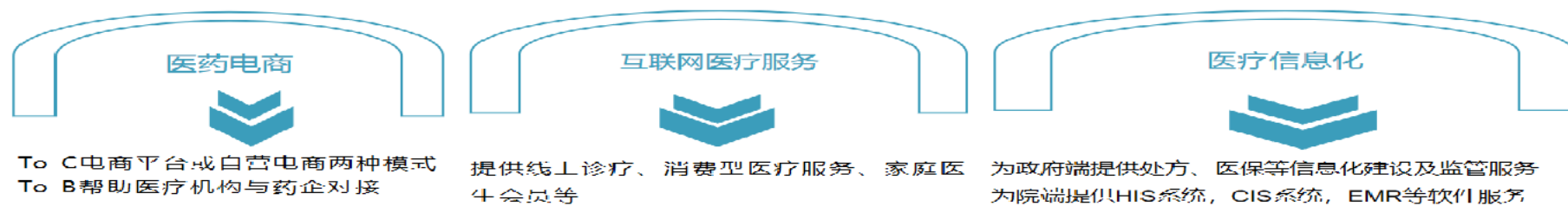
图表 24 互联网医疗国家政策



资料来源：相关政府官网、华创证券整理

- 总体而言，我国互联网医疗虽概念提出较早，但2018年才进入规范化发展阶段，2018年4月28日国务院办公厅印发《关于促进“互联网+医疗健康”发展的意见》的互联网医疗行业**纲领性文件**，明确提出并鼓励健全“互联网+医疗健康”服务体系（To C）和完善“互联网+医疗健康”支撑体系（To B&G）。加之2020年新冠疫情影响，互联网医疗的强监管，高便利，易普及的优势凸显，国家也接连发布重磅文件，支持互联网诊费医保报销，推进医疗机构信息化建设等，至此我国互联网医疗行业进入加速推进阶段。

