

## 解惑零售药店：脚踏实地，登高望远

### ——医药零售行业深度报告

## 推荐|首次

#### 报告要点：

承接国元策略与大消费组联手打造的门店行业剖析报告《新消费·门店经济，越看越美好》：**零售药店薄利多销、竞争激烈且具有较强的规模效应，必然推动强者恒强，行业集中度提升，而企业站稳市场的核心竞争力主要体现在（1）资本助力下的扩张速度；（2）内部精细化管理能力，提升供应链和企业运营效率。**

我们将这一逻辑转换为三大问，以期探讨行业前景和企业经营差异：

#### ● 零售药店行业三大疑问之一：集中度会否提升？

困局：当前集中度低，区域割裂严重。

破局：**政策助力+资本入场下，集中度有望快速提升。**借鉴美日零售药店发展过程，集中度提高出现在医药分离以后。我国医药分离改革2015年后全力展开，零售药店行业集中度有望快速提升。资本市场已嗅到零售药店行业发展机遇，高济资本等投资机构纷纷介入，上市公司并购速度加快，区域整合效果逐步体现。

#### ● 零售药店行业三大疑问之二：如何看待处方外流？

困局：出于处方来源、医保统筹和药店承接三大阻碍，处方外流缓慢。

破局：**院边店和 DTP 药房或最快承接处方外流。**国家将逐步健全对公立医院利益补偿机制，处方外流率有望快速提升，保守估计零售药店市场规模5到10年可达万亿。

#### ● 零售药店行业三大疑问之三：如何应对利润率下滑？

困局：药品零差价政策下药店收入承压，员工薪酬和房租支出等成本开支压力不减，零售药店整体 ROE 水平出现下滑。

破局：**多元化经营模式助力破收入局，加大特色非标产品开发，提升高毛利产品比重。精细化管理助力破成本局，尤其做好收入管理和供应链管理。**积极探索网上药店等轻资产模式，降低营业成本。

#### ● 投资建议

零售药店正处在行业集中度快速提升阶段，头部公司价值愈发凸显。处方外流下，行业具有万亿空间，**给予“推荐”评级。**看好PE较低、业绩迎来拐点的一心堂；30%+营收和利润匹配增长的**益丰药房，给予“买入”评级；**重点关注贵细药材占比较高的大参林、率先全国布局的**老百姓，给予“增持”评级。**

#### ● 风险提示

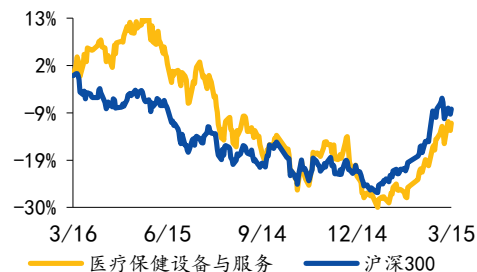
快速外延并购后业务整合不佳拖累整体盈利；新开辟的市场发展速度不达预期；带量采购政策推进加速。

#### 附表：重点公司盈利预测

公司代码	公司名称	投资评级	昨收盘 (元)	总市值 (百万元)	EPS			PE		
					2018	2019E	2020E	2018	2019E	2020E
002727	一心堂	买入	26.7	15131	0.92	1.17	1.45	29	23	18
603939	益丰药房	买入	54.2	20423	1.15	1.61	2.17	47	34	25
603883	老百姓	增持	64.1	18265	1.53	1.87	2.28	42	34	28
603233	大参林	增持	46.7	18684	1.33	1.65	2.00	35	28	23

资料来源：Wind，国元证券研究所，收盘价采用3月15日数据

#### 过去一年市场行情



资料来源：Wind

#### 相关研究报告

《新消费·门店经济，越看越美好》2019-03-12

《新消费·门店经济，十分钟看懂》2019-03-19

#### 报告作者

分析师 金红  
执业证书编号 S0020515090001  
电话 021-51097188  
邮箱 jinhong@gyzq.com.cn  
联系人 刘慧敏  
电话 021-51097188  
邮箱 liuhuimin@gyzq.com.cn  
联系人 黄卓  
电话 021-51097188  
邮箱 huangzhuo@gyzq.com.cn

感谢实习生张日升在资料整理、数据跟踪与分析过程中作出的贡献！

## 目 录

1. 零售药店：脚踏实地并登高望远 .....	5
2. 行业三问之一：行业集中度能否获得提升？ .....	7
2.1. 困局：诸侯割据，各自占山为王 .....	7
2.2. 破局：政策助力+资本入场，有望复刻美日，集中度跃升 .....	9
2.2.1 医药分离等政策推动集中化 .....	9
2.2.2 资本入场，加速集中化 .....	11
2.2.3 集中化之路：连锁化、头部公司市场份额提高 .....	13
3. 行业三问之二：如何看待处方外流？ .....	15
3.1. 困局：骐骥千里，处方外流并非一日之功 .....	15
3.1.1 政策利好不断，处方外流率上升缓慢 .....	15
3.1.2 处方外流路径长，各方准备尚需时日 .....	16
3.2. 破局：抢占先机，重视院边店和 DTP 药房建设 .....	17
4. 行业三问之三：如何应对利润率下滑？ .....	22
4.1. 困局：收入承压+成本增加，零售药店利润率逐年下滑 .....	22
4.2. 破局：多元化经营，精细化管理，探索特色药店之路 .....	23
4.2.1. 特色产品+引入服务，提升非标贡献度 .....	23
4.2.2. 精细化管理，探索网上药店模式降低营业成本 .....	24
5. A 股相关标的：具备破局能力的好公司 .....	26
5.1 一心堂：深耕云南开拓川渝，业绩拐点已显现 .....	26
5.1.1 少区域高密度，门店总数行业领先。 .....	26
5.1.2 供应链管理能力强，DTP 药房进入收获期 .....	27
5.1.3 前期扩张门店进入收获期，内生增长带来业绩拐点 .....	27
5.1.4 投资建议 .....	29
5.2 益丰药房：来势汹汹的后起之秀，院边店优势凸显 .....	30
5.2.1 资本雄厚，门店扩张加速 .....	30
5.2.2 医保覆盖率有望快速提升，积极布局院边店和 DTP 药房 .....	31
5.2.3 经营效率高，倾力打造 O2O 网上药房 .....	32
5.2.4 投资建议 .....	34
5.3 大参林：立足广东，多元化经营的特色药房 .....	35
5.3.1 立足广东，消费文化造就药店多元化经营可能 .....	35
5.3.2 特色产品：参茸滋补药品占比高，推动整体毛利提升 .....	35
5.3.3 引入服务：探索中医问诊+药店模式 .....	36
5.3.4 投资建议 .....	37
5.4 老百姓：全国布局，规模效应凸显 .....	38
5.4.1 全国性零售药店上市公司，空白区域抢占先机 .....	38
5.4.2 单店面积大，充分发挥规模优势 .....	38
5.4.3 门店扩张稳健，股权激励落地 .....	38
5.4.3 投资建议 .....	39

## 图表目录

图 1. 企业竞争力的三种思路 .....	5
图 2. 门店企业竞争力分析结果.....	5
图 3. 上市四家零售药店龙头区域分布.....	8
图 4. 华中华南地区主要零售药店 .....	8
图 5. 华北西北地区主要零售药店 .....	8
图 6. 西南地区主要零售药店 .....	8
图 7. 华东地区主要零售药店 .....	8
图 8. CVS 和 Walgreen 累计处方量市场占比接近 50%.....	9
图 9. 日本处方受取率随医药分离改革进行上升 .....	10
图 10. 2009-2017 日本零售药店 CR5.....	10
图 11. 上市四家零售药店龙头快速并购扩张.....	12
图 12. 政策+资本影响下药店连锁率明显上升 .....	14
图 13. 头部公司销售额增速高于行业平均水平.....	14
图 14. 零售药店终端占比并未显著提升.....	16
图 15. 处方外流的三大阻碍.....	16
图 16. 承接处方外流的主要药店模式 .....	18
图 17. 2017 年上市零售药店公司院边店占比 .....	18
图 18. DTP 药店模式运行机制 .....	19
图 19. 区块链技术应用电子处方平台原理.....	20
图 20. 药品销售终端增速逐步回落, 预计未来增速在 5%-7%左右 .....	22
图 21. 零售药店员工薪酬上升较快.....	22
图 22. 老百姓职工薪酬占营业成本比重逐年上升 .....	22
图 23. 四大上市零售药店 ROE 水平均出现下滑 .....	23
图 24. 2017 年典型样本城市零售药店销售品类结构 .....	23
图 25. 2015-2017 老百姓主要品类毛利率水平 .....	23
图 26. 上市零售药店公司存货周转率 .....	25
图 27. 上市零售药店公司应付账款天数.....	25
图 28. 一心堂门店布局 .....	26
图 29. 一心堂门店数量为上市公司中最多 .....	27
图 30. 一心堂医保覆盖率较高 .....	27
图 31. 一心堂自建比例提升 .....	28
图 32. 一心堂扩张增速放缓.....	28
图 33. 公司现金状况良好 .....	30
图 34. 益丰药房并购速度加快 .....	30
图 35. 益丰药房营收高增长.....	31
图 36. 益丰药房医保覆盖率低于行业水平.....	31
图 37. 益丰药房坪效水平高.....	32
图 38. 益丰药房物流体系完善 .....	33
图 39. 大参林营收稳健提升.....	35
图 40. 2017 年大参林门店分布情况.....	35

图 41. 参茸滋补药材比重逐年上升 .....	36
图 42. 参茸滋补药材拉升整体毛利率 .....	36
图 43. 广东中药材销售额占全国总量 10% .....	36
图 44. 老百姓门店增速行业内领先 .....	38
图 45. 老百姓门店遍布全国 .....	38
图 46. 老百姓旗舰店坪效高，中小型门店坪效有待提高 .....	38
图 47. 老百姓规模优势较为明显 .....	38
图 48. 老百姓自建率仍有上升空间 .....	39
表 1. 上市四家零售药店集中度、处方外流布局、经营能力对比 .....	6
表 2. 2017 年十大零售药店（按销售总额排序） .....	7
表 3. 日本处方中不同药品调剂费调剂标准（单位：点数/处方） .....	10
表 4. 国务院多次强调破除“以药补医”，取消药品加成 .....	10
表 5. 监管政策助力零售药店行业集中度提高 .....	11
表 6. 近年来资本入局零售整合业务 .....	13
表 7. 处方外流相关促进政策 .....	15
表 8. 处方外流下，零售药店市场规模预测（亿元） .....	21
表 9. 全国零售药店分类分级管理 .....	24
表 10. 上市公司主要经营指标对比 .....	25
表 11. 一心堂 DTP 药房开展情况（前台过机毛利率） .....	27
表 12. 老百姓成熟门店净利率高 .....	28
表 13. 一心堂基层门店坪效提升较快 .....	28
表 14. 益丰药房单店爬坡模型 .....	33
表 15. 几种典型的中医馆模式 .....	37
表 16. 四家上市零售药店盈利预测 .....	40

## 1. 零售药店：脚踏实地并登高望远

承接近期国元策略与大消费组联手打造的门店行业剖析报告《新消费·门店经济，越看越美好》：中国大陆经济增长接近 80 年代的美国、日本和 90 年代的韩国、中国台湾，产业与之同步变迁：“农业→纺织/钢铁/建筑→电子代工→消费服务业”，跟随美日韩台脚步，国内消费产业升级过程之中有望出现 Walmart、Walgreens 这类世界级企业。

产业研究学术派系给予行业、企业竞争力三种思路：能力派、资源派和结构派。而结合三种思路，我们发现零售药店业态薄利多销、竞争激烈且具有较强的规模效应，必然推动强者恒强，行业集中度提升，而企业站稳市场的核心竞争力主要体现在(1) 资本助力下的扩张速度；(2) 内部精细化管理能力，提升供应链和企业运营效率。

图1.企业竞争力的三种思路

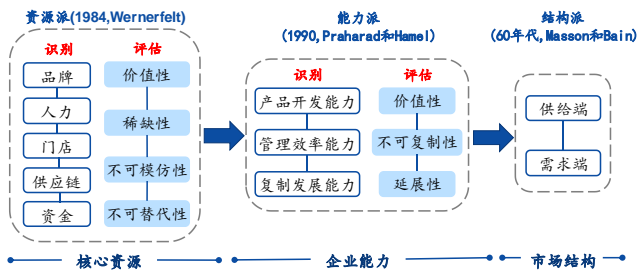


图2.门店企业竞争力分析结果

护城河	核心资源	原因	企业能力	原因	市场结构	原因
连锁经营	供应链	高周转行业降低成本实现盈利	产品能力	创新品类, 提升毛利	成本优势	规模效应强者恒强
便利店	供应链	高周转行业降低成本实现盈利	运营能力	盈利多模式业内竞争强度大	成本优势	规模效应强者恒强
零售药店	资金	整合期资本介入, 实现大规模选铺	运营能力	盈利多模式业内竞争强度大	成本优势	规模效应强者恒强
影院院线	门店数量	固定运营成本, 降低经营成本	运营能力	行业竞争强度高	-	-
	资金	投资大, 龙头资金助力扩张	发展能力	中高端扩张快, 难复制	-	-
火锅餐饮	品牌	基本化竞争, 品牌价值高	产品能力	创新品类, 提升毛利	需求偏好	消费者习惯依然
	供应链	高周转行业降低成本实现盈利	运营能力	规模扩张快	成本优势	规模效应强者恒强
	品牌	投资大, 龙头资金助力扩张	发展能力	行业竞争强度高	成本优势	规模效应强者恒强
体检	资金	投资大, 并购基金助力扩张	运营能力	超高速扩张, 难复制	需求偏好	消费者习惯依然
	品牌	医生和医院品牌决定患者选择	发展能力	超高速扩张, 难复制	需求偏好	消费者习惯依然
牙科	人力	高收入行业固定成本高	运营能力	超高速扩张, 难复制	需求偏好	消费者习惯依然
	资金	整合期资本介入, 实现大规模选铺	发展能力	超高速扩张, 难复制	成本优势	规模效应强者恒强
	品牌	医生和医院品牌决定患者选择	运营能力	超高速扩张, 难复制	需求偏好	消费者习惯依然
眼科	人力	高收入行业固定成本高	运营能力	超高速扩张, 难复制	成本优势	规模效应强者恒强
	供应链	投资大, 龙头资金助力扩张	发展能力	超高速扩张, 难复制	需求偏好	消费者习惯依然
	资金	投资大, 并购基金助力扩张	运营能力	超高速扩张, 难复制	成本优势	规模效应强者恒强
早期教育	品牌	差异化竞争, 品牌价值高	产品能力	塑造差异化的品牌价值	需求偏好	消费者习惯依然
非学历教育	品牌	差异化竞争, 品牌价值高	产品能力	塑造差异化的品牌价值	需求偏好	消费者习惯依然

资料来源：国元证券研究中心

资料来源：国元证券研究中心

结合以上思路，我们将零售门店的核心竞争力转换为三个灵魂拷问，并引用我们的核心观点：

### (1) 行业集中度能否获得提升？

借鉴美国集中化之路，国内药房集中化具有确定性趋势。我们借鉴美国的集中化之路可以发现两个特点，(1) 大型连锁药房具有集中采购的价格优势。(2) 大型连锁药房有能力进行专业药剂师和药品灵活调配，给予更高质量服务。结合中国特色，大型连锁药房未来或将更快接入医院 HIS 系统，快速搭桥“处方外流”，以及获得医保统筹开放资质，获得最肥美的蛋糕。行业在政策和市场竞争的推动下走向集中化。

