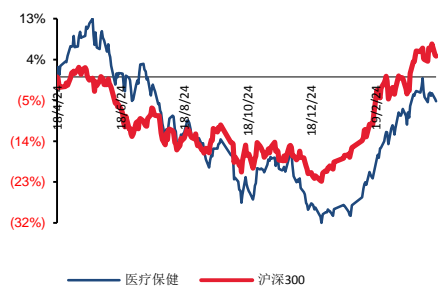


医疗保健

零售药店更新报告：集中度提升及处方外流加速，胜者为王

■ 走势比较



■ 子行业评级

相关研究报告：

《海正药业（600267）：低点已过，拐点将临》——2019/04/24

《太平洋证券-天士力-600535-点评：资产减值损失影响18年扣非利润增长，天士力生物赴港上市助推公司价值重估-190423》——2019/04/23

《北陆药业-300016-一季报点评：业绩增长略超预期，精准医疗业务继续快速成长》——2019/04/15

证券分析师：杜佐远

电话：010-88695263

E-MAIL: duzy@tpyzq.com

执业资格证书编码：S1190517110001

证券分析师：蔡明子

电话：010-88695263

E-MAIL: caimz@tpyzq.com

执业资格证书编码：S1190518050001

回顾：2017年药店板块经历了高度景气发展时期，主要受OTC终端提价、营改增、新版GSP、飞行检查带来的集中度提升，以及几大上市公司募资后加速门店扩张所致；2018年一季度由于广东实行药店分级、流感爆发及药店前期新建门店逐步进入盈利期，整体板块涨幅达12.61%（总市值加权平均，下同）；但在二三季度，尽管有减税降费、分类分级等积极因素，但受1）整体医药板块回调及药店板块整体估值偏高，2）一级市场收购价格偏高、大部分企业放缓收购速度，3）各地开展专项检查，规范非药品销售及医保刷卡等因素影响，季度板块涨跌幅较大，分别为-13%、-19%、-32%。

进入19年以来，零售药店政策及事件频出，包括产业资本放缓收购，以及市场价格逐步回归理性，以及“315”后挂证行为整治、工业巨头布局零售渠道、多家药企停止向部分电商平台供货、浙江医保局允许慢病处方流向药店及允许连锁药店参与配送（目前处于征求意见阶段）、《药品管理法（修订草案）》明确禁止网售第三方平台销售处方药等都对连锁龙头带来实质性利好，**一季度板块涨幅达32%**。

一句话概括：零售药店的两大核心驱动——集中度提升和处方外流呈现加速趋势，长期看龙头企业业绩确定性较高，行业红利长期存在。

一、强监管推动行业集中度加速提升

1. 18年来举报、打击骗保力度加强，行业进入最强监管时代

18年12月，国家医保局发布《欺诈骗取医疗保障基金行为举报奖励暂行办法》，整治范围扩大为全行业，对零售药店、药店工作人员、参保人员的欺诈骗取医疗保障基金行为进行了明确，短时间内就有逾千家药店被处罚，处罚措施包括撤销GSP证书、中断或解除医保协议、追回违规费用等。1月8日，市场监管总局部署整治保健市场乱象的“百日行动”，到1月底就已经检查了保健类店铺1.6万余个，立案300余起。

在强监管下，市场环境得以净化，大量单体药店及部分中小连锁生存压力变大，而上市药房本身规范性强，受影响小。1月8日，包括上市药房在内的全国排名靠前的28家连锁药店共同签署《医保定点药店诚信经营自律公约》，这28家合计年销售规模接近行业

总规模 1/3（数据来源：第一药店财智），行业加快优胜劣汰。

2. 严查执业药师“挂证”，大量小药店逐步边缘化

19 年 3 月 19 日，国家药监局发布通知，决定在全国范围开展为期 6 个月的药品零售企业执业药师“挂证”行为整治，随后各地积极响应，部分省份扩大了整治范围。同时，药监局、人社部发布了关于执业药师职业资格及考试的制度规定，执业药师报名资格提高、考试周期周期延长，拿证难度增加。