图表 25 市场赛道划分



资料来源：华创证券整理

- 依照我国现有互联网医疗政策以及发展进程，我们将市场有显著特征三个赛道进行划分：**医药电商，互联网医疗服务和医疗信息化。**

(一) 医药电商 市场规模及发展增量点

我们定义医药电商（To C）覆盖细分领域为：以互联网渠道对C端客户销售OTC、处方药、保健品、医疗器械、及O2O药品配送服务。

医药电商发展空间为：

1) 药品增量部分：

- 处方外流下的门诊处方药增量
- 线上购药医保结算

2) 药品存量部分：

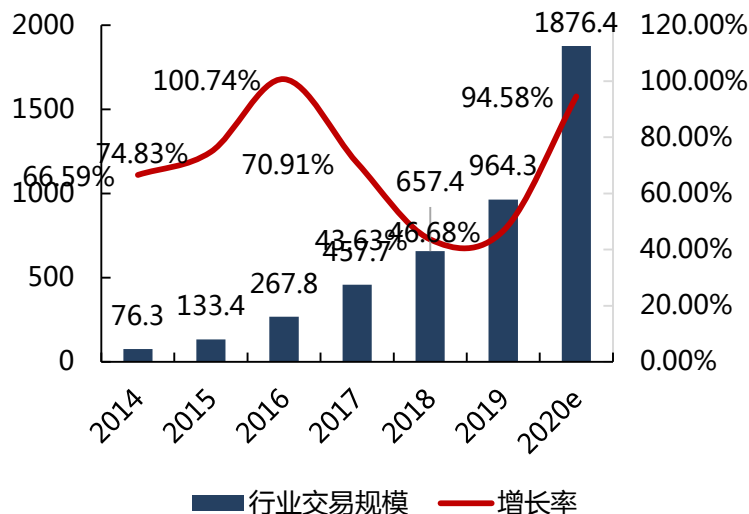
- 渗透现有医药零售存量市场。

我们按医药零售市场保持稳健增长，同时按渗透率的方式进行测算，预计截止到

2030年医药零售市场规模达到8800亿，其中线上/线下渗透趋势如下：

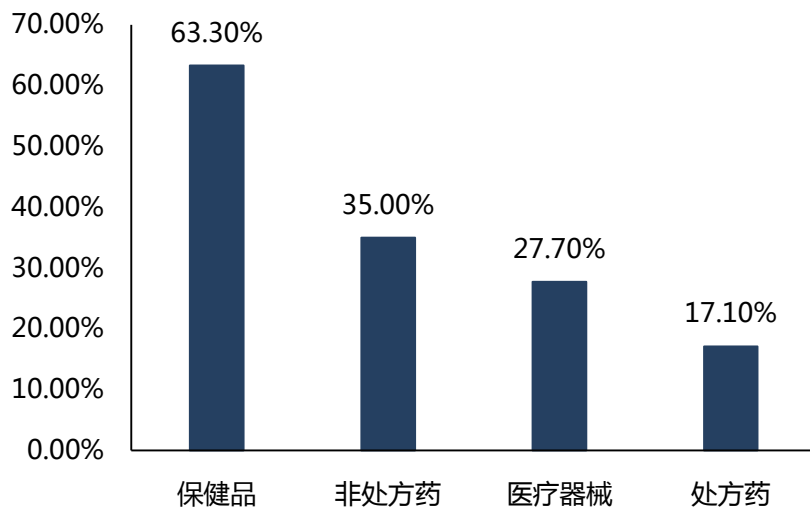
- **O2O急送药**：大型连锁药店积极自建或与美团等公司进行合作，利于网点密集的大型零售连锁获取半径5公里中小药店份额。通过对接处方流转平台，承接线上处方，满足居民1一小时送药到家需求。
- **OTC**：慢病具有非及时性特点，次日达亦可满足患者需要。同时互联网诊疗市场规模增长将协同电商（B2C）获得份额增长。
- **保健品**：线上保健品销售具有优惠活动多，产品种类全等特点，用户线上购买比例将持续增长
- **处方药**：取消网络处方药销售限制，国家推进院端处方外流，互联网诊疗发展迅速增量处方药销售，但电商平台购药医保结算进展缓慢，电商处方药真伪、有效时间难以把控限制医药电商处方药销售。
- **医疗器械**：与保健品原因相同。

图表 26 医药电商2014A-2020E市场规模



资料来源：网经社电子商务研究中心、华创证券

图表 27 2020年线上药房各类产品购买比例



资料来源：西普会、华创证券

(一) 医药电商竞争格局

传统电商具有较强优势

图表 28 医药健康资源结构

	阿里健康	京东健康	平安好医生
平台交易人数	2020财年：1.9亿	暂无	6,727万月活
平台交易金额	全品类：835亿	年营收超100亿	2019年GMV44.47亿
合作药企数量	已授权超过80家旗舰店；于2020年3月与全球知名药企葛兰素史克（GSK）强强联合，GSK慢阻肺领域创新旗舰产品在阿里健康自营药店及平台首发上线	营养保健：养生堂等16家品牌；滋补养生：东阿阿胶等13家品牌；保健器械：飞利浦等12家品牌；护理护具：Kleenex等7家品牌；营养成分：脑白金等5家品牌；成人用品：杰士邦等5家品牌；隐形眼镜：博士伦、强生等；中西药品：京东大药房	健康商城业务 截至2019年底，合作商户近1,400家
在线诊疗运营情况	疫情期间，上线以来在线医生人均日接诊量超过100单，呼吸科部分医生人均日接诊人数200以上	疫情期间平台的日均问诊量达到10万左右 累计服务200万用户	疫情高峰期，APP访问人次超11.1亿，APP新增用户日均问诊量是疫情之前的9倍
处方流转对接情况	阿里健康与衢州市医保局共建慢病处方流转平台；打通山东省立医院（济南市）处方流转 + 医保在线支付	已接通：广西北海、河南鹤壁、山东淄博 仅签署协议：江苏泰州、江苏宿迁、福建福州、安徽合肥、江西抚州、陕西西咸新区 全国超过2万家（O2C+O2O） 京东健康-联盟大药房项目：助力合作药房成为县域级“健康管家”	已接通：湖北省 已接通当地医保支付：湖北省、银川、东莞
合作线下药店数量	接近13万家		中心仓上线40个城市
是否有自营线下药店	有，控股：漱玉平民大药房等	有，覆盖天津、漯河、沈阳、重庆、陕西西咸新区、抚州、成都、杭州、广州、泰州、福州等地区	无
O2O进展	【30分钟送达，7*24小时送药】涵盖杭州等共14个城市；【急送药】联合超过4万家O2O联盟连锁药房，全国超过140个城市；【O2O联盟】与包括东阿阿胶超过20个品牌建立全链路合作，试点在O2O联盟内新品上市首发	【京东药急送】京东药急送拥有美团、达达、京东快递等丰富的配送服务提供方；“药急送”疫情期间在重庆、成都、深圳三地联合当地大型连锁药店的旗舰门店推出“同城送”	【中心仓模式】截至2020年8月中，项目已覆盖全国40个城市，市区内可实现药品平均1小时送达，郊区当日达；