短期来看，行业集中化提升是我们明确看得见的趋势，政策驱动确定性高，一级市场资本入局也给予上市公司并购一定压力，有望继续激励新建、外延并购速度。

### (2) 如何看待处方外流？

我们认为“处方外流”仍有三大问题：处方来源（即外流动力）、医保统筹和药店承接能力，尚未妥善解决，显著趋势尚未开始。

“处方外流”是长期不可逆的趋势，国家配套政策将会逐步跟上。企业有必要未雨绸缪，进行长远布局，而院边店和 DTP 药房将会是最易能够承接处方外流的模式。提前布局院边店和 DTP 药房的龙头企业具有优先抢占处方外流高速发展的优势。

### (3) 如何应对利润率下滑？

收入端：

- 药品零差价政策下药店收入承压；





- 采用多元化经营模式的企业有望对冲由于零差价、带量采购带来的毛利承压，加大特色非标产品开发，结构化调整高毛利产品。

成本端：

- 员工薪酬和房租支出等成本开支压力不减，零售药店整体 ROE 水平出现一定下滑。
- 精细化管理是零售药店的必经之路，平衡扩张与成本控制，做好收入管理和供应链管理，积极探索网上药店等轻资产模式，以降低营业成本。

因此，我们建议，短期关注企业集中化进程、精细化管理，长期关注国家处方外流配套政策的推行。根据以上三大问，我们将四家零售药店上市企业表现进行归总。

表1.上市四家零售药店集中度、处方外流布局、经营能力对比

		 大参林 dashenlin	 一心堂	 益丰大药房 YIFENG PHARMACY	 老百姓 大药房 LIX PHARMACY	对比排序
集中度提升	门店数量	2985	5066	1979	2433	■ ■ ■ ■ ■
	销售市占率	1.5%	1.6%	1.0%	1.5%	■ ■ ■ ■ ■
	新增门店增速	23.9%	24.0%	30.9%	32.4%	■ ■ ■ ■ ■
处方外流	DTP布局	早期布局阶段	销售额已达0.89%	成立DTP事业部，早期布局阶段	采购垂直管理体系	■ ■ ■ ■ ■
	院边店占比	10.1%	12.1%	30.0%	15.0%	■ ■ ■ ■ ■
	网上药店	合作大型电商	自营平台逐步启用	起步早，自营网店	规模较小	■ ■ ■ ■ ■
经营能力	特色产品	参茸滋补药材，占比高，中医坐堂服	中药材	暂无	暂无	■ ■ ■ ■ ■
	平均坪效 (元/天/平米)	94.4	46.2	63.9	59.0	■ ■ ■ ■ ■
	租效比	15.2	11.3	12.2	14.7	■ ■ ■ ■ ■
	人效 (万元/年)	43.4	35.9	44.4	53.7	■ ■ ■ ■ ■
	存货周转率	2.9	3.0	3.9	3.9	■ ■ ■ ■ ■
	应付账款天数	67.1	72.4	35.2	63.4	■ ■ ■ ■ ■

资料来源：公司官网，国元证券研究中心

股价催化因素：

1. 处方外流政策推动超预期
2. 电子处方共享平台、医保统筹放开超预期
3. 房租、人工成本增速下降

投资建议：

零售药店行业正处在行业集中度快速提升阶段，头部公司价值愈发凸显。政策推动处方外流大趋势不可逆，行业未来将迎来万亿空间，给予“推荐”评级。

看好PE较低、业绩迎来拐点的一心堂；30%+营收和利润匹配增长的益丰药房，给予“买入”评级；重点关注贵细药材占比较高的大参林、率先全国布局的老百姓，给予“增持”评级。

风险提示：

快速外延并购后业务整合不佳拖累整体盈利；新开辟的市场发展速度不达预期；带量采购政策推进加速。

## 2. 行业三问之一：行业集中度能否获得提升？

### 2.1. 困局：诸侯割据，各自占山为王

我国零售药店行业集中度低。零售药店分布广而散，2017年我国零售药店总数已接近45万家，连锁化率为49.9%，十大零售药店市占率总和不及15%。其中，国药控股市占率最高，但也仅为2.05%，其他零售药房上市公司一心堂、老百姓、大参林、益丰药房市占率均不及2%，相互差距亦不显著。此外，非上市企业重庆桐君阁、上海华氏大药房等公司也占据1%左右的市场份额。

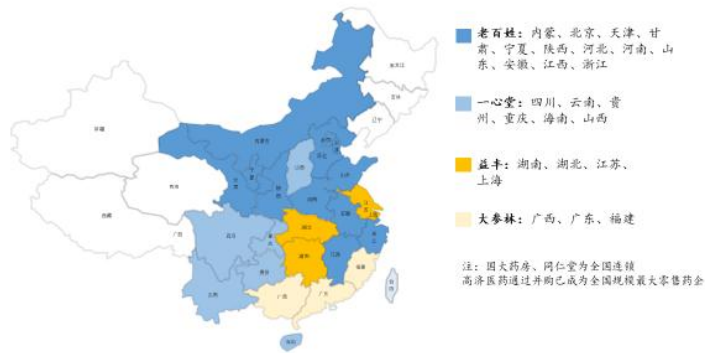
表2.2017年十大零售药店（按销售总额排序）

排名	企业名称	上市情况	销售总额（万元）	市占率
1	国药控股国大药房有限公司	国大药房，上市公司业务不止药店零售	1,107,951	2.05%
2	中国北京同仁堂（集团）有限责任公司	同仁堂，上市公司业务不止药店零售	912,020	1.69%
3	云南鸿翔一心堂（集团）股份有限公司	一心堂	850,891	1.57%
4	老百姓大药房连锁股份有限公司	老百姓	833,313	1.54%
5	大参林医药集团股份有限公司	大参林	830,838	1.54%
6	重庆桐君阁大药房连锁有限责任公司	桐君阁，未上市	725,001	1.34%
7	益丰大药房连锁股份有限公司	益丰药房	560,087	1.04%
8	上海华氏大药房有限公司	上海医药，上市公司业务不止药店零售	416,633	0.77%
9	湖北同济堂药方有限公司	同济堂	382,051	0.71%
10	辽宁成大方圆医药连锁有限公司	辽宁成大，上市主营非零售药店	362,584	0.67%

资料来源：商务部，《2017年药品流通行业运行统计分析报告》，国元证券研究中心

**零售药店区域性特征较为明显。**抛开具备全国布局能力的国药控股和同仁堂，上市公司中老百姓在全国布局相对均衡，但也较侧重于华中地区。其余的公司中，一心堂的门店主要集中在云南、广西地区，云南地区占比超60%；大参林集中在西南地区，两广地区渗透更深，占比超60%；益丰药房在两湖以及江苏地区发展较快，门店占比达80%。我们分析原因，主要是（1）药房发展初期，由于体制和历史原因，具有较强的地方保护主义，在跨区域扩张时，需要应对不同区域不同部门对零售药店的设立批准与监管；（2）以传统分销体系模式进行供应链管理，辐射半径较为有限。

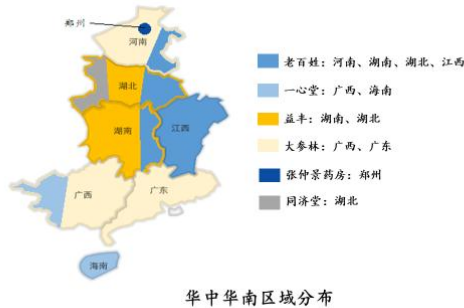
图3.上市四家零售药店龙头区域分布



资料来源：公司官网，国元证券研究中心

销售额前二十位的零售药房中，大多数仅仅局限于发家之地。我们统计了全国药品销售额前二十位零售药房的区域分布，非上市零售药房分布大多数局限当地，较难进行区域扩张。比较典型的有辽宁成大方圆、河南张仲景、南京医药国药和云南健之佳等。

图4.华中华南地区主要零售药店



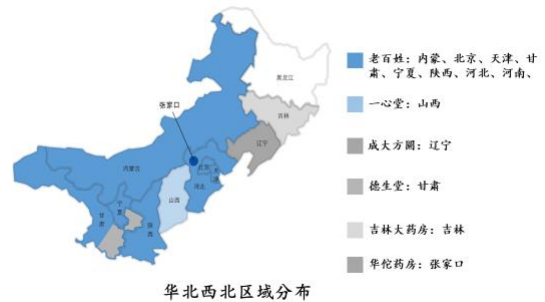
资料来源：公司官网，国元证券研究中心

图6.西南地区主要零售药店



资料来源：公司官网，国元证券研究中心

图5.华北西北地区主要零售药店



资料来源：公司官网，国元证券研究中心

图7.华东地区主要零售药店



资料来源：公司官网，国元证券研究中心



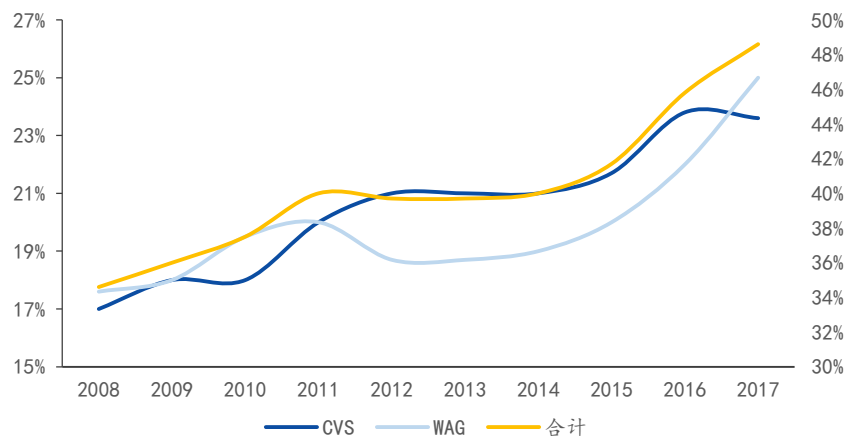
## 2.2. 破局：政策助力+资本入场，有望复刻美日，集中度跃升

### 2.2.1 医药分离等政策推动集中化

美国、日本零售药店集中度提高源于医药分离改革。这主要是因为医药分离后公立医院药品加成费用减少或消除，零售药店终端销售规模快速扩大，大型零售企业可以充分发挥规模优势。而小型药店则面临利润下滑收支不平衡等问题，大量的并购随之产生。

美国早在 18 世纪就实现了医药分家，实行医疗保险与医疗机构市场化，运用医药商业的制衡机制，通过 PBM（药品福利管理 Pharmacy Benefit Management）等第三方服务，来降低医疗费用和维护医疗服务质量，供民众自由选择医疗机构与保险机构。公立医院内基本没有药房，主要承担指导用药和诊疗的职责，民众购药基本集中在社会零售药店。美国仅有几家大型连锁零售药店，市场集中度很高。美国药房连锁率已经达到 74.51%，且头部集中，CVS、Walgreen、RiteAid、Walmart、Good Neighbor、Eckerd 等，占据全国的医药零售市场的主导地位，CR3 市占率达到 85.3%。若仅仅以处方签发量进行计算，最大的两家零售药店 CVS 和 Walgreen 的累计市占率已从 2008 年的 34.6% 上升至 2017 年的 48.6%。

图8.CVS 和 Walgreen 累计处方量市场占比接近 50%



资料来源：公司公告，国元证券研究中心

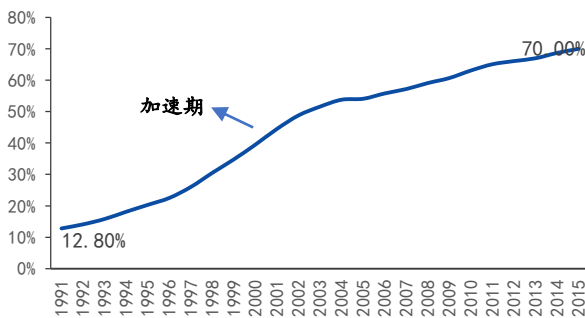
日本从上世纪 80 年开始执行医药分离，围绕着“医”和“药”两条主线进行。**医疗方面**，提高挂号费、诊疗费，减少药品收入占医疗机构和医生收入比例；同时设立处方费和处方调剂费，差异化院内院外渠道配药的处方费和调剂费，使得医生有动力将处方流到院外，药剂师也更愿意在院外的处方药店工作，推动了 1992 年后较为成功的“医药分家”。**药物方面**，则是以医保支付为抓手，对药品出厂价格进行干预，与中国不同的是，生产企业只能决定出厂价而不能决定终端销售价。流通企业被赋予了议价和推广职责。自上世纪 90 年代起，代表医药分家关键指标的处方笺受取率（处方在院外购药比率）已从 1991 年 12.8% 上升至 2015 年 70% 以上。与此同时，日本零售药店集中度也在 21 世纪后快速提升，从可获取的数据来看，日本零售药店前五强的市占率已从 2009 年的 27.74% 上升到 2017 年的 41.64%。

表3.日本处方中不同药品调剂费调剂标准（单位：点数/处方）

项目	医院门诊调剂费	药店调剂费
内附药品	9	21
顿服药品	9	21
外用药品	6	10

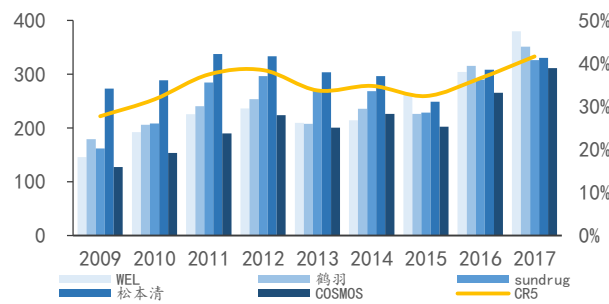
资料来源：《国外部分国家（地区）药事服务补偿机制及调剂费收费方式研究》，国元证券研究中心

图9.日本处方受取率随医药分离改革进行上升



资料来源：日本劳动省，国元证券研究中心

图10.2009-2017 日本零售药店 CR5



资料来源：JACDS，公司官网，国元证券研究中心

我国“医药分离”改革稳步推进，已基本实现药品“零加成”。2012年3月，国务院在《“十二五”期间深化医药卫生体制改革规划暨实施方案的通知》首次提及破除“以药补医”，同年即在县级公立医院进行改革试点。2015年后，大面积的“医药分离”改革展开，2017年9月之前药品“零加成”政策（中药饮片除外）已基本在全国范围内成功实施。

表4.国务院多次强调破除“以药补医”，取消药品加成

时间	文件	相关内容
2012.3.14	《“十二五”期间深化医药卫生体制改革规划暨实施方案的通知》	坚持公立医院公益性质，按照“四个分开”的要求，以破除“以药补医”机制为关键环节，以县级医院为重点，统筹推进管理体制、补偿机制、人事分配、药品供应、价格机制等方面的综合改革
2012.6.14	《关于县级公立医院综合改革试点意见的通知》	遵循上下联动、内增活力、外加推力的原则，围绕政事分开、管办分开、医药分开、营利性和非营利性分开的改革要求，以破除“以药补医”机制为关键，统筹县域医疗卫生体系发展，力争使县域内就诊率提高到90%左右，基本实现大病不出县。
2015.5.8	《关于全面推开县级公立医院综合改革的实施意见》	2015年，在全国所有县（市）的县级公立医院破除以药补医，以管理体制、运行机制、服务价格调整、人事薪酬、医保支付等为重点，全面推开县级公立医院综合改革。
2017.5.5	《印发深化医药卫生体制改革2017年重点工作任务的通知》	2017年9月底前全面推开公立医院综合改革，所有公立医院全部取消药品加成（中药饮片除外）。协调推进管理体制、医疗价格、人事薪酬、药品流通、医保支付方式等改革。