执业药师短缺对上市药房影响有限，此前的药房分类分级指导意见稿表明，三类药店中实行网上集中审方的门店可视为配有一名执业药师，使得上市公司在门店集中的地区，人工成本不会大幅上升。预计监管部门将严格查处药店“挂证”行为，单体药店或在药店分级中被逐步边缘化，或人力成本大幅提升，但终归会带来市场集中度的提升，利好上市药房。

3. 多家药企停止向部分电商平台供货，对单体药店影响较大

19 年 4 月，包括扬子江在内的多家药企发出通知，停止向部分 B2B 电商平台供货，甚至有药企停止对网络平台所有电商供货，原因是部分电商长期低价销售，对药品价格体系和渠道管理产生影响。无论针对的是个别还是全部电商平台，平台上的终端药品供货和供货价格都会受到影响。

B2B 电商平台对接的是药品供应商（药企或经销商）与终端（药店、诊所等），以药师帮为例，其目标市场以小连锁、单体药店、民营医院/诊所、村卫生室等为主，而上市药房及区域连锁龙头一般直接向药企采购，部分具备批零一体，对 B2B 平台依赖程度有限，基本不受影响；而小的单体药店进货渠道受限，或采购成本上升，利润空间进一步缩小。

二、处方外流进入实质性阶段，上市连锁充分收益

1. 国家禁止公立机构药房托管，推进医药分开加速

18 年 11 月，国家卫健委等发文明确规定“公立医疗机构不得承包、出租药房，不得向企业托管药房或开展类似合作”，目前全国有 12 省市已经明文禁止药房托管模式（江苏、河北、北京、山东、贵州、宁夏、海南、甘肃、广东、河南、新疆、山西）。

由于药房托管大部分为流通龙头企业及药企，虽然可以减轻医院负担，但无法规避非公平竞争、灰色收入等问题，弊端明显。在托管药房倍取缔的态势下，医药分开进程加快，电子处方等处方外流方式有望加快。

2. 政策鼓励及处方外流平台搭建促进处方外流进程

19年3月，卫健委发布《医院智慧服务分级评估标准体系（试行）》，将所有应用信息系统提供智慧服务的二级及以上医院列入评估对象，分成5个类别（0级最低，5级为最健全医院智慧服务），其中强调智慧服务应做到：患者可在线查询到出院带药信息；支持向第三方机构推送电子处方，电子处方应有防篡改功能；支持患者在线完成药品配送付费及配送地点选择，患者可在线查看药品的配送情况，在全程服务方面，针对慢性病、复诊患者可实现在线交互诊疗，在线开具处方、检查单、检验单等，至少支持1项明确将处方外流纳入二级及以上医院考核。具体来说，就是要将处方外流纳入二级及以上医院考核。

19年4月，十三届全国人大常委会第十次会议审议《药品管理法（修订草案）》，相比此前草案，修订案增加药品经营企业不得通过药品网络销售第三方平台直接销售处方药的规定。目前看以“梧州模式”为代表的政府主导的处方外流共享平台最符合监管和公平性要求，平台中的药店准入门槛高，直接承接外流处方。

目前，包括北京、四川、广东、福建等地及部分医院已经在试点电子处方外流，政策鼓励及政府主导的处方共享平台的搭建使得处方外流逐步进入实质进展期。而从近期浙江医保局关于允许慢病处方流向药店及允许连锁药店参与配送（目前处于征求意见阶段）的文件中可看出，大连锁药店的品种、覆盖面、配送能力最符合参与配送的要求，将显著受益。

在这一趋势下，零售药店正在从高毛利导向向以客户需求为导向转变，借助各种新零售技术与互联网技术、人工智能技术，赋能员工，提高其专业服务能力与水准、提高其经营管理水平、提高其运营效率，最终提高其整体效率。

3. 国家集采背景下，药企更加重视零售渠道，上市药房议价能力提升

药店受带量采购影响小，药店可以通过品类结构调整，替换低价药，同时在控费降价背景下，药企更加注重零售渠道布局。以处方药企业为例，近两年，包括阿斯利康、默沙东、赛诺菲等在内的多家领带头医药厂商都组建了零售团队，负责零售渠道的维护。4月11日，恒瑞宣布进军零售药店市场，以慢病用药作为突破口，零售团队3年目标规模为销售额20亿元，销售队伍3000人。