(一) 互联网诊疗发展增量 保险+会员服务为盈利突破口

目前无公开信息披露互联网问诊平台与医生诊费之间抽成关系，在线预约挂号互联网平台不收取任何费用，**我国互联网问诊平台盈利模式还处于探索阶段**。目前互联网诊疗最大作用为引流患者至线上为其他业务提供增量。

• 在线诊疗增量点为：

- 互联网问诊纳入医保支付
- 新冠疫情培养用户习惯

• 互联网诊疗市场规模潜力巨大，在国家政策利好，互联网医疗行业发展迅速及新冠疫情培养用户习惯等大背景下，**我们预计2030年我国线上/线下门诊诊疗人次超110.55亿，其中在线诊疗渗透率将达到30%，将达到33亿/人次**

• 依公开披露数据来看在线问诊单一业务盈利主要靠：

- 与保险公司合作联营
- 家庭/私人医生会员服务。

• 保险公司联营业务增量

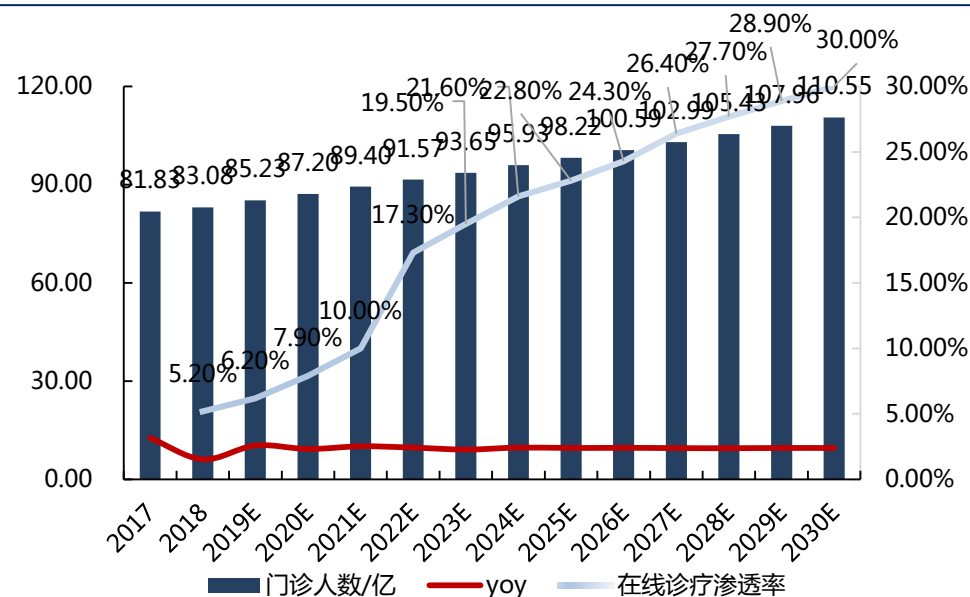
➢ 以平安好医生为例，2019年与母公司合作/联营营收约占总营收39.7%。2019年我国商业健康保险市场约为7066亿，中国银保监会预计2025年此市场将突破2万亿，为互联网诊疗业务增量营收。