资料来源：政府官网，国元证券研究中心

医药行业政策密集出台，零售药店集中度有望加速提升。近年来还有众多医药行业政策深刻影响零售药店市场格局，取消GSP认证转而采取常规化飞检提高了检查准确性、公正性，不合规小型药店生存空间缩小。营改增、两票制、一致性评价政策优化了供应商体系，但也提升了上游龙头企业话语权，非规模化药店渠道成本被

迫抬升。药师执业资质和分级药店制度对药店经营管理提出更高要求，大型连锁药店优势更加突出。尤其在 2019 年 3·15 晚会曝光重庆市部分药品零售企业执业药师“挂证”、不凭处方销售处方药等问题后，食药监总局决定在全国范围内开展为期 6 个月的药品零售企业执业药师“挂证”行为整治，市场竞争有望更公开公平。带量采购有助于推动处方外流，具备更强服务能力的连锁药店有望分享政策红利。整体来看，未来药店行业将呈现出强者恒强、规模性企业市占率上升的趋势。

**表5.监管政策助力零售药店行业集中度提高**

关键词	主要文件	主要内容	影响
GSP 飞检	《药品医疗器械飞行检查办法》（食药监，2015）	医药行业飞行检查常态化，将药品销售纳入飞行检查的范围，突出飞行检查的依法、独立、客观、公正。	GSP 认证转变为常态化的飞检，对药店经营提出了更高要求。中小型药店被取消认证的概率增大，大型连锁药店优势更加突出。
	《国家食品药品监督管理总局关于修改部分规章的决定》（食药监，2017）	将药品经营行政许可与药品经营质量管理规范（GSP）认证整合为一项行政许可。	
	《关于公布第一批聘任的国家药品 GSP 检查员名单的通知》（食药监，2018）	聘任 148 名药品 GSP 检查员而非认证员	
药师执业资质	《药品经营质量管理规范》（食药监，2015）	药品零售企业法定代表人或者负责人应当具备执业药师资格，企业应当按照国家有关规定配备执业药师，负责处方审核，指导合理用药。	增加了单体药店的人员成本，大型连锁药店的规模优势显现。
	《全国零售药店分类分级管理指导意见（征求意见稿）》（商务部，2018）	对三类药店的执业药师数量及资质区别处理，药店等级越高要求越高。	
两票制	《关于进一步改革完善药品生产流通使用政策的若干意见》（国务院，2016）	推行药品购销“两票制”，争取到 2018 年在全国推开，积极发挥“互联网+药品流通”的优势和作用，方便群众用药等。	批发型企业和非正规药厂生存空间缩小，小型药房渠道资源压缩。规模性药店依托完善的渠道供应和高质量产品赢得更多市场份额。
带量采购	《国家组织药品集中采购和使用试点方案的通知》（国务院，2019）	选择北京等 11 个城市，从通过一致性评价的仿制药对应的通用名药品中遴选试点品种，国家组织药品集中采购和使用试点，实现药价明显降低，减轻患者药费负担。	短期内对药店经营毛利率有负面影响，长期看将加速处方外流，具备布局 DTP 药房能力的大型连锁药房可以更好承接处方外流的红利。
一致性评价	《国务院医改办办公厅关于改革完善仿制药供应保障及使用政策意见》（国务院，2018）	全面落实一致性评价后续政策的密集落地，要求各级机构要在采购、医保、税收、宣传等各方面给予支持。	优化了供应商体系，上游龙头企业话语权增强。小型药店渠道成本增加，竞争力下降。
药店分级制度	《深化医药卫生体制改革 2017 年重点工作任务》（国务院，2017）	试行零售药店分类分级管理，鼓励连锁药店发展，探索处方信息、医保结算信息与药品零售消费信息互联互通、实时共享。	药店分级制度对小型药店销售范围加以限制，还会受到一般便利店的冲击。具备三类药店资格的大型连锁药店竞争优势扩大。
	《全国零售药店分类分级管理指导意见（征求意见稿）》（商务部，2018）	将零售药店划分为三个类别：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。	

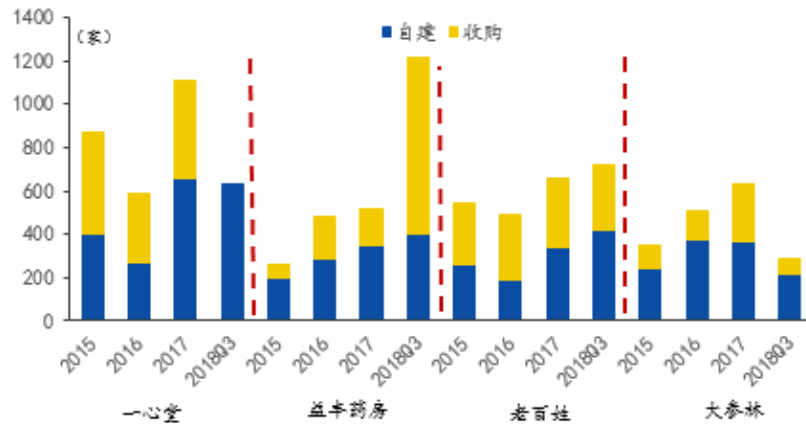
资料来源：政府官网，国元证券研究中心

### 2.2.2 资本入场，加速集中化

资本驱动方面，二级市场龙头企业加速扩张，自建收购齐头并进。近几年来，我国

上市四家零售药店龙头正在加快扩张，年新增门店增长率保持在 20%-30%。截止 2018 年 Q3 数据，一心堂、益丰药房、老百姓及大参林分别拥有 5471、3242、3110、3676 家门店，相较 2017 年底分别增长为 8.0%、63.8%、27.8%和 23.2%。药店的扩张即自建和收购，目前各家企业自建和收购的速度较为均衡，自建率向 50%左右靠拢。选择相对稳妥的收购速度有助于提升经营效率，控制合规风险，降低决策失误可能性。

图11.上市四家零售药店龙头快速并购扩张



资料来源：公司公告，国元证券研究中心

一级市场积极介入，高济医疗已成全国最大医药零售企业。一级市场方面，资本巨头高瓴资本旗下的高济医疗已经通过不断投资并购超越国大连锁，成为中国市场中最大的医药零售企业，总规模达 200 亿元。除此以外，诸如阿里健康、基石资本等投资公司也都进行了多次并购。

**表6.近年来资本入局零售整合业务**

投资区域	资本名称和投资标的
安徽省	<b>高瓴资本（高济医疗）</b> ：安徽广济大药房、阜阳市第一大药房零售连锁； <b>阿里健康</b> ：安徽华人
北京市	<b>步长制药</b> ：快方送药
福建省	<b>高瓴资本（高济医疗）</b> ：晋江市宜又佳、福州振宝堂
甘肃省	<b>天士力</b> ：甘肃众友
广东省	<b>高瓴资本（高济医疗）</b> ：凯德药品连锁、清远百姓大药房、潮州市新千禧药业、清远市松鹤医药、惠州卫康药房、广东天天邦健、揭阳市新汇康医药、台山市人民大药房； <b>步长制药</b> ：七乐康
广西省	<b>高瓴资本（高济医疗）</b> ：广西宝和堂、广西梧州百姓大药房
贵州省	<b>华泰系资本</b> ：贵州一树； <b>阿里健康</b> ：贵州一树
河北省	<b>高瓴资本（高济医疗）</b> ：河北仁泰、河北狮城、黄骅市神农百草堂； <b>全亿健康（基石资本）</b> ：廊坊百和一笑堂
河南省	<b>高瓴资本（高济医疗）</b> ：河南天伦医药、河南隆泰大药房、河南同仁堂、河南同和堂、河南百家好一生、开封市百氏康医药连锁、河南美锐、河南美锐大药房
湖北省	<b>高瓴资本（高济医疗）</b> ：湖北心连心药房、天济大药房
湖南省	<b>华泰系资本</b> ：湖南怀仁
江苏省	<b>高瓴资本（高济医疗）</b> ：宜兴天健； <b>华泰系资本</b> ：江苏百家惠； <b>全亿健康（基石资本）</b> ：江苏恒泰、南通济生堂
江西省	<b>高瓴资本（高济医疗）</b> ：开心大药房
辽宁省	<b>高瓴资本（高济医疗）</b> ：大连阳光药房
山东省	<b>高瓴资本（高济医疗）</b> ：章丘市健民医药、济南鲁建； <b>天士力</b> ：山东立健； <b>阿里健康</b> ：漱玉平民
陕西省	<b>高瓴资本（高济医疗）</b> ：西安怡康医药
上海市	<b>高瓴资本（高济医疗）</b> ：上海万荟、上海万宁大药房
四川省	<b>高瓴资本（高济医疗）</b> ：四川杏林、四川蜀南、成都瑞康、雅安高济合康、成都高济幸福、四川高济海棠、成都维特、成都胡记华生、成都华杏、广元芝心、成都诚信康缘； <b>全亿健康（基石资本）</b> ：四川巴中怡和、成都芙蓉
浙江省	<b>全亿健康（基石资本）</b> ：温州一正药房
重庆市	<b>高瓴资本（高济医疗）</b> ：重庆万和医药、南桐天天乐

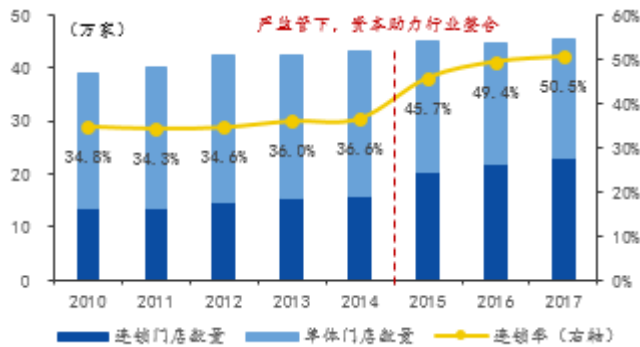
资料来源：动脉网，国元证券研究中心

### 2.2.3 集中化之路：连锁化、头部公司市场份额提高

**连锁化趋势明显，头部公司销售增速已拉开差距。**药店分级和飞检等严监管政策出台后，中小型药店的生存空间被压缩，不少小药店被并购或被迫关闭。行业整体连锁化程度快速上升。2014到2017年间连锁率已从36.6%上升到50.5%。此外，头

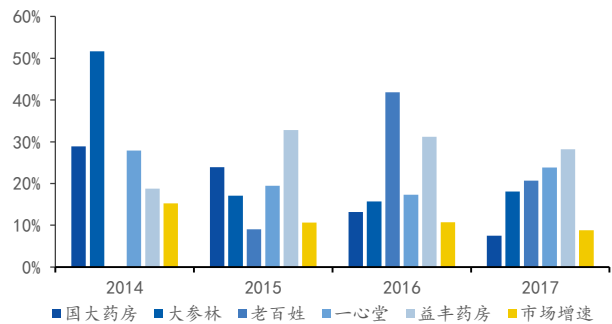
部公司利用规模优势不断提升市场份额，销售额增速明显高于市场平均水平。以2017年为例，行业销售额平均增速为8.81%，而四家上市公司的增速则均在20%左右，差距明显。

图12.政策+资本影响下药店连锁率明显上升



资料来源：中国药店发展报告，国元证券研究中心

图13.头部公司销售额增速高于行业平均水平



资料来源：公司财报，国元证券研究中心

借鉴美国集中化之路，国内药房集中化具有确定性趋势。我们借鉴美国的集中化之路可以发现两个特点，(1) 大型连锁药房具有集中采购的价格优势，连锁药房进行集约化采购，配置具有专业商务团队，采购药品可以直接和同上游生产企业对接，获得较强的采购议价权。而单体药房局限于规模原因，难以取得上游议价和价格优势。(2) 专业药剂师和药品灵活调配决定服务质量，大型连锁药房较单体药房具有更高的业务承接能力以及灵活调配能力。结合中国特色，大型连锁药房未来或将更快接入医院 HIS 系统，快速搭桥“处方外流”，以及获得医保统筹开放资质，获得最肥美的蛋糕。中小型药房、单体药房将在上游议价、药店药师和药物配置、处方外流信息化建设、医保统筹接入等战役中弱于大型连锁药房，行业在政策和市场竞争的推手下走向集中化。

短期来看，行业集中化提升是我们明确看得见的趋势，政策驱动确定性高，一级市场资本入局也给予上市公司并购一定压力，有望继续激励新建、外延并购速度。因此，作为短期股价催化因素，我们建议关注头部公司新建和外延并购的能力、速度、质地。

## 3. 行业三问之二：如何看待处方外流？

### 3.1. 困局：骐骥千里，处方外流并非一日之功

#### 3.1.1 政策利好不断，处方外流率上升缓慢

2015年后，医药分离等政策利好处方外流。2015年5月，国务院办公厅颁布《关于公立医院综合改革试点的指导意见》，正式将医药分离作为医药体制改革的关键。随后，发改委、商务部、卫健委等多部门先后出台相关政策，将处方外流作为医药分离改革的重要组成部分。2016年发改委发文《深化医药卫生体制改革2016年重点工作任务》明确禁止医院限制处方外流，鼓励患者自主选择在医院门诊药房或凭处方到零售药店购药；2017年国务院办公厅鼓励门诊患者自主选择药品购买终端，探索门诊药房分离；2018年卫健委等部门提出通过互联网平台逐步实现处方外流等。随着药品零加成政策的全面实施，院内药房利润逐步降低，处方外流或将在政策的大力推动下成为长期趋势。

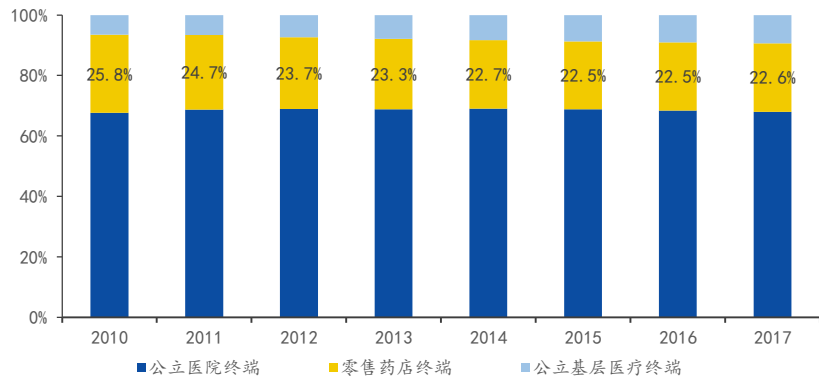
表7.处方外流相关促进政策

时间	发布机构	文件	相关内容
2015.5.1	国务院办公厅	《关于城市公立医院综合改革试点的指导意见》	建立公立医院科学补偿机制，以破除以药补医机制为关键环节，力争到2017年试点城市公立医院药占比总体降到30%左右
2016.7.1	发改委	《关于促进医药产业健康发展的指导意见重点工作部门分工方案》	明确医疗机构应当按照药品通用名开具处方，并主动向患者提供处方，保障患者的购药选择权，不得限制处方外流
2016.12.1	商务部	《全国药品流通行业发展规划（2016-2020年）》	药品零售百强企业年销售额占药品零售市场总额40%以上；药品零售连锁率达50%以上；支持医药电商服务，向患者提供非处方药的“网订（药）店取”、“网订（药）店送”等便捷服务
2017.2.1	国务院办公厅	《进一步改革完善药品生产流通使用政策的若干意见》	推进“互联网+药品流通”、推进医药分开，医疗机构应按药品通用名开具处方，并主动向患者提供处方；门诊患者自主选择在医疗机构或零售药店购药，有条件的可探索将门诊药房剥离
2017.5.1	国务院办公厅	《深化医药卫生体制改革2017年重点工作任务》	试行零售药店分类分级管理，鼓励连锁药店发展，探索处方信息、医保结算信息与药品零售消费信息互联互通、实时共享
2018.4.1	国务院办公厅	《关于促进“互联网+医疗健康”发展的意见》	允许依托医疗机构发展互联网医院；医师掌握患者病历资料后，允许在线开具部分常见病、慢性病处方，经药师审核后，医疗机构、药品经营企业可委托符合条件的第三方机构配送
2018.6.1	卫健委等	《医疗机构处方审核规范》	药品名称应当使用经药品监督管理部门批准并公布的药品通用名称；医院制剂应当使用药品监督管理部门正式批准的名称
2018.9.1	卫健委、国家中医药管理局	《互联网医院管理办法（试行）》、《互联网诊疗管理办法（试行）》、《远程医疗服务管理规范（试行）》	患者确诊为某种或某几种常见病、慢性病后，医师应当掌握患者病历资料，可以针对相同诊断的疾病在线开具处方，医疗机构、药品经营企业可委托符合条件的第三方机构配送