带量采购进一步推动了医药分家，因为从医院渠道转向零售渠道的药品，只要还在医保目录仍可以医保支付，慢性病只需首诊处方，且目前特慢病试点药房可以刷统筹账户。上市药房凭借规模和集采优势，向药企及经销商要利润，加上对产品结构的调整，来弥补定点药店与医保定点医院执行统一支付价后出现的药店价格倒挂损失，维持毛利率稳定。

四、标的推荐及风险提示

1. 益丰药房：强大整合能力助力业绩高速增长

从 18 年报及 19 一季报看，整体业绩保持较快增长，新开门店和并购门店在短期内处于培育期或整合期，阶段性影响了毛利率，但长期看精细化管理输出及整合能力将显著提升公司盈利能力。近年公司扩张步伐稳定，12-18 年门店年复合增长率达 34.91%，销售额年复合增长率 28.44%，利润年复合增长率 35.06%，企业销售规模稳步快速提升，门店网络布局日益成熟。

盈利预测：收购优质区域龙头带来收入利润提速，预计 2019-2021 年净利润分别为 5.72、7.58、10.08 亿元，对应 PE 分别为 39、29、22 倍。公司聚焦区域战略，精细化管理+区域集中度提升带来业绩稳定增长，维持“买入”评级。

风险提示：门店并购后业绩不及预期。

2. 一心堂：市场结构持续优化，省外扩张取得阶段成果

从 18 年报来看，收入增速稳定，表明成熟门店在稳定贡献业绩。扣非增速放缓主要是子公司美国瑞富进出口贸易有限公司商誉计提 1906.7 万，以及 Q4 开店数量加快，产生费用较多所致。扣除商誉因素，Q4 仍维持了前三季度的增速水平。从各省级区域经营情况来看，云南、四川、广西、贵州表现突出，云南区域营收增长为 19.41%；省外各区域通过近两年的大力拓展，获得较快发展，四川、广西、贵州 2018 年营业收入同比增长分别为 27.71%、20.29%、20.47%，均高于公司合并口径 18.39% 的同比营收增速。

盈利预测：公司高密度少区域的布局战略和自建为主的扩张模式价值将在业绩改善中得以体现，预计 19-21 年净利润分别为 6.46 亿、7.95 亿、9.77 亿，对应 PE26/21/17 倍，维持“买入”评级。

风险提示：门店扩张速度和后期整合、盈利水平低于预期。

3. 老百姓：门店维持较快扩张速度，培育期过后业绩释放有望加快。

前三季度，公司净增门店 676 家，其中自建门店 421 家，收购 303 家，关店 48 家，总门店数达到 3110 家，门店数量较同期大幅增长，集中开店也使得公司期间费用增长较快，拖累净利润，利润增速暂时低于收入增速，预计 19 年随着前期门店逐步盈利，老店将更有能力支撑新店扩张。从上半年的坪效看，公司因为加快了中小门店的扩张，整体坪效略有下降，但旗舰店和大店坪效保持稳定，整体运营能力仍是高效的。从前三季度的费用率看，前三季度的管理费用率及销售费用率均较同期略有下降，显示公司规模效应下较好的控费能力及较强的门店整合能力。

风险提示：处方外流进度低于预期，药店整合效果低于预期。

4. 大参林：华南继续深耕布局带动业绩增长，规模优势进一步提升

从18年报来看，18年主营业务毛利率40.08%，较17年提升了1.20个百分点，主要原因是：1) 随着各区域的门店规模扩大，管理成本进一步分摊，品牌与规模效应同步显现，公司在商品采购、销售合作方面的议价能力获得长足提升，促进公司盈利水平加速提升。2) 公司加强与部分品牌厂家深度合作，通过销售规模的不断提升从而取得供应商的更多合作资源；通过科学调整大健康品类结构结构。公司在优势区域（广东、广西）以自建为主，借助原有品牌与规模优势迅速占领市场，现已经逐渐进行覆盖两省大部分的县城、乡镇。其他地区并购+自建双管齐下，广西、河南、福建重点发展的区域业绩均取得重大的突破，广西新增门店243家，营业收入同比增长37.41%；河南新增门店137家，营业收入同比增长36.98%——公司跨省扩张经营能力逐步增强，区域内竞争壁垒不断提升。