• 家庭/私人医生会员服务增量点：

- 提供无时间限制医疗咨询服务，建立患者与知名医生、医疗机构联系。
- 与企业合作，提供全方位医疗解决方案利好业内公司营收。

• 从整个行业动向来看，随着在线问诊、续方纳入医保支付，**互联网诊疗公司可抽成空间较小**。公司可通过扩大互联网诊疗规模带动其医药电商业务营收增长。

图表 29 我国医疗机构门诊量2017A-2030E门诊量预测



资料来源：国家统计局、华创证券

图表 30 互联网医疗公司与保险合作

	平安好医生	微医	妙健康
保险合作	平安人寿	友邦保险	太平洋保险、妙保
保险提供服务	挂号协助、在线咨询、重疾理赔等	“医疗+保障”一站式流程：为职场慢病员工提供在线复诊、配药、自动理赔服务	重病理赔、医疗咨询、健康管理

资料来源：公开新闻、华创证券

(一) 互联网诊疗 在线问诊服务竞争格局

图表 31 在线问诊服务竞争格局

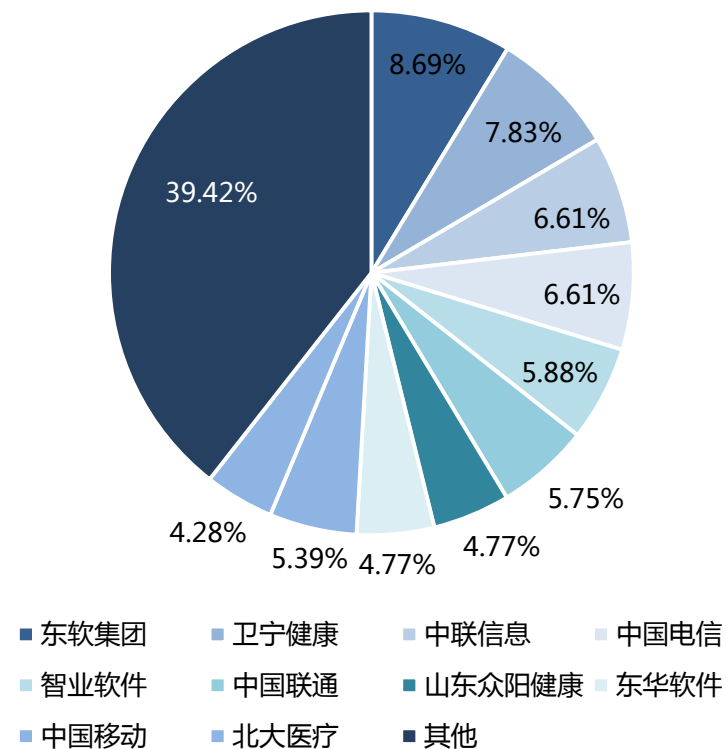
	阿里健康	平安好医生	微医	好大夫	京东健康
上线时间	2015年	2015年	2015年	2006年	2019年
线上购药能否医保结算	√, 浙江衢州、山东济南	√, 湖北省、银川市、东莞市	√, 武汉、泰安、济南、天津	X	√, 宿迁、南开京东互联网医院(天津)、银川
互联网医院/医保接入覆盖地区	医保接入: 浙江衢州、山东省省立医院(济南市) 互联网医院: 浙江、重庆、陕西、海南、江苏、安徽、山东、广东、湖北、上海、北京、四川、黑龙江、福建、河北、吉林、江西	已打通湖北省、东莞市、银川市的当地医保支付系统; 共建互联网医院: 深圳、广州、成都、武汉; 自建互联网医院: 上海、银川、青岛、成都、合肥	医保支付: 武汉市互联网医院: 上海、重庆、河北、辽宁、吉林、黑龙江、浙江、福建、山东、河南、湖北、湖南、广东、四川、贵州、陕西、甘肃、宁夏、西藏	医保支付: 银川互联网医院: 银川	医保支付: 宿迁、银川、天津; 互联网医院: 宿迁、银川、天津
接入途径	淘宝/天猫/支付宝/阿里健康APP/网页版	微信小程序/平安好医生APP/支付宝生活号	微信小程序/微医APP/支付宝生活号/网页版	微信小程序/好大夫APP/支付宝生活号/网页版	微信小程序/京东APP/网页版
医保电子凭证	√	√	√	X	X
注册用户		3.46亿	超过2亿用户		
复诊线上开方	√	√	√	√	√
私人医生服务具体内容		包含成人关爱版和尊享版、至尊保长辈版、儿童版及糖友版5个版本, 价格范围¥499/年-¥1999/年	由微医生APP提供健康宝贝卡、健康家庭卡、健康孝亲卡、肝病专科会员卡、健康黑金会员卡5种类型, 价格范围¥129/年-¥35999/年	视医生级别科室及地区不同定价, 价格范围 ¥ 1/月-¥ 20000/月	“京东家医”分为体验版、小家护航版(4名家人共享权益)、全家安心版(8名家人共享权益)
签约职业医师	截至2020年3月末, 签约提供在线健康咨询服务的专业医师合计超过42,000人, 其中主治、副主任及主任医师超过29,000人	截至2020年6月30日, 自有医疗团队达1836人; 签约合作三甲医院副主任医师及以上职称5978名	截至2020年3月, 连接全国24万余名医生	收录全国 10,568 家正规医院 713,349 位 大夫	截至2019年年底, 超3万医生, 其中62%来自三甲医院 80%是主治及以上级别
签约医疗机构	超过15,000家, 其中二级和三级医院数量超过3,900家	超过3,700家, 其中三级医院近2,000家	截至2020年3月, 连接全国7200+家医院	收录全国10,568家正规医院	全国32省市自治区327市的医疗机构
远程问诊收费情况	根据医生职称和科室不同	根据医生职称和科室不同	根据医生职称和科室不同, 收费在0-1500元之间	根据医生职称和科室不同	根据医生职称和科室不同
医疗健康服务活跃数 (在线问诊情况)	疫情期间在线问诊服务7*16小时在线, 每个小时平均近3000人发起在线咨询, 在线医生人均日接诊量114人, 呼吸科部分医生人均日接诊人数200以上	2020年上半年6,727万月活跃用户, 日均咨询量83万 疫情期间APP新增用户日均问诊量是疫情之前的9倍	疫情期间累计访问量达到1.47亿, 在线义诊服务人次182万, 最高峰单日接诊28万+人次, 相当于20家三甲医院的门诊量 春节期间日均问诊量16万人次左右	2019年, 全国正规医院21万名医生在平台为患者提供3200万次图文问诊服务、95万次电话问诊服务、97万次门诊会诊服务, 春节期间日均问诊量16万人次左右	自2月6日免费问诊扩大至全部科室以来, 平台的日均问诊量达到10万左右, 累计服务200万用户

