

医药商业行业重大事项点评

推荐（维持）

性价比逐步显现，建议配置医药零售板块

事项：

- 随着医药板块的持续调整，当前医药零售板块的配置性价比逐步显现。
- 我们重申医药零售的投资逻辑：长期逻辑看处方外流，中期逻辑看集中度提升，短期逻辑看公司业绩。

评论：

- **长期逻辑：处方外流。**预计2019年处方外流将呈现“星星之火”态势，药店医保统筹试点有望进一步在全国范围推广：**政策文件支持**。2018年全国分级分类征求意见稿中明确提出“鼓励高评级药店提供特门、特慢用药的医保费用结算服务”，文件鼓励高等级药店对特门特慢医保支付；**试点城市逐步增加**。截止2018年，云南（云南模式）、梧州（梧州模式）、陕西及广州等多地已开展或预计开展医保统筹试点，试点城市呈增长趋势。**从草根调研的经营数据看，梧州模式下的慢病统筹定点药店销售收入实现了翻倍增长，承接处方量快速提升。我们认为医保统筹试点对药店业绩有明显拉动作用。**预计2019年更多地区将试点医保统筹对接零售药店，处方外流序幕打开。
- **中期逻辑：集中度提升。**2017-2018年是药房快速整合的两年，资本方和4家医药零售上市公司纷纷加速整合行业。**从资本方看**，以高瓴资本旗下的高济医药和苏州全亿为代表的资本方投入上百亿资金，预计获得5%左右医药零售市场份额。我们统计了高济医药重点布局的两个省份，即河南和四川。从市占率看，河南及四川的市占率分别为14%和10%，在两省排名第一。但从资本方和上市公司比较看，两者市占率相差无几，市场空间仍巨大；**从上市公司看**，4家上市公司2015年至2018H1累计投入并购资金66亿，总计并购4111家药店。截止到2018年年末，预计4家上市公司的市场份额总计约10%，为医药零售行业领军者。与日本药房相比，四家上市公司市占率仍有数倍提升空间。**此轮整合后，我们认为大部分省份的竞争格局的态势已定，医药零售进入“区域深耕”阶段。**该阶段主要依靠大型连锁企业的综合运营能力，即通过“自建”+“区域并购”的模式，深度整合各优势省份，提升区域市占率（即从5~10%的市占率提升到50%的市占率）。自建是该阶段最重要的能力之一，4家上市公司均具有10余年的医药零售管理经验，拥有优异的自建能力。另外4家上市公司在门店经营、并购整合、品规管理等方面有深厚的积累，**我们重点强调4家医药零售上市公司在此阶段拥有的复合增长能力。医药零售上市公司在“自建”+“并购”的双轮引擎下，未来3-5年有望实现业绩稳健增长。**
- **短期逻辑：公司业绩。**医保核查、分级分类等利空因素已反映到2018年业绩中。我们预计在2019Q1流感高基数后，2019Q2起医药零售业绩将出现企稳回升的趋势。2019年全年医药零售板块有望出现“先抑后扬”的业绩增速。
- **盈利预测、估值及投资评级。**分级分类、医保核查等政策不改药房中长期投资逻辑，当期时点下我们坚定看好药房的投资机遇。推荐采取“低价配置，长期持有”策略，即以高性价比的价格配置，长期持有，赚取医药零售EPS收益。推荐大参林（19年PE23倍、20年PE18倍）、益丰药房（19年PE25倍、20年PE19倍）、一心堂（19年PE16倍、20年PE12倍）、老百姓（19年PE25倍、20年PE20倍）。
- **风险提示：**分级分类政策风险，带量采购风险，医保账户趋严风险，商誉减值。

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
		2018E	2019E	2020E	2018E	2019E	2020E		
大参林	38.15	1.41	1.69	2.11	27.06	22.57	18.08	5.54	推荐
益丰药房	39.94	1.17	1.56	2.07	34.14	25.6	19.29	4.75	强推
一心堂	18.86	0.94	1.19	1.56	20.06	15.85	12.09	2.9	推荐
老百姓	45.51	1.55	1.86	2.32	29.36	24.47	19.62	4.42	推荐

资料来源：Wind，华创证券预测

注：股价为2019年01月14日收盘价

华创证券研究所

证券分析师：孙渊

电话：010-66500910

邮箱：sunyuan@hcyjs.com

执业编号：S0360518050004

联系人：刘宇腾

电话：010-66500915

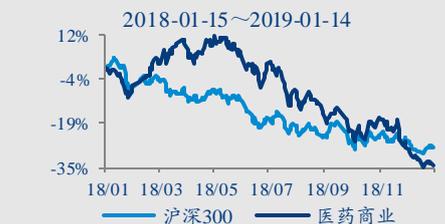
邮箱：liuyuteng@hcyjs.com

行业基本数据

		占比%
股票家数(只)	25	0.7
总市值(亿元)	2,718.1	0.55
流通市值(亿元)	1,979.46	0.55

相对指数表现

	%	1M	6M	12M
绝对表现	-11.21	-29.43	-23.38	-23.38
相对表现	-6.49	-17.26	4.01	



相关研究报告

《医药零售行业重大事项点评：证监会鼓励股票回购，药房股有望受益》

2018-11-15

生物医药组团队介绍

分析师：孙渊

中国药科大学理学硕士。曾任职于西京医院、默沙东投资有限公司。2016 年加入华创证券研究所。

助理研究员：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
	侯春钰	销售经理	010-63214670	houchunyu@hcyjs.com
	侯斌	销售助理	010-63214683	houbin@hcyjs.com
	过云龙	销售助理	010-63214683	guoyunlong@hcyjs.com
	刘懿	销售助理	010-66500867	liuyi@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
	王栋	高级销售经理	0755-88283039	wangdong@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	销售经理	0755-82756805	duanjiayin@hcyjs.com
	朱研	销售经理	0755-83024576	zhuyan@hcyjs.com
	杨英伟	销售助理	0755-82756804	yangyingwei@hcyjs.com
上海机构销售部	石露	华东区域销售总监	021-20572588	shilu@hcyjs.com
	沈晓瑜	资深销售经理	021-20572589	shenxiaoyu@hcyjs.com
	杨晶	高级销售经理	021-20572582	yangjing@hcyjs.com
	张佳妮	高级销售经理	021-20572585	zhangjiani@hcyjs.com
	沈颖	销售经理	021-20572581	shenyi@hcyjs.com
	乌天宇	高级销售经理	021-20572506	wutianyu@hcyjs.com
	汪子阳	销售经理	021-20572559	wangziyang@hcyjs.com
	柯任	销售经理	021-20572590	keren@hcyjs.com
	何逸云	销售经理	021-20572591	heyiyun@hcyjs.com
	张敏敏	销售经理	021-20572592	zhangminmin@hcyjs.com
	蒋瑜	销售助理	021-20572509	jiangyu@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 邮编: 100033 传真: 010-66500801 会议室: 010-66500900	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 邮编: 518034 传真: 0755-82027731 会议室: 0755-82828562	地址: 上海浦东银城中路 200 号 中银大厦 3402 室 邮编: 200120 传真: 021-50581170 会议室: 021-20572500