资料来源：政府网站、国元证券研究中心

**处方外流推进收效甚微。**2017年我国三大终端药品销售额为16,118亿元，其中公立医院终端市场份额占比为68%，零售药店终端市场份额占比为22.6%，较上年同期增长0.1%，公立基层医疗终端占比约为9.4%，较上年的8.7%，上升0.7%。大医院的“处方外流”对基层医疗终端收益显著高于零售药房。

图14.零售药店终端占比并未显著提升

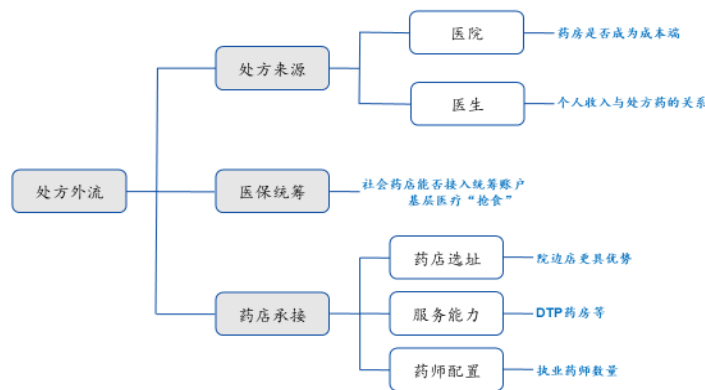


资料来源：《中国药店发展报告》，国元证券研究中心

### 3.1.2 处方外流路径长，各方准备尚需时日

处方外流路径长，三大阻碍尚未妥善解决。处方外流本质上是药品销售利益的重新分配过程，路径较长。我们将目前的处方外流情况整理为三大障碍：处方来源、医保统筹和药店承接能力。

图15.处方外流的三大阻碍



资料来源：国元证券研究中心

#### ➤ 处方来源：医院和医生利益如何平衡？

短期内，院内药房或难成为医院成本端。我国处方药在医院端的销售占比超过80%，零售药店仅占到16.3%，远低于美国83%和日本71.7%。过去，中国实行“医药一体化”，医院从药品销售加成中获取利润，医生的考核指标与药品处方量挂钩，形成一定的利益相关性。

(1) 医院端：尽管“医药分家”、药品“零加成”以及“药占比”控费推行，医技服务费的上涨幅度仍然较低，还不足以弥补药品“分家”的空缺，公立医院仍然存在通过“二次议价”等方式获得经济利益，院内药房尚不足以成为成本因素。处方



外流并没有减少医院承担的医疗风险，甚至医院、患者对于外部药房存在“信任危机”，却让渡了一定的利益，医院端没有强劲的动力去推动“处方外流”。

**(2) 医生端：**处方只能由医生开具，而医生的薪酬结构改革、利益补偿机制尚未改革到位、配套健全，且在中国较为紧张的医患关系中，医生推荐患者到院边药店或其他零售药房购药，易引发利益输送联想以及纠纷，医生推行处方外流的意愿较弱。

#### ► 医保统筹：统筹账户是痛点，基层医疗“抢食”

**社会药房统筹账户尚未放开。**根据《中国药店发展报告》的统计，目前零售药店的医保定点覆盖率已经达到 68.6%，但药店内供应的可医保药物通常较为有限，且仅能够以个人账户支付。除部分试点城市外，医保统筹账户目前没有对社会药房开放，意味着在药店买药只能通过医保个人账户，个人账户额度用完之后，患者需要自付。零售市场目前还存在处方追溯困难，医保管理部门难以确保处方的真实性、合理性，担心存在骗保。目前医保基金账户较为紧张，统筹账户大规模向社会药店开放尚需时日。

**基层医疗机构分流大医院的“处方外流”。**患者在基层医疗机构就医可以享受门诊慢统筹支付、个人账户支付，报销比例高于药店约 10%。随着分级诊疗的进一步推广、基药制度的完善，基层医疗用药限制放开，将更多地承接常见病处方、慢病续方，对处方外流、医药零售形成较强的分流作用。

#### ► 药店承接：药店是否具备承接能力

**执业药师的配置缺口仍然较大。**处方外流主要的承接对象是零售药店，但并不是所有药店都具备承接能力。专业化的服务能力是零售药店增强患者体验，持续吸引客流的重要因素。对于处方药，患者需要问询服药禁忌、用药规范等，此前医院药房，药师有专业背景且经验丰富，用药安全有保障。尽管根据 CFDA 执业药师资格认证中心的数据显示，截止 2017 年 12 月 31 日，全国执业药师注册人数为 440,481 人，其中注册与社会药房的执业药师达到 361,741 人，占注册总数的 88.6%。按照 1:1 的门店配置要求，以目前 447,972 家药店的总数来看，配置缺口仍然较大，而通常大型门店的配置比例应该达到 1:2。部分中小型零售药店药师数量不足，且存在挂证、影子药师的情况，药事服务能力不足影响患者用药安全。

**供应链受限，处方药覆盖能力不足。**目前零售药房单店处方药销量较低，上游制造企业或担心无法覆盖其铺货成本，因此多以自然销售或仅在医院周边药店铺货等较为保守的销售策略。因此，多数药店获批销售的处方药品种有限，或出于利润、铺货成本考虑，OTC、药妆等非处方药占比较大，患者无法在药店内获取所需处方药，并合理获得医保个人账户支付。

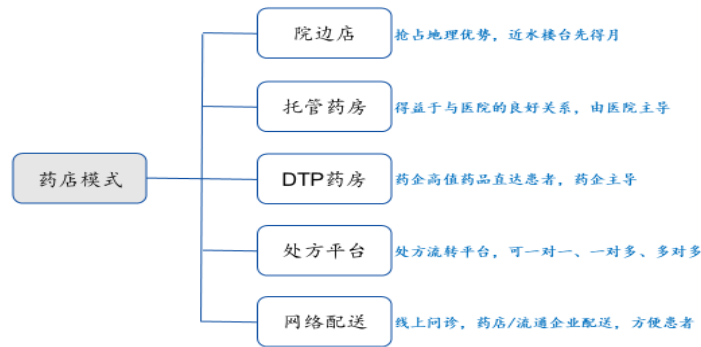
### 3.2. 破局：抢占先机，重视院边店和 DTP 药房建设

尽管我们目前看到“处方外流”对零售药房的影响较低，政府对于公立医院改革，将医院利润从药品端转向医疗服务端的决心不变，**长期来看，处方外流将成为不可逆的趋势。**

抛开由于政策改变层面带来的利好，如效仿日本对院内和院外拿药进行处方费和药

师调剂费的差异化激励处理，中短期来看，院边店和 DTP 药房是目前最为直接承接处方外流的药店模式。我们认为，有五类药房具备较直接的“处方外流”承接能力。

图16.承接处方外流的主要药店模式

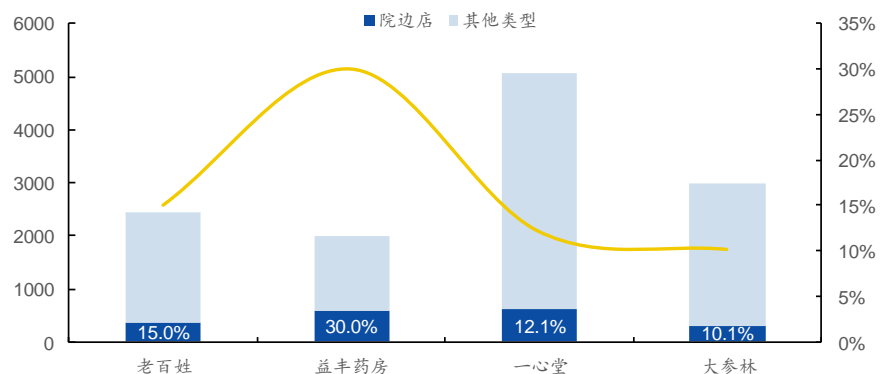


资料来源：国元证券研究中心

### 院边店

院边店顾名思义开设在医院旁边，能够承接两类销售。一方面是由于控费限制、进院困难的高价药，如 PD-1、阿达木单抗等；另一方面是患者在院内获取处方后，“顺路”到院边店完成购药。对于非慢病类药物，患者多数不清楚药房的品种覆盖能力、且目前不同药店的专业服务能力没有较大差异，会倾向于就近买药。院边药店出于这两类销售，收入规模较为可观且增速稳定。医药流通企业对布局院边店热情较高，国药一致、上海医药、九州通等都将院边店作为重点形式发展。依托流通公司丰富的品种储备，以及与医院的良好连接，B2B 的流通业务转变为 B2C 的销售业务，完成了营收结构调整。随着上市零售药店自身物流配送体系的搭建成熟，院边店将会成为接下来各家公司的重点争夺阵地。2017 年的数据显示，益丰药房的院边店占比在四家上市公司中最高，达到 30%。

图17.2017 年上市零售药店公司院边店占比



资料来源：公司财报，国元证券研究中心

### ➤ 托管药房

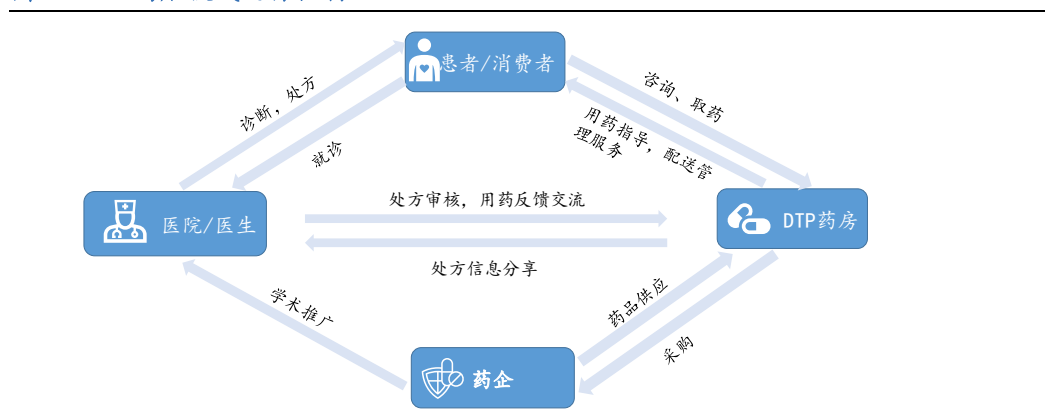
所谓托管药房是指医疗机构通过契约形式，在药房的所有权不发生变化的情况下，将其药房交由具有较强经营管理能力，并能够承担相应风险的医药企业进行有偿的经营和管理。优点是由医院主导，和医院绑定密切可以轻松拿到大部分药品的销售许可，经营较为轻松。但缺点是托管药房往往追求低成本采购，为医院寻求超额利润，不利于品牌药的销售，还会因为和医院和医生的密切关系产生寻租风险。目前，托管药房这种模式已经逐渐被叫停。根据2018年11月26日国家卫健委发布的《关于加快药学服务高质量发展的意见》要求，须坚持公立医院药房的公益性，公立医院不得承包、出租药房，不得向营利性企业托管药房。随后，上海、广东、湖北、四川等地纷纷叫停托管药房，2019年或将全面取消。

### ➤ DTP 药房

DTP (Direct to Patient) 药房起源于美国，是一种专业化的药品销售模式。这种模式下，制药企业将产品直接授权给药店代理，患者拿着医生开具的处方直接去药店购药，并能够获得专业的用药指导。区别与普通销售 OTC、普药的传统零售药房，DTP 药房主要面向肿瘤、自身免疫疾病等的新特药，以及需要长期服用的慢病用药，这些销售通常具有更高的毛利，是普通药房的进阶版。从药物供给看，随着中国执行抗癌药零关税、创新药优先审评审批等政策，新特药的供给将增加，而医院通常由于控费或进院问题无法承担特药销售，会给 DTP 药房带来发展机遇。高值药物的毛利水平高于一般仿制药，DTP 模式的行业净利率约 8%-15%，高于普通零售药店 5%-7% 水平，而且专科药相较 OTC 药物具有长期性、稳定性的特点，也将有助药房获得持续稳定的现金流。2019 年政府工作报告首次将慢病管理写入其中，要求提高慢性病报销比例，这对于慢病用药主要销售渠道的 DTP 药房亦是利好。

目前，几家上市零售药店公司均开始了 DTP 药房布局，大多数专门成立了 DTP 药房事业部，但总体而言尚处于起步阶段。以一心堂为例，2018 年 DTP 药房销售额占比仅有 0.82%。可以预见，准入门槛较高，拥有较为全面的软硬件配置的 DTP 药房将更容易占据承接处方外流的可利位置。

图18.DTP 药店模式运行机制

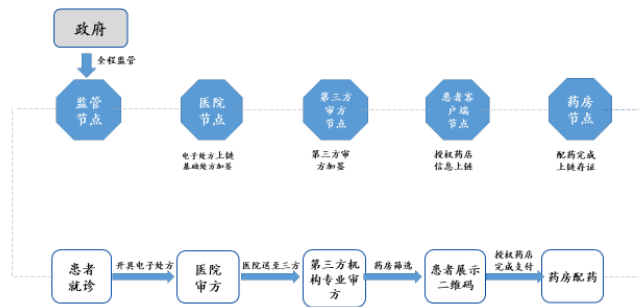


资料来源：国元证券研究中心

### ➤ 处方共享平台

处方共享平台是患者在医院完成就诊，处方共享平台与医院系统对接共享处方，处方信息通过 APP、微信、网页等形式同步给患者和药店，患者可以自行选择到院内或者院外药房拿药。处方共享平台接入医院 HIS 系统，能够实现医院、社保个人账户、药店三方信息互联互通、实时共享。患者自前往医院就诊开始信息便通过医院、第三方审方、患者端层层上链，最终到达药房，政府全程进行监管，避免患者隐私泄露。

图19.区块链技术应用电子处方平台原理



资料来源：国元证券研究中心

### ➤ 网络配送

网络配送药品平台和处方平台有些类似，都是利用电子处方的形式帮助患者完成购药，但网络配送平台对企业的综合能力尤其是配送能力要求更高，可以直接完成医药 O2O 的模式。目前，网络配送和处方平台仍处于早期阶段，部分城市如西安、成都等已进行试点，相关法律法规还不够完善。