(一) 医疗信息化 市场规模及发展增量

国家政策利好市场规模飞速发展：根据《“十三五”全国人口健康信息化发展规划》、《国务院办公厅关于推进医疗联合体建设和发展的指导意见》、《关于推进紧密型县域医疗卫生共同体建设的通知》等政策要求，IDC测算我国包括HIS系统，区域性医疗信息平台、医联体、医共体等在内的医疗信息化市场规模于2018年约为491.8亿元，按照五年10%复合增长率来测算，**预计2023该市场规模将达到791.6亿元。**

- 我国现有医疗信息化市场特点为：**大部分业务项目被当地企业承包，仅少数龙头企业承接项目不受地区限制且占据50%以上市场份额。**
- 行业龙头代表：东软集团、东华软件、卫宁健康等。**
- 医疗信息化行业特点为：行业项目要求较为规范，研发费用占比较高，产品需定期维护升级。
- 医疗信息化行业盈利模式为：**
 - 承接项目所得盈利
 - 承接项目的后期维护（一般收取10%~20%中标金额，此项业务一般不会换承建商，可视为固定营收）
- 互联网医疗公司涉足此行业盈利模式：**
 - 除承接项目及项目维护费用外，互联网公司可通过承接项目与政府和远端建立合作，**方便打通医保支付系统对接其互联网问诊平台，承接院端外流处方流转至其医药电商或线下自营/合作药店。**