盈利预测：随着公司在华南地区市占率不断提升，前期新开店逐步进入盈利期，预计2019-2021年净利润分别为6.38、7.73、9.25亿元，对应PE分别为29、24、20倍，维持“买入”评级。

风险提示：处方外流进度低于预期，药店整合效果低于预期。

5. 国药一致：业绩逐季提速，工商业均有改善，国大药房战略优化成效明显

1) 公司的分销业务居两广区域规模第一，在31个地级以上城市的医院直销市场竞争排名前3甲。在国内药品批发行业增速不断放缓的背景下，公司净利润仍能平稳增长，主要依靠分销网络进一步扩展（区域做“深”）及积极发展创新业务，终端覆盖面的提升持续带来上游品种的丰富和议价能力的提升。2) 在零售板块，公司采取优势区域布点下沉，强化区域管理的战略，在医保店、院边店加大布局力度，提升精细化管理能力。3) 沃博联参股国大药40%股权，已经完成交割，合资后的国大药房新一届董事会对未来3-5年的战略规划达成了共识，并形成具体战略举措，在线下门店扩张与管理、线上新零售业务方面布局有望加速。

盈利预测：考虑并表口径调整，则预计18-20年净利润分别为12.05亿、13.56亿、15.3亿，对应PE分别为17、15、13倍，在药店板块中估值最低，但未来提升空间较大，维持“买入”评级。

风险提示：处方外流推进速度低于预期，门店整合效果低于预期。

投资评级说明

1、行业评级

看好：我们预计未来6个月内，行业整体回报高于市场整体水平5%以上；

中性：我们预计未来6个月内，行业整体回报介于市场整体水平-5%与5%之间；

看淡：我们预计未来6个月内，行业整体回报低于市场整体水平5%以下。

2、公司评级

买入：我们预计未来6个月内，个股相对大盘涨幅在15%以上；

增持：我们预计未来6个月内，个股相对大盘涨幅介于5%与15%之间；

持有：我们预计未来6个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与5%之间；

减持：我们预计未来6个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与-15%之间；

销售团队

职务	姓名	手机	邮箱
销售负责人	王方群	13810908467	wangfq@tpyzq.com
华北销售总监	王均丽	13910596682	wangjl@tpyzq.com
华北销售	李英文	18910735258	liyw@tpyzq.com
华北销售	成小勇	18519233712	chengxy@tpyzq.com
华北销售	孟超	13581759033	mengchao@tpyzq.com
华北销售	袁进	15715268999	yuanjin@tpyzq.com
华北销售	付禹璇	18515222902	fuyx@tpyzq.com
华东销售副总监	陈辉弥	13564966111	chenhm@tpyzq.com
华东销售	洪绚	13916720672	hongxuan@tpyzq.com
华东销售	张梦莹	18605881577	zhangmy@tpyzq.com
华东销售	李洋洋	18616341722	liyangyang@tpyzq.com
华东销售	杨海萍	17717461796	yanghp@tpyzq.com
华东销售	梁金萍	15999569845	liangjp@tpyzq.com
华东销售	宋悦	13764661684	songyue@tpyzq.com
华南销售总监	张茜萍	13923766888	zhangqp@tpyzq.com
华南销售副总监	杨帆	13925264660	yangf@tpyzq.com
华南销售	查方龙	18520786811	zhaf@tpyzq.com
华南销售	胡博涵	18566223256	hubh@tpyzq.com

华南销售	陈婷婷	18566247668	chentt@tpyzq.com
华南销售	张卓粤	13554982912	zhangzy@tpyzq.com
华南销售	王佳美	18271801566	wangjm@tpyzq.com
华南销售	张文婷	18820150251	zhangwt@tpyzq.com



研究院

中国北京 100044

北京市西城区北展北街九号

华远·企业号 D 座

电话： (8610) 88321761

传真： (8610) 88321566

重要声明

太平洋证券股份有限公司具有证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号 13480000。

本报告信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归太平洋证券股份有限公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。任何人使用本报告，视为同意以上声明。