**处方外流下保持现有速度，零售药店终端市场规模 5-10 年有望超 8000 亿元。**根据《中国药店》数据，2017 年零售药店终端市场规模为 3647 亿元，占药品销售终端总规模 22.6%。假设没有更多推动处方外流政策出台，处方外流率仅以目前 0.1% 的速度逐年增加，预计 5-10 年内零售药店终端市场规模可达到 8000 亿元以上。

**若处方外流率随医药分离政策稳步提升，零售药店终端市场规模 5-10 年内有望达万亿。**假设未来十年内处方外流稳步推进，零售终端占比以 0.5% 到 1.5% 的速度逐年增加，总市场增速保持在 5% 到 7%。若均以中性假设计算，5 年和 10 年零售药店终端市场规模分别有望达到 7868、12248 亿元，CAGR 为 9.77%。

表8.处方外流下，零售药店市场规模预测（亿元）

场景	年处方外流率	总市场增速假设	2020E	2025E	2030E	零售药店 CAGR
当下外流速度	0.10%	7.00%	4526	6487	9293	<b>7.46%</b>
		6.00%	4401	6018	8225	<b>6.46%</b>
		5.00%	4277	5578	7272	<b>5.45%</b>
		<b>零售终端占比</b>	<b>22.93%</b>	<b>23.43%</b>	<b>23.93%</b>	
预期外流速度	乐观：1.5%	7.00%	5356	9589	16363	<b>12.24%</b>
		6.00%	5207	8896	14483	<b>11.19%</b>
		5.00%	5061	8246	12804	<b>10.14%</b>
		<b>零售终端占比</b>	<b>27.13%</b>	<b>34.63%</b>	<b>42.13%</b>	
预期外流速度	中性：1.0%	7.00%	5060	8482	13838	<b>10.80%</b>
		6.00%	4920	7868	12248	<b>9.77%</b>
		5.00%	4782	7293	10828	<b>8.73%</b>
		<b>零售终端占比</b>	<b>25.63%</b>	<b>30.63%</b>	<b>35.63%</b>	
预期外流速度	悲观：0.5%	7.00%	4764	7374	11313	<b>9.10%</b>
		6.00%	4632	6840	10013	<b>8.08%</b>
		5.00%	4502	6341	8853	<b>7.06%</b>
		<b>零售终端占比</b>	<b>24.13%</b>	<b>26.63%</b>	<b>29.13%</b>	

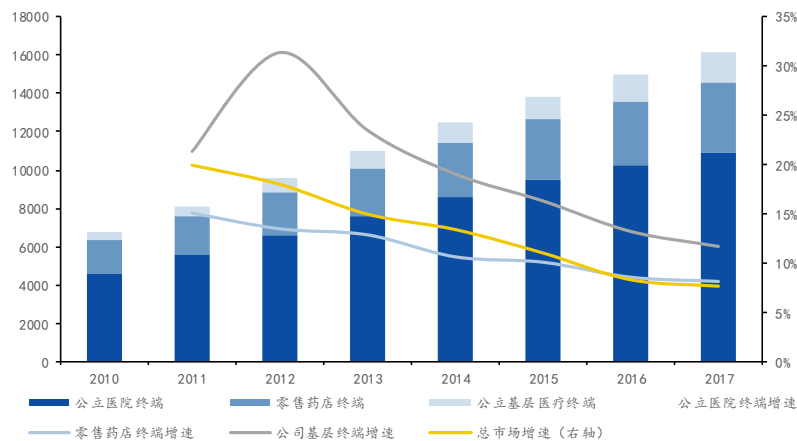
资料来源：国元证券研究中心

## 4. 行业三问之三：如何应对利润率下滑？

### 4.1. 困局：收入承压+成本增加，零售药店利润率逐年下滑

收入端，医院药品零加成+医保控费+带量采购，药品销售终端增速放缓，利润空间受到挤压。全面取消药品零加成、两票制执行等在一定程度上压缩了药品销售的利润空间，医保统筹账户压力下控费趋严，以及带量采购袭来，三大销售终端销售增速均出现下滑。总体药品终端销售增速已从2011年的20%下降到2017年的7.6%，我们预计在政策压力较大的环境下，市场增量将继续维持在5%-7%的区间。

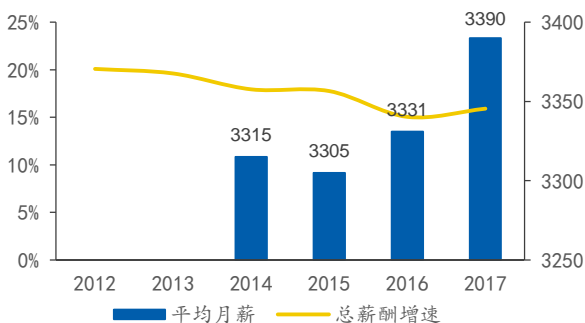
图20.药品销售终端增速逐步回落，预计未来增速在5%-7%左右



资料来源：CFDA 南方医药经济研究所，米内网，国元证券研究中心

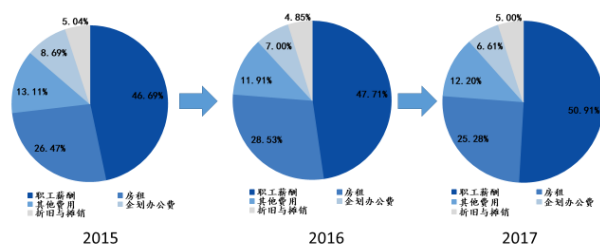
成本端，员工薪酬平均涨幅 15.91%，占营业成本比重有提升趋势。根据《2017-2018 中国药店发展报告》数据，近年来我国零售药店职工薪酬增长率有所放缓但仍维持在较高水平，2017 年同比增长 15.91%。细化到成本结构，职工薪酬的占比也有上升趋势。以上市公司老百姓为例，2015 年其职工薪酬占营业成本比重为 46.69%，2017 年上升为 50.91%。其他成本占比较为稳定，整体成本端压力有所上升。

图21.零售药店员工薪酬上升较快



资料来源：中国药店发展报告，国元证券研究中心

图22.老百姓职工薪酬占营业成本比重逐年上升

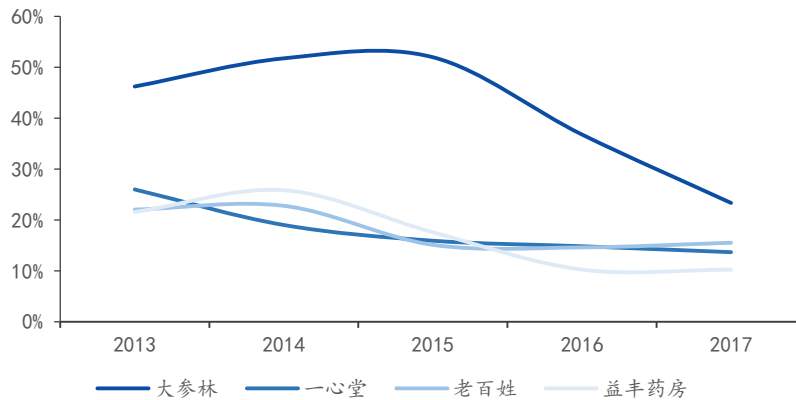


资料来源：公司财报，国元证券研究中心

利润端，整体盈利能力有所下滑，上市公司 ROE 水平普遍低于 20%。由于收入端和成本端分别承压，再加上各家门店扩张速度加快导致各项费用增加，近几年零售

药店的盈利能力有所下滑。从四家上市零售药店公布的数据来看，仅有大参林一家 ROE 水平仍维持在 20% 以上，达到 23.34%。这主要是因为大参林的高毛利的中药销售占比较高，抬升了整体毛利水平。

图23.四大上市零售药店 ROE 水平均出现下滑



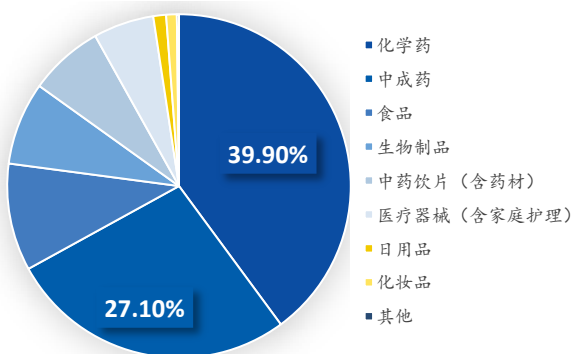
资料来源：公司财报，国元证券研究中心

## 4.2. 破局：多元化经营，精细化管理，探索特色药店之路

### 4.2.1. 特色产品+引入服务，提升非标贡献度

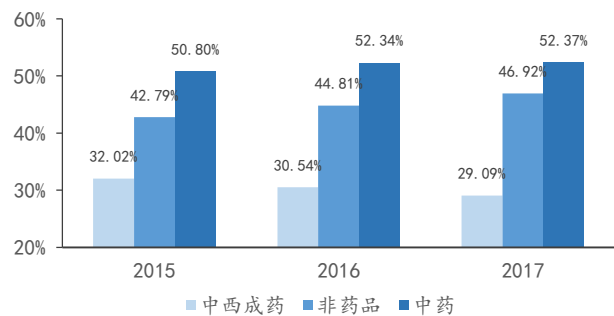
优化产品结构，提升毛利较高医疗器械、中药和其他特色产品比重，有望维持利润率稳定。目前的零售药店仍以一般中西成药的销售为主，2017 年典型样本城市零售药店销售品类结构中，中西成药比重累计为 67%。但是，中西成药毛利率由于药品零差价和医保控费等政策实施，未来下降趋势显著。以业务较为均衡的老百姓为例，2015 到 2017 年间中西成药毛利率已经从 32.02% 下降到 29.09%，中药和其他非药品毛利率则节节攀升，综合毛利接近 50%。反观美日等国，产品结构则更加多元化。日本药妆店药品收入仅占 30% 左右，绝大部分收入来自于保健品、医疗器械和其他日用品等高毛利产品。根据 IBIS 数据，2013 年美国零售药店处方药占比为 50%，OTC 占比接近 30%。结构化调整毛利较高品种占比，有望对冲处方药带量采购、控费等带来的毛利下降。

图24.2017 年典型样本城市零售药店销售品类结构



资料来源：中国药店发展报告，国元证券研究中心

图25.2015-2017 老百姓主要品类毛利率水平



资料来源：公司财报，国元证券研究中心

**重视流量入口价值，非药品销售值得关注。**目前我国相关政策中并未将非药品类产品列为药店销售负面清单，在不出现盗刷医保卡的前提下政策允许售卖。近年来部分地市医保局和药监局为了降低检查成本要求医保定点药店不得销售一般消费品，但类似行为已被省级以上机构否定。如湖南省人力资源和社会保障厅 2018 年明确发文表示‘医保协议药店不能经营非药品’是缺少法律依据的，也超出了医保部门的职责范围。这为药店多元化经营铺平了道路。另一方面，商务部 2018 年 11 月发布《全国零售药店分类分级管理指导意见（征求意见稿）》，按照经营条件、合规状况将药店分为三大类别和三个等级，旨在通过分级分类管理倒逼零售药店规范化发展，最基础的一类药房将只能售卖乙类非处方药。这意味着大中型药房有望凭借全面的售卖资格抢占小型药房非药品销售的市场份额，提升药店经营的附加值。

**表9.全国零售药店分类分级管理**

药房分类	一类药房	二类药房	三类药店
经营范围	经营乙类非处方药	经营非处方药、处方药（不包括禁止类、限制类药品）、中药饮片	可经营非处方药、处方药（不包括禁止类药品）、中药饮片
分类标准	1. 配备至少 1 名药师及以上职称的药学技术人员； 2. 药品质量保障和药品经营符合药品监管部门规定的要求 3. 无严重违法违规行为、无重大质量安全事故	1. 配备至少 1 名执业药师（经营范围包括“中药饮片”的还应配备至少 1 名执业药师）和 1 名药师及以上职称的药学技术人员 2. 药品质量保障、药品经营等标准与一类药店一致	1. 配备至少 2 名执业药师（经营范围包括“中药饮片”的还应配备至少 1 名执业药师）和 2 名药师及以上职称的药学技术人员；实行网上集中审方的药品零售连锁企业门店，可视为配有 1 名执业药师 2. 药品质量保障、药品经营等标准与一类药店一致
分级与标准	不适用	在分类结果的基础上，按照经营服务能力将二类、三类药店由低到高划分为 A、AA、AAA 三个等级。“经营服务能力”具体分服务环境条件、供应保障能力、人员资质及培训、药学服务水平、追溯体系建设及信息化程度等方面	
政策支持	无	1. 高评级药店优先纳入定点药店范围 2. 鼓励通过高评级药店提供门诊特殊病、门诊慢性病用药的医保费用结算服务	

资料来源：《全国零售药店分类分级管理指导意见（征求意见稿）》，国元证券研究中心

**药店+诊所模式受鼓励。**自 2010 年起原卫生部就开始探索药店+诊所的模式，主要集中在中医领域。2018 年 10 月 10 日，国务院印发《关于在全国推开“证照分离”改革的通知》，在第一批全国推开“证照分离”改革的具体事项中提及--“允许营利性医疗机构开展药品、器械等医疗相关的经营活动，医疗活动场所与其他经营场所应当分离”。这意味着药店和诊所之间的鸿沟进一步缩小，一方面会为药品销售终端带来新的竞争者，另一方面也为传统药店转型提供了新思路。

#### 4.2.2. 精细化管理，探索网上药店模式降低营业成本

我们从药店的收入管理和供应链管理两个角度看药店的精细化管理和成本费用管控能力。

##### ➤ 收入管理

**药店的租效比和关店率将直接影响管理费用率，均衡租效比和关店率。**从经营模式来看，部分公司会采用规模经营牺牲一部分单位效用，但整体租效比保持稳定水平。目前各家上市公司的租效比差距不大，相对而言大参林和老百姓租效比较高，分别可达到 15.19 和 14.73。关店率方面，大参林表现最佳，2017 年关店率为 2.4%，显著低于其他零售药店。

**人效会直接影响销售费用率。**目前老百姓的人效最高，可达 53.69（万元/年）。控制好并购扩张速度，注重新开门店的选址有助于提高开店成功率。



表10.上市公司主要经营指标对比

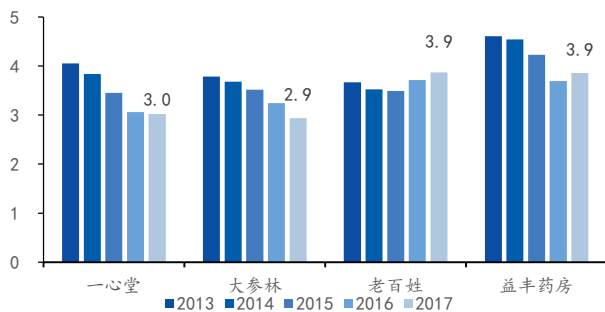
经营效率指标	一心堂	老百姓	大参林	益丰药房	排名
门店总面积 (万平方米)	56.435	38.717	29.116	26.233	1 2 3 4
门店数量 (家)	5066.0	2434.0	2952.0	1979.0	1 2 3 4
单店收入 (万元/年)	153.0	308.3	248.6	242.9	2 1 3 4
单店面积 (平米)	111.4	159.1	98.6	132.6	3 1 4 2
人效 (万元/年)	35.9	53.7	43.4	44.4	2 1 3 4
坪效 (元/天/平米)	46.2	59.0	94.4	63.9	2 1 3 4
租效比	11.3	14.7	15.2	12.2	2 1 3 4
关店率	3.16%	3.32%	2.37%	3.24%	2 1 3 4