图表 32 2019年医疗信息化中标公司分布



资料来源：动脉网、华创证券

图表 33 重点项目提要

	阿里健康	卫宁健康
承接重点项目	浙江省处方信息交换与流转平台	宁夏全域健康及互联网+一体化项目

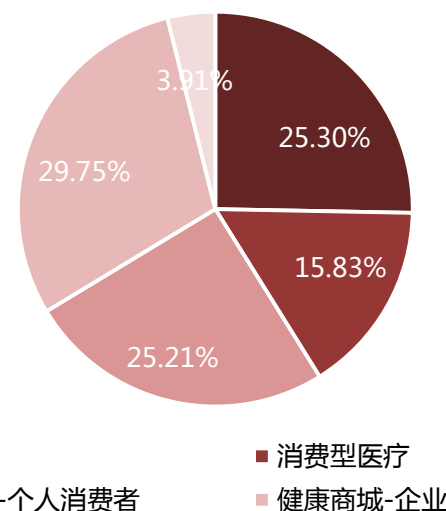
资料来源：采招网、公司年报、华创证券

(二) 平安好医生 -保险+To B服务打造医疗生态圈

平安好医生四项业务板块：**在线医疗业务、消费型医疗业务、健康商城业务和健康管理**和**互动业务**运营良好，2020中期业绩均较去年同期增长明显。

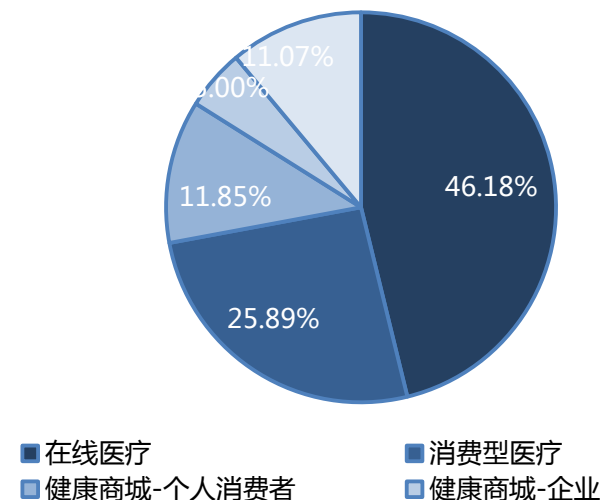
- **在线诊疗业务为平安好医生核心业务**，2020年中期营收6.9亿（+106.8%），占比25.1%，毛利占比48.1%。
 - 自有医疗团队1836人+AI复诊+外部签约医师5978名共同支撑7*24小时健康咨询、在线诊疗及用药指导业务。在线医疗业务精准度、客户满意度等均有提高赋能公司拓展变现渠道。
 - 增量点1：**为超过500家企业（TO B）制定私人医生服务**，同时提高慢病管理体系，2020年上半年会员业务营收4.2亿元，同比增长超200%。公司未来将会深挖企业市场，以其服务的品牌效应、口碑继续提高板块营收，增量公司整体发展。
 - 增量点2：**深化与母公司合作**，平安人寿-健康守护360 重疾险保单附加率同比提升7.1个百分点。平安产险-安枕无忧百万医疗险绑定保单，充分利用平安好医生自有资源为客户提供健康管理。
- **加深与线下医疗机构和政府合作，助力集团业务长久发展。**
 - 2020年上半年，新增1000家左右医疗健康服务机构与集团消费型医疗业务建立合作，集团将重点升级体检类服务适配于企业端客户，并深入交叉挖掘B端客户在线上医疗的潜力。
 - 平安好医生已帮助湖北、东莞和银川打通医保支付系统，并为湖北省医保在线支付系统接入的唯一互联网医疗服务公司，可实现具有里程碑式的电子处方线上医保购药线下配送流程。公司帮助地方政府、医疗机构整合医保资源有助于未来快速接入其核心在线问诊业务，增加患者忠诚度，提高集团核心业务竞争力及各项业务交叉联营能力。