资料来源: wind, 国元证券研究中心

► 供应链管理

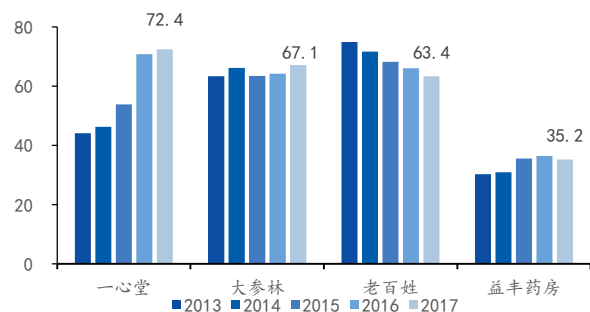
供应链管理是指对供应链价值流过程的管理, 通过科学合理的规划供应链流过程, 匹配药企资源、降低成本费用、转优化资金周转。连锁药店可通过建立网络化、网格化的物流体系以及价值一体化的信息流体系提高经营效率。**反映到量化指标上主要是存货周转率和应付账款天数。**两者数值越大越能反映出企业对供应链控制力越强。从目前几家上市公司的存货周转率来看, 益丰药房和老百姓的存货周转率相对较高, 近年呈现上升趋势。而一心堂的应付账款天数最长, 说明其对上游供应商具有较强议价能力。

图26.上市零售药店公司存货周转率



资料来源: 公司财报, 国元证券研究中心

图27.上市零售药店公司应付账款天数



资料来源: 公司财报, 国元证券研究中心

**探索网上药店等新模式是未来药店控制成本的趋势。**通过建立网络药店平台可以有效降低营业成本中的房屋租金、员工薪酬等费用, 但网上药店在中国的发展并非一帆风顺。2017年11月15日, 前食药监总局发布《网络药品经营监督管理办法(征求意见稿)》, 规定不得通过网络销售处方药。但进入2018年后政策方向有所转变, 国务院办公厅4月颁布《关于促进“互联网+医疗健康”发展的意见》, 允许依托医疗机构发展互联网医院; 医师掌握患者病历资料后, 允许在线开具部分常见病、慢性病处方, 经药师审核后, 医疗机构、药品经营企业可委托符合条件的第三方机构配送。目前, 部分上市公司已经有了自己独立的网络销售平台, 但仍局限于OTC药品。不过诸如一心堂在内的多家零售药店已与“饿了么”、“京东到家”等配送企业签订战略合作协议, 随着处方外流推进, 方便快捷的互联网平台前景光明。

## 5. A股相关标的：具备破局能力的好公司

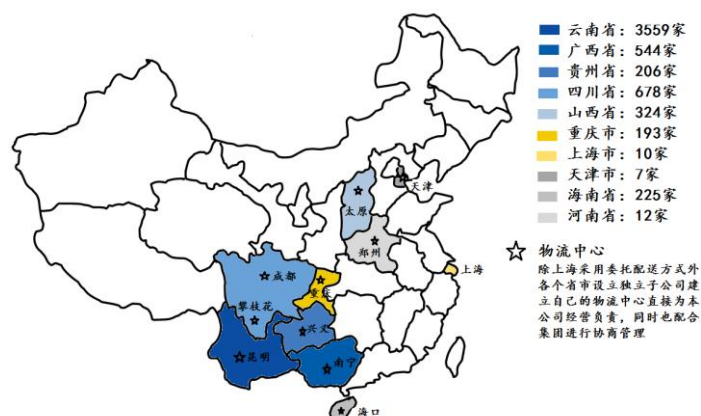
### 5.1 一心堂：深耕云南开拓川渝，业绩拐点已显现

#### 5.1.1 少区域高密度，门店总数行业领先。

**深耕云南，坚持少区域高密度策略。**公司是一家以药品经营为主的大型零售连锁企业，主营业务为医药零售连锁和医药批发业务，其中医药零售连锁是公司的核心业务，中西成药零售占比最高达到75.7%。销售区域方面，公司一直坚持“少区域高密度”的发展模式，着眼云南市场深耕细作，门店覆盖了省内所有县市，高达3559家门店，预计公司在云南省内市场份额在50%左右，使得公司在云南大本营内形成了较高的竞争力、品牌影响力及高议价权。

**异地扩张初显成效，云南省外门店占比已达到38.19%。**截止2018年12月31日，公司门店数相对于2014年末增长了120%，云南省以外区域门店数量占比由2014年的22.26%增长到2018年末的38.19%，在云南以外的区域中四川、广西两省门店均突破500家，在四川、广西、山西、海南几省市的直营门店数量均排名当地前列。

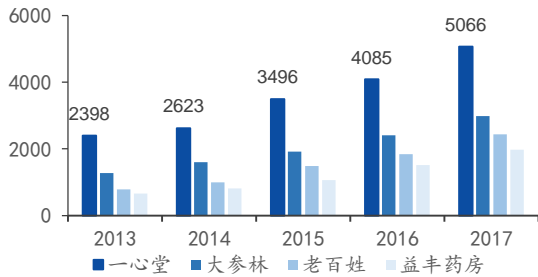
图28.一心堂门店布局



资料来源：wind，国元证券研究中心

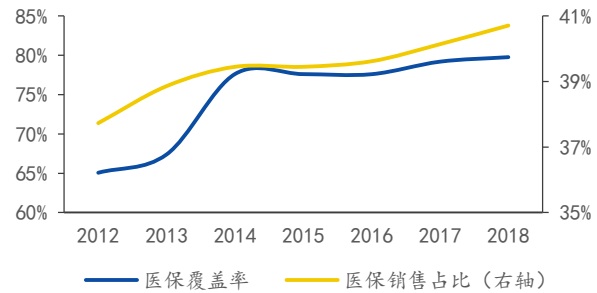
**门店数量众多，医保覆盖率高。**公司2017年已有5066家门店，数量位居上市连锁药店首位。2018年达到5758家，2019年预计将接近7000家门店。分区域来看，2018年公司在云南地门店数量为3559家，占比约为62%；四川地区门店数量为678家（占比12%）；广西地区、山西地区门店数量分别为544家、324家，分别占比9%、6%。公司医保覆盖率稳步提升，18年医保定点资格门店数量为4593家，占比达到79.77%，医保收入占比达40.71%。

图29.一心堂门店数量为上市公司中最多



资料来源：公司财报，国元证券研究中心

图30.一心堂医保覆盖率较高



资料来源：公司财报，国元证券研究中心

### 5.1.2 供应链管理能力强，DTP 药房进入收获期

规模效应提升供应链管理能力和上游议价能力。公司采取的高密度策略使其在云南省内以及周边地区具备规模优势，从而提升了议价能力、降低了物流及管控成本。目前，公司的应付账款周转天数为 74 天，排名上市公司中首位。存货周转率为 3.13，同样位列前茅。

DTP 药房布局较早，销售占比稳步提升。公司是上市公司中最早进行 DTP 药房布局的企业之一，目前已经有在销 DTP 品种 103 个，销售占比 0.82%，毛利率 8.63%。作为承接处方外流的主要药店模式，随着未来几年处方外流的加速，公司有望利用丰富的 DTP 药房资源抢占该部分市场。同时，因为 DTP 药房中的稀缺药品的顾客粘性更强，其销售的增加也会带来稳定的客流，对提升客单价、交易次数均有贡献。

表11.一心堂 DTP 药房开展情况（前台过机毛利率）

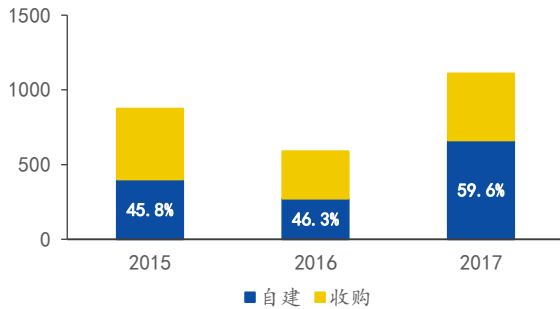
年度	销售占比	销售毛利率
2016 年	0.56%	9.68%
2017 年	0.72%	11.80%
2018 年	0.82%	8.63%

资料来源：公司财报，国元证券研究中心

### 5.1.3 前期扩张门店进入收获期，内生增长带来业绩拐点

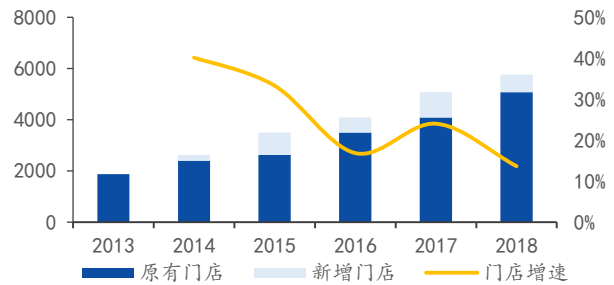
公司收购速度有所放缓，更加重视挖掘内生增长。由于公司前期扩张速度较快，以并购为主，为了获得规模效应和高渗透率，一定程度上牺牲了短期业绩表现，出现净利率下降，费用率上升等问题。目前，公司扩张速度已有所放缓，并逐步提升自建率。2018 年公司新增门店增速为 13.66%，较 2017 年增速下降近 10 个百分点。扩张结构方面，2017 年公司新增门店中有 59.6% 依靠自建，较 2016 年上升 13.3%。

图31.一心堂自建比例提升



资料来源：公司财报，国元证券研究中心

图32.一心堂扩张增速放缓



资料来源：公司财报，国元证券研究中心

一心堂成熟门店净利率较高，快速扩张期的门店即将进入成熟期，公司经营效率有望快速提升。根据2018年年报，公司2017年以前开业的门店综合净利率为15.36%，2013年以前开业门店净利率达到18.77%，而新开一年以内的门店净利率只有2.96%，随着2017年以前高速扩张期的新增门店逐步进入成熟期，一心堂未来几年的盈利能力有望快速提升。

表12.老百姓成熟门店净利率高

开业年度	营收增长	毛利率	净利率
2017年以前开业	9.47%	34.20%	15.36%
其中：2013年以前开业	7.33%	34.15%	18.77%
2013-2016年开业	12.35%	34.26%	10.98%
2017年开业	101.39%	34.38%	2.96%

资料来源：公司财报，国元证券研究中心

市县一体化管理，渠道下沉带来正面效应。2018年年报披露公司门店整体日均坪效为46.3，较2017年提升0.07。其中，省会级和地市级坪效保持平稳或略有下滑，而县市级、乡镇级基层门店经营效率提升较快。公司均实行市县乡一体化的店群拓展。各区域市场品牌渗透力不断增强，渠道下沉成果初步显现。

表13.一心堂基层门店坪效提升较快

区域	门店数量	门店经营面积 (平方米)	日均坪效 (元/平方米)	租金效率 (年销售额/ 租金)	门店数量	门店经营面积 (平方米)	日均坪效 (元/平方米)	租金效率 (年销售额/ 租金)
	2018				2017			
省会级	1415	183928	49.16	11.83	1174	157247	51.30	12.13
地市级	1664	193656	48.91	15.15	1300	152652	49.77	14.69
县市级	1499	163693	46.07	15.55	1493	168621	45.38	15.71
乡镇级	1180	90065	39.66	23.37	1090	85831	37.63	22.82
合计	5758	631343	46.30	16.19	5066	564351	46.23	16.14

资料来源：公司财报，国元证券研究中心

#### 5.1.4 投资建议

市场认为一心堂外延并购拖累了业绩、精细化管理弱于其他同行，但我们认为一心堂是在医药零售提升过程中起步较早、步调较快的企业，其他同行的发展战略并无大差，但阶段有差。一心堂前期外延并购速度较快，牺牲短期业绩表现，以换取规模效应和高渗透率，目前已经逐步走出外省扩张的阵痛时期，即将迎来估值与利润的双击。2018年，一心堂实现营业收入9.18亿元，同比增长18.39%，而归母净利润为5.21亿元，同比增长23.27%，已超越收入表现。

我们预计一心堂2019-2021年将实现销售收入为110.43亿元、131.84亿元和155.66亿元，同比增长20.3%、19.4%和18.1%；归属母公司净利润分别为6.62亿元、8.25亿元和10.1亿元，同比增长27.0%、24.8%和22.4%；公司2019-2021年EPS分别为1.17元、1.45元和1.78元，对应2019-2021年PE分别为23x、18x和15x。考虑到一心堂整体控费能力增强，快速扩张期新增门店逐渐进入成熟期，业绩拐点已有显现。参考行业平均估值水平给予其19年35倍PE，目标价40.95元，首次覆盖给予“买入”评级。

**风险提示：**异地扩张速度不达预期、内部管理风险等。

## 5.2 益丰药房：来势汹汹的后起之秀，院边店优势凸显

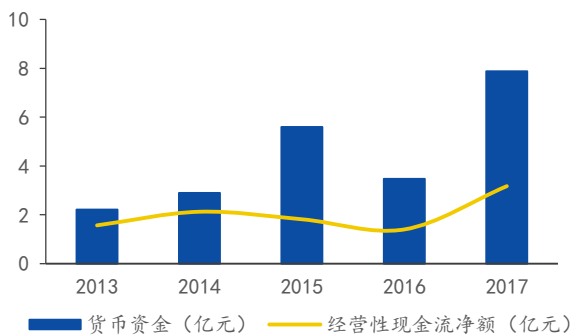
### 5.2.1 资本雄厚，门店扩张加速

今日资本长期持有，减持风险可控。益丰药房上市伊始便获得今日资本的投资，总额约 2 亿元，目前持有益丰药房总股本 20.17%，为第二大外部股东。2018 年解禁后，公司公告称今日资本计划长期持有公司股份，并截止 2018 年 12 月数据，尚未有减持变动，足见对益丰药房长期看好。

公司现金流稳定，自建、并购实力充足。公司自有现金流状况稳定，账面资金充裕。2017 年货币资金余额为 7.88 亿元，经营性现金流净额为 3.17 亿元，足以支撑持续扩张。

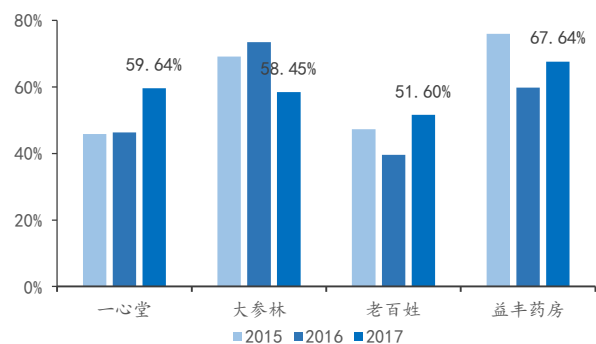
自建率高，并购速度开始加快。公司是行业内自建率最高的上市公司，2017 年自建率达 67.6%，15 年时更是达到 76%。与一心堂等连锁药店不同，益丰药房起步较晚，2008 年成立后经历了十年的快速扩张期，早期以自建新门店为主。随着资金实力的增强，近两年来公司开始加速收购扩张公司，自 16Q3 起实施“三年千店自建”计划和同期等量并购计划，持续加密已布局市场，并成功新进广东、河北和北京市场。以 2018 年三季度报披露数据为例，公司净增门店 743 家，其中新开门店 153 家（含新增加盟店 14 家），收购门店 604 家，关闭 14 家。收购门店数量远远超过自建门店数量。