图表 34 2020年中期平安好医生营收占比



资料来源：公司中报、华创证券

图表 35 2020年中期平安好医生业务毛利占比



资料来源：公司中报、华创证券

(二) 阿里健康 提升集团业务联营能力，巩固大健康领域龙头地位

● 公司经营状况

- **医药健康产品事业部**：营收占比96.96% GMV增速连续三年超天猫平台，2019年活跃用户超1.9亿，【30分钟送达，7*24小时送药】覆盖14个城市
- **医疗健康服务事业部**：继续发力拓展合作医院及签约医生
- **数字基建事业部**：还处于初创期，所需研发费用较高，目前承建的大部分业务仅为阿里巴巴集团与浙江省内政府合作协议内容。

图表 36 阿里健康资源结构



资料来源：公司年报、华创证券

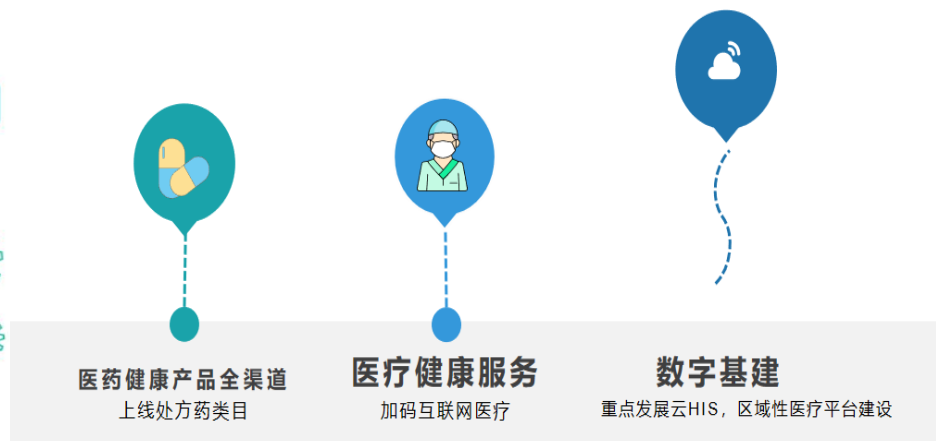
● 公司预计三个重点发展方向

- 公司将提高医药健康产品全渠道业务部与医疗健康服务**联营能力**，并探索业务在多领域的多样化发展；
- **加强与各地政府、医疗机构合作**，在政策允许的情况下更多复制其标杆项目比如武汉“未来医院”，浙江互联网医院平台等，在探索互联网诊疗盈利阿里模式的前提下，引流更多患者至阿里健康医药电商/合作零售；
- 加速布局医疗信息化领域，在做好承接处方流转准备的同时积极参与各地医疗信息化建设，与医药电商、医疗服务业务形成阿里大健康生态闭环。

● 公司机遇

- 疫情期间阿里健康医药零售业务呈井喷式增长，1月20日至30日阿里健康医药健康产品日均交易额为1.64亿元（+23.8%），虽疫情仅短暂推动医药电商的销售额，但用户购药习惯发生快速转变，医药电商整体市场规模额增速以及市场潜力将远超预期；
- 公司与浙江省合作紧密，承建浙江省处方流转平台，浙江省互联网医院平台等多个标杆性项目。承建更多政府/院端项目为公司增加营收，同时深化与各地政府合作关系，方便在率先将地方医保接入其互联网诊疗及医药电商业务，成为**大健康领域绝对龙头**。

图表 37 阿里健康事业部划分



资料来源：公司年报、华创证券

零售：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。

中药：后续政策落地不及预期。

医疗服务：口腔高净值诊疗项目整体降价、受经济影响患者支付能力提升缓慢。

互联网医疗：疫情缓解，药品降价，下半年集团营收过缓。

证券分析师：刘宇腾

电话：010-66500915

邮箱：liuyuteng@hcyjs.com

执业编号：S0360519080001

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。