图33.公司现金状况良好



资料来源：公司财报，国元证券研究中心

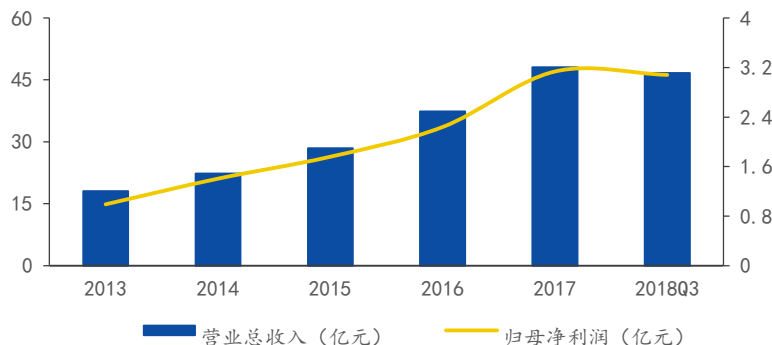
图34.益丰药房并购速度加快



资料来源：公司财报，国元证券研究中心

门店扩张带来收入高增长，短期内费用上升较快。公司 2018 前三季度实现营收 46.66 亿 (+36.46%)；归母净利润 3.08 亿 (+40.23%)；扣非归母净利润为 2.88 亿 (+33.24%)；剔除新兴药房并表影响及相应利息费用，公司收入增速约 33%，利润增速约 38%。Q3 单季度实现收入 16.72 亿元 (+41.68%)，归母净利润 8355 万元 (+27.78%)，主要是新增门店大幅增加带来的收入增加，但短期内集中费用支出较高，利润表现低于营收增速。

图35.益丰药房营收高增长

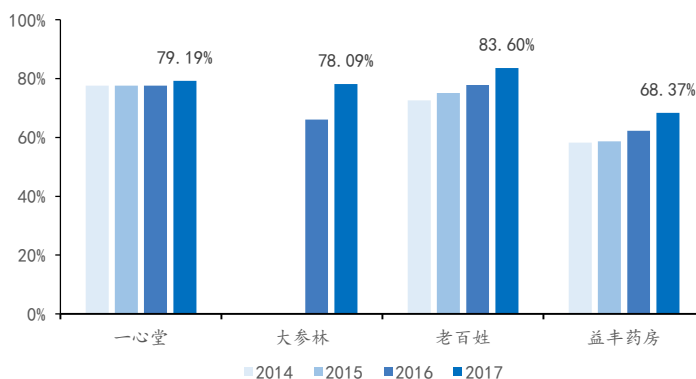


资料来源：wind，国元证券研究中心

### 5.2.2 医保覆盖率有望快速提升，积极布局院边店和 DTP 药房

**益丰药房医保覆盖率行业偏低，未来有望快速提升。**由于成立时间较晚，益丰药房目前医保定点药房比例仍在行业内处于较低水平，2017 数据为 68.37%。这主要是因为公司主要经营区域为华东和中南地区，华东地区 2017 年以前对医保定点药店政策较为严苛，导致公司整体医保覆盖率低。以 2017 年为例，公司在华东地区医保覆盖率仅为 57.02%，而中南地区则有 76.61%。不过，17 年以后诸如南京、上海等地分别下发文件取消医保定点药店的行政审批，改为社保经办机构协议管理。因而公司在华东地区医保定点药店占比较低的情况有望明显改善，2017 年公司在江苏省新增医保门店 125 家，带动了门店销售和利润同步增长。另一方面，益丰药房选择的并购标的大多具有较高的医保定点率，如 16 年收购宿迁佳和、宿迁玖玖、荆州广生堂和韶关乡亲门店数总计 171 家，而医保门店数合计 148 家，医保定点率为 86.5%。

图36.益丰药房医保覆盖率低于行业水平



资料来源：wind，国元证券研究中心

**益丰药房院边店占比已达 30%，DTP 药房处于积极布局期。**为了更好承接处方外流，益丰药房近年来努力提升院边店占比，并在 2017 年年报中首次披露院边店占比已达 30%，未来将力争实现二甲以上医院的全覆盖，较老百姓、大参林和一心想

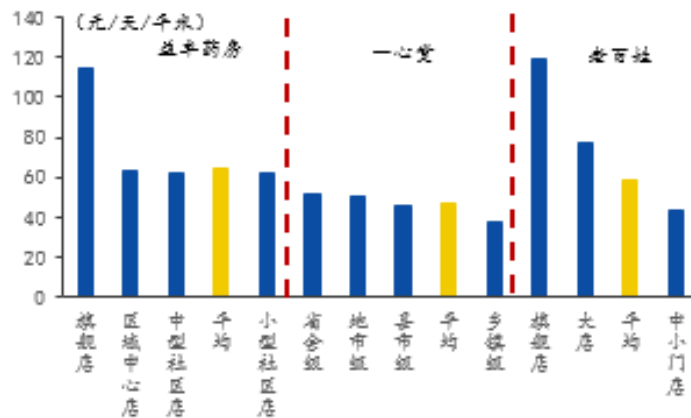
高，分别为 15%、10%和 10%。尽管益丰药房未公布其院边药房的盈利能力，根据老百姓公布的数据，其占比为 15%的院边店贡献了全公司 50%以上的销售额，可以印证益丰药房院边店对其收入贡献度应有较大提升。除此以外，公司已经成立 DTP 事业部，在各个省市进行试点。公司进一步对拟筹划 DTP 药房的业务人员进行培训，对相关门店进行了专业化改造，为承接未来大面积处方外流打下坚实的基础。

### 5.2.3 经营效率高，倾力打造 O2O 网上药房

**益丰药房经营效率高，会员消费成亮点。**公司注重自身会员体系建设，利用强大的会员数据仓库，规划会员个性化营销及管理体系，进行会员建模分析，实现会员信息管理、精准营销、一对一服务、健康档案管理、药师咨询、员工学习等多个集约化管理功能。会员消费占比高有助于提高药品复购率，截至 2018 年半年报，公司会员消费占比高达 83.6%，高于行业平均水平 60%。

**重视精细化管理，单店坪效高。**公司始终注重精细化、标准化、系统化的运营和管理，打造了六大核心运营系统，涵盖新店拓展、门店营运、商品管理、信息管理、顾客满意、绩效考核等，精细的标准化运营体系是公司成功实现跨省经营和快速高效复制的基础保障。得益于精细化管理，益丰药房坪效在行业内属于较高水平，其中旗舰店坪效 2017 年达到 114（元/天/平米），平均坪效为 63.88（元/天/平米）。

图37.益丰药房坪效水平高



资料来源：wind，国元证券研究中心

**新店爬坡速度快，平均三年以内可盈利。**我们根据益丰药房年报数据对其新开门店爬坡情况进行了推算，结果发现若单个门店的营收每年以 10%速度爬坡（爬坡速度是指新开门店坪效与成熟门店的坪效的比重，一般而言新开门店第一年的坪效为成熟门店的 50%），大约三年以内就可以实现盈利。

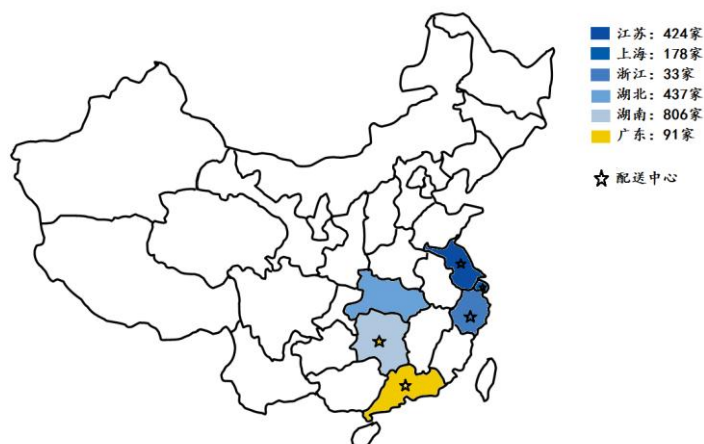


**表14.益丰药房单店爬坡模型**

基础假设					
单店面积 (平方米)	140	销售人员 (个)	5	其他成本 (万元)	40.00
成熟坪效 (元/平方米)	24,000	人均薪酬 (万元)	5.98		
毛利率	42%	单位租金 (元/平方米/日)	4.10		
爬坡情况 (单位: 万元)					
时间	第一年	第二年	第三年	第四年	第五年
爬坡速度	50%	60%	70%	90%	100%
营业收入 (万元)	168	202	235	302	336
毛利 (%)	70.56	84.67	98.78	127.01	141.12
房租成本(万元)	20.95	20.95	20.95	20.95	20.95
人工成本 (万元)	29.90	29.90	29.90	29.90	29.90
其他成本 (万元)	40.00	40.00	40.00	40.00	40.00
营业利润 (万元)	-20.29	-6.18	7.93	36.16	50.27
净利润 (万元)	-15.22	-4.63	5.95	27.12	37.70
净利率 (%)	-9.06%	-2.30%	2.53%	8.97%	11.22%

资料来源: 公司财报, 国元证券研究中心

**布局互联网药店, 强大物流体系保障运行。**益丰药房电商业务模式不断取得新的突破。公司已开发 PASS、微信公众号、微信商城、CRM 小票促销、线上药师咨询、用药提醒等线上平台, 并与京东到家、百度外卖等多家第三方平台展开合作。通过益丰现有会员资源, 发展自营电商; 通过第三方引流, 做大 O2O 业务设立官方网上药房, 及时配送覆盖上海、南京、长沙、武汉、江西等线下门店所在的近二十个城市。公司扩张过程中注重物流中心建设, 每一个重点区域均有物流配送中心, 提升了区域经营效率, 保障了 O2O 模式的顺利运行。

**图38.益丰药房物流体系完善**


资料来源: wind, 国元证券研究中心

#### 5.2.4 投资建议

公司有望 2018-2020 年实现销售收入为 64.85 亿元、86.4 亿元和 114.94 亿元，同比增长 34.9%、33.2%和 33%；归属母公司净利润分别为 4.34 亿元、6.05 亿元和 8.16 亿元，同比增长 38.4%、39.5%和 34.8%；公司 2018-2020 年 EPS 分别为 1.15 元、1.61 元和 2.17 元，对应 2018-2020 年 PE 分别为 47x、34x、25x。考虑到益丰药房未来几年处于高速扩张期，利润增速维持在 40%左右，按照 PEG=1 给予其 19 年 40 倍 PE，目标价 64.40 元，首次覆盖给予“买入”评级。

风险提示：并购进度不达预期、网上药店政策变化、单店经营效率下降等。

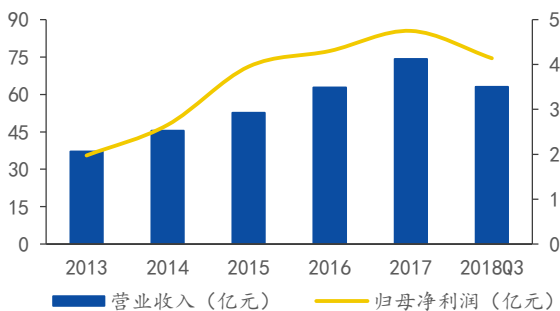
### 5.3 大参林：立足广东，多元化经营的特色药房

#### 5.3.1 立足广东，消费文化造就药店多元化经营可能

大参林两广地区门店渗透率高。大参林成立于 1992 年，主要从事医药直营连锁零售业务，是全国规模领先的大型医药零售企业。公司在广东、广西竞争优势明显，直营连锁门店接近 3000 家；同时积极向华南以外市场拓展，医药零售业务已经进入河南、江西等地。截至 2018 年 9 月底，公司拥有直营连锁门店 3676 家，同比增长 33.48%，保持较快的门店扩张速度。公司 2018Q3 约有 3/4 的净新增门店布局在华南市场，有利于深耕广东、广西等区域市场。现有门店布已下沉覆盖县域市场，公司着力提升两广区域布点覆盖率与市场份额。

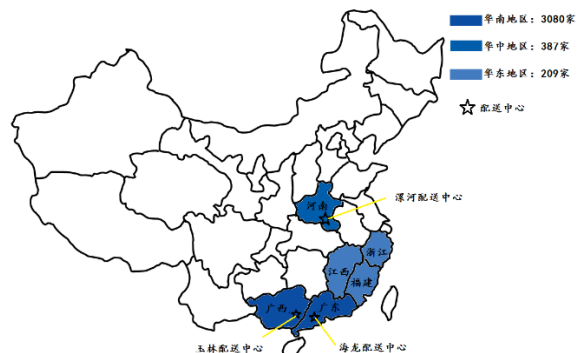
广东地区经济发达，药店数量众多，大参林仍有提升市场份额空间。广东省是我国零售药店数量最多的省份，根据商务部数据 2018 年广东地区零售药房大约有 5.5 万家，而大参林的药店数量约 2500 家，市占率为 4.5%。若以销售金额计算，大参林在广东地区市场份额则占到 10%。2018 年前三季度公司实现营收 62.99 亿元，同比增长 18.86%；实现归属上市公司股东净利润 4.14 亿元，同比增长 12.90%；实现扣非归母净利润 4.03 亿元，同比增长 8.66%。考虑到药店集中度水平正处在抬升阶段，享有区域先发优势的大参林有望充分利用广东地区发达的经济条件完成营收加速。

图39.大参林营收稳健提升



资料来源：中国药店发展报告，国元证券研究中心

图40.2017 年大参林门店分布情况



资料来源：公司财报，国元证券研究中心

广东地区消费文化受香港影响较深，给予药店多元化经营空间。香港地区药店和日本有些类似，主要依靠高毛利的非药品获取利润，如药妆产品、奶粉等，据人民网报道，2014 年香港 60% 以上奶粉均在药房销售。大参林扎根广东地区为其推广特色产品，实现药店多元化经营创造了条件。

#### 5.3.2 特色产品：参茸滋补药品占比高，推动整体毛利提升

参茸滋补药材占比提升，高毛利对冲中西成药毛利轻微下滑。公司专注于中西成药、参茸滋补药材及中药饮片、保健品、医疗器械及其他商品的直营连锁零售业务，尤其在参茸滋补药材领域形成自主品牌、覆盖高中低各档次产品、满足不同消费人群需求的业务特色。经过多年发展，公司已将参茸滋补药材比重提升到行业较高水平，2017 年年报披露，中西成药占主营收入比重最高，为 62.79%，参茸滋补药材占比

为 13.79%。毛利率方面，参茸滋补药材毛利率稳定在 40%以上，而中西成药毛利率已出现缓慢下滑，提升参茸滋补药材占比有效拉高了整体毛利水平。

图41.参茸滋补药材比重逐年上升

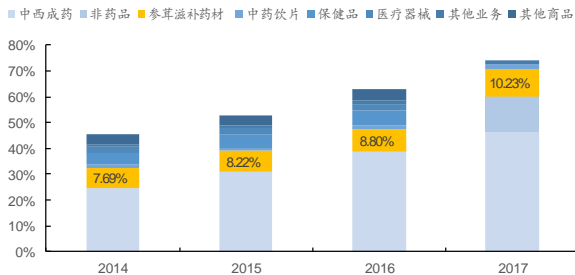
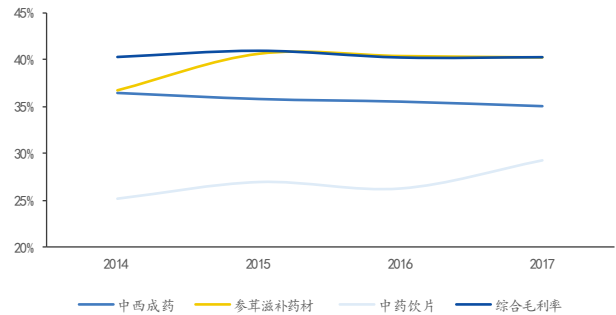


图42.参茸滋补药材拉升整体毛利率



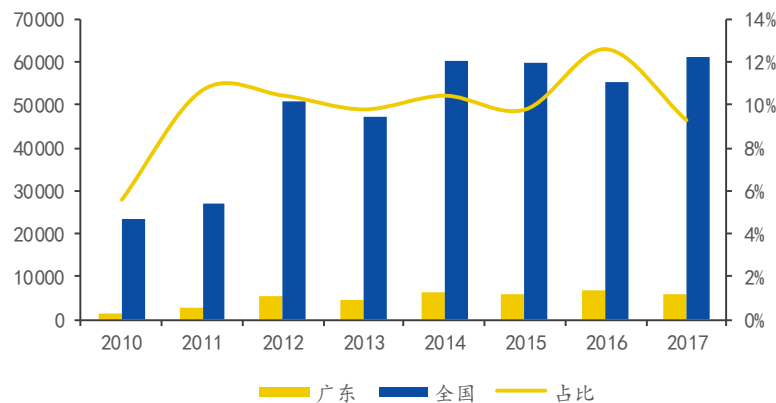
资料来源：公司财报，国元证券研究中心

资料来源：公司财报，国元证券研究中心

### 5.3.3 引入服务：探索中医问诊+药店模式

广东地区中医需求旺盛，连续多年中医销售全国第一。广东地区中医消费理念浓厚，广东省中医院的门急诊接待量 2017 年高达 770 万人次，位于全国所有公立医院之首。具体到中医药材销售，广东省销售额已经连续多年排名全国第一，占全国中药材销售额比重约 10%。

图43.广东中药材销售额占全国总量 10%



资料来源：wind，国元证券研究中心

中医馆模式逐步对药店放开，大参林积极布局。中医馆大致分为四种模式，比较常见的是大中型的中医馆，一般承担了中医诊疗的全套流程，所需前期投入成本大，更加接近于专科医院。而大参林涉足的主要是诊所药店中医馆，这种模式可以充分结合药店的零售功能和诊所的诊察功能，达成良好的协作效应。2010 年 10 月国家中医药管理局向全国推开试点工作，并出台了《中医坐堂医诊所管理办法（试行）》和《中医坐堂医诊所基本标准（试行）》。该试行条例中规定中医坐堂医诊所实行备案管理，但须由中药饮片品种不少于 400 种的药店设置，人员至少有 1 名取得医师资格后经注册连续在医疗机构从事 5 年以上临床工作的中医类别中医执业医师。较

高的硬件要求对于具备足够资金实力的大型连锁药店机遇更大。目前，大参林已经开始中医馆布局，不仅在已有药店逐步推广中医问诊业务，还通过参股收购等方式进军中型中医馆市场。如 2018 年 8 月，公司宣布收购江西会好康药房连锁有限公司旗下 7 家门店，包括 3 家中医馆。

表15.几种典型的中医馆模式

类型	简介	典型企业
大型综合中医馆	类似于中医院，但没有检测设备和病床，无住院患者	固生堂、福州瑞来春堂中医馆等
中型专科中医馆	规模适中，有 3-5 名中医生执业	深圳五味堂
诊所药店中医馆	坐堂中医模式，主要职责为患者就近诊查并销售中药材	同仁堂、大参林
健康会所中医馆	中医馆基础上延申其他健康服务，如国医馆、参茸保健馆、理疗馆等	九瀛堂

资料来源：国元证券研究中心

### 5.3.4 投资建议

我们预计大参林凭借其特色产品持续发力，2018-2020 年仍然将保持高成长，销售收入为 89.48 亿元、107.46 亿元和 129.76 亿元，同比增长 20.6%、20.1%和 20.8%；归属母公司净利润分别为 5.32 亿元、6.61 亿元和 8 亿元，同比增长 12%、24.2%和 21%；公司 2018-2020 年 EPS 分别为 1.33 元、1.65 元和 2.00 元，对应 2018-2020 年 PE 分别为 35x、28x 和 23x。大参林在零售药店中属于较有特色的大型连锁药店，毛利率水平高，扎根广东地区市场前景广阔，参考公司未来利润增速及零售行业平均估值水平，给予大参林 19 年 32 倍 PE，对应目标价 52.80 元，首次覆盖给予“增持”评级。

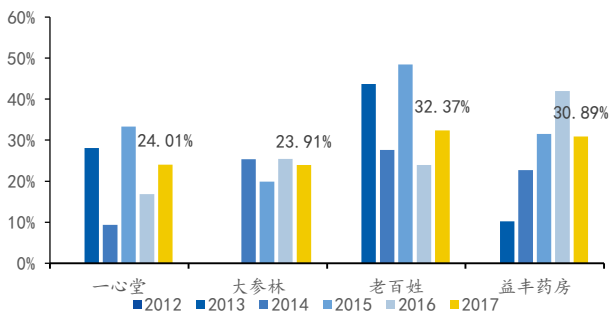
风险提示：中医馆政策收紧，门店扩张不达预期等。

## 5.4 老百姓：全国布局，规模效应凸显

### 5.4.1 全国性零售药店上市公司，空白区域抢占先机

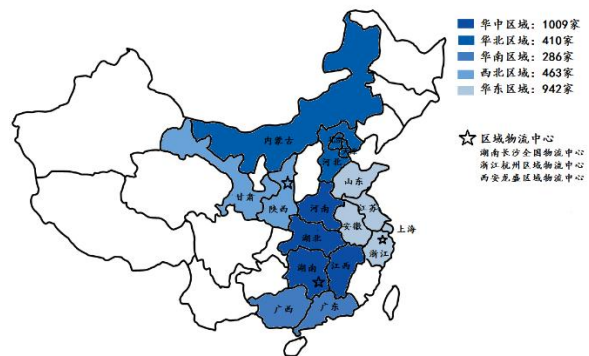
公司是全国少数门店网络覆盖全国的药品零售连锁药店之一，销售网络覆盖全国 17 个省/市，80 多个城市。借助上市公司优质的投融资平台，公司加速外延扩张，门店增速连续多年处于行业领先水平，2017 为 32.4%。目前，公司已有自营门店 3110 家，华东地区为重点拓展区域。除此以外，公司已进入医疗资源相对匮乏的中西部地区（如甘肃、内蒙古等），抢占发展先机。

图44.老百姓门店增速行业内领先



资料来源：公司财报，国元证券研究中心

图45.老百姓门店遍布全国

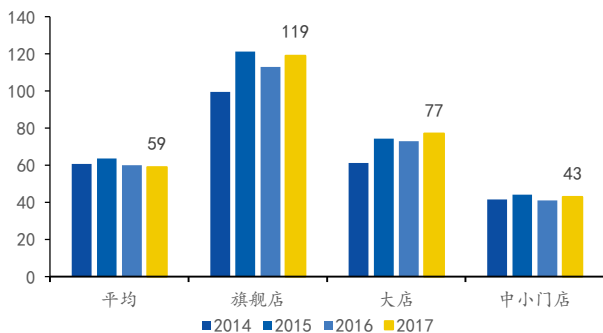


资料来源：公司财报，国元证券研究中心

### 5.4.2 单店面积大，充分发挥规模优势

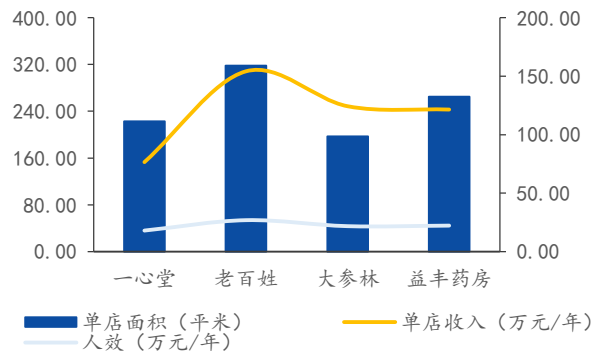
大型店具备规模优势，中小门店扩张拉低平均坪效。公司在行业中平均单店面积、单店收入和人效均排在首位。可以看出公司在各省份主要城市的大型药店具备规模优势，旗舰店坪效高达 119，大店坪效也达到 77。不过随着公司逐步向二三线城市扩张，收入体量较小的门店快速增加，精细化管理程度仍有待提升，整体坪效在 2018 年出现小幅下滑。随着新增门店逐步成熟，中小门店坪效水平有望回升。

图46.老百姓旗舰店坪效高，中小型门店坪效有待提高



资料来源：公司财报，国元证券研究中心

图47.老百姓规模优势较为明显



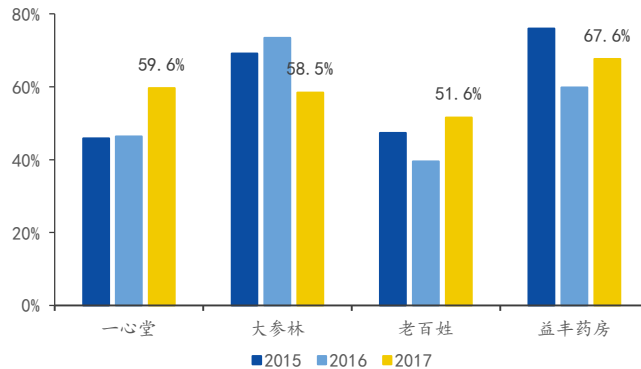
资料来源：公司财报，国元证券研究中心

### 5.4.3 门店扩张稳健，股权激励落地

依托于雄厚的资本实力，公司近年来扩张速度快主要依靠并购，自建率在行业内仍处于较低水平（2017 年为 51.6%）。2018 年，公司并购的步伐有所放缓，注重自

建。前三季度自建门店 421 家，并购门店 303 家。除此以外，公司对物流仓储以及信息系统加大投入，拟发行 3.3 亿元可转债用于该领域投资，为后续持续扩张计划埋下伏笔。

图48.老百姓自建率仍有上升空间



资料来源：wind，国元证券研究中心

**公司股权激励计划落地。**公司 2019 年 3 月首次公告限制性股权激励计划，拟向 7 名高管和 201 名核心人员共计 208 名员工授予限制性股票 182 万股，授予价格 30.12 元/股。业绩考核目标：以 2018 年为基数，2019-2021 年剔除激励费用影响后的净利增速不低于 20%、45%、70%，即同比增速不低于 20%、21%、17%，该计划有助于充分调动核心员工积极性。

### 5.4.3 投资建议

公司有望 2018-2020 年实现销售收入为 94.57 亿元、118.6 亿元和 148.78 亿元，同比增长 26.1%、25.4%和 25.5%；归属母公司净利润分别为 4.36 亿元、5.33 亿元和 6.5 亿元，同比增长 17.6%、22.3%和 22.0%；公司 2018-2020 年 EPS 分别为 1.53 元、1.87 元和 2.28 元，对应 2018-2020 年 PE 分别为 42x、34x、28x。考虑到老百姓经营效率高，扩张速度快，未来几年适逢股权激励计划期，预计业绩将维持高增长，给予其 19 年 35 倍 PE，目标价 65.45 元，首次覆盖给予“增持”评级。

**风险提示：**中西成药零售政策变化等。

**表16. 四家上市零售药店盈利预测**

财务数据和估值	2017	2018	2019E	2020E	2021E
<b>一心堂</b>					
营业收入(百万元)	7751.14	9176.27	11043.48	13184.38	15566.43
收入同比 (%)	24.0%	18.4%	20.3%	19.4%	18.1%
归母净利润(百万元)	422.71	521.07	661.56	825.29	1009.82
归母净利润同比 (%)	19.6%	23.3%	27.0%	24.8%	22.4%
每股收益 (元)	0.74	0.92	1.17	1.45	1.78
市盈率(P/E)	36	29	23	18	15
财务数据和估值	2016	2017	2018E	2019E	2020E
<b>益丰药房</b>					
营业收入(百万元)	3733.62	4807.25	6484.74	8639.63	11493.59
收入同比 (%)	31.2%	28.8%	34.9%	33.2%	33.0%
归母净利润(百万元)	223.89	313.50	433.80	605.32	815.82
归母净利润同比 (%)	27.3%	40.0%	38.4%	39.5%	34.8%
每股收益 (元)	0.59	0.83	1.15	1.61	2.17
市盈率(P/E)	91	65	47	34	25
<b>大参林</b>					
营业收入(百万元)	6273.72	7421.20	8947.69	10745.77	12976.35
收入同比 (%)	19.1%	18.3%	20.6%	20.1%	20.8%
归母净利润(百万元)	430.19	474.96	532.12	661.00	799.69
归母净利润同比 (%)	8.8%	10.4%	12.0%	24.2%	21.0%
每股收益 (元)	1.08	1.19	1.33	1.65	2.00
市盈率(P/E)	43	39	35	28	23
<b>老百姓</b>					
营业收入(百万元)	6094.43	7501.43	9457.49	11859.64	14878.19
收入同比 (%)	33.4%	23.1%	26.1%	25.4%	25.5%
归母净利润(百万元)	296.90	370.80	435.91	532.93	650.25
归母净利润同比 (%)	23.4%	24.9%	17.6%	22.3%	22.0%
每股收益 (元)	1.04	1.30	1.53	1.87	2.28
市盈率(P/E)	62	49	42	34	28

资料来源：国元证券研究中心，收盘价采用3月15日价格



## 投资评级说明

(1) 公司评级定义		(2) 行业评级定义	
买入	预计未来 6 个月内，股价涨跌幅优于上证指数 20% 以上	推荐	预计未来 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10% 以上
增持	预计未来 6 个月内，股价涨跌幅优于上证指数 5-20% 之间	中性	预计未来 6 个月内，行业指数表现介于市场指数±10% 之间
持有	预计未来 6 个月内，股价涨跌幅介于上证指数±5% 之间	回避	预计未来 6 个月内，行业指数表现劣于市场指数 10% 以上
卖出	预计未来 6 个月内，股价涨跌幅劣于上证指数 5% 以上		

## 分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本人承诺报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业操守和专业能力，本报告清晰准确地反映了本人的研究观点并通过合理判断得出结论，结论不受任何第三方的授意、影响。

## 证券投资咨询业务的说明

根据中国证监会颁发的《经营证券业务许可证》(Z23834000), 国元证券股份有限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，并向客户发布的行为。

## 一般性声明

本报告仅供国元证券股份有限公司（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。若国元证券以外的金融机构或任何第三方机构发送本报告，则由该金融机构或第三方机构独自为此发送行为负责。本报告不构成国元证券向发送本报告的金融机构或第三方机构之客户提供的投资建议，国元证券及其员工亦不为上述金融机构或第三方机构之客户因使用本报告或报告载述的内容引起的直接或间接损失承担任何责任。本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的信息、资料、分析工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的投资建议或要约邀请。本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。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。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。在法律许可的情况下，本公司及其所属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投资银行业务服务或其他服务。

## 免责声明

本报告是为特定客户和其他专业人士提供的参考资料。文中所有内容均代表个人观点。本公司力求报告内容的准确可靠，但并不对报告内容及所引用资料的准确性和完整性作出任何承诺和保证。本公司不会承担因使用本报告而产生的法律责任。本报告版权归国元证券所有，未经授权不得复印、转发或向特定读者群以外的人士传阅，如需引用或转载本报告，务必与本公司研究中心联系。网址：

www.gyzq.com.cn

## 国元证券研究中心

合肥	上海
地址：安徽省合肥市梅山路 18 号安徽国际金融中心 A 座国元证券	地址：上海市浦东新区民生路 1199 号证大五道口广场 16 楼国元证券
邮编：230000	邮编：200135
传真：(0551) 62207952	传真：(021) 68869125
	电话：(021) 51097188